

# 踏准节奏 共舞震荡小牛市

2012年行近尾声，中国经济显露触底回升迹象，A股“三级跳”站上2200点。2013年经济增长态势如何？A股运行格局如何演绎？本期财经圆桌邀请汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌、金元证券南方财富管理中心总经理李海滨和华林证券高级投顾黄海勇三位嘉宾，就此展开讨论。

## 经济反弹通胀温和

**中国证券报：**2012年中国经济显现触底回升迹象，2013年经济增长态势如何？通胀压力会否卷土重来？

**屈宏斌：**尽管明年全球需求仍然疲软，我们认为2012年四季度中国经济反弹，2013年GDP年同比增速将恢复至8.6%，高于市场一致预期的8.1%，也远超官方公布的7.5%。

近期大量新项目上马，基础设施投资将获得新动力。受益于住房销售回暖，房地产投资正趋于平稳。此外，消费支出仍保持活力。以上多方面因素结合将推动明年及未来经济增长反弹。相比2009年的V型复苏，这次的反弹会更加温和，经济仍将继续在潜在经济增长水平之下运行，并抑制通胀回升空间，通货膨胀将保持温和。

## 小牛市格局基本形成

**中国证券报：**2012年A股火热收官。展望2013年，券商策略集体唱多。本轮反弹能走多远？2013年A股运行格局如何？未来影响市场的主要因素有哪些？

**李海滨：**2013年小牛市格局已基本形成，但本轮反弹为第一波行情，不会走得太高。

小牛市的主要依据是，十八大报告所提出的新四化为中国经济结构调整找到了治病良方，将此前经济结构调整向前做了实质性的推进。这次推进，从股市层面看，城镇化的正确路径，不仅解决了经济长期发展的问題，而且为周期型行业的产能过剩寻找化解的方法。这与之之前一般性压制产能过剩行业、用新兴产业替代传统产业的方式有了根本性的进步。正是这一重大政策的变化，提振了股市投资者对未来的信心，彻底改变了之前

因为持续担忧周期性行业产能过剩所形成的熊市心理。

在总体看好情况下，短期不能过分乐观。首先，这次政策推动经济，与2009年初的四万亿投资方式相比不可同日而语。不会有强烈的货币扩张，也不会搞当年高铁那样的大干快上。这样对经济的短期刺激不会太强，因此经济的回稳是平稳的，股票市场的回升必然也是平稳的。其次，是投资者对新四化政策的理解纷争。毕竟，新四化是一个长期稳健运行的方向，新政策的落实与推进，各地政府的执行情况，都会影响投资者信心；其三，美国、日本等国家的经济政策变化，世界贸易格局是否会产生新的变局，都有可能影响到中国经济，对股市的影响可大可小。

**黄海勇：**本轮反弹实质是在宏观底部回暖背景下，憧憬体制改革红利、“新城镇化”投资拉动经济、货币宽松预期的估值修复行情。金融、地产板块强势主导的逼空行情的延续性将聚焦在房地产调控上，如果房价延续当前的上涨势头，则调控政策将继续升级，股市暴涨的节奏将难以持续。

展望2013年，市场分歧在于城镇化如果仍旧体现在固有的投资拉动土地财政模式，显然与产业结构升级的调结构方向背道而驰。这也是体制改革和“城镇化”拉动内需投资的难点和重点。由此看来，2013年股市不会“牛”冲天，也不会“熊”到底，充其量是个“蛇”市“震荡波折”。上半年看反弹，投资拉动经济短周期，实体补库存带动企业盈利改善预期；下半年看转型，市场更关注改革驱动下经济长周期转型带来的内生性增长的持续性。

