



2011年券商策略 于细微处现分歧

在宏观经济企稳、货币政策收紧几无悬念的背景下,2011年券商在市场总体判断上保持了较高的一致性。然而,分歧仍然广泛存在——通胀何时回落、市场如何运行、股票怎样选择……这些细微处的差别虽然不影响对整体市场的判断,但对投资收益的高低或许有决定性作用。

“震荡”几成共识 “节奏”频现分歧

□本报记者 钱杰

临近年末,各大券商纷纷发布了2011年度投资策略报告。中国证券报记者在仔细梳理申银万国、中信证券、安信证券、招商证券、银河证券、国泰君安、广发证券、国信证券、中信建投等20家主券商的策略报告后发现,券商研究机构对于明年市场格局的预测高度趋同,大多数券商都判断明年通胀前高后低,A股走势上下两难,核心波动区间集中在2600点-3600点之间,唯一的分歧体现在大盘震荡的节奏和投资行业的选择上。

点位——
悲观2200点 乐观4300点

面对高企的通胀压力和紧缩预期,今年各大券商在研判2011年股市走势时都格外谨慎,绝大部分券商预计明年A股将迎来震荡市,既不是单边牛市,也不是一

路下跌的熊市,而是上上下下的“牛皮市”。

在大盘点位预测上,绝大部分券商判断沪指将围绕2600点-3600点之间震荡。申银万国研究所认为,2011年上证综指的核心波动区间为2600点至3800点,区间下限对应上证综指2011年12.5倍PE,上限对应2011年18倍PE;中信证券预计,明年上证指数估值中枢为3500点;安信证券认为,上证综指明年表现平淡,突破箱体高点3500点的概率很小;广发证券预计,明年股市预计将运行在2700点-3500点之间……

较为乐观的券商是民生证券,预计明年上证综指波动区间为3000点-4300点,并带给市场35%的回报。同样乐观的还有国金证券,直言2011年是牛市,预计上证综指波动区间为2700-4200点。最悲观的券商则是德邦证券,预计明年股市最低可能见到2200点。

节奏——
前低后高VS“锅底”走势

2011年通胀压力大,货币政策回归常态,股市流动性趋紧,通胀走势决定股市走势。这是绝大多数券商在研判明年A股走势时的共同逻辑,基于这一共同逻辑,不同券商却对明年A股震荡的节奏做出了不同的判断。

以申银万国为代表的“前低后高派”认为,明年一季度之前,调控通胀的政策紧缩风险加剧,投资者对经济前景的预期将受到负面影响。明年二季度之后,随着通胀警报的逐步解除,对政策放松的期待会开始萌动,有助于股市企稳回升。持类似观点的还有银河证券、长城证券、招商证券、平安证券、国泰君安、德邦证券、湘财证券等十多家券商。

中信证券和安信证券这两大“锅底派”券商则认为,由于企业

盈利和流动性在2011年都将呈现“锅底形”形态,不能简单以上半年和下半年来区分行情拐点。安信证券认为,股市在信贷高峰期的一季度和通胀缓解后的四季度的表现将好于二、三季度。或者用中信证券策略组的话来说,2011年四个季度的市场走势将分别为:“上涨——下跌——修复——上涨”,行情将产生于头尾。

比较孤独的是“前高后低派”的广发证券,广发证券认为,在明年二季度之前,伴随着经济持续复苏和套利交易资金大量涌入,投资者盈利预期和流动性预期将显著改善;但二季度前后,这一形势可能发生逆转,包括中国在内的新兴市场经济体可能面临经济和股市的大幅调整。

配置——
先新兴还是先周期

由于各家券商在震荡节奏上的判断不同,给出的行业配置

也出现了明显分歧。申银万国、招商证券、平安证券、长城证券、湘财证券等大多数“前低后高派”建议投资者采取先防御、后进攻的策略,上半年配置消费和新兴行业抗通胀,下半年配置周期股。

中信证券则认为明年股市仍具有典型的“周期股的阶段性和成长股的持续性”特征,预计一季度金融受拨贷比政策、人民币升值、美元指数下跌支撑,将出现估值修复行情,同时建议投资者关注能穿越宏观调控周期的公司。安信证券策略研究团队上半年看好大宗商品和新兴产业,下半年则看好房地产业链。

比较“另类”的民生证券则认为,明年二季度CPI上涨压力明显缓解,经济实现软着陆,处于估值洼地的周期性板块将迎来修复的反弹行情,下半年战略新兴产业将重获市场青睐。

“睡美人”、正“V”、倒“V”、“锅底” 市场运行轨迹四大猜想

□本报记者 魏静

当前,对明年股市预测最具代表性的观点是:明年总体呈现“前低后高”的格局。“前低”主要来自于通胀持续上升,导致政策性紧缩氛围难以缓解,由此经济增长可能会受拖累而走低,市场预期整体较为悲观。“后高”则来自于物价企稳后,从稳定增长的角度出发,管理层可能会逐步放松紧缩性政策,从而令股市在下半年重回上行通道,市场预期也由此发生反转。

