

“微调”信号有待释放 欧债阴霾暂时消散

A股二次“起跳”能“跳”多远

□本报记者 魏静

期待货币政策正式转向

2307点之后的200点大反攻，最直接的诱发因素便是政策微调信号的出现。从汇金出手增持四大行，到国务院出台支持小微企业的九大财金政策，紧接着财政部又允许四个地方政府自行发债，而管理层关于经济政策将适时微调的表态，更是令政策微调预期正式确立。

很快，货币层面的松动也开始出现。10月26日央行公告称将停发已连续发行两周的三年期央票，至少在公开市场层面央行已开始配合执行政策微调预期了。10月最后一周开始，央行一改此前的净回笼态势，连续两周进行净投放操作，两周累计净投放额达1630亿元。信贷层面，上周五公布的10月新增信贷达5868亿元，超出市场预期，从而进一步增强了货币层面放松的预期。按照央行的统计口径，前9个月新增信贷为5.7万亿元左右，如果按照年初计划的7.5万亿元放贷总规模计算，11-12月每月的新增信贷均将超过6500亿元。

其实，货币政策层面的“只做不说”早已在有条不紊地进行。11月8日央行下调一年期央票利率的举措，可看作短期货币政策转向的信号；昨日，一年期央票放量发行，在未来到期资金量较小的背景下，如要保证当前的资金面宽松局面，那么央票的放量发行可能将用下调存准率来对冲。从某种程度上来说，不论央行选择下调一年央票利率，还是选择增加供给、放量发行一年期央票，最终都可得出下调存准率的时间窗口正在临近的结论。

从下调一年期央票利率的意义来看，首先，尽管一年期央票利率调整幅度不大，但央票发行利率一旦出现调整，其变化方向都会持续较长时间。2008年9月16日央票招标利率出现下降后，直到2009年7月16日才开始上升，期间持续近一年；此后，招标利率持续上行至今，期间货币政策持续紧缩。从某种程度上来说，此次一年期央票利率下行标志着货币政策的转向。其次，央票招标利率的下行，预示着未来存款准备金率的下调存在可能。回顾历史，2008年9月16日一年期央票招标利率下降后，9月25日中小型银行存款准备金率就出现下调，10月15日大型银行存款准备金率也出现下降；同样，2009年7月招标利率上行后，2010年1月中小型和大型银行存款准备金率均上升了0.5%。应该说，本轮货币政策的正式转向，只需等待下调存准率这一信号的出现，目前来看，时间窗口大概在今年年底。

需要指出的是，虽然目前有观点认为，一年期央票利率下调，主要是央行顺应二级市场央票交易利率低于发行利率的行为，并无明显的政策信号意义。但如果仅看一年期央票一二级市场的利差情况，2008年2月和2011年3月都出现过类似的情况，而当时央行采取的分别是保持不变及逆市提高一级市场发行利率的举措。据此，分析人士认为，一年期央票发行利率下调，应该是央行主动调整的行为，以释放货币政策回归中性偏宽松局面的信号。

欧债危机高风险阶段已过

继希腊公投事件过后，意大利又成为欧债危机的关注焦点。意大利政治上的不确定性，11月9日世界最大清算公司宣布上调意大利国债的抵押保证金以及有报道称该国政府拒绝接受IMF提供援助贷款的消息，推动该国10年期国债收益率上周一度超过7%，创欧元区成立以来的历史新高，由此欧债又一波危机来袭。受风险偏好情绪大幅下降的影响，上周欧美股市接连大跌。

峰回路转，有消息称欧央行在二级市场上购买意大利债券以10年期国债收益率压低至7%以下，再加上意大利13日宣布任命新总理以期能走出困难时期，欧债风波再度平息，至少意大利争取到了数周的时间来推动改革以平复投资者的担忧情绪。短期而言，欧债危机将迎来数周的平静期。

首先，截至目前，意大利政府一直提前发行债券，包括上周的拍卖在内，意大利政府今年前11个月已筹集了3660亿欧元的资金，较全年计划仅差20亿欧元，基本可以满足该国今年所有的赎回需求，这也意味着意大利政府能够暂时避免被迫以过高的成本在一级市场融资的局面。其次，欧洲央行的债券购买计划也将为意大利新政府的改革赢得时间。对欧洲官方来说，保证意大利债券收益率不失控很重要，毕竟意大利财政问题的恶化对整个欧元区及其他地方的金融稳定性会带来巨大的威胁。再次，如果意大利新政府能够实现其对改革的承诺，则有助于缓解市场的紧张情绪。据媒体报道，意大利下议院最终批准了一揽子紧缩措施，如提高退休年龄、提升燃料价格及出售国家资产等，接下来，只要意大利新政府能兑现其承诺，则市场对意债违约的担忧情绪将暂时消散。需要注意的是，欧债阴霾只是暂时消散，能否解决还要等到明年初以IMF为首的国际社会的具体建议落实到位时才能清晰。

多角度打好反弹“伏击战”

