

3月市场面临通胀与经济两大变数

□长江证券 邓二勇

本次原油导致的通胀预期提前,不再是单一的市场核心变量,伴随通胀的还有对经济预期解读的不一致,这种混乱直接引致了市场的无序。近期市场仍将在不同预期中徘徊。正是基于此,我们认为梳理以下两个问题至关重要:一是油价对物价的影响力能够扩展到什么程度,及其对股价的影响;二是物价及经济同时出现变数导致的政策权衡及解读。

我们的核心结论是:油价的大幅波动在短期因素主导下将继续,其对国内PPI及CPI的预期传导有助推动作用,并将继续导致紧缩政策实施,从而制约股价上行空间。

油价短期产生负面影响

从基本面的看,油价的中期趋势是平稳的。在一个中期角度来讨论油价,我们认为有四个影响因素将发挥主导作用:在不考虑到中东危机扩散的情况下,原油的供给平衡相对于2008年要好很多;美国及全球经济所处阶段真正决定原油价格高度,在一个缓慢复苏而非经济过热阶段讨论石油价格的暴涨,其来自于流动性及突发因素的作用要远强于基本面;美国二次量化宽松到期及通胀回升引致的紧缩预期,对于美元走势形成巨大支撑,

大洋两岸的后房地产时代

□信达证券 陈嘉禾

历史是奇妙的。举例来说,近代史上在欧亚大陆的两端同时出现了英国和日本两个本地区最为先进的国家,而它们的地理特征竟是如此接近,都是靠近大陆的岛国。不过,英国和日本的近代史又是截然不同的,一个是工业革命的创造者,一个是学习者。

中国和美国,这两个大洋两岸的国家现在碰到的问题大概都和以上有些相似,都是为房地产困扰。不同的是,中国困扰的是泡沫太大,美国是太小,甚至完全没有。

作为一种金融资产,地产自身的周期是相当长的。举日本的例子来说,从战后到现在,日本的房地产市场基本上只经历了一个大周期:上世纪90年代之前的40年上涨,以及之后的20年下跌。可以说,如果不是以史为鉴的话,长达60年(乃至更长)的周期,是投资者难以理解的,正所谓不识庐山真面目,只缘身在此山中。

如果看香港市场,周期会感觉稍短一些。但不可忽略的是,香港在很大程度上受到内地地产市场的影响,因而其周期并不独立。

关于限购令可能带来的生产和价格上的波动(以及限购令解除后的市场情况),可以从近现代史中找到一些不错的例子——特别多的例子出现于东西方文明冲突的地方,以及政府对灵活的经济变动带来的冲击所做出行政应对手段的历史时段。总体来说,其基本的规律大概是限购令会导致价格暴跌,生产同时大幅缩水;但在限购令解除,抑或不再严格执行后,价格出现报复性反弹,同时生产缓慢跟上。

其实从现在的房地产企业数据中,我们已经可以看到这种未来发展趋势的一些端倪。去年三季报反映出,房地产行业整体营业收入(彭博统计口径,下同)和总资产的比值大幅下滑,同时营业利润总额也处于低位。

房地产对经济的重要性不言而喻。改革开放30年以来,如果说头10年经济的引擎是体制改革和 market 建设,中间的10年是对外贸易增加,那么最近10年最重要的领头羊就是金融市场——主要成分为股票和房地产。于



截止到昨天晚上20点,共有3613人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	65.1%	2352
震荡	15.7%	569
下跌	19.2%	692

目前仓位状况 (加权平均仓位:70.8%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	49.6%	1793
75%左右	18.2%	657
50%左右	11.2%	403
25%左右	7.7%	278
空仓(0%)	13.3%	482

这将直接制约原油价格的中期走势;美国经济复苏对原油价格平稳的高度依赖,以及中东产油国在经历2008年危机之后所承受的油价暴跌风险,都导致了政治上对原油价格控制的需求。正是这些因素使得我们认为,原油价格停留在每桶120美元以上不会是常态。

但是,中东突发因素对油价与股价的短期影响非常显著。由于这并非是一个经济刺激下的长期油价上涨,我们认为事件性因素的对比更具意义。两次典型的事件分别是1990年的海湾战争与2003年的伊拉克战争。

