

转强契机尚未到来

□国都证券 张翔

由于经济不存在“硬着陆”风险,政策面仍将偏重于“抑通胀”,因此短期内政策面不会轻易松动,这将继续制约市场信心。预计A股市场将延续弱势震荡格局,谨慎观望仍是投资者的最佳选择。

政策面不会轻易放松

今年以来,政策目标主要是在“稳增长”与“抑通胀”之间寻求平衡。而目前来看,中国经济尚未显现出“硬着陆”的风险,政策面仍将偏重于管理通胀预期。

近日公布的宏观数据显示,5

月份累计出口增速较上月小幅回落,实际累计消费增速与上月保持平稳。而投资增速稳中略升,特别是房地产开发投资增速连续两个月稳步回升。展望未来前景,出口增速仍将下行,实际消费增速将稳中趋降,但随着保障房建设的全力推进,固定资产投资将对经济增长贡献积极力量。总体来看,若外部环境未超预期恶化,中国经济运行将以“软着陆”为主,决策层与投资者应该不会对这种预期之中、幅度有限的经济放缓反应过度。

就通胀而言,目前已有较多观点认为6月或7月CPI增速有望见顶。受此预期影响,同时也因为地

方融资平台的偿债压力逐步显现,市场预期近期加息的可能性有所降低。不过,我们并不认为政策面会轻易放松。首先,通胀形势如何发展仍存在一定的不确定性。近期猪肉价格进入上涨趋势,而南方干旱与洪涝灾害也在延续,这些因素仍可能带来食品价格上涨压力。其次,负利率依然存在,这将对通胀预期构成持续刺激。此外,房地产调控仍未取得预期效果,而一旦预期政策松动,房价上涨势头或将再度显现。

事实上,央行在公布5月宏观数据之后随即上调存款准备金率,正是向市场传递其维持紧缩政策的态

度。不仅存准率可能视外汇占款因素而进一步上调,而且加息的可能性也不能被排除。

市场转强契机仍未到来

尽管目前市场估值已处较低水平,但在政策转向之前,投资者仍将沉浸于经济放缓、成本上升、业绩增速放缓、资金面紧张等悲观因素中,做多信心难以凝聚。特别是在中报业绩进一步明朗之前,投资者对A股盈利能力的担忧心理无法消除。

值得关注的是,货币当局对于加息手段十分谨慎,这在短期内缓解了投资者的担忧情绪。但客观而

言,只提准不加息所带来的不利因素也是十分明显的。首先,虽然名义利率保持低位,但现实经济中的真实利率水平已大幅上升,这不仅直接压低A股市场的估值水平,而且也加大了大小非减持股份换取现金的冲动;其次,商业银行的贷款额度受限,只能重点投向国有大型企业,而民营中小企业的融资环境将受到影响,再考虑到成本上升、人民币升值等因素,投资者对中小盘股票的悲观预期可能再次放大。

综合来看,近期市场仍无法摆脱弱势震荡格局。在通胀形势及企业盈利状况明朗之前,投资者应谨慎观望,继续控制仓位。

估值先见底 盈利预期后回升

市场反弹将先于经济筑底

□招商证券 陈文招 张权

宏观经济方面,下半年会依次呈现三季度经济和通胀压力回落、三季度末政策放松、四季度经济再回升几个环节。市场方面,随着通胀回落和政策松动,估值水平将领先于盈利触底回升。行业配置方面,三季度的关注点是成本压力缓解、毛利提升受益的中下游制造业和消费品。建议三季度超配中、下游制造业如汽车、家电、机械、信息设备、电子、公用事业和部分消费品如纺织服装、食品饮料、医药等,低估值银行地产股平配,周期股建议四季度再重点超配。

通胀成强弩之末 流动性将由紧至松

当前中国所处宏观经济环境可以概括如下:经济处在下滑阶段的后期,通胀在顶部即将回落的阶段,货币政策收缩到了周期的底部附近。展望下半年,市场或将看到如下景象:三季度经济和通胀回落(成本压力也会相应回落),三季度末货币政策放松,四季度经济筑底再回升。

