

市场继续筑底 短期控制风险

近期市场反复变化,机构认为,此前市场反弹源于技术性修复,但反弹空间不大,在诸多不确定因素影响下,市场仍有继续下行可能。当前场内资金博弈状况未发生根本转变,在没有明确市场预期预期的情况下,资金入市积极性不高。

筑底过程仍将继续

中国证券报：如何看待近期的行情走势?反弹是否已经结束,市场探底过程是否仍在继续?

朱睿：从之前的反弹行情看,我们定义为超跌反弹。首先,开年第1个月,上证综指下跌23%、创业板指数下跌27%,这在历史上是很罕见的,经过1月份的大幅下跌,市场风险得到很大释放,指数有修复的内在动力;其次,春节期间,欧日市场的风险暴露、美联储偏鸽派的表态,使得美国年内加息的概率大幅下降,新兴市场迎来一段难得的喘息期,中国1月份的天量信贷数据更是为这波反弹浇了一把油。我们预计在两会和美联储议息会议之前市场环境都比较友好,阶段性底部可能已经出现。

但中期看,我们对筑底完成的观点持保留态度。首先是从通胀数据看,美国仍或年内加息,其次2016年内经济下台阶概率不小,人民币汇率面临持续下行压力。A股市场还要面对新股发行、注册制推出、大股东减持、再融资压力、潜在信用风险等诸多因素影响,资金供需面临较大压力,继续下行的概率较大。

康臻：仔细分析近期市场反弹逻辑,主要在于指数从3684点调整下来,一直没有像样的反弹。我们可以看到第一轮查配资,从5178点调整到最低点3373点,调整幅度是34%;第二轮人民币贬值带来的调整是4000点到2850点,调整幅度是28%。熊市里面的调整幅度原本就应该一次比一次低,第三轮因熔断机制带来的调整,幅度应该会比第二次调整略低,所以市场在2638点止跌,调整幅度差不多就是28%。因此,我倾向于短期低点就是2638

点,筑底已经完成,市场在这个位置上应该会有一个比较像样的反弹。

反弹行情的演绎,一般包括空间和时间,第一轮反弹是快速反弹到位,反弹幅度是24%左右,一个月时间就结束了。第二轮反弹持续时间比较长,反弹四个月时间,幅度高达29%。第三轮反弹,行情可以持续多久,现在暂时无法预计。因为这轮行情最主要是由上海本地股的国企改革预期带来的反弹行情,并没有太多的基本面因素刺激。因此目前只能看成两会前期行情。如果两会期间在国企改革以及供给制改革上有超预期的政策利好,或许持续时间会长一点。3月底以后陆续陆续有上市公司的业绩预报,低于预期的概率比较大,创业板依靠并购、重组做大市值的想法可能会受业绩考验,到时很有可能频发“黑天鹅”。

李立峰：近期市场出现的一波反弹,更多的可以解释为一轮超跌后的反弹,对反弹的高度我们持相对偏谨慎态度。一是因为前期跌幅过大,悲观预期得到较好释放;另一方面,主要是因为美联储3月份不加息,给予新兴市场非常难得的喘息机会。展望后市,我们认为就此断定市场筑底完成仍为时过早,行情的反弹仅仅是超跌后的反弹,支撑市场趋势性上行的逻辑不充分,上证综指在2900-3000点附近继续向上的空间有限。

资金入市积极性不高

中国证券报：目前市场资金状况如何?场内存量博弈是否仍然存在?

