

# 市场热点不断 三月小阳春可期

本周股指上蹿下跳，市场多空分歧加剧。行情反弹基石是否仍在？3月股指能否迎来小阳春？2013年一季报面纱揭开，一季报行情已经暗流涌动，哪些板块值得期待？本期圆桌邀请海通证券策略分析师荀玉根、东海证券研究所副所长鲍庆以及德邦证券研究所张海东三位嘉宾，共同展开讨论。

## 反弹还看盈利复苏

**中国证券报：**本轮反弹至今，大家关心行情反弹的基石是否还存在？

**荀玉根：**本轮行情启动的根本原因首先是A股在资产比价中占优。一是在国际风险资产比价中占优。海外股指大多从2012年6月开始上涨，至今涨幅不菲。二是政策约束使国内金融资本配置转向A股。2012年11月以来，管理层连续发文规范地方政府融资平台，使信托、集合理财渠道受限，股市、信用债券成为市场新选择。三是银行股领涨验证A股受益于资产再配置。这波行情靠银行领涨，估值低、股息高使其更易受到国际资本和国内金融资本资产再配置的青睐。

其次是盈利预期好转。从宏观面看，工业增加值（量）和PPI（价）双双回升，预示企业盈利逐渐筑底回升，而微观层面也观察到盈利改善的信号，特别是在上游价格保持平稳、终端需求逐步改善的情况下，毛利率改善十分明显。第三就是早周期板块提前大盘见底验证盈利预期改善。地产、汽车上市公司净利同比2012年2季度就已经回升，板块指数去年8-9月就提前大盘见底。

**中国证券报：**外国尤其是美国市场经济复苏情况如何？

**张海东：**美国经济一季度疲弱不影响全年复苏势头。美国去年四季度经济增长-0.1%，春节期间，美国经济表现较好，1月份通胀处于低位，房地产市场继续改善，制造业进一步好转，消费者信心持续增长。预计2013年一季度继续维持在1.5%的疲弱水平。造成疲弱的主要原因是2013年的增税，债务上限和自动减赤的问题，拖累美国一季度经济增长疲弱。预计2013年3月以后，债务上限和自

动减赤的负面因素将消除，之后美国经济将率先进入增长期。我们认为今年美国不会退出QE，预计2013年通胀压力加大，加上经济复苏，预计全球通胀将呈上升趋势，压力主要在下半年。

**中国证券报：**两会的召开是否意味着经济目标以及政策的落实？

**鲍庆：**2月宏观数据将于3月9日前后发布，预计数据将显示实体经济活动继续复苏，信贷扩张步伐可能已经见顶，而春节因素在推高CPI的同时拉低进出口增速。我们预计政府将把2013年GDP增长目标设定为7.5%、通胀目标设定为3.5%，并遵循一个中性的货币及财政政策基调。

**张海东：**目前国内经济维持弱复苏。此轮经济自去年四季度以来的回升主要是补库存推动，目前上游企业正在加速累积库存，但受到销售困难和产能过剩影响下游仍在去库存。总体经济复苏进程仍在持续，但力度较弱，维持经济弱复苏判断。

**中国证券报：**通胀是否值得担忧？

**张海东：**通胀上半年不足虑，下半年才有压力。1月CPI同比涨2.0%，相比上月大幅回落，受春节错位影响，1月物价偏低。食品和非食品价格环比上涨2.8%和0.1%，高于历史上春节在2月的均值2.3%，今年1月食品价格环比涨幅略高于季节性水平，尤其是猪肉、蔬菜和粮食价格均高于往年。预计2月CPI同样受春节错位影响呈现偏高，预计将达到3%左右。综合分析，我们预计2013年通胀将呈温和格局，全年物价涨幅前低后高，全年涨幅预计为2.8%，三季度以后有望超过3%以上。维持股市总体向上大方向不变的判断。

