

⑤ 资讯纵横

资讯纵横栏目是华融期货推出的信息资讯套餐系列，涵盖华融早报、每日盘解、大盘风向标、外盘跟踪、要闻解读、焦点聚集、华期周刊和每周一评等栏目，为客户提供最全面、最迅速、最准确的各类投资信息，为客户提供优质高效的资讯服务。

⑤ 深度研究

两会后期指有望再次企稳回升

一、行情回顾

自2012年12月4日以来，中国股市经历了一个多月的强势上涨，罕见回调，股指期货连续合约亦从12月4号收盘的2130点涨到2月1日的2746点，上涨600多个点，涨幅28.9%。这一轮上涨基于市场的一致预期包括：中国经济处于触底后缓慢回升的阶段，新政治周期开启寄予的改革红利预期以及城镇化炒作，权重板块的估值修复，IPO 的暂停，货币政策稳定，资金面相对宽松，通胀处于适度可控中，以及全球经济的复苏和资产配置的重心开始转向包括中国在内的新兴市场。

所谓物极必反，蛇年第一个交易日 2 月 18 日未迎来市场期待的“开年红”，反而以房地产调控和欧美股市大跌为导火索，沪深股市展开大幅调整。触发市场调整的负面因素有以下几个：首先是房地产调控出台五方面的政策措施，对市场交投情绪造成一定打击；第二，美联储在上一次议息会议上暗示可能提前推出宽松政策的预期，美联储停止“注水”将导致美元趋势性走强，进而导致热钱回流美国给全球新兴市场一定冲击；第三，IPO 重启的传言四溢，管理层虽推出一系列整治措施以缓解融资压力，但是 IPO 融资开闸是迟早的事，尤其是市场对两会之后 IPO 开闸的预期强烈，再次对市场构成压制；最后机构仓位普遍过高，入市增量资金有限，指数难以继续冲关，节后一周股指期货连续合约下跌幅度达到 6%。

产品简介: 品种深度研究是华融期货每周华期周刊中的品种研究部分，每周对一个期货活跃品种进行深度研究分析，对近期行情走势的研判。

风险说明: 本产品为投顾人员独立观点，不构成投资建议，谨供投资者参考。

客户适配: 适合所有客户使用，尤其是日内短线客户，本产品汇总专项投顾人员对于今日品种的走势分析和个人的独立观点。

投资顾问: 吴之亮

电话: 0898-66781250

邮箱: wuzhiliang@hrfutu.com.cn

地址: 海南省海口市龙昆北路 53-1 号

邮编: 570105

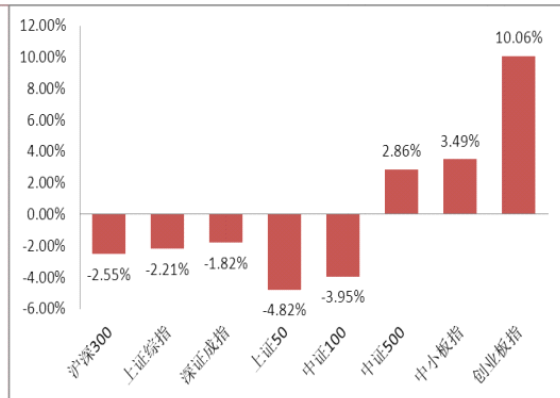
期市有风险 入市须谨慎

之后证监会频吹暖风，释放两会“维稳”预期，受养老金、保险金、公积金“三金”入市，RQFII扩容1000亿，以及资产证券化门槛降低等利好政策推动，金融、地产等权重板块止跌回升带动股指企稳反弹。3月3日国务院发布的“国五条”细则重创地产板块，股指亦受到打压。