**中国证券报：**一季度投资主线在哪里？底部普涨式行情会否让位于结构性行情？如何把握结

构性机会？

**李海滨：**一季度投资主线将围绕以下几条展开：一是价值低估型。这类股票主要是一些传统的优质公司，在熊市中下跌幅度较大，估值严重低估；二是困境反转型。其中多数都会遇到这种机会。过去两年，周期型股票业绩大幅下滑，股价跌幅巨大。当经济逐步转好后，股价率先反弹；三是业绩浪。在年报临近时，一些小盘成长股将获得资金追逐。需要注意的是，这些线条都会面临震荡的机会与风险，投资者不要急于追高，耐心等待回调机会。

**黄海勇：**一季度政策面若无直接利好，投资主线主要看好年报估值修复和改革红利下经济转型驱动的“城镇化”产业链上的大消费投资主线。建议重点关注养殖业、农化肥、节水灌溉及受益土地流转概念的仓储物流、林业、农批市场等；智慧城市进程的节能环保、医药医疗、食品安全及检测，城市安防移动互联网的投资机会；农村城市主题的乘用车（SUV）消费和早周期重卡，城市轨道交通投资的复苏；金融行业看好券商受益政策松绑带来的成长机会。

## 切莫追高等待震荡

**中国证券报：**机构普遍认为明年水泥需求将好转，国泰君安预期2013年水泥需求增速为7.3%，预计2018年水泥需求到达顶峰前年均增速为5%左右。国信证券则更加乐观，认为2013年水泥需求在基建和城镇化的拉动下将小幅回暖，全年有望保持8.03%的增速。水泥板块现在可否介入？

**李海滨：**水泥这个行业有几个特性。一是产能过剩，尤其是部分省份；二是一季度普遍不是



水泥收入的高峰；三是水泥行业在周期波动中，利润早期恢复较快，但真正增长时间来得相对较晚。这些特征决定水泥股在一季度不一定很好，特别是在已经大幅反弹之后，需要一个冷静观察阶段。

从经济发展规律与城镇化政策两方面结合来看，还是那些竞争力很强的水泥企业增长机会更稳定。

**中国证券报：**随着汽车销量回暖，近期汽车板块稳步上行，在行业复苏以及年末购车预期提升的背景下，明年1月车市是否有望开门红？汽车股的投资机会如何？

**黄海勇：**汽车行业的最困难时期已经过去，年底旺季需求回

升，乘用车消费升级及三四线城市首次购车需求上升。关注SUV、B车的结构性增长的投资性机会。关注重卡市场随着政策投资增速回升、物流运输业刚需及国四强制标准推动更新性需求等带来的投资机会。密切关注与政策扶持高相关度的新能源汽车的补贴刺激政策落地带来的投资机会。

**中国证券报：**近期操作策略如何？看好哪些品种？

**李海滨：**近期行情处于第一波持续上冲的加速阶段。由于累积涨幅相对较大，几乎等同于年初反弹行情的总涨幅，因此短期上升空间有限。1月份市场必然会出现震荡，投资者首先要把握这种震荡机会，其次在选择品种

时，要紧扣城镇化、农业现代化、困境反转以及高增长等四大主题。

**黄海勇：**改革与投资预期推升大盘，场外资金积极入场导致市场上演持续逼空行情，市场反弹过快，累积获利盘较多，节后若无新的催化剂将出现获利抛压，导致市场震荡调整，建议重仓投资者逢高减持，调整中波段交易。后期如遇市场调整可再次布局投资拉动、货币宽松预期推升通胀的强周期性资源品种，如地产、水泥、券商、有色，以及“一号文件”预期叠加冬末春初的春耕和春节效应，将催化“农业现代化”的主题如农业机械、育种、渔业养殖、节水灌溉环保等行业个股的投资机会。

## 如何进行行业分类

□大摩华鑫基金公司 张靖

行业投资作为一种重要的资产配置手段，是获取超额收益的重要来源。在国民经济发展和宏观经济周期的不同阶段，各个行业面临不同的发展机遇，呈现出不同的发展态势，表现出不同的基本面状况，同时资本市场会产生不同的预期，最终行业间的这些差异必然在股票价格中反映出来。

