

# 行至三岔路口 A股大概率“直行”

## 经济或弱复苏 结构性行情料延续

□本报记者 申鹏

本轮行情进行到第四个月，分歧渐现。从本轮市场上行的基础逻辑——经济复苏的演进过程来看，未来可能面临三种路径：弱复苏、强复苏、高通胀。相应地，市场即将进入三岔路口：结构性行情、周期狂欢、曲终人散。由于目前正处于验证经济走势的“空窗期”，因此市场只能选择耐心等待，分歧严重的等待期中，市场运行特点较为明显：剧烈震荡伴随着风格快速切换。市场人士指出，在预期明朗之前，依据大概率事件操作为最佳选择，考虑到弱复苏伴随温和通胀出现的可能性最大，投资者应当抓紧结构性行情主线选择投资标的。

### 经济复苏进入验证期

此轮市场见底企稳，尽管带有相当程度的博弈成分，但经济复苏仍然是多头资金敢于发动攻势的基础逻辑。

从宏观数据看，经济数据的见底回升时点是在2012年的8月底到9月初。其时工业增加值同比增速达到8.9%的低点后持续走高，最近更新的数据为2012年12月份的10.3%，连续4个月增长。PPI则晚一个月见底，此后连续4个月回升。

从市场表现看，尽管上证指数名义见底时间在11月末，但从能够反映经济周期的典型周期股走势来看，它们的见底时间实际上是在9月初，几乎与宏观数据同时见底。这些典型的周期股包括保利地产、中国建筑、海螺水泥、上汽集团等。

进入一季度，在经济复苏预期与宽松流动性的叠加之下，不少先于大盘见底的周期股走出了主升浪行情。尽管这一阶段看上去指数还只是见底后的第一波反弹，但周期股最猛烈的涨势已经是进行时甚至进入后半程了。

春节长假是一个比较明显的拐点，更确切地说是切换点，即行情从基础工业及周期股向中下游偏消费过度，风格上也从权重股向中小盘切换。一个明显的市场信号是：上证指数剧烈震荡，中小板综指和创业板指数屡创新高。

值得注意的是，这与2009年初到2010年末的行情极为相似，只是当前演绎了“迷你版”。

这一切换实际上反映了资金对于经济复苏路径开始出现分歧，或者说对于经济继续复苏的信心开始动摇。既如此，投资者最需要关心的就是：未来经济如何走？

### 路径一：弱复苏

从目前来看，弱复苏是可能

性最大的一条路径。

首先，在基础设施投资空间越来越小的情况下，经济增速放缓已经是不可逆转的大趋势。从日前管理层提出的7.5%的经济增速目标可以看出，在提高对较低经济增速的容忍程度。

其次，目前从地方政府到国有企业到私人部门到家庭，负债率较2008年之前明显提高，这主要源于金融危机之后大规模的货币刺激政策。在这种情况下，继续加杠杆的空间有限，并且需要面对更大风险。

再次，尽管经历了大约半年时间的小复苏后，一些行业去掉了一定程度的库存，但去产能和去杠杆过程远未完成，这将制约企业盈利增长空间，进而制约经济增长空间。

最后，管理层对于房地产行业的态度在很大程度上暗示了未来宏观经济政策重点不会是刺激增长，而在于调整结构。对于高度依赖地产以及政府投资的中国经济，这几乎完全抽掉了高速增长的金底之薪。

在经济弱复苏的情况下，市场将走出结构性行情，即周期搭台，成长唱戏。实际上2月中旬以来的行情，就有这个意味，这也说明了当前市场实际上认同弱复苏的判断。不过，这种结构性行情的局

限在于估值，由于当前市场中成长股估值普遍偏高，需要以时间和业绩增长来消化，因此所谓“结构性行情”，更大的可能性是成长股高位震荡，周期股低位震荡。

### 路径二：超预期复苏

此情景出现的概率比较小，判断能否出现的关键标准是：政府是否推出新一轮大规模的经济刺激政策。

倘若经济走上这一路径，市场将会进入狂欢阶段。当然周期股是主攻方向，其他品种的涨势会迟来一段时间，但空间可能更大。不过，这一路径可以认为是资本市场的“胜利大逃亡”行情，因为大力刺激的短暂高潮之后，经济将陷入崩溃。

