



■“拉抽屉”行情中的“寻金计”(一)

PPI下穿CPI 下游行业能否脱颖而出

2307点以来的反弹上演了“进二退一”的舞步,昨日的大涨令二次反弹的曙光隐现。当前市场下有政策微调预期支撑,上有2600点一线前期套牢盘压制,加上经济持续下行、欧债风波迭起,市场很可能在多空博弈中持续演绎涨跌交替的“拉抽屉”行情。在这种局面下,板块的选择和配置就显得尤为重要。本系列拟从利润传导、季节因素、资金偏好、政策刺激四个角度,来挖掘震荡市中的金股。

□本报记者 曹阳

10月份PPI-CPI”大幅降至负数,意味着利润正在迅速向下游行业传导,从基本面的来看,四季度下游行业或成为A股中最具价值的投资标的。不过历史经验表明,食品饮料、医药生物、家用电器等下游行业在市场早期的反弹过程中并没有显著跑赢大盘,部分原因在于股市或已提前反映了下游行业业绩好转预期。整体而言,在经济增速与通胀双下的阶段,下游行业仍然是资金较为“安全”的选择。

路上的坑

□信达证券 陈嘉禾

发现一个好的投资策略有多难?坦率地说,相当的难。事实上,人们要么没有发现好的策略,要么发现了好的策略,便再也不愿意与人分享;你能想象19世纪加利福尼亚的淘金者互相分享富矿的地点吗?他们最多分享一些挖矿时候发生的八卦小故事罢了。不过,好的策略不容易发现(真正发现的都相当有钱),不好的策略却是很容易发现,需要的只是细心、刨根问底的精神和没有框框架架的思维能力。

举个小例子,周末和一个朋友聊天,他说在19世纪,黄金的价格就曾经达到200美元。如果这样看,整个100多年黄金价格也不过涨了10倍不到,实在不是好的投资品。我问,你计算过以其它货币计价的黄金价格没有?以日元、马克、法郎、卢布、里拉计价的黄金,100年来的价格涨了多少?这些货币大多经历过大规模的通胀,而以初始市值计价的黄金价格则不知道飙升了几万倍。那么,为什么我们只是用美元的价格来说明黄金的增值属性不高呢?或者说,我们又怎么能以马克的价格说明黄金的保值能力很强呢?

另外一个小例子则和美国股市有关,有一张图画出了美国股市1950年以后的走势,基本上呈现震荡-上涨-震荡-上涨-震荡的走势,最后一次震荡期位于2000年到2011年之间。于是,这张图就得出一个结论——从历史来看,未来十年会是上涨期。如果是这样的话,我们是不是可以根据20世纪50年左右的和平-战乱-和平-战乱-和平的全球政治格局,就推测出60、70年代必然会经历战乱呢?事实上,当古巴导弹危机发生的时候,大部分人都确实是这么相信的。

还记得在2010年初市场下跌了大概5%左右的时候,有一篇文章说,从A股过去将近20年的历史数据来看,没有一根年线是光头的。所以,现在买入,等市场涨回去再卖



截止到14日20点,共有2673人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	65.5%	1751
震荡	14.6%	390
下跌	19.9%	532

目前仓位状况 (加权平均仓位:71.4%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	53.0%	1416
75%左右	14.9%	399
50%左右	10.9%	292
25%左右	7.2%	193
空仓(0%)	14.0%	373

“PPI下穿CPI”确认通胀加速下行

根据历史统计,2000年之后,PPI同比数据曾有4次出现下穿CPI同比数据的情况,分别是2001年1月、2003年10月、2007年2月以及2008年11月。其中,2003年10月PPI低于CPI同比数据的情景仅持续了3个月,而2007年2月则出现了CPI与PPI双上的局面,均与今年10月份出现的PPI下穿CPI不具可比性。相较之下,2001年1月份与2008年11月份的历史数据更具有参考性。

