

## A股持续上涨动力难以继

进入2009年后,A股市场出现了大幅度反弹,当沪综指站上2300点的时候,市场开始出现了剧烈的震荡。此时此刻,估计投资者会比较关心大盘本轮反弹是不是已经结束,是还是具备上涨的动力?为此本报特邀请了东兴证券研究所所长银国宏先生做客《财经对话》。银国宏认为,从短期涨幅和中长期估值角度看,市场投资优势已经消失,短期风险大于机会。

## 资金推动力难持续

主持人:从资金面看,自去年11月份开始,国内新增贷款急剧上升,11月份是4769亿元,12月份是7718亿元,今年1月份更是达到了1.62万亿元。是什么因素导致新增贷款迅速增加?

银国宏:首先是政策引导。4万亿投资计划实际上是一个阻止实体经济下滑的政策措施。4万亿投资首先配套的是政府主导的资金,配套的相关企业包括银行、信贷这样的资金。所以我觉得第一个驱动力来自政策引导。

其次,为什么会有这样的快速增长。

对于银行来说,先贷款的风险小于后贷款的风险;如果谁抢在前面,谁就有可能选择风险收益比较高的项目,这时候的贷款也相对安全。在经济低谷时期,优势项目资源比较稀缺,信贷越往后拖,高风险的项目就会越多,这种银行博弈的结果就导致1月份创出了信贷天量。

主持人:在众多流动性指标中,M1(狭义货币供应量)被市场广泛关注。因为从近几年的行情看,M1同比增速往往是股市的先行指标。1月份新增贷款虽然增长迅速,但M1却掉头向下,您怎么看这一现象?

银国宏:非常小。央行在制定一年货币政策时往往会有三个基调,比如M2定一个增长率。根据历史来看,央行新增贷款增幅一般来讲确定在15%,最高在18%左右。如果按此标准来看,今年全年新增贷款应该在4.6万亿左右。

如果全年增长规模在5万亿左右的话,1月份增长1.6万亿,1/3的水平就已经释放出来了,剩下的只有不倒4万亿。

主持人:如果信贷快速增长势头不可持续,那么股市会不会面临流动性急



嘉宾:东兴证券研究所所长银国宏

主持人:本报记者龙跃

▶新华社图片 制图/王力

全球金融危机的冲击之下,整个中国经济在去年4季度已经受到较大影响。所以今年春节从一般角度看,制造业停产时间较长,企业大量活期存款可能临时转为新的理财品种。这也会导致统计口径上M1的下跌。从经济运行角度看,M1如果持续保持低位,只能反映一种情况,就是实体经济收缩的非常厉害。

主持人:总体来看,最近三个月信贷创造比较猛烈的势头,在未来继续保持的可能性不大?

银国宏:非常小。央行在制定一年货币供应量的时候,行情往往会有三个基调,比如M2定一个增长率。根据历史来看,央行新增贷款增幅一般来讲确定在15%,最高在18%左右。如果按此标准来看,今年全年新增贷款应该在4.6万亿左右。

如果全年增长规模在5万亿左右的话,1月份增长1.6万亿,1/3的水平就已经释放出来了,剩下的只有不倒4万亿。

主持人:如果信贷快速增长势头不可持续,那么股市会不会面临流动性急



剧收缩的情况?

银国宏:流动性是推动这波行情上涨的主要因素。行情上涨的数据支撑来自新增贷款,实际上除了这个因素之外,还有一个因素就是估值因素。如果新增贷款继续扩张存在一定难度,但整个市场估值存在优势的话,也会吸引资金。但目前我们遇到的问题是,估值也不存在很显著的优势。所以中短期来看,在实体经济没有发出经济好转数据之前,整个市场流动性不大可能维持。

## 经济年内难出低谷

主持人:现在很多经济学家认为,中国经济今年将呈现出U型的走势,您怎么看?

银国宏:对于宏观经济而言,我个人相对保守一点。因为从90年代之前GDP增长率的波动规律来看,在低谷运行至少需要两年时间;而90年代之后经济的上涨和低谷周期更加漫长,特别是1996年“软着陆”之后,到2002年经济重

新启动,在经济低谷徘徊了长达4年之久。经济在底部运行两年是非常正常的状态,如果08年下半年是经济进入低谷的起点,那么09年GDP走出低谷其实是相当乐观的判断。

主持人:我们再看看上市公司业绩这个层面,目前正处于年报披露的高峰期,虽然市场已经预期年报业绩不会太理想,但实际情况会不会差于市场预期?

银国宏:这是非常有可能的。就08年全年业绩,我们以前做过测算:在三季报公告之后,四季度取得前三季度的平均水平的话,上市公司业绩增长也不过是个位数,大概是5%的水平。但实际上,很多企业四季度没办法实现前三季度的平均水平,四季度可能是零增长,这样的话,最后业绩可能是零增长或是个位数的微幅增长。如果2008年公司业绩零增长或者更差的话,肯定是在超过市场预期的。

进一步讲,对于08年甚至09年上市公司的业绩,我们有一个分析框架,即工业增加值与上市公司业绩有一个大

致的匹配关系:当工业增加值增长率进入到10%以下时,工业企业利润整体可能形成负增长,因此预计09年上市公司业绩负增长可能要达到15%到0%之间。

## 市场短期风险较大

主持人:在操作策略方面,目前投资者应该注意些什么?