## 资金面维持充裕局面

**中国证券报：**流动性充裕有望提升估值水平，这对未来市场是否还是决定性因素？

**鲍庆：**央行巨额净回笼引发市场对流动性能否继续宽松的担忧。节前市场的大幅反弹一定程度上受益于市场资金面的超预期宽松，海外资金的大幅流入和央行的持续放水为A股的反弹营造了良好的流动性氛围。但节后资金面并没有延续继续宽松的状态，央行在上周二和周四两次进行了正回购操作，上周净回笼资金约9100亿元。由此看到，在通胀风险上升的情况下，央行并不希望过多地进行货币投放，而是依然维持稳健的货币政策，把资金面维持在一个适度宽松的水平，而不是全面宽松。

我们认为产业资本和个人投资者两个投资主体的行为将对大盘走向产生重要影响，建议投资者密切关注产业资本和个人投资者的操作动向。数据显示，节前最后一周产业资本净减持了34亿元，而上周净减持了10.47亿元。此前我们也曾反复强调此轮反弹个人投资者的参与热情并不高，从银证转账数据来看，个人投资者流入股市的资金量也较小，节前一周甚至出现了高达234亿元的净流出。未来大盘能否继续向上攀升需要观察产业资本减持力度是否加大，以及个人投资者能否在短期调整中将资金配置到股市中。目前尚未看到向好迹象。

**张海东：**1月M1和M2同比增速分别为15.3%和15.9%，相比上月增加8.8和2.1个百分点，信贷规模10700亿元，信贷增速15.4%，相比上月增加0.4个百分点。春节错位因素导致的基数过低将大幅推升M1增速，2012年1月，企业在春节期间将大量活期存款转为7天通知存

## 中证之声

# 地产调控需细化财税手段

□本报记者 张泰欣

3月1日，国务院办公厅发布继续做好地产调控的有关通知，从具体内容看，此次调控是对2月20日调控新政的细化：加大限购力度和范围、采取差别化措施、禁止信托融资等成为亮点。

虽然整体而言，此次调控在措施内容上并未超出市场预期，但是从操作力度和中央的决心看，调控有可能再次对地产市场走向和股市形成长期压制。分析人士认为，严格行政调控还将是未来地产调控的主线，但如何细化财税手段，通过税收等市场因素来疏导地产调控难题，需要多方面加强研究。

本周地产股走势波澜起伏。受2月20日新国五条因素的影响，本周前三天地产指数继续下滑，而周四一改颓势，申万地产指数累计涨幅超过2%，成为拉动大盘反攻的一大主力。近期地产股受政策影响非常大。

分析人士认为，接下来，各级政府将根据市场的不同，差别化地进行地产调控，严”字当头无疑是调控的主思路，但具体的执行和程度还需要进一步观察。虽然行政手段能够在较短时间内起到一定的功效，但要实现地产调控的长期效果，单有行政调控远远不够，细化房产税、营业税、赠予税、遗产税、高端价格税等多种税种，利用税收的内在稳定器作用，方可实现地产市场的常态化运行。

2月20日，房地产新调控措施出台以来，申万地产指数连续走出4根阴线，虽然2月28日的大盘反弹使得地产指数再度站上20日均线，但市场预期地产股调整并未就此结束。市场走势变化是检验政府政



款 属于M2口径，而不属于M1口径），导致M1余额环比下降1.98万亿元。同时1月外汇占款有加速流入趋势，预计2月依然保持较高水平，这种趋势使得整体资金面继续维持充裕局面，有望提升市场整体估值。

## 市场热点不断出现

**中国证券报：**3月有哪些政策变化值得重视？投资者可以关注哪些领域？

**张海东：**经济回升低于预期，加上房地产政策收紧，拖累大盘快速调整，我们认为经济弱复苏格局不改，通胀处于低位温和上升，政策维持保增长和对通胀的容忍，股市向上方向不改，三月小阳春行情依然值得期待。重点看好房地产、汽

车、家具和水泥。

**荀玉根：**我们认为单纯的估值修复行情已结束，后续提升靠盈利改善和资金入场。历史上单纯估值修复行情涨幅约15%~30%，本轮涨幅已经25%。其次，估值继续向上驱动力来自两个，一是盈利改善预期兑现，形成类似2006年、2009年估值、盈利“双击”；二是场外资金入场，盈利改善本身会吸引社会资金入场，政策和制度变化会引入新增机构资金，如社保、养老金、QFII、RQFII等。

