

流通性、结构调整与经济增长

——跨年度行情将面临的市场环境

联合证券 穆启国

2009年我们不能因为结构性问题而否认周期性回升,同样2010年我们也不能因为周期回升而否认结构性问题的制约。A股市场长期向上的驱动力来自于结构性问题的逐步改善和解决。目前的上行趋势有望持续到2010年的2—3月,二季度市场面临调整的压力,风险点在于保增长政策退出和供求关系冲击、人民币国际化进程下培育具备深度和流动性的金融市场,以及银行遭遇资本金瓶颈等问题使得股票融资压力增加。

全球经济在刺激政策驱动下周期性底部已经显现,流动性逐渐步入上升的后期,经济增长向8%以上的中期演进,通胀也从底部回升并逐步转正,盈利增速也将加速上升;在流动性步入后周期和估值回归合理的情况下,我们很难寄希望于估值的抬升,而经济增长和通胀的显性化使得盈利增速成为唯一可能的超预期。低利率以及定量宽松政策将变得不再完全合理,2010年也将翻开“全球再平衡”与“结构调整”的新篇章。

流动性:政策效应衰减

金融市场流动性主要有三方面驱动:一是由于商业银行信贷增加较快所形成的货币乘数攀升;二是由于贸易或者FDI顺差形成的外汇储备并由此导致的基础货币发行;三是货币流通速度提升导致的储蓄活化。2010年的流动性从政策驱动逐步转向内生性增长驱动,信贷效应在逐步衰减,人民币升值和储蓄活化是可能超预期的。因此虽然流动性政策效应衰减,但一季度方向依然中性偏向上。

保增长政策逐步退出使得信贷规模逐步回落至正常水平已成为市场一致预期。从时间节奏来看,一季度依然是信贷相对宽松的时候,但在保增长政策渐进退出的背景下很难像2009年一季度那样宽松。此后随着CPI、GDP增速与资产价格上升,货币政策调整进程有可能加快。在经济恢复的预期下,我们认为货币政策在二季度可能调整。在新增信贷总量收缩的情况下,信贷结构流向是2010年重点关注的方面。信贷支持对于需求仅受通胀预期推动的行业、产能过剩的行业、不符合节能减排的行业有望进一步缩小。

经济增长:一季度确定性回升

虽然周期性回升的方向明确,但是增长幅度和持续性受到全球再平衡和国内结构调整的结构性因素制约。在保增长政策逐步退出之际,政策重心势必向调结构和管理通胀预期转变。中国的调控结构不可能脱离全球结构再平衡的路径。根据历史经验,全球经济增长方式的调整应建立在制度创新或技术创新的基础上。虽然新能源、环保产业、信息产业的技术正在快速发展,但目前仍难以独立撬动经济周期。可以认为2010年的全球经济再平衡必然是量变,而不是质变。全球经济再平衡量变进程中更多的是美国等主要进口国增加储蓄,而新兴市场从出口逐步向内需转变,全球增长引擎将不再像先前那样高度依赖美国,新兴市场也将日益成为经济增长一个重要的驱动因素,未来的消费引擎向发达国家和新兴市场双驱动切换,全球经济增速难以回到以往的高速增长。

基于结构性问题的考虑,我们预测,中国经济增速同比呈现倒“V”型。从时间来看,二季度GDP同比增速将回落,而环比保持平稳;美国经济同比呈现倒“V”型,三季度开始出现回落。美国经济逐步恢复主要是基于前所未有的政府

2009年8月末以来到现在,小盘股相对于大市值股票超额收益大,相对估值偏高。从风险和收益的角度来看,追寻估值洼地必然会使资金从前期涨幅较多的板块和小盘股转移出来。

企业和公用事业产能利用率开始恢复,这些表明实体经济将由过量流动性催化的价格快速虚涨,而逐步转变为实际需求量升。

历史经验的投资时钟

传统的投资时钟往往是两个维度:经济增长与通货膨胀。考虑央行货币政策的影响,周期可以分成三个维度:流动性、经济增长、通货膨胀。由于政府的逆周期政策,流动性往往提前于经济增长、利润增速、通胀的变化。

我们统计了2001年1月至2009年10月,大类资产在投资时钟经济周期划分标准下的年化收益。当流动性下降,而经济和通胀都处于上升阶段时,对于股票而言是最佳投资时期;对大宗商品而言表现最佳时刻是,政策扰动期,即流动性与通货膨胀依然处于上升而经济出现回落;当经济和通胀都处于下行阶段,债券投资的收益是最高的。对于我国的股票而言,对于经济增长是比较敏感的,只要产出缺口在扩张期持有股票都是不错的选择。

