

不知细叶谁裁出，二月春风似剪刀

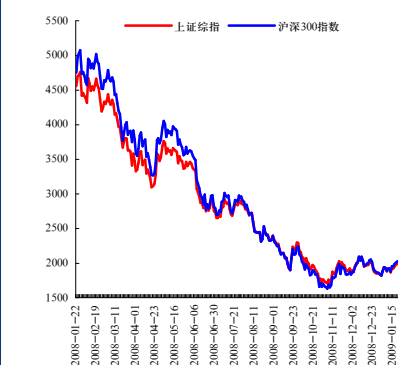
—2009 年 2 月投资策略报告

投资要点：

- ✧ 出口产品的结构出现了恶化，进一步巩固了出口下行的趋势，未来出口形势不容乐观。来料加工和进料加工为大部分沿海外向型企业的贸易方式，这两项进口大幅下滑暗示着这些外向型企业的经营发生了困难，失业率会有所上升。我们预计未来进口增速下降速度会放缓，出口增速下降会赶超进口增速，令贸易顺差减少。
- ✧ 有圣诞及元旦假期的 12 月份，社会消费品零售总额增速环比依然下降了 1.8 个百分点，为史上第三次，暗示了有效需求的不足。
- ✧ 货币供应量大幅增加，但 M1 和 M2 喇叭口放大，这是经济活动减速的印证。短期由于银行放贷迅猛，市场增加了流动性，经济活动看似受到了一定程度的刺激，但长期而言，这种投入效率不高的逆周期调控可能会令我们花费更大的代价来走出这次经济调整。
- ✧ 考虑到我国外汇储备比例及货币升值因素，“热钱”流出状况可能大于想象。2008 年 8 月到 11 月的热钱累计流出金额高达 2859 亿美元，随着新兴市场国家资金撤退及人民币资产吸引力下降，我们预计资金外逃现象将持续，这对包括股价和房价在内的资本品价格将产生不利影响。
- ✧ 我们预计 2 月指数将显著下跌，这种下跌源自市场上多数人对利空的麻木以及对数据的误读，盲目乐观地误判形势，节前指数拉高的势能将转变为节后下跌的动能，指数将向下很快地远离 2000 点一带高压区。

2009 年 1 月 22 日

52 周行情图



相关研究报告

《天门中断楚江开，碧水东流至此回》——2008年5月投资策略报告

《此情可待成追忆，只是当时已惘然》——2008 年下半年投资策略报告

《乱花渐欲迷人眼，浅草才能没马蹄》——2008 年后奥运深度策略报告

《欲渡黄河冰塞川，将登太行雪满山》——2009 年策略报告

《区间维稳过大年》——2009 年 1 月投资策略报告

联系方式

研究员： 郑旻
 电 话： 51097188-1823
 电 邮： zhengmin@gyzq.com.cn
 联系人： 朱厚中
 电 话： (86-21) 51097188-1853
 电 邮： zhuhouzhong@gyzq.com.cn
 地 址： 中国上海市浦东新区南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

一、宏观经济及金融数据.....	3
1、进出口快速下滑.....	3
2、内需进一步下滑.....	4
3、工业增加值出现反弹.....	4
4、PMI 指数偶然性反弹	5
5、通缩加剧	6
6、货币供应量大幅反弹.....	6
7、资金外流现象严重.....	8
二、2 月股市影响因素与策略.....	9
1、2 月股市的影响因素.....	9
1.1 政策扶持	9
1.2 资金面宽松	9
1.3 解禁股压力相对不大	10
1.4 宏观数据继续下行	10
1.5 微观恶化开始暴露	11
1.6 外围市场下跌	11
1.7 IPO 重启或创业板推出	11
2、2 月行情展望及操作策略.....	11
图 1：贸易顺差和进出口增速	4
图 2：PMI 指数	5
图 3：CPI 和 PPI.....	6
图 5：M0、M1 和 M2	7
图 6：贷款与喇叭口	8
图 7：货币供应量和指数.....	10
图 8：实际减持和上证综指的关系	10
表 1：部分产品出口数值.....	3
表 2：前 12 月工业增加值增速对比.....	4
表 3：近四个月 PMI 指数.....	6
表 5：M1 和 M2 的喇叭口放大.....	7
表 6：2008 年“热钱”统计	9
表 7：2 月扣除大非后的部分解禁股压力	12