朱睿：从资金供需的角度看,我们认为当前场内存量博弈的状况没有发生转变。2月份,从交易量看,两市基本维持在6000亿元以下的低位,两融

余额从最低点8717亿元仅回升约200亿元到接近8900亿元。证券保证金余额较1月是净流出,2月新成立的偏股型基金份额仅为86亿份,也就是说基本没有增量资金,个人投资者在不断退出市场,我们判断本轮反弹可能大部分来自场内资金的仓位提升。

未来,要关注几个可能扭转市场预期的关键性变量:如实体经济出现企稳迹象、影响流动性的关键性数据,以及国家政策等。

康臻：市场目前资金应该是比较充裕的,央行在春节前后,连续通过逆回购释放万亿资金应对春节流动性需求,这从短期国债利率、隔夜回购利率均保持低位中可以看出,目前流动性相对是偏宽松的。但市场的存量博弈行情并没有出现特别明显的改变,指数在上行过程中,成交量虽然有所放大,但放大速度并不明显,显示增量资金进入股市积极性并不高。如果指数上冲到3000点附近,两市成交量无法升至6000亿元,那么本轮反弹的高度估计是相当有限的。

资金入市积极性不高的原因在于质疑流动性宽松的持续性。流动性放松和供给制改革其实是相悖的,供给制改革要求从供给的角度上,减少过剩产能,实现市场出清。中长期角度上,改革有利于提高经济效率,降低过剩产能,让我们从制造大国向制造强国转变,但短期降产能将降低经济增长速度,加速经济下滑。对于低效以及高负债企业产能的清理,同时会带来失业率的上升和银行坏账增加。所以,如何在稳增长和供给制改革中取得平衡值得思考。

李立峰：我们认为市场资金面上半年维持中性略紧态势,下半年流动性或有所改善。当前市场仍是存量博弈状况,且不断消耗场内存量资金。主要在于未来



把握优质个股底部机会

中国证券报：当前市场行情反复的情况下,投资者应如何操作?

朱睿：反复也预示着机会。我建议投资者关注三个方向:超跌个股、符合政策方向的板块,以及短期有催化剂的个股。超跌个股大家都比较容易理解,我主要说明下后两个方向。两会前后是政策密集区,相关部委重点研究讨论中长期发展方向,可能会有很多催化剂,因此对符

合国家政策和产业方向的板块要重视,如供给侧改革、新能源汽车、国企改革等。此外,春节后我们跟踪的一些资源品价格出现回升,在美元阶段性走弱、国内信贷投放加速的背景下,资源板块很多优质股票股价在底部,也是很好的投资方向。

康臻：在存量博弈的反弹修复行情中,资金聚集越多的板块是最安全的。这轮行情主要是由上海本地股带动,代表着供给制改革的国企、央企改革最有可能是超预期政策。因此两会前期,国企改革股票的股价有可能反复活跃。同时,缺乏融资功能的B股市场也有可能在两会期间出现解套契机,这些板块有可能会被轮

番炒作。

第二,信贷放松和流动性宽松或使通胀在年中出现较大幅度攀升,受益于通胀的养殖板块也有可能受到资金关注。同时黄金也受益于通胀板块,但需要注意的是,黄金和美元是逆周期的,如果美元走强,对于黄金价格会有一定压力。

李立峰：市场仅仅为修复性反弹,投资者在做行业配置时,一定要考虑到所配置板块的流动性情况,选择偏中市值的板块加以配置,这样有助于降低博反弹的交易成本。具体而言,我们建议投资者关注防御类板块包括大金融、食品饮料、钢铁等行业。

医药业未来以结构性机会为主

大摩华鑫基金公司

医药行业在很多人的眼里都是稳定成长型行业,但实际上行业的小周期也比较明显,需求和供给的变化交替进行。另外,医药行业政府监管比较多,经常对供给和需求造成扰动。

回顾一下2000年以来医药行业的需求周期:2000-2006年,稳定增长阶段,仿制药的黄金时间;2007-2012年,需求快速拉动阶段,一些安全有效的品种大行其道。在这个阶段里面,有两个重要时点:2009年是重要分水岭,2009年政府新医改投入8500亿,加上新农合等广覆盖的过程,在需求端的强力拉动下,医药行业迎来投资的黄金时间。2012年出现一个重要结构性变化。在2012年之前,抗生素相关企业面临较好的市场环境;随着“限抗”开始,中药注射剂相关企业迎来自己的春天;2012年至今,医保控费开始逐步推行,需求增速回到正常水平;中药注射剂等很多大品种也走出了自己最辉煌的历程,回归到平稳阶段。