然而,这样的逻辑下,依然存在超预期的可能性。如当前价格管控可能会使物价上行的压力低于预期,也就是说,明年一季度通胀上行的压力明显放缓,从而降低紧缩政策的必要性。同时,明年是“十二五”开局之年,诸多项目启动以及前期投资的延续,可能也会令经济增长的动力超出预期。再者,明年如果美国经济复苏超出预期,从而令美元走强,也可能令输入性价格的压力大幅降低。由此,在明年市场整体运行格局形成高度一致的同时,各家提出的超预期因素及关注点不同,也构成了具体运行节奏的些许不同。

长江证券:
三重唱的“睡美人”行情

我们认为,明年市场将呈现为一个平躺的“S”型走势。其中,第一个上行阶段可能幅度较小,第二个下行阶段则相对剧烈,而第三个阶

段便是缓慢向上的过程。全年来看,经济出现二次滞胀的可能性较小,指数波动区间不会太大。三季度之前的经济运行主要来自于本轮经济周期的延续,属于库存周期的延续,并没有叠加新的经济增长动力,因此这些阶段的行业配置思路都是阶段性的。

具体来看,一重唱属于估值向上的回归(当期的主导产业),二重唱属于估值的向下回归(中小板),三重唱才真正属于中期的投资机会(长期的经济增长动力)。

安信证券:
明年或呈“锅底”形走势

在企业盈利和流动性均无亮点的情景下,我们预计2011年资本市场将继续保持平淡格局,上证综指突破箱体高点3500点的概率很小。相对而言,一季度(信贷大量投放期)和四季度(通胀快速下降期)资本市场的表现将好于二、三季度。

国金证券:
市场或呈倒V形走势

我们对于2011年A股的判断仍然比较乐观,伴随着经济也将增长的触底回升,A股的估值水平也将逐步抬高,从而推动A股的牛市征程。上证指数先抑后扬,波动区间为2700-4200点。

当前到2011年一季度,压制市场的主要因素是通胀以及货币紧缩的压力,但十二五规划等政策的陆续出台将提供热点,市场将以结

构性行情为主,一般消费、新兴产业有更好的表现机会。二季度以后,随着经济增长的加速和对通胀适应度的提高,我们认为可以更多的观察水泥、机械等投资品以及耐用消费品的表现。下半年,随着经济增长的平稳和政策环境的改善,我们认为受到抑制的大盘周期股具有强烈的估值修复要求,建议重点关注。当然,如果政策对通胀容忍度提高、房地产调控能见度改善,或者信贷额度好于市场预期等因素出现,则蓝筹周期估值修复的时点可能会提前。

中信证券:
全年将呈N形走势

我们认为,转型期市场将不是单边的趋势,市场博弈可能会进一步加深,其结果不会简单取决于空间,而是很大程度上依赖于事件。我们预计2011年上市公司业绩将增长22%,业绩波动空间为14%-27%,PE估值区间为15-20倍,上证指数估值中枢为3500点。

全年市场表现仍具有典型的“周期股的阶段性和成长股的持续性”特征。一季度建议关注中央经济工作会议的延续,预计期间将伴随产业政策出台和人民币升值;二季度货币政策预期变化、欧债风险提升、内外博弈及QE2结束等或带来市场压力;三、四季度则应关注经济回升的力度。我们对2011年四个季度的市场走势分别判断为:“上涨-下跌-修复-上涨”。

需求方面的拉动将在二季度体现出来,进而进一步刺激通胀的压力。

广发证券:
一季度将是转折点

2011年通胀将呈前高后低的态势,一季度之后通胀压力开始缓解。虽然CPI翘尾因素在二季度达到高点,但新涨价因素取决于需求尤其是货币增速的滞后影响。随着货币增速的回落和供给冲击影响的减弱,预计新涨价因素在二季度回落幅度较大。

预测2011年翘尾因素对CPI同比涨幅贡献为2.9%,新涨价因素贡献为1.1%,全年通胀率接近4%。其中一季度是CPI全年增速的高点,二季度有所回落,三、四季度将明显回落。(魏静 整理)