一、宏观经济及金融数据

1、进出口快速下滑

出口趋势及出口结构恶化 12月出口负增长2.8%，比11月2.2%的负增长更厉害，这是从10月同比增长19.2%的速度上猛然下跌的，可见出口同比萎缩已成趋势。

表 1：部分产品出口数值

时间	机电产品月度出口值 (万美元)	高新技术产品月度出口值 (万美元)	成品油月度出口值 (万美元)	煤炭月度出口值 (万美元)
2008-01	6,214,958.00	3,009,351.00	84,529.10	40,566.40
2008-02	5,293,337.00	2,798,412.00	92,274.90	22,606.40
2008-03	6,618,993.00	3,466,555.00	90,321.00	13,068.00
2008-04	6,999,441.00	3,498,334.00	95,201.00	39,912.50
2008-05	6,921,501.00	3,401,583.00	122,518.00	51,825.80
2008-06	6,829,812.00	3,442,642.00	122,773.00	81,006.10
2008-07	7,542,102.00	3,723,803.00	149,993.00	59,442.80
2008-08	7,444,953.00	3,718,907.00	129,074.00	42,971.50
2008-09	7,834,581.00	4,021,912.00	132,866.00	26,974.50
2008-10	7,614,428.00	3,993,116.00	129,111.00	39,006.50
2008-11	6,818,392.30	3,491,993.50	97,429.50	40,361.10
2008-12	6,160,475.30	2,994,496.10	120,425.90	66,284.90

资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

从出口细项来看，出口比重最大的机电产品在2008年9月之后就呈现出口下降趋势，12月份的机电产品出口又减少了65.8亿美元，环比下降9.65%。同样的，出口第二大产品高新技术产品的月度出口数据显示，2008年9月之后出口也呈现下降态势，12月环比下降14.24%。而初级产品的出口却呈现一定增长，成品油12月出口环比增加23.6%，煤炭12月出口环比增加64.23%，出口产品的结构出现了恶化，进一步巩固了出口下行的趋势，未来出口形势不容乐观。

进口增速大幅下降 12月进口当月同比增长-21.3%，这是继11月第一次负增长为-17.9%之后，第二个月继续扩大负增长速度。

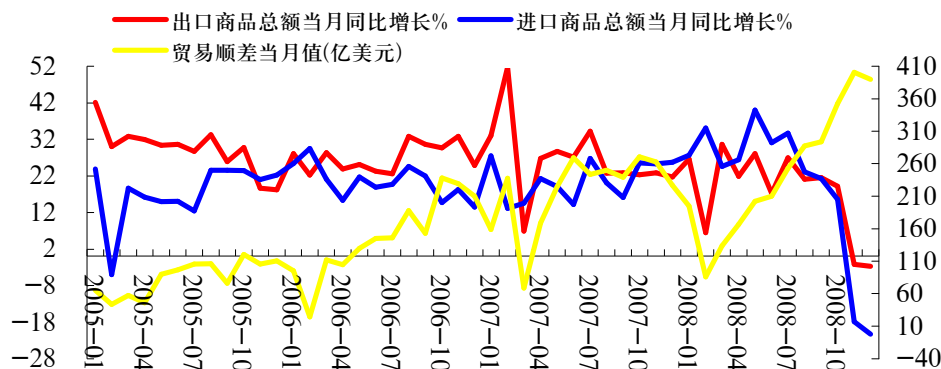
12月的进口商品总额为721.77亿美元，而其中进料加工为183.13亿美元，占四分之一。我们发现进料加工从9月开始直线下降，9月到12月的绝对值分别为282.72亿美元、260.68亿美元、201.69亿美元和183.13亿美元。同样，来料加工进口额也大幅下滑，从9月到12月分别为80.94亿美元、76.25亿美元、62.33亿美元和53.78亿美元。进料加工和来料加工在12月比11月减少的数值合计为27.11亿元，正好相当于进口总额环比减少的数字。

我们注意到来料加工和进料加工为大部分沿海外向型企业的贸易方式，这两项进口大幅下滑暗示着这些外向型企业的经营发生了困难，失业率会有所上升。

而且2008年下半年顺差逐步上升，即使12月比11月略有下跌到389.80亿美元，但这也处于历史上的高位区域。不过贸易顺差增加的原因是由于进口增速下降远高于出口增速下降导致的，我们预计这样的顺差高位运行并不会持久。

贸易顺差11月创400亿美元新高，原因在于进口增速远快于出口增速的下降。进口从2008年10月的同比上升15.6%到同比下降-17.9%，而出口增速从同期的19.2%下降到-2.2%，贸易顺差创历史新高并不可持续。由于资源禀赋缺乏，我们预计未来进口增速下降速度会放缓，出口增速下降会赶超进口增速，令贸易顺差减少。

图 1：贸易顺差和进出口增速



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

2、内需进一步下滑

社会消费品零售总额增速趋势性回落 由于居民对未来收入预期的下降，以及经济下滑带来居民即期收益的大幅减少，社会消费品零售总额在 9 月之后出现了增速拐点。9 月的增速为 23.2%，但 10 月和 11 月下降到了 22.0%和 20.8%，12 月更是跌到了 19%。