值得注意的是，4月初公布的3月经济数据很可能让投资者产生经济超预期复苏的印象，原因有二：一是3月份为传统工业旺季，加之去年同期基数较低，数据会比较漂亮；二是从过去数月的中长期贷款增量较大的情况看，去年年底到今年年初的投资确实有显著增加。

因此，不排除市场会因为数据而出现上涨，但更长的趋势则需要持续验证。

### 路径三：通胀上升

通胀是与经济并行的指标，但其对股市的重要性甚至高于经济指标。若出现超出预期的高通胀，使央行收紧货币，市场毫无疑问会选择下跌，届时投资者采取的最佳策略就是清空所有股票，不分风格、不分行业。

在经济弱复苏情况下，会否出现高通胀是不确定的。弱复苏背景下，工业品价格不会出现大幅上涨，这能够对通胀起到抑制作用；但同时，人工成本及食品的价格是比较不确定的因素，这两项将推升通胀。

在经济超预期复苏的情况下，通胀水平快速上行几乎是不可避免的。原材料、工业品、资本品价格同时上涨必然助推通胀，加上劳动力及食品价格的持续攀升，CPI甚至可能出现新高。

以上三种路径的验证时间渐行渐近，2月及3月的CPI数据将令市场对通胀形势做出更可靠的判断，而3月的工业增加值数据以及一季度的GDP数据则会验证经济复苏的强度。对于投资者来讲，数据未出，逻辑先行，既然弱复苏伴随温和通胀的可能性最大，因此当前阶段就应主攻结构性行情，至于是否出现意外情况，不妨等数据公布再行判断。

## 银行股跳水 “定海神针”暂失效

中信银行指数日K线图



□本报记者 魏静

就在市场热议银行股二度上攻会否带来指数的新高之时，昨日银行股却陡然变脸，盘中以平安银行为首的银行股集体跳水，并带动整个金融股回调。作为“定海神针”的银行股跳水，自然会引发整个市场获利盘的兑现。短期而言，银行股的走向仍将在很大程度上影响指数的表现。

昨日，中信银行指数跌幅居前，全日下跌2.45%，北京银行、南京银行及华夏银行等6只银行股的单日跌幅超过3%，平安银行盘中一度重挫近6%。受银行股集

体下跌的拖累，中信非银行金融指数昨日下午跌2.09%。除了金融股的领衔下跌外，昨日中信国防军工、医药及传媒指数也跌幅居前，全日跌幅均在2%以上。

事实上，作为本轮逼空反弹的龙头，银行股前期就已吸引了大批的热钱及其他机构资金，从这个角度而言，银行股短线的剧烈波动也很容易理解，毕竟短期走势受资金行为的影响。接下来，银行股仍可能会剧烈波动，个别龙头银行股有可能会再度创新高，但银行股整体的涨升空间还是十分有限，投资者不宜过分激进，短线操作宜快进快出。

## 创业板领跌主要指数

□本报记者 魏静

本周市场剧烈波动，银行股一度反攻并带领指数收复周初的失地，期间小盘题材股大行其道。昨日，当指数盘中再度出现跳水之际，小盘股也纷纷下跌，创业板指数更是领跌市场。分析人士指出，尽管本周指数震荡幅度较大，但这并不意味着市场短期会有系统性的风险，短期小盘股仍有二次上冲的可能。

截至昨日收盘，创业板指数大跌2.83%，报收877.34点；中小板综指下跌1.19%，报收5378.65点。小盘股显著跑输市场。

个股表现方面，创业板昨日正常交易的347只个股中，仅有38

只实现上涨，其中金信诺强势涨停，仅有5只创业板个股单日涨幅超过5%；而在下跌的306只个股中，宜通世纪、利德曼及当升科技封住跌停板，当日跌幅超过5%的创业板个股多达22只。在昨日正常交易的789只中小板个股中，有182只实现上涨，汉缆股份强势涨停，当日涨幅超过5%的个股有9只；而在下跌的497只个股中，达实智能跌停，有多达20只个股当日跌幅超过5%。

