■每周酷图与思考 | Chart and Idea

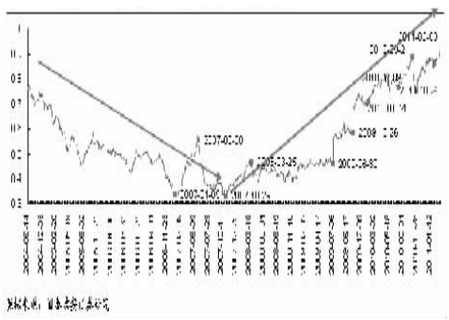
策略角度 看ST投资机会与风格含义

国泰君安策略团队

就 ST 类股票股价与沪深 300 的比较看，从 2007 年 10 月 29 日见底，ST 股票趋势性跑赢沪深 300。且两者比价关系的一些拐点都和市场的重要时点完全一致。在有些时点，ST 股以集体涨停、跌停等方式跳动，是市场观点发生变化的重要指标。从策略角度看，在沪深 300 反映了市场的预期后，ST 股价的变动周期决定了一轮行情的拐点，是判断小周期趋势的一个重要指标。

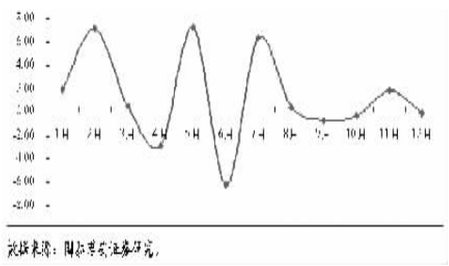
下面的时间点都代表着证券市场的一些关键变化，5.30、10.29、3.25、6.30、10.26、2.09 每一个日期变化以后，市场的风格、经济的状态都发生了变化。ST 股票相对沪深 300 的上涨，往往代表上涨行情的延续。

图 1：ST 股价/沪深 300 股价走势显示的每一个拐点都具有典型的表征意义



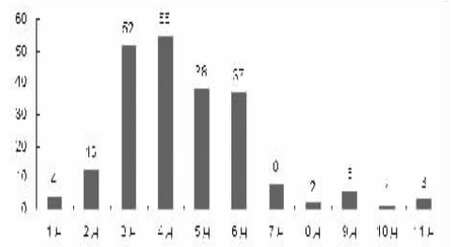
从相对跑赢沪深 300 的程度看，ST 股的涨跌有明显的季节性，每年的 2 月、5 月、7 月和 11 月份局出现明显的相对跑赢。从季度数据看，一季度相对收益最高，二季度为负，三季度次高，四季度略跑赢。

图 2：月度相对沪深 300 收益，2、5、7 月份比较明显



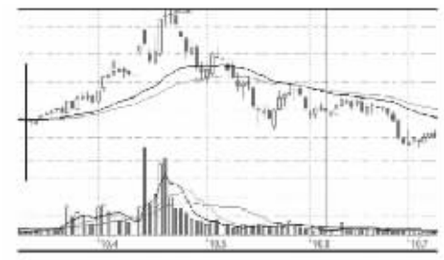
摘帽的 ST 股票也主要发生在 3~6 月份，这里着重分析摘帽的投资机会。

图 3：3~6 月份是摘帽集中的月份，预期主要发生在 3 月、4 月，审批流程则决定了行情主要分布在二季度



摘牌前后股价基本的走势有：1、摘牌前上涨，摘牌日放量，然后股价回落；2、摘牌前后股价均持续上涨；3、摘牌后股价上涨；4、摘牌前上涨，摘牌后走平。5、摘牌前 1 月回落，在之前上涨。

图 4：东北电气 3.16 启动，4.14 摘牌，4.21 高点



我们统计了 2003 年以来 228 只摘牌的股票，摘牌日之前 1 个月上涨的有 173 只；摘牌后 1 个月下跌的有 154 只；摘牌前后都上涨的有 63 只；摘牌前后都下跌的有 41 只。以大概率看，摘牌前上涨的机会最多；摘牌后上涨的机会较少。提前 2 个月上涨的有 174 只股票。