**中国证券报：**行情继续演变的风险点在哪里？

**荀玉根：**一是通胀高企，货币政策从紧引发资金利率上升；二是房地产调控及内生动力衰退使经济增长重新回落，

企业盈利回升不及预期。

**鲍庆：**市场风格继续偏向热点炒作，短期系统性机会不大。我们认为无论从宏观面还是市场面来看，都不支撑A股短期出现如此前的系统性机会。金融、地产等前期强势股的下跌效应或将继续向其他板块扩散。大盘仍需经过一段时间的调整来消化前期获利，并等待后续利好信号的出现。

从技术面来看，上证综指日线的KDJ指标和MACD指标都已转头向下，而周线MACD指标的红柱也在收窄。这表明市场短期调整仍将延续。但从中长期来看，股市仍然具有配置优势，建议投资者关注两会相关热点主题以及业绩出现明显改善和具有高送转概念的个股。

## 市场风格或倾向主题投资

□大摩华鑫基金公司

本轮行情自上涨以来呈现了典型的逼空走势，与此配合的是不断出现经济转好数据支撑，因此，机构投资者的仓位一路被逼升至历史较高水平。然而，如果缺少场外中长线资金的进入，依靠权重板块来推动指数上行的情形将难以持续。但场外中长线资金的进入需要更加明确的及超预期的经济复苏信号的出现，显然这些信号短期内很难出现。

在这样的情况下，市场受到“领先性”行业1月数据不佳的影响，如工程机械中挖掘机销量同比下降4%，重卡销量环比12月下降等，使原本受乐观情绪推动，且正在被场内投资者自我强化的强经济复苏预期出现大幅摇摆，成为引发大盘剧烈震荡的核心因素。

然而，已经被激活的市场人气并不会因为大盘初次大幅波动而迅速衰竭，上证综指的日均成交额依然保持在1000亿元以上。在短期新增资金有限的情况下，从资金利用效率的角度出发，场内资金的重新配置选择将有望更多地地向小盘股或主题投资倾斜。

市场情绪的转变之快既在情理之中，也在意料之外：伴随机构加仓结束，场外资金尚未入场，机构博弈势必会导致市场震荡加大；但节前信贷数据大超预期，显示经济复苏力量正在加强。

展望后市，我们认为应该重点关注通胀、央行货币政策、地产调控政策以及IPO重启等事件。

通胀方面，我们认为目前通胀压力依然不大，最近看起来较高的CPI数据主要受基数效应以及食品价格中长期结构性问题的影响。

央行货币政策方面，我们认为政策并非转向，只是从2012年12月到2013年1月的过度宽松转为适度宽松，而这样的政策反而有利于周期的持续复苏，而不会造成过度通胀。

地产调控方面，我们认为调控的主旨在于以微调的方式抑制一、二线城市的涨价苗头，而非进入紧缩周期。在房地产去化速度与库存方面，一线城市和二线城市存在很大差异。审视全局，国内房地产价格并没有全面上涨的压力，更多的是结构性问题，而一线城市供应短缺是导致问题的根本原因。

值得注意的是，对房地产投机性需求的打压绝不等同于对房地产的打压。从目前格局来看，合理的调控方式应该是鼓励房地产开发，增加供应，同时打压房地产投机性需求。从中长期来看，房产税的推出大有可能。

至于IPO重启，市场普遍反应是谈虎色变。其中有一个很重要的假设基础：股市的盈利下降，场外资金不愿意进来，因此IPO重启和解禁对场内资金是严重的稀释。但今年的大背景不同：在通胀初期的经济复苏阶段，股票虽非最佳投资标的，但随着上市公司盈利的增多，场外资金在配置上将更多地选择股票。

因此，我们认为中国股市短期可能会有波动，但中长期依然看好。

## 券商点金指

## 弱复苏弱平衡



□许维鸿

经过短短三个月迅猛的反弹、调整，A股市场进入了一个相对平衡的时期，虽然这种平衡是脆弱而暂时的。

回顾本轮市场反弹的逻辑，龙头板块无疑是以银行地产为代表的周期低估值板块，其背景是经济复苏带来的风险资产偏好上升。类似2007年牛市初始阶段，银行地产的迅速拉升，带动了周期股和其他板块的轮动——直到春节前后的两个交易周，银行股从滞涨到速跌，而另一边则刚刚轮到以创业板为代表的题材股领涨市场。