对市场而言,下半年的关键因素在于通胀和流动性。若基于上述对宏观经济环境的总体判断,下半年对市场显然应该持积极态度:通胀已是强弩之末,流动性的持续收缩和经济的回落必定会导致通胀回落,现在正处于从经济回落向通胀回落传导的时滞期里,而流动性现在可能是最紧张状态。

2009年以来美国经济的复苏、回潮始终滞后于中国半拍。就三季度而言,分别基于对通胀控制产生的紧缩效应和政策刺激边际效应递减等原因,中国和美国经济将叠加回落。内外需的叠加回落和需求放缓会为国内通胀回落创造基本的前提条件,因为需求回落是通胀回落的前提。

从历史上看,在经济危机之后的复苏期,通胀问题能否处理好是关乎经济会不会二次探底的最关键因素。统计显示,凡是在复苏后出现较高通胀的,经济往往会面临二次回调甚至探底;而复苏期里能够控制好通胀水平的,其复苏就可持续。对中国而言,美元温和升值、抑制油价可以让中国企业输入型通胀压力和成本压力得到缓解,大幅降低中国经济硬着陆风险,增加货币政策回旋余地。

制造业产能的投放将缓解通胀压力。当期的固定投资是需求,但对于下一期来说是供给。制造业投资从去年下半年开始进入复

苏,预计在今年下半年后产能将陆续投放。从过去的经验看,经济复苏之后的通胀回落和制造业投资产能释放具有较好的吻合性,如2003-2004年经历了通胀压力,但2005-2007年中期,经济能够在高速增长的同时维持低通胀,这与2003-2004年高投资形成的产能释放有关。总之,下半年经济回落、产能释放将带动通胀回落,继而在三季度末或四季度初为货币政策放松提供条件。相应的,此次库存周期的调整会持续到三季度,四季度经济将再回升。

估值先见底 盈利预期后回升

下半年股市流动性的好转分为两个阶段:首先是通胀见顶回落,实体经济对资金的需求将趋弱,股市流动性压力减轻;然后是随着通胀回落过程持续一段时间后,货币政策放松,流动性进一步从被动性缓解到主动性宽松。大体上三季度是第一个阶段,四季度是第二个阶段。

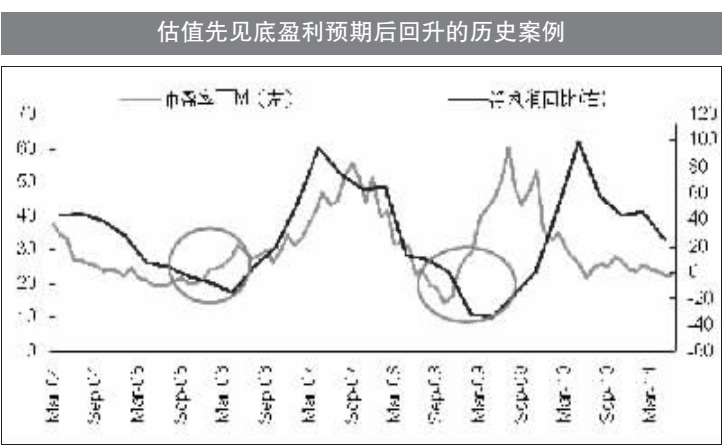
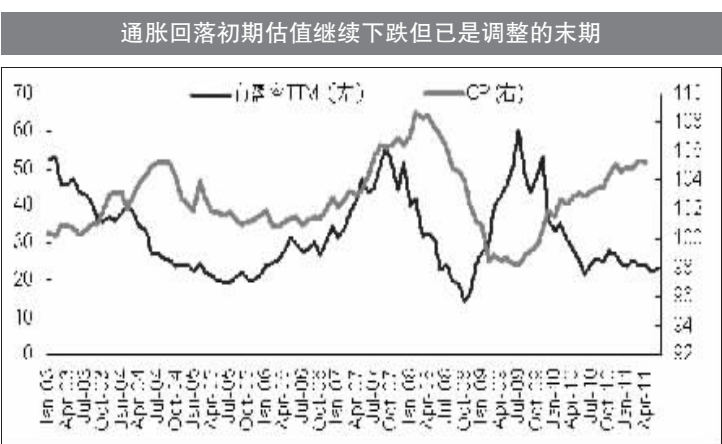
三季度末期货币政策放松概率很大。观察2003年以来稳健时期紧缩政策执行情况,货币政策出现实质性放松的条件有如下三项:其一,货币增速稳定在合理水平(6%以下);其二,通胀水平有明显的趋势性下降;其三,季调后通胀预期出现两个季度回落。譬如,2003年-2004年通胀周期中,2004年初货币供应增速水平已经明显回落,而且通胀在同年三季度见顶,货币政策四季度后停止紧缩继而松动。2007-2008年的通胀周期中,CPI高点出现在2008年1季度末,三季度末后政策放松。

