

内容摘要

LTRO “药力”失效、政治风险重返欧元区，导致欧债危机重燃。美国方面，经济复苏开始趋缓、企业盈利增速也进入平稳期，使得已经连续4月飙升的美指面临短期的压力，同时全球资产价格受到QE和金融危机应对政策而改变了传统资产定价模式，投资更需与时俱进。国内方面，一季度宏观数据披露的完成，修正了此前市场过于乐观的预期，促使投资者风险偏好向理性回归，受央行微调货币政策影响，5月市场流动性放松较年初有所增强，加之经济已经入开工旺季企业盈利弹性开始增强，A股市场估值优势有所体现，这将有助于5月A股进入相对平稳期。

外围市场回顾及展望

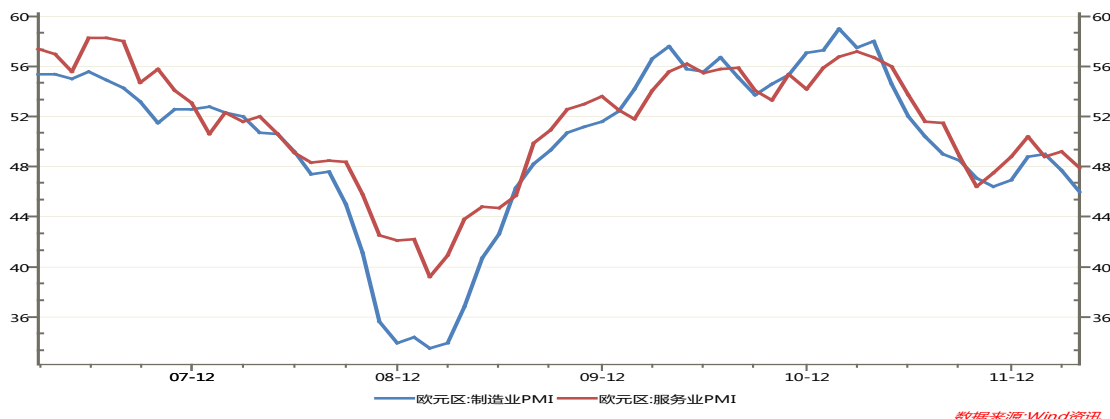
4月份全球各主要股指均呈现小幅回落态势，美元整体走平，大宗商品窄幅波动。

一、LTRO “药力”失效导致欧债危机重燃

4月，西班牙央行发布报告显示，一季度该国国内生产总值按季下跌0.4%，预示西班牙已经第二次下滑到衰退之中，其十年期国债收益率一度突破6%，引发欧洲新一轮恐慌。虽然其国债拍卖结果还算理想，短期收益率有所回落，但欧央行两轮LTRO的药劲显然开始已经减退，

而4月份欧洲各国经济数据惨淡也是导致市场走势不佳的重要原因。德国、欧元区制造业PMI4月份初值创近3年低点，使得投资者失望情绪加重。

图 1：欧元区制造业、服务业 PMI



同时，政治风险重返欧元区，加大了 5 月份欧洲资本市场的不确定性。作为法国核心盟友的荷兰，由于联合执政的两党未能就紧缩谈判达成一致，导致首相递出辞呈，荷兰也将面临失去 AAA 评级的风险。而有着自我宣称为金融业和紧缩敌人的奥德朗在法国总统初选的大获成功，也加大了法国从金融市场获得债务融资的阻力。加之德国央行行长魏德曼与欧央行及索罗斯之间爆发的“口水大战”使得 5 月的欧洲资本市场注定不会太平。

二、美国复苏趋缓、企业盈利进入平稳期

从美联储最新的月度会议上的说明，可以看到在过去的一个季度里，美国经济已在逐步复苏，2 月份美国新屋销售数据大幅向上修正后，3 月份新屋销售实际上是高于预期，而且也是美国房价 10 个月以来首次上涨，阻碍美国经济复苏最大的一块“坚冰”开始融化，这也成为此次联储会议上调 GDP 信心所在，同时，此次美联储会议还下调了未来的失业率，强调高度宽松的政策保持不变，暗示仍不具备推出 QE3 的条件。