海湾战争的直接结果是原油价格经历一个过山车,在这一过程中,美国、日本及主要发达国家的股市与之高度负相关。与之相关的板块比如煤炭、石油等的投资机会都是短暂的,市场的系统性风险超越了行业的投资收益。而2003年的伊拉克战争对原油及股市的影响也没有逃脱历史的宿命。

以史为鉴,总有些貌似美丽的投资逻辑值得深思。从这个角度而言,短期风险高于收益。

在油价走高的国内影响方面,一个月之前我们判断市场估值修复的核心逻辑在于通胀预期高点过去,经济增长预期尚没有形成。但是现在这一逻辑在发生逆转。尤其是原油价格上涨带来的通胀预期抬

政策春风驱散油价阴霾

是我们理所当然看到,房地产行业在过去十年中逐步“绑架”了银行,具体表现为上市公司总体流动负债占比的下降和总资产负债率的上升,这还没有包括相关的地方政府、行业、个人按揭在银行所积累的债务。

当房地产成为中国经济的隐患时,在美国,则可以说是镜子的反面,房地产市场持续低迷(当然现在看到了少许的复苏,不过似乎还不够支持足够的信心)导致失业率高企,与之相关的金融行业也仍然处于冰冻状态。

从房地产行业上市公司公布数据的角度,我们也还没有看到美国房地产市场全面解冻,但是一些正面的端倪正在出现。比如营业利润和总资产的比值在缓慢但稳定的上升,虽然这也取决于解读的角度和解读者本身的信心。总的来说,从盈利、盈利能力、负债率等综合指标来看,尽管美国金融市场对房地产行业仍然比较悲观,但房地产管理与开发板块公司的盈利情况却在实实在在复苏。房地产行业的可比利润总额在增加,资产的盈利能力也在上升。

不过很明显,美国的金融界仍然不大认可房地产行业的复苏,房地产行业公司也没有增加它们杠杆率的打算——整体行业的总资产负债率在去年3季报中达到了近10年来的最低值。这其实是一个有些自相矛盾的事情:一方面,金融界对房地产行业的复苏抱有严重怀疑态度,无论是从对房地产的资产价格判断,还是对其他的金融支持上都是如此;另一方面,又相信美国经济的其它行业能够在缺乏房地产的情况下持续前进,恰如股票市场所体现的那样。

我们认为,房地产将是2011年贯穿影响中美两国经济的主要因素,而且应该对中国产生负面影响,对美国产生正面影响的概率更大。

但是话说回来,宏观经济和资本市场的相关性并不是那么高,这点在新兴市场尤其如此。如果说A股市场在20世纪末的10年中投机占9分、价值投资占1分,那么在这之后的10年则投机因素至少仍能占7分。未来一个10年投机的比重是否會下降到50%?股市是否在房地产乃至经济表现疲软的时候就一定没有机会?我们拭目以待。

头,这对于市场走势始终是较大的制约。或者说,估值修复行情的高度受制于原油价格的上升幅度。

政策短期很难放松

伴随经济领先性指标下移带来的经济下行风险,以及防止经济大起大落的表述,市场对于通胀与经济的看法显然发生了分歧。在一个通胀与经济预期双重影响下的市场,将希望寄托于政策放松,我们认为这可能与实践有较大差异。

六个核心理由让我们相信物价优先、压倒一切。首先,就国内的通胀问题而言,其更多是对普通居民利益的损害,而经济的大起大落更多是影响大中型企业利润的变动。从这个角度上讲,防止通胀对于稳定而言,至关重要。

其次,已有的经济放松历史案例(2008年底及2010年中期),都是在通胀低位阶段发生的。在目前通胀刚刚经历一个短暂回落又再次预期抬头的阶段,政策放松将再次助推通胀预期升温,这对于防止通胀极度不利。

第三,通胀的四个核心来源分别是流动性、食品价格波动、工业产出缺口与外围传导,目前正经历外围传导的阶段。再次扩张经济实际意味着流动性与工业产出缺口的扩大,这本身和控制通胀逻辑相矛盾。