12 月零售数据环比下降 因 12 月有圣诞节和元旦两个节日，一般环比数据都会呈现上升。对比历史年份，我们发现从 1995 年至今，只有极个别年份的 12 月社会消费品零售总额出现环比下降的情况，例如 1997 年和 2001 年，这两者正好处于亚洲金融危机及纳斯达克泡沫崩溃事件发生的年底，接下来的社会消费品零售总额除在春节月份有所反弹之外，其余月份增速呈现稳步下跌。

由于目前所处的通缩阶段与 1997 年及 2001 年 12 月后状况比较类似，我们预计 2009 年 1 月社会消费品零售总额或略有反弹到 20%左右，2 月开始会跌到 18%左右。

3、工业增加值出现反弹

财政刺激工业增加值反弹 2008 年 12 月全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）增加值同比增长 5.7%，比上年同期回落 11.7 个百分点。

工业增加值出现了反弹，与扩张的财政政策密不可分，4 季度财政预算支出多增 1000 亿元，这些投入明显地发挥了作用，撬动了工业增加值和 GDP 的回升。

表 2：前 12 月工业增加值增速对比

时间	工业增加值增速%	时间	工业增加值增速%
2007 年 1 月	24.4	2008 年 1 月	15.4
2007 年 2 月	12.6	2008 年 2 月	15.4
2007 年 3 月	17.6	2008 年 3 月	17.8
2007 年 4 月	17.4	2008 年 4 月	15.7
2007 年 5 月	18.1	2008 年 5 月	16
2007 年 6 月	19.4	2008 年 6 月	16
2007 年 7 月	18.0	2008 年 7 月	14.7
2007 年 8 月	17.5	2008 年 8 月	12.8
2007 年 9 月	18.9	2008 年 9 月	11.4
2007 年 10 月	17.9	2008 年 10 月	8.2
2007 年 11 月	17.3	2008 年 11 月	5.4
2007 年 12 月	17.4	2008 年 12 月	5.7

资料来源：国家统计局、国元证券研究中心

但是，即便工业增加值反弹，也仅有 5.7%的增幅，而在历史上非春节月的最困难时期是 1999 年 10 月，也仅跌到 7%的水平，可见当前经济仍处于历史低位。一般有春节长假的月份，工业增加值单月都会大幅下降，我们预计 2009 年 1 月工业增加值将回落到 2%至

3%的水平。

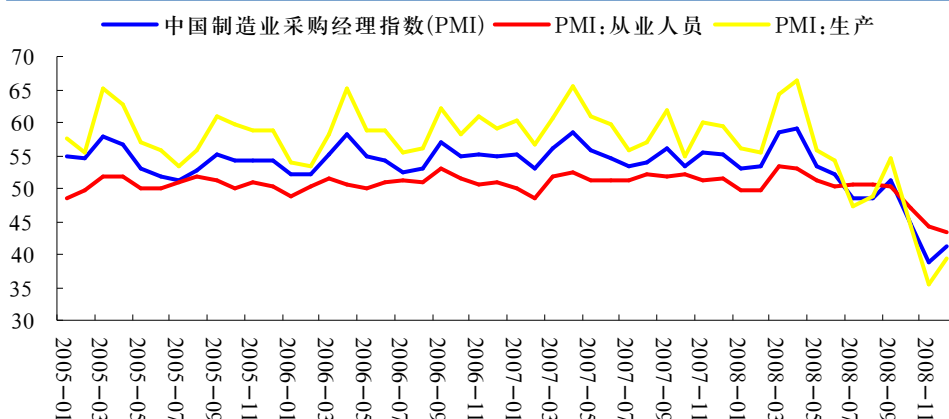
4、PMI 指数偶然性反弹

PMI 指数略现回升 同 11 月相比，12 个指数中，只有积压订单指数、产成品库存指数、从业人员指数、供应商配送时间指数下降，其余指数均有所回升。其中，生产指数、新订单指数、购进价格指数升势较为明显，升幅分别为 3.9、5.0 和 6.1 个百分点。虽然有所回升，但由于之前回落较多，除供应商配送时间指数略高于 50%以外，其余各项指数均低于 50%，尤其以新出口订单指数为最低，只有 30.7%。

2008 年 12 月 20 个行业中，只有饮料制造业、医药制造业 2 个行业高于 50%，其余 18 个行业均低于 50%，其中非金属矿物制品业、化纤制造及橡胶塑料制品业、交通运输设备制造业、金属制品业、木材加工及家具制造业等 10 个行业不足 40%。

PMI 指数在 50 以下，表明经济仍处于萧条区。

图 2：PMI 指数



资料来源：Wind 资讯、国元证券研究中心

PMI 指数反弹有一定偶然性 尽管 12 月的 PMI 指数略有反弹，但这并不能说明问题。一方面这是因为年底之前圣诞和元旦的集中假日导致居民突击消费，令商家订单有一定回升态势。据商务部监测，元旦节日期间全国千家核心商业企业实现零售额 125 亿元，较去年同期增长 13%。而我们认为这是由于金融危机对实体经济冲击进而导致消费信心下降会有一个滞后的过程，且这次元旦各商家促销力度前所未有地加大，商业毛利率下降，这种扩张模式也难以持久。

