

# 激辩“熊去牛来” 外资激进内资谨慎

“春季行情”成共识

□本报记者 李波



本报资料图片  
合成/王力

时值年底,机构2013年A股年度策略的披露已拉开大幕。从已发布的机构年度策略报告看,以瑞银为首的外资券商高调宣布2013年熊市将终结;相比之下,中资券商则较为谨慎,认为经济L型企稳将制约反弹高度。不过,有分歧也有共识。内外资机构对于“春季行情”的判断达到空前一致,配置上也纷纷提出因时制宜的“阶段论”,并且对改革主线牵出的投资机会均予以高度关注。

## 把脉2013: 外资高调“屠熊” 中资谨慎摇摆

从已发布的策略报告看,中资和外资券商对于2013年整体市场走势的判断呈现明显分化。外资券商激进乐观,明确提出熊市终结,中期券商则相对谨慎,“震荡”仍是高频字眼。

瑞银证券在A股年度策略中明确提出,2013年A股将结束长达3年的熊市,预计A股市场2013年回报率将达20%左右,预计企业盈利将增长9%、动态市盈率将反弹至9-10倍。瑞银证券认为,A股熊市即将终结的理由有四:一是估值已经企稳,二是风险溢价触顶,三是经济温和复苏推动企业盈利实现正增长,四是资本市场改革将提供支持。同为外资券商的高华证券也乐观预计,2013年中国GDP增长8.1%,在宏观经济温和复苏的背景下,市场存在25%的上行空间,市盈率将从当前的9.2倍

升至10.6倍。相比之下,中资券商对于2013年A股走势的判断则偏向谨慎,其逻辑主要在于流动性、基本面、政策等困扰市场的因素依然存在。

国泰君安认为,在外汇占款、银行信贷增长缓慢的背景下,7.5%的经济增长中债券的壮大间接牺牲了A股的流动性,造成2012年股市的低迷,而这个包袱在2013年仍然存在。招商证券指出,基于L型经济复苏背景,市场整体仍呈箱体震荡格局。申银万国也认为,中长期经济仍有下降空间,去产能还未真正开始,盈利拐点比经济拐点来得更晚,未来两个月股市仍有下行风险,春季行情可期,但4-10月将再度迎来一段难熬的时光。国金证券则更为悲观,认为盈利反弹有限制约了市

场的上行空间,而经济政策不及预期使得市场存在下行风险,短期经济回稳和对制度变革的朦胧期望令市场存在向上修复的机会,但随着后续经济 and 政策风险的暴露,市场将会寻找新低支撑。

实际上,这种外资机构高调唱多、中资券商态度谨慎的现象向来是A股市场研究的特色之一。不过,此番外资和中资券商对于2013年整体走势并非极端对立的“牛熊”交锋。招商证券、申银万国等国内券商明确提出2013年步入熊市末期甚至“熊牛之界”,而瑞银证券也提出了盈利增速下滑、表外流动性受压、热钱流出以及政策不确定性等阻碍牛市行情的因素。这种分歧与共识的交织也充分透露出明年市场运行的复杂性。

## 运行节奏: 两大因素共振“春季躁动”成共识

尽管券商对2013年运行区间以及回报率的判断不尽相同,但在市场运行节奏上却出现惊人趋同,“春季行情”几乎出现在了每一篇年度策略中。整体来看,券商对于“春季躁动”的共识主要缘于基本面和季节性两重原因。

首先,基本面在明年上半年的回暖有助于市场走强。国泰君安指出,2012年四季度去库存引致的经济回落有望接近尾声,盈利的同比增速将在2013年逐季提升,而在库存尚处低位之时,经济恢复与可能的资金成本再度上移之间存在间隔,这就决定了2013年初市场存在机会。国泰君安同时指出,此次机会属于短周期反弹,并非中周期反转,

反弹结束的标志是经济有所回升而资金弱平衡局面再度被打破,时间点可能是在2013年下半年。招商证券也认为,库存去化周期已到尾声,实体经济量价齐跌阶段正在过去,企业毛利率和收入增速出现了小幅回升的迹象,工业企业盈利增速10月份开始转正,预计明年上半年市场将出现一轮反弹,在盈利复苏得以反应后下半年再步入调整。

其次,A股的流动性、风险偏好以及投资者情绪也都具备自身独特的季节性特征。广发证券指出,A股存在独特的“2月效应”,即所有月份中2月涨幅最高,上涨概率最大,收益率波动最小,且2000年以来A股只有在2001和2008年2

月出现下跌;同时,A股的春季效应同样明显,在所有季度中,一季度的涨幅和上涨概率都是最高的。究其原因,一是年内PMI高点出现在4月和9月的旺季,A股提前作出反应;二是年初流动性充裕;三是年初投资者风险偏好较高。因此,2013年的春季行情值得期待、年初博弈行情值得期待。申银万国也认为,年初由于经济政策不明晰、国内外资金跨年布局、货币宽松和风险偏好较高,因此市场会有“躁动”。

