

A股大反弹进入第三阶段

国泰君安证券策略团队

宏观经济： 反弹而非复苏

从央行公布本周公布的金融数据以及财政部公布的财政支出数据来看,6 月货币财政的政策顶已现,7 月信贷、财政支出均显著回落表明,政策当局在 6~7 月经济数据好转后选择了观望。政策工具一般领先经济 1~2 月,7-8 月经济数据仍能维持,8~9 月份或现经济顶部。我们重申,本轮经济回升是政策刺激下的反弹,而不是市场主导下的复苏。

整个经济自上而下暂时找不到复苏的逻辑,我们没有看到整个行业周期的轮动。从行业和增长的动力来看,相当大程度是中游景气的回升和利润的恢复,下游可选消费品没有看到明显复苏的迹象。8 月上旬发电增速降至-0.1%,7 月下旬粗钢产量、建筑业订单也回落,传统周期行业景气短暂反弹的顶部已现,重申对这些行业在 8 月下旬现回原形的判断。意味着传统的周期性行业的利润在 8 月下旬重新面临回调的压力。

政策面： 改革提速 长期乐观

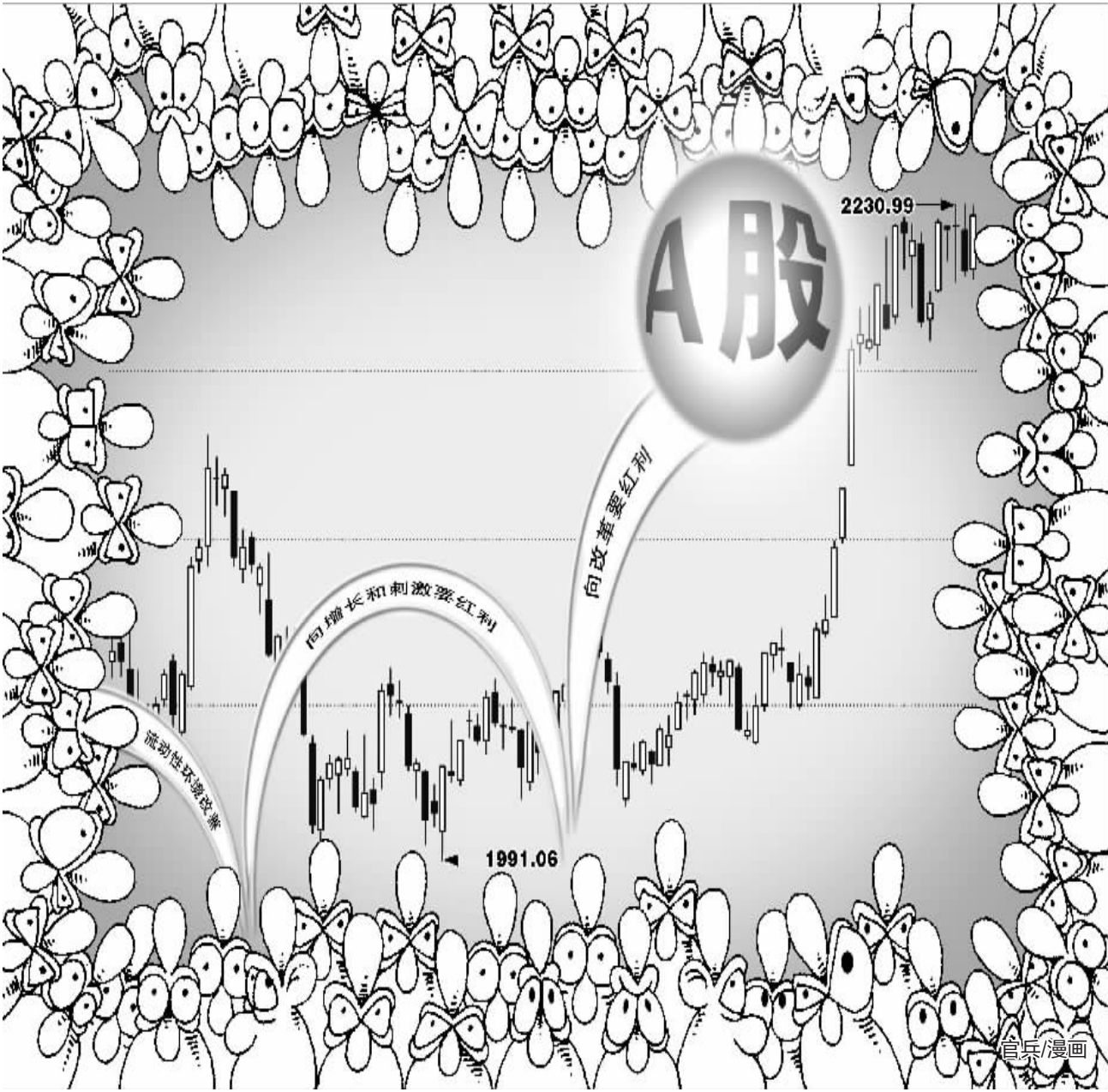
宽松政策回落意味着刺激政策不会持续,而财税、国企等改革政策将不断提速。

从稳增长的角度来看,刺激是稳短期增长,改革是稳长期增长。所以,刺激让市场短期乐观,改革让市场长期乐观。我们认为在 10 月份十八届四中全会以后,改革将进入提速期,从而由刺激超预期过渡到改革超预期的阶段。对于改革,我们认为有三种前途:快改革,大出清,局部爆发风险事件后经济深蹲起跳;快改革,有效控局,化解风险后直接起跳;改革低于预期,微刺激只有短期效果,经济匍匐前进。对于三种前途,我们的概率判断是 5:3:2,最可能的前景是深蹲起跳。

投资策略： 向改革要红利

我们从战略、战术和行业布局三个方面剖析新增信贷变化对 A 股投资的影响。

首先,战略上继续看多。
在 7 月份新增信贷远低市场预期,创 55 月新低的情况下,我们依然战略看多,主要基于以下逻辑。
这一金融数据反映了两个变化,首先是政策层面注意力的变化,稳增长的重要性在下降和改革的重要性在上升;第二是风险事件累积效应传导至商业银行,金融机构实现功能归位。商业银行回归商业的定位,政策银行



