

# 震荡整固 突破不易

□华泰证券 郭春燕 潘俐俐

最新的经济数据显示,通胀上行和经济下行的压力都将是未来市场主要的担忧所在,而进入二季度以后,市场对通胀走势的警惕性将逐步让位于对经济活力的关注。总体而言,二季度的不确定因素依然较多,市场缺乏形成趋势性机会的契机,预计近期内市场结构性机会仍将是主流,板块的轮动特征将延续,震荡环境下波段操作,不追涨、逢低吸的做法仍将有效。

## 通胀与政策预期难现拐点

从二季度的市场环境来看,市场环境特征主要体现在以下几个方面:1、CPI高点可能出现在二季度,通胀未来仍将承压;2、政策放松暂难在二季度出现;3、三驾马车

各有支撑,难有超预期惊喜出现。具体来看,物价方面,2月份CPI同比涨幅为4.9%,与1月份持平,高于市场预期,与政府控制目标之间的差距明显。由于年中之前的翘尾因素以及输入型通胀的压力,预期二季度的通胀压力将呈现一个继续攀高的状态,3-4月CPI可能仍会再次走高,通胀压力将再次加大,通胀重回可控区间可能要等到下半年。

政策方面,原先市场期待宏观紧缩政策能在二季度出现松动,但从目前情形看,二季度政策出现拐点的可能性并不大。在CPI同比仍在高位、通胀预期仍强的背景下,紧缩性政策的力度仍然需要继续维持。预计政府不会在二季度放松政策,央行将继续通过上调法定准备金率来管理流动性,包括冲销外

汇流入。在CPI涨幅攀升的上半年,预计仍将有至少一次加息,发布一季度经济数据的4月份将是年内再次加息的敏感时间窗口。

从经济运行情况来看,二季度活力超预期回升的可能性不大。从公布的数据显示,三驾马车虽然各有支撑,但都难有惊喜。国内紧缩环境下固定资产新开工力度,与基建和投资相关的终端需求是否能出现明显启动的迹象,将成为今后一段时期一个重要的观察因素。而从出口方面看,外围经济固有的和新增的风险与不确定因素仍然存在,全球经济的平衡稳定增长尚需时日,虽然年初出现出口增速超预期,但全年出口形势仍可能出现向下收敛的趋势。我们认为,在主动调控措施累积效应发挥的背景下,经济小幅下降将在二季度形成一致预期,这也与

政府经济工作报告确定的未来经济7%、今年8%的经济目标相符。

## 震荡整固 波段操作

进入二季度以后,市场对通胀走势的警惕性将相对让位于对经济活力的关注。通胀重回可控区间而紧缩压力缓解将为市场震荡上行突破提供契机。前期3186点的高点附近累积了较多的套牢盘,上行突破需要下列契机的配合:一是通胀见顶;二是政策有松动迹象;三是经济活力有超预期的表现。由于市场目前的估值水平在金融等权重股支撑下仍然位于历史相对低位,因此市场仍具备较强的支撑。整体来看,二季度市场将处于震荡整固,伺机突破的状态。

从目前来看,二季度的不确定因素仍然较多,市场需要寻找形成

趋势性机会的契机,结构性机会仍是主流。板块的轮动特征将延续,震荡环境下波段操作,不追涨、逢低吸的做法仍将有效。

投资标的上,我们认为三个方面值得重视:1、二季度是投资启动的一个重要观察期,与投资相关的领域仍将进一步受到市场的重视。政策确定性较强的板块比如投资西进、保障房投资等投资拉动行业仍将维持较高景气,在二季度仍有表现的空间和动能。2、在经济转型期,来自下游需求实质支撑的行业将获得稳定的增长机会,比如食品饮料、零售、电力设备等。3、从长期配置的角度而言,在政策紧缩累计效应渐现、外围局势不稳定的背景下,预期二季度的市场风险偏好仍将处于收敛状态,低估值板块仍将是从长期视角进行配置的重点。