同时，美国作为今年全球资本市场表现最为抢眼的市场，依赖于诸多蓝筹公司盈利的超预期表现，苹果公司受益于在华销售超 5 倍的增长，推动纳斯达克创年内最大涨幅。

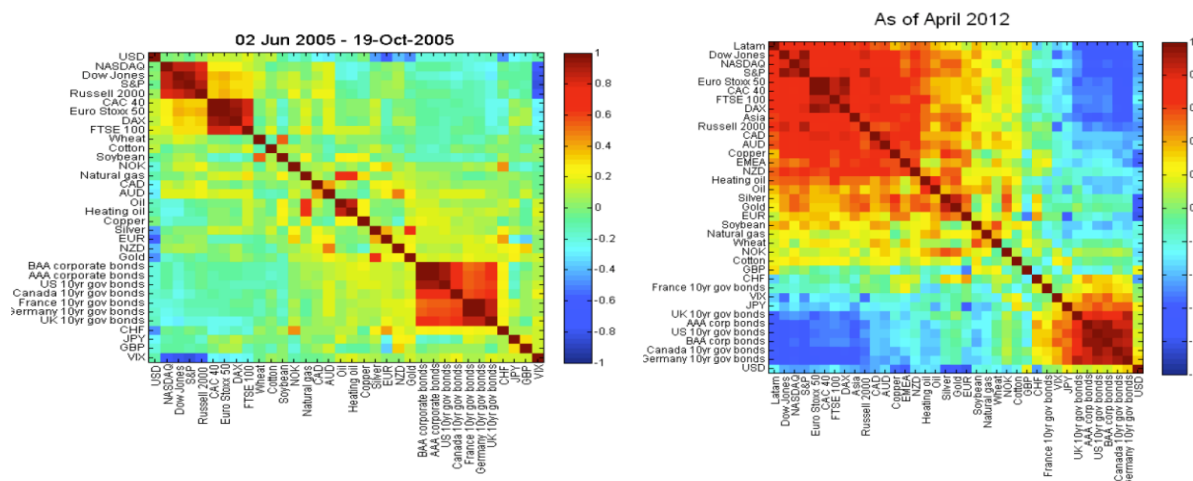
但美股市场素有“Sell in May and walk away.（五月卖货离场）”的投资传统，进入二季度，没有一季度特殊气候等原因，美国的复苏进程不出意外将趋于平缓，相应企业盈利也有望进入相对平稳期，美股能否延续前 4 月上涨态势还有待进一步关注。

三、QE 和危机应对政策改变资产定价模式

针对投资者在金融风暴过后，普遍感觉的太多资产价格走势相关度太高，破坏了传统的投资程序等问题，汇丰在4月发布一篇报告对这一问题进行了有益的探索。

第一幅图是在雷曼倒闭前的典型的全球各种资产类别之间的相关度矩阵。第二幅图是雷曼倒闭后的相关度矩阵。红色代表强正相关，蓝色代表强负相关。绿色和黄色代表相关度接近于零。

图2：各类资产相关度



数据来源：HSBC

前后两幅图表明，金融危机过后，各类资产正在根据 QE 和其他应对危机的政策来定价，资产之间相关度大幅提升，而如果投资者要适应这种状况，要么通过更有创意的方式来分散其投资组合，要么“与狼共舞”接受目前的现实世界。

结合当前欧洲不具备推出第三轮 LTRO 的条件和美国面临“Sell in May and walk away.”经济复苏趋缓、企业盈利进入相对平稳期的现状，5月外围市场将承受一定的压力。

