■假如货币紧缩继续……系列之二

紧缩利剑下 谁能“金刚不坏”

□本报记者 李波

随着1月份即将进入尾声，本月通胀形势正逐步明朗。尽管去年12月CPI同比增速如期回落，但是今年1月份3.95%的翘尾因素为全年次高点，并且本月国内农产品价格和CRB指数持续飙升。在国内食品价格以及输入性通胀高烧不退的背景下，今年1月份CPI同比增速很可能再度突破5%。紧缩预期利剑高悬，成为制约近期市场的最直接因素。

更进一步来看，CPI翘尾因素的高企将令整个上半年都处于本轮通胀周期的上升冲顶阶段，通胀加速随时可能出现。特别是在美国二次量化宽松导致国际货币泛滥、人民币升值预期引发热钱流入、国内“货币超发”、劳动力成本和各类资源趋势性上涨、极端天气频现等因素的影响下，上半年高通胀压力难以减退，持续的货币紧缩将会是大概率事件。

既然我们无法改变流动性收紧、股市整体承压的事实，那么能否通过行业配置来规避风险、实现结构化收益呢？要回答这个问题，最基本的，便是需要厘清高通胀和加息对各主要行业的影响，而这种影响归根到底便是盈利的变化。

高通胀背景下，原材料和劳动力价格的大幅上涨将推高行业成本，如果下游需求萎缩，那么行业盈利将受到双重挤压出现明显下滑。因此，高通胀对利润的影响取决于该行业在产业链中所处地位及其自身对成本涨价的化解能力。

具体来看，产业链中上下游供求关系直接决定一个行业的成本转嫁能力。一般来说，煤炭、矿采选、农业、天然气等上游资源型行业能够享受物价上涨带来的销售价格的提高，从而实现利润提升。钢铁、化工等中游行业供求状况良好，具有较好的价格传导和转嫁能力，能够通过产品的提价抵消上游成本的增加，利润有望保持稳定。相比之下，消费品等下游行业传导能力较弱，景气度会下滑，特别是在高通胀阶段，过高的物价会对消费量形成抑制。

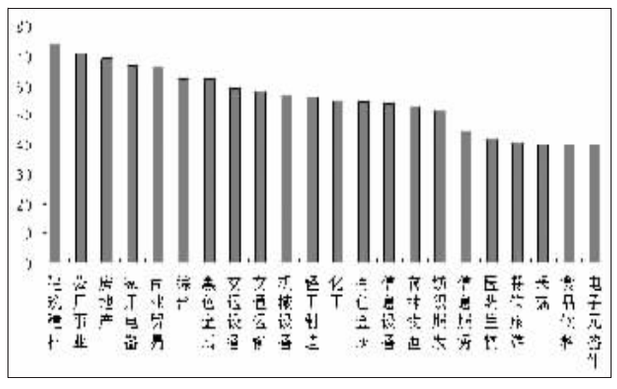
此外，行业对成本涨价的化解能力也是影响其盈利的关键。例如，面对成本价格上涨，行业或企业可能会采用改进生产工艺、引进新技术、利用替代材料、改善管理节约经营成本等方式消化成本上升的压力，而不是进行转嫁。也就是说，一个行业或者企业的技术进步越快，越能够将成本压力自行消化。近年来技术进步较快的行业有先进制造业、化工、交运设备、电子技术等；进步较慢的包括石油和天然气开采业、钢铁和有色金属矿采选、煤炭等。

需要指出的是，在加息几成定局的情况下，负债程度也是衡量行业“受伤”深浅的重要参考指标。按照去年三季报财务数据计算，建筑建材、公用事业和房地产行业的资产负债率最高，分别为74.18%、70.76%和69.2%，加息将明显增加这些行业借款的利息支出，从而加剧财务压力。

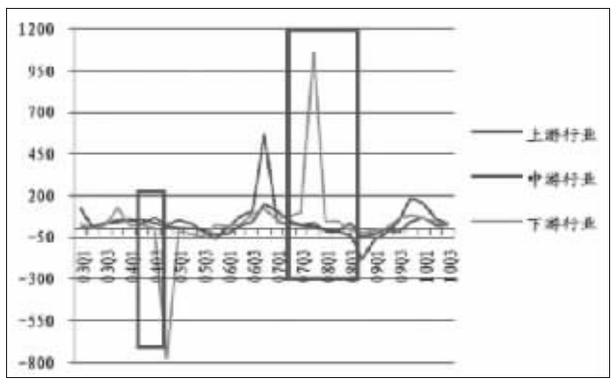
由此可见，在高通胀和加息的背景下，各行业景气度阴晴不一，这必然导致股价表现出现分化。如果追溯到前两轮的加息周期，便会发现行业表现不乏相似之处。我们选择CPI同比增速在4%以上的高通胀阶段，分别是2004年5-10月和2007年6月-2008年9月。结果显示，在上述两个统计期内，采掘指数稳居行业涨跌幅榜首，其作为上游行业尽享涨价收益；相比之下，高负债的房地产板块则出现大幅下跌，连续的加息令其财务压力不断凸显。

