

# 二季度A股或震荡

本周海外股市喜报频传,美国道琼斯工业平均指数连创历史新高,A股却依然故我,继续向下。目前的调整是上升途中的一次休息还是反弹行情已进入尾声?刚刚闭幕的两会传递出怎样的政策信号?二季度市场行情将如何演绎?本期财经圆桌邀请瑞银证券中国首席经济学家汪涛、安信证券首席策略分析师程定华和第一创业证券创金资产投资研究部总监刘树祥三位嘉宾,就此展开讨论。

## 经济延续弱复苏

**中国证券报:**如何看待近期公布的2月经济数据和两会期间提出的经济目标和政策规划?下调M2增长目标是否是货币政策收紧信号?

**汪涛:** 两会提出的经济目标和政策规划符合我们的预期,这意味着2013年政策走向不会发生显著变化。在财政赤字扩大以及宽松货币和信贷政策的支持下,实现7.5%的增长目标没有问题。

下调M2增长目标不一定是货币政策收紧信号。由于银行表外融资规模迅猛扩张,M2已经越来越不能准确地反映真实的货币和信贷条件。2012年底M2增速并没有比2011年底高出多少,但社会融资规模增长加快、信贷条件也要宽松得多。

尽管如此,我们预计政府会在今年晚些时候对信贷增长进行调控——最早可能在4月。因为相对于政府计划的货币和信贷政策基调来说,当前的信贷条件过于宽松。我们认为政府希望维持中性的政策基调以支持经济持续复苏,但不希望政策过于宽松以至造成经济过热。近期信贷规模扩张速度过快,但这种势头应该无法持续。

因此,尽管2013年宏观政策基调基本保持中性,但从当前情况看,未来货币和信贷扩张速度只可能放缓。我们认为政府可能通过严格监管而不是调整利率或准备金率,来放缓信贷扩张步伐。

**刘树祥:** 今年1-2月的进出口数据,尤其是出口增速超市场预期;投资增速基本符合预期,消费增速略低于预期,通胀高于预期,经济延续了去年四季度以

来的弱复苏态势。

两会期间提出的经济增长目标较为保守,综合其他政策规划,保持经济增速相对较低但追求更高质量的增长,可能将是今年乃至未来几年政府工作的重点。对于政策,我们不光要“听其言”,更要“观其行”,紧密跟踪做好应对,可能比预测、判断更为重要。

下调M2增长目标,不一定是货币政策收紧的信号,但如果通胀超预期或者资产价格尤其是房地产价格出现大幅上扬,则货币政策逐步从紧将在所难免。社会融资总量是个值得跟踪的指标。

## 指数短期将企稳

**中国证券报:**近期海外股指连创新高,但A股却连续下跌,目前的调整是A股上升途中的

一次休息还是反弹行情已进入尾声?

**程定华:** 短期内市场受到QE预期减弱和房地产调控政策影响出现明显下跌,已经反映了预期。我们预期指数短期内将企稳,建议投资者不必急于杀跌。从市场环境来看,我们认为市场处于反弹末期,高仓位将难以获取超额收益,建议利用短期反弹机会将仓位降至中性。

**刘树祥:**获利回吐和地产调控超预期是引发市场调整的主要原因。自去年12月初到春节前,A股经历了一波上涨,幅度可观,为近两年所罕见,如上证综指上涨24.2%,沪深300上涨31.6%,市盈率亦涨至2012年全年的高位,部分投资者本来就有落袋为安之意,地产调控新“国五条”超预期出台,加剧了这种倾向,造成了近期的回调。我们中长期看好A股市场,短期市

场则可能面临震荡格局,但目前看风险并不大。

**中国证券报:**如何看待此轮房地产调控对于企业盈利和市场的

影响?严厉的房地产调控会否影响今年房地产投资增速,进而宣告周期股反弹的终结?

**刘树祥:**此轮房地产调控短期会给行业带来冲击,但中长期影响有限。调控对地产行业龙头企业有利,中长期会提高其市场份额,改善竞争环境;对龙头企业的当期盈利影响不大,尤其是预售账款占比高的龙头企业;对大部分中小型房地产企业不利,或加速它们的退出;调控如果对新房销售产生较长时间的负面影响,则可能影响随后的房地产投资增速,从而对周期股不利。

**汪涛:**房价是政府关心的一个重要社会问题,对政府的可信度有重要影响。这也是为什么在部分城市房地产销量和房价快速上涨情况下,国务院于近期出台了调控新政。如果未来几个月里房价继续快速攀升,预计政府还将出台更多的针对性措施。不过,即便如此,由于政府同时鼓励增加低端以及中小城市的住房供应,我们预计今年房地产建设活动的增速将超过2012年。

