

三层阴霾渐散 估值修复之路未尽

民生证券研究所策略团队

3月份以来,股市维持震荡格局,月初至今涨幅仅1%。部分前期涨幅较好的行业短期获调整时机,TMT、军工、家电和商贸零售等消费板块估值进一步修复。

我们认为中期的估值修复行情将延续。2月份信贷虽然低于预期,但月末存款和贷款均出现明显改善,整个一季度仍有可能达到2.4万亿的贷款发放规模。3月份公开市场到期资金量明显增多,财政存款也将季节性投放,银行间紧张的流动性局面得到缓解。另外,3月份随着新一年度财政资金的投入、基建和保障房建设的开工,下游需求有望逐步改善,经济正处于“软着陆”过程中。悲观预期不断改善下,我们继续看好3月份的市场表现,估值修复行情将继续上演,2012年A股有望重复2009年的故事。

二月份数据喜忧参半 经济预期继续好转

通胀阴霾基本散去。2月CPI

同比上涨3.2%,比1月回落1.3个百分点,重新恢复自去年8月以来的回落趋势。这是自2010年10月CPI同比高于4%后,16个月首次低于4%,创20个月新低。

今年通胀压力小于2011年,主要原因是,翘尾因素仅1.2%,比2011年低1.4%;2011年粮食丰收,猪肉价格进入下跌周期,食品价格上涨压力减小;房价稳中趋降,居住价格同比将下跌;2011年货币调控滞后影响显现,基于以上诸方面的原因,前三季度CPI同比将保持回落趋势。

预测今年前三季度CPI同比回落趋势不变。预测3月到5月CPI同比稳定在3.4%,6月回落到3.1%。7月CPI同比将跌破3%,三季度CPI同比涨幅为2.7%,四季度为3.0%。全年3.2%,新涨价因素约2.0%,翘尾因素1.2%左右。

新增信贷不及预期,但并不逊色。1月人民币新增贷款7381亿元,为2008年以来1月新增信贷最低值,2月7107亿元,同样不及预期。2月底贷款余额同比增长15.2%,比1月底高0.2个百分点,虽处于2003年来的较低水平,但

高于2004年8月到2006年3月,也高于2008年3月到10月。

从2个月加总来看,前2个月人民币新增贷款1.45亿元,比2011年同期少1268亿元,而在2011年前2月新增信贷比2010年同期少5145亿元,2010年前2个月比2009年同期少5999亿元。

相比2005年前2个月新增信贷比2004年同期少857亿元,减少18.5%,2010年减少22.3%,2011年减少24.6%,今年前2个月只比去年同期减少8.0%,因此,今年前2个月新增信贷减少并不多。

货币政策进一步宽松 经济继续软着陆

今年上半年投资、消费和出口都还有小幅下行的空间,经济将继续消化2009年刺激政策,二季度最终实现“软着陆”。预测今年一季度GDP增长8.7%,二季度增长8.5%,三季度回升,但幅度不大,约8.7%,全年8.7%。

自去年10月起,货币政策就已经以稳健之名行宽松之实,去年四季度新增信贷1.79万亿元,创历年之最。今年1月受春节影

响,物价有所反弹,货币政策比较谨慎,新增信贷或低于预期,2月以来油价上涨,货币政策仍比较谨慎。2月CPI同比回落到3.2%,并且今年难以上涨到3.5%以上,使接下来货币政策进一步宽松的空间增加,货币政策将进一步宽松。

在2012物价、房价和出口三重阴霾中,通胀阴霾基本散去。在3月到6月房价和出口阴霾散去的过程中,经济将最终实现“软着陆”。

3月份资金面有望持续好转。公开市场操作方面,本周二央票继续停发。但央行进行了660亿元的正回购操作,到期资金量为390亿元,提前锁定了净回笼。但从整体情况来看,随着央行存款准备金率的下调和银行存款的增加,3月份以来,市场资金面持续好转,银行间同业拆放利率、债券回购利率和票据直贴利率均显著下行。在流动性好转的情况下,市场资金利率持续下行。shibor隔夜利率已经以稳健之名行宽松之实,创下了自去年5月份以来的低点,创历年之最。今年1月受春节影

响,物价有所反弹,货币政策比较谨慎,新增信贷或低于预期,2月以来油价上涨,货币政策仍比较谨慎。2月CPI同比回落到3.2%,并且今年难以上涨到3.5%以上,使接下来货币政策进一步宽松的空间增加,货币政策将进一步宽松。