图 1：指数及期指连续月度走势



图 2：A 股主要指数月涨跌幅（2 月）



资料来源：中金所网站，华融期货

图 3：股指期货合约与沪深 300 的价差分布

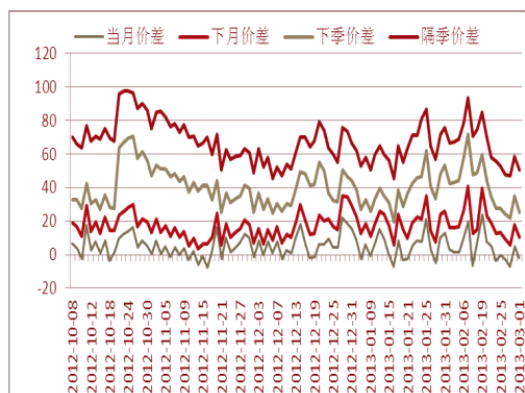
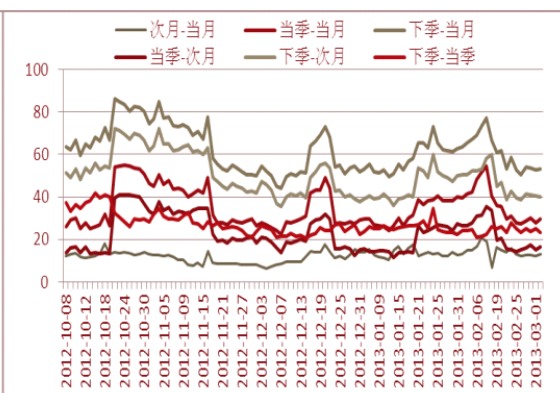


图 4：股指期货合约价差分布



资料来源：Wind，华融期货

二、基本面分析

2.1 估值分析

中国股市的整体市盈率无论是与国外市场横向比较，还是与往年数据纵向比较，都处于较低水平。当然，中国股市存在估值分化迹象，但对指数影响较大的权重品种估值处于较低的水平。目前中国的宏观经济回暖和流动性的改善为市场估值修复提供了条件。

首先，众多经济数据印证支持了中国经济在 12 年四季度企稳回升，这种经济复苏将在 2013 年延续下去的预期将提升市场对盈利增长的预期，从而提升市场估值水平。其次，中国证监会目前正在积极引入境外投资者，QFII 入场有效改善了我国股市的流动性，为估值修复提供了资金和投资理念支持。国外成熟投资者偏好低估值且盈利稳定的品种，带动国内投资者投资于强周期性低估值板块，比如银行和建筑等板块，并且扩散至二三线周期品种和其他估值较低品种。

从各主要指数看，图 6 中显示所有指数估值均低于历史平均，其中创业板市盈率水平最高，中小企业板和深证 A 股估值处于相对较高的水平，上证 A 股和沪深 300 指数在经历了持续长期回落后，整体市盈率在 10 倍左右，处于历史低位，估值水平已经具备相当吸引力。

分行业看，从图 7 中，目前所有行业的市盈率水平都处于历史均值以下，大多数行业处于或接近历史最低位。其中金融服务、房地产、交通运输、交运设备、采掘、化工、建材、商业贸易估值较低，而有色、电子元器件、餐饮旅游、信息服务、信息设备、医药生物、轻工制造估值相对较高。

图 5：我国主要市场指数当前市盈率

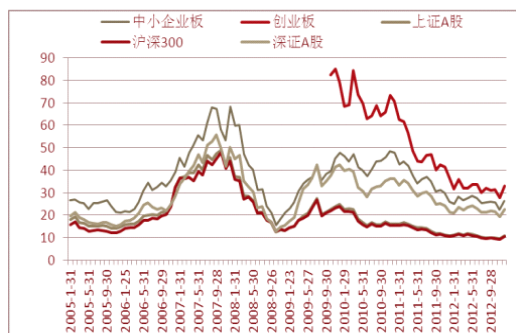
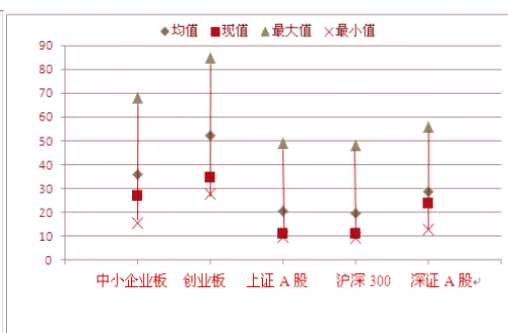
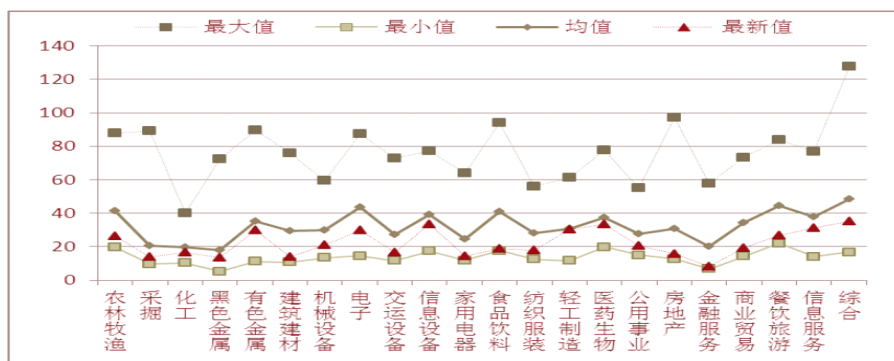