政策春风驱散油价阴霾

□兴业证券策略研究团队

我们依然维持对于春季攻势的乐观判断,即2、3月份是今年上半年最好的反弹时间窗口。建议关注A股政策红利的延续性和强度,预计后续政策大概率将在保民生、维持和谐上下真工夫。在投资策略上,我们强调“周期进攻、白马防御,主题投资活跃”。

油价冲击或迎来边际改善

对于油价的问题,近期投资者何止是关心,简直就是抓狂、焦躁、恐慌。近期交流发现,机构投资者对油价一致担忧,“确,中东乱局引发的油价上涨,令担忧第四次石油危机的恐慌蔓延,真是个黑天鹅,也影响了我们所推动的春季攻势的节奏。”

但是,在 market 最迷茫的时候,从反向思维的角度思考一下也许更有意思:油价上涨的延续性会不会低于预期?美国、欧佩克、中国政府如何应对?

我们认为,油价阶段性冲击的最高峰可能也就这样了,至少短期将迎来边际改善。

首先,和前两次石油危机不同,现在油价背后的推动力量不只是供求关系,更重要的是资本力量,其中主要是美国资本。中东再乱的话将冲击美国的核心利益,油价过快上涨对于美国经济复苏绝非好事。

其次,欧佩克各国已经在行动,安抚国内动荡,加大生产。沙特方面已经表示目前完全不存在供给短缺问题,并时刻准备增加原油供给。而国际能源署也表示会密切关注利比亚局势进展,并时刻准备向市场抛出其原油储备。

第三,从避险品种走势看,黄金价格和油价涨幅已开始背离。2月25日虽然WTI原油仍在上升,COMEX期金价格却

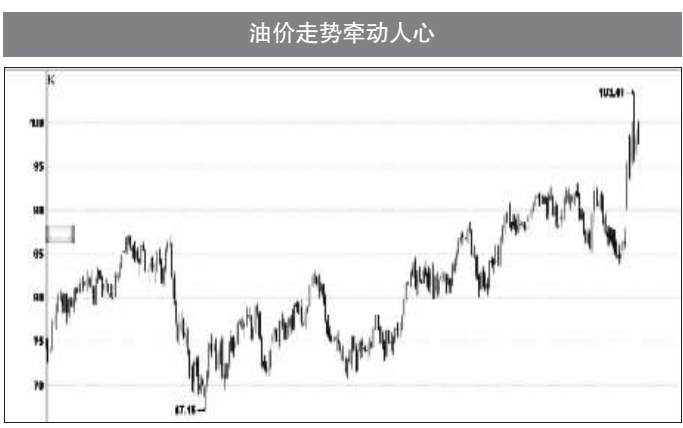
第四,本轮政策刚刚经历一个放松经济、防止经济二次探底,进而物价持续攀升的过程,时隔半年,在外围经济尤其是美国经济复苏干扰较小下重复去年的历史?可能性太小。

第五,本次经济下降预期,更多是基于前期高增长的一个正常回调,而不是经济的二次探底,目前我们所观察的经济指标都只是表明了经济正常回调的可能性,事实上通胀持续攀升才是最大的经济下滑风险。

最后,政策最新的表态中,将控制流动性作为控制通胀预期的第一点,这种表述是之前没有过的,这充分说明了对通胀的强力控制及态度。

总体来看,物价、物价及经济的三个判断对于A股市场直接的影响体现为以下几个方面:首先是通胀相关的板块在这个阶段并不具备明显的投资价值,尤其是这些板块同时具备了高估值的特征,风险远远大于收益;其次是通胀先行有利于中期经济的稳定,伴随着主导经济整体走势的行业和板块低估值的特征,这更直接决定了市场的下跌风险在主导板块上释放较为充分;最后是油价的短期影响必然对国内物价产生传导,并且直接制约股价走势。这种压制下,市场的结构调整将更加明显。

