

多空交织 股市进入折返跑时间

政策预期PK信用违约风险

从宏观经济运行的态势来看，短期经济下行的速度超出预期，信用违约风险加大，投资者对于基本面风险的担忧是市场前期大幅下挫的主要原因。不过，这反倒激发了市场对于政策刺激的预期，政策面预期与基本面风险的PK赛正式开启。

一方面，2014年前两个月，全国固定资产投资同比增加17.9%，社会消费品零售总额增长11.8%，同比增速大幅回落。而2月出口同比下降18.1%，1-2月出口创2009年以来最低，为全年商品出口低增奠定基调。由此来看，拉动经济的“三驾马车”步履蹒跚。不过较差的宏观经济数据在压制A股市场的同时，也激发了市场对于政策面刺激的预期，上周五《优先股试点管理办法》推出，分析人士认为，优先股利好大盘股，特别是金融等面临兼并重组、结构调整的行业，能够提升蓝筹股估值。政策面的刺激确实成为蓝筹股带领大盘强势反弹的导火索。优先股政策的推出无疑再次提升了市场对于政策面的预期。

另一方面，信用违约风险可能加重。3月初，超日债付息出现实质性违约，成为公募债券市场的首个违约案例。接下来，“11天威债”又因公司连续两年亏损于3月11日开始连续停牌。3月19日晚间，ST天威发布公告称，公司收到上交所决定，“11天威债”将于3月21日起暂停上市。低等级信用债的高风险特性，由此一次次被拉至台前，而这也许还是此类产品风险暴露的开端。从3月下旬开始，上市公司将进入年报密集披露的高峰，年内首个信用债到期兑付高峰也将到来。在此背景下，信用债评级一波下调潮，部分发行人兑付能力严重不足、相关低等级债券被暂停上市等信用风险事件还将陆续发生。这无疑对A股投资者情绪造成很大的冲击。在投资者情绪谨慎的背景下，市场反弹缺乏有效动能。

不过值得注意的是，投资者押注政策刺激的风险较大，推出优先股试点政策并不能等同于政策面放松，操作上而言，在经济、股市双下行的趋势中，押注政策放松时点把握很难，基于政策面预期提升的反弹高度存疑。



CFP图片

沪综指上周五以一根放量长阳扭转了此前的颓势，重新站上2000点整数关口，银行、地产等权重板块强势上攻成为股指反弹的重要功臣。从目前的市场格局来看，政策面预期角力基本面风险，扩大QFII投资与新股发行重启对峙，多空资金博弈加剧，短期市场波动或将明显剧烈。

扩大QFII投资VS新股发行重启

从1月下旬到2月下旬，沪综指出现一波强劲的春节攻势，这轮市场反弹的根基在于流动性阶段性宽松。一方面央行向市场投放流动性，另一方面新股发行暂停，场内流动性压力有所缓解。进入3月下旬，新股发行随时可能重启，再次让投资者的神经紧绷，不过政策以扩大QFII投资额度来应对，两者的对峙体现的是场内资金面的博弈，不过从目前的市场格局来看，QFII投资额度扩大可能尚难有效对冲新股对于资金的分流，沪深两市反弹持续性存疑。

3月21日下午证监会召开新闻发布会，证监会发言人表示，将对新股发行制度进行微调和完善，有业内人士表示，3月底或4月初，新股发行即将重启。虽然发行制度得以完善，不过新股对于市场的资金分流效应依然存在，市场可能遭遇类似于1月份的流动性冲击。此外，新股发行初期供应量的增加并不明显，由于新股和老股的比价效应，反而助推了创业板的上涨。但3月中下旬，新股或将再次开启，随着小盘股供应量的增加，创业板中成长股的稀缺性也将降

低，不排除供给端对创业板的冲击集中爆发的可能。如果市场中赚钱效应最强的小盘股熄火，整个市场都将受到显著压制。

在新股发行制度进行微调前，3月19日上海证券交易所就修订相关规则，放宽了QFII和RQFII的投资范围和持股比例，将所有境外投资者的持股比例限制由20%提高到30%，单个境外投资者的持股比例限制不变。境外投资者对上市公司若进行战略投资，持股比例则不受上述限制。有业内人士认为，上交所此举是进一步吸引境外长期资金入市的重要举措，也可能是政策对冲IPO重启的一大措施。

