

■机构观点 | Viewpoints |

罗马并非一日建成

——理性看待城镇化题材炒作

王胜 凌鹏

本周市场小幅波动，我们对市场的观点依然明确——既然已经错过，不建议再追涨。而随着年底资金紧张、坏账预期逐步暴露、创业板解禁压力和数据幻觉的消失，市场会重归平静，或许后面还有加仓的机会。正如2013年策略报告《犀牛之界》中所言，新型城镇化和美股强势的受益品种是A股未来的两大关注点。对于新型城镇化，有如下几点值得注意：

其一，新型城镇化注定是明年的焦点。我们从2012年7月开始连续发表了《从“新土改”畅想新型城镇化》等四篇系列报告。强调了新型城镇化是更为精细的城镇化，不再是钢筋水泥混凝土的简单堆积，而是强调农民市民化和城市功能的深化，强调更为绿色环保、更为智慧的城镇化。

反观本次反弹，借着经济数据向好的趋势，以大兴“城镇化”建设之名，各种周期品涨幅居前。或许有人将其归因于政府坚定改革的表态，导致投资者长期预期向好、风险偏好上升。但如果相信政府想要改革履新，又怎能相信旧的、粗放式的投资拉动模式仍将延续。因此，我们不建议追涨传统模式下的周期品，反而需要关注环保、智慧城市、传媒、食品饮料等代表新型城镇化长期发展方向的成长性行业。

其二，罗马并非一日建成，新型城镇化的需求是逐步释放的，周期品的火热或许有些操之过急。上周有机会赴新加坡培训，这座花园城市堪称新型城镇化的发展范本，到处可见的垂直绿化、遍布全国的WIFI、鳞次栉比的节能建筑……在感慨之余，新加坡国家发展局(URA)的官员向我们介绍，这是政府47年精心规划、持续经营的成果，凝结了几代人的努力。

罗马并非一日建成，新型城镇化对周期品的需求也是逐步释放的，大干快上带来的周期品业绩爆发在2008年之后或许很难看到。

(作者系申银万国证券分析师)

股市向上趋势确立 短期注意回调风险

证券时报记者 吴昊

本周上证指数微涨0.12%，处于连续两周大涨之后的调整状态。两市成交量也较上周有所放大。从周线来看A股将面临方向性选择。接受证券时报记者采访的私募一致认为，目前周期类股票涨幅过大，逼空行情难以持续，且临近年底市场资金面较为紧张，因此股市或将面临短期回调，但股市向上的势头已经确立，这在未来一段时间内不会改变。

深圳铭远投资总经理陆炜表示，股市近期很难再维持强势上升趋势，短期会面临调整。一方面下周是今年最后一个交易周，从短期质押回购利率较高可以看出，年底资金紧张。另一方面短期股市涨幅较大，如银行地产板块涨幅较高，面临回调压力。上述两种因素叠加会对行情持续性产生影响。

国鸣投资董事总经理苏锋表示，目前从技术指标上来看大盘已经超买，近期沪指会短暂回调，同时，也不排除会以时间换空间的横盘模式展开调整。通过此前大盘放量突破半年线可以看出，股市的短期底部已经确认。随着消费物价指数(CPI)和生产者物价指数(PPI)的回升，各项经济数据环比会有明显改善，上市公司业绩也会慢慢回升。股市行情取决于经济回升力度，明年市场风险偏好会上升，因此对股市中长期看好。

富鑫资产总经理王林指出，未来股市风险主要在于两方面。第一，宏观经济目前并没有得到实质性改善，不排除经济反弹后继续下行，因此不能股市一上涨就开始盲目乐观。第二，虽然目前新股停发，但是一旦股市上涨还是会重启，仍会对股市造成巨大的压力。

苏锋还表示，看好沪深300指数成分股的走势。他认为，投资者对一些中小盘股应保持谨慎，即使一些中小盘股有相关政策扶持，但短期来看仍有回调压力。从中长期来看，中小市值股票成长面临瓶颈，如果没有实际业绩的支撑，未来将面临价值重估。

陆炜最关注弱周期行业，如医药、消费、计算机等。他认为，周期性个股的行情没有可持续性，在春节前后或将告一段落。宏观经济是否能“V形”反转还需要观察，并且2013年不会再出台类似之前四万亿投资那样的政策红利。