具体来看,自2001年1月开始,PPI同比增幅低于CPI同比增幅的情形持续了21个月至2002年10月份;2008年11月开始,PPI同比增幅低于CPI同比增幅的局面持续了14个月。而在PPI下穿CPI之后,通胀情况均出现了较为明显的加速下行趋势。这种局面在今年10月份PPI下穿CPI后很可能再次上演,届时物价指数很可能呈现加速下行的趋势。值得注意的是,无论是2001年1月还是2008年11月之后,大盘均出现了一定程度的反弹,而本次上证综指于10月21日下探至2307点低位后也如期开始了一轮反弹,这其中固然存在一些巧合,但其中一个重要的原因在于,如果市场预期未来通胀会加速下行,那么在国内经济增速持续下行的背景下,宏观调控的重心将转向“保增长”。因此,无论是货币政策还是财政政策最终都会重回扩张方向,这也是股市出现阶段性反弹的核心逻辑。从这个角度来看,PPI下穿CPI事

掉,至少可以赚5%,比一年定存强。当时我也觉得这个说法挺有道理,可惜后来,2010年还真是A股历史上第一根光头阴线。

为什么这些投资策略都错了呢?仔细分析,会发现第一个例子没有选取足够的例子,第二个和第三个例子没有找到足够的数据。事实上,如果打算用历史统计概率说明点什么事情,最好找上百上千个数据,然后对未来的100次事件做出预测。这样的话,如果概率有60%,那你大概会有55个赢的或者45个输的、或者65个赢的和35个输的。而如果只对未来的1次事件作出预测的话,那么你不是赢就是输,60%的概率实在帮不上什么忙。

即使有足够的数据和样本,这些数据的处理也是一个够大的问题。打个比方,我们在看国际大宗商品的历史价格走势的时候,经常把连续合约价调出来,说某个商品在过去10年上长了多少多少。问题是,连续合约价所体现出来的涨幅,真的是持有这些合约、并在主力合约转移的时候转移合约所能得到的收益率吗?事实上,由于远期溢价的存在,真正持有这样一个连续合约的投资者,会在每年跑输基准连续合约价5%到10%,10年就是一个不小的数字。问题是因为什么人用连续主力合约的收益率连乘来做出真正持有收益率的拟合图呢?原因很简单,这样处理数据实在太麻烦了,甚至都快超出Excel的能力范围了。

其实,如果我们找不到投资的捷径,那么知道路上有哪些坑、让自己的资金活得长一点,就已经能够做得比大多数投资者好些了。在发现坑的问题上,维特根斯坦的分析哲学和语言学派的哲学思维能够提供一一个不错的训练范本:如果一个心理学家告诉维特根斯坦人性本善,维特根斯坦不会问“难道不是本恶吗”,而是会问:什么是人性?什么是本?什么是善?”我想,一般的心理学家,是没法回答这些问题的吧。

实上是确认通胀加速下行的信号。

“安全”≠“赚钱效应”

理论上,PPI出现加速下行,意味着上游与中游行业毛利率降低,这将进一步降低上市公司的业绩水平。与此同时,PPI的下降程度高于CPI,意味着下游行业在成本端的压力得到大幅减轻,未来毛利率水平将出现反弹。从基本面的角度来看,下游行业的业绩将逐渐企稳甚至反弹。因此,对价值投资者而言,在PPI下穿CPI阶段,投资下游行业往往是较为“安全”的选择。

不过,统计数据却给出了不尽相同的结论。根据wind资讯统计,2001年2月初(2月份公布1月份经济数据)至4月底,涨幅居前的申万一级行业分别是有色金属、交运设备和化工行业,其中,有色金属和化工行业属于典型的上游与中游行业。上述三个行业指数分别上涨了6.02%、3.60%和3.07%。而纺织服装、食品饮料、医药生物等典型的下游行业则表现不佳,分别下跌了2.68%、0.51%和0.40%。这似乎与基本面表现相背离,但其实不然。因为上述三个下游行业在2000年11月初到2001年1月底期间分别累计上涨了9.42%、9.06%和7.87%,阶段涨幅领先于其他行业,显然基本面改善的情况已被资本市场所提前反映。