另一方面，我们发现 PMI 指数在下降的过程中也间或会出现小反弹，例如 2008 年 8 月 PMI 指数已跌进 50 的萧条区，跌至 48.4 的低点，但奥运过后部分厂家开始恢复生产，令 9 月 PMI 指数回弹到了 51.2，但 10 月立即跌至 44.6 的新低。因此我们认为 12 月 PMI 指数的反弹有一定偶然因素，不能代表趋势的反转。

而且 PMI 各 12 项指数中，凡绝对值在 40 以下的都出现一定程度的回升，40 以上的却出现了下跌，这意味着本次 PMI 指数整体反弹有一定的超跌因素，经验表明这种超跌将等自然反弹过后仍有新低。

关注 PMI 从业人员指数 令我们感觉不安的是 PMI 从业人员指数，从 2008 年 9 月的 50.3 一路下行到 43.3，创出有 2005 年 1 月有记录以来的新低，这说明了就业形势的严峻。尽管一季度公布一次的城镇失业率数据显示，截止到 2008 年第三季度，失业率连续 5 个季度维持在 4%的水平，但 PMI 中的从业人员指数从 2008 年 3 月的 53.4 一路回落到年底的 43.3。我们认为当前经济最大的矛盾就是生产过剩和有效需求不足的矛盾，而失业率上升对有效需求的拉动有一定抑制作用。更令人担忧的是，我们了解到目前工厂开工率不足，不少企业都采取让员工自动休假的方法暂时应付多余的劳动力，但春节过后这些隐性失业问题都会暴露出来，届时会引起更大的需求下降和生产能力放空现象。

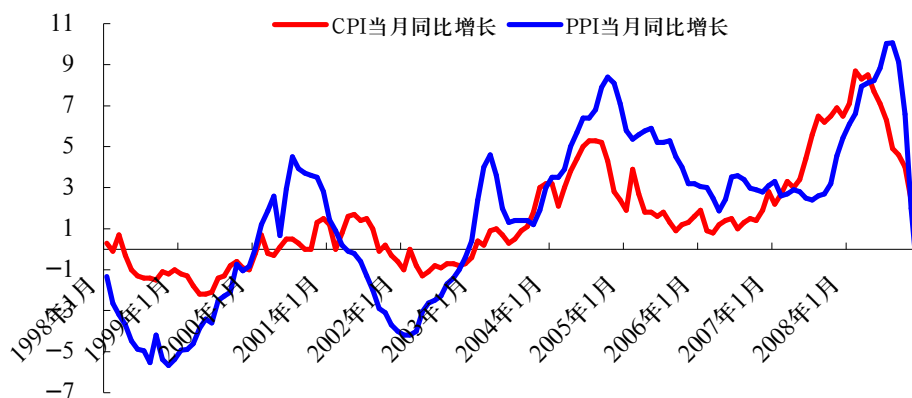
表 3：近四个月 PMI 指数

PMI	2008-9	2008-10	2008-11	2008-12
PMI 指数	51.2	44.6	38.8	41.2
PMI 生产	54.6	44.3	35.5	39.4
PMI 新订单	51.3	41.7	32.3	37.3
PMI 新出口订单	48.8	41.4	29.0	30.7
PMI 积压订单	47.3	40.7	36.0	35.8
PMI 产成品库存	50.5	51.4	50.8	44.7
PMI 采购量	50.8	42.4	34.2	36.2
PMI 进口	46.4	39.4	32.2	33.3
PMI 购进价格	44.7	32.3	26.6	32.7
PMI 原材料库存	47.5	42.6	39.5	40.6
PMI 从业人员	50.3	47.0	44.3	43.3
PMI 供货商配送时间	50.8	50.8	50.7	50.4