进行行业投资，首先需要解决行业分类问题。MSCI和标准普尔共同构建的GICS、富时集团和道琼斯指数公司共同构建的ICB是国际上常用的行业分类标准。国内机构推出的行业分类标准由于更多地考虑了国内在经济发展阶段、产业结构现状、行业发展机会等方面的特征，在A股的投资实践中得到了更多的应用。其中考虑到行业的投资价值的一致性的一些行业分类被称为投资型行业分类。

从行业投资角度来讲，行业内的高相似性和行业之间的高差异性行业分类的基本原则：高相似性旨在降低来自行业内部的噪音，提高投资收益的稳定性；而行业间的高差异性将决定获得超额收益的空间。这种相似性和差异性不仅体现在行业基本上，同时也应体现在行业的市场表现上。

在研究行业市场表现的关联度方面，聚类分析方法更为客观和准确。聚类分析是一种数据统计方法，通过量化指标衡量多个样品之间的相似性，并将一些相似程度较高的样本聚合为一类，把另外一些彼此之间相似程度较大的样品聚合为另一类，直到将所有样品分配到若干个类中，使得同一类中的样品有很大的相似性，而不同类之间的样品有很大的差异性。为了兼顾行业基本面上的异同特性，可以直接

使用现有行业分类中的细分子行业的收益率进行聚类分析的基本单元，并在聚类范围自下而上逐步推进。

首先，从同一个小行业的细分子行业进行聚类开始，提取基本面和市场表现最为类似的细分子行业作为一类。以中信二级行业中的石油石化行业为例，其下有炼油、油品销售及仓储、其他石化3个细分子行业，经过聚类分析，炼油和其他石化的市场走势相似性更大，可以合并为一个行业，而油品销售及仓储单独为一个行业。

其次，将小行业内的聚类结果在大行业内部再进行聚类。将上述炼油+其他石化、油品销售及仓储，与所属大行业中同级别的石油开采和油田服务再次进行聚类，结果为石油开采+炼油+其他石化组成一类，油品销售及仓储为一类，油田服务为一类。这与中信行业分类的区别在于取消石油石化行业，将其中油品销售及仓储单独剥离出来，其他的与石油开采合并。

再次，将大行业的聚类的结果在行业群内进行聚类。由于部分行业与相关产业链存在紧密的依赖关系，在基本上属于相同的产业集群，在二级市场表现上也呈现出高度的相关性。例如，对基建投资相关的行业进行聚类时，得到了与普通认识吻合的结果：机械行业中的工程机械、建材中的水泥、建筑中的建筑工程在二级市场具有非常高的同步性，因此可将以上3个行业组成一个行业。

沿着现有行业分类层级关系自下而上地进行行业收益率聚类分析，形成的行业分类体系较好地结合了基本影响因素和市场表现，进一步提高了行业内部的相似性和行业间的差异性。

□中证之声

# 煤炭价格短期或反弹

2013年行情空间有限

□本报记者 李阳丹

最新一期的环渤海动力煤平均价格下降1元至634元/吨，环渤海地区5500大卡市场动力煤的综合平均价格连续第三周下降，环比降幅收窄。

分析认为，由于发电形势好转，国内动力煤市场已经开始转暖，短期内动力煤的主要压力在于进口。而对于明年全行业的情况，则要看国内国际经济的复苏步伐，以及煤炭供应的增长速度。

## 市场现回暖迹象

尽管环渤海煤价指数本期仍在下跌，但市场回暖的迹象已经比较明显。

据业内人士分析，近期国内社会用电需求继续增加，动力煤的消费状况已经出现显著改善，主要电力企业的煤炭库存已经出现明显回落。电力和煤炭的冬季消费高峰仍在增强，国内动力煤市场运行环境已经好转。

而导致本期环渤海地区市场动力煤价格下滑的主要原因，来自于进口动力煤增加的压力，以及煤电双方2013年中长期电煤价格谈判结果的不确定性所引发的继续谨慎或低迷的市场购销氛围。