图 6：我国主要市场指数市盈率历史比较



资料来源：Wind，华融期货

图 7：行业当前市盈率与历史比较



资料来源：Wind，华融期货

2.2 股市供求分析

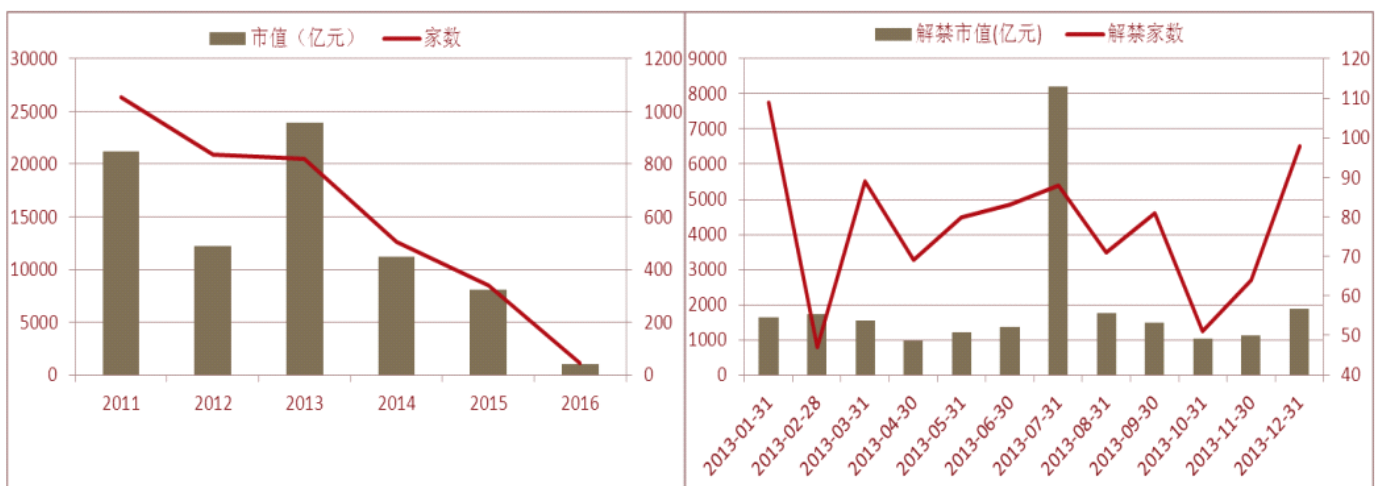
我们预期 IPO 在今年二季度重启的可能性较大。市场投资者普遍将本轮上涨归结于流动性推动的市场上涨。但从微观的资金监测口径，我们并没有看到大规模的资金流向股市。

基金仓位上升和我们无法观测的其它机构投资者加仓，IPO 暂停对于股票供需的影响，可能是此轮市场上涨的主要推动力。鉴于目前基金仓位普遍较高，如果 IPO 重启很可能打破目前市场上的资金供求关系，尤其是对于目前活跃的小股票冲击更大。证监会公布的企业发行申报家数目前为 870 家，创业板为 331 家，已经通过发审会的家数为 89 家。如果按照去年二三季度（在 IPO 未暂停之前）的 IPO 速度（月均 18 家），那么需要 4 年时间才能满足排队公司的新股融资需求。即使通过企业自查或者抽查，减少融资规模，我们预期新股发行的需求仍不容小觑。我们预期 IPO 在今年二季度重启的可能性较大，届时也将对市场造成一定的冲击。

