

A股危中有机 两主线掘金

□本报记者 张怡

4月底，在权重股护盘拉升之下，沪综指顽强守住了2000点。然而IPO发审会在4月30日正式重启，将使得市场弱势格局难以扭转，地量小反弹引发的磨底过程或许才刚刚开始，反复波动或将成为短期市场的主旋律。

不过，在靴子完全落地后，市场可能会迎来资金布局的良机。新股上市初期的财富效应料将再度激发资金热情，成为市场主要投资机会聚集地；而稳增长政策陆续发布落实引发的改革题材仍是中期行情的主导力量。

地量磨底 市场进入波动市

在经历了连续下挫后，四月最后两个交易日市场上演了蓝筹主导的地量企稳。上周二，上证指数曾一度在低迷中跌破2000点大关，不过收盘前在以金融为主的权重蓝筹股急速拉升下，股指也迅速转跌为升，成功收复2000点整数关口。随后在上周三市场的乐观情绪蔓延，指数最终以2026.36点报收，行业板块涨多跌少。

值得关注的是，上述两个交易日的成交额分别仅为567.76亿元和576.77亿元。分析人士认为，这一方面说明多头的能量被压制到了极点，短线增量引发反弹是大概率事件；另一方面也说明，资金尚未大举进场，反弹的根基尚不牢固。

新股和主题投资仍是关注重点

当前经济面的逐步企稳给市场带来了一定的安慰，在此背景下，后市资金的布局方向成为投资者关注的焦点。分析人士指出，新股发行后的短期内，市场可能维持弱势格局，但市场中局部热点将不会缺乏，这包括其新股炒作引发的热潮，以及改革政策带来的主题性机会。

其一，尽管投资者普遍对于新股发行带来的分流资金、供给增加等效应心存恐惧，但不得不承认新股上市带来的财富效应可能依然显著。据统计，今年以来全部新股相对于发行价平均上涨了63.78%，而同期其余A股的平均涨幅才为1.61%。其中，金轮股

回顾今年1月中旬及3月中旬沪综指在2000点附近的市场情况，市场的下行总是伴随着成交额的萎缩。而且磨底过程并非一蹴而就，而是一个反复的过程。如果以历史情况作为参照，当前市场的情况大概率也将延续在2000点附近波动，进行反复磨底。

消息面上多空交织的情况料将在5月进一步加剧，由此市场多空力量的角逐将继续引发波动行情。首先，尽管4月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.4%，连续2个月微升0.1个百分点，显示出经济面上出现了企稳势头，但在经济转型的大背景下，传统产业的活力下降引发的经济失速风险仍然存在，预计后续稳增长相

关政策仍将保持一定的节奏。其次，IPO发审会在4月30日正式重启，这决定了短期市场的弱势格局，并将持续影响今后沪深两市的供求格局和热点分布，这也可能引发资本市场相关改革措施逐步出台以对冲新股发行。最后，5月份各类信托及理财违约风险爆发的预期进一步升温，对市场心理也形成潜在威胁，针对该风险的政策对冲措施也存在一定的预期。

分析人士指出，在弱市中微刺激政策有望形成局部热点，促使市场重心企稳，但在供给压力下能否激发资金热情扭转弱势格局，还要看政策的力度和实施的情况。

份额、登云股份、众信旅游、易事特的相对于发行价的涨幅分别高达270.47%、228.64%、178.62%和159.57%。由此可见，新股引发的资金热情之巨大。与此同时，券商板块受益颇多。在控制发行节奏、抑制高价发行的背景下，业内普遍预计后续新股上市初期仍将受到资金的热烈追捧，从而制造弱市中的局部热潮。

其二，改革政策推动的估值修复行情。今年以来，市场中的稳增长政策频繁出台，从京津冀一体化到沪港通等政策，多指向了市场中的低估值超跌传统蓝筹板块。而自4月11日至4月28日市场下跌的过程中，蓝筹板块又是资金出逃的重