在2012物价、房价和出口三重阴霾中,通胀阴霾基本散去。在3月到6月房价和出口阴霾散去的过程中,经济将最终实现“软着陆”。

3月份资金面有望持续好转。公开市场操作方面,本周二央票继续停发。但央行进行了660亿元的正回购操作,到期资金量为390亿元,提前锁定了净回笼。但从整体情况来看,随着央行存款准备金率的下调和银行存款的增加,3月份以来,市场资金面持续好转,银行间同业拆放利率、债券回购利率和票据直贴利率均显著下行。在流动性好转的情况下,市场资金利率持续下行。shibor隔夜利率已经以稳健之名行宽松之实,创下了自去年5月份以来的低点,创历年之最。今年1月受春节影

策略汇

高华证券:政策支持依然存在

政策微调将继续提供支撑。自2008年末以来,A股市场存在明显的三个上行/下行子周期,它们与国内政策的放松/紧缩周期以及发达经济体的几轮货币政策放松一致。去年底以来,中国的政策微调与发达市场新一轮货币政策放松标志着第三个子周期的开始,这显著降低了市场对增长的担心,增强了我们对市场积极看法的信心,尤其是对短期内市场的表现。我们重申沪深300指数年中/全年的目标点位为2950/3200点,分别对应10%/19%的进一步上行空间。

盈利风险下降,流动性逐渐改善。鉴于目前政策持续放松,我们对沪深300指数2011/2012年

自上而下的17.4%/10.1%的盈利增长预测更有信心,基于自上市以来的模型我们预测2013年盈利增长为16.6%。随着通胀率继续回落,我们预计政策将更为宽松,流动性也应继续逐渐改善,尽管发达经济体新一轮的放松可能会增加中国中期内的通胀压力。

行业配置策略:小幅上调贝塔值。我们将保险板块上调至高配并将医疗保健板块下调至中性,从而我们行业配置的贝塔值有所上升。总体而言,我们看好内需周期性股(煤炭、券商和保险)和消费周期性股(汽车、家电、零售等)的组合,并将继续低配防御性行业(电信/公共事业)和部分基本面仍然疲弱的周期性行业(钢铁、化工)。

东北证券:估值修复中成长续活跃

上周受行业景气度改善、外延式扩张和主题驱动下的个股表现突出,成长逻辑再度升温。在下调经济数据目标,且1-2月实际经济数据也较为低迷的情况下,在资金价格回落、股市环境改善的背景下,指数震荡、权重搭台、个股活跃、成长表现的市场运作风格再度演绎。物价、工业产出以及货币数据,显示经济回落的态势较为明显;保障房等项目的落实,是投资增速在新开工面积增速显著回落的情况下依然相对平稳的原因;消费增速也在回落,除了通信器材等少数消费保持较高增长外。

CPI的回落、M2的回升,超额货币的存在,资金价格的回落,流动性仍处于改善中。货币增速及保障房等项目投资也在逐步展开,这也是市场所期待的。债务危机缓和、未来更需观测希腊等债务国经济重整的进程,增长是解决危机的最终出路。金砖四国中印度、巴西上周分别下调准备金

率和降息来释放流动性。全球释放流动性的趋势依然成立,且在延续之中。

市场运行在对经济回落超预期的担忧以及对政策改善的期待之中。在流动性改善和政府目标GDP下调、经济回落的影响下,仍处于历史低估值水平的股市在制度面逐步改善情况下还将保持活跃度、市场依然处于估值修复的过程中,只是权重股缺乏更多的催化剂。市场整体依然处于向上修复行情之中,但回升的空间有限;市场有望更多以指数平稳、权重搭台、个股活跃、成长抢眼的情况来演绎。本周上证指数有望运行在2400-2500之间;操作上,以逢低吸纳,2450点上方仓位重的投资者阶段性减仓的思路来应对;保持对券商、地产、汽车等流动性敏感且预期有所改善板块关注的同时,增加对铁路基建、电气设备、水利等基建的关注;并对未来三年业绩预期依然能够保持30%以上且估值合理的成长股加大关注度。

喧嚣殆尽 反弹或已接近尾声

市场逻辑或重归对经济基本面下行的担忧

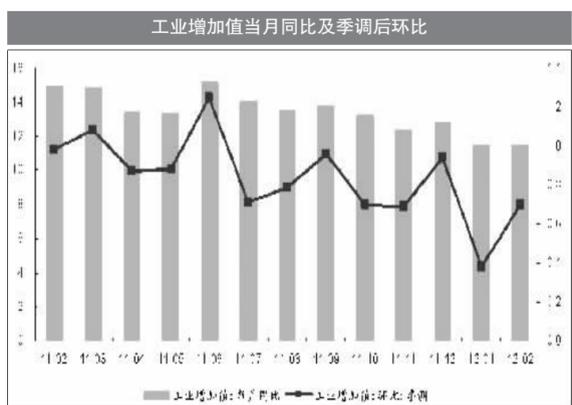
长江证券策略研究小组

市场在经历一、二月份流动性与经济预期改善下的上涨之后,投资者的谨慎情绪开始逐步累加。在经济数据公布的空白期,一切乐观因素都被放大,而一切悲观因素都被缩小了。如地方与中央政府博弈房地产政策放松中对政策转向的奢望、由微弱增长的制造业PMI预判经济见底等,这些因素在一定程度上助长了反弹持续的时间。

