

2013 A 股投资策略： 1900~2560 点震荡筑底

秦小华/文

宏观面分析

财政政策

1.2 万亿的财政赤字,将更多地投向医药卫生、民生保障房、环保保护、公共基础设施等领域。财政赤字支出的增加,在一定程度上能刺激投资活动,但所投资的项目大部分均属非盈利性项目,不能带来短期经济效益的快速增长。

值得指出的是,为拉动地区 GDP,部分地方政府投资的项目出现过热现象,重复建设、重复投资、政绩工程等项目逐渐增多。比如,在公共基础设施建设方面,特别是市政建设等方面,存在着严重的重复投资、重复建设。这样做的危害是明显的。它会造成地方财政入不敷出,地方债务危机重重,而且会推动局部地区局部行业的物价飞涨。

此外,随着财政赤字规模的扩大,人均占债额占比可支配收入的比例越来越大。隐藏的最大的债务危机是,居民个人和家庭的资产负债表结构逐步遭破坏,债务敞口风险暴露进一步扩大。

统计数据显示,铁道部高达 2.66 万亿元债务,已占今年中央预算主要支出项目安排总和 4.14 万亿的 64.25%;2013 年地方政府债务高达 11 万亿,跟 2012 年一年的财政收入总和差不多,占 2012 年 GDP 总量 51 万亿的 21.57%。

按我国总人口 13.6 亿算,两项债务总和共计 13.66 万亿,人均负债 1 万元,占 2012 年我国城镇居民可支配收入 24565 元的 42%。

若算上数额巨大的国债,则人均负债将更大。财政部网站 3 月 26 日公布的数据显示,2012 年末国债余额实际数为 7.75657 万亿。其中,内债余额 7.674791 万亿,外债 0.081779 万亿。若按 2013 年末国债余额限额 9.120835 万亿算,则 22.78 万亿的债务总和占 2012 年 GDP 总量的 44.67%,人均负债 1.675 万元,占 2012 城镇居民可支配收入的 68.19%。

需要提醒的是,结构性减税带给企业和社会的积极作用有待观察。结构性减税带来的财政收入减少,而因物价上涨的必然,以及财政支出的刚性,财政资金缺口将扩大,以及财政支出压力大增。

必须说明的是,结构性减税降低企业经营成本、减少负担只是一个方面,而人力成本、原材料成本、物价、及杂费成本的隐性增加,照样会拖累企业利润的增长,制约企业的盈利空间,降低企业主生产主动性与扩大投资的意愿。

结论: 由于财政赤字支出方向主要集中在民生保障项目,结构性减税带给企业的正向作用,会被物价上涨、人力成本、原材料等隐性成本增加所抵消。高企的人均债务,会制约债务扩大的规模,而地方政府债务带来的入不敷出,带给经济增长不稳定因素。

货币政策

依据 2013 年两会规划,今年,广义货币 M2 将按 13% 的速度增长,意味着在去年 97.42 万亿的基础上,将升至 110.0846 万亿。有理由相信,广义货币 M2 在今年的供给将持续宽松和充裕。过多的流动性追逐较少的资产,会引起资产价格的上涨。

央行相关数据显示,截至 2 月末,人民币存款余额 93.71 万亿,当月同比增 146.4%。在 2004 年 11 月至 2013 年 2 月共计 100 个月的时间周期里,人民币存款余额同比月增长均值为 17.8948%,其中,2008~2010 年三年里,人民币存款月增长超高速增长。

央行新增贷款数据揭示,截至 2 月末,累计人民币贷款 64.7 万亿,当月同比新增 15.05%。在 2004 年 11 月至 2013 年 2 月共计 100 个月的时间周期里,人民币贷款余额同比月增长均值为 16.9304%,其中,2008~2010 年三年里,人民币贷款月增长超高速增长。

依照此总额数据,我国银行的存贷比率为 69.04%,低于央行对存贷比不超过 75% 的要求。由于该指标越高,意味着负债对应的贷款资产就越高,银行的流动性越低。

居高不下的存款额,对居民个体的影响是正面,但对国家经济发展的影响是负面的。对银行来说,较高的银行存款表现为银行的高负债,影响银行的资产负债表结构。对国家经济来说,存款较多,相较于资产,居民更偏好对现金的爱好。国家所倡导的扩大内需拉动经济,投资和消费就成一句空话。

由此,要改善银行自身的资产负债表,拉动经济发展,央行必然会采取措施刺激居民的投资欲望,减少居民对现金的热爱,购买资产。

从两会规划中看,政府在 2013 年将 CPI 控制在 3.5% 左右。这个目标意味着,人民币会进一步贬值,居民将面临进一步上涨的物价。央行利用低利率、高通胀方式,刺激居民投资消费欲望,拉动内需的目的了然。