## 精选个股更重要

**中国证券报:**如何看待二季度A股的市场走势?投资者应该采取怎样的策略?

**程定华:** 去年12月至今年2月,市场环境处于一个最优的组合状态:一是经济复苏的趋势不断超出市场预期,二是流动性极为宽松,三是海外QE和风险偏好回升,四是IPO暂停。

但展望二季度,我们预期这一组合将逐步被打破,市场环境逐步从有利走向中性,利率



安信证券首席策略分析师 程定华

瑞银证券中国首席经济学家 汪涛

第一创业证券 创金资产投资研究部总监 刘树祥

主持人:钱杰

水平、海外风险偏好上升和IPO暂停等有利因素陆续在二、三季度逐步转向中性甚至负面。经济复苏的趋势可能延续到年末,但是在市场对于经济复苏的预期趋于一致后,经济复苏兑现很难对冲前三个因素带来的负面影响。

短期来看,首先发生变化的是海外风险偏好上升接近尾声。由于投资者对于经济复苏的预期趋于稳定,后续QE的预期在削弱,美元指数出现反弹,新兴市场货币走弱,香港市场对A股市场的影响从正面转向负面。我们预期IPO在二季度重启的概率较大,六、七月后投资反弹导致通货膨胀上升也可能对市场带来负面的影响。建议投资者维持

中性的仓位。

**刘树祥:**二季度市场可能维持震荡格局。新一届政府上台后,如果迅速、大规模刺激经济,则市场可能面临良好的投资机会,投资者应积极参与。如果新一届政府短期对刺激经济无具体举措,投资者还需要精选行业和公司。

**中国证券报:** 此轮反弹的领涨板块银行股和地产股在这次调整中都出现了领跌趋势,目前是否已经跌出投资价值?在行业配置上,二季度比较看好哪些板块?

**刘树祥:** 仅从估值角度,银行股和地产股都不高,都具有一定的投资价值。短期在各地楼市调控细则尚未出台之前,相对于地产,我们更看好银行,因为银

行的估值更便宜,利润增长更确定,市场预期更好。此外,我们也看好家电和节能减排等业绩增长确定的板块和公司。

从风险、收益两个维度综合考虑,我们认为投资中小板和创业板不如投资主板合算。主板的平均估值比中小板和创业板便宜得多,而目前看得见的利润增长并不比中小板和创业板逊色,且大部分主板公司面临的解禁流通压力比中小板和创业板要小很多。如果二季度市场不济,中小股票无疑面临更大的风险。

**程定华:**行业配置上,建议超配医药、食品饮料和商业零售板块。周期类的股票需要等到政策信号确定,再做判断。小股票和创业板股票建议减持。

# 债券基金攻守兼备

□大摩华鑫基金公司

2013年以来,伴随企业去库存持续推进,消费等经济内生动力持续恢复,之前不确定的出口今年可能会超预期,加之欧洲和美国经济最坏的时期已经过去,中国经济今年复苏的大趋势基本无悬念。

但复苏究竟是强复苏还是弱复苏?从近期PMI、钢铁、发电量、房地产、重卡等中观数据以及价格数据来看,此轮复苏为弱复苏的可能性较大。退一步想,即使经济走向强复苏,在目前相对宽松的货币环境下,通胀预期将上升,从而刺激货币政策收紧,导致原本的“强复苏”仍然可能重返弱复苏。

因此,不仅今年经济实际情况可能是弱复苏,并且市场预期多数时间也会保持在弱复苏。只要CPI不会连续三个月大于3.0%且月环比递增,货币政策应该都将维持适度宽松(7日回购利率在2.80%-3.35%)。这对股票和债券都是极为有利的。

在弱复苏的预期下,2013年的A股市场上涨空间可能相对有限,且多数时间可能维持震荡格局。在市场波动性较大的情况下,攻守兼备的投资品种是相对稳健的选择,而债券基金正好具备了这种特征。

首先说说债券基金的防守性。当市场波动较大时,债券市场到期收益率通常面临较高的上行风险。一旦利率水平上行,债券价格下行,损失与债券久期正相关。比如说,如果到期收益率约为8%,10年期国债损失测算约为0.25%。在波动性较大的市场环境中,信用债比利率债更适宜作为债券基金管理利率风险的防守性配置标的。短久期、高票息的信用债甚至可在债市价格下跌时为债券基金贡献