灾区。据wind数据统计，中信证券、中国平安和海螺水泥是资金净流出额排行榜中的前三位，遭遇净流出额分别为9.27亿元、8.76亿元、7.94亿元，此外，康美药业、浦发银行、国金证券、广汇能源等净流出额也均超过了5亿元。

分析人士指出，在沪港通、优先股等政策的带动下，待市场情绪稳定后，A股的主导力量仍将回归到转型改革上，改革的实施力度将决定其引发的行情演绎。这些大市值板块可能无法取得博人眼球的短线大涨，但逐步积累的稳健行情发生的可能性较大。不过，改革伴

随的阵痛可能会使得股指层面没有良好的表现。

三压力或导致红五月“难产”

□长城证券 张勇

节前市场表现惨淡，上证综指盘中跌破2000点整数大关，随后在权重股护盘下有所回升，收盘仍站在了2000点上方。但是从成交量观察，反弹相当乏力，沪市单日成交已经回到600亿元下方。创业板指数则是在下探年线遇支撑后小幅回升，个股活跃程度有所增加。笔者认为，以创业板为代表的“东墙”已经被拆，但是期待着能够补起蓝筹股“西墙”仍然不现实。具体分析五一节后的市场走势，可以概括为以下几个方面：

首先，经济数据阴晴不定，地产行业前景堪忧，蓝筹股上涨缺乏基本面支持。2014年4月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.4%，连续2个月微升0.1个百分点，预示我国制造业继续保持平稳增长势头，但是复苏力度较弱，不能证明二季度开始经济已经开始步入回升。从市场最为关注的房地产市场看，有可能提前步入寒冬，对经济负面冲击较大。今年以来，随着降价潮的蔓延，万科、金地等A股1季报表现欠佳，楼市预期持续走低。今年五一期间，北上广深一线城市成交数据显示，北京、深圳等楼市成交大幅跳水，跌幅超80%。近期也有关于万科副总裁毛大庆看空房地产市场的言论，成为市场关注的焦点。虽然万科进行了澄清，但是从内容看，还是较为客观的评价了房地产市场。房地产作为经济的支柱产业，不仅对实体经济影响巨大，而且还影响到金融市场的稳定。近期地产板块异常热闹，金地集团、金融街等多只地产股发生了股权

之争，但是实际分析应该都是保险等机构投资者的财务投资需要，并不代表真正要进入房地产行业。

房地产行业如果低迷下去，将对整个经济造成重大负面影响，其余的稳增长措施，包括棚户区改造、铁路投资等都无法取代。由于二季度经济前景仍然不明朗，银行、地产等蓝筹股上涨缺乏基本支撑，即使资金从成长股中流出，也未必有多少资金愿意进入到大盘蓝筹股。

其次，成长股的烦恼并未结束，年报业绩远不及预期，创业板反弹空间不大。2013年年报季报公布结束，从分板块来看，去年主板公司的盈利能力明显好于中小板和创业板公司。2013年，中小板719家公司实现净利1055.06亿元，同比增长5.19%；创业板379家公司实现净利285.18亿元，同比增长10.48%。两个代表中小公司的板块，盈利情况均不及A股整体14%的增长幅度，在整体经济形势仍然不景气的环境下，规模较大的主板公司抗风险能力还是较中小企业要强。与去年相比，创业板公司业绩增长远远落后，导致估值水平飙升，泡沫越吹越大。近期成长股股价大幅下挫，就是一个挤泡沫的过程。不仅业绩因素，新股IPO重启、优先股推出、沪港通都对成长股不利，可能加速成长股的下跌。新股发行，导致成长股的稀缺性大打折扣；中小企业推出优先股可能性不大，应该是为银行行业量身定做的，广汇股份抢得头筹并没有得到市场的认可；沪港通受益的肯定是银行、保险等A股较H股折价的股票，对于大幅溢价的中小股，沪港通迎来理解为利空。总之，创业板