形成政策的补充。

随着风险认识的不断提升,商业银行的资产配置从非标端进入到信贷端,这将带来无风险利率中枢的长期下移。这一苗头在 2014 年年初就已出现,1~5 月非标理财比 2013 年同期同比收缩约 6000 亿元,而信贷的增长和投资总额的基本上和 2013 年持平,意味着风险偏好的变化已经使得资产配置从非标端走向标准端,这导致债券市场流动性环境的宽松和存款的上升。

这种风险偏好的下降在商业银行资产配置过程中的变化表现在:第一,对非标和理财产品的配置在下降,第二,对高风险的贷款包括票据的配置在下降。7 月份的新增信贷下降给商业银行风险偏好下降和资产再配置形成了较大的空间,这种较大空间将会使得未来三年 A 股市场所面临的无风险收益环境进入趋势性下降的过程。

7 月份的新增信贷数据进一步确认了这个过程。接下来 A 股市场,估值中枢将会逐年提升,同时波动率会放大。从战略上看,我们觉得 2014 年

A 股市场最大特点是上半年波动率基本上消失,下半年波动率略有放大,但是未来两年的波动率会进一步放大。也就是说我们看到了这个中枢估值的上升同时也看到了波动率放大的过程,这种波动率的来源可能来自市场对增长风险的认知和对改革风险的认知。

在战术认识上,我们认为正在进入向改革要红利的阶段。自 4 月份看多以来,我们认为反弹出现了 3 个阶段。第一阶段是低估值高分红的龙头蓝筹股独立行情,这体现为四大行和招保万金的独立行情,这个过程实际上是来自于流动性环境改善。第二个阶段向增长和微刺激要红利,这体现在有色、钢铁、机械的普遍上涨和地产的第二波行情。有色谈的是供给收缩的问题,钢铁谈的是盈利扩张的问题,本质上都是在向增长刺激要红利。最近一段时间,这种预期在慢慢上调,不仅是短期增长预期上调,而且是长期增长预期上调。我们尚不可知这种上调预期有没有可能具有持续性,或者这种认识有没有全面释放,但是需要注意的是,7 月份的新增信贷数据显然与这种乐观预期不匹配。这也就意味着原