## 短期只能走走停停

□国开证券 陈少丹

从近期市场来看,权重股整体受到资金的青睐,尤其在银行股靓丽业绩的刺激下,板块资金持续呈现大额净流入状态,地产板块也持续出现一些低价品种启动的现象,可见资金已经向大盘蓝筹方向调配,市场也表现出一定程度的强势。值得注意的是,资金“跷跷板”效应明显,中小板创业板持续承受抛压,出现破位走势。资金的分歧导致板块分化严重,同时也削弱了大盘向上的动力,3000点大关短期内突破仍存在较大难度,大盘仍将保持区间震荡走势。

短期消息面相对平静,在上调准备金率后市场将等待3月份经济数据,一系列政策实施的结果将从经济数据的变化中得到验证。我们认为,在3月份经济数据出台之前,预计央行再度出台新政策的可能性较小,政策面暂时处于平静期。流动性方面,短期资金面仍将处于宽松局面,这是市场近期保持相对强势的重要因素。央行3月18日上调准备金率后市场并没有受到实质性的冲击,继续维持反弹走势,与此同时,银行间市场资金利率也延续低位运行态势,显示市场资金依然较为充裕。据统计,4月份公开市场到期正回购3130亿元,到期央票4980亿元,合计到期资金高达8110亿元,全月到期资金规模依然处于较高水平,这意味着未来几周每周约有2000亿元左右的到期资金。另外,今年1月份新增外汇占款突破5000亿元,与近几个月的贸易数据差异巨大,接近去年10月份5190亿元的高点水平,说明境外资金流入热情依然高涨。

从年报情况来看,上市公司总体收益也处于较高水平。截至3月29日,有1039家公司披露年报,实现净利润同比增长近40%,良好的业绩对市场重心将形成有力支撑。尤其是以银行为代表的权重股,依托良好业绩掀起的估值修复行情还将延续。银行股目前的整体市盈率仅为10.9倍,远低于市场平均估值水平,从深发展、兴业银行、华夏银行等上市公司公布的年报以及各上市银行前三季度业绩来看,银行2010年业绩出现高增长基本上是肯定的,虽然目前并不具备银行股爆发趋势性行情的内外部条件,但在业绩驱动下权重板块走出脉冲式的阶段性行情值得期待。同时,银行股一季度的业绩也有望再度超越市场预期,近期货币市场利率的快速反弹、银行议价能力的显著提升以及连续加息的影响,使银行股一季度报超预期的确定性不断增强,这或许是资金青睐银行股的最主要原因。从走势上看,银行股基本上运行于底部区间,下跌风险很小,确定性增长预期使其成为资金防御性投资策略的首选品种。

另一方面,我们认为,低估值板块具有较强的防御性能,但进攻力度却有限。尽管银行地产有明显的估值优势,但反弹动力缺乏持续性,市场对于周期性行业的追涨意愿仍不强烈,这也反映了通胀背景下对后市的一种犹豫心态。多重压力下,3月份CPI“破五”的概率很大,央行进一步收紧流动性或已成定局,但对后市的预期不会改变。另外,从外部因素来看,日本地震引发的核危机没有太大的缓解迹象,对全球经济的影响仍不明朗,而日本央行投入大量流动性继续恶化目前的通胀状况却基本成为事实。同时,利比亚局势仍不乐观,国际石油价格走势仍将受到影响,欧美量化宽松政策也不断加剧大宗商品的波动。由此来看,A股目前处于动荡的市场环境之中,制约了资金的做多热情,众多的不确定因素使市场也只能处于走走停停的箱体震荡状态。

大盘在本周冲高回落再次显现了3000点大关的压力,多次得而复失已经使3000点成为技术上和心理上不可逾越的障碍。周三的缩量十字星表明市场反弹意愿较弱,短期下跌趋势仍未结束,但受中短期均线支撑,向下空间也比较有限,维持震荡整理的可能性较大。短期来看,市场热点将以板块及个股轮动为主,政策引导是市场题材股炒作的方向,操作上应控制仓位,短线参与。

## ■ 数据工厂 | Data



点评:近期在外“忧”内“患”影响逐步散去之后,大盘再度向3000点发动进攻。尽管成交量并未持续有效放大,但上周场外资金参与交易的热情却出现上升,新增股票开户数上涨;海外市场风险偏好情绪则再度升温。