短期与年线止跌回升，但是反弹的空间不大，可参与价值有限。

最后，从股市的外围环境看，即使金融市场发生信用违约事件，也没有能够引导资金流入股市，成为股市持续低迷的重要原因。随着超日债违约事件的出现，以及更多的信托没有能实现刚性兑付，高收益理财产品将会上出现分化，由于涉矿、涉及房地产项目的风险开始释放，部分投资者开始要为所谓的高收益买单。但是，这部分追求稳定高收益的资金仍然很难流入股市，股市很长时间以来都是存量资金博弈。

总的看，大盘出现红五月的概率较低，上证综指在击穿2000点后，

市场信心遭受较大打击，依靠银行、地产，实现风格转换的难度非常巨大。如果未来二季度经济前景依然黯淡，货币政策保持中性，大盘仍然缺乏系统性上涨的机会。从技术分析的角度看，沪指始终运行在2009年3478点高点后形成的下降通道中，反弹的高度逐步降低，低点屡次被刷新。2000点以下的重点位就是去年6月底钱荒砸出的1849点，而创业板短期在年线1250点附近有望展开弱反弹，与主板继续形成跷跷板效应。

在投资策略上，谨慎防御，防止个股踩踏应为首选。随着市场重心不断下移，强势股纷纷掉头向下，平仓盘、止损盘一起涌出，短期做空能量释放。所以近期投资者应该以防范强势股补跌风险为主。近期京津冀、特斯拉、互联网金融等热门板块持续降温，投资者应该注意回避。在左侧交易层面，投资者可以关注部分行业景气度提升的行业，如苹果产业链、可穿戴设备等。



□本报实习记者 叶斯琦

4月30日，股指期货IF1405合约下跌0.51%，全周累计下跌1.14%，下行趋势并未改变。此外，上周期指市场的成交量逐步萎缩，4月最后一日成交量更是创下近两周新低。大户持仓变动方向虽有分歧，但多空持仓量双双下滑，显示市场情绪低迷。目前政策走向难以预期，市场观望情绪浓厚，在此背景下期指震荡探底是大概率事件。

期指成交量创两周新低

4月30日，期指一直维持窄幅震荡格局，不过尾盘却突然跳水，主力合约IF1405全天下跌0.51%，贴水幅度进一步扩大至11.66点。纵观4月的最后一周，主力合约IF1405走出阴阳交替的态势，但29日的一个阳线仍无法阻止期指下探的总体势头，4月最后一个交易日结束后，期指报收于2147点，全周累计下跌1.14%，始于4月中旬的下行趋势并未改变。与之相比，4月末的现货市场则相对平稳，4月30日沪深300指数小幅震荡后微涨0.1%，连续两天的上涨止住了下滑势头。

上周三个交易日内，股指期货市场成交量逐步萎缩，即便在期指唯一上涨的29日，成交量也处于低位，4月30日IF1405主力合约的成交量更是只有41.93万手，创下两周内的最低值。可见，投资者并不积极，观望意愿浓厚。

持仓方面，中国金融期货交易所统计数据显示，4月30日前20会员席位的多单和空单均较上一交易日有所减少。值得注意的是，传统空头大户席位的布局依旧出现分歧。其中，中信期货席位的净空持仓量为16991手，较上一交易日增加485手，做空兵力已连续五个交易日处于上升态势。而海通期货期货的净空持仓量为2474手，广发期货席位净空持仓量为5227手，二者较上一交易日分别减少了1473手、817手，总体而言，空头减持力度较大。

值得注意的是，央行近日发布报告称理财产品“刚性兑付”现象有悖于“卖者尽责、买者自负”的市场原则，应在风险可控的前提下有序打破刚性兑付。后市一旦信用风险的爆发，市场情绪可能会受到显著冲击，这也增添了5月市场的不确定性。

市场人士指出，5月份市

场的不确定性因素有所增加，可能会制约市场的整体表现，空头缺乏理由太过于激进，多头也没有意愿大幅拉升，作为反

期指料延续震荡

期指市场代表着投资者对未来指数走势的预期。通过4月指数的反转走势，政策“托而不举”的预期基本上形成比较广泛的共识。此时，宏观经济的相对弱势能否激发政府的微调动作，已经成为市场的主要期待。从4月下旬的走势来看，无论经济面还是政策面，明朗的信号仍未出现，不确定性因素可能会制约期指5月表现。