经济证伪逐步得到验证

随着进入3月后经济数据的陆续公布,经济下行的趋势将得到数据上的验证,而12月以来认为经济短周期见底的判断将得到证伪。月初公布的PMI虽较上月微弱上涨0.5,但是核心指数新订单微弱上涨且受海外订单回升预期影响较大,原材料库存下降表明企业家开工并不积极,产成品库存上涨表明当前需求较弱。

上周公布了国内1-2月份的经济数据,工业增加值为11.4%,较12月的12.8%大幅下降1.4%。数据回落验证了我们对于经济“年初以来的短周期经济回升已经终止,经济重新回归到衰退通道中”的判断。对于当前经济的运行,一方面,目前难以看到政策面的大规模放松,加上地方政府存在偿债压力,所以地方政府、国有企业

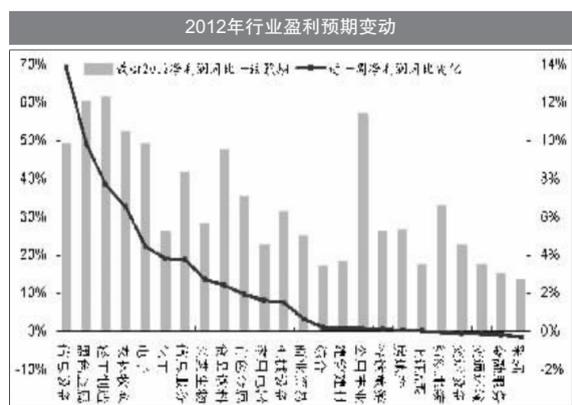


一些大项目的推进动力不足。这导致我们从微观企业层面的调研中可以直接看到一季度开工较为滞后。另一方面,银行存贷比升至2005年下半年以来的最高水平,这对银行放贷的负面影响明显。可从1、2月份低于预期的新增信贷中得到数据验证。信贷领先于经济,在看到信贷出现超预期积极变化之前,经济难有超预期的表现。

在分析经济变化的三个体系中,月初公布的领先指标PMI已经实现了“证伪经济的第一步”。上周公布的同步指标工业增加值同比回落为“证伪经济的第二步”。接下来,对经济周期具有后验性的工业库存指标值得关注。在中期潜在经济增速回落的背景之

下,结合当前的政策调控意图与经济内生动力恢复状况,需求弱势持续的时间将被延长。因此,我们判断工业库存将继续缓慢回落,与当前经济的缓慢调整相一致。

价格方面,春节效应结束,居民消费价格指数CPI大幅回落;而在国际大宗商品价格上涨向国内传导的影响下,工业企业生产者出厂价格指数PPI回落幅度收窄。输入性通胀压力再起在一定程度上将制约国内政策的放松。因为如果政策进行了大规模的放松,必然会导致价格的上涨。来自国际价格形势的变化降低了我们对于经济缓慢减速、见底时间延后这一判断的风险。



三月份反弹或将止步

正值年报披露期,从2011年各行业盈利兑现情况来看,多数行业的净利润同比出现了下调,以信息设备、电子、农林牧渔、机械设备降幅最大,盈利下调行业在年报披露期的风险较大。近期行业2011年净利润同比一致预期上调的行业出现业绩超预期的可能性较高,包括公用事业、商业贸易。

2012年行业的盈利预期变化更多地反映了未来净利润同比的变化。近一周对2012年净利润同比增速上调较多的行业包括信息设备、黑色金属、轻工制造、农林牧渔、电子、化工、信息服务。可以发现,其中信息设备、农林牧渔、电子均为2011年盈利一致预期下

调比较大的行业。2011年与2012年盈利预期变动的差异反映了这些行业虽然过去一年的盈利状况可能低于预期,但在2012年仍然较受追捧。2012年盈利下调的行业较少,且下调幅度不大,仅有采掘、金融服务、交通运输、交运设备净利润同比出现微弱下调。这在一定程度上反映了年初大家对未来一年的净利润状况还是相对乐观的。

综合上述因素,我们认为三月份市场反弹或将止步,影响投资者预期的因素将“返璞归真”,回归到对经济基本面上变化的关注。因此,操作上宜保持谨慎,在市场反复中可选择降低仓位,行业配置上向价值和均衡过度,关注银行、医药、食品饮料行业的表现。