既然内外因素暂时明朗，尤其是下调存准率的呼声越来越高，资金面也延续偏宽松的局面，那么短期乐观预期仍有待释放，大盘二次“起跳”的概率极高。虽然此次大盘“起跳”的高度无从预测，但强势反弹格局暂时得以确立。在此背景下，精选个股顺势参与反弹行情，或许才是当务之急。

首先，“超跌”仍是抢反弹的主要线索。统计显示，底部反弹初期，超跌板块历来都能获得超额收益。以1664点为例，反弹的前三个交易日有色金属板块涨幅最大；向前追溯，有色金属板块自6124点至1664点期间，累计下跌85.31%，领跌23个申万一级行业。以此类推，本轮反弹以来涨幅较小的板块后续有可能获得补涨机会。而统计显示，本轮反弹中，银行、钢铁和交通运输板块涨幅较小，上周汽车股更接连出现大跌走势。分析人士指出，在市场强势反弹格局确立的背景下，这些板块的补涨需求将较为强烈。

其次，“紧盯”政策也是参与反弹的重要线索。在市场反转趋势尚未确立的背景下，二次“起跳”或仍以结构性的机会为主，指数的涨幅会相对较小。而近期“十二五”相关规划已相继出台，接下来相关产业规划也将密集出台，预计未来的市场热点可能会诞生于今年尚未正式发布的“十二五”规划中。根据申万研究所整理的一份今年尚未正式出炉的“十二五”规划资料，目前还有10多个规划正待公布，如全国节水灌溉“十二五”规划、生物质能源“十二五”发展规划及物联网“十二五”规划等。

再次，结合当前经济通胀双下的宏观大背景以及年底消费旺季的来临，白酒、餐饮及商贸等能嫁接成本压力的终端消费品将具备一定的投资机会。

2307点以来的第一次“起跳”，主要是基于国内政策微调信号的出现；随着财政及货币政策层面微调预期的逐渐明朗，股指两周内“跳”升逾200点。短暂休整一周、进行逾60点的回调“助跑”后，大盘又意欲以47点中阳发动二次“起跳”，毕竟首次“起跳”的积极因素还未发生显著变化。究竟二次“起跳”能“跳”多远，恐怕仍取决于A股的“内力”，尤其是后续政策松动的力度。



IC/新华社图片 合成/韩景丰

银行体系流动性将维持宽松

□本报记者 张勤峰

周一，7天回购利率进一步下移至3.3%，已进入机构预期的3%-3.5%目标区域。分析人士指出，年底前资金面存在一些不利因素，资金利率继续下行的空间或已有限。不过，在财政存款释放作用下，银行体系流动性将总体维持适度宽松状态。进一步，若非基本面显著恶化或资金面极端紧张，接下来货币政策还将继续以微调的方式渐进推进。

财政存款力保资金宽松

本周一，7天回购进一步降至3.3%，跌穿了上周3.5%一线的整理平台。月初以来，银行间市场资金面回暖已是不争的事实。然而，资金利率行至目前水平，能否进一步走低存在一定变数。

事实上，年底前流动性层面依然存在一些不利因素。首先，公开市场到期资金骤减。其次，新增外汇占款或因出口增长下滑与人民币升值预期弱化而大量减少。最后，明年春节前移，岁末考核与节日备付可能

产生叠加效应。

有鉴于此，资金利率下行的空间或已有限。中金公司最新研报表示，如果7天回购利率要下降至2.5%-3.0%，至少需要法定准备金率或1年定期存款利率出现下调。

与此同时，资金面重演去年年底极度紧张一幕的可能性也不大。往年经验表明，为使预算收支差额实现目标赤字，年底中央财政有“突击花钱”的惯例。财政部数据显示，今年前10月中央财政预算盈余约为1.33万亿。理论上讲，若严格执行7000亿预算赤字，11-12月财政净支出应达到2万亿。

从总量上看，若过万亿美元的财政存款顺利释放，即便考虑外汇占款与公开市场投放量显著下降，也足以支撑银行体系流动性维持适度宽松状态。

当然，财政存款的到账时间至为关键。如果财政存款释放过于滞后，则可能加剧资金面阶段性供需矛盾。不过，一些机构指出，考虑到经济下滑风险加大，今年财政存款投放可能提前。退一步，即便财政存款投放不畅，政策微调也将成为流动性维持平稳适度的保障。瑞银证券认为，如果外汇

流入显著放缓，未来资金面再度转紧，不排除央行通过下调存款准备金率来改善银行体系的流动性状况。中金公司预计，未来R007将继续运行于3%-3.5%之间。

政策全面放松时点未到

上周，10月经济物价数据公布，通胀回落、经济放缓的趋势得到进一步验证，货币政策放松预期增强。与此同时，央行在公开市场操作中动作频频，也迎合了市场对于政策松动的期待。

