

# 2307上演“海底捞月” 五连阳后能否“芝麻开花”

触碰2307点后,市场上演了“五连阳”走势,并创下了年内最大单周涨幅,被压抑过久的做多热情已然有了相当程度的释放。在不确定性因素似乎没有完全消失的环境下,“五连阳”后的市场不可能扶摇直上”,能否不断抬高整体重心或是市场关注核心。

## 依托“双底” 2600或成第一攻击目标位

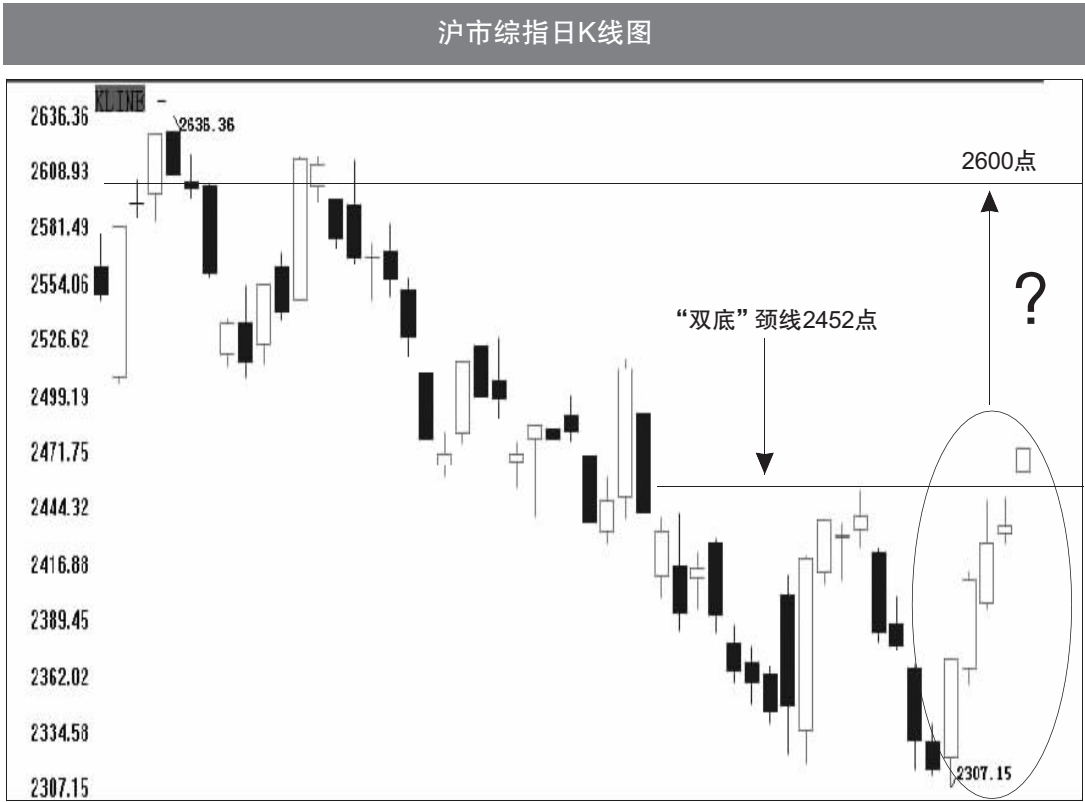
□长城证券 张勇

正当多数投资者对2011年全年行情陷于绝望之际,股市再次应验了否极泰来、久跌必涨的股谚,上证综合指数收出五连阳,且突破了10月17日2452点的高点,颈线突破之后标志着双底构筑成功,年底之前大盘将凭借双底展开一轮中级反弹行情,初步预计2600点为反弹第一目标位。如果量价配合良好,不排除上攻年线2774点。回顾本轮反弹的成因,可以说是多重利好累计共振所致,应算是一波具备基本面支持的中级反弹行情。