据中登公司的数据,上周两市新增A股股票账户数为407906户,新增基金开户数为91055户。其中,新增股票账户数较此前一周的391075户出现显著回升,依旧位于近期的高位水平;而新增基金开户数则由前一周的96517户小幅回落至91055户。账户活跃度方面,上周参与交易的A股账户数占全部A股账户数的比例为10.71%,较前一周的12.09%小幅回落,不过仍处于去年12月以来的高位,显示场内资金维持着近期的活跃度。

在A股市场投资者热情高涨的同时,上周海外市场投资者风险偏好情绪也出现显著升温。统计显示,截至3月29日,美国标准普尔500波动率指数(VIX)收报18.16点,近一周以来总体维持震荡走低的态势,反映风险偏好情绪升温。

分析人士指出,随着日本核泄漏及利比亚事件影响的消散,以及央行提准效应的逐步消化,大盘再度回到3000点关口附近;预计在3月份宏观经济数据公布之前,大盘仍将维持窄幅震荡的走势。(魏静)

## 窄幅震荡仍是主旋律

□东兴证券 侯毅

目前通胀居高不下,紧缩的货币政策预期十分强烈,而且未来经济走向又不确定,近几个交易日大盘也在触碰3000点之后旋即展开了调整。4月份的A股市场将如何演绎?笔者认为,窄幅震荡或许将是当下大盘的主旋律。

4月宏观面将围绕通胀与经济增速放缓两个方面展开。通胀方面,央行之前公布的2月CPI和PPI增速高于市场预期;3月份国内市场的粮价受劳动力成本上升和生产资料价格上涨的影响,一直居高不下,由于粮食在食品中的基础性作用,以及其对CPI走势所起的关键性作用,CPI上涨压力仍然较大。从国外来看,日本央行震后向市场注入超过50万亿日元流动性(已超过美联储QE2限定最高规模),美、英、法等国对利比亚开火,导致国际油价再次大幅上涨。多变的外部因素增加了我国输入型通胀压力,如果算上超过3%的翘尾因素,那么即将公布的3月份CPI很有可能创下新高。

经济方面,虽然之前公布的汇丰PMI略有回升,但是经济增速的整体放缓已是不争的事实。在“三驾马车”中,消费明显低于预期反映了高通胀对消费者产生的压力日益明显,直接压抑了消费热情;贸易顺差正在逐步减小,进口增速远超出口将逐步成为常态;投资增速上,房地产销售增速明显下滑,将最终带动房地产投资增速回落。

在经济向下、通胀向上的背景下,股市通常不会有很好的表现。首先,经济是下行的,尽管投资者可以期待经济调整的结束,但何时调整结束很难事前完全预知,在底部没有得到确认之前,投资者对企业未来盈利前景是偏悲观的,从而降低整个市场的估值中枢。其次,虽然物价是上行的,但一般而言这种上涨是不可持续的,随着“量”的上面,物价最终也会下行,因此,物价上行尽管也会带来企业账面盈利的增多,但仅仅具有短暂的影响,并不具有可持续性,也就无法带动股市持续反弹。最后,央行面临两难抉择,不会再像前期那样大规模回收流动性,不过由于经济的下行,实体经济贷款需求会下降,因此即便央行回笼流动性力度减轻,也不能够必然保证货币条件得到改善。因此从基本面看,4月份大盘很难走出一波趋势性上涨的行情。

从估值来看,A股市场的估值目前仍处于合理偏低的水平,整个A股的市盈率比历史平均值低了将近30%;但是前两年的结构性行情,造成了A股市场估值剪刀差逐步扩大。最近几个交易日大盘在冲击3000点未果的情况下,尾盘均出现跳水,特别是中小板、创业板的跌幅更加惊人;但是估值水平较低的投资品行业的估值修复一直在持续,而且呈现出周期性行业轮流修复的态势,3月份钢铁、银行、地产等行业表现领先就是缘于这种特征。我们认为,未来中小盘股会向下回落修正估值,低估值蓝筹股也会适度向上提升估值水平,二者相向做温和收敛。鉴于估值整体上处于偏低位置,4月份市场下跌空间也很有限。

