



## 政策红利+“新兴”偏好 “主题投资”主导震荡市

本报记者 李波

从自贸区到港口海运,再到土地流转,市场热点看似凌乱,却未离改革红利这条主线。与此同时,以创业板为代表的新兴产业行情并未结束,仍有部分股票继续创出历史新高。不难看出,今年以来,A股市场的结构性牛市此起彼伏,其炒作逻辑以及运行节奏几乎与政策导向完全吻合。上半年重点在“调结构”,新兴产业个股走牛;下半年突出“促改革”,区域板块纷纷上攻,预计未来整体A股市场仍将在这两条主线的支持下稳步上行。

### “大改革”概念主导市场

在刚刚过去的8月,上海自贸区概念股无疑是沪深两市的最大亮点。昨日这一板块高位回调,盘中一度对指数走势形成压力,但另一股力量随即跟上,即“土地流转”概念股。

有消息称,日前一份事关农村土地改革进程的重要文件已下发至河北、辽宁、吉林等18个省市,按照文件要求,被确定的28个试点市县将于今年8月至9月正式启动农村集体经营性建设用地使用权流转,原则是不突破现有土地利用政策、土地使用标准等法律法规的规定,流转土地不得用于商品住宅建设。受此消息刺激,A股农林牧渔业板块强劲上涨,而拥有大量土地资源的北大荒、亚盛集团更是以涨停报收。

表面上看,自贸区、土地流转等政策似乎并不相关,但其均代表了管理层在经济领域力推改革的举措。结合在一个多月前管理层提出的“稳增长、调结构、促改革”的目标,预计越来越多的政策将会出台,而以改革红利为线索的运作路径,在当前的A股市场中也越来越清晰可见。

## 三大困局施压初秋行情

兴业证券 张忆东

进入9月份,资金面可能成为影响市场行情的主要矛盾,季末资金面压力和海外QE退出的风险不得不防。一方面,在9月17、18日召开FOMC前,市场对于美联储QE退出的预期将再度升温;另一方面,恰逢季末、中秋、国庆等时间窗口,即便央行做大规模的逆回购,也难以完全平抑时点性扰动所带来的冲击。9月行情还需冲破三大困局的束缚,即经济旺季不旺、流动性偏紧和存量资金被消耗。

### 困局一:经济旺季可能不旺“炒复苏”需当心

对于7月份工业生产超预期的上升,我们理解为“价格反弹对于生产的正反馈”。回顾2010年以来PPI环比与工业生产之间的关系,类似的情况曾发生过数次,但区别在于,2010年的两次价格环比上涨幅度较大,对应工业增加值同比维持在14%左右;而2011年以来,在企业ROIC低于融资成本的背景下,2011年末和2012年四季度的两轮价格环比反弹力度偏弱,对应工业增加值仅反弹到10%左右。考虑到当下实体融资成本高企、微观部门盈利能力低下,我们判断本轮价格的环比反弹幅度有限,不应对补库存有过高期望,高频数据8月下旬已开始走弱,9月旺季不旺的概率正在上升。

### 困局二:流动性难有惊喜 惊吓仍存在

虽然6月钱荒以后,央行通过逆回购、SLO、SLF等工具意图缓解市场对流动性偏紧的预期,从而降低预防性资金的需求,但我们认为9月份流动性仍面临较大的压力。一方面,9月17、18日召开FOMC之前,市场对于美联储QE退出的预期将再度升温;另一方面,恰逢季末、中秋、国庆等时间窗口,即便央行做大规模的逆回购对冲,也难以完全平抑时点性扰动带来的冲击。

立足中期,以下三点流动性演绎的逻辑同样指向偏负面的结论。偏弱的美元指数恰恰说明发达经济体的流动性集体收缩。5月份以来,除中国以外的金砖五国以及东南亚货币兑美元贬值幅度均超过5%,印度比索兑美元贬值幅度更是达到18%。在此背景下,美元指数基本走平,原因在于构成美元指数最核心的三大权重货币,欧元、日元

及英镑兑美元汇率总体偏强,在美联储QE退出明确的背景下,上述三大货币兑美元的强势意味着货币政策边际上隐含着同样的甚至更紧的收缩预期。虽然目前对人民币的冲击小于其他新兴市场,但在全球流动性总供给收缩过程中,国内外汇占款改善的空间相对有限。

后续实体融资成本上行压力远甚于银行间。7月以来,长债的大幅调整以及过去两个月表外融资增长的放缓,说明6月份钱荒事件已显著改变了商业银行的行为模式,叠加偏弱的外汇占款增长以及今年四季度开始基建信托到期将再度升温;另一方面,恰逢季末、中秋、国庆等时间窗口,即便央行做大规模的逆回购对冲,也难以完全平抑时点性扰动带来的冲击。