数据显示，今年11月，我国进口煤炭环比明显增长。11月当月进口煤炭2898万吨，同比增长6.5%，环比增加757万吨，增长35.3%。前11个月累计进口煤炭254亿吨，同比增长29.7%。净进口245亿吨，同比增加6350万吨，增长34.9%。预计全年净进口量将达到2.7亿吨左右。

煤炭海运价格的上升也显示煤炭需求有所增加。秦皇岛海运煤炭市场发布的海运煤炭运价指数（CCFI）显示，与12月18日相比，12月25日秦皇岛至上海航线4-5万吨



新华社图片

船舶的煤炭平均运价上涨1.4元至27.7元/吨；秦皇岛至广州航线5-6万吨船舶的煤炭平均运价继续维持37.3元/吨；秦皇岛至张家港航线2-3万吨船舶的煤炭平均运价上涨1.0元至37.3元/吨。

今年以来，受宏观经济下滑及来水的影响，煤炭主要下游需求行业表现疲软，1-11月份火电同比增长0.1%，其中4-10月份火电当月都是负增长；生铁增速3.5%，粗钢增速2.9%。相比之下，由于合成氨及尿素产量增速仍较快，合成氨增速8%，尿素增速14%，使得化工用煤成为最“抗跌”的品种。

## 明年存不确定性

有关部门近日连续下发煤炭行业相关政策。随着 国家发改委关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》和 国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》先后出台，动力煤市场化基调被确立。不过，虽然摆脱了行政力量的管控后，明年动力煤价格仍然面临诸多压力。

业内人士表示，当前国内经

济企稳回升将拉动煤炭需求保持增长，但世界环境依然复杂多变，经济企稳回升的基础仍需要巩固，预计明年经济增速回升的幅度不会太大，同时国家将继续加大经济结构调整、能源结构调整力度，加强节能减排，减少煤炭消耗，预计明年煤炭需求不会出现大幅增加，可能将延续低速增长的态势。

煤炭交易中心主任曲剑午表示，2013年，经济企稳回升将带动用电需求的提高，会带来煤炭需求增长。大量审批并开工的“十二”规划重点建设项目将带动煤炭消费30%以上的钢材、建材、化工等行业的需求，拉动煤炭消费需求增长。不过，当前我国钢铁、建材化工等高耗煤行业“去库存”过程仍未结束，企业生产加速增长的力量难以积聚，将限制对煤炭需求的拉动力度。

从煤炭供应看，“十一五”以来，煤炭采选业固定资产投资2.2万亿元，经过多年大规模的煤炭投资、资源整合和技术改造，煤矿产能大幅度提高。据统计，到2011年末，煤炭产能已经达到39亿吨

左右，在建规模11.08亿吨，全国现有煤矿和在建煤矿总产能超前问题比较严重。

曲剑午认为，随着煤炭供应能力持续提高，今后产能过剩可能会成为常态。2013年我国煤炭市场供大于求的矛盾将有所缓解，煤炭产销将在低速增长中趋向平衡。根据有关机构预测，2013年全国煤炭产量将增长5%左右；煤炭消费量将增长4%，增幅比上年均有小幅提高。

而受美、欧、日等发达经济体增速低、金砖国家等新兴经济体经济增长速度明显放缓等因素影响，欧洲煤炭需求萎缩，而美国大力开发页岩气替代燃煤电厂发电，导致国际煤炭市场低迷，价格下滑。今年以来我国煤炭进口量大增，预计2013年煤炭进口仍将保持高位，进口煤对国内市场的冲击将不断加大。

总体来看，2013年煤炭市场还将保持供应宽松的态势，煤炭需求总量增加，但将呈现低速增长，市场去库存的压力仍然很大，煤炭行业科学调控产能的任务还很艰巨。

## 明年投资不好做



□海康人寿投资部高级经理 刘思恩

年底最后一个月，突如其来的股市变化，让很多个人和机构投资者乱了手脚。虽然许多人都预计股市近期会探到底部，但是没想到反弹会这么强烈，尤其是银行、房地产等热门板块，短短一个月已经完成了一波小型牛市的涨幅，让空仓者和持股者都不知道下一步该怎么办。