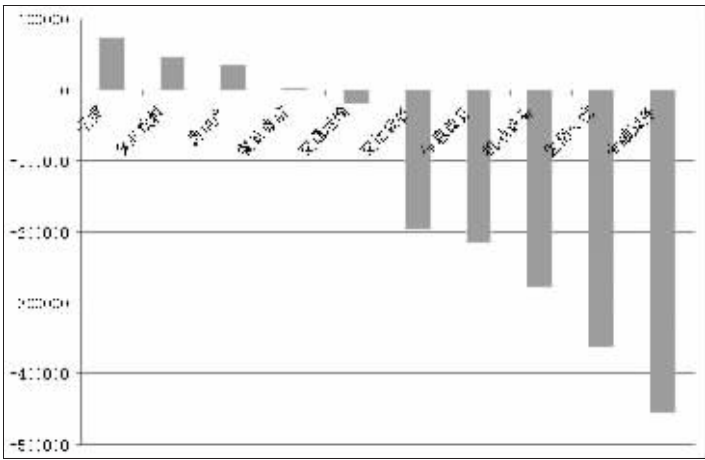
分析人士指出，3月份指数大概率会呈现震荡走势，期间市场并不存在极大的系统性风险，从这个角度而言，小盘股的反弹不会就此终结，一旦风险解除，那么小盘股又将重新掀起炒作热潮。

### 资金流向监测

沪深两市资金净流入前十

股票代码	股票名称	最新价	涨幅(%)	流入金额(万元)	流出金额(万元)	净流入额(万元)
600395	盘江股份	15.59	10.02	56628.74	7724.76	48903.98
000009	中国宝安	10.07	10.05	48183.30	6182.17	42001.13
600519	贵州茅台	183.86	3.75	93865.93	63501.68	30364.25
600209	罗顿发展	10.76	10.02	56116.96	36366.55	19750.40
600759	正和股份	4.99	9.91	20266.96	4177.11	16089.86
600744	华银电力	4.46	10.12	23171.90	8172.46	14999.44
600864	哈投股份	7.67	10.04	14536.45	214.45	14322.00
600873	梅花集团	6.13	10.05	24915.14	12379.77	12535.37
000063	中兴通讯	11.21	3.22	70110.94	58836.75	11274.19
000548	湖南投资	5.18	9.98	16070.93	5922.61	10148.32

行业资金净流入(出)金额(单位:万元)



## 230亿元资金出逃

昨日沪深两市午后出现深幅调整，但尾市做空力量衰竭，跌幅收窄。截至收盘，上证指数报2324.29点，较前一交易日下跌0.98%，盘中最低触及2304.27点；深成指下跌37.48点至9393.69点，跌幅0.40%；沪深300指数下跌30.72点至2619.48点，跌幅1.16%；中小板综指和创业板指数分别下跌1.19%和2.83%，跌幅显著高于主板。

昨日沪深两市成交额分别为1261亿元和1257.3亿元，基本与前一交易日持平。从资金流向来看，据巨灵财经统计，沪市A股

净流出资金110.41亿元，深市A股净流出资金120.09亿元，两市合计净流出230.5亿元。

行业板块方面，23个申万行业中仅采掘、食品饮料、房地产和餐饮旅游录得资金净流入，金额分别为7.18亿元、4.57亿元、3.49亿元和2708.48万元。净流出金额较大的板块有金融服务、医药生物、机械设备和信息设备等，净流出额均超过了20亿元。

分析人士认为，经济复苏进程的不确定性以及成长股获利回吐是昨日指数下跌、资金大量出逃的主要原因。(申鹏)

□本报记者 朱苗

国泰君安3月7日—8日在郑州召开以新型城镇化为主题的2013年春季策略研讨会，认为新的地产调控并不改变2013年经济温和复苏的趋势，预计沪综指围绕2200—2500点区间震荡为主。

### 二季度基建投资仍将回升

国泰君安宏观研究团队认为，新的地产调控并不改变2013年经济温和复苏的趋势，融资方式变革、通胀压力不大、新型城镇化积极推进将构成一个相对稳定的宏观环境。

他们表示，2012年四季度以来，中国经济持续回升，下游地产汽车恢复带动中上游行业增长。未来经济回升更能持续，预测2013年GDP增速回升至8.1%，未来四个季度分别为8.2%、8.3%、8.1%和7.8%。融资总量是影响经济增长最为重要的因素之一，其领先经济大约一个季度。1月社会融资总量增速大幅攀升，今年上半年经济回升更加明确。而央行政策偏松不变，市场利率也将维持稳定。食品价格上涨或推动短期通胀反弹，但通胀压力依然不

