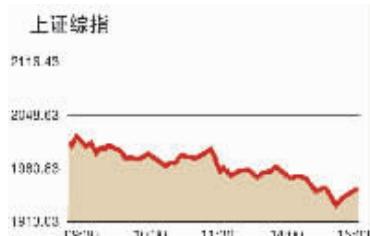
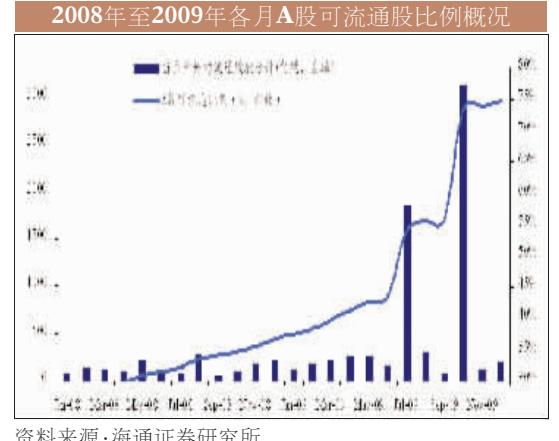
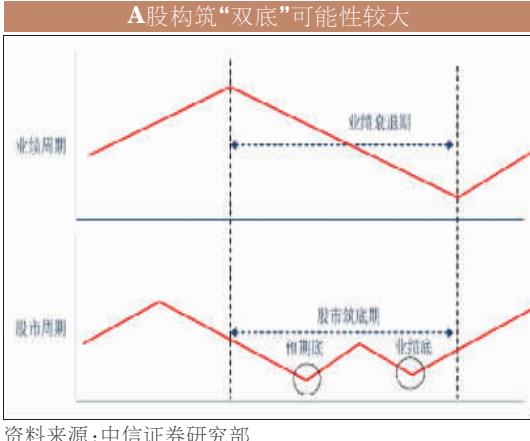


名称	收盘点位	涨幅%	名称	收盘点位	涨幅%
沪深300	1975.03	0.75	中小板100	2823.73	1.18
上证综指	1964.37	0.52	上证180	4384.92	0.87
深证成指	7101.42	0.12	深证100	2385.38	0.54
深证综指	590.36	0.96	深证新指数	2530.57	1.11
上证50	1508.71	0.63	沪B指	113.79	0.29
上证新综指	1668.86	0.51	深B指	274.86	-0.43
上证基金指数	2596.63	0.10	上证国债指数	120.15	0.12



■ 2009年机构策略综述之“市场运行”

## “双底”灭熊



资料来源:中信证券研究部

资料来源:海通证券研究所

券商对明年宏观经济走势的预测。

股市永远是经济的晴雨表。在宏观经济明年有望出现底部的情况下,讨论市场底部显然具备现实意义。

从投资价值角度看,A股市场股票的投资吸引力相对于其他资产已经明显提升。对于大宗商品而言,国信证券分析师指出,居民消费和工业生产活力的恢复,最先将是对股票市场发挥作用,只有经济增长重新恢复到一定速度之后,大宗商品价格的持续走强才会出现。由此看,在商品市场和股票市场之间,资金一定会先选择股票市场。

对于国债而言,高盛/高华统计显示,将A股股票盈利率与中国10年期国债收益率进行比较,股票相对于债券的表现一年当中已经从2007年10月份的历史高点下滑至历史低点。据中信证券统计,按静态市盈率计算,当前A股的收益率在7%左右,明显高于长期国债收益率与定期存款收益率。此外,与实业投资相比,随着A股估值的整体下移,特别是在大量“破净”股出现后,资本市场对产业资本的吸引力也无疑在逐步增加。

有望演绎“双底”格局

如果2009年市场能够形成一个真正的底部,那么我们就需要继续寻找底部将以何种方式构

成。根据历次熊市结束的经验,以及虚拟经济与实体经济的内在联系,分析人士预计市场构筑“双底”的可能性很大。

首先,历次熊市多以“双底”结束。在考察了通货膨胀、业绩、资产泡沫、信贷创造等角度后,中信证券在美国和日本股市中筛选出了7个与A股本轮下跌类似的熊市过程。通过对比发现,这些熊市的结束往往具有“双底”的特征。分析师认为,造成这种走势的原因主要在于:第一个底部往往和人们的预期改变有关,这样就有一个估值下降的过程;而第二个底部往往和经济与业绩真实下降到低点有关。

其次,实际GDP与名义GDP见底时间不同。长江证券认为,由于通货膨胀因素的存在,实际GDP与名义GDP见底的过程并不一致,实际GDP应该先于名义GDP见底。资本市场第一个底部的出现,应该是伴随着实际GDP见底而产生,具体时间点可能在PPI自高位回落后的1-2个季度;而资本市场的第二个底部应该在名义GDP见底后产生,具体观测方法为M1增速在实际GDP见底后出现快速回升。此外,由于在实际GDP见底后,企业经营状况开始好转,这使得资本市场的第二个低点将高于第一个低点。