5、通缩加剧

CPI 和 PPI 双双回落 2008 年 12 月的 CPI 回落到 1.2%，PPI 则跌到-1.1%的水平。

图 3：CPI 和 PPI



资料来源：Wind 资讯、国元证券研究中心

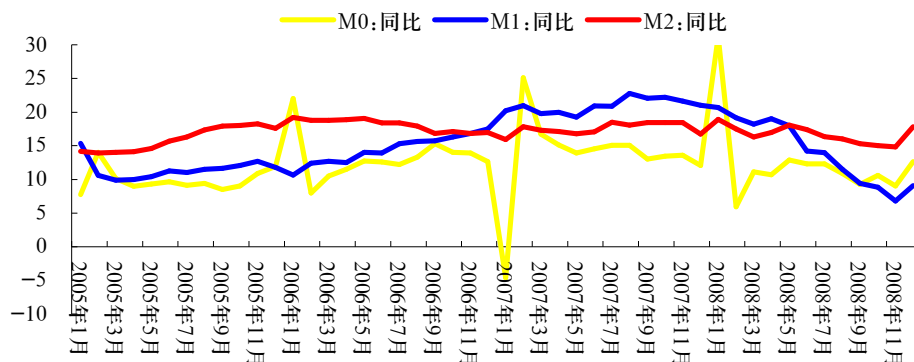
从历史上来看，PPI 回落到 CPI 之下且为负数的有两个阶段，分别为 1998 年到 2000 年，2001 年到 2003 年，都是通货紧缩的年份，PPI 再次回升到 CPI 之上经历了两到三年的时间，而当前 PPI 刚向下刺穿 CPI 落到负值，需要较长的时间走出底部。PPI 同比负增长表明工业品出厂价格同比下跌，预示着工业企业收入下降，而眼下还看不到这一症状有缓解的迹象。

从 CPI 公布的情况来看，2009 年至少上半年翘尾因素都是负数，这将导致 1 月和 2 月，CPI 指数进一步下跌。

6、货币供应量大幅反弹

M1 和 M2 喇叭口扩大 2008 年 12 月末，广义货币供应量 M2 余额为 47.52 万亿元，同比增长 17.82%，增幅比上年末高 1.08 个百分点，比上月末高 3.02 个百分点；狭义货币供应量 M1 余额为 16.62 万亿元，同比增长 9.06%，增幅比上年末低 11.99 个百分点，比上月末高 2.26 个百分点；市场货币流通量 M0 余额为 3.42 万亿元，同比增长 12.65%。全年累计净投放现金 3844 亿元，同比多投放 541 亿元。

图 4: M0、M1 和 M2



资料来源: Wind 资讯、国元证券投资研究中心

我们发现, 尽管货币供应量大幅度反弹, 但 M1 和 M2 的喇叭口却越来越大, 11 月为 8 个百分点, 而到 12 月就上升到了 8.76 个百分点。M1 为流通中的现金加活期储蓄存款, 而 M2 的定义为 M1 再加储蓄存款, 当 M2 增速远大于 M1 的时候, 显示了居民和企业存款定期化的趋势, 也就表明居民和企业的投资意愿不足, 对资本品的价格会有明显的压制作用。相反, 在牛市里, M1 增长的速度往往会超过 M2, 表明储蓄存款有被取出投资的趋势。因此, 对资本市场价格的判断, 不仅要关注 M2 反弹的速度, 更要关注喇叭口是否有缩小趋势, 当前这种喇叭口放大的趋势显然是经济活动减速的印证。

表 4: M1 和 M2 的喇叭口放大

时间	M1:同比	M2:同比	M1 和 M2 的喇叭口
2007-11	21.67	18.45	-3.22
2007-12	21.01	16.72	-4.29
2008-01	20.72	18.94	-1.78
2008-02	19.20	17.48	-1.72
2008-03	18.25	16.29	-1.96
2008-04	19.05	16.94	-2.11
2008-05	17.93	18.07	0.14
2008-06	14.19	17.37	3.18
2008-07	13.96	16.35	2.39
2008-08	11.48	16.00	4.52
2008-09	9.43	15.29	5.86
2008-10	8.85	15.02	6.17
2008-11	6.80	14.80	8.00
2008-12	9.06	17.82	8.76

资料来源: 国家统计局、国元证券研究中心

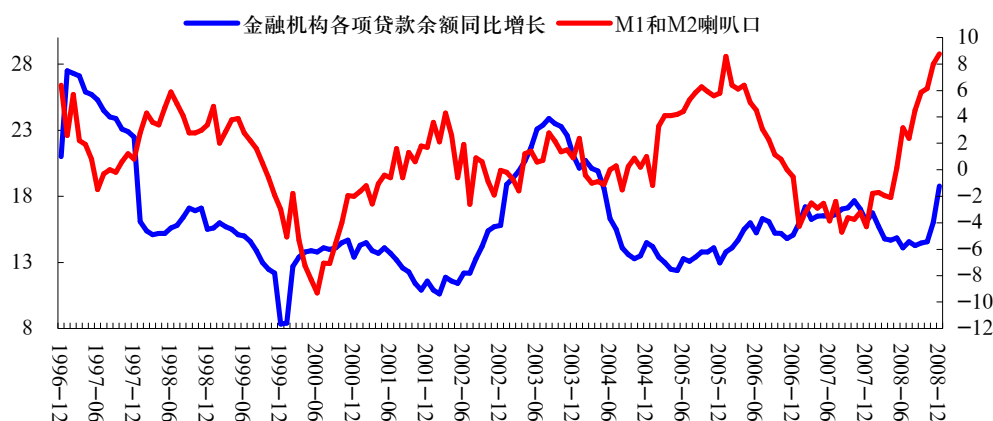
贷款增加的背景 2008 年 12 月末, 金融机构本外币各项贷款余额为 32.01 万亿元, 按可比口径同比增长 17.95%。人民币各项贷款余额 30.35 万亿元, 按可比口径同比增长 18.76%, 增幅比上年末高 2.66 个百分点。全年人民币贷款按可比口径增加 4.91 万亿元, 同比多增 1.28 万亿元。分部门情况看: 居民户贷款增加 7010 亿元, 其中, 短期贷款增加 2907 亿元, 中长期贷款增加 4103 亿元; 非金融性公司及其他部门贷款增加 4.21 万亿元, 其中, 短期贷款增加 1.33 万亿, 票据融资增加 6461 亿元, 中长期贷款增加 2.11 万亿元。12 月份人民币贷款增加 7718 亿元, 同比多增 7233 亿元。