### 守株待兔策略

展望二季度，经济有望延续弱复苏的趋势。国泰君安表示，目前还看不到有超预期的因素存在，以全年A股9%利润增速叠加13倍左右估值测算的2450点仍然

会存在较大压制。由于今年在经济运行中的特殊地位，二季度的调整同时孕育着打破弱复苏均衡状况的可能性，究竟是“强复苏+偏紧资金面”还是“弱复苏+偏松资金面”的组合，只能等待二季度的增长与流动性象限而定，市场趋势预计围绕2200—2500点区间震荡为主。

目前此轮行情走到了比较真空的阶段，二季度市场可能的调整，更多的是面临2450高点受限而引发的调整，并非顶部的大转折。与去年三季度相比，目前基建支持的需求较稳定，资金价格偏宽松，房地产即使遇到政策调整，新开工、投资增长逐步回升趋势

行业配置方面，国泰君安推荐中游行业的电子、化工，而银行从高点已经有所调整，可以作为二季度守株待兔的均衡配置基准，机械板块的配置时间点可以相对滞后，因为房地产新开工投资增速不变，行业景气有望缓慢回升，龙头公司值得关注。

### 坚守主题投资

国泰君安结合中央经济工作会议以来的一系列报告，认为今年

将重点推进大部制改革、营改增试点范围扩大、县级公立医院改革、土地流转制度改革、资源品定价机制改革等，推荐新闻出版、食品安全、营改增和资源品价格改革主题。从民生环保和新农村建设看，今年将继续提高民生保障标准、推进大气污染防治、污水处理和节能，新农村建设将在一系列制度完善的配合下，进入快速发展期。此外还推荐大气污染防治、新闻出版、应急调度中心等细分市场，并重点推荐龙净环保、佐力药业、浙报传媒、飞利信等股票。

国泰君安认为，随着市民化水平提高、社会收入结构改善、消费倾向分层和食品安全监管，各主要消费行业都将面临商业模式的变革，需要进行渠道下沉，开拓三四线城市和新农村市场，并将进行品牌再造，适应新的消费需求。那些能够适应新需求的创新型公司将赢者通吃，成为资本市场的胜者，看好小而美的零售企业、大众服装品牌的渠道下沉扩张、大众食品的广阔市场和食品安全下的品牌价值。医药和保险将伴随中国跨入中等收入国家后的新发展，获得稳定增长。土地流转和城市建设将是新型城镇化的

重点投资方向，轨道交通、环保设备、新型材料、电网改造和满足居住需求的房地产都将在新型城镇化中获益。

在经济增长、城镇化放缓的背景下，政府推出新型城镇化，其核心是市民化、城市公共基础设施建设、城市集群及一系列配套改革。新型城镇化将推动基建、稳定投资，同时也推升消费空间，均有利于经济平稳增长。

具体来看，市民化改革的核心是户籍制度、收入分配、住房体制改革，将提高消费能力。城乡消费性支出差距较大的衣着、教育文化、交通通讯、居住、医疗保险，以及相机、空调、电脑等高端、休闲娱乐类耐用消费品，都将因为市民化而获得额外增长。土地流转制度改革将增加农民财产性收入，增强农民在城镇中的消费及可持续发展的能力。新型城镇化将推升水电煤气等公共需求，推动相关城市公共基础设施建设以及污水处理等环保产业，城市地铁建设空间也巨大。城市群规划将突出城市群的中心城市和城际联系，中西部的武汉、中原、成渝等城市群将持续发展，带动跨区域城际铁路、公路、能源等基建领域的投资。

车市场难续高速增长态势，汽车销售目前未见大幅下滑风险，但是不太可能有惊喜式的增长。更为关键的是，中游的复苏动力依然偏弱，比如水泥价格继续走低，重卡销量大幅弱于历史同期等。

