

乐观情绪回落 再踏筑底之路

□本报记者 徐伟平

5月经济数据部分验证了经济阶段企稳的预期,对市场情绪提振作用显著,促成了市场5月末的反弹。不过这种与中期趋势相悖的情緒回暖预计难以持续,情緒短暂修复促成的反弹空间亦受限。上周市场情绪出现回落,大盘也出现回调。分析人士指出,在月底资金面紧张、新股申购扰动和强势热点回调这三方面因素共振下,市场可能再度踏上筑底之路。

情绪回落 大盘再度调整

5月末,沪深两市大盘迎来一波较强反弹,沪综指连续上涨,一度上攻至年线附近;深成指反弹幅度有限,不过也暂时摆脱了盘整态势。不过上周,市场却风云突变,上周一冲高未果后,沪深两市大盘选择向下调整,连续三个交易日下跌,周五才止跌企稳。沪综指上周累计下跌2.13%,报收于2026.67点;深成指上周累计下跌2.78%,报收于7195.69点,主板指数基本上回吐了5月末的反弹。

行业方面,上周28个申万一级行业指数全线尽墨,其中申万有色金属、银行和国防军工指数跌幅较少,分别下跌0.32%、0.76%和1.71%;与之相比,申万家用电器、传媒和商业贸易指数跌幅居前,分别下跌3.41%、4.15%和4.39%。值得注意的是,以计算机、传媒、电子为代表的新兴产业军团一度是反弹的打旗人,上周此类品种大幅杀跌,成为了市场回调的导火索。

个股方面,上周正常交易的2310只股票中,有1873只股票下跌,占比超过8成,其中跌幅超过10%的个股有67只,跌幅超过5%的个股有614只;在上周实现上涨的441只股票中,有51只股票涨幅超过10%,150只股票涨幅超过5%。由此来看,虽然个股下跌的范围较广,不过其回调幅度普遍有限。

市场人士指出,一方面,5月份的国内宏观

经济企稳 过程比结果重要

□广发证券策略团队

目前大部分投资者对于基本面的短期回落并不担心,认为政策已经明确出现转向,并且7.5%的经济增长下限也逐渐清晰,那么即使短期有下行,政策也会不断加强。因此,很多人认为最近一个季度是“蜜月期”、“吃饭行情”。我们的观点有所不同。虽然我们也相信政策放松还会不断加码,并最终能将宏观经济稳住,但其中的过程将充满波折,股市的风险期也并未结束。短期来看,过程比结果更重要。

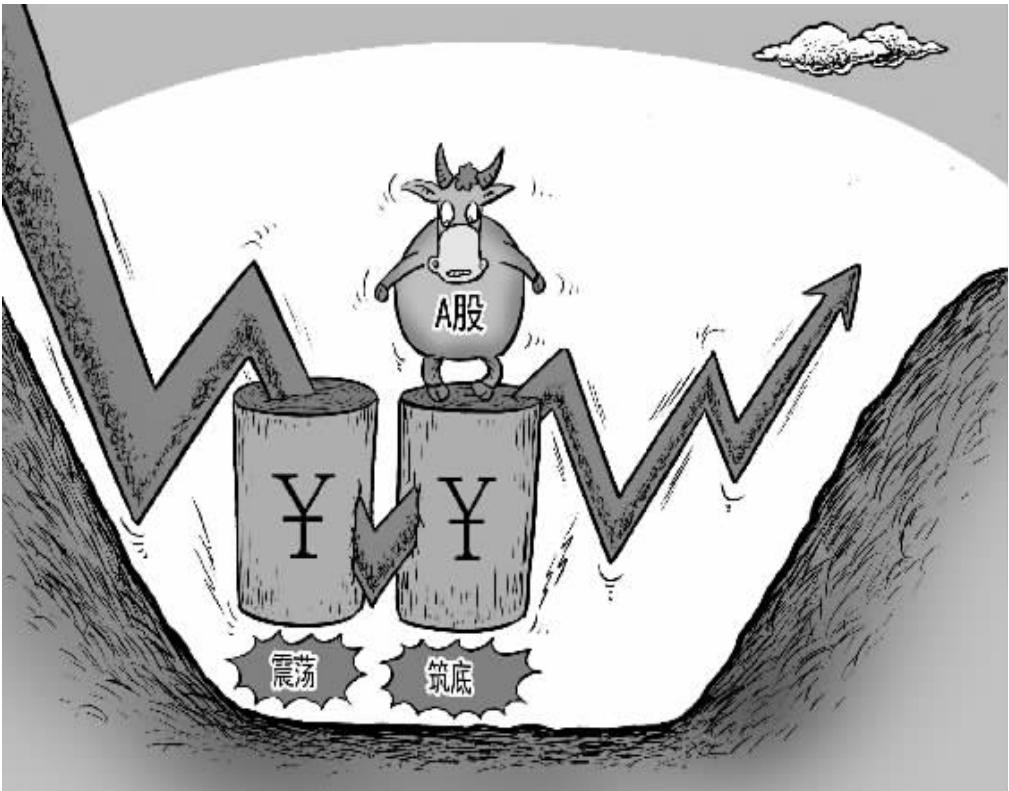
在今年春节以后,很多经济数据开始出现明显下行,而当时市场对政策的方向判断还非常模糊,担心政策会以牺牲经济增长为代价去调结构,对基本面和政策预期都很悲观,因此市场也经历了“大小通杀”。但在5月中旬以后,基建加码、定向降准等事件密集出现,使得投资者对于政策转向放松预期达成一致,市场也经历了企稳反弹。但我们认为,一旦市场对政策方向达成了一致,那么即使今后政策放松继续加码,也只是在预期之内的事情。接下来投资者可能会更加关注政策的有效性。