针对银行和房地产板块，陆炜认为，目前银行股的上涨仍应被判定为估值修复行情，银行中长期压力比较大，对于影子银行的清理是明年宏观调控的重心，这是整个银行业的风险所在。虽然一段时间以来房地产行业数据比较乐观，房地产股本身估值较低，短期风险不会出现，但是随着地产股的持续上涨资金也会发生分化。

五大利好年末聚集 收官之战或有惊喜

证券时报记者 汤亚平

年末收官之战如何演绎?哪些因素将影响市场走势?这是本周采访中投资者最关注的话题。我们梳理了部分专业人士和投资者的看法，并按投资者关注度及与市场关联度筛选出五大利好因素。这些利好因素在年末聚集绝非偶然，年度收官之战或有惊喜。

因素一：经济企稳再入扩张区

投资者关注度：☆☆☆☆☆
与市场关联度：95%

与年内其他时间相比，国民经济在四季度获得了政策面更为明确的支撑，一系列经济转型和经济结构调整政策陆续出台，使得经济逐步远离了衰退的轨道，再次获得上行动力。

仔细分析经济数据，有三大信号值得关注：

信号一：中小企业的正能量提升。汇丰采购经理指数(PMI)采集样本本偏重中小企业，官方的制造业PMI数据包含面较广，央企等都纳入了采集范围之内。因此，汇丰PMI和中国PMI间差距的收窄则显示出经济增长和调整的正能量已传递到了中小企业之中，经济运行的活力提高。

信号二：重工业反弹先于轻工业。工业增加值指标进入四季度后也出现了一定的回升，11月规模以上工业增加值同比增长10.1%，比10月份提高0.5个百分点。重工业成为经济复苏的原动力，其工业增加值增速比10月份加快了0.8个百分点，而轻工业仅加快了0.2个百分点，可见在新型城镇化等主题的引领下，由于政策面对基建投资等领域的推力逐步增强，重工业已先于轻工业出现反弹迹象。

信号三：消费并未滞后于经济。社会消费品零售总额同比增长14.9%，比上个月上升0.4个百分点，超出市场预期均值(14.4%)达0.5个百分点，具体来看，除了必需消费品的增速仍保持在高位以外，耐用消费品的需求也稳步回暖，零售数据的改善表明经济复苏得到了有效需求的支撑，减少了市场此前对于消费滞后于经济的担忧。

因素二：上市公司业绩好于预期

投资者关注度：☆☆☆☆☆
与市场关联度：95%

实际上，无论投资者还是管理层，最担心的还是上市公司业绩的改善。在这方面需要提醒的是，一要看环比数据，二要看管理层态度。我们归纳为三大看点：

看点一：工业增加值环比企稳回升。2012年11月份，规模以上工业增加值同比实际增长10.1%，比10月份加快0.5个百分点。从环比看，11月份，规模以上工业增加值比上月增长0.86%。12月份，规模以上工业增加值好于11月已成定局。工业增加值环比增长呈现逐季回升态势。

看点二：上市公司年末获百亿财政红包。又逢岁末，财政补贴开始集中发力，以增厚上市公司业绩。证券时报网络数据部统计显示，12月以来已有61家公司披露获得财政补贴，合计75笔，总额超20亿元，仅19日就有5家公司披露获得财政补贴的相关情况。而自10月以来，两市公司合计披露的财政补贴已达97.45亿元，共计287笔政府发放的“红包”。

总体来看，财政补贴具有政府让利企业的积极意义，其扶助方式有产业发展基金，也有贷款贴息、上市费用补贴、节能减排补贴，还有调整产品价格和设备购买、产品推广补贴等等。无论这些财政补贴是以哪一种名目下发至上市公司，最终都将增厚公司的业绩。

看点三：小微企业成“营改增”最大受益者。“营改增”试点即将满一周年，已有上海市、北京市、江苏省、安徽省、福建省、广东省、厦门市、深圳市、天津市、湖北省、浙江省和宁波市先后启动试点工作。据初步统计，截至目前，我国已经纳入“营改增”试点企业约为91万户。开展试点的上海市1月至10月税收减收225亿元，北京市试点后的前两个月税收减收25亿元。小微企业成“营改增”最大受益者，税负降幅超过40%。随着时间的推移，“营改增”减税规模会加速扩大。