立足中期,以下三点流动性演绎的逻辑同样指向偏负面的结论。偏弱的美元指数恰恰说明发达经济体的流动性集体收缩。5月份以来,除中国以外的金砖五国以及东南亚货币兑美元贬值幅度均超过5%,印度比索兑美元贬值幅度更是达到18%。在此背景下,美元指数基本走平,原因在于构成美元指数最核心的三大权重货币,欧元、日元

及英镑兑美元汇率总体偏强,在美联储QE退出明确的背景下,上述三大货币兑美元的强势意味着货币政策边际上隐含着同样的甚至更紧的收缩预期。虽然目前对人民币的冲击小于其他新兴市场,但在全球流动性总供给收缩过程中,国内外汇占款改善的空间相对有限。

后续实体融资成本上行压力远甚于银行间。7月以来,长债的大幅调整以及过去两个月表外融资增长的放缓,说明6月份钱荒事件已显著改变了商业银行的行为模式,叠加偏弱的外汇占款增长以及今年四季度开始基建信托到期将再度升温;另一方面,恰逢季末、中秋、国庆等时间窗口,即便央行做大规模的逆回购对冲,也难以完全平抑时点性扰动带来的冲击。

立足中期,以下三点流动性演绎的逻辑同样指向偏负面的结论。偏弱的美元指数恰恰说明发达经济体的流动性集体收缩。5月份以来,除中国以外的金砖五国以及东南亚货币兑美元贬值幅度均超过5%,印度比索兑美元贬值幅度更是达到18%。在此背景下,美元指数基本走平,原因在于构成美元指数最核心的三大权重货币,欧元、日元

## 经济企稳尚难撬动整体反弹行情

长江证券研究部策略小组

随着“自贸区”主题持续受到资金的关注,市场似乎暂时忘却了成长股高估值的忧虑,也放松了对经济中期需求企稳可能只是昙花一现的警惕。近期公布的最新制造业PMI数据继续回升,考虑9月份仍为工业开工旺季,三季度经济企稳已是大概率事件。不过,中期来看,尽管来自经济基本面市场的压制在减弱,但是符合季节性规律的变化尚不足以支持市场上行;此外,市场还需面对美国退出QE导致其货币外溢效应紧缩的风险,以及等待来自政策或其它方面的超预期因素。

### 季节性+政策效果 经济企稳季

最新公布的8月官方制造业PMI为51.0%,较上月回升0.7%,再次印证了当前经济基本面的企稳。回顾历年8月该指标的环比变化,仅去年表现为回落,其余年份均呈现为同幅度的上涨。今年指数回升

的幅度与往年平均值一致,符合经济运行的季节性规律。根据路透此前对12家机构进行的调查,一致预期数值为50.6%,虽然最终数据高于预期值,但我们认为市场对企业家景气预期回升的趋势已达成共识,数据仅在改善的幅度上略超预期。

从分项上来看,8月新订单延续了上月回升的态势,但生产、原材料库存上涨幅度相对偏弱,企业扩产意愿尚且谨慎。产成品库存回升但仍处在季值以下,去库存放缓;购进价格回升至53.2%,与短期经济环比改善相互印证,量价变化或有利于短期盈利的变化。

对于后续实体经济的运行,我们认为如同去年9月企稳一样,仅是一个经济下降中途的企稳,边际时间递减,并非中期底部状态。三季度经济基本面运行对周期股表现或有所支撑,但考虑存在来自海外美国QE收紧下的流动性紧缩风险,在非稳定的经济运行逻辑之中,主板行情是经济、流动性和改革的共振,其上行需要有改变长期

经济下降逻辑的出现,而不是阶段性并且递减的企稳状态。

### 上市公司中报 并未开启去杠杆行为

根据已公布的上市公司中报来看,全部A股上市公司归属母公司的净利润当季同比增速由10.47%升至12.27%,但剔除银行与石油石化后由10.31%降至7.09%;中小板延续净利润同比增速回升,创业板增速转正。创业板盈利状况内部出现较大的分化,流通市值居前与创业板指数重合的龙头成长股的盈利相对更为稳定。行业上,资源、能源类个股的利润增速负值改善,交通运输净利润同比增速出现大幅增长。

二季度剔除银行与石油石化后的营业收入增速,延续了一季度的上行态势,但营业收入则未能延续一季度的回落态势。在经济下行周期,企业盈利压力下压缩费用支出的动力较强。上半年费用结构上存在优化,财务费用回落明显,上