技术形态上,随着沪指指冲高回落,部分指标已经出现顶背离信号,大盘调整的意向比较明确,此时不应抱有太多幻想。如果大盘想要突破并站稳3000点,笔者认为一定要满足以下条件:沪市单日的成交量超过2200亿元,深市单日成交量突破1500亿元,两市合计成交量不得低于3500亿元。回顾去年10月份的行情,当时两市成交量合计已经突破5500亿元,都没能推动大盘进一步上行,指数到了3186点戛然而止。因此,在A股扩容成为家常便饭的情况下,大盘要想取得实质性突破,量能不持续温和放大的是不可能的。

操作策略上,随着年报行情的逐步延续,蓝筹估值修复行情有望展开,毕竟银行、煤炭等权重板块尚处于历史估值底部,相对于“涨上天”了的中小盘个股,他们更易获得新入市资金的青睐。最后,建议投资者关注近期产业政策主导的主题性投资机会,逢低布局受益于“十二五”规划的新兴产业板块,央企整合板块以及益于民生改善的消费、医药类板块。

□银河证券策略研究主管 秦晓斌

去年以来,A股市场的风格差异逐渐达到极致,大盘股被打入地狱,股价严重低估,而小盘股被捧上天堂,很多股票被严重高估。这可能是投资者对新兴产业预期过高,或者对传统产业过度忽视的结果。我们认为,现在应该是大盘蓝筹股进行估值修复和重估的时候,在此过程中,银行将发挥主力军的作用。

## 严重低估后的价值回归

价格围绕价值波动是证券市场的规律,虽然股价偏离内在价值是一种常态,但当价值长期被严重低估或高估后都将向价值中枢回归。A股波动性远高于国外成熟市场,导致股价常常大幅度偏离内在价值。我们认为,信息不对称、投资者情绪以及政策扰动是导致A股经常被严重高估或低估的三种原因。

A股市场的信息不对称是股价偏离价值的基本原因。投资者与上市公司、上市公司与监管者、投资者与投资者之间缺乏及时充分的信息沟通,掌握信息优势的内部人和处于信息劣势的外部人对公司价值的判断必然出现分歧,从而导致股价经常大幅度偏离内在价值。

其中,银行股被低估的程度最为显著。无论是从历史估值比较、横向行业比较还是股息率等方面,银行股都被严重低估,价值需要修正。

从历史估值比较看,银行股的市盈率和市净率都为历史最低。目前全部银行股的TTM PE仅为9.9倍,市净率仅为1.8倍,已经低于2005年上证指数为998点的水平,也低于2008年上证综指为1624点的水平,也低于去年6月底市场担心全球经济和中国经济二次探底时的水平。今年全球经济复苏势头更为明显,远远好于2008年和去年上半年,因此,银行股如此低估值是没有任何道理的。

此外,政策扰动也经常成为A股市场大幅偏离价值的因素。A股市场受政策影响巨大,股权分置改革之前,2/3的股票不流通导致股价虚高,国有股减持导致2001年到2005年的大牛市,股权分置改革则使A股获得了制度改革的红利,是2005年-2007年大牛市的重要推动力。

在我们的策略分析框架中,估值与宏观经济、政策、流动性、业绩等共同构成股市运行的驱动因素,只不过在不同的时间和环境下的主要驱动力有所变化。当估值处于高位和低位时,在其他条件的配合下,估值纠偏将对市场产生决定性的影响。

从较长时间看,目前上证综指处于较低位置。我们坚持在年度策略报告中的观点,2700点就是全年的底部区域,因此,大盘蓝筹股的低估值为估值修复提供了必要条件。

## 银行股价被严重低估

A股市场大盘股的估值低于小盘



股是一种客观现象,短期内还难以完全改变,但当大小盘股的估值差异太大时,就必然引发估值体系的重塑或纠偏。自2009年以来,小盘股与大盘股的市盈率之比呈上升趋势,目前为3.4倍,虽略低于去年12月的3.6倍,但仍处于历史较高水平。