2012年之后,需求快速拉动阶段告一段落,企业也开始快速调整来适应行业变化。供给侧变化明显开始占主导,也迎来二级市场一波又一波的行情:2014年初的医疗服务和并购、2015年初互联网医疗都是比较大的行情。

首先是医疗服务。2013年以后,医疗服务发展明显加速。专科医院是代表,这些年又产生了很多新的业态,比如对公立医院的整合、齿透业务、医院总包建设、第三方独立实验室、健康体检等。其次是并购。2013年很多器械和药企纷纷加入并购的行列。随着注册临近和新三板等的推出,并购难度在加大,并购的持续性可能会出现问题,一些企业快速并购的后遗症开始体现(如商誉减值等)。

三是互联网医疗。2015年初伴随着大牛市,互联网医疗的相关公司出现很大的一波行情。随着市场的整体回落,未来区域龙头、大病种、大平台等方面的互联网医疗企业有望胜出。

回顾医药近10多年的历史,站在现在的时点看,行业未来或以结构性的机会为主。

一是创新和国际化。在医保控费的大背景下,竞争较激烈的仿制药行业面临长期下行风险,但是国内创新药供给却是严重不足。创新型企业有望走出长期慢牛格局,伴随着创新药企业的国际化,中国药企才可能出现几千亿市值的上市公司。过去国际化的过程也在演变:最初是原料药等出口、逐步到医疗器械和仿制药的出口、未来创新药企业有望逐步走向世界。随着测序技术、基因编辑技术、免疫细胞治疗等技术的发展,行业有望加速。

二是医疗服务。医疗服务没有政策利空,中长期看好。近两年上市公司里面开始出现了很多新的业态:康复、养老、大病种的垂直整合、医院IVD中心实验室的外包、第三方独立影像等。

三是流通行业变革。流通行业过去主要只承担了“搬箱子”的角色,行业地位较低。在处方药外流、医保控费、O2O的大背景下,其横向开始行业整合,纵向开始涉足医保控费、电商、慢性病管理(利用药店终端实现O2O)等,行业地位和业务附加值大幅提升。

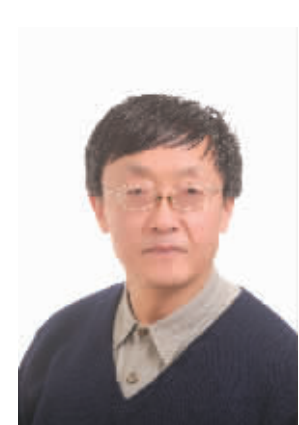
四是国企改革。国企改革有加速的迹象,值得关注。

五是高景气的细分领域。血液制品等资源性的行业,因为供应短缺,有提价的内在动力,值得关注。大宗原料药等行业,年初出现涨价,但是从历史经验来看,属于周期性的波动,可持续性较差。

名家连线

张立群：一线城市房价仍有上涨压力

本本报记者 陈莹莹



张立群 国务院发展研究中心宏观经济研究部副巡视员、研究员

一线城市房价未来确实有上涨压力。一方面,北上广深这类一线城市拿地导致土地成本提高、地王频出,房地产开发商成本也随之增加。另一方面,目前一线城市的购房需求还是很旺盛。

国务院发展研究中心宏观经济研究部副巡视员、研究员张立群接受中国证券报记者专访时表示,今年的经济形势是稳中向好,预计2016年中国经济增长率在7%左右,CPI涨幅在2%左右。他强调,必须把稳增长与推进供给侧结构性改革,与转方式、调结构紧密结合起来,通过不断稳定发展环境,提高企业和产业以及整个供给体系对发展环境变化的适应能力,加快把经济运行推入健康可持续的新轨道。

与此同时,2016年世界经济预计将继续呈现弱复苏的增长态势。受美联储加息、资本外流和相关改革滞后的影响,新兴发展中国家经济增长仍存在较多不确定因素,经济恢复势头脆弱。美国经济预计将继续缓慢恢复,欧洲经济回稳态势预计比较明显,日本经济困难有所增加。