财政政策先于货币政策转向,这被市场认定为政策底已出现,而积极的财政政策有助于中国经济转型,于是股市上涨也就迎来了新动力。随着CPI指数连续两个月回落,通胀回落已是大势所趋;鉴于绝对水平仍处于6%的高位,货币政策仍然保持偏紧状态。但是,为了化解小微型企业、外贸进出口

企业、交通运输业、现代服务业等面临的诸如融资瓶颈、汇率波动、税负过重等多重困难,管理层首次提出“宏观政策要适时适度预调微调”,政府也相继出台一系列措施,通过财政、税收等多手段扶持受困行业走出困境。不仅如此,作为经济转型的主要措施,大力发展文化产业以及七大战略新兴产业,让投资者看到了中国经济转型的希望。另外,为了化解地方债务融资平台风险,保障保障房融资问题,政府允许上海等四省市自行发债,近期关于房地产限购令松动的预期也进一步升温。总之,管理层通过一系列配套组合政策,以化解经济硬着陆的风险,预计明年一二季度经济将见底回升,而股市作为经济晴雨表,将提前做出正面反应。

既然经济逐步转型,那么资本市场也会逐步转型,投资思路也应该转型,未来中国股市有望迎来传统固有模式的转型。制度层面,中国证监会28日



## 趋势性机会未现 反弹“天花板”仍存

□中证投资 张索清

10月以来,随着国内外利好消息的不断聚集,A股市场在反复挣扎后终于迎来了喘息之机,上周沪指收出五连阳,创下了年内最大周涨幅,市场信心得到了很大程度的修复。不过,就反弹性质而言,短期上涨仍属于大跌后的技术性反弹,股指上行的天花板依然存在,整体的趋势性机会还需等待。

### 上市公司业绩底未现

虽然上周汇丰10月PMI初值好于市场预期,并创出五个月的新高,但这并不能有效缓解未来上市公司业绩继续下行的担忧。一方面,地产投资增速将逐步下滑。从三季度的情况来看,在国家严厉的调控政策下地产投资增速已经出现明显放缓,存货压力较二季度继续增长、资产周转率更低、现金流继续下降,资金压力越来越大,如果未来融资环境依然偏紧,除非房企大规模的降价促销回笼资

金,否则受制于过紧的资金链,房企新开工率下滑将无法避免,整体形势环比二季度将更加恶化,楼市将开始漫长的寒冬期,而房地产去库存是否顺畅对于整个经济体系至关重要。

另一方面,外部环境依然险峻,出口压力依然很大。虽然历经波折欧盟终于达成初步协议,制定了救助欧元区债务问题的框架,全球市场对此普遍持乐观态度,但需要注意的是,目前协议缺乏具体细节,欧债危机的解决之路仍很漫长。而欧洲国家经济形势已疲弱不堪,上周公布的欧元区PMI预览数据显示,10月PMI继续下滑,连续两个月在50以下,且前期公布的10月德国的IFO商业景气指数继续恶化,反映欧盟核心国的产业部门已经开始受到全球增长放缓的负面影响。与此同时,作为另一大经济体的美国经济也面临着高失业率、复苏缓慢的困扰,这必将给我们未来的出口形势增加困难。

由此看来,未来两个月出口形势不佳与房地产投资滞后性的回落可能会出现叠加,经济增速下滑趋势仍将延续,GDP增速跌破9%的概率较大。8月份以来通胀水平稳步下滑,经济增速和通胀双双下行,必然导致经济从滞胀走向小衰退,这是转型期必经的阵痛。而接下来上市公司盈利下滑担忧将继续困扰A股,结构性的估值压力仍挥之不去。

### 政策转向窗口 最早或在年底

10月份以来一系列积极的财税政策,以及公开市场三年期央票利率意外下调1个基点后又暂停发行等引发市场政策松动预期不断升温,并由此刺激市场快速崛起,沪指五天涨幅超过百点。不过,从两方面的因素来看,近两个月内宏观政策转向的动力并不迫切。