*ST、ST 摘帽的主要条件为：1、最近一个会计年度主营业务利润为正，股东权益为正；2、资产重组完成。第一种情况在年报经过董事会批准后，可以向交易所申请，第二种情况是资产重组完成后。所以投资标的的选取有两种：一个是主营业务利润和权益为正，一个是资产重组。

从个股选择上，只能采取逐个分析的方法。根据前面总结的股价整体趋势，我们认为：1、分析市场环境是否有利于 ST 风格；2、ST 股价运行特征是前期 1 个月上涨，后期可以根据盈利与资产重组状况进行估值；3、根据公告情况可以有效把握投资机会。

根据以上分析，我们重点推荐以下股票：*ST 山焦（主营业务盈利能力恢复）；ST 安彩（公司业务转型，盈利能力恢复）；*ST 东热、*ST 春晖、ST 汇源（公司公告预期盈利）；ST 重实、ST 东源、*ST 鑫新（均公告资产重组）。

■名家 | Columnist

毁灭与重建 日本股市或告别二十年熊市

日本地震是悲剧，但也可能成为其经济复苏的催化剂

编者按：3 月 11 日的日本地震对日本未来是一场严峻考验，这次冲击是否会进一步加强过去 20 年来日本经济、社会和政治的不健康状态，从而使经济更难逃脱通缩陷阱，也更难摆脱财政赤字？或是会激励起日本人的决心并且成为变化的催化剂，将成为日本经济的一个转折点，从而摆脱日本股市 20 年熊市？现在做出评判还为时过早，但从地震之后出现的一些积极改变迹象看，或更多预示的是日本经济可能会走上复苏之路并开创出更美好的未来。

官兵/漫画

日本野村证券

重建将促进经济复苏

受大地震的影响，我们下调 2011 年日本实际 GDP（国内生产总值）增长预期 0.4 个百分点至 0.9%，同时将 2012 年实际 GDP 增长预期上调 0.3 个百分点至 2.5%。我们认为，地震将导致 2011 年一、二季度的实际 GDP 增长被放缓 0.6 个百分点左右。但预期地震对经济的即期影响有限，并且我们将经济重新加速增长的时间预期，从 2011 年二季度推迟到 2011 年四季度，到那时重建相关需求肯定会对经济起到促进作用。

虽然现在很难确定资本存量的损失，但我们根据阪神–淡路大地震的经验作简单计算，估计地震导致损失总额约为 12.7 万亿日元。

需求方面，出于对地震危害、轮流限电和核电站问题的担心，消费者可能会削减支出。我们预期因此造成的实际 GDP 下降程度，将暂时超过我们对总损失的估计。我们不认为日本经济会出现 2008 年雷曼兄弟破产冲击后那样的恶化，在那次危机中日本的实际 GDP 在两个季度里下降了 8.1%。随着损失的资本存量得到重置，预期将出现相当于 12.7 万亿日元（约为名义 GDP 的 2.6%）的长期重建需求。

后市多持谨慎乐观态度

尽管地震是场悲剧，但这场自然灾害可能成为日本开创更加美好未来的催化剂。在经济学上，这样的自然灾害（从广义角度来说）既意味着对供给的直接负面冲击（由于人员、基础设施和财富遭受损失，并且经济活动受到干扰），也有对需求的积极冲击（一开始会滞后出现，并且持续数年）。就对 GDP 的影响而言，需要区别经济水平和增速。通常情况下，潜在产出会下降（相比原本应有的增速，当季或者下个季度的经济增速会更低），但之后经济将加快增长。

但正如菅直人首相的评估所暗示，本次灾难的影响远远不止 GDP 被削弱那么简单。伴随着核反应堆受损而出现更大的短期不确定性，意味着这次灾难的最终规模仍然不明。但我们已经看到一些积极迹象，并且有一些理由对此持谨慎的乐观态度。