其中,银行股被低估的程度最为显著。无论是从历史估值比较、横向行业比较还是股息率等方面,银行股都被严重低估,价值需要修正。

从转型角度看,中国经济转型离不开银行间接融资的发展。中国经济转型是在传统产业的改造升级基础上实现的,而传统产业的发展离不开投资、离不开银行间接融资的发展,因此,经济转型也不是银行股价值低估的借口。

从通胀角度看,适度通胀有利于银行股业绩增长。目前通胀压力较大,但在供需基本平衡甚至供大于求的背景下,发生严重通胀或者通胀失控的概率非常低,因此市场对于货币极度紧缩从而导致银行坏账大增的担忧没有必要。相反,适度的紧缩和加息反而有利于提高银行的定价能力和息差水平,有利于银行业绩保持较高增长。

从资金角度看,目前流动性已较去年年底有明显改善,货币市场利率回归平稳。在房地产投资和投机需求被严厉压制之后,大量的社会资金已无路可去,股市投资将最终成为资产保值增值的重要手段。

年报业绩的披露成为银行价值重估的催化剂。目前大部分银行已经公布了2010年年报,中小银行普遍有40-70%的净利润增长,而大银行的业绩增速也在25%以上,农业银行的净利润增速达到了46%。另外,我们预测今年一季度银行的业绩也很不错,国有大银行的利润增长在20%左右,而华夏、招行、浦发等银行甚至可能增长50%左右。随着年报的披露,银行股的估值修复与价值重估时机已经到来,将在推动股指震荡向上的过程中发挥主力军作用。

从增长角度看,中国内生增长动力仍然较为强劲。中部崛起、西部大开发国家战略的实施,使得未来五年乃至更长时间内保持8%以上的经济增

长是完全可能的,因此,对经济的过分担忧从而导致银行股被严重低估的误区终将被修正。进入二季度后,随着“十二五”规划的实施,经济增速将在短暂放缓后重新迈入上升通道,压制银行股估值的经济基础不复存在。

从转型角度看,中国经济转型离不开银行间接融资的发展。中国经济转型是在传统产业的改造升级基础上实现的,而传统产业的发展离不开投资、离不开银行间接融资的发展,因此,经济转型也不是银行股价值低估的借口。

从通胀角度看,适度通胀有利于银行股业绩增长。目前通胀压力较大,但在供需基本平衡甚至供大于求的背景下,发生严重通胀或者通胀失控的概率非常低,因此市场对于货币极度紧缩从而导致银行坏账大增的担忧没有必要。相反,适度的紧缩和加息反而有利于提高银行的定价能力和息差水平,有利于银行业绩保持较高增长。

从资金角度看,目前流动性已较去年年底有明显改善,货币市场利率回归平稳。在房地产投资和投机需求被严厉压制之后,大量的社会资金已无路可去,股市投资将最终成为资产保值增值的重要手段。

年报业绩的披露成为银行价值重估的催化剂。目前大部分银行已经公布了2010年年报,中小银行普遍有40-70%的净利润增长,而大银行的业绩增速也在25%以上,农业银行的净利润增速达到了46%。另外,我们预测今年一季度银行的业绩也很不错,国有大银行的利润增长在20%左右,而华夏、招行、浦发等银行甚至可能增长50%左右。随着年报的披露,银行股的估值修复与价值重估时机已经到来,将在推动股指震荡向上的过程中发挥主力军作用。

从增长角度看,中国内生增长动力仍然较为强劲。中部崛起、西部大开发国家战略的实施,使得未来五年乃至更长时间内保持8%以上的经济增

## 常用技术分析指标数值表(2011年3月30日)

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA(5)	↑2964.47	↑3270.09	↑12785.57
MA(10)	↑2940.33	↑3245.82	↑12745.70
MA(20)	↑2945.13	↑3260.21	↑12843.73
MA(30)	↑2929.15	↑3246.15	↑12801.94
MA(50)	↑2867.51	↑3171.65	↑12467.42
MA(60)	↑2857.77	↑3165.06	↑12479.09
MA(100)	↑2879.24	↑3194.62	↑12569.33
MA			