其一,为保证调整目标的实现,政策不能松懈。目前处于楼市调控的关键时期,根据国家统计局公布的9月

份70个大中城市住宅销售价格变动情况显示,随着多个城市房价同比、环比涨幅的明显回落,房地产市场数据上的拐点已经初露端倪,持续已久的房地产调控政策已取得效果,但要加快转变经济发展方式,保证调控目标的实现,既有的政策力度仍旧不容松懈。

二是防范通胀反弹。一方面,虽然在经济回落、基数降低的影响下,四季度物价攀升动力开始后劲不足,且国家发改委官员在不到半个月的时间内先后三次对外表示物价拐点已确认,但通胀水平整体仍处高位,距离年度调控目标仍存在一定的差距。另一方面,为了挽救疲弱的经济,目前欧美政府进一步拓宽财政政策的空间已受到制约,货币政策进一步宽松可能性依旧存在,这必然会增加未来通胀的不确定性,控制通胀的形势将更为复杂。因而,目前如若匆匆放松政策,不排除会出现前期调控成果功亏一篑的结果。

不过,调控政策不可能

一成不变,而年底前的经济工作会议将是重要的时间窗口。每年的中央经济工作会议都是判断当前经济形势和定调第二年宏观经济政策最权威的风向标。我们认为,明年政策的基调需要视接下来通胀和经济下行的程度而定。如果放松预期兑现、政策底显现,那么市场底也基本确定,A股将突破下跌通道渐入升势。相反,如果预期落空,市场仍将维持弱势震荡,等待更多的利好信号刺激。

我们认为,目前经济增速和通胀水平均出现下滑,但下滑的速度仍待进一步观察,短期政策转向的概率不大。从二级市场走势来看,大盘经过短期的冲高后上行压力与日俱增,11月市场走势或多反复,在没有更多利好的刺激下沪指很难摆脱3067点以来的下降通道束缚。操作上,需以防范市场结构性风险为首,对于手中持有近期仍保持强势且股价所处位置相对较高的个股可考虑获利了结或者做减仓操作。

股指接近上方盘整区域,振幅加剧应是大概率事件。目前普遍预期沪指综指2500点以上具有一定阻力,提醒投资者谨慎对待。

此外,之前困扰市场的一些因素也未发生改变,如公司业绩的下滑。通过三季报数据,我们已经可以看出端倪,很多行业当季收益出现同比、环比下降。随着宏观经济增速的减缓,这一现象在今年四季度可能会更为严重和普遍,而这将构成对市场压制。更为重要的是,目前我们还看不到此轮业绩下降的低谷出现何时,因此这种压力可能会在较长时间

内伴随着市场。这就意味着未来股市的筑底过程较为漫长,绝非一朝一夕能够完成。那种过度乐观的情绪,至少在当前有害无益。

## 五连阳吹响年底“吃饭行情”号角

□本报记者 曹阳

10月以来,A股先抑后扬,“红十月”几成定局。上周A股的五连阳,不仅充分激发了市场做多动能,投资者翘首企盼的“吃饭行情”似乎也渐行渐近。值得注意的是,海内外利多因素的共振,共同推动了此次反弹行情,但反弹过程却谈不上酣畅淋漓,市场人气虽有好转,但上涨仍颇显“犹豫”,短期而言,“红十月”宣告年底“吃饭行情”的到来。但反弹高度恐仍取决于国内经济基本面能否带来“惊喜”以及欧债危机暂缓的“观察期”能有多长。

### 超跌反弹一触即发

回过头来看,当温州民间借贷泡沫破灭、管理层频繁去温州调研之时,政策微调的信号就已逐步隐现,后来的汇金增持四大行、国务院出台扶持小微企业的九大财金政策实质上是对政策底的进一步确认。发改委对通胀拐点的确认与10月汇丰PMI初值大幅好于预期,直接激发了A股的绝地反击。而管理层关于适时适度进行预调微调的讲话,则是正式宣告政策底的确认。