第一，地震对日本的政局和财政政策将产生显著影响。在地震发生前，政府和反对党之间的政治冲突激烈，阻碍了预算案及其相关立法的通过，从而造成经济下滑的风险。然而，地震戏剧化地改变了这样的政治局面，政界可能会暂时将争议搁置一边。另外，我们认为未来一段时间不会发生任何重要的政治事件，包括内阁重组、国会解散或召开普选。已在众议院通过的 2011 财年预算很可能无需进一步修正就立法通过。我们也预期会很快通过发行赤字融资债券的特殊法律。就此而言，我们认为地震增强了政治稳定性，并提高了财政决策的灵活性。

第二，很可能出台更加扩张性的财政和货币政策组合。这正是饱受通缩问题困扰的日本所急需的。许多人都担心日本危险的财政状况使其无法实行扩张的财政政策。但是，“日本”和“日本政府”之间存在天壤之别：后者存在债务问题，而前者没有（日本是世界其他地区的巨大净债权国，每年持续的大额经常账户盈余，使得日本的净债权国地位不断得到巩固）。并且自 2008 年危机以来，日本央行在上周一之前几乎没有怎么扩大资产负债表规模，因此完全有能力通过购买日本国债和其他资产（用创造超额储备金来融资）来扩大资产负债表。

第三，近年来日本一直受到“国家品牌形象”的困扰。现在全球对日本的不幸遭遇充满了同情。此前 G7（西方七国集团）出人意外地决定和日本一起联合干预汇市，就反映出同情因素。日本有机会重塑形象，甚至改变在世界上的地位。

第四，未来日本需要进行一系列重建和新建。而日本人口的老龄化导致建筑劳动力在一直减少，重建中跟随而来的对建筑工人的需求，将使日本重新审视移民和劳工政策。

我们假设 2011 财年的补充预算案将为受灾地区的重建提供 6 万亿日元的额外支出。预期 2011 年二季度、三季度和四季度分别支出 2 万亿日元。然而，政府重建支出需要一段时间后才能对经济产生明确的积极影响。在阪神–淡路大地震之后，1995 年一季度政府在购买和配发紧急供应用品方面的支出迅速增加，而修复和重建道路桥梁方面的公共支出则要到 6 个月之后（三季度前后）才会对经济产生明显的影响。我们修正后的经济前景假设公共支出（实际固定资产形成额）将在 2011 年四季度明显增加。

地震后，日本央行一直在增强对危机的应对。就在地震发生后，3 月 14 日央行向市场提供了 15 万亿日元的资金。同日，央行有些出乎市场意外地决定将资产收购计划增加 5 万亿日元。与 2010 年 10 月份公布的最初分配额相比，日本央行对风险资产的增加购买量略高于我们之前的预期。如果股价的持续下跌和日元升值导致金融市场创历史新低，日本央行可能会立即实施进一步的货币宽松措施，例如增加购买 ETF（交易所交易基金）。

我们目前调整后的前景是初步结果。福岛核电站、电力短缺以及汇市和股市仍存在很大的不确定性。我们修正后的经济前景认为，日本东北部地区不会大范围出现核辐射污染的紧急局势。如果最终的结果比我们的预期的更糟糕而且股价狂跌，我们将不得不下调经济前景预期。随着信息的不断公布（包括经济指标和损失报告），我们会继续评估地震的经济影响，并在必要情况下调整我们的预期。

国际油价7月前不具备系统性上涨动力

实际需求、库存和可控产能等因素，都暂不支持石油价格进入系统性上涨通道

邵宇

中东局势与石油价格

中东在全球陆地面积占比不到 8%，却储藏了占全球 57.8%的石油。我们从以下几点分析市场最关心的 2011 年石油价格风险问题。

1、油价新特征：溢价。

2011 年初国际油价除了整体看涨外，还出现了少有的明显的跨市场溢价。从 2010 年 8 月中旬开始到去年年底，布伦特与 WTI（美国西德克萨斯轻质原油）油价相比升水平均保持在 2.2 美元/桶。进入 2011 年之后，这一价差迅速拉大，于 2 月 9 日达到 15 美元/桶，并一直保持该水平。