其次是债券等固定收益市场，两个月前还全市场看多，九成以上的人认定经济必然衰退，债市必然迎来黄金时代，结果只过了一个月，股市一起，债券多头们纷纷倒戈。最有趣的是有些基金公司，十月份还在大张旗鼓发行债券基金，大肆鼓吹债市，结果十二月份的交流会上，PPT上的图还是那些图，数据还是那些数据，但结论却变成经济明显回暖，债券和债基供求失衡，明年债市堪忧而股市看好。

纷纷扰扰下，我自己也是一脑袋糨糊，不知道明年到底该做什么好。尤其是临近年底，作为机构投资管理人，总要设计一下来年的投资计划，但是长期投资计划往住都是无本之木，在市场急剧变化时为未来一年设计计划，更是不着边际的任务。还好保险投资经理身处买方，往往只需要对少数领导解释思路和策略，不像卖方的券商、基金那样，没话也要找话，没理由也要找理由，或生就一双近视眼，却被迫要去做半年以上的远景展望。

首先，作为保险资金管理者，不管从法规还是从自身需要，投资的大头必须是固定收益产品，这未必不是一件幸运的事情。资质好的债券或存款，买入后持有到期，中间的价格波动不影响业绩，让人不慌不忙，气定神闲。有些保险投资经理拿到钱后还要观望一阵，希望在利率最高点配置长期债券。但我个人认为，目前市场整体利率水平不算低，拿到资金就赶快被动式匹配，也许一、两年后回头看，还是不错的策略。

难点在于计入“可供出售”的债券，尤其是高收益、低评级债券，以及债券基金、分级基金的A端等有价格波动风险的固定收益投资。这些东西，虽然到期收益率不错，但是中途万一碰到CPI反弹，资金成本上升，弄不好再遭遇信用危机恐慌，价格下跌个5%甚至10%也不是完全没可能的，对债券投资经理的考核业绩杀伤力很大。对此，我的策略是“先欲则刚”——当你不追求8%以上的绝对收益，也不追求相对收益排名，那投资策略的回旋余地就大得多。

比如你可以年初坚守货币基金，在债券收益上升50BP(0.5%)后开始分批建仓，每升10BP加仓20%。这种策略会碰到两个问题，一是若债券不跌，继续走牛咋办？那么最坏结果是别人赚8%，我赚3%而已，至少能拿到正收益，何况坚持做多的同行未必都在最低位满仓，也未必都不犯短线买卖的错误，因此行业平均业绩未必很高；另一种可能是债券碰到大熊市，全年收益率上升100BP咋办？按我上面的办法，债券建仓成本并不是在最高位，所以行业内相对业绩不会太糟糕。同时，目前的信用债市场利率再加100BP，从历史上看也是个蛮高的位置了，长线而言不会吃亏，大不了是2013年隐藏了业绩，到2014年、2015年再释放出来。值得提醒的是，每年的债市再熊，也很少碰到一年来债券全价收益率是负的情况，因此债券经理们还是应该以乐观的心态去对待目前这个负面消息貌似较多的市场。

至于股市，对于机构投资者，与其多谈行情预测，不如改变内部管理机制。笔者倡导少开集体会，多做个人计划；少做事前泛泛预测，多做事中应对策略；研究分析虚心谨慎，买卖下单果敢自负。另外，对各个分账户的投资经理，扩大授权，增加其自主操作的灵活性，让投资经理只对投资结果负责，而不是把精力花在堂皇的报告和自圆其说上；对公司的大账户，则要减少交易频率，控制交易成本，利用指数基金等低成本工具，多做大趋势行情，少一些“轻大盘、重个股”的幻想。

由于2012年底的这波意外行情，2013年的投资变得很难做。行业中人，最重要的不是对自己和他人勉为其难，克制欲望，顺势而为，争取一个中庸的成绩，弄不好反而有意外惊喜。