贷款大幅度增加的原因一般有以下两种: 第一种是经济活动复苏, 企业和微观经济体对资金的需求旺盛, 此时贷款利率走高, 贷款额度会增加。而第二种贷款增加的原因是央行在经济下行周期, 使用逆周期调控手段, 通过窗口指导大幅放贷, 导致贷款快速增加。

但 M1 和 M2 的喇叭口目前正在扩大，经济活动频率下降，企业和居民投资意愿都不强，这说明当前贷款增加属于第二种状况。

这次由窗口指导引发的贷款增加，对经济的影响将有两种可能性：第一种是将货币投放到回报率高的项目中，银行获得稳定的高收益；第二种是商业银行重新扮演昔日专业银行的角色，因项目难产生效益而变坏帐，此时要小心银行股的风险。从上述分析来看，我们认为第二种状况发生的概率较大，即**短期由于银行放贷迅猛，市场增加了流动性，经济活动看似受到了一定程度的刺激，但长期而言，这种投入效率不高的逆周期调控可能会令我们花费更大的代价来走出这次经济调整。**

图 5：贷款与喇叭口



资料来源：Wind 资讯，国元证券投资研究中心

如图 2 所示，当贷款增加时，喇叭口未扩大的情况下，贷款所获得的效益会比较高，例如 2002 年贷款增速开始走高，属上文所说的第一种贷款增加的情况，即经济活动复苏，企业和微观经济体对资金的需求旺盛，此时贷款利率走高，贷款额度亦会增加，那时的喇叭口是不扩大的，与当前格局有本质的不同。

存款增加、利率下降 2008 年 12 月末，金融机构本外币各项存款余额为 47.84 万亿元，同比增长 19.30%。人民币各项存款余额 46.62 万亿元，同比增长 19.73%。全年人民币各项存款增加 7.69 万亿元，同比多增 2.3 万亿元。其中：居民户存款增加 4.63 万亿元，非金融性公司存款增加 2.87 万亿元，财政存款增加 269 亿元。

12 月份人民币各项存款增加 3834 亿元，同比少增 30 亿元。我们发现这是来自财政存款余额的减少，11 月的财政存款余额为 28443 亿元，而 12 月就减少到了 18040 亿元，减少了 10403 亿元。财政存款的减少是因实施扩张的财政政策，反而加剧我们对财政政策实施空间的担忧。而其他微观经济体相当于在 12 月里多增了 1 万多亿存款，存款定期化趋势得到印证。

12 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 1.24%，比去年同期低 0.85 个百分点，比上月低 1.06 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 1.22%，比去年同期低 1.57 个百分点，比上月低 1.06 个百分点。

存款增加，利率下降，表明经济活动频率下降，市场流动性异常充沛，这种情况对银行是不利的。加之上文已论述银行将大量贷款投入低效项目中，短期或可以对股价形成刺激，长期有形成坏帐的风险。

7、资金外流现象严重

2008 年下半年热钱逃离迹象明显 一般意义上，我们将外汇储备增加的数值减去直接投资和贸易顺差，得到的“无法解释的外汇”额，称之为“热钱”。从统计数据可见，“热钱”从 2008 年 8 月开始呈现明显流出迹象。考虑到我国外汇储备的结构中有 70%是美元资产，另 20%是欧元资产，我们将外汇按权重乘名义有效汇率，计算出的“热钱”撤离量显得更为惊人。

表 5：2008 年“热钱”统计

时间	外汇储备(亿美元)	美元名义有效汇率指数	欧元名义有效汇率指数	热钱(亿美元)
2008-01	15,898.10	82.75	133.32	382.17
2008-02	16,471.34	82.11	133.05	510.85
2008-03	16,821.77	80.28	136.77	288.32
2008-04	17,566.55	80.06	138.42	493.69
2008-05	17,969.61	80.39	137.54	95.01
2008-06	18,088.28	80.67	137.46	-229.15
2008-07	18,451.64	80.01	137.82	121.30
2008-08	18,841.53	82.17	134.58	-229.10
2008-09	19,055.85	84.19	132.78	-419.58
2008-10	18,796.88	89.85	129.34	-1476.62
2008-11	18,847.17	92.31	128.29	-733.55
2008-12	19,460.30	91.14	134.30	154.18

