

成长与周期之“辩”(一)

银行与地产打响了1949点反弹的第一枪,但回头再看时,市场并未摆脱“周期搭台,成长唱戏”的窠臼,2013年以来,成长股超额收益显著。但棋至中盘,成长股已然高高在上,而经济的弱复苏又令投资者对周期股缺乏信心。此时,在看似“昂贵”的成长股与看似“便宜”的周期股之间,投资者又应作何选择?

估值溢价遇天花板 小盘护身需靠成长

□本报记者 魏静

本轮1949点以来的逼空行情,虽说是银行股的盛宴;但小盘股还是在反弹中后期发挥了“题材为王”的霸气。目前,指数已进入剧烈震荡期,题材炒作虽不时抢镜,但已缺乏了前期愈战愈勇的激情。分析人士指出,最近一周以来,大小盘估值溢价率不断刷新历史新高,来自估值溢价“天花板”的压制正逐步显现;而根据历史经验,每逢估值溢价触碰“天花板”时,都会启动一波趋势性的回调征程。未来大小盘估值溢价的回归或将通过两种路径完成:其一是小盘股大跌,大盘股震荡微调;其二是小盘股持平或微跌,大盘股大涨。从目前的情形来看,支撑本轮反弹的经济复苏及改革预期正逐步进入证伪阶段,市场情绪将从亢奋逐步回归至理性,因而小盘股中期的回调风险将逐步显现,即便短线还可活跃,也将更需要业绩的驱动,即打上“成长”的标签。

估值溢价天花板警示回调风险

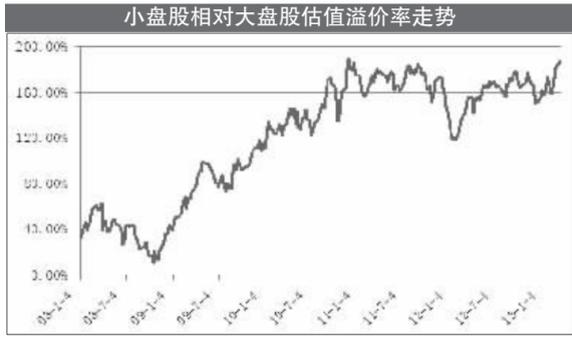
3月以来,指数虽进入震荡回调期,但个股行情依然精彩纷呈。继3月1日,大小盘估值溢价率创

出184.35% 历史TTM法,剔除负值)的历史新高后;3月8日该溢价率又刷新了186.24%的新高;而昨日,在指数震荡的过程中,大小盘估值溢价率又再度刷新历史新高,达到187.95%的历史新高。

大小盘估值溢价率的屡创新高,表明当下市场风格更偏向于小盘股;不过,来自估值溢价“天花板”的压制也将逐步显现。

不可否认的是,大小盘估值溢价率在特定的时间段通常都成为观察市场风格转变的一个指标。在2011年的7、8月份,大小盘估值溢价率也上演了一出受压“天花板”的戏码。2011年7月1日,大小盘估值溢价率就上蹿至167.65%的高位,随后一路上涨,7月中下旬更一度达到182.49%的高位;7月底至8月初,该溢价率一度大幅回落,但至8月26日该估值溢价率又创出184.49%的新高。其后,这一溢价率才正式踏上回归之旅,2012年初更一度回调至117%左右的阶段低位水平。也就是说,当时这一估值溢价率在历史高位仅短暂徘徊过四周。

分析人士指出,考虑到估值溢价“天花板”的历史压制,以及当前市场情绪正逐步偏理性的现实



状况,预计此次估值溢价率的“天花板”效应将再度显现。毕竟,目前市场预期也逐步进入验证阶段,短期小盘股即便还可继续活跃,其中期下行的风险及幅度也将被放大,因而投资者需警惕风险。不过,从较短的时间周期来看,银行股的阶段走势将成为一大观察窗口;如果银行股终结涨势再度向下,则小盘题材股大概率也将步入“还账”之旅;如果银行股继续活跃,则小盘股短期也存在继续活跃的空间。

小盘股: 从题材炒作到业绩驱动

根据历史经验来看,每逢大

盘股估值溢价运行至历史新高附近,总会出现一波趋势性的回调过程;毕竟估值溢价突破“天花板”必须要天时地利人和的多方因素配合。而估值溢价“天花板”突破的路径:小盘股继续涨而大盘股不动、或者大盘股大跌小盘股微跌,目前来看都很难出现。一方面,要出现小盘股继续疯涨的局面,则无疑需要更多增量资金入场的支持,资金面需保持极为宽松的局面;而目前资金面延续中性的基调,短期很难催生一波“钱潮”。也就是说,第一种路径概率很小。另一方面,第二种路径中所谓的大盘股大跌的概率也不

