

# 加息又至 紧缩预期将继续压制A股

□南京证券 周旭 温丽君

在政策调控措施密集出台的背景下,1月底的反弹行情令人印象深刻。在政策高压之下市场依旧表现强势,使得投资者对于2月行情趋于乐观。对此我们认为,目前整体市场估值仍处在一个相对合理的位置,短期流动性预期改善将对股指进一步反弹贡献正面力量。不过,央行昨日再度宣布加息表明,政策调控之弦短期难以放松,资金面在相当长一段时间内都将处于较紧状态,市场反弹高度难言乐观。

## “资金回流股市”是伪命题

本轮房地产调控的出台时间以及力度都超过此前预期,尽管房产

税试点方案略低于市场预期,但管理层在房价再次出现上涨苗头之时,再出调控重拳,也充分表明了其调控态度,即房价不松,调控不止。姑且不论后续政策是否还存在进一步的调控可能,市场目前所认为的房地产市场资金流入股市的预期,就值得进一步商榷。

资金能否回流股市的关键在于,市场预期二者之间收益率发生了转变,并且房地产市场预期收益率降低需具备一定的持续性。而目前的情况是,在经过2008、2009年的政策变局之后,尽管政策持续密集出台,但市场对于房地产的预期收益率并未迅速降低,甚至对于未来房价的变化情况都还存在较大争议。而如果房价并未出现松动迹象,调控效果依然有限,则投资者

对于房地产市场的预期收益率就将再度发生重大变化,毕竟从历史经验上看,房地产市场的赚钱效应要远大于股市。目前第三轮调控刚刚开始,虽然成交量将趋于萎缩,观望气氛浓厚,但房价趋势仍未明朗,短期投机资金尚不会轻易离开房地产市场。

## 调控之弦制约上行空间

房价、物价强烈的上涨预期使得管理层不得不屡下重手、调控市场。2月8日晚间,央行宣布自2月9日起上调人民币存贷款利率0.25个百分点。可以预期,收缩流动性仍将是未来一段时间内央行不得不进行的工作。

政策调控的节奏及力度大于市场预期,也使得A股面临政策面、资

金面的双重压力。目前市场已经反映了流动性紧缩对于估值的压缩,但尚未充分反映未来进一步的调控政策对相关板块盈利预期的损害。从盘面上看,尽管节前股指一度借助“利空兑现”上演反弹好戏,但热点持续性明显较差,资金持续做多信心并不充足。与此同时,由于1月份CPI再次创下新高预期强烈,随着央行在春节后再度加息,权重板块如金融、地产的走势势必继续受到压制。

除此之外,虽然中小板、创业板在前期大幅补跌过后,近几个交易日反弹力度较强,但必须指出的是,中小盘个股尤其是创业板个股后续依旧面临业绩大考。在流动性收缩背景下,小盘股依旧高企的市盈率使得节前的上涨属于技术性反弹的

性质更大,后续仍需进一步提防业绩低于预期的中小盘股的估值收敛压力。

短期来看,节日期间外盘表现不俗,美股迭创新高,国际大宗商品价格特别是铜、锡等有色金属表现强劲,但国内消息面没能维持平稳态势,随着央行再度加息,节后股指能否迎来开门红有待观察。我们认为,在目前加息等紧缩预期仍然存在的背景下,市场的估值空间仍将可能不断被压缩,股指难有大的上行空间,投资机会主要是局部性的。在控制仓位基础上,可适当关注与新兴产业政策相关的领域,如装备制造业、新能源、新一代信息技术等;另外,国内投资品在外围市场带动下也存在一定交易性机会。

## 震荡向上格局日益清晰

□西部证券 王梁幸

沪市大盘以5连阳的喜人格局在虎年平稳收官,热点也由点及面在扩散。虽然市场全面由弱转强仍需时日,但我们更愿意将短线可能出现的反复理解为上攻前的蓄势。随着供求关系改善和政策面在本次加息后不断趋稳,市场震荡向上的大格局将会更加清晰,不大不小的“红包”行情有望在2月份甚至3月份得到延续。