谈及国内的投资趋势,张立群认为今年的投资增长大体趋稳,预计全年投资增长率为11%左右。一方面,基础设施建设投资增速虽有波动,但势头趋强。从未来趋势看,首先,与新型城镇化和一带一路战略部署联系,城市地下、地上基础设施、公共服务设施,全国综合交通运输体系、水利、电力设施建设任务大量增加,基础设施建设项目明显增多。其次,针对基础设施建设取得“短借长用”矛盾的探索取得积极进展,2015年地方债置换,开始规范和理顺政府与银行之间的融资关

系。在基础设施建设资金供给与地方债发债制度建设之间,初步形成了一个过渡区域,其对稳定基础设施投资资金具有基础性作用。此外PPP的探索也取得一定进展,再考虑到阶段性提高财政赤字率,适度扩大财政支出的政策安排,综合看,基础设施投资资金保障条件趋向改善。

另一方面,房地产投资增速回落态势将持续。原因主要有三:一是城镇化持续推进,2015年城镇常住人口增加2200万人,常住人口城镇化率达到56.1%,这必然带动城市特别是大城市住房刚性需求和改善型需求持续增长;二是大城市房价不降的客观形势,消费者改变持币待购态度,推动大城市购房需求持续释放;三是房地产调控政策调整,特别是按揭贷款相关政策调整、贷款利率连续5次下调,有效增强刚性需求和改善型购房能力。这些因素预计在2016年将继续发挥作用,房地产市场销售有望保持平稳增长。受此影响,房地产企业资金来源持续增长,到2015年末,较上年同期增长2.6%,已明显高于1%的房地产投资增速。从历史经验看,这是房地产投资由蹒跚转稳的重要信号。

此外,消费继续保持平稳增长,2016年消费实际增长率预计为10.5%左右。近年来保就业的政策效果比较明显,尽管过剩产能调整和困难企业退出会对局部就业产生冲击,但总的就业形势预计仍会比较平稳。房地产市场恢复平稳增长,汽车市场

预计也会出现阶段性恢复,其对消费的负面影响预计将转为正面支持。结合以上情况,预计2016年消费实际增长率为10.5%左右。

精彩对话

中国证券报：2016年伊始,中国一线城市房价大涨,已然成为全球经济关注热点,对于新一轮房地产泡沫担忧又起。如何看待今年我国房地产市场形势?

张立群：从一线城市来看,房价未来确实有上涨压力。一方面,北上广深这类一线城市拿地难导致土地成本提高、地王频出,房地产开发商成本也随之增加。另一方面,目前一线城市的购房需求还是很旺盛。这其实在很大程度上反映出我们城镇化进程中的矛盾:大城市人满为患,中小城市人气不足。

数据显示,截至去年末,我国存量房大概在7.2亿平米左右,按照去年城镇商品房销售面积12.8亿平米,则去化时间在6-7个月左右。如果把在建的住房施工面积、竣工面积等考虑进来,则总的去化时间在6.5年左右。因此,目前来看去库存还是一个重要任务。不过有迹象表明2015年的房地产库存消化时间已经比2014年开始下降,这个趋势在今年会进一步延续。在这个趋势支持下,房地产投资增长下降的态势今年将会结束。2016年房地产市场的地域性特征将更加突出,而房地产行业在调整过程当中也会逐渐转向一个新的增长轨道。

名义负利率 改变全球金融逻辑

中航证券首席经济学家 许维鸿

2016年开局欧美股市大跌,使得国际金融市场上越来越多的基金经理开始期待主要发达国家的央行加大货币宽松;已经普遍“负利率”的发达国家为了传导压力,势必会在即将在上海召开的G20央行行长和财长峰会上,督促新兴市场国家采用更为积极的财政政策,稳定风雨飘摇的国际资产价格。

传统意义上,当一国的央行为刺激经济、特别是为使就业率恢复到正常水平,将基准利率水平调低于通货膨胀率,我们就可以把这个国家视为负利率国家,或者称之为“实际负利率”国家。这种实际负利率政策,虽然可以通过不鼓励存款而鼓励消费、鼓励投资,提高消费增长率和投资率最终提高就业率,但是会催生不合理的金融杠杆,造就局部或全面的金融资产泡沫,2008年的美国次贷危机就是很好的例子。