惊现单月千亿美元流出 根据我们的统计，从 2002 年有历史数据以来，从未见过持续 3 个月以上，400 亿美元以上的实际外汇流出状况，尽管 11 月有汇金对农行注资 190 亿美元的因素，但相比 10 月流出 1400 多亿美元而言，这个影响因素已不算什么。

12 月为偶然反弹 而 12 月名义外汇储备突然猛增，导致该月计算出的实际“热钱”为净流入方向。但是，我们认为突然巨额增加的外汇储备，可能产生于商业银行与央行之间的人民币掉期交易，从而表现为央行回笼货币释放外汇，导致外汇储备突然单月猛增，这并非资金重新回流的征兆。当然，由于央行这方面的数据非常不透明，实际情况和趋势如何，我们仍需过几个月来验证。

4 个月共流出 2859 亿美元 2008 年 8 月到 11 月的热钱累计流出金额高达 2859 亿美元，随着新兴市场国家资金撤退及人民币资产吸引力下降，我们预计资金外逃现象将持续，这对包括股价和房价在内的资本品价格将产生不利影响。

二、2 月股市影响因素与策略

1、2 月股市的影响因素

对 2 月股市行情而言，利多和利空因素交织在一起，利多因素为：政策扶持、资金面宽松、解禁股压力相对不大；利空因素为：宏观数据继续下行、微观恶化开始暴露、外围市场下跌、IPO 重启或创业板推出。下面就以上内容一一分析如下：

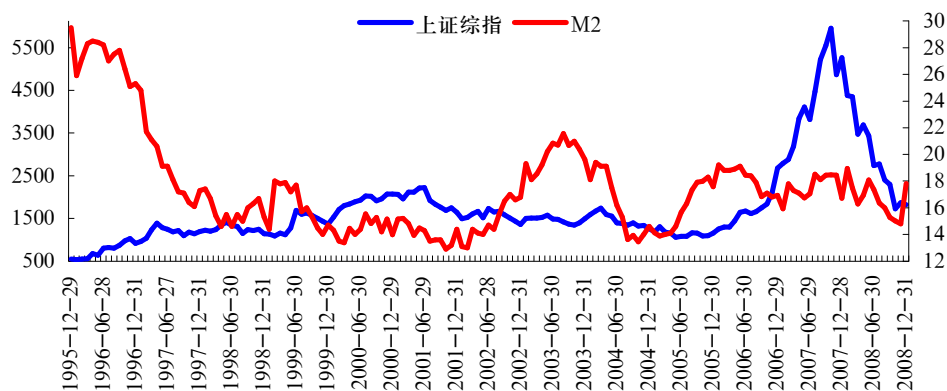
1.1 政策扶持

诚然，中国股市是个政策市，政策做多股市的意愿在 2008 年开始已表露无疑。一旦股指出现下跌，不排除政府继续使用一些超常规的政策调控手段来刺激股市。但一方面可用的政策越来越少，目前可想象到的经济政策是：对某行业的振兴计划、降息和降存款准备金率、发放消费券或其他刺激消费政策；对股市的政策是：融资融券推出等已有预期的利好。我们认为，一方面政策很难起到真正扭转趋势的作用，另一方面政策效用无论在经济运动中还是在股市上对人气刺激作用都会逐步递减。

1.2 资金面宽松

除政策之外，资金面宽松是对多方最有利的支持。从实证角度看，货币供应大增并不会给指数带来上涨，例如 2002 年 7 月到 2003 年 8 月，M2 从增速 14.4% 到 21.55%，上证综合指数却从 1651 点跌到 1421 点。但是货币供应量从 2004 年 3 月的增速 19.1% 下降到 2005 年 1 月的 14.13%，上证综指从 1741 点跌到了 1191 点。以上两个实例表明：由于货币传导机制不畅以及资本市场内生性缺陷，货币供应量减少，指数一定下跌；货币供应量增加，指数不一定上涨。

图 6：货币供应量和指数



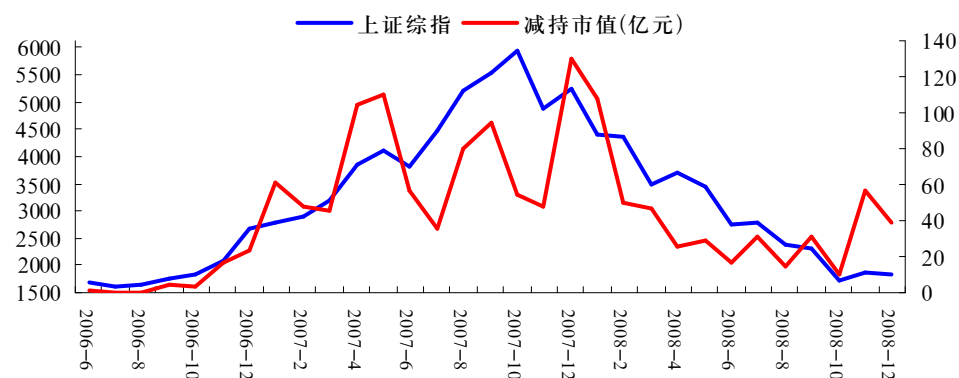
资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