由此可见,明年的A股市场可能将呈现出在底部震荡运行的格局。相应地,投资者对择股时机的选择可能将和择股本身同样重要。

### 第一个低点在哪里

既然在市场筑底过程中,第二个低点要高于第一个低点,那么判断第一个低点可能出现在哪里就显得十分必要。就近期市场走势而言,我们需要关注的是:1664.93点是不是本轮熊市的第一个低点。分析人士认为,从安全边际的角度看,1664.93点可能还不具备足够的安全底。

首先,估值仍然有下移的可能。海通证券指出,A股估值水平目前面临限售股的压力。由于大小非在目前政策范畴内的实力要远远强于普通投资者,因此只能以产业资本的视角来看待目前的估值。历史数据显示,中国证券市场历史上的产业资本对于股价的认同大约都在1PB左右,这可以认为是产业资本认可的安全底线。具体到大盘而言,沪综指1300点对应的1.5倍的PB,在这一估值水平下,很多行业将逼近净资产边界,从而有望获得产业资本的认可。

其次,底部特征仍不明显。中金公司认为,大市见底时通常会满足“3V”条件,即估值(Valuation)、波动性(Volatility)与交易量(Volume)。除去估值因素外,市场底部时期的波动性和交易量都应在低位徘徊。而目前,上证综指波幅仍

导业绩底;而随着刺激内需政策效果逐步显现、房地产市场3季度见底转暖和国际经济形势逐步趋好,下半年市场有望迎来上涨。

### 围绕通胀周期配置资产

国泰君安认为,通过分析GDP增长进行资产配置的时代已经过去,未来分析通胀周期变化将是资产配置的核心。理由是,通胀区间迅速变换的主要原因是在中国结构性改革尚未成功之前,传统经济潜能将达到极致但政策又不希望衰退所造成的必然结果,这也是A股牛市中场休息阶段的主要特征。因此资产配置只能根据通胀区间漂移。

国泰君安的基本判断是,随着央行已经和进行中的大幅放松货币政策,在投资者信心恢复之后,货币供应量增速会随着货币乘数的上升而走高,从而走出通胀周期,逐步进入温和通胀周期,转变的时点乐观的估计是09年下半年;而风险主要在于,上市公司可能只有结构性机会,并探

在60以上,较一般市场底部30以下的波幅要高出不少;11月份沪综指的年化换手率也在50%左右,高于一般市场底部40%的换手率。

当然,考虑到A股当前估值水平的大幅下移,特别是相对于其他资产投资价值的显现,也有分析人士乐观判断,即便1664.93点不是市场双底的第一个低点,真正的低点离这一点位也应该不会过于遥远。结合对宏观经济走势以及流动性的判断,明年一季度,在年报风险充分释放后,市场有望迎来本轮熊市的真正低点。

### “熊”走不一定“牛”来

值得注意的是,虽然熊市极有可能在明年终结,但牛市却不一定尾随而至,这主要是由于牛市的两大驱动因素——经济增长和流动性,明年都面临着较大的不确定预期。

从宏观经济角度看,虽然经济下行的主要阶段有可能在2009年释放完毕,但由于预计外部经济将在未来两年始终处于低迷状态中,对外依存度高达70%的中国经济很难迅速恢复到高增长状态,这使得经济对股市的支撑作用会较预期弱化。

从流动性角度看,理论上,在经济低迷的时候,市场仍然可能发动大幅上涨行情,其主要原因就在于流动性的刺激。分析人士认为,虽然在持续的宽松货币政策下,明年流动性预期相对积极,但大小非压力很可能部分对冲掉这种积极影响。据海通证券统计,2009年全年解禁股将较2008年翻两倍,2009年解禁的A股是6847.81亿股,而2008年仅为1622.02亿股;2009年月平均解禁股数量是2008年的2.9倍,解禁股的数量将从2008年平均每月135.17亿股,增至2009年平均月939.35亿股。

由此可见,明年的A股市场可能将呈现出在底部震荡运行的格局。相应地,投资者对择股时机的选择可能将和择股本身同样重要。

## 短期不宜过分做空

□银泰证券

降息的期望逐渐加大。央行在11月26日调整存贷款利率后,现行的存款基准利率为2.52%,自2006年12月开始的负利率时代就此终结,央行适度宽松的货币政策执行起来将更具灵活性。由于CPI进一步走低,明年发生通缩的概率较大。因此,在正利率的情况下,央行实施适度宽松货币政策的空间无疑被放大了,对保障市场流动性有积极作用。