次贷危机的罪魁祸首是美国房地产市场价格泡沫,其根本原因是美国2001年“9.11”恐怖袭击后,美联储的货币宽松政策——因此,刚刚吃透亏的美国央行,认识到实际负利率并非正常的货币政策,理论上只能是经济下行应对策略的短期行为,不可持续,进而在2014年停止了量化宽松,2015年底开始加息。

美联储的加息动作,对于就业率显著上升的美国经济无可厚非,而美国房地产价格已经恢复到次贷危机前的水平;但是,对于依然处于增长“泥潭”的其他发达国家就是雪上加霜了。于是乎,为了维持货币流动速度、稳定经济和就业,欧元区和日本先后祭出降息政策,并且实现“名义负利率”,也就是央行对于商业银行等金融机构的存款准备金,不仅不给利息,还要倒扣钱。

这种极致的央行利率政策,给全球金融资产定价和财富管理出了难题,直接导致高达50亿美元以上的短“存续期间”的高信用等级债券“名义负收益”,使货币基金的收益率惨不忍睹。股权类基金的日子也不好过,欧美主要商业银行股价领跌股票指数,PB(市净率)毫无悬念跌破1.0,甚至个别系统性银行股票的PB跌到0.7左右——诸如汇丰银行这样的百年老店,一直是人见人爱的蓝筹股,这下仿佛成了人人嫌弃的“坏资产”。

黄金也许是唯一在2016年“出彩”的投资品种,名义负利率第一次让天生“非黄金”的黄金实现“利息优势”,另一方面,原油和有色金属等周期类大宗商品并没有明显地与黄金同频率反弹,市场的逻辑是“名义负利率”恰恰意味着通货紧缩,除非名义负利率幅度加大,周期类大宗商品价格反弹,必须等待以中国为代表的新兴市场有明显的复苏迹象。

这个逻辑我个人是认同的,虽然我实在无法想象,如果欧元区和日本央行真的像很多经济学家建议的那样,把名义利率降到-3.5%,世界金融资产定价的基本逻辑将会被彻底颠覆。这也许就是资本主义经济逻辑的根本缺陷,只有不停的增长才能满足资本贪婪的本质,也是新的全球金融秩序建立前的最后疯狂。

国际资本市场的喧嚣对于中国无疑是难得的利好。最直接的,为了提升对外开放和融入全球化进程,中国倡导建立“一带一路”背景下的亚投行和丝路基金,全球主要货币的实际利率和名义负利率,使得亚投行和丝路基金的债券融资成本显著降低,可持续发展有一个相对宽松的环境。

更主要的是,中国经济转型不可能一蹴而就,供给侧改革的很多措施需要润物细无声般的层层推进。全球央行的负利率政策进一步凸显中国优势,世界主要经济体里只有中国的内需潜力足够支撑“正利率”——正常的货币政策。毕竟,初步完成城镇化的中国消费者,储蓄习惯、消费习惯都在迅速地改变着,消费升级已经让日韩看到中国新兴中产阶级巨大的个性化消费潜力。主流跨国金融机构对此心知肚明,但是他们现阶段更愿意观望中国供给侧改革的短期挑战。

所谓中国的经济风险,也就是国际投资者最担心的,是再次用宽松的货币政策支撑地方政府主导的类似“四万亿”的投资项目,进而加大过剩产能累积,降低中国经济效率。换言之,只要我们顶住短期经济下行的阵痛,摒弃对增长速度数据的“图腾崇拜”,充满活力的中国经济必然会把全球泛滥的流动性吸引回中国,把地方政府PPP模式投融资升级,附以国有企业混合所有制资产证券化,人民币贬值压力也许最快在2016年下半年就会扭转为升值压力。到那时,一个充满内需活力的经济和一个升值预期的本币,将是注册制A股新牛市最好的背景音乐。