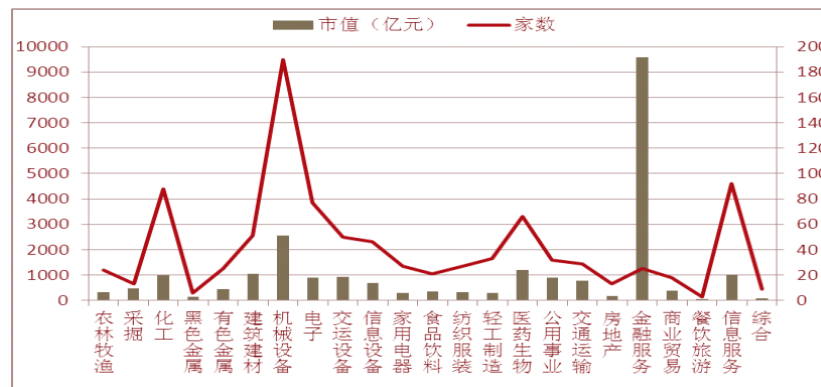
3 月份市场解禁压力减小。2013 年 A 股的限售股解禁市值是 2005 年股改以来的 9 年内第三高峰，仅次于 2009 年和 2010 年的水平。据统计，2013 年全年解禁股数达 4352.56 亿股，解禁市值为 2.31 万亿元。从下图中可以看到，3 月份解禁公司数为 89 家，解禁股数为 171.1424 亿股，相比 2 月份环比为-3.76%，解禁市值为 1537.89 亿元，环比-10.34%。总体上来说虽然 3 月份解禁压力比前 2 个月稍小，但仍处于上半年解禁市值较大的月份区间中。

图 8：2013 年为解禁高峰年

图 9：2013 年限售股月度解禁市值和家数统计



资料来源：Wind，华融期货

图 10: 2013 年限售股解禁行业分布


资料来源: Wind, 华融期货

2.3 宏观经济分析

2.3.1 2 月份 PMI 季节性回落, 但数据波动不改经济弱复苏趋势

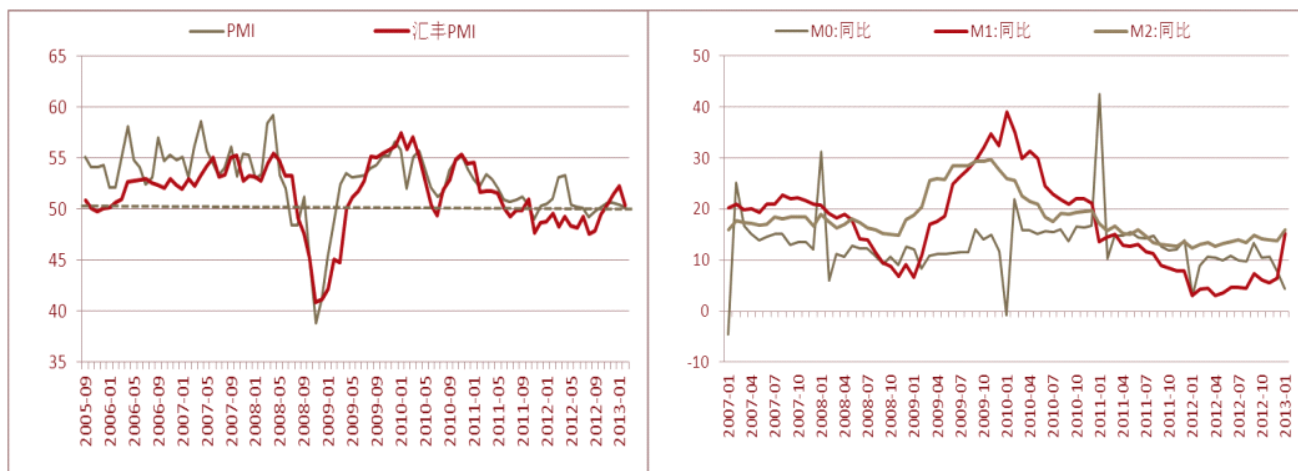
3 月 1 日公布的 2 月份中国官方 PMI 指数为 50.1%, 较上月回落 0.3 个百分点, 连续第五个月处于 50 以上的扩张区域。其中, 新订单指数 50.1, 较上月下降 1.5 个百分点, 是导致 PMI 下降的主要原因。目前 PMI 与新订单指数仍在扩张区域内, 生产指数 51.2, 仅比上月微落 0.1 个百分点, 生产积极性仍然较高, 同时库存得到消化, 产成品库存和原材料库存指数分别回落 0.8 和 0.6 个百分点至 49.5 和 46.6。预计随着节后开工率的回升, 企业的订单需求有望加快, 将有助于 PMI 指数的回升。