因素三：城镇化年末急速升温
投资者关注度：☆☆☆☆☆
与市场关联度：92%

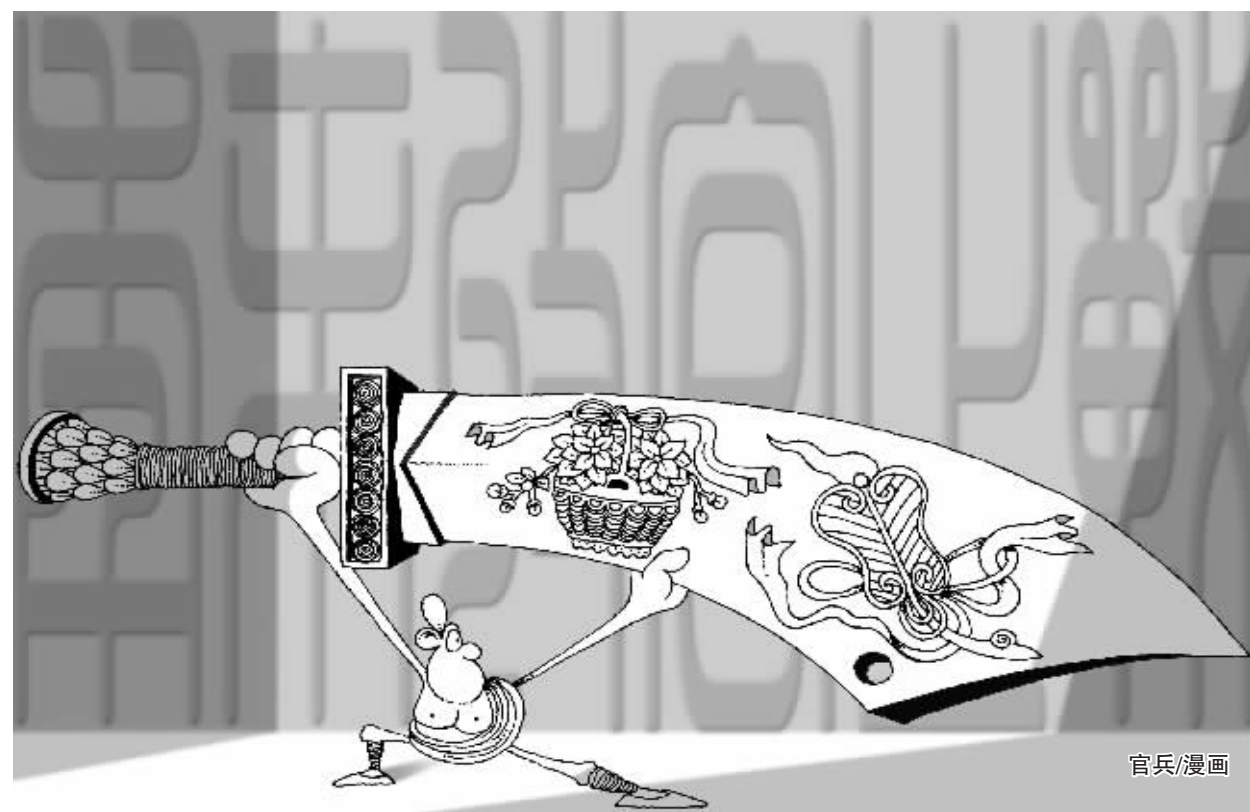
虽值年末冬寒，但城镇化急速升温。先是哈尔滨市下发《关于统筹推进城乡发展加快形成城乡经济社会发展一体化新格局的若干意见》，提出哈尔滨市将建立城乡统一的新型户籍管理制度，2015年前取消农业和非农业的户口性质划分；再是南宁市政府发布《进一步改革户籍管理制度的实施办法》，打破传统的“二元制”户籍管理制度，不再区分农业和非农业户口，购买住房、务工满4年、投资额达标等情形均可落户南宁。

据业内估计，随着哈尔滨市、南宁市取消农业与非农户籍划分，以及给予农民工市民化待遇，两市可吸纳超过300万新增城市人口，按照市场化人均10万元的固定资产投资计算，这个城镇化首单有望拉动3000亿元以上的投资需求。

因素四：基金冲刺年末座次排名
投资者关注度：☆☆☆☆☆
与市场关联度：90%

虽然上证指数在四季度一度最低下探至1949点，但一批优质的低估值蓝筹股实际上从今年第三季度末已开始止跌反弹。这也使得社保基金的抄底行为成功捕捉到市场的节奏，尤其是金融、汽车、地产、建筑等板块较早地展开反弹行情，如社保基金持有的民生银行涨幅超过30%、招商地产涨幅高达22%、上汽集团涨幅高达18%、招商银行涨幅超过16%。