从目前的情况来看,上述条件三季度末期或四季度初将基本具备,货币政策届时放松概率很大。

上述逻辑和思路可以用货币缺口(货币供应增速和名义GDP增速的差额)来描述。流动性情况是今年的一季度和四季度松,二三季度偏紧,二季度虚拟经济领域的资金仍将持续增长,下半年尤其是四季度随着通胀回落和流动性放松,资金将会宽松。

总体判断,三季度随着通胀回落,估值水平将率先见底反弹。四季度随着主动流动性放松,估值水平将回升,如果政策的前瞻性提高,那么估值水平回升时点将更早。

在跟投资者交流的过程中,有不少人担心:即使三季度流动性压力缓解了,但是由于经济增速回落,盈利预期可能仍处于下调过程,市场仍有可能继续下跌。事实上这种担忧是多余的。市场在



见底过程中,往往是随着流动性的放松,估值先见底回升。在市场见底回升的初期,盈利预期和经济增长完全有可能是在继续下降的,随着流动性放松一段时间后,经济和盈利预期才会再次回升。2008年底和2009年初就是一个典型的案例,随着政策放松,市场在2008年底就开始触底回升,但是经济的回落一直持续到2009年一季度末。就如同市场下跌过程通常是先跌估值后跌盈利预期一样,市场上涨的时候往往也是估值先见底盈利预期后回升。

三季度重点配置 中下游制造业

如果将股票按照行业大体分为三类:消费品和中下游制造业、中上游的周期品、低估值的银行地产等大盘股,那么三季度我们建议超配消费品和中下游制造业,持有低估值的银行地产。

周期品需要等待经济回落预期的继续消化以及货币政策再放松的时点。三季度整体环境是经济回落,通胀和成本也回落。在此阶段,周期股机会尚需等待,而消费品和中下游制造业将分别受益于需求增长稳定和成本压力缓解。

三季度消费品毛利率将回升,建议继续持有。当物价增速(或通胀预期增速)超过居民收入增速时,居民真实收入受到负面影响,消费者

信心下降、消费增速回落,这是为什么自去年四季度以来消费增速放缓和消费品股票表现不好的一个重要原因。但下半年通胀回落,居民真实收入和购买力将再次回升,因此,我们认为二季度末期应该是布局消费品的较好时点。

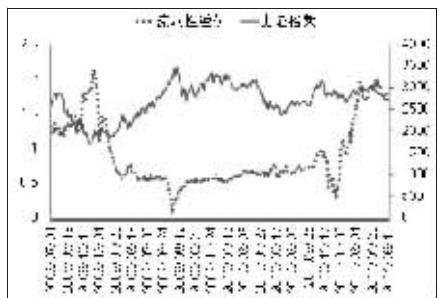
周期品三季度可能量价齐跌,建议减持。下一轮投资机会需到四季度。按照前文我们对四个季度宏观经济环境的概括,对于周期品而言,一季度是量价齐升、二季度是量减价升、三季度将是量价齐跌、四季度是量升价跌。因此,周期品的投资时机需等到四季度政策再放松之后。

低估值银行地产可继续持有。三季度是流动性从紧到松转变的过程,低估值的银行地产会受益。但是由于经济也在回落,市场对银行地产的潜在风险仍会有所担忧。综合来看,银行地产可以持有,但投资者对收益率不能期待过多。