当然，目前的经济背景已不同于前两轮通胀，因而市场在本轮加息周期如何运行存在诸多变数。不过，在当前的高通胀和加息周期中，行业自身特性导致的盈利变化将在很大程度上决定各自的排位。因此，不妨归归类、算算账，再来决定配置上的“优胜劣汰”。

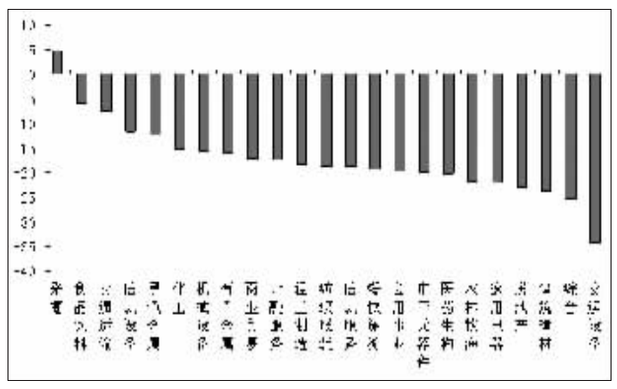
主要行业资产负债率情况



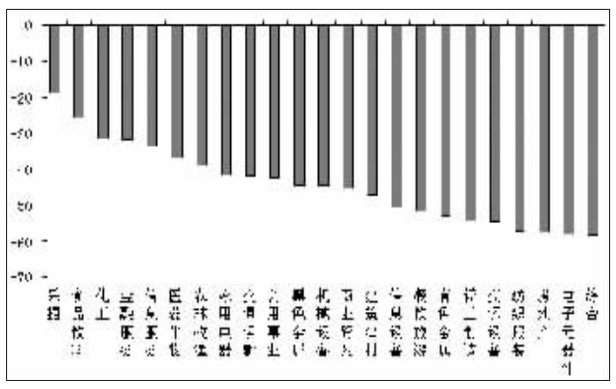
上中下游行业2003年以来净利润同比增速



2004年5-10月期间主要行业涨跌幅



2007年6月-2008年9月期间主要行业涨跌幅



三信号暗示“红包”行情开启

□本报记者 贺辉红

临近农历年尾，市场在利空的打压下反倒强势反弹。观察盘面，三大积极信号也逐渐显现：一是大盘连续两天上涨且放出量能；二是上证指数和深成指均收复五日均线，且该均线开始掉头向上；三是一批前期破位下行的大盘股一定程度上得以修复，中石化独木难支的状况有所改变。分析人士认为，虽然本周四大盘未能有效冲破2750点，但节前大盘逆利空而走高，似乎表明多头在有意营造一个“送红包”行情，只不过目前红包大小还难以确定。

三大积极信号逐步显现

在新“国八条”这一重大利空的影响下，昨日市场跳空低开；但在节日气氛日趋浓厚的情况下，资金突然找到了做多的理由，盘面上个股普遍飘红，前期快速杀跌的中小盘股也开始回稳。最令人欣喜的是，盘面上还出现了有利于市场企稳的三大信号。

第一个信号是放量上涨。昨日，两市的量能几乎是前天的一倍，且各大指数涨幅都在1%以上，大盘连续两个交易日上涨了近80点。市场做多动能较为充沛，特别是昨日大盘从最低位已反弹近70点。再从本周的行情来看，虽然2650点的缺口并未完全补上，单日反弹行情就已开启，但这正好也表明多头资金对补缺口后的走势尚存不确定性或者说忌惮，因而这一缺口的支撑力也就凸显出来。

第二个支撑自然是大盘技术形态的变化。经过近两个交易日的反弹，上证指数和深成指都已经成功向上突破5日均线，且这两大指数的5日均线都在昨日掉头向上发展。从之前的行情发展来看，5日均线掉头向上，代表着行情不会很快终结，这其中不少个股就仍有“戏份”。接下来，上证指数将触碰此次调整下行通道的上轨，点位大概在2755点左右；后市如果能够有效突破这个点位，后面的空间将值得期待。