大,由于本轮逼空行情的主角是以银行股为首的金融股,其他权重周期板块受制于行业回暖的力度有限而始终处于温和跟涨状态,因而整体上涨幅度本身就比较有限,从这个角度而言,大盘股中除了金融股外,很难出现集体大跌的状态。

从中期来看,大小盘估值溢价率向下回归比向上突破的概率要大,或许短期这一估值溢价率还有可能上蹿,但缺乏资金面及基本面的配合,这一上冲并不具备可持续性。而这一估值溢价率向下回归的路径则是:小盘股大跌而大盘股震荡微调、或者小盘股持平微跌而大盘股大涨。显然,估值溢价率选择第一种路径向下回归的概率偏大,毕竟目前的经济基本面不支持市场开启一波趋势性的牛市,而此前的近500点逼空已基本反应了预期修复的因素。因此,在小盘股中期风险隐现的大背景下,只有具备高成长的优质小盘股才可抵御中期向下的风险。再加上年报披露大戏即将开启,业绩将成为短期股价表现的试金石,因而建议投资者更多挖掘业绩较好的高成长性个股。

行业成交占比高下立现

电子扶摇直上 钢铁沉重下陷

□本报记者 李波

上周指数大涨大跌,反复震荡,不过结构性机会依然层出不穷,资金偏好成为热点脱颖而出直接因素。作为衡量资金偏好的指标,行业板块成交占比能够为热点轮动提供一定的参考。统计显示,近期行业板块成交占比分化明显,比如电子元器件板块的成交占比已经连续四周,突破理论上限;而钢铁板块的成交占比则探至历史次低点。

电子股持续走强 成交占比连涨突破上限

尽管春节前电子元器件板块跑输大盘,但春节之后,伴随指数的震荡调整,电子板块却持续走强,特别是近期更是受到资金大力追捧。电子元器件行业的成交占比连续上涨,突破理论上限。

统计显示,根据2006年以来的历史数据测算,申万电子元器件板块成交占比的历史平均值、理论上限 2006年以来平均值+1个标准差)和理论下限 2006年以来平均值-1个标准差)分别为3.15%、4.30%和2.00%。而电子元器件板块的成交金额占比自2013

年2月22日当周开始连续回升,截至3月11日升至5.01%的高位。

分析人士指出,去年底开始,苹果、三星、华为、中兴产业链公司订单状况良好,终端销售逐渐拉升,电子行业消费进入旺季。而随着指数的企稳反弹,投资者对于电子行业的心态也开始回升,部分超跌品种大幅反弹。与此同时,近期无线充电、谷歌眼镜、眼球追踪、4G等电子类题材异彩纷呈,引爆了资金对于电子股的炒作热情。股价超跌、基本面回暖、概念刺激共同造就了电子股近一个月以来的强势格局。

值得一提的是,尽管电子元器件行业的成交占比已经突破理

论上限,但距离历史高点仍有不少距离。从这一点来看,电子类股票理论上依然存在上涨空间。在指数整体受制经济弱复苏和通胀超预期之际,市场风格可能更加偏向小盘成长股。此外,年报行情即将开启,年报和一季度业绩优异的电子类品种有望继续获得资金推升,而相关产业政策和陆续出现的电子科技概念,也将顺势推波助澜。当然,随着股价的上行,业绩引发的板块内部分化不可避免。

钢铁遭受冷遇 成交占比探至底部

指数剧烈震荡的背后,是多

空分歧的增大,相应的,板块之间的分化也随之升温。尽管银行、电子甚至房地产板块的成交占比都位于理论上限上方,但依然有部分品种持续遭受冷遇。钢铁股就是最为典型的例子。

统计显示,截至昨日,申万钢铁板块的成交占比为0.76%,为2006年以来的低位水平。该板块的历史平均值、理论上限和理论下限分别为3.44%、5.32%和1.55%。即使在2012年12月以来的大盘反弹过程中,钢铁板块的成交占比也未见起色,反而震荡走低,2月以来更是持续在1%下方徘徊。市场的反弹、做多情绪的高涨似乎未能让

钢铁股吹到一丝暖风。

分析人士指出,面对经济复苏势头的减弱以及通货膨胀的回升,多空分歧加剧,指数震荡调整,个股分化升温。在此背景下,年报以及一季报业绩、行业前景、产业政策以及资金认可度将决定板块和个股的后市命运。对于钢铁行业而言,尽管去年12月开始钢价一度企稳回升,但今年2月下旬以来钢价再度掉头向下,基本面压力卷土重来。与此同时,长期困扰钢铁股的产能过剩问题在2013年依然存在,并伴随结构调整的深入而发酵,再加上房地产调控预期升温,行业景气度难以明显改善。