三季度增持中下游制造业。三季度经济回落,通胀和成本压力都会随之回落。在此阶段,最受益的行业群体是成本压力缓解、毛利率提升的行业,主要集中在中下游制造业,其中弹性比较大的有公用事业、电子元器件、轻工制造、信息设备等,也受益但弹性相对小一点的有机械、汽车、家电等。建议下半年增持上述中下游制造业。

高流动性溢价 或预示底部已至

流动性溢价和上证指数走势图



□于孝建

流动性在一定程度上决定股市走向。流动性溢价直接反映出流动性风险的大小。目前的流动性溢价反映出流动性风险已达到非常高的水平。从以往流动性溢价和股市表现来看,股市目前或已达到底部。

周二央行决定从2011年6月20日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。这是今年第6次上调存款准备金率。自去年下半年以来,央行已连续12次上调存款准备金率,这将使大型金融机构存款准备金率达到21.5%的历史高位,中小金融机构也达到18%。银根的进一步收紧,意味着流动性吃紧,流动性风险在加大。

回顾2008年,央行一共上调存款准备金率8次,最后一次上调时间在2008年10月15日,当时的存款准备金率最高达到17%。存款准备金率在2008年的上调密度和今年非常类似。存款准备金率的上调在市场上最直接表现是流动性的收紧。

流动性的松或紧可以用流动性溢价来反映。以6个月期SHIBOR和6个月期国债到期收益率的差价×100作为衡量流动性溢价的指标。从2008年7月到2011年6月流动性溢价和上证指数的走势看,在大多数时间内,流动性溢价和上证指数表现出反向关系。如2008年10月28日指数达到最低位1664.93点,流动性溢价在2008年11月17日达到最高点2.1406;当流动性溢价于2009年7月21日达到最低点0.0576,指数于2009年8月4日达到阶段高位3478.01。今年3月份以来,流动性溢价又步入一个高位区,接近2008年10月份的高度。

从股市表现和流动性溢价的关系来看,目前的情况与2008年下半年有相似之处,即流动性溢价高位徘徊,股市行情走低。流动性溢价继续维持高位或进一步走高可能性还能有多大?存款准备金率上调的空间还有多少?仅从流动性溢价和目前存款准备金率的历史水平来看,均已达到一个非常高的位置。在这两个指标均已接近极限的情况下,股市是不能如2008年下半年那样在流动性溢价达到高点之时逐步企稳,时间将证明一切。(作者单位:华南理工大学金融工程研究中心)



截止到15日20点,共有2375人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	34.0%	807
震荡	16.3%	388
下跌	49.7%	1180

目前仓位状况 (加权平均仓位:59.9%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	43.2%	1026
75%左右	11.4%	270
50%左右	11.6%	276
25%左右	9.5%	225
空仓(0%)	24.3%	578

A股近期或难走出阴霾

□国开证券 陈少丹

从14日公布的数据来看,5月份消费者价格指数(CPI)涨幅达5.5%,数据基本符合市场预期。在“利空出尽”的惯性思维下,周二市场出现反弹。但收盘后央行突然上调准备金率,致使市场在周三结束了连续三天的反弹走势。目前来看,市场仍处下跌趋势之中,2750点一带对短期市场形成较大阻力,市场缺乏量能与持续性热点的有效配合,难以形成明显的上涨动力。尽管经过前期下跌后做空力量有所衰竭,但在通胀压力沉重、紧缩政策出现拐点之前,市场仍将处于偏空压力之下,弱势调整格局难有根本改变。

5月份CPI数据创下34个月新高,显示在食品价格有所上涨、国际大宗商品价格高位震荡的背景下,国内通胀压力仍然较高。考虑到6月CPI的高基数特点,短期通胀严峻形势仍未化解。同时,受旱涝等自然灾害影响,下半年通胀形势也难以乐观。与此同时,PPI增速为6.80%,较4月份6.82%小幅回落,显示工业经济热度有所降低。5月规模以上企业工业增加值同比增长速为13.30%,较上月的13.40%小幅回落,增速连续三个月出现下滑。在宏观经济三驾马车中,出口增速为19.40%,低于预期,显示出外部经济低迷的特征;社会消费品零售总额为14697亿元,较上月小幅增加,符合预期;1-5月固定资产投资完成额累计同比增速为25.80%,较1-4月小幅增加,好于市场预期。从前几个月宏观数据来看,经济放缓的信号十分明显,虽然经济“硬着陆”可能性不大,但“类滞胀”的潜在风险仍应引起重视。