估值结构与风格变化

股票市场估值整体在历史平均附近,大多行业已经超过历史平均,不像2007年极端高点和2008年极端低点那样明确方向,因此从历史维度来看估值并没有明确方向。从外围市场和其他资产收益对比来看,估值仍有提升空间。A-H溢价已经接近于1664和1814的阶段性低位,与其他资产的收益率相比,股票的收益率相对来说仍有较大的吸引力。

从行业属性来看,大盘股往往集中在金融和其他强周期行业如资源、钢铁等,这些行业往往难以与外围市场脱钩。因此在外围市场震荡时,小盘股在政策等其他催化剂的影响下往往有较大的超额收益。2009年8月末以来到现在,小盘股相对于大市值股票超额收益大,相对估值偏高。从风险和收益的角度来看,追寻估值洼地必然会使资金从前期涨幅较多的板块和小盘股转移出来。但目前大市值股票短期启动的催化剂并没有形成:(1)政策预期没有明朗,尤其是房地产的政策;(2)美元反弹的担忧没有减弱,代表外部市场资金变化。风格指数当前仍向有利于小盘股方向变动。因此虽然风格走向均衡应是个必然,但现在完全转换可能仍待时日。

中国经济在未来全球经济再平衡博弈中需在三个方面取得突破:(1)寻找全球科技创新的方向;(2)通过产业升级在现有贸易格局中获胜;(3)消费驱动的内需增长模式逐步启动。从这方面来看,调整政策的重心必然在科技、装备和消费三个领域,中下游行业政策环境逐步转好。但目前可选消费销量处在高位,销量增速难以超预期上升,利润提升会使得产能利用率提高和资本支出增加,超额收益有望逐步向产业链的中上游转移;资源在流动性回落的背景下价格强势上升概率较小,而经济回升带动量增催化结构性机会,因此受益于资源需求量回升、供给结构改善、防范政策调控、估值偏低等原因,交通运输和煤炭板块有潜力。综合来看,结合估值、历史超额收益,我们建议投资重点关注中游行业,以及上下游的结构性机会。

权重股王者归来 欢乐颂此起彼伏

万国测评 谢祖平

沪深股指继上周深幅调整之后,本周双双大幅回升。上证指数最高回升至3311点;而深成指最高则接近年内高点;中小板综指刷新历史新高。而两市日均成交金额保持在3000亿元之上。不过,周五随着以银行保险为代表的权重指标股走强,前期受到市场持续热炒的中小市值品种则出现回落。短期市场热点的小市值品种则出现回落。短期市场热点的变换是否意味着风格转换?12月份收官行情将如何演绎?本周与大智慧联合举行的专题调查以“12月会如何收官?”为主题,分别从“你是否看好的12月的A股走势?”、“权重股在12月是否会走强从而实现风格转换?”等五个方面展开,调查合计收到1113张有效投票。

近七成人看好12月A股

观察近期沪深两市股指的表现,虽然上周上证指数最低探至3080点,但是在经过短线的快速调整之后,近五个交易日沪深两市股指再度大幅上扬,并双双回到年内高点区域。而周五两市成交量也放大到4000亿元之上,投资者做多的意愿仍处于高位。关于“你是否看好的12月的A股走势?”的调查结果显示,选择“看好”、“不看好”和“不好说”的票数分别为761票、219票和133票,所占比例分别为68.55%、13.57%、11.95%和5.93%。该项调查中超过三分之二的投资者认为今年年底前后的市场环境好于去年,对于市场运行环境的乐观判断可能是投资者看好12月份A股走势的主要原因之一。

对“风格转换”有分歧

观察周五上证指数以及深成指分时图,虽然上证指数收在3300点之上,日涨幅达到1.61%,但是盘中黄线(简单平均指数)表现偏弱,其盘中最大跌幅超过4%,两市A股287家上涨,而下跌家数则达到1301家,以保险、券商、银行以及石油为主的少数权重指标股走强,前期活跃的中小市值股则普遍回落。这是否意味着市场将实现风格的转换呢?根据“权重股在12月是否会走强从而实现风格转换?”的调查,其中选择“会”、“不会”和“不好说”的票数分别为505票、364票和244票,所占比分别为45.37%、32.70%和21.92%。从调查结果分析,投资者对于权重指标股能否在12月份有较好表现存在分歧。但相比之下持乐观看法的投资者略占有优势,认为市场将实现风格转换的比例四成五。由于权重指标股对股指所具有的显著影响力,对权重指标股具有较高寄望应是投资者看好12月的原因之一。

年底表现与趋势有关

不过,投资者对于机构是否会在年末做市值则存在着不同的看法。关于“今年年末机构做市值的冲动到底有多强?”的调查结果显示,选择“与往年差不多”、“会比往年弱”、“会比往年强”和“不好说”的票数分别为314票、254

