

# 复苏预期弱化 投资宜偏向防御

陈文招 张权

从2月中下旬起,股市回吐了年初以来的涨幅,债市表现突出,尤其是企业债和金融债。原因在于,从2月中下旬起,房价快速上涨导致新一轮房地产调控出台,中断了股市风险溢价的下降,再次凸显债券的配置价值。我们认为,在经济复苏转弱,流动性中性,以及政策抑制风险偏好回升,二季度大类资产面临的环境可能是:低经济增长、低通胀、平淡的资产回报以及平缓的收益率曲线。因此,资产配置应立足于防御和确定性收益。

## 经济复苏强度弱化

从数据上看,3月份采购经理人指数(PMI)为50.9,低于此前市场预期的52,季节性回升0.8,弱于往年同期的回升幅度。新订单指数为52.3,上升1.2,生产指数为52.7,回升了1.5,需求回升幅度弱于生产,导致产成品库存升至50.2高位。

此外,还有两个因素可能导致二季度经济前景恶化:一是新开工项目投资额的下降;二是房地产销售的下滑。新开工项目投资额下降,可能拖累二季度投资。统计局此前公布数据显示,今年1至2月份固定资产投资中的新开工项目投资额同比增长10.1%,增速较去年回落18.5个百分点。新开工项目投资的持仓比例上进一步下移,处于调整来最低水平。

综合来看,主力波段指标和主力进出指标的卖出信号未变,主力资金的净流出格局未变,上证指数依旧在交易区间的下边界运行,仓位指标提示的仓位也降到了最低位置。从上述指标可以看出,目前市场的调整力度虽然较前一周期略有缓解,但是市场格局并未有本质上的变化。市场广度指标也显示个股走势极度偏弱,获取绝对收益的概率偏低。

控措施。毕竟历史上,尚未出现经济上行而房价下行的组合。而银监会清理和整顿银行表外融资,委托贷款和信托贷款占社会融资总量约17%,这两类业务增长放缓,势必会抑制社会融资总量的供给。

政策基调偏结构调整,有利于化解长期金融风险,但不利于短期风险偏好的回升。二季度在银监会严格监管平台贷、理财信托以及收缩融资渠道的背景下,一些违约事件可能会放大信用风险的担忧。之前平台贷新规要求压缩县及县以下平台贷款,这将加大低行政级别城投债的再融资风险。目前信托发行主体大都不具备发债和获取贷款的条件,收紧融资渠道,企业正常经营的现金流势必受到影响。

## 资金格局利于债市

在流动性中性偏紧的基调下,资金在主要资产类别间的分配,是决定大类资产表现的核心因素。

这与商业银行在信贷和债券之间的分配行为有关。商业银行主导了我国债市,持有政策性金融债占比约为82%,托管国债量约占总托管量的67%,其对债券的配置需求基本决定了债券市场走势。另外,商业银行信贷投放节奏决定了实体经济的强弱,对股市的走势也具有重要影响。

整个二季度,银行体系流动性将十分充裕,主要是贸易顺差和资本流入维持高位,银行结售汇差额持续回升。同时,清理银行表外融资,存款回流。而产能过剩,需求恢复并不强劲的情况下,实体经济流动性需求大幅下降,银行体系存在大量过剩货币,资金分配上仍有利于债市。在二季度中后期,实体经济进入开工旺季,信贷需求可能略有好转,资金将流入股市。

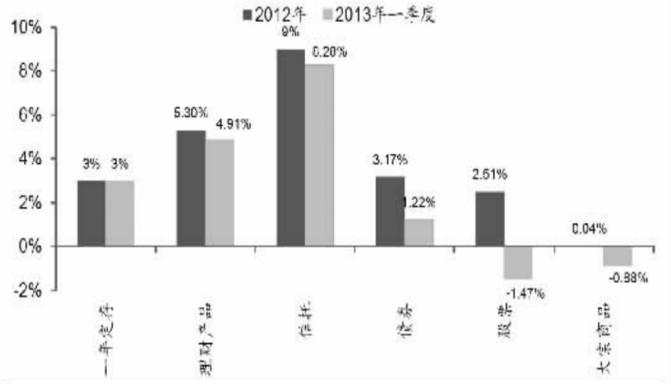
截至2012年底,银行理财余额约7.1万亿,按照35%的上限,非标债权规模小于2.5万亿,则该规定整体影响有限。截至2012年底银信和银证合作规模约3.8万亿,如该部分全部由理财产品承担,则至多有1.3万亿资金需转向债券。我们的判断是,股市企稳反弹有待于经济转强,在此之前,债券收益率的确定性仍将获得资金青睐。

## 二季度后期布局股市

目前,A股市场大盘股相对中小盘股具有明显的估值优势,市场的情绪和估值底部使得股票市场有明显的安全边际。但展望二季度,我们仍持相对谨慎的态度,至少在二季度前中期市场仍缺乏系统性机会。