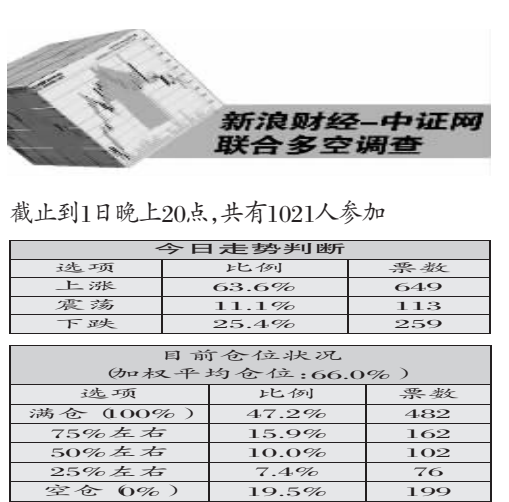
首先,对前期市场运行构成明显负面影响的供求关系环比改善将是大势所趋。新股在春节前密集发行有一定原因,上市公司为了能够确保上市,更多都是抢在节前完成相关的手续流程,毕竟节后一些资料的报备都需要重新开始。因此,短期的密集上市也在情理之中。节后市场有望迎来新股发行的相对“真空期”,从而使得资金面压力将出现很大程度缓解。此外,进入2月份以后,银行信贷闸门将重新开启,流动性有望重新回到充裕状态,市场供求关系失衡的格局将得到修复。

其次,宏观政策的后续变化基本趋于平稳。一方面,加息靴子落地,数量型的货币工具将继续成为央行的第一选择。有关方面日前也表示,货币政策带来的物价和资产价格上升等负面效果会慢慢显现,虽然存款准备金率已在高位,但未来还会依赖这一工具的使用及央票发行来对冲流动性。这也透露出存款准备金上调将在未来成为常态的意图,而加息的次数和间隔期由此都可能会好于市场之前的悲观预期。毕竟,货币政策今年的重要调控目标是控制通胀,而本轮通胀显现出来的输入型、结构型特征十分明显,并不是经济过热的直接表现。随着国际油价回落以及国内行政手段干预,本轮通胀也将逐步可控,因此,加息次数太多反而会对经济造成一定伤害,数量型货币工具可能是央行的更优选择。我们认为,在本次加息之后,市场加息预期将明显回落。

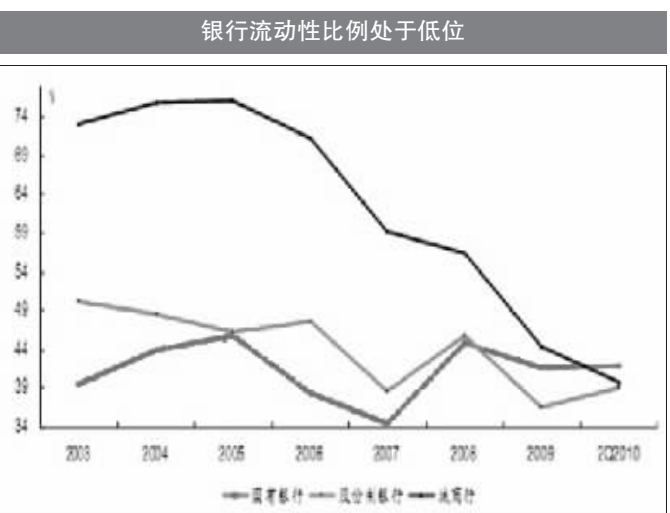
另一方面,重庆、上海之外区域的房产税后续出台可能将趋向于温和。新国八条的颁布目的在于继续遏制楼市的投机需求,具体实施措施也延续了之前的调控思路,加上“限购令”的出台以及各大行停止首套房优惠利率,“利空兑现”仍是市场短期的主流理解。因此,后续的政策出台对市场的影响可能呈现边际效应递减的特点。

最后,回到上市公司业绩估值方面,截至目前,从已经公布的2010年年报业绩预告看,主板公司预测净利润较同期上涨超过150%,中小板及创业板公司净利润较2009年同期预计上涨超过35%,整体来看,业绩仍保持了稳定增长的趋势。展望2011年,中国经济增速虽然可能放缓,但仍有望保持9%左右的水平,上市公司的业绩增速保守估计也在10%~15%水平,即使给予20倍的市盈率,沪指的重点也应在2800点上方,目前市场的估值水平存在低估,投资信心的恢复,年报行情有望在春节后逐步展开。

综合来看,基于对后市较为乐观的判断,我们依然建议投资者保持相对积极的配置。具体的投资思路可以遵循以下几条主线:一是继续重点关注受益“十二五”规划的新兴产业板块,高估值风险在1月份有效释放后,相关个股投资价值重现,而业绩增长的兑现也将令优质品种重获资金青睐,新能源、新材料、高端装备制造、信息技术等仍是重点;二是关注受益通胀预期的资源类品种,以有色金属、煤炭以及农业为主的板块仍有阶段性上攻动力;三是适当留意重组、年报高送配品种的交易性机会,虽然近期这些品种的市场表现略低于预期,但热点一旦铺开,其上涨可能具备持续性。