正是这种不同板块涨跌的时间差，造成了春节后两个交易周个股波动率明显提高，而指数则是温和阴跌的格局。市场人气并没有因为银行股的深度调整而低迷，相反喊着谨慎做空的分析师，却都跃跃欲试地尝试寻找市场热点，在中小市值股票上挽回节前踏空的心理损失。

我认为这种积极做多的心情是可以理解的，也符合2013年A股市场整体流动性充裕、上市公司盈利预期拐点的预期。但是，我想提醒投资者，虽然银行地产股票逐渐企稳甚至反弹，按照时间错位的逻辑，题材股的调整也许远远没有全面开始。因此，围绕两会的自下而上的炒作，或许伴随着的是指数的踌躇不前，加上大部分题材个股的补跌。

其主要原因在于2012年的年报行情并不值得期待，或者说年报行情对于大盘整体是偏空的。虽然还会有

几百家公司的业绩符合增长预期甚至超预期，但是，大部分上市公司的盈利会同比下降，至少去年现金流情况并不乐观，业绩变脸将习以为常，重灾区就是中小板、创业板公司。回首贯穿2012年对于创业板公司业绩变脸的舆论压力，并没有从根本上改变创业板公司的生存环境，现行的“圈钱暴利”游戏规则，使得大部分公司没有持续业绩增长的内生动力。没有业绩支撑的全面行情，又怎么能持续呢？

当然，对宏观经济弱复苏后的调整担忧，也是市场犹豫不前的原因。针对房地产调控的“国五条”，市场普遍预期在两会期间会具体落实，对房地产上下游行业的影响，在股价上已经显现。业内人士表示在中国二三线城市中，确实存在相当数量的商品房库存，泡沫化非常严重。

说到底，本轮经济复苏还是受流动性推动，外需并没有真正启动。随着社会各界呼吁对中国式影子银行的治理，房地产相关领域的投资热情有分化趋势——表征就是PMI指数已经四个月连续掉头朝下，新公布的汇丰二月PMI初值只有50.4，显示经济虽然还在扩张，但加速度趋势已经拐头。经济复苏的基础缺乏长期的内生因素——按照传统的思维模式，这种复苏只能算是弱复苏，A股行情走到今天也只能算是达到了多空双方的弱平衡。

在进入投资策略的讨论之前，如果我们暂时跳出三到六个月的小周期，冷静分析中国宏观经济的走势，不难发现中国正在“中等收入陷阱”的泥潭前徘徊，如果不从深层次对经济体内“生产要素配置机制”进行改革，将不可避免地发生日本式的地产泡沫，或者索性就是重复上世纪80年代拉美“外资撤离造成产业资金链断裂”的经济危机。

因此，尽管中国的股票市场还充斥着投机的氛围，对经济持续增长动力不足的担忧还是一直压在投资者的心中。进入2013年，不管是节能环保，还是智能城市，这些锦上添花的题材炒作，涉及的上市公司市值小，难以形成整体的行情主线。两会过后如果有大行情，似乎只有仍然低估的房地产板块，在“城镇化”的推动下，有经济基本面的支撑，可以在未来三到六个月中承担新一轮领涨的任务。

从战术上讲，进入2013年后，中央政府对房地产板块有两个现象存在质疑：第一就是前文提到的个别中小城市商品房价格过高、库存积压量大；另一个是京沪深等超级大城市最近房价突然上涨的势头。这两个现象确实存在，但根源不同。我认为，中国应该防范的房地产泡沫并非超级大都市现象造成的天价豪宅，而是三四线城市的“鬼城”空置。

遵循这个逻辑，建议投资者继续在房地产板块中，寻找估值不高、业绩增长可期、能够避开“鬼城”风险的上市公司，作为中期配置策略。短期内，两会前后各级政府对于房地产的打压政策，造成暂时性的利空，恰恰是逢低买入的好机会。