2011 机构说……

中信证券:市场博弈进一步加剧

一路走高的通胀有可能在2011年发生改变,总体上将呈现前高后低的格局,预计2011年CPI上升约3.8%。控通胀会“牺牲”部分增长,但2011年是“十二五”开局之年,新一轮投资和消费潜能持续释放,宏观调控也将视通胀变化而相机抉择。因此,经济仍将保持相对较快增长,预计2011年我国GDP增长9.5%,而紧缩性政策也将呈现“前紧后松”走势。预计2011年货币信贷增长16%左右,新增贷款约7.5万亿,货币政策总体上中性偏紧。政策力度将根据通胀变化而动态微调,2011年年中可能是政策调整的关键时点。在此背景下,明年中国经济的发展取决于宏观调控部门运用政策的能力,市场博弈可能进一步加剧。

招商证券:天地革而四时成

高通胀及货币紧缩对市场的冲击通常有两个阶段:估值和业绩预期下调,但因周期类行业估值在调控地产时已大幅下降,故此控通胀对市场的负面冲击将远小于2004年。预计在高通胀压力化解和货币紧缩结束时,市场将进入上升过程;通胀见顶回落的拐点大体发生在明年一、二季度之交,届时策略可从防御转向进攻,配置重点从消费品转向周期性行业。

申银万国:追踪制造升级

大而强的中国制造业,升级是必由之路。尽管“中国制造”一词早已风靡全球,我国生产的数千种工业产品的产量位居世界第一,但在高端制造领域,依然处于净进口状态。在联合国工业发展组织对全球106个国家工业竞争力绩效的排序中,我国刚刚挤进前1/4位,因此提升中国制造业的层级,既有空间,也有必要。政策推动制造业由大到强,在“十二五”规划建议中,明确提出升级传统制造业并培育战略性新兴产业的要求,随着“十二五”的开局,制造升级有望进一步受到政策的推动。就直接的催化剂而言,城镇化需求的拉动、供给转向内需市场的撬动是两个现实的推动力。

国信证券:信贷紧缩将超出想像

由于刺激计划的基建工程陆续完工和进度款支付,存量货币资金已由行为受限、呆滞的平台公司转至大量的商业化企业手中,变动的增量资金拉动的不再是钢筋混凝土等产能过剩的行业,而是按照利润最大化的原则,偏好于投资供应面最紧、最易在资金进入后涨价、形成库存投资收益的产品和行业。这种持有主体改变带来的后果是存量资金活化,从而导致2011年的通胀将是最大不确定因素所在。我们认为,即使是市场预期的上限,对于2011年通胀的估计也是不足的;即使是认可明年政策为反通胀的人,对于紧缩政策的力度也将估计不足;信贷紧缩规模将超出大多数人的想像。2009年以来超常规的信贷量,可能在2011年面临一次大规模的常态化回归。

华泰联合:资金更偏向股票市场

资产配置方向受抑制,限购令等地调控政策使得居民资产配置方向更多的被吸引到股权与债券市场。2010年上半年资金更多的流向债券市场,但目前债券收益率较低,储蓄利率将促使资金从债市回流到股市。控通胀的政策将带动市场震荡,但难改趋势。与以往经济周期不同,经济增速回落和流动性回落没有带动通胀同步回落,通胀高位使得政策调控预期带给市场波动。不过,在房地产库存上升和实体经济产能过剩背景下,保增长政策难以全面退出。

上海证券:找回似曾相识的牛

在推进和实施经济转型及结构调整的大背景下,明年A股市场结构性、阶段性特征明显,层次分明,行情仍将延续“新兴产业”、“结构转型”特征,“假借相识牛归来”。配置策略有三大方面:一是转型突破中的新兴产业的行业性机会,二是经济结构调整背景下的大消费服务,三是社会资产重配及货币资产化背景下的低估值行业修复。

安信证券:难以突破3500点

明年通货膨胀问题将会成为影响实体经济和资本市场走向的关键问题,预计管理层将采用加息、收紧信贷规模等多种方式来抑制通货膨胀,预计2011年信贷增速和M2增速都会低于16%,股市的流动性难以乐观。随着收缩性措施的出台,实体经济的总需求也会受到一定的抑制,上市公司企业盈利水平增幅将会低于2010年,预计全年上市公司利润增幅将会低于15%。除了这两大因素外,国内经济的风险还面临着劳动力价格上涨和政府过度调控的风险。在企业盈利和流动性都没有亮点的情况下,明年股市将继续保持平淡状况。相对而言,一季度和四季度表现可能会比二、三季度略好,上证综指突破箱体高点3500点的概率较小。

光大证券:“变革”是主旋律

未被充分挖掘的“变革力量”是影响2011年投资主题的核心变量,资源与环境约束、结构失衡、收入差距、人口红利趋于终结等是中国面临的主要问题。发展新能源与节能环保、结构调整、平衡收入差距以及以科技创新提升劳动生产率是未来中国经济的主要趋势和政策方向。(韩晗 整理)