## 流动性紧张局面节后或缓解



□长江证券 李冒余

## 经济供求两旺

对于股市和债市,1月都面临货币紧缩下的流动性压力,伴随银行体系资金的极度紧缩,调控新规使得市场拆借利率飙升,岁寒季节让投资者感受到了千年极寒的冲击。但是,这个压力能有多大,是值得商榷的问题。我们相信,在2月份春节旺季过去后,伴随信贷紧缩和通胀环比可控,流动性困局会有所缓解,基本面和估值的优势将再次显现。

去年国内生产总值397983亿元,按可比价格计算,比上年增长10.3%,增速比上年加快1.1个百分点。与GDP同步的工业生产平稳增长,企业效益大幅提高。

供给端的产出本身是滞后的反映结果,而市场更为关注领先的需求。从三大马车来看,投资的运行比较正常,去年12月的小幅回落主要是受季节因素影响,如冬季极寒天气拖累新开工和施工进度,同时货币紧缩调控也存在一定冲击,这表现为房地产投资的明显回落。

固定投资,尤其是房地产投资,存在显著的季节性波动,也可以理解为周期循环性波动。这是由于经济自身的周期规律所带来的数据波动特征。可以发现,每一季度由于春节因素,投资的环比较低,节后的二季度开始持续回升,新项目大量开工,从而带来夏季的施工旺季。三季度投资增速步入淡季,年底11~12月再次攀升,我们认为这与原有项目的竣工和新一年投资布局相关。

目前来看,去年12月份的

投资增速回落很可能与环比增速过低相关,尤其是地产增速的大幅回落,显然不能简单用周期因素和季节因素来完全解释,我们认为这与地产调控的持续以及去年10月以来的货币紧缩相关。如果投资需求的回落是调控的结果,那么在今年一季度的淡季,很可能伴随紧缩效果的深入,经济增长数据不会如现在预期般乐观。

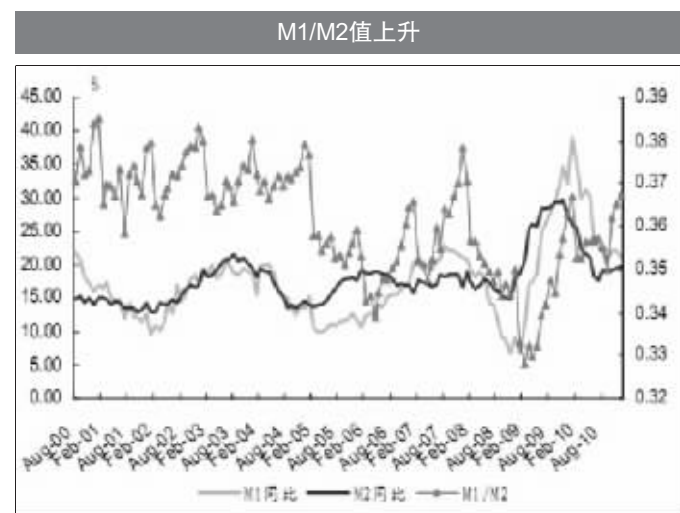
另一方面,国内消费需求的旺盛是支持经济的另一个动力。去年全年社会消费品零售总额154554亿元,比上年增长18.4%,扣除价格因素实际增长14.8%。其中,城镇消费品零售增长18.8%,乡村消费品零售增长16.1%;餐饮收入增长18.0%,商品零售增长18.5%。岁末热点消费快速增长,其中金银珠宝类增长46.0%,家具类增长37.2%,汽车增长34.8%,家用电器和音像器材增长27.7%。

最后,从出口趋势看,外需的复苏是目前的一个亮点,这直接导致岁末中国出口并没有大幅回落。但是在贸易顺差持续回落的背景下,外汇占款的居高不下隐含着热钱流入内地房产及股市的可能。我们预期未来的出口增长是带来流动性增加的一个重要因素。

## 1月通胀或创新高

从1月的细分数据来看,7涨1降,物价普涨,去年12月出现的从食品向非食品扩散现象再次延续。其中,食品价格同比上涨9.6%,受价格管制影响出现短暂回落,居住价格同比上涨6%,再次扩大,衣着首次转正为0.1%。毫无疑问,通胀预期强烈,压力很大。

从目前对CPI的回归来看,



肉类价格(以猪肉为核心)对通胀的拉动系数为9.445,高于粮食的6.47和蔬菜的3.1,为食品之首。当然,粮价为百价之基,从历史上看物价周期都是粮价先行、肉价跟进。所以食品项的趋势取决于粮肉价格后面会不会出现自我加强式循环。我们比较担忧粮价持续上涨引发通胀长期化。