来的单向看多的预期可能进入一个争论阶段而非单向加强阶段,这也就意味着第二阶段的结束。接下来 A 股市场事实上进入了第三个阶段,由于新增信贷低于预期确认了改革优于增长,市场进入向改革要红利的阶段,向改革要红利阶段决定了我们要寻找和改革相关的主题投资机会。

对于行业布局和投资方向,我们认为大家应该上调对消费行业的认识,向消费要回报。在整个估值修复的过程里面,我们看到估值修复启动的起点可能是四大行的低估值,那么启动的中端可能是和高贝塔强周期相关。而在向改革要红利阶段,消费品行业是最容易受到改革的影响,和低估值的因素叠加在一起使得他们成为一个非常明确的超额收益板块。很多人讲沪港通很可能是这个行业启动的原因,香港市场消费板块的估值是非常高的,因而要注意消费板块的估值提升过程。我们认为消费税的改革会对大量的消费群带来系统性影响,这方面我们建议大家关注汽车、食品饮料、家电、商贸、纺织服装,包括农产品产业。

这一轮上涨的故事与过去真的不同

徐彪

这是一轮很多人看不明白的行情,笔者天天在投资圈里混着,基本上大家怎么想,还算知道一些。从一开始,存量机构投资者(公募基金为止)中,多头就是少数派。
所有看空的理由,最终集中在一点上:三季度经济数据会很难看。本周,7 月份经济数据终于面世,客观地说,的确很难看:一定程度反映企业盈利的 M1 一改反弹之势,开始回落,从 8.9% 降至 6.7%;代表流动性投放的贷款余额同比增速一改反弹之势,开始回落,从 14% 降至 13.4%;决定总需求短期变化的固定资产投资同比增速一改反弹之势,开始回落,从 17.3% 降至 17.0%;代表总供给给短期变化的工业增加值同比增速一改反弹之势,开始回落,从 9.2% 降至 9.0%。
周三数据发布后,资本市场大跌。于是,很正常的,各路看空声音逐渐大了起来。盘中就有基金经理打电话来问看法,我的回答很简洁:“今天走势很好啊,经济数据利空才是最好的试

金石,要有信心”。下午,大盘被拉起,收获一地眼镜,果不其然,糟糕数据成了最好的试金石。再一次,市场用自己的走法告诉我们:这一次行情,和 2010 年以来任何一次,都不一样。
连续 2~3 个月数据改善后,当我们看到月度数据阶段性回落的时候,应该怎么理解呢?很简单,我们去回答几个问题。答完了,你自然能把结论看清楚。
第一个问题:为什么 5 月份开始,经济数据开始企稳回升?
答曰:管理层的想法发生了变化,5 月份,恰好是习总书记提出“新常态”的月份。之后,货币和财政系列微刺激政策“小步走,不停留”。政策发力,经济企稳回升。
第二个问题:为什么 5 月份开始“微刺激”?要知道,一季度经济增速为 7.4%,5 月份数据已经企稳,为啥还要出台一系列政策?
答曰:因为目标发生了变化。从“7.5% 左右,7.2~7.3% 也是可以的”变成了“7.5% 以上”。而“7.5% 以上”源于什么呢?源于新常态的要求,将 7.5% 平台走扎实。

第三个问题:“微刺激”的目标达成了么?
答曰:肯定没有!7.4%(一季度数据出来后)的时候往上打,7.5% 就肯定不是目标。2012 年回落到 7.3% 的时候动手,7.9% 的时候停手收紧,没见过一轮刺激目标位是上行 0.1 个百分点的。如果三季度不加码的话,按照 7 月份的情况看,7.5% 就是顶了。而我们都知 道,7.5% 只是通道中枢而已,绝非天花板。
第四个问题:既然微刺激的目标还未实现,接下来,中央会放任数据下滑么?
答曰:应该不会!与其放任下滑重回 7.4% 然后继续搞一轮新的刺激,不如立即动手加码。经济运行,某种意义上讲和股价运行是一致的,本身有趋势。在一个下行趋势中,如果你想做被动的底线捍卫者,一定费尽心思最后耗尽弹药牺牲在防守线上。进攻才是最好的防守,与其天天提心吊胆是否会向下突破,不如先往上打一波。
事实上,7 月金融数据出炉后,央行罕见发布官方解读,明确提出“进入 8 月