此外,中小微企业的贷款难仍然是一个急需解决的问题。银行业在积极吸收存款后,对中小微企业,投放贷款的积极性逐渐下降。银行业脱媒的后果是,会造成资金资源过于向国有大中型企业集中,造成资金浪费,降低资金的使用效率,加速大中型国有企业挤压中小微企业的利润,形成国进民退的尴尬局面。

结论: 供应宽松的广义货币 M2,会刺激资产价格进一步上涨。居高不下的居民存款,会影响和制约,扩大内需、刺激消费、拉动经济增长的目标。为了刺激居民放弃现金喜好,转向爱好资产投资,央行必然会采取措施,增加人民币的供给,让人民币继续贬值。

中小微企业贷款难的问题,仍然需要央行采取有效的措施解决。银行业利润的高速增长,与实体经济盈利的艰难,暗示银行业脱媒迹象明显。

行业政策

最近几年来,虽然各行业、产业及相关规划不断出炉,但对实体经济的积极影响并没有显著显现。各行业在不同的区域市场,长期以来形成的混乱竞争格局、盲目建设、及产业分布不科学格局,没有彻底改善。由于受地方政府财政收入、解决地区就业压力、及片面追求政绩等地区私利的观念影响,调整产业结构,形成全国协同发展的产业格局,需要很长的时间。

调整经济结构,成为行业政策重点规划方向。从市场经济的角度讲,调结构需要市场时机配合。调结构理性的最佳时机,是经济衰退期,这符合优胜劣汰的生物进化规律。但为了保持经济高速增长,在经济危机来临时,我们数次采用行政手段干预,刺激经济,从而失去调结构的最好机会。比如全球金融危机的 2008 年。

利用经济危机调整经济结构,一个最大的好处是,可以节约和降低调结构的成本,有利于产品及产业的更新换代。

由于管理层多次采取逆周期的经济刺激政策及方案,调结构更多的时候就变成一句空话。调结构需要在市场走弱、经济疲软的自然状态下进行。逆周期的经济刺激政策及方案,只解决了一时的经济困难,而困扰经济长期增长的结构问题依然存在。

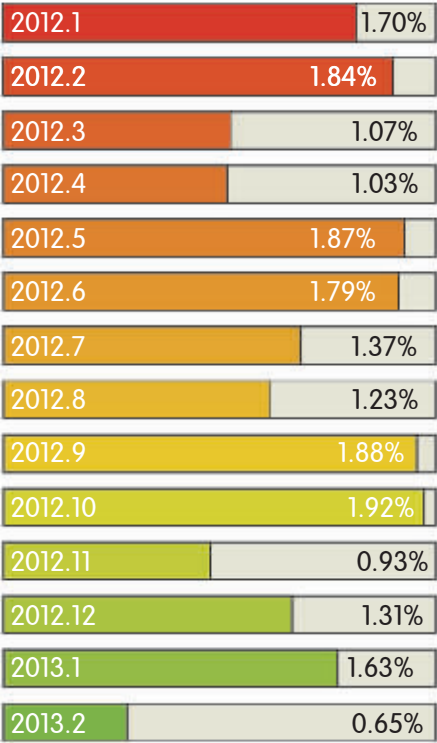
有理由相信,如果管理层放不下对宏观调控的热衷,那么企业愿意调结构的动力略显不足。如果管理层不愿意承担调结构带来的失业率、及经济下滑的负面效果,那么没有企业愿意主动地增加调结构的经营成本。不愿意淘汰落后产能的危害是非常大的。它会促使大量的劣质公司存在市场里,对市场环境造成破坏,进而驱逐优质公司,降低市场配置资源的效率。对落后产能的容忍和纵容,无异自断产业结构调整、产品结构升级换代的后路,随着经济周期被人为地拉长,调结构的时间成本、机会成本、阻挡力量,将越来越高、越来越大。

结论: 管理层不放弃逆周期调控经济的热衷,不愿意承担调结构带来的短期负面影响,调结构就只能是一句空话。不愿意淘汰落后产能,随着经济周期认为被拉长,调结构的时间成本、机会成本、阻挡力量,将越来越高、越来越大。