营业绩扭转不利局面出现增长。近日中央政治局会议也明确将继续实施适度宽松的货币政策,投资者对市场环境的担忧减轻。根据“相比去年,你怎么看待今年年底前后的市场环境?”的调查结果显示,选择“较去年好”、“不如去年”、“与去年差不多”和“不好说”的票数分别为763票、151票、133票和66票,所占比例分别为68.55%、13.57%、11.95%

和5.93%。该项调查中超过三分之二的投资者认为今年年底前后的市场环境好于去年,对于市场运行环境的乐观判断可能是投资者看好12月份A股走势的主要原因之一。

票、434票和111票,所占比例分别为28.21%、22.82%、38.99%和9.97%。该项调查中无一项得票超过四成。而通过比较近年来12月份以及12月底的市场表现,股指表现与所处的中长期趋势具有较大关联度,虽然年底做市值的现象已经成为惯例,但是做市值的力度有所减弱。

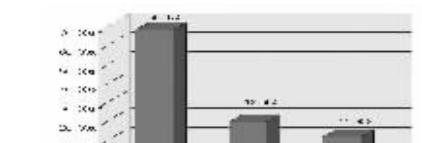
大多数人今年收益不理想

截止到12月4日,沪深两市股指年内涨幅基本上在七成以上,仅中国铁建、攀钢钒钛等极少数品种出现回落,而接近1100家个股涨幅超过1倍,其中涨幅在2倍以上的品种达到300只。不过从最近两周的调查情况看,投资者收益情况并不乐观。关于“你对自己今年的投资收益是否满意?”的调查结果显示,选择“满意”、“不满意”和“还得看12月份情况”的票数分别为281票、459票和373票,所占比例分别为25.25%、41.24%和33.51%。虽然将近三分之一的投资者选择看12月份情况最终确定收益率,但是超过四成的投资者对于收益率不满意。而上周调查也显示亏损的投资者比例超过三成,A股市场上涨对部分投资者而言并未带来相应回报的高收益。

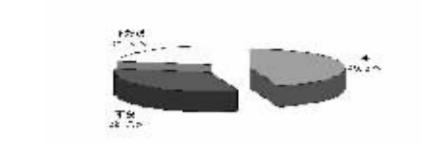
以上调查显示,随着近日股指强势反弹,投资者对于市场的乐观预期再度增强,多数投资者认为A股市场环境好于去年并看好今年12月份走势。同时不少投资者对于权重指标股有较高期望,倾向于市场将实现风格转换。不过,仅有少数投资者对自己今年的投资收益表示满意。

笔者认为,以银行、券商、保险以及石油为代表的权重指标股走强,权重指标股与中小市值股、题材股的跷跷板效应,主要是市场热点之间的轮番运作以及中央经济工作会议等消息的乐观反映,能否持续有待观察,市场进而实现风格转换的概率不大。下周操作上关注权重指标股及具有相对估值优势的蓝筹股波段性的机会。

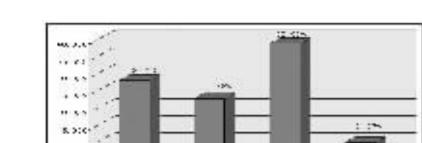
一、你是否看好的12月的A股走势?



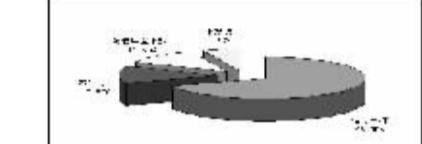
二、权重股在12月是否会走强从而实现风格转换?



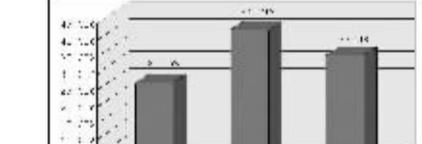
三、今年年末机构做市值的冲动到底有多强?



四、相比去年,你怎么看待今年年底前后的市场环境?



五、你对自己今年的投资收益是否满意?



跟着市场风格转 重新关注蓝筹股

江南证券 邱晨

本周上证指数在上周重挫6.41%后不跌反涨,周K线收出阳包阴形态。中小板指数更是在周四创出年内新高。但周五市场风格转换,以金融板块为代表的权重指标股突然崛起,引发题材股纷纷跳水,中小板指大跌2.54%,创业板更是深深下落于中低流通市值股个股。而反观年内月度成交量最大的7月,个股行情几乎是由于市值最大的金融、地产、资源三大板块所主导。由此可以看出,11月以来,流动性最强的活跃资金相对集中地向炒作中低流通市值股倾斜,这是造成一个多月来题材股大涨而指标股蛰伏的主要原因。