不过，分析人士指出，提高QFII持股比例，只是针对个股而言，到目前为止，可以看到QFII投资A股的最大持股比例是宁波银行，占比也不超过15%，其他持股占流通股比例几乎都在2%以下，这和险资投资比例扩大、对市场增加资金供给的效应是不同的。QFII投资额度扩大可能尚难有效对冲新股对于资金的分流，后续市场反弹能否持续也因此阴影犹在。

蓝筹股估值修复有望持续

普通股的优先股相关规定。

可以说，管理办法略超市场预期，打消了市场关于优先股转换为普通股的疑虑，被投资者理解为利好。符合条件可能率先推出优先股的上市公司可能集中在银行、地产、电力、交通运输等行业，其中银行受益最为明显，可以陷入融资困境的银行企业提供新型的融资工具。

从对二级市场影响看，优先股试点短期确实对银行等蓝筹股形成利好，加上股价超跌，能够引发一波反弹行情。但是，从影响蓝筹股市场表现的中期因素看，融资难并非主要问题。

投资者对蓝筹股没有信心的关键仍然是中国宏观经济处于转型阶段，银行、地产等周期性行业前景并不被看好。无论是优先股，还是“T+0”，都不能根本扭转蓝筹股的弱势地位，仅仅是超跌反弹的催化剂而已。单纯依靠制度红利，蓝筹股的上涨行情很难走远。

蓝筹估值修复具备支撑

相对而言，放开地产再融资，可以改善投资者对经济的悲观预期，引发市场对蓝筹股的重新认识。日前两家房地产企业中茵股份、天保基建同时发布公告，公司非公开发行A股股票申请获证监会通过。这也

是41个月来首次批准房地产企业在股市再融资。

今年2月份公布的各项数据均表明，中国经济下行风险开始加大，股市、大宗商品市场均大幅下跌，投资者对经济前景普遍忧虑。与此相对应，政策开始从局部入手稳增长，虽然不太可能出台类似2009年4万亿投资政策，但是与经济转型相结合，政策适度放松，有助于对冲经济下行压力。投资者的悲观情绪得到缓解，蓝筹股的上涨才能持续。

根据今年的政府工作报告，民生方面的开支投入很大。其中，仅实现三个“1亿人”目标（促进约1亿农业转移人口落户城镇，改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村，引导约1亿人在中西部地区就近城镇化）就需要巨额投资。3月20日，财政部副部长王保安称，预计2020年城镇化率将达到60%，由此带来的投资需求约为42万亿元。国家发改委13日集中公布5条铁路线路建设项目的核准情况，总投资额约1424亿元。

从目前的投资者心态看，稳增长措施开始得到市场的部分认同，蓝筹股的上涨有了基本面支撑，加上去年以来股价跌幅巨大，估值修复行情预计能够持续一段时间。

压力犹存

多看少动

月20日一个月时间内，沪深300指数调整幅度为9.6%，创业板综指调整幅度为8.2%，场内资金不顾估值安全边际对蓝筹股弃若敝屣，主要原因还是在于经济基本面的不断恶化以及流动性预期的弱化。

如今在这两大因素未有改善的情况下，单纯依靠政策刺激，周期性品种就能彻底扭转颓势的想法未免太过乐观。毕竟政策出台后效果的显现需要一段时间，而经济转型也是一个漫长的过程，在新的经济增长引擎出现之前，A股很难获得真正扭转弱势格局的内生动力。

微观盈利状况不佳

上周财政部网站公布数据显示，2014年1-2月国有企业累计营业收入同比增长6.7%，营业总成本累计同比增长6.6%，尤其销售费用和财务费用增长幅度较大，同比增幅分别为8.5%和15.3%。营业利润累计增长仅为2.8%。可见，国有企业产品需求严重不足，销售难度加大，债务负担沉重，利息支出大幅侵蚀利润，经营指标不断恶化。

分行业看，1-2月，国有轻工、煤炭、石化

等行业利润同比降幅较大；国有交通、钢铁、有色和化工等出现全行业亏损。结合前两个多月各方面的宏观经济数据看，PPI、PMI、工业增加值、发电量等指标均显示经济下滑压力加大。整体来看，目前国有企业微观层面盈利状况不佳，传统产业依然难以摆脱需求端萎缩、产能过剩的困境，周期性品种反弹的内在动力并不充分。同时，此类行业上市公司盈利能力若不能得到改善，即使发行优先股也会面临融资成本高企的问题，优先股数量及发行主体的积极性或受到一定制约。