A 股市场回顾与展望

4月份A股市场抵住一季度不算理想的经济数据，小幅反弹，地产、金融板块因利润贡献占比大成为推动4月股指上涨的主要力量。

一、一季度宏观数据修正市场预期

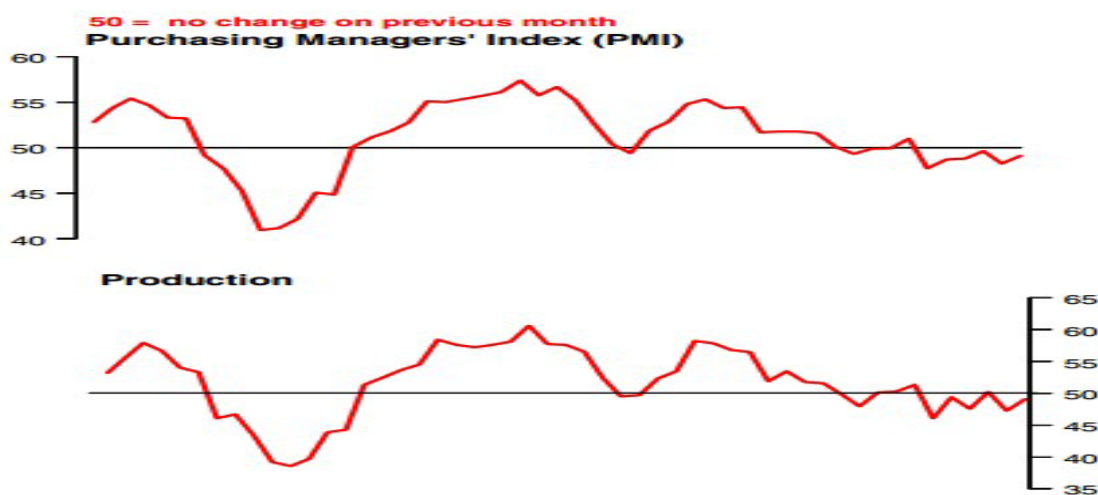
单纯就数据本身来看，一季度 GDP 同比增长 8.1%，略超市场预期，如果按环比折年率 (seasonally adjusted QoQ) 计算，一季度经济增速仅有 7.4%，为三年最差。

由于消费和工业生产数据表现尚属不错，符合市场预期，因此 GDP 回落的速度下降的速度相比较快，从其他几大项数据中，除金融信贷有所增长外，投资和出口均不乐观，而投资领域下降较快，特别是在地方政府基建开始启动后，房地产领域投资增速下降较快成为一季度经济下滑超预期的重要因素。

从库存角度来看，经济总量去库存的速度有所加快，从钢铁、煤炭、水泥等几大周期性行业数据看，“旺季不旺”现象依然明显，这也表明二季度工业生产更多的会受到需求约束而继续承受一定压力，经济二季度仍有下行空间。

短期来看，汇丰公布 4 月 PMI 初值为 49.1，连续 6 个月低于 50，除新订单指数有所下降外，产出指数、新出口订单、就业等分项指数有不同程度回升，表明此前管理层所采取的宽松政策有所见效，伴随开工旺季的到来，观察二季度经济能否实现软着陆进入到“窗口期”。

图 3：4 月汇丰 PMI 初值



数据来源：HSBC

这对 A 股市场而言，修正了前期对于经济过于乐观的预期，投资者风险偏好有所走低。

二、流动性放松略超预期

进入 5 月，通胀水平有望进入一轮弱周期，基数效应相对一季度会有很大的提高，这也为管理层继续结构性改革提供了难得的窗口期。

流动性方面，央行“先发制人”高调宣布希望通过降低存款准备金率对流动性进行补充，同时也宣布扩大人民币汇率的浮动区间，此举既可理解为管理层对经济前景感到乐观，又可将其视为政府一系列结构性改革的铺垫工作，与短期走势无关。

整体而言，一季度 GDP 砸出一个小坑后，却也压缩了经济整体下行的空间，未来“L”型走势的可能性在提高，通胀总水平的缓慢回落和央行事实宽松的措施换来了流动性的相对宽松局面，对于 A 股市场而言，宏观经济整体环境中性偏暖。

三、A 股市场进入平稳期

伴随上市公司年报和一季报披露的结束以及国内经济进入开工旺季，纵使全年对 A 股盈利增速仅维持个位数增长的判断不变，从 1-3 月工业企业利润降幅收窄所传递的经济取暖信号来看，企业盈利增速将进入弹性增强的阶段，对比沪深 300 指数近 10 倍的估值水平以及新股发行市盈率大幅下降的局面，A 股市场的估值优势也将逐步体现。

考虑到投资者风险偏好向理性回归以及部分行业和公司盈利开始提升，整体上股指走出震荡行情的可能性较高，个股的活跃度预期有所增强，配置上可对受需求约束较少的消费品行业以及投资相对确定的电力设备板块，订单增长较为乐观的电子行业适当倾斜。

免责声明：本报告并非基金宣传推介材料，所载内容仅供参考。报告中的信息均来自本公司认为可靠的来源，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。除另有说明，本报告所载的资料、观点及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，这些观点和推测可能会因市场等因素的变化而改变，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告没有考虑单个投资者投资目标、财务状况或个别需求，也未解释投资所涉及的全部风险，投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。市场有风险，投资需谨慎。

本报告版权为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登或引用，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。