稳健的正收益。

对于信用债,债券市场的高速扩容同时伴随了信用风险的逐渐暴露。2012年海龙、赛维和新中基等信用事件为市场敲响警钟,最近11起日债事件进程也备受关注。但实际上,市场上信用债的资质千差万别,高等级信用债的信用风险其实较低。例如中国石油、华能电力、中国国航、工商银行等大型国企发行的债券都被称为信用债,此类债券为信用债市场的主力品种,其收益率明显高于同期限国债。作为一种专业理财工具,债券基金的管理人凭借公司内部的专业信用分析能力和完善、严格的风控体系,可在很大程度上降低债券基金的信用风险。

接下来谈债券基金的进攻性。股债合一的可转债为债券基金提供了有保护的进攻。所谓“有保护”,是指可转债的债性使其在股市大幅下跌时表现相对稳健。所谓进攻性,强调的是可转债在三方面的获利机会:首先是标的上涨带来的转股价值提升,其次是回售套利或转股价下调等博弈机会,第三则是纯债价值的提升。

值得一提的是,中国可转债的条款明显优于欧美市场,不仅标的股票分红即可相应下调转股价(提升可转债价值),而且公司为促进转股还会主动下调转股价。此外,中国可转债市场是供求关系最好的市场。供给方面,2400多只股票,但只有23只可转债;需求方面,仅以公募基金举例,市场上大多数基金可能有可转债的配置需求,而且纯债基金只能通过配置可转债享受权益市场上涨的收益。

鉴于信用债和可转债的以上特征,2013年,攻防兼备的债券基金可作为投资者较低风险的投资选择。

□中证之声

# 署局合并 打开三网融合新空间

□本报记者 张泰欣

3月10日,国务院大部制改革方案正式出台。国家广电总局和新闻出版总署合并,成立国家新闻出版广播电影电视总局,下挂国家版权局。本周,文化传媒板块走势弱于大盘,截至3月14日,中信文化传媒指数跌幅4.97%。分析人士认为,伴随着初期的改革和磨合,未来可能再推大文化部改革,三网融合将为行业发展打开更大空间。

从政府机构管理的角度看,新闻出版总署和广电总局的合并意味着文化产业管理口径进一步统一、管理力度进一步加强,这将在一定程度上提高行业的行政管理效率。从市场的角度看,本次推行的广电合一,意味着大传媒时代的真正来临。新部门将新闻出版、广播、电影、电视等内容进行统一管理,预期将自上而下改变之前各领域条块分割的局面,传媒集团从内生性的发展、领域内的兼并整合转向跨领域的市场兼并重组。此外,相关部门的精简将推动出版外其他领域的市场化进程。跨区域整合的前提是各领域已相当程度的市场化,而从目前一些地区的运行情况看,已经具备整合条件。

从目前的行业格局看,出版领域的市场化程度无疑最高。截至2012年底,有8家图书出版和5家报业集团上市,并进行过跨区域的整合重组和跨领域转型尝试,新的部门机构的合并,有望进一步带动电台、电视台、报纸、杂志出版社等领域的公司化改组 and 市场化改制。短期内,对于相关机构而言,能够看到的是加快电视台内容、渠道业务的制播分离,同



新华社图片

时也会推动领域相关资产加快上市步伐,但是对于行业的另外一大板块——三网融合相关子行业,本次部门调整将极大地推动三网融合进程和深度。

虽然三网融合实施已有数年,市场对于此类题材和公司的业务发展也有了一定了解,但是从此次部门调整和未来的发展方向看,三网融合将在未来提供更多的投资机会。

首先,不同职能的局署合并,使得以前三网融合的监管机构得到一定的精简,大广电和大电信概念的推进将促进公司层面的创新与合作,监管成本和运行效率的变化无疑将使三网融合的深度和速度得以提升。

第三,从相关的产业链和上下游的传导机制看,三网融合的推进将会带动更多的投资。据估算,三网融合仅有线产业就将带动数千亿元,后续产业空间可超万亿元规模。一方面,“三网融合”将带动宽带网络的建设和光纤、光缆制造业的高速发展。另一方面,三网融合将为设备厂商提供巨大的市场空间。可以肯定的是,政府机构的整合将会更加有效地配置这些资源,从而加强不同子行业的内在联

动,强化不同行业之间的互动,减少行业间的沟通成本和壁垒,从而实现真正的融合。

应该看到,虽然三网融合在国内经过长时间建设,试点城市规模不断扩大,覆盖人口数量实现了飞跃,但从用户体验角度来说,与三网融合的终极目标还有较大差距。因此,如何尽快完善基础网络设施建设至关重要。从这个角度来说,传输设备、光纤光缆的需求量将存在巨大的发展空间。