资金面压力犹存

上周美联储3月份议息会议的货币政策透露出加息预期提前至明年春季的信号，美元走强预期不断提升，加之人民币浮动区间扩大，上周人民币快速贬值一度对市场信心形成较强冲击。市场利率水平随之上升，1周、2周、1个月SHIBOR连续五个交易日持续上升。

对A股市场来说，国际资本流出意愿增强，利率中枢上移，将提升市场对无风险利率水平的预期，场外资金介入A股的意

愿受到抑制，加之IPO重启在即，市场供需矛盾依然处于紧张状态。

对于权重股来说，由于其流通盘巨大，反弹若想延续对后续资金的需求必然增加，在目前货币政策保持不变的情况下，资金面压力的加大必然对A股市场尤其是周期性品种的超跌反弹空间形成严重制约。

从技术上看，尽管上周五沪指一根放量长阳将此前两周失地尽数收回，短期技术指标得到快速修正，不过周线级别未有改观，上方空头排列的均线系统对指数组成较大压制，MACD指标继续在空方区域运行，BOLL轨道线仍然向下运行。

量能方面，沪市单日1094亿元的成交量水平，想要面对上方巨大的套牢盘压力，显得相对单薄，后市若没有成交量的持续跟进，反弹的力度和空间或逐步减弱。

操作上，我们认为上周在极度悲观的

期指逆袭难令空方低头

本报记者 熊峰

股指期货新晋主力合约IF1404上周（3月17日至21日）三涨两跌，全周大涨3.70%，尤其是上周五交割日上演大逆转，大涨近100点，涨幅达到4.79%。分析人士指出，期指上周五的暴涨主要是受到优先股消息面利好的刺激，但在目前经济基本面疲弱仍未改善、IPO重启预期提升等多个偏空因素影响下，对期指走势仍不宜过分乐观。

增仓下跌 减仓上行

期指上周周线终于收红，终结了此前四连阴的走势。然而，大涨背后期指增仓下跌、减仓上涨的标准偏空讯号仍在延续。

就上周一走势来看，期指四个合约全线上涨，但总持仓减少6858手。IF1404合约当日涨幅达到2.14%。不过，市场人士因当多头入场积极性不高，所以对反弹延续并不看好，认为续涨空间不大。同时，沪深两市当日成交量并未相应放大，显示市场观望情绪浓重，资金流入积极性不足。

上周二，期指四个合约冲高回落，全线收跌，总持仓明显增加。IF1404合约跌幅为1.36%。当日期指增仓下跌概率指向多头方向。上周五，期指日内总持仓大幅下降，而净空单数据来看，前5名、前20名以及中信期货等净空特征明显会员的净空单一致地小于一季度均值，同时前20名、净空特征明显会员的净空单均小于季度均值。从净空单的变动来看，近期市场的多头情绪相对较浓。不过总体来看，期指中长期偏空格局尚未发生明显松动。

上周三，期指触底反弹，但总持仓再度减少。当月合约上涨0.59%。对于当日午后的触底反弹，分析人士指出，反弹原因与周一类似，都是期货贴水幅度过大引起的价差修复行情，但基本面并未发生实质性改变，除非有实质性利好提振，否则中长期偏空格局难改变。

上周四，期指四个合约全线下跌，总持仓再度明显增加。IF1404涨幅更大，为1.92%，报收2055.4点。分析人士指出，目前经济基本面疲软、房地产市场不确定性较强、IPO重启时间迫近等因素制约做多积极性，但在缺乏明显利好因素提振的情况下，股指难以扭转弱势格局。

前几个交易日的偏弱走势使得市场人士并不看好期指的走势，尤其是上周五正值交割

日，市场情绪更为谨慎。不过，周五的暴涨出乎了市场人士的预料。

对于上周五的大涨，广发期货资深研究员范士坤认为，当日期指上演绝地反击，主要是受到证监会发布优先股试点管理办法利好的影响。本次优先股发行将在上证50指数的成份股中选择，其中银行最早试点的可能性最大，这对银行板块是较大利好。