从肉价来看,2010年以来生猪市场波动较大。去年上半年,生猪价格持续下跌,养殖户亏损严重,为防止生猪价格过度下跌、保护养殖户利益、稳定生猪生产,2010年4~7月商务部会同有关部门多次开展冻猪肉收储,生猪价格持续下跌势头得到有效遏制。6月初以来,生猪价格持续回升,养殖户逐步扭亏为盈;7月中旬至今,猪粮比价一直位于生猪养殖盈亏平衡点以上。目前,猪肉市场基本稳定,但猪肉价格依然处于上行通道,而库存回补则刚刚开始,预期最早也将在今年二季度末开始产生供给冲击。

在上一大环境下,我们预期未来半年依然处于本轮通胀周期的上升冲顶阶段,通胀随时存在加速可能。我们最新测算1月CPI可能超过5%,这也可以解释近期短期利率跳升所隐含的通胀压力和加息预期。事实上,按照正常的季节因素估算,今年的通胀高点分布在1月或6月,我们之前结合经济运行和库存波动判断高点在6月。目前来看,由于货币紧缩对经济的超调可能较大,因此未来的趋势存在诸多变数,尚无法定论哪个月份是全年高点,一切有待1月数据的披露。此外,从工业价格运行来看,去年12月生产资料出厂价格的回落与监测的PMI领

先指标出人意料的一致。目前来看,海外经济复苏带来的国际商品涨价,是导致未来输入性通胀的根源。工业品价格的短期回落有限,伴随二季度国内投资和产出双双回升,通胀压力将再次抬头。

## 资金面节后将有所缓解

从M1/M2值来看,去年12月较11月有所增加,预示活期存款占比有所增加。从历史经验看,活期存款占比和实际负利率具有反向关系,如果不加息的话,活期存款占比将维持高位。

去年新增贷款约7.95万亿元,符合我们之前预期。如果扣除票据,全年新增贷款8.8万亿元,今年票据压缩空间有限,预计今年信贷增速不低于15%,M2增速不低于16%。

考虑极度紧缩的负面效果以及央行逆回购的启动,我们初步可以判断,今年1月信贷将超过1.2万亿元,2月信贷在2月通胀回落迹象下将有所缓解。这一点从企业活期存款所代表的M1和居民储蓄所代表的M2的季节波动规律也可以发现,在2~3月份二者都会出现回升,资金回流银行体系是流动性困局缓解的前提。

而从历史上的拆息波动来看,常用的一周拆借利率显示,在春节期间往往由于提前期因素会导致短期利率的异常上涨,但是这种上涨仅是季节性的,节后就会由于资金回流而自然回落。

从今年我们对通胀的预测来看,基本呈现双峰格局,1月和6月较高,因此全年来看,通胀处于可控区间,压力仅在于年初的春节因素,因此2月后通胀环比大幅回落概率很高,这也是流动性缓解的一个重要支撑。

## 2月A股是“麻辣兔头”

□银河证券研究部策略小组

年前的反弹主要基于投资者对兔年开局的良好预期,我们预计本周市场有望迎来兔年开门红。春节长假期间,埃及局势得以缓和、国际股市表现良好、大宗商品价格上涨有利于A股,但随着1月份宏观数据逐渐明朗,加之央行昨日宣布加息,投资者可能会担心新的紧缩压力,从而抑制市场表现空间。兔头行情意味着不是饕餮大餐,但如果结构性机会把握得当,也可以像麻辣兔头一样有滋有味。

外围市场的良好走势是实现兔年开门红的主要推动力。尽管节前A股市场连续反弹,但成交量始终没有明显放大,这充分说明投资者对于春节长假期间可能发生的不确定性还是有所担心。目前看,外围市场走势良好有利于A股节后首周延续良好走势,实现兔年开门红。

首先,埃及局势有所缓和。埃及国内局势是近期影响国际油价的最重要因素,春节期间该国局势没有恶化,这大大减轻了投资者对于中东石油运输或生产的担忧。其次,美国宏观经济数据超预期,股市不断创出阶段新高。美国劳工部公布的1月份失业率下降至9%,这是2009年4月以来最低的失业率。这个失业率也远远低于市场普遍预期的9.5%。美国信贷市场也出现解冻迹象,消费信贷连续上升,加之良好的年报业绩,推动美国股市不断创出反弹以来新高,其他发达经济体股市也普遍上涨。再次,国际金属市场普遍上涨。由于投资者对世界经济的预期好转,对基本金属的需求上升,加之智利、澳大利亚等国生产可能受天气等因素影响,导致国际金属库存下降,推动价格普遍上涨。