二季度仍有几个利空需要慢慢消化:一是房地产成交量的萎缩;二是社会融资额的回落;三是新股发行(IPO)重启。房地产成交和社会融资额回落是调控政策和影子银行整顿的结果,两者会共同弱化经济复苏预期和流动性宽松的预期,盈利和估值两

2013年一季度大类资产收益率对比



资料来源: Wind, 招商证券

方面均不支持市场上涨。

二季度是市场消化利空的过程,三季度大概率出现反弹,原因在于:地产调控和影子银行整顿的不利于短期经济复苏,增加了经济短期波动性,但却有利于消除经济中期复苏过

程中的制约因素如房价上涨和通胀上升等,中长期内起到了拉伸经济复苏长度的作用。另外,外需持续复苏的累积效应下半年有望显现,建议在二季度下旬布局三季度。

(作者系招商证券分析师)

# 沪指跌破年线 私募情绪不悲观

证券时报 记者 吴昊

上周五,上证指数收报2206点,这是继2444点调整以来第二次跌破年线。接受证券时报记者采访的私募普遍认为,目前股市短期面临的不确定性较大,应该多看少动,但未来随着经济转型和经济复苏,股市中期机会依然存在。

金石投资总经理姚鸿斌认为,近期处于政策真空期,市场低迷的原因在于投资者信心不足。首先,在宏观政策层面,还未看到实质性利好出台,目前经济转型付出的成本是经济增长速度放缓,未来以投资和房地产为主导的经济发展模式已无法持续,但是否能够转型成功,何时转型成功都是未知数。其次,在资本市场建设层面,虽然短期来看新股发行(IPO)重启会对股市产生影响,但好的方面是,IPO的注水现象明显改观,上市公司质量的提高会减轻其对股市带来的冲击。

明河投资总经理兼投资总监张翎则对后市仍持乐观态度。他认为,市场普遍悲观的原因在于短期不确定性较大,国内股市不会像2009年那样实现“V”形反转,因为4万亿投资不会重现。但是从中长期来看,目前股市仍处于底部区域,经济也处于底部,并在慢慢恢复之中。投资本质是回避风险、寻找机会,目前机会大于风险。此外,经济转型的方向也非常明确,投资主线清晰。目前相关市场的整体

估值较为合理,股市所处阶段相当于2002年到2004年时期,股指下跌幅度有限,而经济正在恢复,因此从中长期来看依然乐观。

从容投资的有关人士则表示,当前整个经济格局呈现典型的弱复苏状态。今年前3个月市场关注的重点是复苏,虽然3月市场在房地产调控新政和银监会关于控制银行投资理财产品的连续打压下出现较明显下跌,但整体而言,市场处于区间震荡之中,下方的承接力量较强。市场之所以没有出现大幅下跌,原因在于目前企业盈利的回升已经越来越明显。从最近一周上市公司的季报预告来看,多数公司增幅较大,尤其是医药、建筑、天然气等板块,另外从一些调研的反馈来看,虽然今年企业开工较晚,但开工的强度较强,在前期对经济复苏的预期减弱的情况下,4月企业开工和盈利回升的加强,将重新点燃市场的热情,这对于周期股和成长股都是一个好机会。

张翎还表示,在经济弱复苏的背景下,关注收入增长、盈利增长、市场增长的上上市公司,特别是一些估值相对合理的个股。并且,可以从中长期布局。随着未来行业集中度提高,行业龙头会持续领先,目前布局的领域集中于医药消费行业。

上海一家中型私募的总经理表示,“补缺”和“升级”是未来的两大主线,主要涉及受益于经济转型的清洁能源和医药消费板块。一方面要弥补经济发展带来的环境污染旧账,另一方面医药行业中药领域一些公司的专利和品牌效应所形成的护城河会越来越宽。

◎ 及时有效的资讯    ◎ 专业的服务团队  
◎ 量化的决策系统    ◎ 个性化的增值服务

4001 022 011  
zsyzq.com.cn

## 调整行情量变质未变

中山证券

上周,上证指数收报2206.78点,下跌0.83%;沪深300指数收在2462.11点,下跌0.86%;中小板指数收报4497.90点,上涨0.44%;创业板指数收在846.61点,上涨1.37%。成交方面,沪市日均成交金额仅有600多亿,为年内新低。

消息面上,3月份消费者物价指数(CPI)同比增长2.1%。近期内离价格继续下滑,而蔬菜价格4月初出现回升,预计4月份的CPI环比涨幅有限。生产者物价指数(PPI)同比下降1.9%,与采购经理人指数(PMI)数据的回落趋势保持一致。3月出口同比增长10.0%,贸易逆差8.8亿美元,为13个月来的新低。近期出口数据仍存在一定的虚高成分,主要体现在对香港的出口增速高。3月新增人民币贷款1.06万亿元,较上月大幅上升,不过非金融企业和部门的中长期贷款规模有所下降,广义货币供应量同比增长15.7%,狭义货币供应量同比增长11.9%,好于市场预期。总体上,通胀不明显,出口复苏不强,社会融资好于预期但