由此可见,明年市场呈现倒V型或N型走势的概率较大,春季行情值得参与,而鉴于当前时值年底,投资者可趁势提前布局,备战春播。

## 配置主线: 踏准波段节拍 关注改革红利

就具体配置来看,中资和外资券商均强调了“阶段性配置”,即根据市场的不同波段和情景配置不同品种。这其中,“改革红利”成为券商2013年度最重要的配置主线。

整体来看,“前配周期、后选主题”成为多家券商的配置战术。比如,国金证券建议从目前至明年一季度侧重配置周期股,原因在于周期股的估值安全,且具备经济季节性波动带来的机会,在防守端和进攻端都具比较优势。而鉴于市场的学习效应,周期品表现会较2012年有所提前,投资者应注意适度提前布局。高华证券也提出,2013年上半年股市前景相对更乐观,基本面优秀的周期性股票表现可能超出预期;下半年,随着三中全会的临近,关注重点逐步转向潜在改革受益者。广发证券则指出,基于ROE处于回升趋势中,对周期

敏感度高且PB较低的行业表现更好,因此建议在年初博弈和下半年的右侧机会中关注地产、汽车、建材、煤炭等周期股;主题投资则建议挖掘转型中的“结构红利”,如轨道交通、农机、医疗设备和金改受益的券商。

申银万国则更为细化地将配置分为了三个阶段:未来两个月市场仍有下行风险,中小盘股票的风险更大,应保持低仓位,配置地产。春季躁动阶段可沿两主线配置主题投资,一是新型城镇化相关的农民消费变革、能源变局、绿色环保和智慧城市;二是美国市场强势品种在A股的映射。3-4月会同时面临失业上升、投资下滑和房地产小旺季,届时调控政策将成为关键,如放松地产调控,则中游投资品将迎来反弹机会,但之后通胀约束出现,宜配置抵御通胀的农产品、零售和租赁物业;如继续紧

缩房地产,则市场走势和2011、2012年类似,控制仓位是第一要务。

值得一提的是,改革红利成为各大券商2013年的重点配置主线。其中,华泰证券2013主题投资策略报告对政策主线进行了详细梳理,指出后续主题机会将主要围绕两条主线:一是新型城镇化、资源价格改革等自上而下的改革带来的投资机会;二是事件驱动类投资机会,如股权质押、股东增持、并购重组等带来的投资机会。其中,新型城镇化带来的投资主线有两条:一是“绿色+集约+智能”的城市化发展,看好节能环保、绿色照明、智慧城市、城市污水固废处理及城市轨道交通;二是农民转化为市民带来的消费结构的改变,对定位于中低端消费及三四线城市的服装、汽车、家具、文化娱乐、零售商贸、医疗保健、消费电子等个股构成利好。

宏观经济利好政策的出台有了期待。不过,金鹰基金同时也指出,市场反弹的原因更多是技术上的超跌反弹,是连日探底后所积聚的做多热情的迸发。对于后市走向,金鹰基金表示还有待观察,现在判断反转还是反弹,还为时尚早,需要对宏观面、资金面等进行进一步观察后才能作出判断,操作上可进行试探性小幅加仓。

事实上,昨日多家基金已或多或少进行了加仓。根据以往经验,每年春季

## 消费VS周期 分歧仍存 策略不一

□本报记者 曹阳

近期,周期板块大有卷土重来之势,地产、建筑建材轮番逞强,显示资金对于明年加大投资以稳定增长的预期较为浓厚。相较之下,11月下旬以来,消费股补跌态势明显,先是白酒股遭遇塑化剂“黑天鹅”,医药股紧随其后出现调整,昨日餐饮旅游板块更跌幅居前。有分析指出,近期消费板块的急挫更多源于资金的调仓行为,主要因为部分机构认为消费板块存在一定的后周期特征,对消费股未来走势形成了一定的压制。也有机构认为,中长期来看,消费股的投资价值仍然较为明显,而周期股则更多存在交易性机会。

### 短期周期股将延续强势格局

有分析指出,近期周期板块的强势格局或缘于三方面因素:一是此前的持续下跌已将周期股的估值泡沫基本排尽,周期股进一步下行的空间较小;二是宏观经济在四季度出现企稳反弹的概率较大,这将从基本上支持周期板块的反弹;三是新型城镇化预期催化了周期股的投资机会。

市场预期较低的周期性价值股经历了两年左右的经济下行洗礼,在经济短周期企稳预期加强之际,会表现出较好的防御特性和超额收益特性。”中信建投证券首席策略分析师周金涛较为看好近一阶段周期板块的表现。