机构的改革只是行业整合的催化剂,随着顶层设计的完善和磨合,三网融合有待细化具体办法,相对其它子行业而言,三网融合无疑有着更长的产业链、更高的关注度和更广泛的公司基础,新部门成立或将打开行业发展空间。

□保资瞭望台

## 多做策略少做预测



□海康人寿投资部经理 刘思恩

单边牛市和单边熊市,需要的是惯性思维和一根筋走到底的理念,但市场更多时候不是那么简单。最近两周股票走势就非常考验人。乐观者认为,每次单边上涨,不可能以一个“先滑圆润”的头部作为结束,至少还要反抽到前期高位挣扎一番;而悲观者的理由更多,大盘从最高点到本周最低已达8%,所有基本面的负面因素只在累积而没有被纾缓,下跌的理由继续存在。

这时若能准确对未来进行预测当然很好,但实际上如果真的存在清晰的、符合逻辑的预测,市场也不会走成这个不上不下的样子。很多券商策略报告常谈的一些内容是宏观经济数据的解读、行业周期会如何轮动、在财务数据预测准确的前提下某股票的合理定位等等,其实他们的数据如果真的可靠,推理真的有因果关系,那就不叫策略了,而是可以直接推导出结果了。事实上,策略分析师们依然没有跳出行业和公司研究员们的理工科思维模式。

我比较喜欢一句投资谚语:多做策略,少做预测。策略是安排事后措施,而预测是事前打提前量下手。做应对策略的是八方接受收拾残局的殿后将军,而提前做预测的是多智而近妖的诸葛亮,所以往往预测听上去要“酷”很多。但现实生活中诸葛亮百年一遇,而且多次算计精准的诸葛亮也没盼到最后的胜利,成功往往还是留给那些稳扎稳打、见招拆招、随机应变的实力派。

证券行业里,自己手里没钱而靠别人的钱讨生意的卖方,比如股评家、行业和公司研究员、募集职能大于投资职能的某些私募等等,充斥着做提前的预测,甚至只有预测而完全不做策略。但是手里管钱的买方,比如基金经理、保险投资经理,掌握着调度资金的权力,分享着投资成功的收益,也要承担决策失败的后果。这样的资金管理者,固然不可能毫无主观预测,但也不可能完全靠预测来保住饭碗。况且,他们的领导也不会傻到真的相信自己公司招到了一个有本领预测市场的超人。所以,除了预测,他们更要理性周地谈策略,尤其是预测失败后该有什么策略。

策略分析师们总是流于肤浅的预测,有一个重要原因是他们往往没有机会管钱。公司里本来真有权管钱的人就不多,甚至他们中间有些人从来都没自己炒过股票、买过债券。事实上,现在的研究员们本职工作已经忙得昏天黑地。他们每天清早要开晨会提观点,给客户发海量短信和连篇累牍的邮件,隔三差五要出差调研公司,挤出来的业余时间还要拜访客户请客吃饭,哪有时间打理自己的投资?

但是真正的投资管理者,不是拿投资当打电子游戏那样享受过程,而是必须对自己管的账户真正负责。投资管理者必须了解资金的来源,资金的提供者的欲望、顾虑,什么结果是完全不能接受的?即便这些钱完全是自己家的,也要多问问自己这些问题。如果预测失败,应对策略又没做好,就要承受业绩考核被差评、家庭重大经济计划推迟、搁浅的后果,甚至更严重的,会导致失业、家庭破裂。如果考虑到这些问题,相信很多人就不会随意做预测,不会每天都对市场变化和公司动态轻率地发表个人意见。

证券投资策略,还要跟个人的生活结合起来。一年到头可以充满精力把时间完全奉献给市场的人是很罕见的。大多数投资经理在公司里必须抽出时间应付重大会议、高管沟通、人事管理、行政流程等事务,而自己家里也要安排家务、子女教育、老人赡养,以及自己的身心健康管理。所以“全市场、全品种、全天候”的作战,只可能发生在年轻的卖方分析师的报告里,而一个真正管钱的投资经理,每年势必在某些时点、某些品种上有所取舍。

金融投资不是自然科学。它表面上是管理证券市值的学问,但本质上是管理委托客户,以及管理人自身的欲望和满意度的学问。脑子里只有股票的人,是做不好投资策略的。面对眼下这种两难的股票市场,我觉得最好是持中庸仓位,对市场淡然处之,而把自己的空闲留给读书看报,关心社会,同时也别忘记珍惜大好春光,多和家人出游散心。