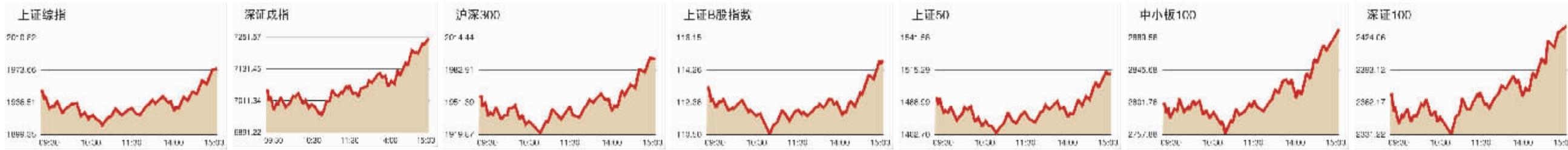


名 称	收盘点位	涨幅%	名 称	收盘点位	涨幅%
沪深300	2001.42	0.35	中小板100	2943.23	1.49
上证综指	1976.82	0.09	上证180	4418.88	0.18
深证成指	7286.87	0.50	深证100	2452.36	0.75
深证综指	607.39	0.94	深证新指数	2605.13	1.00
上证50	1510.35	-0.11	沪B指	115.55	0.64
上证新综指	1679.47	0.09	深B指	282.83	1.29
上证基金指数	2604.10	0.22	上证国债指数	120.44	0.15



■ 2009年机构策略综述之“流动性”

流动性“化敌为友”牵引市场新升机

□本报记者 韩晗

流动性可谓是影响市场天气的一个重要因素。各大券商在其2009年投资策略报告中普遍表示,今年年末货币政策的大转向将使得明年A股市场的流动性紧张局面得到根本改善,可能出现的流动性拐点有望明显扭转投资者的悲观预期。历史经验显示,在流动性指标率先见底反弹后的一段时间内,A股市场调整周期的底部也将出现。

“流动性”牵动市场神经

流动性,是2008年市场由牛转熊过程中常常被提及的一个词。从今年1月底中国平安等公司宣布巨额再融资计划开始,到年中大小非解禁开始初露峥嵘,加上国家出台一系列控制信贷、上调“双率”及准备金率的货币政策,“流动性过剩”仿佛转眼就变成了压制股市走强的“流动性紧张”,A股市场也由此展开长达一年的急跌行情。显然,流动性问题对市场走势起到了关键作用。随着股市的大幅下跌,市场估值水平也逐渐滑至底部区域。分析人士指出,在估值进入相对合理的区间时,流动性将决定价格波动的方向和幅度。

值得指出的是,在国务院办公厅刚刚发布的《关于当前金融促进经济发展的若干问题》中,明确指出明年要落实适度宽松的货币政策,促进货币信贷稳定增长。

意见强调,以高于GDP增长与物价上涨之和约3至4个百分点的增长幅度作为2009年货币供应总量目标,争取全年广义货币供应量(M2)增长17%左右。由此可见,未来一段时间,A股市场将演绎政策面提升流动性与经济基本面继续恶化之间的博弈,业内人士



普遍认为,流动性可能更占风头。

三角度看流动性“化敌为友”

流动性从过剩到紧张,再到预期回暖,应该是一个量变到质变的过程。高盛证券对流动性回暖持较谨慎态度。研究员认为,2009年资本市场流动性可能改善,虽然流动性很难预测,但是通过衡量流动性和市场情绪的一系列指标分析,2009年H股和A股市场的流动性状况可能会从目前的低迷水平回升而不是进一步恶化。当金融体系的压力得以缓解时,随着2009年下半年全球/中国经济可能显现企稳迹象,流动性对中国股市而言可能再次化“敌”为“友”。

我们具体可以从哪些方面判断流动性是否会出现改善或者说迎来拐点呢?分析人士指出,一般可从下面这三个角度进行分析:

首先,货币政策是否由从紧向宽松转变。银河证券认为,中国货币政策的大转向将逐步逆转流动性紧张格局。2008年我国实体经济与金融市场资金供求十分紧

张,其主要表现为M1、M2增速大幅回落,而货币乘数快速回落是造成M1、M2增速下滑的最主要原因。然而,由于国际大宗商品牛市结束、我国通货膨胀压力全面释放、经济下滑带来的通缩风险逐步加大,我国货币政策已经转为适度宽松的货币政策。2009年我国金融体系流动性将从紧张向宽松逆转。一是存款准备金率降低,大幅度增加基础货币供应;二是降低利率与放开贷款规模,逆转货币创造收缩趋势;三是利率下调改变存款定期化趋势,活跃市场资金供应。

从货币当局采取政策行动到政策部分乃至全部发挥效力有一定的时间间隔。一般观点认为,货币政策时滞在6至12个月。1997年亚洲金融危机爆发后,央行大幅降低了存款准备金率和存贷款利率,向市场释放流动性。1998年6月,在降息后的第八个月,也是降低存款准备金后的第四个月,M1增速才触底反弹。按照同样的时间间隔测算,不考虑其他因素影响,本次M1增速触底将在最早明年2月最晚明年5月完成,此后市

场流动性将会逐渐改善。

中信建投证券也指出,按美国、日本等地股市运行周期中的特征,股市由熊转牛之前,往往出现流动性开始表现为充沛的情况,领先时间一般为3-12个月左右。就中国而言,股市周期与流动性周期同样具有极高的关联性。在市场筑底的过程中,M2增速通常比M1快6%-13%。最新的统计数据显示,我国11月M1同比增加6.8%,较上月末低2.05个百分点;11月份M1与M2增速缺口为8%,而10月份这一缺口为6.17%,显示流动性正在复苏,市场进入筑底阶段。

其次,市场资金供求不平衡的局面会否缓和。中信证券认为,当前产业资本对市场的态度已经有所变化。虽然明年的限售股解禁规模十分巨大,但主要是工商银行、中国银行、中国石化三家公司的国家减持股解禁。研究员表示,这部分国家持股基本不会被出售,也不会给二级市场带来压力。如果去掉这三家公司的影响,明年的限售股解禁规模约为1.5万亿,为今年的70%。同时,今年

三季度以来,产业资本对股票市场的态度有所转变,减持行为明显减少,增持行为有所增加,因此,大小非减持对市场的压力有所减小。

2008年新股发行融资额1004亿元,是2007年的四分之一,且发行主要集中在上半年,下半年停止大市值权重股发行,10月份几乎暂停所有的新股发行。银河证券表示,在市场的弱势环境下,监管机构有意放缓新股发行和增发的速度,明年新股发行的速度仍然缓慢,按照今年后几个月的预测,2009全年的新股发行量会在600亿以内。

第三,国际资本能否回流。中信证券从全球资本流动的角度来考虑,认为尽管我国的贸易顺差增速明显回落,但是国际热钱流入额可能出现回升。美欧等发达国家的经济前景仍十分黯淡,随着去杠杆化引起的资本回流美国告一段落,新兴市场仍将是国际资本重要的流向。从历史上看,热钱流动的周期性非常明显,预计随着中国刺激经济计划出台,投资者对中国经济增长预期趋稳,明年上半年国际资本有望回流A股市场。

银河证券也表示,国际资本流动新兴化趋势将提振A股吸引力。中国虽然受此次危机的冲击相对较小,但由于我国资本市场并未完全开放,国际证券投资资金进入内地市场受到很大阻碍,因而很可能转道香港。此外,香港市场估值水平已经是十几年来的最低点,10月底以来,恒生指数的最大反弹已有34%,也可以说明投资者对香港市场投资价值的认可。随着全球金融市场逐步稳定,以及美、欧、日本等发达国家实体经济衰退的持续,国际资本流动性势必流向新兴市场国家、流向中国。