同样是基于政策底的反弹,本轮始于2307点的反弹力度将强于6月底、7月初的反弹。一方面,6月份通胀高点尚未显现,而经济增长仍然维持在9.5%的高位,政策紧缩的空间仍然存在,尽管当时市场整体估值水平已经较低,接近估值底,但博弈政策底仍然存在较大的风险。另一方面,当时欧美债务危机趋于白热化,美国经济数据的疲软与美债可能违约的风险更增大了外围环境的不确定性,在此背景下,A股很难出现走出独立行情的内在动力。时至今日,上述内外因素均发生了较大变化。国内方面,三季度经济增速放缓明显,通胀呈现持续下行趋势,政策微调的必要性与可行性均已具备;欧美方面,美国经济数据持续转暖,欧债问题在各方努力下达成阶段性协议,尽管希腊减记负债的方式损害了部分投资者的利益,但至少大幅降低了欧债危机蔓延的可能性。加之A股市场中枢已由2600点跌至2300点附近,因此,本轮反弹兼具了超跌反弹、政策底、外围环境趋稳等多方面的利好因素,其反弹的强度与持续性理应高于6月底。

### 市场底还需稳固

在估值底与政策底先后确认之后,市场所担心的焦点已转向经济基本面上。今年以来,国内经济增速持续放缓,从一季度GDP同比增长9.7%到三季度同比增长9.1%,充分体现了宏观调控对经济减速的负面影响。事实

上,国内经济增速放缓的趋势自2010年二季度就已开始,从经济周期的角度来看,我国经济2010年处于过热阶段向“类滞胀”阶段过渡的经济周期,而今年上半年则处于经济减速、通胀上行的“类滞胀”阶段,而三季度开始则处于从“类滞胀”阶段步入“类衰退”周期,三季度股市的加速下行正是对经济增速与通胀数据双下的反应。

目前来看,在紧缩货币政策的累积效应作用下,国内经济下行的趋势仍将持续,预计四季度GDP增速将降至9%以下;同时在国内需求下降、海外输入型通胀压力趋降的情况下,国内通胀未来或有加速下行的趋势。因此,整个四季度,国内经济仍将处于经济增速与通胀的双下组合区间内。问题在于目前国内经济处于“类衰退”的何种阶段。如果当前的经济处于“类衰退”的中前期,那么本轮反弹的高度将十分有限,只是下跌趋势中的一次抵抗;但如果当前经济已处于“类衰退”的中后期,那么不排除2307点是市场中期底部的判断。一般而言,衰退期持续时间较短且不确定性很强,考虑到股市作为宏观经济的晴雨表,相对经济基本面具有一定的领先性,因此市场底一般而言领先于经济底一个季度到半年时间。这一点从2008年股市11月份见底,2009年一季度经济见底中可以窥探一二。

如果说当前市场已然见底,那么意味着国内经济最早将在今年四季度或明年一季度见底。这一点似乎可以从工业增加值数据和产出缺口得到印证。9月工业增加值同比增长13.8%,高于8月份的13.5%,10月汇丰PMI初值为51.1,较9月份环比大幅上升,且回升趋势明显,考虑到工业增加值同比见底往往领先于GDP增速见底一到两个季度,因此从数据上看,国内经济于今年四季度或明年一季度见底的可能性极大,这与本轮反弹的时间点也较为吻合。

但我们也不应忽视宏观政策对经济周期的熨平作用,在此背景下,市场很难明确捕捉到一个公认的信号来判断经济底部的到来,而一旦市场达到了对经济底部的共识,指数或对此早已有所反应。此外,尽管市场扩容脚步有所放缓,但货币信贷增速放缓的程度更大,因此,后市中交股份、陕煤、新华人寿等大盘股的IPO仍将在股票供应端对市场带来新的冲击。总体而言,2300点的底部区域初步得到市场确认,但在货币政策不可能完全转向、股票供给仍然较大、外围经济不确定性仍存的情况下,市场很难走出“V”型反转形态,反弹过程必将一波三折,而市场底在经过五连阳之后仍需得到反复确认与巩固。