这种溢价一部分反映了其各自市场基本面的变动情况，而另一部分则是国际金融市场联动的影响，反映了市场对中东地缘政治风险的担心。从市价形成的基础来看，WTI 价格实际上被其合同交收地美国俄克拉荷马州库欣市的过度库存而压制已久，直到利比亚骚乱发生之后才突破前期高点。

而布伦特原油价格走强也有着它自身独特的逻辑。成熟的北海油田的产品构成了布伦特合同的主要价格，然而该产量近年来逐年下降。油田维护与非正常储运损耗进一步降低了产出。在 2011 年 2 月，上述情形叠加货运量的下降，导致了市场挤压，推高远期价格及其附带的交割延期费等。地中海和西欧储运不足将导致市场进一步受到挤压扭曲，使得未来布伦特价格风险增加。

除了基本面的成因，金融因素导致的布伦特价格走强更不容忽视。考虑到布伦特价格在金融市场交易中的重要地位，它和亚洲市场猛增的石油需求间有千丝万缕的联系，投资者对于以布伦特原油为标的的金融产品的兴趣也与日俱增。2010 年，分别以 WTI 及布伦特为标的的金融产品交易量都达到了历史高位。然而分开来看，WTI 合同的交易量增长不足 25%，布伦特合同的交易量却增长超过 43%。投资流向的变动也使得布伦特价格波动相比 WTI 更加剧烈。2010 年 8 月至今，布伦特的价格波动幅度在 30 美元/桶之间，相比同期 WTI 价格波动区间只有 20 美元，这也使投机者更加偏好布伦特合同。

除此之外，地缘政治的变动给市场增加了压力，中东和北非的政治动荡时间成为布伦特和 OPEC（欧佩克）一揽子油价不断迈上新平台的触发点。WTI 原油价格与布伦特原油价差持续扩大，更多反映的是地缘政治因素主导的油价大幅上涨，而实际原油需求未发生显著变动。

从地缘因素看，由于美国石油进口来源多元化明显，中东政治动荡对 WTI 价格影响相对较小。WTI 原油日产约 30 万桶，但其期货交易量达 2 亿桶/日，是世界石油实际需求的 2 倍以上，主要反映了美国的供需状况。欧洲对中东石油依赖性远远高于美国，中东和北非地区动荡直接影响欧洲石油供需。因此，自去年底至今年 3 月，埃及、伊朗和利比亚的骚乱除了让布伦特油价不断迈向新高的平台外，还推升了布伦特与 WTI 原油的溢价。OPEC 成员国利比亚动荡发生后，引发了市场对石油稳定供给的担忧，WTI 和布伦特价格双双大幅飙升。

2、地缘政治风险：供给。

目前，在 OPEC 主要成员国中发生过骚乱的有伊朗、利比亚和阿尔及利亚，其中伊朗是 OPEC 第二大石油产能国，利比亚是非洲第三大产油国，原油日出口量分别为 355.7 万桶和 147.4 万桶。

利比亚事件对油市的影响程度主要看其产能能否得到弥补。利比亚的原油主要出售给欧洲的石油公司，占其石油出口量的 85%。为了稳定油市，利比亚动乱爆发后 OPEC 马上表示已有的预备产能完全能应付利比亚供应减少的冲击，而这些主要位于沙特的 370 万桶/日的空闲产能很快被部分启动了。IEA（国际能源机构）也宣布，当必要时随时准备启动应急机制，这缓解了 2 月底险些失控的油价上涨。石油期货市场的反应也表明，沙特的富余石油产能足以覆盖由于利比亚局势动荡造成的石油供给下降。

整个 OPEC 的空余产能在 2008 年全球危机后就处于海湾战争以来的相对高位，2011 年 1 月 OPEC 空余产能为 523 万桶/日。在极端假设下，即使利比亚和其邻国阿尔及利亚完全停止对外输油，OPEC 其他成员也能完全覆盖供给缺口。但国际油市将不可避免地进入混乱期。如果伊朗出现问题，那么国际油市将失去控制。