的压力下,缺少乐观依据,2009年整体市场可能的盈利增速区间为[-9%, -3%]。进入四季度以来,市场对2009年的业绩增长预期大幅下调,反映了未来盈利下滑的趋势已经部分被市场所消化。

市场的2009年业绩增长预期可能还有10%至20%下调的空间,国金证券对指数的预测是可能波动区间1400-2700,核心波动区间1600-2400。A股市场估值合理的市盈率区间在[11.7, 20]。从市场波动下限来看,目前假设前约为负增长10%,对应合理市盈率估值下限为1400点左右;而市场波动的上限,假设2010年GDP能够继续保持8%成功,规模工业的盈利增长可能回升至5%-10%,因此,对应合理市盈率的上限为2700点左右。

从估值和流动性看,A股市场的估值水平并非已经到了整体上具有较高吸引力的阶段,但部分行业的估值水平已经大致触底;市场流动性处于好转过程中,在消化小非压力的同时,宽松的货币政策有利于刺激市场流动性的恢复。

四大周期中挖掘投资价值

从被动非周期防御到积极的周期配置

□民生证券投资策略研究部

方向放松的空间很大。

估值周期

估值见底 股价表现强于业绩

从企业业绩来看,整体增速下降甚至绝对下降趋势还将延续。由于2008年企业业绩增速高位快速回落的特点,2009年上半年业绩的同比增长还将快速下降,下半年压力才能有所缓解,但环比增长压力从2009年一季度就能开始缓解。目前业绩变化的阶段特征可以总结为:业绩同比快速下降的阶段还没过去,但环比下降的压力开始缓解。

从股价表现看,由于前期股价的跌幅比业绩的跌幅更快,市场提前释放了大部分估值风险。现在,股指的跌幅有减缓的迹象,其中有当期的政策因素,也有前期的超跌因素,还有对后期经济与市场的预期因素。这些因素共同作用,导致这个阶段的估值特点是股价的跌幅小于业绩的跌幅,市盈率止跌甚至小幅回升。

经济周期

短周期 小调整

我国经济周期调整已经历了5个季度的连续下降,趋势很明确,目前导致经济调整的国内、国际因素还在发挥主导作用,经济的下降周期还在中继阶段,经济形成U型走势的可能性更大。

考虑到我国目前经济的特征与这轮周期的性质,我们认为,本轮经济调整的时间和空间应为“短周期、小调整”。总体看,尽管我国经济在改革开放后连续30年保持GDP年均9.8%的高增长,但工业化、城市化还只走到中期,经济增长的背景没有大的变化,经济增长的潜力、经济增长的方式也不会发生根本改变,经济增长的长周期还将延续。

在人口红利优势,或者人口就业压力的推动下,经济仍属于短周期调整。基于对刺激经济政策的预期,我们判断本轮经济调整的时间为2-3年,GDP的低点将在8%以上。

政策周期

反向调控 全力保增长

由于国内、国际形势的急剧变化,我国近一年的经济调控目标进行了频繁的调整。从2007年底的“双防”——防经济过热、防通货膨胀,到2008年中的“一保一控”——保经济增长、控通货膨胀,再到2008年底的保增长成为第一要务。

宏观调控目标主要通过财政和货币政策来实现的,我国目前实行的是“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。从财政政策方面看,政府加大了财政投资和税收减免促消费的力度。国务院提出了4万亿的投资计划以及加快建设保障性安居工程等十项促进经济发展的措施,并特别强调了“扩大投资出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实”的方针,按我国国有资产主导的经济与金融体制,这种财政政策的执行力度应该不成问题。

在货币政策方面,央行除了明确适度宽松的货币政策外,还进一步提出了“近期防通胀,远期防通胀”的目标。

我们认为,央行近期保增长、防通胀措施主要体现在对存量资金的引导上,包括通过公开操作向市场投放资金;放松信贷管制,鼓励银行贷款;降低存款准备金率;降低利率,引导企业加大投资等,来满足社会对资金的要求。无论是数量手段,还是价格手段,由于上一轮紧缩调控的力度很大,现在的反