从前两次政策放松周期来看,政策转向放松之后,股市还会继续寻底。2008年以来,国内经历了两轮政策放松周期:第一轮是2008年9月到2009年6月,第二轮是2011年11月到2012年12月。这两个政策放松周期都有一个共同点,即在第一次降准之前市场都经历了一波反弹,因为投资者对于政策放松都充满了期待。但是就像上文说到的,当放松预期最终兑现之后,就会转向关注政策是否有效。而不幸的是,在两轮政策放松周期的“上半场”,都没有迅速托住经济,因此股市也在经历了短暂反弹之后再次向下寻底。股市真正反转的时间,往往是在投资者看到经济已明显企稳的信号之后。

目前市场处于“盈利下行周期”叠加“政策放松上半场”,谈乐观还为时尚早。从盈利看,今年的盈利下行周期才刚刚开始。A股在历史上六轮盈利下行周期中,只有2000年是上涨的,其他五次均是熊市;同时我们又处于政策放松周期的“上半场”,市场关注焦点已从“政策是否转向”变为“政策是否有效”,如果短期内没有看到基本面对明确企稳的信号,预计市场还将比较疲弱。

地产销售是核心跟踪指标,在地产销售企稳之前,继续维持谨慎观点,建议配置稳定增长的必需消费品。我们认为,目前还没有到迎接政策托底带来“大反弹”的时刻,三季度应该继续以防御的心态等待风险进一步释放。在此期间,地产市场的变化仍然是最关键因素。地产销售是地产投资的先行指标,一旦销售企稳回升,会改善市场对投资滞后回升的预期,届时可能才会真正为市场带来向上转机。

我们目前对地产销售企稳回升的时间判断是在三、四季度之交的时点,对股市的操作策略建议是“三季度继续防御,四季度等待转机”。在行业配置上,三季度防御阶段建议首选稳定增长的必需消费品(食品加工、白酒、服装家纺);四季度若市场形成基本面企稳预期,则将出现“大盘搭台,成长唱戏”的情形,届时建议配置顺应产业结构变迁的消费型服务业(传媒、医疗服务、旅游)。



CFP图片

数据公布后,制造业PMI回升反映经济底部企稳预期得到验证,降低了市场对经济失速风险的担忧。另一方面,央行定向降准、向公开市场投放流动性,6月初资金面宽松程度好于预期,这为市场平稳运行奠定了基础。投资者悲观情绪的修复助推了5月末的这波反弹。