市公司加杠杆的速度在回落;而在压缩管理费用的同时,企业对销售费用的投入力度维持较高的水平,以拓展需求空间。

在现金流量与偿债能力方面,中小板、创业板的现金流量状况好于剔除银行、石油石化整体水平。大类行业上,资源能源、设备制造、工业服务、交通运输行业的现金流状况相比去年同期好转,而原材料、消费、科技类行业现金流趋紧。全部上市公司与剔除金融服务后的杠杆率均是上升的,大部分行业的杠杆率较去年年报有所回升,尚未开启去杠杆的行为,仅消费类行业负债率呈现小幅回落。2013年一季度库存周转率呈现季节性回升的态势,中小板与创业板库存周期率水平好于去年同期,但剔除银行与石油石化的整体A股库存周转率不及去年同期水平。房地产库存去化加快,此外,汽车、餐饮旅游以及通信行业库存周转率提升;其他大部分行业库存

### 新兴产业主线并未间断

尽管总体来看市场重心已经有所偏离新兴产业股的迹象,但这条主线并未完全断掉。回顾今年前7个月,以创业板为代表的新兴产业股走出独立行情,其背后的政策逻辑在于“调结构”。从政策面的角度看,调结构在未来相当长的时间内都是经济工作的重点,因此预计市场仍将延续对新兴产业的偏好。

从产业周期以及国家经济的发展阶段看,未来最有增长前途的公司无疑应从新兴产业中寻觅,因此尽管估值过高、业绩不匹配会导致此类股票出现明显调整,但长线资金仍将在合适的价位重新回归,将压缩调整空间。实际上,在创业板指回调幅度仅有5%的情况下,资金“抄底”的热情便高涨起来,这导致部分创业板股票创出了阶段甚至是历史新高。

从运行节奏上来看,在没有增量资金大规模进入的情况下,大资金大规模进入再度放量。从具体的品种来看,首先,上海自贸区作为“大改革”主线的龙头,在调整完毕后仍有望继续走高,有分析人士认为,此次上海自贸区在政策配适度上将最大,暂停部分法律就是最重要的体现。其次,土地流转概念启动,持续性也被看好,一方面这一政策力度较大,另一方面相关概念股相对位置较低,风险相对较小。

从运行节奏上来看,在没有增量资金大规模进入的情况下,大资金大规模进入再度放量。从具体的品种来看,首先,上海自贸区作为“大改革”主线的龙头,在调整完毕后仍有望继续走高,有分析人士认为,此次上海自贸区在政策配适度上将最大,暂停部分法律就是最重要的体现。而从更长时间范围看,这两个群体或可形成轮动,而整个A股市场也将再这两条主线的支撑下稳步上行。分析人士建议积极参与自贸、土地流转等概念板块的短期行情,同时跟踪关注新兴产业板块中质地优良的股票作为长期投资标的。

从运行节奏上来看,在没有增量资金大规模进入的情况下,大资金大规模进入再度放量。

### 9月配置:降低仓位 优选成长股

9月资金面困局制约A股的反弹行情,需提防三季度末资金价格上升、QE退出等风险,因此,仓位不必太高,等待深秋时节短期风险释放之时,反而是中长期更好的买入时机。运行节奏上,9月上旬不排除自贸区“炒地图”带动周期股反弹,这是基于公布8月份经济数据淡季不淡、炒作自贸区、透支三中全会改革预期等,而主题炒作引发成长股行情泡沫。9月中旬,需提防资金面压力,提防“炒地图”退潮、裸泳,而成长股行情从泥沙俱下走向优胜劣汰,逢低买入优质成长股。

配置上,核心配置继续持有竞争格局改善的行业龙头。针对追求相对收益的投资者,短期可以适度均衡配置成长股和价值股,新兴产业股需降低仓位以防“挤泡沫”风险,待深秋时节可逢低增持信息消费、节能环保新能源以及医药。此外,传统价值股阶段性具备相对收益,建议配置地产、建筑装饰、化工、稀有金属、金融等。

配置上,核心配置继续持有竞争格局改善的行业龙头。

针对追求相对收益的投资者,短期可以适度均衡配置成长股和价值股,

新兴产业股需降低仓位以防“挤泡沫”风险,待深秋时节可逢低增持信息消费、节能环保新能源以及医药。

此外,传统价值股阶段性具备相对收益,建议配置地产、建筑装饰、化工、稀有金属、金融等。

## 创业板强势重返1200点整数关

本报记者 徐伟平

强势,中信传媒指数和电子元器件指数分别上涨2.50%和2.21%,在29个中信一级行业指数中分列第二和第三位。个股方面,创业板中共有10只个股涨停,中青宝、华谊兄弟、碧水源等创业板明星股在经过上周的回调后,也悉数上涨。