宏观经济方面，5月3日公布的数据显示，4月中国非制造业PMI为54.8%，环比回升0.3个百分点。这一数据表明非制造业延续平稳增长势头，有利于国民经济趋稳向好。不过，鉴于此前公布的制造业PMI微升0.1个百分点时市场解读不一的情况，此次非制造业PMI数据较好是否对市场提供支撑尚难确定。

在宏观经济不明的情况下，政策面利好也并未得到市场的积极响应。4月28日，李克强总理在重庆主持召开座谈会，研究依托黄金水道建设长江经济带，为中国经济持续发展提供重要支撑。这应是一个堪比京津冀一体化的新经济增长点。但市场并未对长江经济带建设作出强烈反应，显示投资者对市场的观望心态较重。

值得注意的是，央行近日发布报告称理财产品的“刚性兑付”现象有悖于“卖者尽责、买者自负”的市场原则，应在风险可控的前提下有序打破刚性兑付。后市一旦信用风险的爆发，市场情绪可能会受到显著冲击，这也增添了5月市场的不确定性。

市场人士指出，5月份市场的不确定性因素有所增加，可能会制约市场的整体表现，空头缺乏理由太过于激进，多头也没有意愿大幅拉升，作为反

一季报为A股敲响警钟

□广发证券 陈杰

A股剔除金融的2013年收入增速为8.4%（12年为7%），利润增速为13%（12年为-13.1%），ROE从2012年的9.2%上升至9.6%——在连续两年下滑后，A股终于在2013年迎来了历史上的第六轮盈利向上拐点。ROE的回升主要依靠销售利润率上升和杠杠化。2013年A股的ROE出现回升，最核心的贡献因素在于A股剔除金融的销售利润率从4.1%提升到4.3%；同时资产负债率从60.2%提升至60.9%也对ROE提升做出了轻微贡献；但资产周转率在2013年是进一步下降的，从79.3%下降至76.5%，这在一定程度上抵消了ROE的上升趋势。

一方面，A股的行业结构造成收入下滑趋势高于GDP下滑趋势。一季度GDP下滑较小，原因在于景气相对较好的服务业在GDP中的占比越来越大，但在A股行业构成中，服务业占比还不大；另一方面，A股上市公司有很多处于地产投资产业链，但一季度地产投资下滑明显。其次，在A股企业的高杠杆模式下，收入一旦出现下滑，那么负杠杆效应将对盈利造成更大损伤。

展望未来：本轮盈利改善周期或已结束，盈利下滑才刚刚开始。地产投资的下滑才刚刚开始，年底才有望触底回升；经营杠杆和财务杠杆的下降仍有一个漫长的等待过程，在本轮盈利下行周期中很难发生。因此，预计今年A股盈利增速还将继续下行，这将会对市场敲响警钟。

升是杠杆率提高的主要原因。在企业的无息负债中，大概有60%是应付账款，而应付账款占收入的比重已由2011年的17.4%上升至2013年的19.7%，这是近十年来的最高水平；另一方面，A股企业的应收账款占收入的比重也从2011年的7.8%上升至2013年的9.8%，也是近十年来的最高水平。应收和应付的同时大幅上升，反映了企业“三角债”的明显扩张。

相比2013年报的13%的业绩增速，A股剔除金融的一季报增速为2.9%，出现大幅下滑，且一季度利润环比去年四季度下滑18%，这是历史最差水平。A股行业结构和“负杠杆效应”是一季报盈利超预期下滑主因。

一方面，A股的行业结构造成收入下滑趋势高于GDP下滑趋势。一季度GDP下滑较小，原因在于景气相对较好的服务业在GDP中的占比越来越大，但在A股行业构成中，服务业占比还不大；另一方面，A股上市公司有很多处于地产投资产业链，但一季度地产投资下滑明显。其次，在A股企业的高杠杆模式下，收入一旦出现下滑，那么负杠杆效应将对盈利造成更大损伤。