不过这种与基本面中期趋势相悖的情緒回暖显然难以持续,情緒短暂修复促成的反弹空间亦受限,市场稍有风吹草动,资金便倾向于获利了结。加之近期投资品价格与产量的高频数

据显示经济依然疲软,缺乏上行动力;而房地产领域的主要数据显示经济失速阴影仍然难以消除,投资者乐观情绪出现回落,市场也随即出现回调。

三因素掣肘 再踏筑底之路

最近市场的波动主要源于投资者情绪的波动,乐观情绪回落,在月底资金面紧张、新股申购扰动和强势热点回调这三方面因素共振下,市场可能再度踏上筑底之路。

短周期反弹春色尚好

□东吴证券研究所宏观策略组

虽然我们认为市场由熊转牛的契机尚需等待,但短期而言,目前的库存周期、风险溢价与无风险利率组合都处于比较理想的状态,6-7月市场整体表现值得期待。

走出熊市尚需时间

从2001-2005年熊市走出的经验来看,需要重磅的变量来对冲已有熊市内在制约,如2005年的股权分置改革启动打破了国有股减持对于市场的抑制。我们认为,市场如果要从2009年以来的熊市中走出,同样需要在这轮熊市的主要影响变量中找到对冲变量。

就微观层面而言,一季度企业资产负债表特别是经营现金流存在进一步恶化的可能,由于投资支出的相对刚性,借鉴前几年企业面临类似情形的筹资行为,下半年企业现金流不会根本好转,可能会进一步恶化。与此对应,企业的资产负债表未来继续收缩主动去杠杆的可能性较大。

收入是现金之源。从宏观需求层面来看,下半年需求端改善力度较弱,消费增速、房地产增速继续下移,基础设施增速由于微刺激稳增长需求仍会保持适度增长,但从总量来看,年内固定资产投资增速预计会有2%左右的下滑。结合出口端对于2013年10月以来全球经济回落的滞后反应,2009年以来的熊市魔咒被打破的可能性较低。但是从明后年来看,如果出口延续回暖,投资增速保持合理增长,那么企业自由现金

流增长质量将会有质的改善。

因此,2014年下半年市场的整体运行逻辑与特征仍然会延续自2009年以来的情形,市场出现熊牛转换的可能性非常低,更多机会来自于阶段性反弹而非趋势性反转。

阶段反弹值得期待

借鉴2009年A股市场所产生的历次阶段性反弹,我们认为在判断下半年市场波动时,需要重点关注以下几个信号:一是库存层面信号。由于库存周期受下游影响并且影响中上游,因此在判断库存周期何时启动的时候,一方面需要借鉴近几年库存周期启动的时间以及持续性,另一方面需要重点关注下游需求以及上游价格信号。二是关注风险溢价的阶段性走势和历史数值。三是关注无风险利率变化。

就下半年而言,我们基本可以得出以下几个结论:其一,1900-1950点底部支撑较强,市场进一步往下空间有限;其二,长周期市场走出底部区域仍需时日,打破2009年以来的熊市仍需时日;其三,传统行业由于此前的无效增长导致其陷入越增长估值越低的价值泥潭,传统行业估值底部的出现应该不在于收入增长而是供给收缩,我们乐观地认为这个时间点正在临近。其四,下半年市场的主要反弹逻辑可能仍与2009年以来的中级反弹保持一致,库存周期的启动是主要充分条件,而风险溢价的高低与无风险利率的变化仍将是决定市场反弹持续性 with 反弹高度的主要影响变量。其五,就下半年的时

暂难摆脱区间震荡格局

□西部证券 元莉

呈现企稳回升态势,但投资方面犹存隐忧。尽管在财政政策支持下,5月份攀升的基建投资增速叠加相对宽松的货币政策取向,使得工业增加值表现稳定,但并不能掩盖房地产行业下滑给宏观经济预期带来的不确定性。5月地产投资增速明显下滑,商品房销售面积和销售额同比负增长幅度增加,70个大中城市中,房价环比上涨的城市个数明显减少,新建商品住宅价格环比由升转降的城市数量大幅增加。基于此,我们不排除房地产行业投资下滑波及银行信贷风险偏好趋向谨慎的可能性,而由此增加的市场不确定性预期或对A股市场形成一定负面影响。

人市活水或有限。上周在新股申购因素影响下,金融市场各项短期利率频繁异动,不仅场外资金无意驰援二级市场,场内存量资金也纷纷出逃参与新股申购。本周新股申购数量减少,新股申购对短期市场流动性的冲击有望在下半周逐步缓解,压力松动之后,大盘存在一定的反抽需求。