风险因素累积 调整压力犹存

□长江证券策略研究小组

本周预计市场依然将有一定的回落,风险因素开始逐渐累积。首先,上周末公布的1-2月宏观经济数据开始证伪经济复苏,经济出现了滞涨的迹象,也表明目前复苏水平的弱势未改。其次,IPO放开传闻对中小板、创业板的影响短期内预计仍将持续。另外,地产政策仍处“靴子”未落地状态。

本周较好的信息来自证监会放开港澳居民投资A股,这可能给热钱流动创造了更为方便的手段。但这不会成为当前市场运行的核心因素,热钱的流动更多仍受国内外经济环境和风险偏好的影响。

地产担忧尚未结束

虽然从上周我们在湖北地区的调研情况来看,地产商对于“新国五条”并不十分担忧,但我们认

为地产政策的调控具有连续性,目前尚处“靴子未落地”的状态,一段时间内仍将使市场对经济担忧情绪加重。

首先,从过去几轮地产政策调控的情况来看,地产调控政策的出台具有连续性。从市场情绪的角度来看,单一政策仅会对市场短期的走势构成压制。但未来连续政策的出台,意味着政策预期可能持续悲观。

熟悉2002年以来经济周期的投资者可能会发现,调控政策的节奏是与周期波动的几次时间较好对应的,中间几次地产政策的真空期恰好对应的是小周期的衰退和复苏。

我们很少看到较为间断的地产调控政策,与货币政策的连续性一样,地产的调控也是连续的,从这个角度而言,我们认为“新国五条”细则的出台不是“靴子落地”,地产政策预期可能持续受压。

其次,细则中提到的部分城市二套房贷款和利率提高在未来的执行力度值得关注。如果地产贷款方面收紧,那么未来货币增速将会有明显的放缓,无论是对于房地产开发商的需求,还是整个实体经济的需求来说,都会存在明显地抑制。

经济回暖弱势未变

上周末公布了1-2月累计的宏观经济运行情况。对于之前市场对于经济复苏强弱的争论,这一数据很好的给出了答案。通胀上行高于预期,而工业增加值下降也比预期的差,这表明相较于去年末的弱复苏,当前经济已经进入了弱复苏的阶段,而且是繁荣的中后期。

首先,从短期市场所考虑的因素来看,复苏的强弱是1-2月指数上行中分歧的核心点。1-2月经济数据偏向滞涨的搭配一方面表

明经济复苏的力度并不强劲,另一方面依旧没有摆脱价格弹性高于需求弹性的经济特征,限制了市场对政策的想象空间。

其次,从投资数据来看,印证了我们之前对于本轮实体经济复苏中长期投资意愿不足判断。

房地产在去年销售向好的带动下,在下半年就开始出现了投资增速回升的态势,1-2月份继续得以保持。但是从整体固定资产投资来看,第二产业固定资产投资依旧处于下降态势,并且增速已经回落至20%以下,是近10年来的最低水平,建筑业投资同比增速更是-39%的超低水平,尽管其中有一定期季节性因素的影响,但是回落的幅度较大表明实体的中长期投资信心并未受到房地产投资逐渐回升的带动。

最后,对本周而言,2月信贷数据低于预期,市场不得不面临考验,年前流动性宽松的势头在

年后几次正回购下有所下降。

中期调整风险增加

上周市场出现了较多的不利因素,地产政策的调控、IPO放开的传言以及1-2月宏观数据的低于预期。我们预计本周市场将对上周末经济数据的低于预期做出反应,依旧存在一定的调整空间。

中期来看,本轮的经济回升已经进入到了弱势繁荣的中后阶段,未来流动性的拐点是市场承压的关键。另外,由于去年经济的单边下行趋势,导致今年投资者对数据数据的判断较为一致,因此经济数据上环比是否超预期将比同比趋势的判断更关键。

目前市场已经进入顶部区域,短期在一定的震荡之后,中期存在调整的风险。行业配置方面,偏重两端,向下游消费行业和上游价格受益端配置,如食品饮料、化工等。

沪市量能创年内地量水平 2300点整数关口失而复得

□本报记者 魏静

本周一,龙头银行股盘中的大幅跳水,一度令市场再度失守2300点大关。但随后银行股跌幅的收窄,令指数振幅趋于温和。短期而言,指数已不可避免进入震荡期,昨日沪市量能仅为739.2亿元,创出年内的新地量水平,这反映出当前资金交投气氛趋于清淡。

上证综指延续上周以来的宽幅震荡态势,昨日早盘一度失守2300点整数关口,随后出现一波触底回稳的走势。截至收盘,上证综指仅微幅下跌0.35%,报收2310.59点;深成指昨日也仅微跌0.09%,报收9277.16点。两市成交大幅萎缩,沪市单日成交仅739.2亿元,创出2012年12月14日以来的阶段新低;深市单日成交713.8亿元,也创出2012年12月25日以来的阶段新低。整体而言,市场交投趋于清淡,资金抄底的热情出