强势震荡格局或将延续

国泰君安 陈建华

沪深两市自上周以来开始进入震荡行情,沪深指数上行幅度明显放缓。同期市场中发生了两个重要事件:一是3月5日的两会政府工作报告将2012年国内宏观经济增长预期目标定为7.5%,这是自2004年以来管理层首次将该目标调低至8%下方;二是自3月9日后各部门陆续发布了多项宏观数据,其中2月份CPI同比上涨3.2%,1-2月份规模以上工业增加值同比增长11.4%;而2月份M2、M1分别增长13.0%和4.3%,人民币新增贷款量则为7107亿元。

以上各种数据在很大程度上让市场对未来A股所处的宏观环境有了一个更为清晰的认识,而两市指数因此出现相应的调整适应也顺理成章。首先从实体经济的角度看,虽然7.5%的预期目标从最终的落实结果看更多将是个下限标准,在具体操作过程中往往向上的空间更大,但该指标的下调却有着

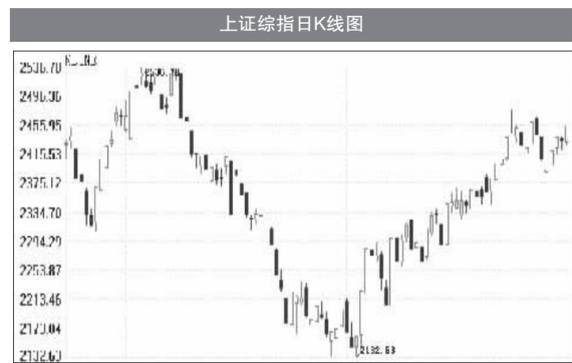
深刻的意义。一方面其更明确地表明了管理层在推动国内经济发展方式转变上的决心,并以此为契机降低了以往靠投资、出口拉动经济增长模式转型时的高增长压力;另一方面,这也使得市场对管理层的政策取向上面临预期重塑的情况。为推动发展方式转型而提高对经济增速放缓的容忍度将进一步延缓当前实体经济回升的时间进程,1-2月份工业增加值增速数据以及固定资产投资数据在一定程度上验证了当前国内实体经济层面的这种趋势,其将导致前期市场对经济周期复苏的乐观预期面临考验。从这个角度看,当前实体经济层面显示出的信息将不利于指数运行。

其次从市场流动性发展的趋势看,事实上从前期资金利率连续回落的局面分析,货币层面将得到持续改善,而2月份M1、M2增速的见底回升也印证了我们的这种论断。虽然1、2月份的人民币新增贷款连续两个月低于预期,但在资金利率回落的背景下,这种局面的出现更多是源于经济增

速放缓导致的企业需求不足,而非源于资金紧张导致银行惜贷。也就是说,从资金的角度看,在政策调整、需求放缓的背景下未来市场流动性的持续改善将依然是大概率事件,且2月份CPI的显著回落也为当前国内货币层面的改善创造了条件。若以此为出发点的话,那么后期A股沪深两市将面临流动性持续改善这一有利因素的支持。

在此背景下,近期沪深两市也进行积极调整以适应未来宏观环境的发展趋势。就市场整体而言,在基本面拐点迟迟难以出现的利空,与流动性趋势性改善的利好同时存在的情况下,两市指数更多将以持续整理的方式来应对;从各板块的具体表现来看,当前两市大概率表现为与实体经济密切相关的周期权重板块回归低迷,而受益于政策的部分行业以及题材类、成长类个股表现活跃,典型的代表便是中小板、创业板指数在经过上周的调整后率先创出反弹新高。

对于后期A股运行趋势,在



没有更多因素出现打破目前市场的这种局面之前,未来一段时间内沪深指数或将继续维持震荡格局,即两市整体将更多地表现为反复震荡整理的局面。而当前A股确定性的流动性改善以及实体经济并未超预期下滑的市场环境特点,也决定了未来两市的震荡将呈现偏强势的特征。在具体投资标的的选择上,经过前期周期复苏预期下的上涨后,当前大部分强周期板块已完成了估

值修复行情,未来一段时间内此类行业的投资机会可能相对有限,投资者可关注其估值再度回落后的反弹机会,如地产、煤炭、有色、交运设备等行业个股。除此之外,未来市场的机会可能更多地集中在估值具备较大提升空间的板块个股上,而此类板块的一个共同特征便是符合未来经济转型发展趋势,具体包括消费、政策改革受益以及七大战略新兴产业等。



截止到13日20点,共有2281人参加

今日走势判断表

目前仓位状况(加权平均仓位:72.2%)表

常用技术分析指标数值表(2012年3月13日) 宏源证券北京金融大街(太平桥大街)营业部提供

技术指标表

技术指标表