最后一个积极信息则来自于大盘股。指数能否有效突破上轨，在目前的情况下，最主要还是看大盘股的表现。可喜的是，昨日大盘权重股前期破位的形态得到了相当程度的修复，中石化一只股票独力支撑的局面得到改善。在随后的行情中，如果大盘股能够企稳，则市场就有希望通过时间来化解空军的压力。

不确定因素依然存在

虽然做多动能很快被调动，但行情不可能一蹴而就。首先，近两个交易日，尽管大盘连续走强，但资金面的状况并不太好，上海银行间同业拆借利率依然在飙涨，shibor1周、2周及1个月利率都达到了8%以上的高度。而市场逆利空反弹的原因，可能是预期春节之后，银行会大幅放贷。值得注意的是，今年1月初，银行也曾大幅放贷，但很快被管理层叫停，再加上国八条的出台，2月份的信贷市场也是扑朔迷离。

同时，节前几个交易日，商品期货市场的不确定性也不小。由于长假等不确定因素，以及前几次商品期货暴跌时爆仓的经验，节前商品期货的各种合约都有可能出现抛压大增的局面，这或许也是在美元走弱情况下，近期大宗商品依然无法走强的主要原因。而另外一层压力则可能来自于节前套现的压力，近期高铁和船舶类股票逆市走强，节前持股人会否选择获利了结，较难预料。而随着成交量的放大，前期的一些套牢盘是否也会借机出局，也存在不确定性。

更为重要的可能还是来自宏观面的不确定性。PMI的一个先前指标“新兴市场债息率-美国国债债息率”显示，该指标近期下降较为厉害，这可能意味着，国内1月份的PMI指数可能并不令人满意。而据此投资的市场人士也可能会因此再度开始担忧宏观经济的前景。

短期利空出尽 市场底部临近

□中证投资 卓翔宇

近日新一轮地产调控政策密集出台，市场对此理解为利空出尽，大盘低开高走强劲回升。事实上，不仅是地产调控政策逐渐明朗，最近资金面、货币政策、国际市场息口走向等前期不明朗的因素纷纷显现明确结果，不确定因素正在逐个消失，从而有利于打消最近以来一直笼罩市场的恐慌心态，也有利于市场在目前的位置止跌企稳。

美国息口不变减轻中国压力

本周三，美联储为期两天的货币政策会议结束，会议一致通过维持利率不变，继续执行国债购买计划以推动美国经济复苏的议案。此前，曾有媒体指出美国有可能在一季度进行警示性加息，但是上月美国房价创下近一年多来的最大跌幅。受此影响，美国核心CPI未来还将在历史最低点附近徘徊（美国房价占到CPI权重的42%），美联储以11:0的压倒比数通过维持利率不变的议案，并维持国债购买计划不变，向市场发出明确的抑制长期利率、维持充沛流动性以支撑经济复苏的信号。

而这一消息的影响主要体现在两大方面：第一，美股周三盘中飚上12000点整数关口，并带动国际市场走强，目前A股市场与国际市场比较，走势明显偏弱，估值相对偏低；第二，目前人民币面临较大的升值压力，市场此前预计，一旦美国调升基准利率，中国将极大可能跟随调整，那么，美国息口平稳将有助于减少中国升值、升息的压力。

利率上浮可视为变相升息

从最近媒体报道的情况来看，各商业总行已经发文要求各分支行提高贷款利率水平。总的指导原则是退出性行业贷款利率在基准利率上浮45%，对于基本准入行业，贷款利率执行基准利率上浮35%；确实被核准为总行级优质客户的，信贷利率下浮比例最多只能到5%。

我们保守地以贷款利率上浮10%计算，即相当于1年期贷款基准利率由5.81%上浮至6.39%，上升近60个基点，已经超过近两次基准利率的调升幅度。值得注意的是，此次利率浮动并不涉及存款，大幅度、单向升息对于银行股业绩的促进不言而喻，而权重最大的银行股估值的提升，无疑将有利于市场的稳定。

政策工具将更谨慎使用

最近市场利率的急剧飙升成为挫败股市的一大因素。以1月17日央行宣布上调法定存款准备金率为分水岭，银行体系流动性状况在经历年初的快速回暖后又再度急剧收紧。本周四，指标品种质押式回购R007一举突破8%，升至8.33%。若排除2007年10月次贷危机高潮时（以雷曼兄弟破产为标志）的极端值，目前银行间资金拆借利率已经身处历史最高水平。

资金价格的上涨应该说是多重因素叠加的影响所造成。经过过去一年多七次上调，法定准备金上缴的累积效应开始显现，临近春节，企业和居民取现要求大量增长，这也加大了银行的备付压力；同时1月份银行信贷冲刺后，存贷比指标将面临严格的考核，而这几项因素的叠加将令资金面继续超乎往常的紧张。