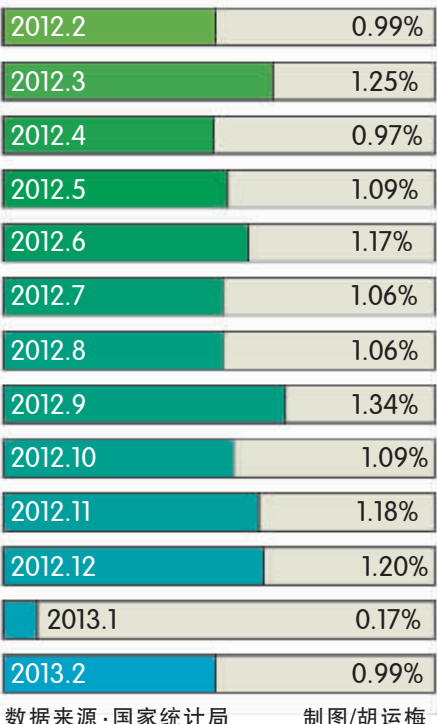
微观经济

微观经济方面,衡量经济增长最为关键的是,投资和消费两大指标。其中,衡量投资的两大指标有,固定资产投资总额、外

固定资产投资环比增速

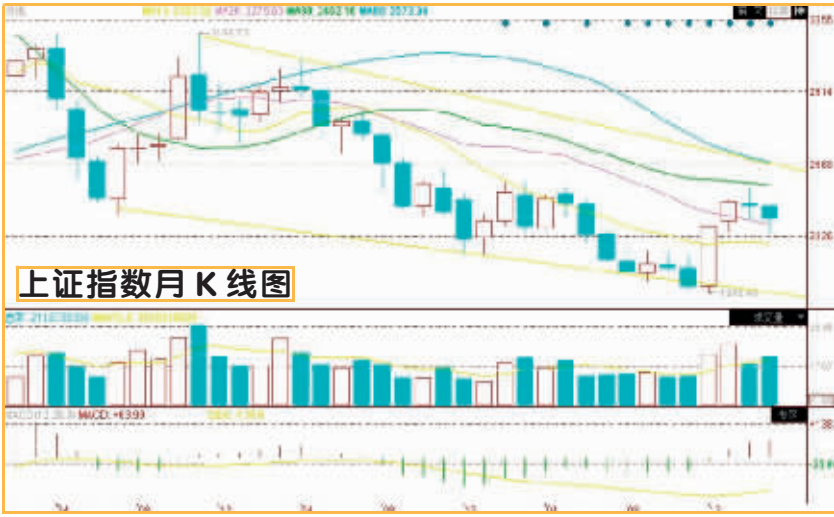


消费品零售总额环比增速



数据来源:国家统计局

制图/胡运梅



国直接投资(FDI),衡量消费支出的指标是,社会零售总额和出口贸易额。

国家统计局数据显示,2013 年 1~2 月,全国固定资产投资 25676 亿元,同比名义增长 21.2%,增速比去年全年加快 0.6 个百分点,比去年同期回落 0.3 个百分点。从环比看,2 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.65%。

尽管从绝对量上看,固定资产投资保持名义增长,但从 2012 年 1 月~2013 年 2 月,固定资产环比增长有逐步缩小的趋势。固定资产投资在 2012 年 10 月达到环比增速高峰值 1.92%,在今年 2 月达到固定资产投资最低峰值 0.65%,若扣除物价上涨因素,环比增速实则为例退。

自 2011 年 11 月以来,外国直接投资(FDI)仅 2012 年 5 月、2013 年 2 月两月同比上涨,其余月份均下跌。外国直接投资金额连续下降,意味着外国资本对我国经济增长及投资环境保持着谨慎态度。

最值得警惕的是,社会零售总额增速明显下滑,意味着居民消费支出的减少及消费意愿的减弱。国家统计局数据显示,1~2 月,社会消费品零售总额 37810 亿元,扣除价格因素实际增长 10.4%。

这仍然是一个总额上的增长。国家统计局发布的,经季节调整模型自动修正的结果显示,自 2012 年 2 月至今,社会零售总额环比增速呈温和下降趋势。特别的是,今年 1 月和 2 月,社会零售总额达到环比增速的最低值,分别为 0.17%、0.99%。

社会零售总额降低,是投资者必须警惕的信号。尤其需要指出的是,2 月份是我国传统消费旺季春节,如果扣除春节消费因素,2 月社会零售总额环比增速放缓的特征应更为明显。

一个积极的信号是,因欧美经济缓慢复苏,以及欧债危机逐渐缓和,在人民币加速贬值的前提下,我国的出口贸易逐渐好转。不过,随着我国进一步增持美国国债,出口贸易的利润将会被增持国债而削弱。