2 月汇丰 PMI 为 50.4%, 比上月 52.3% 下滑 1.9 个百分点。2 月份中采 PMI 和汇丰 PMI 同时出现下跌, 表明制造业景气略有回落。从季节性看, 1、2 月份的春节效应对经济活动造成较大的扰动, 令评估经济增长存在困难。经济自发力量偏弱使得天气等一些扰动性冲击容易对数据的方向产生影响。就 2013 年 1-2 月 PMI 的环比表现来看, 基本上都于季节性表现一致, 并没有出现明显的经济放缓, 所以, 即便按照季节性的中性预测, 2013 年 3 月 PMI 有可能会出现 3% 以上的反弹, 达到 53%。

2.3.2 管理层出台更加严厉的宏观调控措施的概率极低

从政策层面看, 政策管理层在“两会”之后就出台一系列更加严厉的宏观调控措施的概率极低。从当前高层会议的基调看, 继续保持经济的稳定增长依然是政府经济工作的首要目标。而从近期的一系列经济指标来看, 由于开工季节还未到很多资金项目还没有完全落实, 经济整体复苏依然是比较脆弱和缓慢的, 而此时采取严格的调控手段比如收紧货币和融资条件等, 势必会造成复苏势头中止使得经济再度面临下行风险。

图 11: PMI 季节性回落但仍处于 50 以上扩张区域 图 12: 1 月信贷和货币数据大幅上升



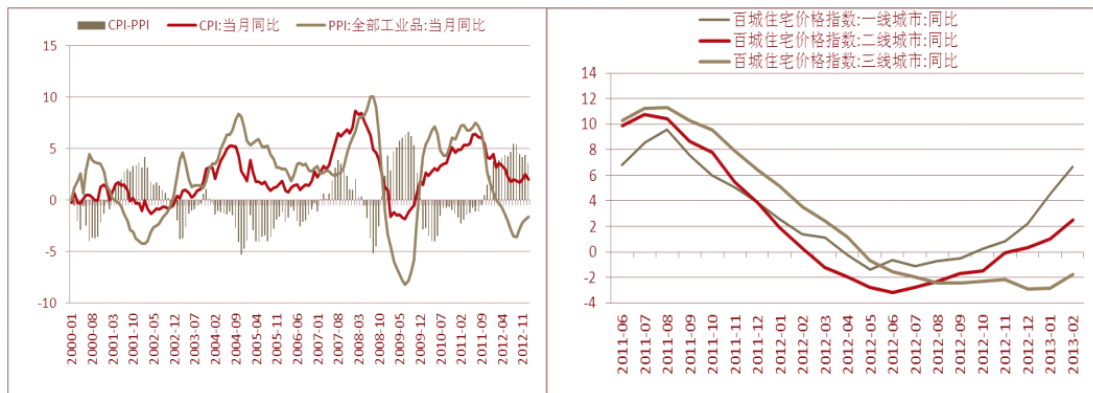
资料来源: Wind, 华融期货

2.3.3 对本轮房地产调控政策含义的解读

中金公司认为本轮房地产调控政策在“两会”之前，即本届国务院总理即将到任时出台，是有一定含义的，既应对了当前房价显著回升的势头，也是总理对于任内坚持调控房价承诺的兑现。而新一届政府和总理是否仍会进一步加大行政化干预的手段来调控房地产市场仍存在一定变数。而从本轮的房地产调控措施来看，重点是针对一二线城市以及针对二手房交易。因此，这项调控政策带有鼓励资金从一二线城市向三四线城市楼市转移的特征，同时，由于大幅提高的二手房交易成本，实质上等于减少了刚需和改善型购房者在二手房市场的选择面，因此反而会更加有利于一二线城市的新房市场销售和价格水平。因而这样的政策看似十分严厉，但在各地执行层面上可能反而会导致更多的问题，其效果也未必十分理想。所以未来在落地执行层面上，这一政策仍存在着修改或微调的可能性，因此其对经济造成的实际影响可能是比较有限的。

2.3.4 CPI 通胀步入上升通道，但总体上仍较温和

央行的一些操作被解读为货币政策从紧的信号，但官方解释这仅为春节后流动性回笼的正常操作。从政策的制定和执行惯例来看，央行有一定的操作腾挪空间，但不太可能绕过国务院主动进行紧缩性的货币政策操作。考虑到经济偏弱，通货膨胀状况仍较为稳定，我们认为短期内货币政策显著收紧的可能性不高，但是总需求的较强回升和流动性的相对宽松降低了进一步放松的可能。加上房地产市场调控的需要以及外围货币宽松的持续，预计货币政策从中性偏松向中性转变的可能性有所增加。