将视野转移到2008年底,在2008年11月份PPI同比增速下穿CPI数据之后,2008年12月初到2009年2月底期间,累计涨幅居前的申万一级行业分别是有

震荡在所难免 行情值得期待

□华泰证券研究所 郭翔

大盘上周末回踩到60日线,本周一便迅速拉起,凸显了市场的短期强势。虽然2550点附近短期有一定的压力,震荡在所难免,形式也可能复杂化,但年底行情仍值得期待,市场存在不少投资机会。

强制分红政策提振

证监会强制分红的新政对A股市场将产生长期影响,有望改变当前存在的种种不合理现象,提升蓝筹股的市场形象,吸引更多的机构等长线资金进入股市,加强A股的整体吸引力。

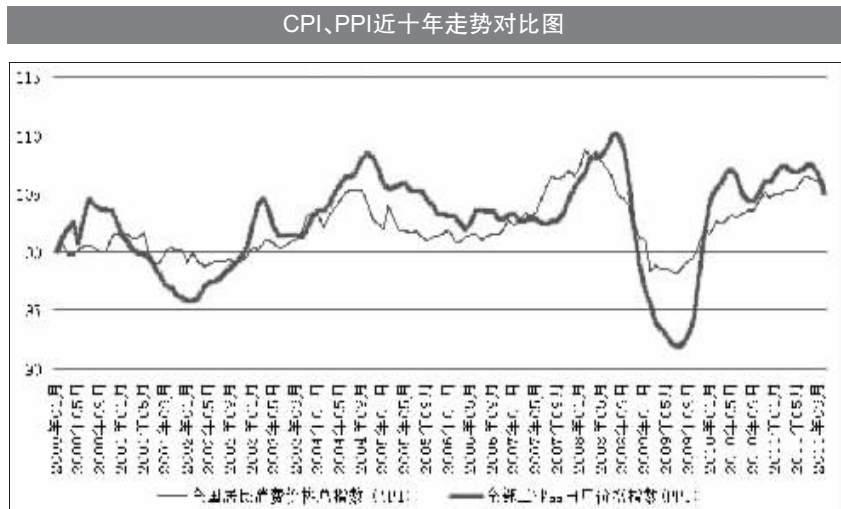
相关数据显示,从2008年至2010年三年间,A股实现现金分红的上市公司家数分别为856家、1006家和1321家,占同期上市公司总家数的比例分别为52%、55%和61%;现金分红金额分别为3423亿元、3890亿元和5006亿元;平均每股分红金额分别为0.08元、0.09元和0.13元;三项指标都呈缓慢上升的趋势。如果这种上升趋势能够得到强化,分红的比例能够进一步提

港股劲升 20000点压力仍存

□香港智信社

市场期待新总理蒙蒂能够带领意大利走出困境,上周五欧美股指大幅反弹;内地A股周一表现强势,沪综指重上2500点。在内外市场合力做多的背景下,港股昨日强劲反弹,昨日指数收复19500点,但市场交投谨慎,短线若挑战20000点大关仍存不小阻力。

恒生指数昨日最终收报19508.18点,涨幅达1.94%;大市交投持续低迷,仅成交542亿港元。中资股领涨大市,国企指数与红筹指数涨幅分别达到2.75%和2.54%。



有色金属、信息与电子行业;而医药生物、纺织服装、家用电器与食品饮料等下游行业分别累计上涨了26.75%、23.20%、22.17%和13.41%,并没有显著跑赢大盘。不过,同期典型的上游行业采掘业仅上涨了2.48%,涨幅远远落后于其他行业,显然,PPI加速下行对上游行业的利润侵蚀效应明显,而基本面的不佳直接抑制了其股价表现。中游行业中的化工与黑色金属行业也表现平平,同期分别上涨8.84%与8.98%。