不过,我们认为,即使A股会有部分资金回归,预计入市活水也较为有限。事实上,5月份13.4%的M2同比增速及8708亿元的新增信贷显示,货币总量整体延续平稳运行态势,而央行持续通过公开市场业务操作、定向降准、再贷款等工具主动调节货币供给结构,从今年上半年金融市场整体流动性环境看,并不十分匮乏。但二级市场持续低位运行,迟迟缺乏增量资金入市是制约行情发展的主要因素。5月社会融资

首先,月底资金面紧张。近几日,交易所资金利率出现大幅飙升,特别是18日,隔夜回购利率一度触及30%水平。年中考核叠加新股申购造成了当前货币市场的结构性紧张局面:一方面,年中时点扰动因素较多,企业缴税、大行购汇分红及年中考核等因素,对银行体系流动性有叠加影响;另一方面,新股申购时,大量资金从其他银行流向指定结算行,造成短时间内银行体系资金分布的严重失衡。而在新股发行时,非银机构参与申购致使资金需求大量增加,且打新资金向结算行的汇集意味着资金在传递中出现“逆流”,进一步加剧中小银行的流动性压力。考虑到资金面的宽松是市场反弹的重要推动力,6月底资金面再次出现偏紧的趋势,投资者的谨慎情绪也再度升温。

其次,新股申购对于市场造成扰动。四新股20日公布新股申购中签率,网上中签率分别为0.437%、0.458%、0.833%、0.544%。由于投资者申购积极,四只新股均触发回拨机制,导致网上中签率远高于网下中签率。统计数据显示,四家公司网上网下冻结资金总额超过3800亿元。6月17日-18日打新资金需求压力最大,6月23日将迎来第二个资金需求的高峰,后市IPO对市场的脉冲式影响或成为常态。

最后,强势热点回调,可能会再度引发投资者悲观预期。以TMT板块为代表的新兴产业军团是本轮反弹的主力军,也是资金重点布局的品种,去IOE、云计算、网络安全等新兴产业中热点题材市场表现火爆,为资金提供了明确的做多主线。不过上周,前期的强势热点即集体遭遇“滑铁卢”,出现深幅调整。考虑到前期强势题材一旦熄火,其他热点不能快速跟进,场内资金将再度面临热点稀缺、缺乏着力点的窘境,而前期的急涨股大幅回调也可能会再度引发投资者的悲观预期。目前看,市场的焦点已经集中在新股上,而新股能给市场带来多大的提振作用仍然待考。

间窗口来看,目前的库存周期、风险溢价与无风险利率组合处于比较理想的状态,6-7月市场整体表现不会差。

在相对缺乏中长期趋势性机会的背景下,成长行业相比传统周期行业仍然具备更好的战略配置价值,而上择优选股可以大概率取得超额收益。而传统行业的表现可能更侧重于战术层面的操作,择时的重要性胜过选股。另外,就创业板而言,鉴于其整体估值水平较高,市场经过前期估值泡沫化积累后,需要在相对低位完成分化与优质股的“洗白”。我们不看好创业板整体表现,但看好其中成长性较好、符合我国经济发展与转型的个股。对于创业板而言,综合A股以及中小板的历史走势来看,我们认为整体60-70倍的市盈率处于高估阶段,30-50倍处于相对合理阶段,50-60倍处于较高风险区。6月份后,创业板整体估值水平仍维持在55-60倍区间,这一估值区间是好股票与坏股票分化比较明显的阶段。

从操作层面来看,就主板而言,鉴于指数整体下跌空间不大、上涨空间有限,我们认为下半年整体操作思路为看长做短,选股的战略性可能要让位于择时的策略性,1950-2000点以下都是比较安全的区域,2250-2300点以上不建议追高。就市场风格来看,当市场处于较低水平时,建议配置早周期以及资金敏感性行业;当市场在2000点附近企稳时可以适当增配周期类传统性行业;当市场处于2250点上方时,建议减配周期、增配成长,特别是传统消费类行业。

2000点政策底 继续有效

□长城证券 张勇

大盘上周冲高回落,反弹遭遇新股申购分流资金等因素的挑战,上证综指重回2000点附近。笔者认为,市场中级反弹的主要逻辑没有发生变化,反弹受阻仍然是短期现象,待申购新股分流资金因素逐步弱化后,大盘有望重回升势。