1月份的宏观经济数据和政策预期将抑制市场表现。有关方面日前指出,把坚决防止物价过快上涨放在突出位置。要通过发展生产、保障供给、搞活流通、加强监管,保持物价总水平基本稳定。物价和政策紧缩预期仍然是影响市场的重要因素。蔬菜价格可能随着春节日渐走远而下降,但近期华北等小麦主产区旱情日益严重,或将对我国夏粮产量产生重要影响,未来我国粮食生产面临严峻考验。从较长时间看,国际金属、油价和粮价都呈现上涨趋势,我国对抗通胀的压力难以迅速消解。1月份CPI、信贷等数据将逐渐公布,货币紧缩预期仍将困扰市场。

虽然市场整体不可能太给力,但结构性机会仍将较为丰富:有色金属、煤炭、水利、农资、水泥、高端装备等板块有望获得超额收益,新能源、海洋工程以及前期风险已经释放、具有长期高增长潜力的中小盘股票也值得关注。

## 名家视野

## 周期性蓝筹是年度热点

□华宝证券研究所所长 李国旺

投资者要在变化当中寻找相对确定的东西,寻找通过政策创新、管理创新、渠道创新、产品创新、市场创新创造价值的公司。上市企业创造价值的能力,如果大大高于现在市场估值的话,这个企业就有投资价值。在现有将近两千家可能随时变化的上市公司中,只有发现有创造价值能力的公司,投资者才能在风险可控下实现价值。

通过理论抽象,我们抽象出四个利益主体:国际资本、国家资本,以企业家为代表的机构资本、散户代表的民间资本。在不同时间阶段,不同资本主体会主导资本市场。如果说2010年国家资本主导市场的话,2011年国际资本有可能会主导市场,到2012年的时候,居民资本会主导市场。

价值创造真假的区别就在于是否符合价值创造六要素,如果符合这六个要素,我们觉得这个上市公司有可能有持续的价值创造能力。政治经济学讲价值创造的主体是劳动力。在现代社会,国家管理、企业管理都是企业价值链的组成部分,因为政策与管理都需要通过脑力劳动,通过组织协同来实现,因此是付出复杂劳动的,所以也是价值创造的主体。改革开放三十年,中国巨大的成就就与政策创新有紧密关系。经济持续发展,需要政策创新与时俱进。我们要把价值创造的劳动者根基扩展,要包括企业家和国家政策的制定者和执行者。因此,价值创造的主体在现代包括国家、厂商和劳动者三部分。

价值创造的主体,需要具备三个条件才能创造价值:一是技术先进程度,二是资源的垄断情况,三是市场创新情况。如果说价值创造主体有三个,价值创造的条件有三个,那么价值实现的条件也有三个:时间周期、群体情绪、估值水平。

在太阳、地球和月亮的时间结构内,太阳运行一圈是一年,月亮运行一圈是一个月,地球自转一圈是一天,地球一天就分成了24个小时。太阳自我循环活动周期有5.5年、11年和22年。物价上涨是以22年为一个周期的,1988年物价疯狂上升,2010年是1988年过后22年,所以物价周期严格顺从太阳周期,物价周期与利率周期同步,利率周期与股市周期成反方向关系。

2011年下半年,如果物价由高向低,股市就有可能从低向高。行情能否向上,与估值有关,2010年中国股市平均市盈率在20倍左右,许多大盘股估值处于历史低点,大约只有10倍,低估值造成行情周期向上的拐点,特别是当国际资本渗透进来投资低估值公司的时候。行情能否启动,还与群体情绪能否疯狂有关。与太阳周期对称,太阳越活跃,人类的情绪会越激动,人类会周期性地11.5年左右疯狂一次。2011年年中,随着物价降幅下降以及太阳活动周期到来,投资者群体非理性冲动有可能重新出现。

根据价值创造主体、价值创造条件、价值实现条件的分析,2010年初,我们提出2010年投资主题为“喝酒吃药,煽风点火”,就是大农业、大医疗、大能源。2010年底,根据太阳周期活动规律,我们预测2011年干旱是肯定的,上半年物价必然上升。2011年投资主题,我们提出的口号是“以钢为纲,开工建房”,有色金属、钢铁、金融、地产和煤炭这些板块,有可能成为2011年的行情主线。

当然,2011年春天来临的时候,有可能先演绎通货膨胀概念,即农业、医药、能源相关产业成为投资者的首选。2012年,根据我们的研究,有可能风调雨顺,农业丰收,但是行情有可能是疯狂的,PE估值会提高,最可能出现估值最高峰的拐点。