国金证券认为

2009年中国GDP“U”形走势

上证指数波动区间1400-2700点

□本报记者 朱茵 上海报道

国金证券在其2009年度策略会上预期,明年中国GDP并非单边下跌,而是呈现“U”形或者说“钟”形走势。在众多不利因素的影响下,2009年A股将呈现宽幅震荡行情,指数波动区间可能在1400-2700点。

明年GDP钟形走势

国金证券认为,经济的调整可能持续到2010年。综合来看,2009年的GDP增速可能回落至8%的水平。在乐观的假设下,美

国经济将在2009年中期企稳,而欧盟、日本和新兴市场国家还需要一年左右的时间才能企稳回升,工业投资的持续回落和政府投资规模扩张乏力可能导致2010年的投资增速继续放缓。综合来看,2010年的经济仍将保持疲弱,增速甚至低于2009年,但是全球经济的企稳可能导致中国经济在2010年来到复苏的起点。

虽然经济的真正复苏需要到2010年,但并不意味着这期间的经济会呈现单边下跌的走势。国金证券认为,2009-2010年的经济有可能出现“U”形或者说“钟”形的态势,这主要是受到政府投资节奏的影响。

目前,受到需求萎缩的影响,工业生产迅速萎缩。政府虽然出台

了规模庞大的投资计划,但是受到冬季严寒、新开工大型项目的准备期以及地方政府和社会配套资金逐渐到位影响,预计投资初期难以迅速启动,尤其是在明年1季度,而即使投资开始启动,但是由于受到消化存货的影响,工业生产此时还难以回升,GDP增速还难以全面回升,这种情况可能一直延续到2010年一季度。

而随着政府投资在2季度逐渐加速,需求快速下滑的态势有望得到遏制,这样在库存回到合理水平后,总需求可能再次萎缩,导致经济再次回落。

由于企业盈利年度低点很可能出现在GDP的年度低点,由于

预测2010年有可能是本次GDP调整的低点,因此,企业盈利的低点出现在2010年的可能性较大。

A股市场复苏路艰难

国金证券认为,2009年A股

市场将表现出宽幅震荡特征,指数可能波动区间1400-2700,在众多不利因素与不确定性影响下,可能在较长时间内表现出艰难寻底、缓慢复苏的过程。

国金证券认为,在中国经济重回投资驱动的时代,企业盈利增长在需求下滑、通缩、消化库存

的压力下,缺少乐观依据,2009年整体市场可能的盈利增速区间为[-9%, -3%]。进入四季度以来,市场对2009年的业绩增长预期大幅下调,反映了未来盈利下滑的趋势已经部分被市场所消化。

市场的2009年业绩增长预期可能还有10%至20%下调的空间,国金证券对指数的预测是可能波动区间1400-2700,核心波动区间1600-2400。A股市场估值合理的市盈率区间在[11.7, 20]。从市场波动下限来看,目前假设前约为负增长10%,对应合理市盈率估值下限为1400点左右;而市场波动的上限,假设2010年GDP能够继续保持8%成功,规模工业的盈利增长可能回升至5%-10%,因此,对应合理市盈率的上限为2700点左右。

从估值和流动性看,A股市场的估值水平并非已经到了整体上具有较高吸引力的阶段,但部分行业的估值水平已经大致触底;市场流动性处于好转过程中,在消化小非压力的同时,宽松的货币政策有利于刺激市场流动性的恢复。

昨日

今日

走势

判断

比例

票数

上涨

15.83%

2599

震荡

16.33%

734

下跌

25.83%

1161

目前

仓位

状况

(加权

平均

仓位

:68.03%)

选项

比例

票数

上涨

57.83%

22