银国宏:我们先对市场进行一下判断。从短期周期来看,关键的是观察累计涨幅。这波上涨可以分为三段:第一段是1664点到2100点,然后有一次回调;第二段从1800点到春节前;第三段是春节之后,市场加速上涨。从规律上来看,当市场没有反转之前,反弹幅度达到35%已经是相当不错的水平了。另外,从中长期周期来看,在估值方面,目前整个市场平均市盈率大概达到了20倍甚至偏多一点,市净率达到2.8到2.9倍的水平。这意味着,在估值方面当前市场也没有特别大的优势。从这两个视角看,当前市场的风险还是很大的。

因此,在操作策略方面,对于重仓

的投资者来说,首先应该减仓。在流动性和交投气氛非常热烈的情况下,市场一头栽下去的可能性比较小,震荡是仓位重的投资者很好的减仓时机。相对来说,首先应该等待是否出现局部反弹;其次,如果整个市场走势比我们预测的还要悲观,的确出现了持续下跌,那么重仓投资者适当牺牲一点收益进行减仓操作也是有必要的。

而对于空仓和轻仓的人来讲,只要等待就好了。我认为,要根据3月中下旬披露的2月份经济数据来决定下一步操作,而估计数据支撑向下调整的概率也是比较大的,所以保守投资者短期可以不参与行情了。相对比较积极的投资者,在空仓、轻仓的情况下,可以在2100点到2300点做一些短期波段,但一定要缩短自己的持股周期。

主持人:请大致判断一下短期场内主要股票的走势。

银国宏:对于大盘蓝筹股未来走势来讲,在我们做的假设下,如果市场在2100到2300点震荡,大盘蓝筹股确实有上涨的可能;但因为此类股票弹性比较小,可能涨幅会有限。可是,大盘股一旦下跌却不会跌的很快。所以即使大盘蓝筹股有涨的机会,我建议谨慎的投资者也不要参与。

对于题材股来说,通常来讲存在一些特定的极端条件,比如这波反弹行情这些概念有效,下一波行情的话这些概念全部失效。所以题材股下跌的空间非常大,投资者一定要把握任何可能的机会,尽快减仓这些概念股。

主持人:那么您认为什么时候进行投资才会相对安全呢?

银国宏:这个问题最终要回到经济和估值相对匹配的关系上去。我个人认为,1800点到2000点这个区间可以认为是09年经济和估值比较匹配的中枢,实际上大致是在15到16倍市盈率的水平。按照中国经济的恢复程度、4万亿经济刺激计划和特殊经济体弹性,这个估值定价区间是合理的。这就引申出东兴证券2009年全年投资策略中对市场的判断:2009年的市场是震荡的,基于这一假定,在15-16倍的市盈率水平进行反向操作是可行的。

截止日期:2008-2-19

## 晨星开放式基金星级评价

数据来源:Morningstar晨星

基金代码	基金名称	单位净值(元)	1月晨星评级(两年)	星级变动	1月晨星评级(三年)	星级变动	今年以来		最近两年风险评价		夏普比率	
							总回报率(%)	排名	波动幅度(%)	评价	晨星风格	评价
<b>货币型基金(222)</b>												
210002	华夏现金增利基金	0.5589	★★★	-	★★★	-	-16.27	123	37.05	偏低	1.06	中
210003	华夏策略增长	0.9473	★★★	NA	-	-	-17.78	95	40.07	中	1.04	中
210008	平安货币基金	0.8650	-	-	-	-	-20.49	55	-	中	0.99	偏低
210009	博时货币市场基金	0.9115	★★★	+	★★★	+	-12.99	105	37.05	偏低	0.93	低
160001	博时货币市场基金	1.5640	★★★★	+	★★★★	+	-17.27	87	36.33	偏低	0.83	低
050008	国投瑞银产业基金	0.8800	-	-	-	-	-13.26	178	-	中	0.95	低
050009	博时新兴增长	0.6430	-	-	-	-	-16.27	122	-	中	0.95	低
050010	国投瑞银稳健增长	0.6310	★★	-	-	-	-23.97	22	34.36	中	1.00	中
200002	长城久安300	0.8938	★★	-	★★	-	-25.25	9	45.05	高	1.24	高
200006	长城安心回报	0.6038	★★★★	+	★★★★	+	-14.81	153	35.34	低	0.95	偏低
200007	长城安心回报	0.4885	★★★	-	-	-	-12.28	192	37.63	偏低	1.07	中
200008	长城安心回报	0.4885	★★★	-	-	-	-13.76	176	-	中	0.95	低
200009	长城安心回报	0.4885	★★★	-	-	-	-19.70	68	36.79	偏低	1.06	中
310001	长城安心回报	0.7012	★★	-	-	-	-19.70	63	42.57	高	1.19	高
310002	长城安心回报	0.6330	★★★	+	★★★	+	-13.26	109	37.81	偏低	0.95	低
510009	华泰柏瑞货币基金	0.6647	-	-	-	-	-18.46	81	-	中	0.95	低
080001	长盛同利债券基金	0.7320	★★★★	+	★★★★	+	-15.46	139	31.73	低	0.84	低
080002	长盛同利债券基金	0.5679	★★	-	-	-	-16.54	119	38.66	中	1.07	中
080003	长盛同利债券基金	0.5679	★★	-	-	-	-17.97	93	34.30	中	1.08	中
080004	长盛同利债券基金	0.5679	★★	-	-	-	-17.97	93	34.30	中	1.07	中
510003	长盛同利债券基金	0.7117	★★★	-	-	-	-13.54	174	39.00	中	1.01	中
080005	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-18.61	79	36.65	低	1.04	中
080006	长盛同利债券基金	0.7147	★★★	-	★★★	-	-15.62	105	38.34	低	1.00	中
080007	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-18.16	105	38.34	低	1.00	中
080008	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080009	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080010	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080011	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080012	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080013	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080014	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★	-	-15.20	105	38.34	低	1.00	中
080015	长盛同利债券基金	0.5628	★★★	-	★★★</							