政策春风驱散油价阴霾



已经出现回落。

因此,对于中东局势现在还不是武断下结论的时候,如果油价如期回落,或者至少不再上涨,将对A股构成正面影响。我们依然认为,2、3月份是上半年最好的反弹时间窗口。

政策红利带来机会

在政策预期方面,我们建议关注A股政策红利的延续性和强度,预计政策后续大概率将在保民生、维持和谐上下真工夫。

有关方面近期已提出防止经济大起大伏,处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系,防止经济出现大的波动”。而有关方面近日也强调,“今年保障性安居工程建设1000万套是硬任务,对于稳预期控房价、惠民生促和谐、扩内需转方式具有重大意义,也是调整收入分配结构的重要举措。各地要抓紧安排开工,尽早建成投入使用”。

中国经济转型的方向已经确定,但也要在通胀和失业率之间进行平衡。如同我们首席策略师的比喻,“年过30男,有点高血脂,还有小肚腩,倘若为了解决这些问题就不吃不喝,这样问题更大”。但是,在转型方向确定的大形势之下,对GDP的迷恋也会减弱,增强就业势必将更

市场面临双重考验

由于突发因素导致的外围输入性通胀预期抬头,3月市场在我们前期所讨论的经济考验下,将叠加通胀预期的考验。

在价格方面,依据测算,在原油价格持续突破每桶120美元之后,其对于国内PPI及CPI的影响将是非常直接的,这是3月市场经历的第一个预期考验。虽然我们认为本次油价上涨只是短期因素,但是由于预期反应的过度问题,其可能会加大市场恐慌。

在经济方面,市场对于经济下行的预期没有根本形成。我们再次强调三月的领先、同步及滞后三个数据将是检验市场中期走势的核心。

在流动性方面,目前的积极因素是流动性改善是可见的变量条件,这并不反映在货币紧缩上,而是反映在贷款利率及短期M1及M2的反弹上。

在行业配置上,低估值依然是我们的配置主线,安全边际是这个阶段的首要配置,对应的板块包括:家电、基础化工、机械设备等;房地产及金融等则维持标配;同时,伴随两会召开,我们认为海洋工程、旅游板块及上海本地股是主题投资的重点;此外,西安及西藏板块将伴随西安花博会及西藏60周年引来良好的区域投资机会。

反弹空间不大

□华泰证券 唐潇武

周一市场延续前一个交易日的反弹走势,且资金出现陆续买入迹象,指数连续四日出现小阳线。但值得注意的是,沪综指在2950点区域有一定压力,能否攻击3000点整数关口有待观察。我们预计,短线指数还将持续温和反弹,但对于2950点区域的压力位置应保持警惕。

2950点存在压力

2011年新年伊始,紧缩银根、调控房地产市场政策不断落实,短期利率大幅飙升,尤其楼市限购令的出台实质性遏制了投机性购房需求,一线城市成交量明显下滑,楼市预期有所转变。同时,全国1月份汽车销售同比增速大幅度回落。中国经济体的经济指标都出现下滑态势,中国制造业活动指数连续3个月持续回落。在这种背景下,我们认为,着力推动经济结构调整、促使经济发展方式转变的决心不会改变,宏观重心转向“调结构”将更加明确。

相应沪综指在2月中旬达到2950点区域压力位置后,出现横向波动运行形态,2010年底市场也是在该点位出现回落,因此,目前阶段性盘整属于市场自身规律。上周二市场出现戏剧性变化突然暴跌,打破指数上通下道,并且成交量巨大,说明有投资者在市场转弱后开始抛售。技术分析表明,上攻压力位置在2950或3000点两个点位,随着指数再次接近2950点区域,我们要对指数的运行高度保持谨慎态度。

弱势反弹特征明显

今年1月底开始的反弹与去年10月份的爆发性大涨行情相比,明显走势要弱。比如去年10月份领涨的是一线蓝筹板块,如地产和资源类板块,而目前持续反弹则主要依靠二线机械股票如铁路、船舶等发动行情。