下旬后,贷款基本上每天保持着 300~500 亿元的增量,预期未来货币信贷和社会融资规模仍会保持平稳增长态势。”潜台词是:7 月份比较特殊,以后不会发生类似情况,大家放心。
大概率来说,当我们看到 7 月经济数据下滑后,新一轮定向发力政策有望逐渐出台。
最后,回到股市上来。市场告诉我们,这一轮上涨的故事和 2010 年以来任何一轮都不同。无论是主流板块还是大盘起来的凶猛程度都表明,这一次,真的不一样。问题是,你信吗?更关键的是,你相信会有一轮 2010 年以来持续时间最长的复苏吗?股市是中国经济的晴雨表,如果没有大规模复苏支撑,市场一定是走不远的。
悲观主义者可以对政府行为嗤之以鼻,经济周期不是面团,政府想怎么捏就怎么捏。乐观主义者可以学习林毅夫,对政府行为奉若神明,经济周期再强大,也要在政府干预面前败下阵来。2008 年 4 万亿已经诠释过一次,所有不相信的人,最终都被证伪了。
(华泰证券首席策略分析师)

■ 高兴就说 | Luo Feng's Column |

稳住大盘炒个股



高兴

本周大盘离前高点又碎步靠近了一点点,7 月中旬以来,上证指数已经周线五连阳了。

很久没有细看一位分析师老朋友的微博了,这位朋友在 A 股沉浮 20 年,我也因工作结识他很多年了。近日闲时粗略一看,貌似从侧面反映了专业人士对股市判断的一个变化。

这位朋友今年之前的大部分时间不关心大盘,文章多是“对周期性个股可加大关注力度”之类的板块性机会,可能因为大盘总是缺乏亮点,7 月下旬的观察点还停留在“关键看市场能否顶住新股发行压力”。到了 7 月 28 日 A 股放量上涨,和其他分析师一样,开始向牛市思维靠拢,提出“反弹演变成一轮新行情的概率较大”,再后来提出这波行情近期高度可到 2400 点附近,最近提出投资者近期应看好后市……

和其他分析师一样,这位朋友也免不了回应对大盘横盘整理的困惑、对大盘能否持续向上背后的多空分歧。他只能这样说:这波行情是否能演化成牛市,还有待各个方面的配合,历史经验表明,牛市只能事后检验,没有一轮牛市是所谓的专家预言出来的。

相比之下,我的思路 and 诸多分析师略有不同。那就是我对大盘的关注度并没有这么高,过去很多个月,指数没怎么大动静的时候,股市也是这么过来的,指数出了大动静后,股票应该更好做才对,对指数没必要抱着日日涨、周周涨、月月涨的心态。

万联证券傅子恒:

宏观经济不支持A股转牛

日前,万联证券研究所负责人傅子恒做客证券时报网财苑社区(<http://cy.stcn.com>),就社保、外资齐入市,投资者如何布局增量资金投资主线等问题,与网友们进行了深入交流,以下是整理的访谈精华。

财苑网友: 本轮行情的主因是什么?

傅子恒: 个人认为主要原因还在于宏观经济数据指标好转,虽然一波三折,同时由于上半年数据差强人意,为完成全年 7.5% 的增长目标,市场预计下半年微刺激力度将有所加大。直接的诱因是沪港通酝酿推动,一批低估值蓝筹股受追捧,带动股指上涨。我觉得目前行情还处在阶段拉升途中,只是沪综指 2250 点一带是此前多波行情的密集成交区,技术压力较大,上行需要时间化解。

财苑网友: 7 月份社保基金新开 A 股账户达到 31 个,一举刷新单月开户历史新高。您认为此次社保基金的积极入市其主要的原有哪些?