结论: 从数据看,投资和消费在总量上保持同比名义增长,但从修正后的环比数据看,扣除物价上涨因素后,投资和消费环比增速下滑趋势明显。

资本市场

自今年 3 月以来,多空双方目前激烈争夺的 2300 点,距离 2007 年 10 月的 6124 高点,相去甚远。从绝对数量上看,上证指数仍然下跌 62.44%,若上证指数要重返 6124 点,需要上涨约 166.24%。

与 A 股的漫长熊市相比,欧美主要资本市场仅仅在金融危机的 2008 年出现显著性下跌,随后自我修复,在实体经济缓慢复苏的支撑下,以及主权债务危机的缓解,欧美股市逐年上涨,其中美国道琼斯上创历史新高。

需要明确的是,在 2009 年 4 万亿刺激

系,但股市下跌引起的危害,会向实体经济传导,是一种必然。

由于缺乏赚钱效应,宽松的货币供给,并没有流向资本市场,而是流向投资领域和流通领域,一方面资金推高资产价格,另一方面资本市场资金流出,转向收益率稳定的债券市场和货币市场。

一个稍显正面的积极作用是,股市下跌,会促使投资者对自我价值评估体系和投资观念的反思。随着市场重心的下移,投资者对发行申购区间价的估值体系越来越怀疑,三高发行,也越来越被投资者诟病。不过,这是以资产严重缩水为代价和投资意愿下降为前提的。

2013 年两会传出的信息是,建立多层次资本市场体系,扩大直接融资比例,降低企业融资成本。这看似一如既往的平淡表示,暗示着资本市场扩容是一项长期任务,市场融资的压力短期内不会减少。

资本市场人事更迭频繁,也会导致投资者观望,却也增加不确定性因素。

结论: 资本市场长期下跌,引起投资者收入减少,资本市场财富效应缩水,投资者信心崩溃。最严重的是,资产缩水会破坏投资者的资产负债表结构,并向实体经济传导,破坏上市公司盈利。

提高直接融资比例,暗示资本市场扩容将是一项长期任务,市场融资压力短期内不会减少。可以肯定的是,A 股上涨将缺乏动力。依靠流动性来刺激经济增长和资本市场复苏,是不现实的,我国流动性陷阱的迹象越来越明显。

技术分析

美国道琼斯工业指数

道指在 14500 点上,震荡明显加剧。不断刷新新高的指数,源源不断地吸引着货币流向资本市场。MACD 多头趋势明显。月线上,道指呈现清晰的上升 5 浪,预示着美国本轮大牛市并没有结束。日线上,由于多个技术指标出现严重超买状况,随着指数上涨形成的资金逃离背离,暗示短期内调整压力加大。

一个最大的风险因素是,随着经济的缓慢复苏,美国有提前结束量化宽松(QE)的可能。受量化宽松政策的影响,道指一度上创历史新高,一旦美联储收紧流动性,那么美元将继续升值,资本市场会受到一定程度的影响。

2013 年道指预测位 13000~16000 点。

上证指数

有利因素是,A 股在 2013 年做空显得有些孤独,加上货币供给充分,限制流动性的房地产税,造成商品房投机减少,在外围股市向好的格局下,资金抄底欲望比较强烈。

今年,监管层会加大对银行业敞口头寸暴露出的风险、影子银行、理财产品、私募基金的综合治理,短期内,会导致资金观望和出逃。

不利的因素有,考虑到实体经济放缓,企业投资、扩大生产意愿下滑引起盈利下降,调结构的成本高昂,同时,资本市场扩容压力尤存,融资压力大,制度建设落后,市场违法成本低。由于 A 股背离国际资本市场的独立特行个性,以及地区不稳定因素增加,乃至冲突爆发,不排除 A 股跌穿前期低点 1949 点的可能性。

技术形态上看,2013 年为 A 股出现大牛市的可能性不大,全年行情将震荡寻底、筑底。月 K 线上,A 股在考验前期低点 1949 点后,极可能反弹上摸 60 月 K 线点位,即 2560 点附近。上证指数 2013 年预测位 1900~2560 点。

尽管 A 股在整体行情上偏空,但我国资本市场从来不缺题材,概念炒作个股。从行业大类来看,环保、军工行业将成资金持续青睐对象。此外,常规题材,如年季报行情、分红行情、重组、资产注入均值得关注。

结论: 操作方式上,由于 A 股暴涨暴跌成常态,逼迫投资者变成投机者,采取快速进出实情不得已,投资者应时刻保持谨慎投资心态。

(本文仅为个人观点,请理性对待)