中级反弹逻辑未变

目前,大盘上升的主要逻辑没有变化,经济企稳、货币宽松仍是股市上涨的主要推动力。随着微刺激措施的效应显现,经济二季度已经企稳,三季度市场预期也趋于稳定。

目前市场最为关注的仍然是房地产市场,担心房地产硬着陆对经济产生较大冲击。国家统计局近日发布的数据显示,70个大中城市中,价格下降的城市有35个,持平的城市有20个,上涨的城市有15个。在二手房房的价格方面,与上月相比,70个大中城市中,价格下降的城市有35个,持平的城市有16个,上涨的城市有19个。房价出现向下拐点,投资者普遍担心房地产行业不景气会对宏观经济造成较大拖累。

但实际上,目前的房地产价格只是由只涨不跌的神话回归到有涨有跌的正常状态,个别城市房价跌幅较大并不能证明房价进入全面下降阶段。虽然房地产行业景气度下降,房地产投资增速回落,但是基建领域投资增速上升会部分抵消其负面影响。今年前五个月,房地产开发投资加速回落,5月房地产投资的增速回落至15%以下;但基本建设领域的投资增长成为房地产投资下降的替代,基本建设投资同比增速上升4个百分点。由于存在这种替代作用,今年前五个月的固定资产投资同比名义增长17.2%,5月环比增长1.32%,投资仍是推动经济增长的重要动力。

由此判断,经济下半年整体仍将运行平稳,由于物价稳定、房价趋降,货币政策更有理由维持相对宽松,有利于股市恢复性上涨。

新股申购扰动逐渐弱化

新股申购导致短期资金面吃紧,但随着部分打新资金回流,股市有望逐步回归常态。上周年内新股发行第二次重启,6只新股吸引了超过5000亿元资金打新,导致短期市场利率飙升,资金面蹙紧。目前的新股发行政策实行市值配售,既要要有股票,也要有现金。由于满仓机构必须要抛售股票才能参与新股申购,因此股票短期抛盘大增,直接打压了股市。

笔者对下半年打新资金做了简单地测算,按照下半年发行200只新股,中签率在千分之四到千分之八、新股上市平均涨幅为100%计算,打新股年化收益率在4%-8%之间。而且和年内第一轮新股申购不同的是,网下入围率大大提高,中签率大幅下降,导致新股申购收益率无论网上还是网下,机构还是个人都偏低,几乎不能覆盖融资成本。

随着本轮新股申购周期结束,其对资金面冲击最大的阶段即将过去,随后的新股申购影响将会渐次减弱,部分打新无望资金可能会回流二级市场。

总体上看,6月底不会上演去年的钱荒,即使叠加新股申购因素,利率也不会大幅飙升。下半年资金面仍然整体相对宽松,打新资金回归理性,新股上市后将有望体现正能量,部分起到活跃市场的作用。

2000点具备较强支撑

2000点是政策底,得失成败相当重要。6月20日下午,经国务院同意,证监会制定的《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》发布,标志着中国版员工持股计划落地,政策呵护市场的意图一览无余。

从资金层面看,该政策不会带来多少增量资金,但却会给市场信心带来正面影响。万科公告称,代表公司1320名事业合伙人 的盈安合伙通过证券公司的集合资产管理计划,于6月13日至6月19日期间,通过深交所证券交易系统购入公司A股股份2396.96万股,占公司总股本的0.22%。盈安合伙类似员工持股计划增持行为,直接导致万科的二级市场走势显著强于房地产指数,增强了投资者信心。如果未来有更多的蓝筹公司加入,就会改变蓝筹公司的市场形象,提升投资价值。

从市场趋势看,主板2000点底部仍然有效,积蓄能量后有望重新上涨,创业板指数还是反弹的急先锋。上证综指在今年以来主要就在2000-2100点非常狭窄的空间内运行,上有套牢阻力,下有政策支撑,短期虽有新购申购扰动,但是也未必能打破2000点政策底。创业板指数经过调整后仍将先于主板反弹,热点关注的个股仍在创业板。

在投资策略上,建议继续关注主题投资。目前关注的重点仍然是信息安全、苹果产业链、电动车产业链、3D打印、生物医疗等,最热的热点可以保证即使有调整,震荡之后很快就能恢复上涨。相反很多冷门板块由于市场关注度不够,往往是一日游行情,参与容易被套。对于蓝筹股而言,银行、地产、汽车可以中线配置,作为压箱底品种持有。