值得一提的是，12月金融股的爆发让不少基金完成了年底的逆袭，业绩也好看了很多。从近期的A股市场情况看，未来几个交易日基金面临年末座次排名冲刺，其重仓股的走势成为年末收官战的关键。



官兵/漫画

因素五：外围环境渐趋明朗

投资者关注度：☆☆☆☆☆
与市场关联度：85%

外围问题主要是欧洲、美国和日本的问题。

对欧洲来说，标普对希腊主权评级由垃圾级直接上调6级至B-，且未来展望为“稳定”，欧洲央行重

新接受该国国债作为合格抵押品。这一举措，大大提振了欧元区持续低迷的市场信心。

对美国来说，财政谈判已进入“终极时刻”。美国众议院议长、共和党人博纳因未能在众议院获得多数支持，放弃了此前提出的与民主党方案“较劲”的“财政悬崖”解决办法，这表明美国民主、共和两党在今年年底前就财政谈判达成共识，已无

悬念。

对日本来说，自民党以压倒性优势在大选中获胜后，将如何应对新任首相安倍晋三曾作出的承诺受到广泛关注。日本央行周四公布年内最后一次利率决议，宣布将资产购买规模扩大10万亿日元至101万亿日元，同时维持0-0.1%超低利率水平不变。日本央行强化“宽松浪潮”，短期日本股市回暖。

为何人人都看好明年一季度走势

陈杰

自我们11月29日发布2013年策略报告以来，已在京沪深广四地进行了路演。总的来看，投资者对明年的市场趋势和行业配置分歧很大。但是不管大家是看空还是看多，有一点却是一致的——对明年一季度一致看好。

长期看空的人认为，明年一季度是全年唯一可多做的窗口。这些投资者担心最近的经济数据反弹是假复苏，明年经济会更差，股市也会很烂。但是每年一季度由于春节因素造成经济数据较少且不真实、流动性又相对比较宽松，因此市场反而可能较好。

相信经济复苏的人认为，明年一季度会延续今年12月的反弹。这些投资者虽然相信经济现在已经开始复苏了，但也认为这仅仅是一个弱复苏，持续时间也许不超过半年。因此从今年四季度到明年一季度，应该是经济回升确定性比较强的时候，一季度的市场也可能延续12月的强势格局。但过了一季度，当经济回升动力趋弱以后，市场可能又会陷入震荡。

还有少数合格境外机构投资者(QFII)长期看多，当然也对明年一季度乐观。国内机构找不到长期看多的，因为大家对很多结构性问题还是很担心(如去产能、投资饱和、地产泡沫等)。只有部分QFII对A股市场长期都很乐观，逻辑是市场对十八大之后的改革变局理解还不够深入，对改革红利存在巨大的预期差距。

无论怎样，明年一季度的乐观情绪似乎已经成了大家的一致共识。但我们也针对这一预期提出几点担忧：

1、过于一致的预期往往有落空的风险。我们过去路演的大部分时间里，会发现不同投资者的观点分歧是很明显的，而也有少数时间，大部分投资者的预期会趋同，但往往这种趋同的观点最后会落空。比如，今年7月18日，我们写了路演感受《短多长空的情绪在蔓延》，认为当时投资者短期博反弹的心态很强。在接下来的几个月，市场没有迎来一轮像样的反弹。

2、要当心市场的“学习效应”。投资者对明年一季度行情的期待，很大程度上是由于历史统计显示，每年一季度市场上涨的概率很大(尤其是过去两年的一季度让大家印象深刻)。有人说这是“春季攻势”，有人说这是“春季躁动”，反正大家已经把一季度看成是可以脱离基本面、闭着眼睛也能赚钱的“神奇节日”。但今年白酒的案例说明，“学习效应”会对大家普遍认同的“规律”造成扰动——过去两年白酒股的“规律”是到12月会大幅补跌，因此今年很多人认为白酒至少可以拿到11月然后再卖，但白酒股在10月份就已开始大幅下跌。而今年12月的市场反弹，或许在一定程度上也是大家对明年一季度乐观预期的提前反应。

3、统计“规律”在实战中的运用并没有这么简单。过去的20年，有14年上证指数在一季度是上涨的，“春季攻势”的概率是70%，看起来还比较高，但需要注意的问题是，指数在一个较长的时间区间里收阳线，