暴涨过后需要冷静

多位市场人士认为，期指上周的暴涨主要是受到优先股等消息面利好的刺激，但在目前经济基本面疲弱等因素影响下，追涨仍需要谨慎。

对于上周走势，上海中期高级分析师陶勤英指出，上周期指先抑后扬，主力连续合约再创新低后触底反弹。受房地产再融资、优先股试点将公布等消息利好，金融地产板块推升指数，不过期指仍受制于前期震荡平台，加之经济疲弱、人民币持续贬值、外围局势动荡以及IPO重启预期等利空因素云集，投资者暂时不宜追涨。

国泰君安期货资深高级研究员胡江林指出，根据上周五的走势，期指量化加权指示信号大概率指向多头方向。上周五，期指日内总持仓大幅下降，而净空单数据来看，前5名、前20名以及中信期货等净空特征明显会员的净空单一致地小于一季度均值，同时前20名、净空特征明显会员的净空单均小于季度均值。从净空单的变动来看，近期市场的多头情绪相对较浓。不过总体来看，期指中长期偏空格局尚未发生明显松动。

广发期货资深研究员范士坤认为，周五的大涨已经充分反映了相关利好的影响，后期股指走势可能需要关注其他影响因素，如24日将要公布的汇丰PMI预览值。他分析，对期指走势“不宜过于乐观”。此外，上周五期指当月合约IF1403进行了交割，当日上涨2.62%，报收2143.6点，而中金所盘后公布的IF1403合约的交割结算价为2143.10点，二者基本收敛。沪深300股指期货新合约IF1405将于24日上市交易，挂盘基准价为2149.2点。

“存量”模式主导二季度股市

广发证券 陈杰

从我们近期与投资者的交流反馈来看，今年1-2月的宏观和中观数据低于

预期，再叠加近期出现的信用风险、楼盘降价、人民币贬值等事件，使得市场情绪极度悲观，大家担心一季度GDP可能大幅下滑。但另一方面，投资者也开始憧憬在“底线思维”下，政策会很快出现明显放松。因此，就市场趋势来看，主流的预期是“先破后立”。

但我们认为这一预期未必会兑现，今年上半年股市或将继续在“存量经济+存量资金”的模式中运行。

虽然大部分人都认为一季度经济增速必破7.5%，但是我们结合近期的中观数据跟踪，以及产业结构的变化趋势，对于今年上半年基本面的判断是“不悲不喜，存量经济”。

我们预计，一季度的GDP增速可能仍将维持在7.5%的水平，二季度既看不到数据的大幅下行，也看不到强势的回升。这样在短期内也无法看到政策的明显放松。主要原因在于：

首先，工业增加值和GDP、就业的相关度已经下降。今年1-2月的工业增加值累计增速为8.6%，很多人据此推断一季度GDP会破7%。但这是观察以下一组数据可以看出，2012年工业增加值的中枢水平约是10%，2013年工业增加值累计增速的中枢水平约是9.5%，因此去年工业增加值的中枢水平出现了下移。但是

近两年GDP累计增速的波动却始终在7.5%和7.6%之间，城镇登记失业率也并没有上升，反而出现了下降，基本未受到工业增加值中枢下移的影响。

其次，另一个原因在于服务业在国民经济中的比重已明显提高。近几年中国第三产业在GDP中的占比一直在提升，并且在去年四季度首次超越了第二产业。而从以下数据可以看出，服务业的PMI数据一直高于制造业，且2月已经开始出现回升。如果服务业在今年一季度保持较高的景气度，那么国内的GDP增速很可能没有大家想的那么差，再加上服务业对就业的吸纳能力较强，就业指标也不会触及政策放松的“底线”。

因此，综合来看，我们对于今年上半年的宏观经济持“看平”的态度，到了今年下半年，一旦地产投资开始大幅下滑，宏观经济出现系统性风险的概率才会加大。

就市场应对策略来说，我们认为，今年上半年仍然是一个“存量经济+存量资金”的模式。一旦接下来经济数据仍然平稳，那么此前过于悲观的预期会向上修复，市场将会企稳回升，但存量资金的配置偏好将仍然是与转型相关或者业绩稳定的成长股，因此我们二季度主要推荐关注服务业板块，包括金融服务业中的券商、消费服务业中的传媒和医疗服务，生产服务业中的检验检测。