从本周市场表现看,前半周继续呈现冷落指标股、热炒题材股的市况。从低碳经济(包括环保、新能源板块)到泛消费概念(含家电、酿酒、农林牧渔、食品、旅游、汽车等行业),无不呼应了明年“稳增长、调结构、扩内需”的经济工作思路。周三借助于国际金价再创历史新高,黄金及有色等资源类股大幅补涨,房地产板块也有所异动。而创业板,更是在吉峰农机连续飙升、一个月翻番的榜样引领下周四集体大涨,终于引发监管层严厉整饬。据媒体统计,期间沪深股市约有四成的股票收盘价达到了上证指数6124点时的价格水平,按有历史可比数据的1463只股票计,深圳股市A股平均股价周四接近16元,上海A股平均股价超过11元。

上述市况提示我们:虽然目前上证指数较历史高点6124点仍有约46%的跌幅,但这种指数上的视觉落差主要是由权重指标股的超跌(相对于中低流通市值股而言)所拖累的。实际上部分板块个股的股价已经达到或接近了历史高位。尤其是生物医药板块,总体超过6000点时的股价水平约25%。这不得不让人叹服题材股、中低流通市值股的魅力!同时,也不能不对当前市场估值体系的紊乱保持一份警觉。

统计数据显示:11月份,沪深两市累计月度股票成交额达到6.39万亿元,环比增长98%,接近翻番,是年内(也是历史上)月度成交额的第二大月份。11月底,A股市场存量资金环比增加了800亿,达到15000亿的新高,资金增速为年内第二高水平。令人惊讶的是,在月度成交额创出历史第二大的情况下,11月份大盘指标股的表现却不如人意,众多权重股涨幅远远落后于中低流通市值股个股。而反观年内月度成交量最大的7月,个股行情几乎是由于市值最大的金融、地产、资源三大板块所主导。由此可以看出,11月以来,流动性最强的活跃资金相对集中地向炒作中低流通市值股倾斜,这是造成一个多月来题材股大涨而指标股蛰伏的主要原因。

资金在题材和权重股之间大挪移

昨日资金成交前五名依次是:金融、中小板、地产、煤炭石油、有色金属。资金净流入较大的板块:金融(+63亿)、券商(+30亿)、煤炭石油(+23亿)。资金净流出较大的板块:中小板、医药、创业板。本周两市资金累计净流入约720.06亿,比上周的流出17亿大幅增加。本周资金净流入排名前列的依次是:金融、中小板、券商、煤炭石油、化工化纤、汽车。昨日资金成交前五名依次是:金融、中小板、券商、煤炭石油、化工化纤、汽车。金融:净流入较大的个股有中国太保、中信银行、中国平安、浦发银行、民生银行、中国人寿兴业银行、工商银行、北

跟着市场风格转 重新关注蓝筹股

江南证券 邱晨

持股明显加快了步伐,一个月时间累计减持达到10.16亿股,相比9月18日至10月17日大盘震荡期间的减持量5.53亿股翻了将近一倍,两市11月份的减持市值近90亿元。也就是说,如果题材股炒作偏离基本面太远,上市公司大小非股东出于利益驱动而减持的意愿必然增强,市场内的平衡机制将起作用。

再回到短期市场走势。周五在金融股领衔上涨下,上证50、央企50、中证100等大盘股指数重新占据板块涨幅前列,反映出市场风格发生了转换,大盘蓝筹股重新受宠。这既是市场对高层关于股指期货、融资融券将要推出的言论的积极反应,也可视为市场在题材股不断炒高后自发产生的风格逆转。如果这一转变在下周得到确认,则前期过分炒高的题材股将给未来市场良性发展留下隐患。君不见,随着上证指数10月19日重新站上3000点,上市公司大小非减

筹股行情得到巩固、延续,则下周大盘将向11月高点3361点发起攻击。投资者在操作中应果断顺应市场风格转换,增持蓝筹股,减持题材股,以提高资金使用效率,力争取得跑赢大盘的收益。下周市场的观察重点是:蓝筹股行情能否延续,周五的“二八现象”是否缓解,大盘的量价关系如何。随着岁末年初的到来,业绩增长、有高送转潜力的个股可能成为市场新的热点。

江南证券有限责任公司
SOUTHCHINA SECURITIES CO., LTD.

共同成长 财富江南

客服热线:400 8866 567

京银行、华夏银行、深发展A、宁波银行、南京银行。

券商:净流入较大的个股有中信证券、海通证券、国元证券、宏源证券、国金证券、光大证券、招商证券、东北证券、西南证券。

煤炭石油:净流入较大的个股有新大洲A、西山煤电、太化股份、中国神华、中国石化、潞安环能、国际实业。

汽车:净流入较大的个股有星马汽车、金龙汽车、海马股份、长安汽车、江铃汽车。

金融:净流入较大的个股有中国太保、中信银行、中国平安、浦发银行、民生银行、中国人寿兴业银行、工商银行、北

广州万隆)