并不意味着趋势是一直向上的。比如今年由于12月的大幅反弹，很可能今年线也会收阳线，那以后如果有人统计股市年度表现的时候，2012年也会被统计成是上涨的年份。而大家心里都清楚，2012年的行情是让人苦不堪言的。

最后，我们仍然维持2013年“中枢下移，拐点可期”的观点，认为明年二季度以后可能会出现盈利向上的拐点，建议届时右侧布局弹性更大的周期品，先中游，后上游。虽然明年全年来看，我们是偏进攻的，但在二季度以前，我们仍然建议配置一些偏防御的“过渡性行业”，有两个变化需要说明：

1、不再将银行置于首位。10月以来我们推荐的“过渡性行业”有四个：银行、白色家电、电力、铁路设备。但考虑到银行近期已有明显的涨幅，我们并不建议继续加仓银行。因为我们认为银行只是一个估值修复的机会，而不是长期估值中枢抬升的机会，毕竟压制银行估值中枢的几个问题：坏账、资产质量、息差、理财产品等问题都没有得到根本解决。

2、可以考虑用其他一些低估值的行业来替换银行股。建议阶段性配置低估值行业的逻辑在于：如果接下来市场继续反弹，那么低估值行业也能够获得估值修复的机会，而如果市场开始回落，低估值行业的安全性相对也更高。目前市场上银行以外的低估值行业主要有：建筑施工、零售、高速公路、铁路运输、软件等。

(作者系广发证券策略分析师)

商品与股市脱钩 经济复苏值得期待

证券时报记者 万鹏

尽管2012年还有一个多星期才结束，但2012年最佳交易的座次却已经基本排定。排名第一的是金融危机后的罪魁祸首——次贷债券。当初曾经带头做空的李普曼(Lippmann，德意志银行前交易员，因做空次贷抵押债券赚取了大量利润而一举成名)和保尔森(Paulson)，如今摇身一变成了做多的主力。

排名第二至四位的交易分别是：做多美国房产建筑商股票、做空

查韦斯(委内瑞拉国债)；做多豆粕；做多欧猪国家国债。基本上都是市场中的冷门品种。

那么，2013年投资者最看好的资产会是什么呢？

在瑞银证券本周针对全球机构投资者的一项调查中，股票成为最大的热门。调查结果显示，半数机构投资者预计股票将是2013年表现最好的资产，黄金和希腊国债紧随其后。在“2013年您所在机构最大的资产配置调整是什么？”这一问题上，有一半的机构选择了“更多股票”。

按照著名的美林投资时钟理论，在经济上行，通胀下行”的复苏阶段，股票对经济的弹性更大，其相对债券和现金具备明显超额收益。在经济下行，通胀下行”的衰退阶段，债券表现最突出。而在经济上行，通胀上行”过热阶段和“经济下行，通胀上行”的滞胀阶段，大宗商品的表现最好。

本周三，受日本央行宽松预期增强刺激，日经225指数大涨2.4%，报10160.40点，这是日本股市自今年4月初以来首次突破万点大关。德国DAX指数本周也已突破了2011年

的高点，进一步向2007年的高点迈进。美国道琼斯指数本周也节节攀升，挺近2007年的历史高点。而A股市场近期亦一扫阴霾，涨势如虹，上证指数极有可能凭借最后一个月的上涨，收复全年的失地。

相比之下，商品市场却黯然失色。在美元持续下跌，股票市场不断上扬的“双重利好”下，衡量大宗商品价格走势的CRB指数依旧维持着横盘整理。更为意外的是，9月13日，美联储推出第三轮量化宽松货币政策(QE3)，CRB指数9月14日便见顶，9月17日大跌近2%，宣

告一轮调整的开始。12月12日，美联储推出第四轮量化宽松货币政策(QE4)。这一次，大宗商品市场甚至毫无反应，量化宽松货币政策最大受益者黄金还拉开了新一轮下跌的序幕。本周，与股票市场更为紧密的铜，也加入了下跌的行列，短短两天，跌幅超过3%。

上述现象表明，商品市场正一改近年来与股票市场“同涨同跌”的习性，表现出“脱钩”的一面。按照美林的投资时钟理论，这正是经济进入复苏阶段的特征。为此，我们对2013年的股票市场也理应充满信心。