前瞻地看，一方面，随着春节后资金的逐步回笼，短期资金紧张状况将极大地得到缓解。另一方面，此次存款准备金的超预期上调，导致银行流动性剧烈波动，这也与央行致力于实施更加透明和规范的差别准备金动态调整的方向相矛盾，这样的情况也势必会引起管理层重视，未来货币工具的使用将会更加谨慎。

诚然，市场普遍预期春节前后将是升息的敏感窗口，但考虑到历史上鲜有在春节前几日加息的案例以及目前市场资金极度紧张的现实，短期升息可能应该说相对偏低。

此外，市场中还有几点值得关注。日前东方铁塔公布的网上发行中签率达到10.10997%，创中小板中签率历史新高，同时这样的水平也仅次于大盘股华泰证券14.44%的中签率，跻身所有新股中签率第二名。近期新股大面积破发，一方面倒逼管理层对新股发行制度尤其是中小板、创业板发行定价进行反思，另一方面，从历史经验来看，新股大面积破发、新股中签率大幅走高的态势，往往也是二级市场见底回升之日。事实上，华泰证券创下中签率新高前后，大盘便开始了一轮中级反弹。

房市资金回流规模决定反弹高度

□民族证券 徐一钉

1月27日，A股市场延续技术反弹的走势。房地产“新国八条”调控政策，被投资者理解为利好，并刺激五大指数当日涨幅超过1.5%。其逻辑是新的调控政策将使买房的门槛提高，而购买不足5年住房转手全额征税、二套房首付款提至六成、居民将不得购买第三套房，将极大地压缩投机性买房需求。我们预期会有不少资金流入A股市场，并诱发一些资金提前进场。

毫无疑问，房市和股市有着巨大的差异。自地产商品化以来，全国的房价都是在震荡中不断创出历史新高，在此背景下，房子被很多投资者看作是一种保值标的。而在A股市场中，随着A股市场的波动，大多数投资者都经历过幅度超过20%的亏损。2008年的大幅调整更让投资者记忆犹新。资金的逐利性决定了，如果A股市场没有出现巨大的赚钱效应，房地产资金大量进入股市的期望恐怕要落空。

由于存款准备金率上调和春节假日的叠加效应，货币市场资金面异常紧张，紧张程度远远超出此前预期。近两周来，央行已经进行了逾3500亿元的逆回购操作，基本上将上周商业银行上缴的存款准备金全部投放市场。同时，央行已连续两周暂停了公开市场操作，这意味着近两周的到期资金4190亿元全部投放市场。但1月27日，银行间隔夜拆借利率上升至7.9997%，七天拆借利率上升至8.4058%。春节前，资金面紧张的状况很难有大的改观。

技术面上，一方面，持续的调整本身孕育着技术性反弹，特别是中小板综指、创业板指数；另一方面，2556点—2677点缺口的支撑力犹在。此外，前期2560点—2700点整理平台也构成下档支撑。不过，自3478点调整以来，上证综指已形成3个密集成交区，且密集成交区呈现逐渐下移的态势。跌破前一个密集成交区，随后出现的反弹都是在前一个密集成交区被阻挡终结。目前市场反弹将受2750点-2940点密集成交区反压，未来即便能暂时站在2750点之上，恐也难以冲出该密集成交区。

我们对2011年一季度行情虽然持谨慎态度，但延续此前的观点一年之计在于“一月”的启示，即每年元旦过后，率先走出上涨行情的板块、或个股，往往在新的一年中都有不错的表现。进入2011年，601“中”字头个股、高铁板块、海洋工程板块已经显示出很强的刚性。1月27日，中国化学、中国一重、晋亿实业、中船股份等都创出历史或年内新高；中国重工、中国北车、中国南车、中国西电等离历史高点仅半步之遥，上述板块、个股值得兔年全年关注。

通胀方面，2010年8至11月CPI环比逐月加速：0.6%、0.6%、0.7%、1.1%，11月份CPI环比增长年率已经超过13%。受2010年基数低的影响，2011年上半年的物价走势十分严峻，CPI恐将突破5%、逼近6%。我们认为，“管理通胀”是管理层一季度的调控重点，货币收紧的政策将延续。春节长假后，仅3个交易日就将公布1月份数据，预计央行再次上调存款准备金率或加息将是大概率事件，而流动性不足将制约2661点以来反弹的高度。