傅子恒: 我觉得主要还是与当前行情回暖与下半年经济数据表现好于上半年有关。上半年微刺激释放政策红利,同时蓝筹股估值较低,投资品种选择有余地,对稳健资金产生吸引力。

财苑网友: 后期还有哪些因素会影响股市走牛?

傅子恒: 我觉得主要在于宏观经济数据具体表现、改革红利释放与政策微刺激后续力度两个方面。从 1~7 月 M2 增幅控制较好的情况看,流动性方面我觉得总体倒不用太过担心,从实体经济表现与信贷

股市是情绪场,是资金市。从成交量来看,今年大部分时间上证指数日成交额多在 700 亿到 1000 亿元之间,5 月份有很多交易日只有 500 余亿元;7 月 28 日放出单日 1800 亿元的天量后,近两周基本保持在 1400 亿元的级别高位整理。一个问题是当 1400 亿元级别的成交量没能推动指数大步前进,要持续走出牛市行情,得多大成交量的支持呢?当人们纠结于宏观经济、基本面、中央改革政策等等问题时,资金量这个纯市场问题由于有各种关注角度很难谈清楚,也就谈得少些。

所以,与其关注大盘的高度,不如关注个股的空间。沪指自 7 月 21 日以来这波行情累计上涨 8.3%,但涨幅超过 20% 的个股有 237 只,涨 10% 的个股近千只;涨幅最大是新股板块,为首的是中材节能大涨 180%,非新股方面涨幅最大的是永泰能源大涨 114%。同时,期间两市 2300 多只交易的个股中,只有 122 只是累计下跌的;行情看似普涨,个股实际涨幅差距悬殊明显。

从行情看,不管冠之以什么名义,题材驱动、板块轮动是 A 股过去、当下的主流,即便是被视为新行情启动号的 7 月 28 日蓝筹股直推大盘异动,实质内核是题材驱动——当日带动蓝筹股集体上涨的两大诱因是交通银行、宏源证券分别涨停,前者受混合所有制改革消息影响,后者受并购重组消息影响。这也是之后并非所有蓝筹股都迎来强劲涨势的微妙因素所在,很多个股没有这么强的催化劑。

即使大盘不持续大涨,只要能稳住不出现大跌打击人心,市场热度下总有很多可把握的机会。关注大盘的便利之处在于可以根据大盘景气度来投资与大盘同步的品种。委实说,只要大盘稳住,个股如果持续活跃,那么与大盘同步风格的个股迟早会迎来板块轮动、风格轮动的机会,也就是传说中的补涨。

盈利是硬道理,目前的市场环境下个股机会不断,跟上市场节奏,大有作为。

规模等金融指标各方面来看,货币政策目前即便不再增量放松(如减息与降降准),至少没有向收紧方向演变的理由。

财苑网友: 社保基金的大举开户,是否标志着千呼万唤的牛市真正到来了?判断牛市开启的标志又是什么?

傅子恒: 社保基金因其身份独特,其一举一动都受到市场关注。近期社保资金新开户增加给 A 股市场贡献了增量资金。A 股市场一年以来基本是存量资金博弈的市场,社保资金的积极入市显示出该类重要的机构资金对 A 股市场的看好,说明市场条件、环境也在向积极方向转变。

牛市基础是宏观经济进行景气上升期,流动性充足,市场估值处于低位,目前来看这几个方面尚有矛盾。判断牛市开启的标志还是宏观经济基本面的真正改善,上市公司业绩增速的提升,从这方面来看,我觉得是否是牛熊转势,还需要对经济基本走向进行研判。长期而言,我国经济当前正在经历增长的换挡期,谨慎地看,当前行情回暖与下半年经济数据表现好于上半年有关。总体来看,我认为当前行情表现更多仍是结构性的,而非系统性的。

从市场层面来看,判断牛市开启的标志是蓝筹股受到积极追捧,出现一批持续上涨的、具有盈利示范效应的股票,投资者盈利变得容易。当前行情演化印证了结构性而非系统性的判断,蓝筹股的持续性仍待加强,概念题材股较难把握,盈利总体来看还不那么容易。

(黄剑波 整理)