下游行业或现分化

根据历史经验,当通胀下行趋势已被确认,上、中游物价下滑的幅度与速度都将更快,有利于下游企业的经营改

善。三季报数据显示,下游行业中盈利表现最好的是纺织服装。根据wind资讯统计,三季度纺织服装行业整体净利润同比增长率高达39.80%,食品饮料、家用电器、医药生物分别同比增长了39.66%、27.47%和19.42%;交运设备与电子行业业绩表现较为一般,交运设备净利润同比仅增长了8.46%,而电子行业更是同比下降了1.72%。股价表现上,8月初至10月底,食品饮料板块仅下跌了5.46%,在所有下游行业中最具防御性,纺织服装板块的累计跌幅也较小,期间下跌了8.97%;交运设备与电子行业板块则分别下跌14.57%与15.71%。

目前来看,10月份PPI下穿CPI后,未来通胀数据将加速下滑,而根据历史经

少发行股数,这也从侧面减轻了市场对IPO的恐惧感。

把握三大反弹线索

伴随政策微调,A股市场底部正在逐步构筑,积极因素也逐步增多。只要上证综指能在60日线这一多空分水岭上方运行,市场热点仍在扩散,就不必对行情悲观。后续如果出现货币信贷增速回升预期的验证、准备金率下调或其他政策性的做多因素累积等催化剂信号,那么市场的反弹具备再上一个台阶的动能。虽然2550点附近短期有一定压力,短线在此点位的震荡在所难免,形式也可能复杂化,但年底行情仍值得期待,市场中仍然存在不少投资机会。

首先,从年报盈利一致预期下调角度看,食品饮料、服装等行业风险较小,在CPI拐点形成后,可关注快销品公司龙头的表现;其次,顺应发展大消费的政策取向,从生活保健和娱乐角度精选行业,生物医药、通信服务和传媒软件等中线继续看好。另外,主题投资方向上还可关注农业以及政策利好带来的机会。

德意志银行发表报告称,中资地产发展商10月份的合约销售数据普遍稳健,20家在港上市公司10月份的合约销售额环比增长11%,同比增长6%。中资地产商平均已完成它们2011财年合约销售目标的83.6%,基本与2010年时的进展速度相当。

展望港股后市,短期内若要再度冲击20000点整数关仍有一定难度。一方面,内地政策放松的具体措施仍有待落实,在内地经济见底之前,预计A股难以出现趋势性的反转行情;另一方面,意大利新政府需要推动改革以平复投资者紧张情绪,但具体结果如何仍有很大不确定性,短线应密切关注意大利国债收益率的变化。

验,PPI同比增幅下滑程度将远大于CPI同比增幅,这意味着上游与部分中游行业将面临业绩加速下行的局面。在此背景下,除非外部经济环境出现较大变数,如美国推出QE3或中东区域形势再现动荡致使国际原油价格大幅攀升,上游的采掘行业 and 有色金属行业基本面恐难以支持其股价的持续上涨,因此前期累计跌幅较大的有色金属与采掘行业或存在交易性机会,但难现系统性机会。

下游行业中,对颇具防御色彩的食品饮料行业而言,由于其前期跌幅较小,整体行业估值水平并没有被明显低估,因此在市场反弹过程中或因股价缺乏弹性而无法跑赢大盘。不过,无论是食品饮料行业还是纺织服装行业,其基本面的优势至少能够封杀未来股价下行的空间,对价值投资者而言仍然是相对安全的选择。相较之下,医药生物或更具爆发力,但自10月21日反弹以来,医药生物板块已累计上涨了12.13%,短期或存在一定的调整需求,不过中期仍是下游行业中兼具基本面与政策扶持的最佳选择。