今年以来，涨幅前三的行业分别是医药、电子和信息服务，跌幅前三的分别是房地产、采掘和有色金属。在一轮经济复苏背景下的行情，周期却跑输消费，说明行情是反弹而不是反转。3月以来股指进入大起大落阶段，显示整体风险正在增大，而近期的走势也表明市场趋势或已发生变化。除非经济数据和货币政策有所改善且推动市场预期再次趋于乐观，否则市场出现整体性机会的概率较小。周六将迎来大量经济数据的公布，随后进入工业生产旺季，配置逻辑应从估值逐渐向基本面转移，选择行业景气度上行的细分行业，例如TMT、建材装饰、尿素。

# 配置方向从估值向基本面转移

□万联证券研究所宏观策略部

本周以来市场大起大落，盘中的波动幅度也有所加剧。目前市场可能处于中期走势的关键转折点，需要厘清的问题有两个：一、为什么出现如此大幅度的下跌？二、影响下跌的因素是可持续的，还是已经结束了？

对于问题一，表面上看是“国五条”细则尤其是20%的地产交易税引发，但80只以上个股跌停、招保万金全部跌停。2008年亦未出现过如此的惨状，显然不再是一个调控细则的问题，事实上此前并不是没有过更严厉的调控。我们认为，周一的大跌是对未来不确定性的一种集中宣泄。地产调控背后隐藏的是对未来十年发展方式的选择，是长痛还是短痛？是温水煮青蛙还是让市场彻底出清？对于第二个问题显然并没有明确的答案，目前面临两个选项，要么政府主导的新城镇化再一轮投资

拉动，要么坚持经济结构调整而容忍弱复苏的程度低于预期。这两个选项带来的阵痛目前市场都未消化完全，这个过程并不会轻松。资金在周一周二抛弃了地产产业链之后，周四又对年初以来获利颇丰的医药和军工股做了部分了结。外盘美股不断创出新高，A股盘面上则会有热点继续活跃，但中期走势可能已经扭转。

展望未来，边际收紧的流动性和复苏天花板是市场将要面对的两大压力。从前两个月债券发行量和新增贷款预期上看，目前融资环境依然相对宽松。2013年，央行的回笼资金的天量有关。央行3月5日发布的最新统计数据显示，截至1月末，我国外汇占款达265370亿元人民币，1月新增外汇占款达6836.59亿元人民币。该值是去年1月份的5倍，比去年全年外汇占款增量多出近40%，同时创下了史上单月

增幅的新高。不管背后的原因是热钱流入带来的“被宽松”还是去年四季度结汇意愿被抑制后的需求释放，都不支持外汇占款在2、3月份继续大幅增加。2月以来，美元对新兴市场的货币走强，美元资产的吸引力明显提高，新兴市场对所谓“热钱”流入的吸引力降低；而如果是1月份结汇意愿的增强导致了外汇占款的激增，则属于正常的周期现象，2月以后就会回归正常。从这个意义上来说，去年四季度起推升A股的外部流动性正在面临边际递减的局面，国内则受制于通胀周期亦无放松可能，最好的局面就是继续保持中性，则A股整体的流动性会边际收紧。

如果说1—2月的行情依靠着充沛的流动性和美好的改革预期支撑，那么3月以后就需要见真章了。进入开工旺季后，经济运行的趋势明朗化，要么进一步确认复苏，要么出现证伪进入滞胀，市场

也将据此择明方向。自去年四季度以来的复苏，在中观层面有三类行业推动：受政府投资行为和流动性推动的基建和地产；补库存需要的上游原材料行业，如煤炭、钢铁；需求修复的下游消费，如汽车、家电。政策上对于调结构和保增长的取舍目前依然十分模糊。房地产调控是试探调结构与保增长这一跷跷板的试金石。今年以来百城价格指数同比涨幅倍增，房地产价格上涨的压力下，

“国五条”及其细则出台，至少说明短期内政府基建投资力度很难继续加码。对于第二类行业，煤炭和螺旋管库存都有回到高位的迹象，后续补库存的动力不足。3月初的上海螺纹钢库存达到了47万吨，同比增幅达到了10个月来的最高；煤炭库存来看，也达到了去年8月以来的最高点。如果中下游的需求未能达到预期，则短期又将进入去库存期。从下游消费来看，根据乘联会的数据，2月乘用车