有调控风险。

趋势上,上周上证指数在周交易区间的下边界震荡,处于多空线(KDX)和趋势线(QSX)下方,多空线走弱。主力波段指标仍为卖出信号。

主力资金指标(ZLZI)上周净流出幅度有所减弱,不过依旧处于较高水平。市场宽度的短期指标(KDS)继续走弱至较低位置,长期指标(KDL)小幅回升后继续走弱,目前处于中位水平。

反映市场广度的短期指标(GDS)和长期指标(GDL)均处于低位,有进入绿色区域的风险。主力进出指标的动向线(OXX)下穿成本线(CBX)后的开口幅度有所收窄,幅度依旧较大,目前仍为卖出信号。仓位回升幅度弱于生产,导致产成品库存升至50.2高位。

综合来看,主力波段指标和主力进出指标的卖出信号未变,主力资金的净流出格局未变,上证指数依旧在交易区间的下边界运行,仓位指标提示的仓位也降到了最低位置。从上述指标可以看出,目前市场的调整力度虽然较前一周期略有缓解,但是市场格局并未有本质上的变化。市场广度指标也显示个股走势极度偏弱,获取绝对收益的概率偏低。



下表列出了行业力道排名80分以上的各个行业。上周A股市场成交低迷,大多数行业的5天力道表现波澜不惊。中国移动推进4G建设,电信、联通表示大力支持IPv6

升级,通信设备、移动终端等行业受到资金关注。草甘膦持续涨价,农药制造业有所活跃。禽流感H7N9逐渐蔓延,盈利良好的医疗保健、生物药品行业延续稳健表现。

力道	行业名称	5天力道变化	10天力道变化	30天力道变化	市盈率	市净率	市现率
99.1	航空航天军工	0	1	0	89.38	3.45	3.48
98.2	农药制造	4	-1	11	41.76	1.95	2.17
97.4	医疗保健	2	3	32	47.00	3.18	4.19
96.5	生物医药	2	1	4	47.19	4.56	11.27
95.6	日用化学产品	-2	3	8	33.88	4.88	3.46
94.7	电器	-2	5	55	35.00	2.38	1.88
93.9	石油开采服务	2	2	29	14.27	1.40	0.77
93.0	化学原料药	-5	4	16	33.87	2.99	4.27
92.1	光电元件	2	-2	25	45.49	2.01	3.23
91.2	环保	-2	-6	-7	46.81	2.90	4.40
90.4	网络服务	2	0	19	37.38	0.81	0.75
89.5	传媒行业	0	-2	14	29.04	2.51	3.22
88.6	计算机相关设备	-3	3	25	41.43	2.12	1.51
87.7	造纸	0	10	5	36.55	1.25	1.08
86.8	水气	0	4	-4	30.70	1.96	4.28
86.0	通信设备	4	1	13	28.28	1.89	1.03
85.1	移动终端	11	17	54	68.34	2.10	0.84
84.2	电子制造	0	5	40	38.26	3.56	2.89
83.3	中药	-3	-1	24	36.85	4.08	4.57
82.5	金属制品	1	6	40	24.10	1.67	0.90
81.6	橡胶制造业	4	1	-4	20.29	1.92	0.75
80.7	通信配套服务	1	-7	25	39.40	1.99	3.22

以下是本周的强势好股:

股票代码	证券名称	现价	综合评级	市盈率	市净率	所属板块
600425.SH	青松石化	9.91	C	43.17	1.28	非金属矿物制品业
600585.SH	海螺水泥	18.62	B	15.25	2.13	非金属矿物制品业
300244.SZ	迪安诊断	37.70	A	57.66	6.80	卫生
300168.SZ	万达信息	23.75	B	61.45	4.91	软件和信息技术服务业
300136.SZ	信维通信	21.70	C	74.92	4.28	计算机、通信和其他电子设备制造业

# 76.69亿元 本周解禁市值创全年新低

张刚

本周两市共有17家公司的解禁股上市流通,解禁股共计8.74亿股,占未解禁限售A股的0.13%。以4月12日收盘价为标准计算的市值为76.69亿元,占未解禁公司限售A股市值的0.16%,目前计算为年内单周解禁的最低值。

分市场来看,沪市2.89亿股,占沪市限售股总数0.06%,深市5.85亿股,占深市限售股总数0.30%。以市值计算,沪市5家公司为17.62亿元,占沪市流通A股市值的0.01%;深市12家公司为59.07亿元,占深市流通A股市值的0.12%。本周两市解禁股数量比前一周16家公司的9.51亿股,减少了0.77亿股,减少幅度为8.10%。本周解禁市值比前一周的113.00亿元,减少了36.31亿元,减少幅度为32.13%。