图 13: CPI 通胀步入上升通道, 但总体上仍较温和 **图 14: 一二线城市房价上升明显加速**


资料来源: Wind, 华融期货

2.3.5 两会后关键看预期兑现程度

关于两会预期, 我们认为有两方面: 1) 期待改革破题, 红利再现。十八大之后, 中央经济工作会议提出要以更大的政治勇气和智慧推动下一步改革, 强调要深入研究深化改革的顶层设计, 明确提出改革总体方案、路线图、时间表; 从城镇化到收入分配改革, 新领导集体的新思路、新面貌和新言行继续强化市场的改革红利预期, 期待两会之后有关改革和提振经济的政策发力。2) 担忧房地产调控再加码。节后楼市调控加码传闻风生水起, 股市闻声而落, 2月20日, 国务院召开常务会议, 研究部署继续做好房地产市场调控工作, 称要保持政策的连续性和稳定性, 并就房价问责、抑制投资购房、增加供给、加快保障房建设等提出5点要求, 也就是市场所说的“国五条”。10年和12年两会后房地产调控加码风险均成为市场由涨转跌的主因之一, 目前不确定性之下市场担忧不无道理, 将压制市场风险偏好水平的提升。

从2010年至2012年, 两会前后往往是行情的重大转折点, 我们认为A股确有一定的节日情结或重大会议情结, 但也不尽然, 比如12年党代会后和13年春节后均不符合历史行情统计的大概率, 我们认为关键还是两会后的预期兑现程度, 特别是向上或向下的超预期, 是构成此前市场趋势的驱动因素还是逆转因素。

三、结论及策略建议

综上所述, 我们认为13年上半年经济走势在固定资产投资增速的拉动下将大概率继续走高, 这就意味着金融监管当局仍对信贷和非信贷融资给予一定的支持, 那么今年上半年整体社会融资总量的增速仍将维持较快的水平, 市场资金面状况仍会保持相对宽裕。因此, 如果资金面继续维持较为宽松的局面且经济增速仍有一定继续回升的空间, 在短期政策预期导致的市场情绪震荡结束以后, 市场有望在3月底到4月初再次走出一波上升行情, 而那一波行情的幅度将取决于经济和企业盈利复苏的程度及其可持续性。建议中长线投资者逢低布局, 控制仓位, 做好止盈止损。

免责声明

本报告分析师/投资顾问在此声明，本人取得中国期货业协会授予期货从业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。

本报告仅提供给华融期货有限责任公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融期货有限责任公司所有。未获得华融期货有限责任公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述期货合约的买卖价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融期货有限责任公司研发部及其投资顾问认为本报告所载资料来源可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。