统计显示2010年底可比的偏股基金股票仓位平均达到84.59%，比去年三季度末提升2.64个百分点，为基金仓位的历史次高。公募、私募基金的后续资金并不足，现在更多的是做持股的结构性调整。目前可以期待的增量资金，还是从房地产市场分流来的资金，它们介入的力度将决定本轮反弹的高度。投资者不妨借本次反弹的板块联动，调整自己的持股结构和仓位。

截止到昨日晚上20点，共有2947人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	57.3%	1690
震荡	17.5%	516
下跌	25.1%	741

目前仓位状况（加权平均仓位：67.8%）		
选项	比例	票数
满仓（100%）	49.2%	1449
75%左右	14.7%	433
50%左右	11.3%	334
25%左右	8.0%	235
空仓（0%）	16.8%	496

常用技术分析指标数值表（2011年1月27日）

国开证券北京中关村南大街（中电信息大厦）营业部提供

技术指标		上证(综指)	沪深300	深证(成指)
移动平均线	MA(5)	↑2709.28	↑2976.25	↑11594.05
	MA(10)	↓2718.91	↓2991.47	↑11740.39
	MA(20)	↓2767.80	↓3065.77	↓12104.34
	MA(30)	↓2791.30	↓3099.11	↓12250.73
	MA(50)	↓2820.53	↓3131.04	↓12341.72
	MA(60)	↓2858.90	↓3175.26	↓12483.27
	MA(100)	↑2832.96	↑3151.57	↑12368.21
	MA(120)	↑2800.01	↑3107.11	↑12139.89
	MA(250)	↓2810.48	↓3064.87	↓11681.89
乖离率	BIAS(6)	↑1.67	↑1.87	↑1.76
	BIAS(12)	↑0.46	↑0.33	↑-0.49
MACD线	DIF(12,26)	↑-37.84	↑-53.84	↑-257.31
	DEA(9)	↓-34.52	↓-47.36	↓-203.62
相对强弱指标	RSI(6)	↑54.93	↑53.66	↑49.45
	RSI(12)	↑47.81	↑46.39	↑43.36
慢速随机指标	%K(9,3)	↑28.22	↑23.99	↑19.66
	%D(3)	↑24.88	↑20.57	↑17.81

技术指标		上证(综指)	沪深300	深证(成指)
心理线	PSY(12)	58.33	50.00	58.33
	MA(6)	55.55	47.22	51.39
动向指标(DMI)	+DI(7)	↑21.61	↑23.84	↑22.69
	-DI(7)	↓22.91	↓21.47	↓23.40
	ADX	↓28.20	↓28.37	↓29.45
	ADXR	↓28.66	↓29.14	↓28.82
人气意愿指标	BR(26)	↓144.39	↓147.53	↓147.84
	AR(26)	↑181.64	↑175.97	↑170.24
威廉指数	%W(10)	↓43.64	↓49.02	↓58.75
	%W(20)	↓57.54	↓63.09	↓70.43
随机指标	%K(9,3)	↑38.89	↑34.52	↑26.11
	%D(3)	↑28.22	↑23.99	↑19.66
	%J(3)	↑60.21	↑55.58	↑39.02
动量指标	MOM(12)	↑-54.90	↑-98.46	↑-589.84
	MA(6)	↓-121.00	↓-183.13	↓-952.51
超买超卖指标	ROC(12)	↑-1.96	↑-3.15	↑-4.76

■ 数据工厂 | Data

资金面依然捉襟见肘

资金利率全面飙升，成为本周市场最大的看点之一。虽然央行本周继续在公开市场净投放资金，然而受存款准备金率上调等一系列因素的影响，当前市场资金面仍捉襟见肘。

本周央行继续在公开市场净投放资金。与上周相同，央行本周继续取消了央票发行和正回购，公开市场实现“零回笼”，全周净投放资金1700亿元，这也是公开市场连续第十一周净投放资金。分析人士指出，春节之前，市场对流动性的需求较为旺盛，因而尽管央行收紧流动性的政策意图没有改变，但仍然需要被动补充市场流动性。

尽管公开市场连续十一周净投放，但资金利率与之呈现明显的反向运行特征，本周各期限上海银行间同业拆放利率继续大幅飙升。截至1月27日，隔夜SHIBOR、1周SHIBOR、1个月SHIBOR以及3个月SHIBOR分别收报7.9997%、8.4058%、8.1392%和5.5597%，均较上周末大幅上升。

分析人士指出，资金利率大幅飙升凸显当前市场流动性紧张的现实，在资金面明显趋紧的背景下，A股整体估值水平将显著受到抑制。从具体股票来看，小盘股估值回归的进程有望加速，而大盘股上升的空间也会受到资金不足的制约。（龙跃）

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。