近期各方已将支持资本市场稳定发展提升到前所未有的高度,支持股市的措施持续推出,如《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》“金融30条”发布,旨在采取有效措施稳定股市运行,提高资本市场对促进经济发展的持久促进作用。一旦这些措施聚集成对能量转换的临界点,或将发生意想不到的积极变化。利好预期主要集中在三方面:

一是从资金面上加大供给。央行周一公布11月末广义货币供应量(M2)同比增长14.8%,比上月末低0.22个百分点;金融机构本外币各项贷款余额为31.27万亿元,按可比口径同比增长15.42%。可见,金融系统正在把活跃银行间市场同业拆借,以及人民币交易、扩大信贷额度等创造适度宽松货币信贷环境的要求真正落到实处。

二是保险资金明确提出加快入市步伐。保监会表示,现在保险业净资产已经达到2480亿元,保险保障基金的规模超过130亿元,明年保险行业将围绕股市等加大投入力度。保险业在股市下跌超过70%以后,从另一个侧面明确提出支持资本市场建设,这对提振场外资金入市信心无疑是积极的。

三是临近年底,市场对央行

的降息预期有所增强。

但我们认为,外需的减少为中国扩大内需提供了“倒逼机制”,短暂的经济下行不会改变中国经济长期向好的趋势;此外,暖风不断的“政策面”及超预期政策的出台,对市场也将形成较强的支撑。因此,短期市场大幅下跌的空间将比较有限。

### 昨日市场概览

两市总市值流通市值变化表

	总市值	变化幅度	流通市值	变化幅度
沪市	104830.48	0.50%	33912.91	1.13%
深市	25695.89	1.02%	13390.18	1.07%
两市合计	130526.37	0.61%	47303.09	1.11%

数据来源:上交所深交所网站

注:变化幅度为与12月12日相比

点评:本周一沪深股市呈现小幅震荡反弹格局,两市市值也因此出现相应增长。截至昨日收盘,沪深股市总市值与流通市值分别为130526.37亿元与47303.09亿元,分别较前一交易日增加0.61%与1.11%。

两市前十大流通市值股市场表现

名称	最新价(元)	涨跌幅(%)	成交额(亿元)	换手率(%)	流通市值(亿元)
中信证券	20.96	0.29	18.43	1.33	1377.17
中国平安	26.98	4.01	13.04	1.23	1059.39
中国石化	7.83	0.26	3.33	0.33	1004.91
招商银行	13.11	-0.38	8.53	0.89	949.94
宝钢股份	5.18	0.58	3.21	0.35	907.12
交通银行	4.95	0.61	2.17	0.28	789.77
民生银行	4.26	0.47	3.85	0.50	762.32
浦发银行	14.03	1.08	11.04	1.57	703.21
万科A	7.20	-1.50	8.95	1.32	677.80
兴业银行	16.15	1.96	4.94	0.77	642.77

点评:昨日两市前10大流通市值股中有8只出现上涨,推动沪深股指尾市翻红。除中国平安上涨4%以外,其余9只个股的涨跌幅都在2%以内。从换手率和成交情况看,10只股票的换手率都在2%以内,其中6只不足1%;只有3只个股的成交额超过10亿元,有5只甚至不足5亿元。由此可见,昨日两市大盘股的活跃度与前期相比明显偏低。

两市前十大资金流向

名称	最新价(元)	涨跌幅(%)	换手率(%)	成交金额(亿元)	流通市值(亿元)
川润股份	19.21	-2.49	28.81	3.53	
奥维通信	6.78	10.06	27.55	1.83	
水晶光电	22.84	-2.68	24.30	7.76	
龙头股份	7.25	10.02	22.76	21.54	
武汉塑料	3.78	3.28	21.94	3.85	
金牛能源	13.11	-0.38	8.95	8.53	
太平洋	16.79	-4.66	16.98	7.05	
海通证券	8.16	-1.69	4.77	5.98	
中国远洋	9.26	0.76	3.49	5.72	
深发展A	10.22	-0.10	2.01	5.67	

点评:昨日沪深股市窄幅震荡。两市资金流向前10位的股票多数上涨,但除了中国平安和金牛能源涨幅超过4%以外,其余9只个股的涨跌幅都不大。昨日市场整体缩量明显,这10只股票中只有3只个股的成交量超过10亿元。

昨日两市换手率排名前10位的股票5涨5跌,显示资金在这些高换手个股中的分歧明显。受3G牌照即将发放、创业板推出等传闻刺激,通信、创投概念股表现强劲,奥维通信、龙头股份等个股封住涨停;而下跌的个股多数前期涨幅较大,积累了一定获利回吐压力。(韩晗)

国泰君安证券认为

## A股明年下半年将迎来上涨

□本报记者 朱茵