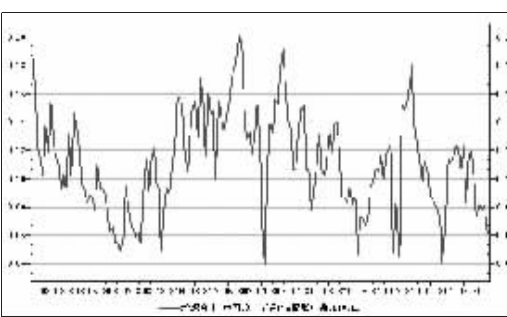
紧缩政策与经济数据的出台如影随形,流动性过剩背景下的紧缩政策将是央行对抗通胀的常用手段。本次上调准备金率已经是年内第六次,基本符合“一月一调”的规律,但央行选择在公布经济数据当天推出紧缩政策彰显其调控的决心和态度。目前看来,CPI居高不下还将延续。因此,央行继续调准与加息的可能性依然存在。

在央行不断回收流动性的背景下,银行的放贷资金将进一步减少,使企业资金面临短缺的局面。而在通胀环境下,原材料价格的上涨将不断挤压企业的利润空间,特别是一些抗风险能力较弱的中小企业,其生存环境更加严峻。上市公司方面,虽然目前市场的总体市盈率处于较低水平,其中银行股市市盈率仅有10多倍,A股平均市盈率也只有16倍多,与历史最低水平相当,但在盈利预期存在下降风险的情况下,静态的低估值水平存在很大不确定性,不具备太强的可持续性。

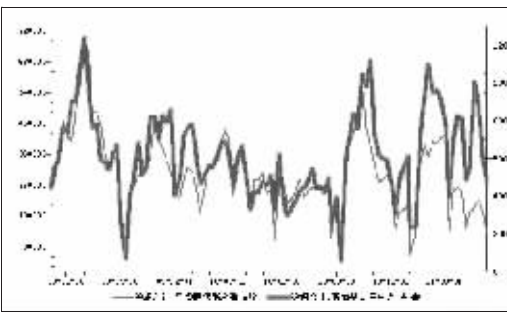
此外,在流动性收紧的同时,新股发行和再融资节奏依然较快,扩容压力成为市场难以承受之重。技术上看,2700点附近是周线级别的底部,但并不构成未来牛市循环的终极底部。对投资者而言,在未出现全面做多信号之前,对市场仍应持谨慎态度,降低仓位并减少操作频率。

数据工厂|Data

参与交易账户数在总账户数中的占比



新增股票与基金开户数



点评:受端午节假期以及市场持续低迷影响,上周沪深两市新增基金开户数和新增股票开户数均较此前一周大幅萎缩;与此同时,两市账户活跃度也出现明显下降。

据中登公司最新数据,上周沪深两市新增股票账户数为133048户,较此前一周的197002户大幅萎缩;上周新增基金账户数为48186户,较此前一周的62792户也出现明显下降。开户数锐减的原因可能有二:一是上周一为端午节假期,使得上周交易日较正常状态减少一天;二是沪深股市近期持续低迷,市场交投清淡,场外资金入市热情非常有限。

资金活跃度方面,统计显示,上周参与交易的股票账户数占总账户数的比例为6%,较此前一周的7%小幅萎缩,表明场内投资者交易热情继续下降。进一步来看,当前账户活跃度已经处于近三年的底部区域,而根据以往经验,当账户活跃度在6%以下时,市场大幅下跌的空间往往有限,而出现阶段反弹的概率却会相应增大。这或许提示投资者,即便短期大盘跌破2700点,也不必过于恐慌。

分析人士指出,新增账户数的锐减以及交易活跃度的低迷,提示投资者应该加大对短期市场的关注度。毕竟,在经过持续下跌后,市场反弹欲望已经比较强烈,虽然对反弹的空间和时间仍难以抱有过高希望,但过度悲观显然已非十分必要。(龙跃)

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。