在实际的中东原油生产与输出受到政治动荡影响之前，国际原油价格，特别是其中的北海布伦特原油价格仍然会持续事件性的超调型上涨。但在伊朗和沙特这样的石油输出大国受到实质性的冲击之前，不会出现石油危机，短期内布伦特原油价格将在 110~120 美元/桶的区间内震荡。

3、地缘政治风险：运输。

运输角度上看，OPEC 成员国占据着重要的战略地理位置。在可预见的未来，海运将始终是原油长途运输的主要方式。难以否认的是，中东局势再次恶化的话，运输风险将是石油价格再次上行的重要触发点。影响全球石油贸易的七大运输咽喉中，有四个集中在中东地区，这四个海峡的石油流量占据了世界石油运量的近七成（根据 1999 年数据，该比例为 66%）。

在中东动荡发生之前，充沛的运力使得管道运输能力尚未全部利用。但是，如果海湾的政治风波失去控制，那么除了影响石油供给外，还会导致中东石油咽喉——霍尔木兹海峡运输风险大幅上升，这将导致大部分沙特和伊拉克的石油将改道曼德海峡、苏伊士运河和土耳其，不管是陆运还是通过管道输送，运输成本必将大幅上升，其结果是油价攀升，从而严重影响世界石油市场的正常秩序。

油价未来判断

尽管中东政局使得短期内市场担忧情绪被扩大，甚至可能被投机资本利用了。但在地缘政治风险得到有效控制的情况下，目前的实际需求、库存和可控产能都不支持石油价格进入系统上涨的通道。

跳出 OPEC 的圈子，产能方面，全球活动原油钻井平台数目处于历史最高位，甚至高于 2008 年油价处于历史高位时的水平，即使考虑到总产量的增长，单油井的生产负荷也处于历史低位，而且 2003 年以来全球新增油井的主要区域都是在中东以外的地缘政治稳定区域。

经历了 2010 年的快速恢复后，新兴经济体 2011 年大都处于经济的冷却期和着陆期，他们作为全球原油增量需求的主要来源，今年需求增加速度不会太高。库存方面，全球原油及其产品库存从次贷危机以来就一直被推在相对高位：在断油的极端情况下，商用库存可供 12 月底的远期需求 59.5 天，而总库存可供给 95 天，分别高于 2001 年以来的平均值 6 天和 20 天。库存对于短期价格冲击和供给不足具有一定的缓冲能力。

综上文所述，我们对石油价格总体的判断如下：

第一，2011 年 7 月份之前，在需求恢复尚不确定，并且市场原油库存和产能能够提供足够缓冲的情况下，国际油价不具备系统性上涨的风险（最新日本地震引发的需求冲击短期也强化了这个判断），考虑到日本地震导致的石油需求下降，布伦特原油的价格波动区间在 110~120 美元/桶之间。

第二，地缘政治事件短期内难以缓和，即使沙特增产能弥补利比亚的原油断流，石油运输风险尚未爆发，中东和布伦特原油相对 WTI 的溢价仍将保持高位。

第三，2011 年 7 月之后，美国因素会成为油价再上新平台的风险点：无论美国经济恢复是否达到美国管理当局的预期，都很有可能推升石油价格。如果美国实体经济复苏欠佳，通胀再次回落，那么按照伯南克的逻辑和美国的策略，QE（量化宽松政策）3.0 可能会推出，石油价格将会产生货币性的上涨；反之，如果美国经济恢复较好，全球经济“双速恢复”逐步收敛，那么其带动的实际需求恢复可能会导致油价随着 OECD（经合组织）国家失业率的下降而上涨。如果中东和北非的地缘政治风险与美国因素叠加的话，那么年底石油价格可能会达到 130 美元/桶以上的高位。

（作者系宏源证券首席宏观分析师）