此外,可能产生业绩拐点的下游行业值得关注。交运设备与电子行业三季度业绩较二季度下滑明显,主要受高企的原材料价格影响。而在10月份信贷增速见底回升以及PPI加速下行的共同作用下,上述两个行业可能将在四季度提前迎来业绩拐点,加上前期超跌积攒了较强的反弹动能,投资者可予以关注。

政策想像力受制纠结基本面

□长江证券 邓二勇 李冒余

10月份经济数据显示,价格回落已得到确认,工业增加值增速也有所放缓,外需仍然疲软,经济小周期衰退得到了明显确认。当前政策仍旧停留在预期的改善上,如果没有出现准备金率下调或者信贷达到7000亿/月以上的规模,并不能定义为拐点性的政策放松。从这一点来看,短期市场或仍以震荡为主,基本面的纠结状态可能再度占据上风。

价格回落 生产减速 外需疲软

10月CPI同比增速大幅回落,反映价格压力有明显减弱的迹象;10月CPI环比0.1%,为近半年以来的最低值。短期来看,价格回落的趋势基本得到确认。通胀与增长是政策调控的两个目标,随着CPI同比增长水平降低,基于以调通胀为核心目标的紧缩政策将进入观望,甚至适度放松的时期。目前,关于年底信贷放松的预期日益增强。

对价格而言,最值得关注的是10月PPI下滑非常猛烈。从大类行业PPI的走势可以看出,采掘、加工、原材料类行业的PPI与上月相比均继续回落,其中,上游原材料类行业出厂品价格的回落最为明显,这主要是由中下游需求不足向上游的传导所致。

10月工业增加值同比回落符合预期。节能减排下的低基数令9月工业增加值同比增速超预期上行,进入10月后,“低基数”的影响明显减弱。剔除季节因素影响,10月0.9%的环比增速为年内较低水平,仅略高于7月的0.84%。可见,工业企业产出的增长动力弱化,整体经济仍处在减速阶段。

10月工业增加值同比回落更多是建立在当前需求不足基础上的主动降低产出行为。9月工业企业库存同比增速继续上涨,从工业增加值同比与工业库存同比相抵得到的销量指数来看,9月该指标仍然为负,并较上月继续下降。这表明当前需求增长慢于生产增长,反映了当前的需求状况并不乐观。

10月出口增速继续下滑,进口增速有所反弹。原因在于欧债危机影响下的欧元区经济需求仍然疲软,且新兴市场也存在下滑的端倪。未来出口仍有可能保持疲软,近期欧债危机难有彻底解决的方案,其影响可能持续存在;进口虽然增速强劲,但其波动性较强,可持续性存疑,顺差环比扩大则主因季节性因素。

市场或仍以震荡为主

出口、发电量、房地产投资的下降,以及库存高位的去库存压力都使得经济出现快速下行的概率增加。放松性的政策干扰虽然不会改变经济向下趋势,但是时间会进一步拉长,中期其实不利于市场。目前的政策仍旧集中在解决中期问题,“放松”言之尚早。与此同时,政策仍旧停留在预期的改善上,不足以支撑看多。市场反转必须要明确的货币信号,一是降低存款准备金率,二是每月信贷超过7000亿。

对于市场走势,我们认为,10月开始的反弹缘于政策预期的推动,与6月相比,确实出现了改善中期结构性问题的政策,如增值税、支持小微企业等,但些与传统意义上的政策放松差别很大,与短期行情的实质相关性较小。如果没有出现准备金率下调或者信贷达到7000亿/月以上的规模,并不能定义为拐点性的政策放松,不会促发参与性的反弹行情,只会延缓经济下滑的趋势,对中期非常不利。本周市场应以震荡为主,虽然仍存在政策想像空间,但伴随更多数据的出台,基本面的纠结状态可能再度占据上风。行业配置上,建议关注银行、重卡、低端零售。

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。