光大证券同样更看好周期类板块。光大证券认为,周期板块今年基本面经过了惨烈的调整,对需求企稳、补库存的弹性最大,并且市场位置也最低。

国泰君安证券相对看好周期板块在2013年上半年的表现。“至少上半年我们处于短周期经济企稳和通胀回升的过程中,按照我们的行业比较框架,这个时候表现好的应该是对投资敏感的中周期投资品和通胀敏感的行业。”从机构对周期板块的分析可知,至少在年底之前甚至到2013年上半年,周期板块在A股中取得相对收益的可能性较大。

### 消费股或短空长多

熊市后期的强势股补跌以及消费行业的后周期特征致使消费股近期持续下跌,食品饮料、医药生物和餐饮旅游板块轮番下跌。有分析指出,机构资金的调仓换股或是近期消费股大幅下挫的主要原因,其背后的原因在于机构对消费板块近期表现相对看空。

“虽然内需消费是本轮经济结构再平衡的重要指向,但消费行业在后周期属性,将使之在经济波动中较周期行业面临更大的风险。”上海证券分析师屠骏对近期消费股表现并不乐观。

周金涛也认为,消费股正经历后周期下行的考验,在基本面情况出现下行的同时,市场的估值定位基础发生了动摇,依然存在调整压力。

不过,也有观点认为,中长期来看,消费板块并非到了盛极而衰的地步,近期消费板块的轮番下跌也为投资者提供了一个低位建仓的时机,曾经高高在上的白马消费股也终于低下了高昂的头,对投资者而言,这并非是件坏事。国泰君安指出,在CPI-PPI剪刀差缩窄过程中,周期股持续性不如消费股。CPI-PPI剪刀差扩大和经济过热时期周期股表现最好,2012年剪刀差不断扩大,但是需求的下滑抑制了毛利率的改善。而2013年我国经济面临企稳和剪刀差缩窄的状态,周期股仍然只有交易性机会,持续性或不如业绩出现改善的消费类行业。

申银万国亦持类似的观点,他们认为,由于2013年宏观经济逐步进入“L”型波动的平稳段,难现明显复苏,而劳动报酬占比提升,收入分配制度改革决定消费扩张为必然趋势。申银万国相对看好医药股在2013年的表现。

都会有一波行情,有基金分析师预测在今年剩下不到一个月的时间内,基金或会逢低逐步加仓。

### 基建股成加仓首选

广州某基金经理认为,随着A股超跌反弹以及政策逐步明朗,明年上半年股市或能迎来反弹,基本面较好的周期股则会成为反弹的主力军。

虽然经济企稳,但中国经济增长速度长期处于下滑状态也是市场共识。有基金认为,未来股市若上涨也难以出现系统性机会,在投资策略上将继续捕捉

结构性行情。三季度社保基金并没有买入经济周期性较强的钢铁与有色金属等板块,而是以买入机械、建筑等板块来博取经济短暂的回调,用结构性的机会来获得超额收益。

大成基金认为,未来股市仍将维持当前结构性分化的格局,在经济下滑的背景下,中小市值公司业绩存在不达预期的风险。下一阶段仍应回避市盈率较高、市值较小的股票。阶段性将配置的重心向业绩确定的超低估值蓝筹股转移,值得关注的行业包括有色、煤炭、水泥、机械以及房产、医药等。

## 着眼来年 基金试探性小幅加仓

□本报实习记者 常仙鹤

周三的绝地反击之后,股指并未一鼓作气上冲,周四市场反而先行震荡调整。一些基金经理认为,政策红利令股市出现超跌反弹,加之产业资本频频增持,都对市场构成利好。有基金认为后市还有待观察,操作上可试探性小幅加仓。

### 试探性小幅加仓

广州某基金投研部认为,10-11月

的经济数据持续小幅改善,市场估值已至低位,上证综指和沪深300明年估值分别为8.1倍、8.5倍。经过前期大幅下跌,市场不确定性得到一定程度的反应,市场情绪开始有所转多。

一位不愿透露姓名的基金经理指出,近期产业资本频频增持将对大盘走出估值底部起到助推作用。临近年底,部分低估值股票出现产业资本增持的情况,而且净增持规模越来越大,部分低估值股票在股东或高管增持后股价有一定的提振。某

基金人士认为,净增持现象的出现和增持公告数量集中增加,这些现象的发生是产业资本增持潮的显著标志,这种大规模、一致性的增持行为,对大盘走出估值底部会有一个明显的推动作用。

金鹰基金表示,中央政治局会议决定调明年经济取向积极乐观,PMI数据重回荣枯线之上显示经济基本面可能开始回暖,大股东、产业资本等大量增持回购上市公司股份等,都对市场构成利好。中央经济工作会议即将召开,也让市场对