现锐减。

从行业板块的表现来看,昨日金融及地产出现“两头相望”的情景。申万金融服务指数昨日跌幅居首,单日内下跌1.41%,紧随其后的申万黑色金属、采掘、食品饮料、信息服务、交运设备、建筑材料及化工等指数也均出现了小幅下挫,明显周期类板块调整居多。相对而言,申万信息技术、餐饮旅游、房地产及医药生物等指数昨日却逆市上涨,申万房地产指数上涨0.91%,与金融股的领衔下跌形成鲜明的对比。

分析人士指出,地产股昨日的上涨,主要归功于预期的短期修复,其上涨的持续性有待验证。而银行股已然步入了股价“还账”之旅,再加上最新公布的经济数据不及预期,因而市场预期很有可能向下调整,短期来看,市场将进入高位震荡区以等待预期的进一步明朗。

创业板中小板跑赢大盘

题材股活跃依旧

□本报记者 魏静

经历了上周的大幅震荡后,本周指数进入盘整期。昨日,沪深指数盘中虽出现了一定幅度的跳空,但收盘跌幅收窄;在主板市场跌幅较为温和的背景下,代表小盘股的创业板指数及中小板综指昨日则逆市上涨,再度成为市场活跃的主力军。

截至11日收盘,创业板指数上涨0.51%,报收869.15点;中小板综指昨日也微涨0.25%,报收5341.84点,这两大指数均在一定程度上跑赢了大盘。

个股表现方面,创业板及中小板内部昨日均有一定的赚钱效应。创业板昨日正常交易的349个股中,有190个股实现上涨,其中具备3D眼镜题材的康耐特、4G题材的金信诺及重新复

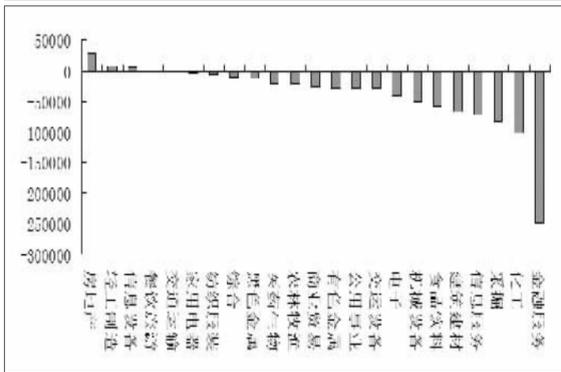
牌的欧比特强势涨停,有多达22只创业板个股昨日涨幅超过5%;而在昨日出现下跌的153只个股中,除了长亮科技及达刚路机单日跌幅在8%左右外,其余个股跌幅均在5%以下。中小板昨日正常交易的690个股中,有368个股实现上涨,其中威华股份及汉缆股份强势涨停,有多达45只中小板个股单日涨幅超过3%;而在昨日出现下跌的302个股中,出中航三鑫跌停外,多数个股的跌幅都在2%-3%之间,整体并未出现恐慌杀跌的情形。

分析人士指出,当前市场正逐步进入预期验证的阶段,预期的不明令资金不敢再大肆做多;接下来小盘股炒作的风险或也在增大,投资者择股需首要看个股业绩的成色。

资金流向监测

Table with columns: 股票代码, 股票名称, 最新价, 涨幅(%), 流入金额(万元), 流出金额(万元), 净流入(万元), 净流入资金占成交额比例(%). Lists top 10 net inflows in Shanghai and Shenzhen.

行业资金净流入(出)金额(单位:万元)



87亿资金弃守2300点

□本报记者 龙跃

据巨灵财经统计,周一沪市A股资金净流出52.65亿元,深市A股资金净流出34.57亿元,两市资金合计净流出87.22亿元。在众多行业板块之中,房地产、轻工制造和信息设备行业资金流入规模居前。据巨灵财经统计,房地产行业资金净流入金额达到2.96亿元;同时,轻工制造和信息设备行业分别净流入资金8823.75万元和4991.55万元。与此形成对照的是,金融服务、化工和采掘行业资金净流出规模居前,净流出金额分别为24.67亿元、10.07亿元和8.44亿元。

据巨灵财经统计,周一沪市A股资金净流出52.65亿元,深市A股资金净流出34.57亿元,两市资金合计净流出87.22亿元。

在众多行业板块之中,房地产、轻工制造和信息设备行业资金流入规模居前。据巨灵财经统计,房地产行业资金净流入金额达到2.96亿元;同时,轻工制造和信息设备行业分别净流入资金8823.75万元和4991.55万元。与此形成对照的是,金融服务、化工和采掘行业资金净流出规模居前,净流出金额分别为24.67亿元、10.07亿元和8.44亿元。