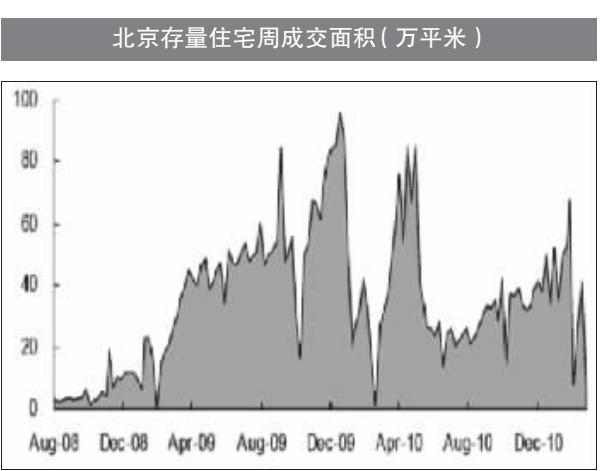
同时,去年10月份房地产、汽车销售火爆,经济一片看好;而如今银根紧缩和楼市限购明显打击房产销售,基本面环境已大不相同,因此不能过高看好本轮反弹行情。

此外,从场内外资金动向分析,春节后基金等机构因前期仓位在历史高点附近,手中筹码过多,不得不利用节后上涨时刻小幅度减仓。而场外资金由于即将进入3月份春播时刻,有自然流向股市的冲动。楼市的低迷也使部分资金开始关注股市。综合而言,场外资金有流入迹象,但目前总体流入规模不大,而场内机构则有减仓调结构要求。同样值得注意的是,大量发行新股也造成二级市场资金不足,这种作用结果是股市难以大涨。

从盘面看,上周市场以化工和造纸三线板块补涨为主,同时又有很多看不见业绩支撑的题材股炒作,这正是疲软市场所表现出来的典型特征。这一类股票转换周期很快,只适合超短线投机客介入。而前期领涨的高铁行业股票虽然周一有所表现,但已呈现热点退潮之势,虽然我们看好高铁的反复投资机会,但该板块作为本轮行情的核心领头羊,不能持续大涨,表明大盘目前没有明显的强势特征。

近期市场热点板块轮换较快,具有较强的波动特点,短线介入涨幅不大的板块个股,估计有一些盈利空间,操作应以短线和波段为宜。部分业绩良好的板块和个股则值得中线关注,当前二、三线蓝筹股如家电、纺织板块内的优秀股票可以适当参与。

数据工厂 | Data



点评:上周国内钢价综合指数为175.4点,环比下跌0.8%;其中长材价格指数为196.9点,环比下跌0.8%,扁平材价格指数为154.1点,环比下跌0.8%,长材及扁平材的价格下跌速度一样。上周MyIpic矿石指数环比下跌0.5%,其中进口矿和国产矿价格环比分别下跌1.5%和0.4%。

近期钢价连续两周出现小幅回调,长江证券测算的钢材品种毛利继续下降。截至上周末,钢材社会库存为1853.1万吨,周环比继续增加2.11%;具体来看,长材库存环比升幅较大,为3.65%,板材库存环比增加相对较小,为0.32%。

虽然此前武钢、宝钢先后上调产品价格,对市场有一定的提振作用,但钢价自2月份以来的持续快速上涨,一定程度上抑制了终端需求的有效释放,加上当前属于施工淡季,钢铁需求不足,特别是长材需求疲弱,且钢铁产量环比增加,因此钢价继续上涨承压较重,未来钢价或继续小幅回落,社会库存将大幅上升。不过,分析人士预计钢价回调幅度不会太大,随着旺季的临近,其下跌趋势将较难持续。

房地产方面,受各地相继出台限购令的影响,上周房地产成交量环比和同比均大幅萎缩。据华泰联合的数据统计,上周各大城市成交量继续维持底部震荡态势,部分城市略有上升,一线城市新房市场整体环比上周下降11%,二线城市环比上升10%。月度日均成交环比整体下降40%,继续呈现大幅收缩的态势。

分析人士指出,2月份地产销量的持续大幅萎缩,主要是由于各地限购令相继出台所致;在住宅市场接连成为政策重拳出击治理的关键区域后,商业地产无论在土地市场还是商品房市场方面,均成为资金的避险场所,预计商业地产迎来“小阳春”将是大概率事件。(魏静)