深市16家公司中,黑牛食品、新亚制程、信邦制药、长青股份、奥马电器、康达新材、华声股份、聚龙股份、聚光科技、舒泰神、桑乐金共11家公司的解禁股份是首发原股东限售股,铁岭新城的解禁股

份是定向增发限售股份。其中,铁岭新城的限售股将于4月17日解禁,解禁数量为1.89亿股,是深市周内解禁股数最多的公司,按照4月12日8.96元的收盘价计算的解禁市值为16.93亿元,是本周深市解禁市值最多的公司,占到了本周深市解禁总额的28.67%,解禁压力分散。

深市解禁公司中,黑牛食品、聚龙股份、聚光科技、舒泰神、桑乐金、长青股份、康达新材、华声股份、铁岭新城涉及小非解禁,需谨慎看待。此次解禁后,深市将有新亚制程、长青股份成为新增的全流通公司。

沪市5家公司中,方正证券的解禁股份是首发原股东限售股,亿阳信通的解禁股份是股权激励一般股份,物产中大、南京医药共2家公司的解禁股份是定向增发限售股份,鲁北化工的解禁股份是股权分置限售股。其中,方正证券在4月15日将有1.34亿股限售股解禁上市,是沪市解禁股数最多的公司,按照4月12日6.59元的收盘价计算,解禁市值为8.85亿元。为沪市解禁市值最大的公司,占到本周沪市

解禁市值的50.21%,解禁压力集中。物产中大是解禁股数占流通A股比例最高的公司,比例达17.19%。

沪市解禁公司中,亿阳信通、鲁北化工、方正证券涉及小非解禁,需谨慎看待。此次解禁后,沪市将有物产中大、南

京医药成为新增的全流通公司。

统计数据显示,本周限售股解禁的17家公司中,共有10家在4月15日解禁,合计解禁市值为39.27亿元,占到全周解禁市值的51.21%,解禁压力集中。

(作者系西南证券分析师)

本周限售股解禁一览表

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	占流通A股比例	占总股本比例	按前日收盘价计算解禁额度(亿元)	流通数量(万股)	流通股类型	收盘价(元)
002387.SZ	黑牛食品	2013-04-15	8248.50	104.45%	26.24%	6.67	12251.14	首发原股东限售股份	8.09
002388.SZ	新亚制程	2013-04-15	14940.00	296.43%	74.77%	10.74	0.00	首发原股东限售股份	7.19
300202.SZ	聚龙股份	2013-04-15	340.00	6.80%	2.00%	1.42	11200.00	首发原股东限售股份	41.65
300203.SZ	聚光科技	2013-04-15	2063.67	30.25%	4.64%	2.75	35614.17	首发原股东限售股份	13.33
300204.SZ	舒泰神	2013-04-15	212.00	6.06%	1.59%	0.97	9632.12	首发原股东限售股份	45.71
300247.SZ	桑乐金	2013-04-15	10.00	0.29%	0.12%	0.01	4729.38	首发原股东限售股份	10.04
600289.SH	亿阳信通	2013-04-15	576.94	1.02%	1.00%	0.39	408.90	股权激励限售股份	6.73
600704.SH	物产中大	2013-04-15	11596.20	17.19%	14.67%	6.84	0.00	定向增发机构配售股份	5.90
600727.SH	鲁北化工	2013-04-15	1400.00	4.16%	3.99%	0.63	6.00	股权分置限售股份	4.52
601901.SH	方正证券	2013-04-15	13425.74	4.03%	2.20%	8.85	263822.04	首发原股东限售股份	6.59
002390.SZ	信邦制药	2013-04-16	1743.00	18.69%	10.04%	2.54	6288.86	首发原股东限售股份	14.57
002391.SZ	长青股份	2013-04-16	4996.99	96.10%	24.29%	9.93	0.00	首发原股东限售股份	19.87
002668.SZ	奥马电器	2013-04-16	3100.00	74.97%	18.75%	4.05	9200.00	首发原股东限售股份	13.07
002669.SZ	康达新材	2013-04-16	1113.39	44.54%	11.13%	1.18	6386.61	首发原股东限售股份	10.60
002670.SZ	华声股份	2013-04-16	2787.73	55.75%	13.94%	1.88	12212.27	首发原股东限售股份	6.73
000809.SZ	铁岭新城	2013-04-17	18900.29	109.98%	34.37%	16.93	18900.29	定向增发机构配售股份	8.96
600173.SH	南京医药	2013-04-19	1926.54	3.52%	2.78%	0.91	0.00	定向增发机构配售股份	4.73