实际上，紧缩松动正在发生。借鉴上一轮政策放松的经验，2008年先后经历了由货币放贷到信贷放松的过程。目前来看，货币政策部分层面也正在经历这样的变化。上半年央行不遗余力地收紧货币，一方面通过冻结准备金收紧银行间体系资金，另一方面通过窗口指导对信贷进行严格控制。当前的操作则正好相反，一方面放松银行间市场资金面，另一方面对信贷进行适度宽松。

不过，目前政策面的变化仍限于“微调”范畴，谈及政策全面放松可能还为时尚早。分析人士指出，目前经济增长放缓，既

有内外需求下滑的影响，也包含着经济调整结构的因素。在外围经济缓慢复苏的基本格局下，中国经济“稳着陆”的风险并不大。另外，尽管通胀在数据层面显现出加速回落的势头，但是对于通胀风险依然不能掉以轻心。历史上四季度食品价格先跌后涨的特征明显，临近春节，食品价格上涨压力仍未明显消减。在这样的基本面组合下，货币政策尚不具备全面放松的条件，定向放松或总量微调手段更为合宜。申银万国等机构判断，短期内若非经济显著下滑，降息的情况还难以见到。

如前所述，如果年底财政存款投放不畅，在到期资金骤降、外汇占款趋减的背景下，资金紧张的确可能倒逼存准率全面或定向下调。不过，这只是“可能”。应该说，当前存准率的确有偏高之嫌，但也未到必须下调的境地。一方面，月初以来流动性总体宽松，即便有大行准备金补交，也未出现明显的波动；另一方面，相对于存贷比指标，准备金率也不是目前限制信贷放松的关键。多数机构预计，下调准备金率在短时期内还难以成行。

大盘以退为进 个股“假戏真做”

38只个股上周末跌至反弹起点

□本报记者 刘兴龙

股上周重挫11.39%。

景气度与高估值成压力

对于A股市场来说，上涨和下跌过程中个股出现分化十分常见，不过为什么38只股票在反弹和震荡期间都成为“输家”呢？

从特点来看，首先景气度成为了这些股票走弱的重要原因。统计显示，38只股票分别属于18个行业，其中化工行业有6家、房地产5家、交运设备5家，成为弱势股最集中的三个行业。近期受到全球经济增速放缓的影响，包括化工

产品在内的大宗商品价格大幅下跌，化工行业上市公司业绩由此蒙上了阴影。而在限购措施持续和购车优惠政策退出的背景下，房地产、交运设备行业景气度逐渐转弱。

其次，估值偏高也对这些股票的股价表现构成了压力。数据显示，26只属于沪市和深市主板股票，成为了弱势股的主体。剔除4只业绩亏损股票，其余22只股票中，动态市盈率高于主板平均水平的有18只，占据绝对多数。其中，*ST星美、商业城、博盈投资、ST中源、新都酒店和光电股份的动态

市盈率均超过100倍。

市场人士指出，由于货币紧缩的周期尚未结束，市场反弹期间的强势股仍以概念股和资金关注度高的个股为主，而行业景气度较差和投资风险较高的股票则鲜有人问津，这类股票容易出现涨慢跌快的弱势特征。展望后市，不论二次反弹能否顺利、反弹高度如何，未来能够跑赢市场的股票很可能依然集中在受益政策利好、业绩显著改善、估值具备安全边际的板块。

华能国际电力股份有限公司供应商数据库开放报名公告

华能国际电力股份有限公司(下称“华能国际”)是一家上海、香港、纽约三地上市公司，隶属中国华能集团公司，是中国华能集团公司常规火力发电业务的核心企业，其母公司中国华能集团公司2009年进入世界500强，2010年排名313位。华能国际及其附属公司在全国范围内开发、建设和经营管理大型发电厂，截至二零一一年六月三十日拥有权益发电装机容量51032.5兆瓦，可控发电装机容量54499兆瓦，公司境内电厂广泛分布在中国十八个省、市和自治区；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司，是中国最大的上市发电公司之一。

华能国际为加强企业供应链管理，满足电力行业招标采购工作对供应商管理的特殊性要求，与广大优秀企业建立长期稳定、合作共赢的战略协作关系，现通过华能国际电子商务平台面向社会所有潜在供应商开放报名。通过电子商务平台，目前华能国际管理的40多

家电厂均在平台实现采购，已办理平台注册认证的供应商近4000家。电子商务平台针对华能国际的管理制度及采购业务商务管理流程需求，具有招投标、询比价、目录采购、综合查询、供应商管理等多个功能模块。2008年8月，电子商务平台获得中国企业联合会组织举办的国家级第十五届全国企业管理现代化创新成果二等奖，2009年1月，获得中国电力企业联合会组织举办的电力行业企业管理现代化成果一等奖。

为进一步加强和优化企业供应链管理，华能国际已在华能国际电子商务平台上向所有潜在供应商开放报名，报名工作常年开放，近期将集中审批。报名请登陆华能国际电子商务平台(网址http://ecs.hpi.com.cn)，期待与您的合作。

特此公告。