分析人士指出,自贸区概念“在经过整整一周的炒作后有所平息,创业板中的小盘成长股则重新获得资金的青睐,但资金追逐创业板的情绪有所降低。考虑到十八届三中全会即将召开,市场将迎来改革憧憬期,蓝筹股可能成为本次三中全会主题投资布局的主线。此外,创业板指数在创出历史新高后,本身就积聚了极大的调整风险,再加上恐高情绪有所蔓延,预计该指数在高位难免会反复,提醒投资者不可急于追高。

昨日,新兴产业板块表现

## 本周待发利率债超1300亿元

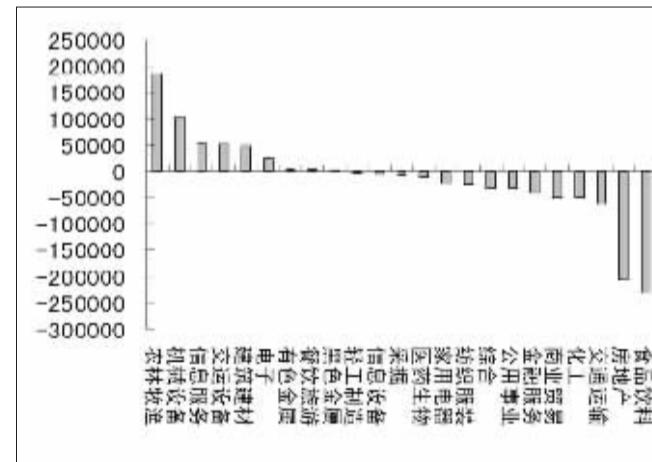
本报记者 张勤峰

压力。据Wind统计,7月8日到8月25日的7周时间,利率债发行量平均每周达到1104亿元。这一情况在上周出现暂时缓和,由于月末因素,上周只发行了300亿元国开债;不过,跨月后利率品供给又明显增多。截至本月2日,本周将有2只国债、3只地方债和7只政策性金融债发行,计划发行总额1302亿元。

短期来看,新债供应仍将是利率市场难以回避的话题。申银万国等机构认为,供给压力叠加经济数据回暖,限制了市场的做多热情,利率债短期回暖趋势可能已经结束。当然,收益率已至高位,继续向上的空间并不大。国信证券报告指出,商业银行已充分调整预期配置计划,发行集中供应对市场冲击最明显的时期应该已经度过。

## 资金流向监测

### 行业资金净流入(出)金额



### 沪深两市资金净流入前十

股票代码	股票代码1	最新价	涨幅	流入金额(万元)	流出金额(万元)	净流入金额(万元)	净流入资金占总成交额比例(%)
600234	浦东建设	13.92	10.04	102725.29	23414.85	79310.44	62.87
603128	华贸物流	13.79	9.97	66991.06	6315.66	60675.41	82.77
600108	亚盛集团	7.99	10.06	76217.42	15921.80	60295.62	65.44
000157	中联重科	5.74	8.10	101215.15	41633.51	59581.64	41.71
600650	锦江投资	13.08	10.01	59873.42	22651.00	37222.41	45.10
002261	拓维信息	23.16	10.02	56116.97	19847.00	36269.97	47.75
600018	上港集团	4.80	6.19	149974.44	115200.03	34774.41	13.11
600598	北大荒	8.20	10.07	44961.98	15196.69	29765.29	49.48
600708	海博股份	8.36	10.06	41835.34	14484.81	27350.53	48.56
002183	怡亚通	8.11	10.04	30540.02	4572.94	25967.08	73.95

## 31亿资金借震荡出局

本报记者 龙跃

力资金呈现净流出的格局,深市呈现净流入的格局。据巨灵财经统计,周一沪市A股资金净流出38.30亿元,深市A股资金净流入7.08亿元,两市资金合计净流出31.22亿元。

在众多行业板块之中,农林牧渔、机械设备和信息服务行业资金流入规模居前。据巨灵财经统计,农林牧渔行业资金净流入金额达到18.57亿元;同时,机械设备和信息服务行业分别净流入资金10.36亿元和5.24亿元。与此形成对照的是,食品饮料、房地产和交通运输行业资金净流出规模居前,净流出金额分别为23.25亿元、20.62亿元和6.22亿元。