1.3 解禁股压力相对不大

相对 3 月之后即将上升到月解禁股份 250 亿股左右的数字来说, 2 月的解禁股为 174 亿股, 比 1 月的 127 亿股略大, 但相对后几个月来说算是比较少的。

根据我们的统计, 实际减持额与上证综合指数有很明显的正相关关系。

图 7：实际减持和上证综指的关系



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

人的认知程度影响实际减持 从统计图上可看到这样三点：第一，阶段性减持峰值往往滞后指数峰值，这是因为人的认知有一定的延迟性，而指数头部出现后的减持将进一步推动指数下跌；第二，指数急跌时减持数减少快于指数跌幅，这是因为人的惯性思维和惜售心理，暂时无法认同当前点位减少卖压；第三，一旦反弹，实际减持额快速增加，这是因为人的认识随着环境变化而改变，参与者直面惨淡的现实，当前点位和下跌趋势已得到认同。

2008 年 10 月，指数跌到相对低点，当月实际减持仅为 1.57 亿股，11 月和 12 月分别实际减持了 4.41 亿股和 5.2 亿股，哪怕指数不再向上反弹，解禁股持有人因认识到现状而加大抛售力度，解禁股压力始终是制约 2009 年反弹高度的一股重要力量。

状态和人气接近 2007 年 10 月 但最近市场有一个新情况：海通证券 12 月 29 日有 20.7 亿股解禁股流通，中国太保在 12 月 25 日有 15.8 亿股解禁股流通，后市两者均呈现放量走高现象，市场惊呼“大小非是纸老虎”，而我们认为下此结论为时过早。

2008 年 10 月 15 日，中国石化发布公告称下一个交易日将有 49 亿股限售股解禁，当日该股涨停，且短短 16 个交易日从 22 元上涨到 29 元，当时市场舆论也一致认为“大小非是纸老虎”。当时的市场氛围与当前极象，尽管整体股价下跌很多，但由于企业业绩下滑，绝对估值并未下降，且相对估值从全球角度看依然是最高的。

1.4 宏观数据继续下行

这是制约 2009 年行情的最根本因素，正如上文所分析的那样，尽管 2008 年 12 月的收官

数据呈现一定的反弹，但我们当前面临的最大问题是过剩的产能和有效需求不足之间的矛盾，在无内生性经济增长因素出现之前，宏观经济数据很难出现向上的拐点。当前市场对“去库存化”相对乐观，钢材涨价、BDI 反弹，部分企业补原材料库存导致近三个月股市发生较大反弹。但我们的观点认为，短期库存下降过快节前出现补货现象实属正常，节后能否持续要看是否有源源不断的新订单。而**外围市场依然严峻，国内需求不足，新订单将同比大幅下降，不排除春节之后，刚上涨的原材料价格继续下跌**。因此，我们认为当前市场对宏观经济情绪颇为乐观，对数据解读有所偏差，这对节后真实数据出笼后的股价走势很不利。

1.5 微观恶化开始暴露

尽管宏观数据早已下行，但微观企业的业绩暂时还没有披露。从 2008 年披露的三季度报表来看，全部上市公司归属母公司股东的净利润为 7815 亿元，比 2007 年三季度的 7039 亿元仍增加 11%。**宏观数据在 10 月之后突然急转直下，改变了下降的速率，对微观经济实体的影响尚未体现出来**。而目前普遍观点是：均认为公司业绩下降在预料之中，但我们觉得 2009 年公司业绩下降的幅度可能出人意料。

2008 年三季度有同比数据的 1607 家公司，经营活动现金流量为 3406 亿元，而 2007 年三季度为 5987 亿元，下降了 2581 亿元，同比降幅高达 43%，这是上市公司业绩恶化的最好证明，该数据每次都比净利润更早地反映问题。随着年报逐步披露，我们认为要警惕微观经济数据的恶化状况和趋势。

1.6 外围市场下跌

人为力量最终无法扭转趋势 最近外围市场跌幅巨大，而 A 股始终能保持挺立不跌的态势，其实正好符合我们 1 月的策略观点——《区间维稳过大年》。所谓的“维稳”，是以人为的力量使指数在某一相对高位震荡不跌，但历史一次次地告诉我们，人为力量最终斗不过市场趋势，2008 年 8 月之后的行情可作最好的印证。A 股能走出独立的强势行情不仅不是我们应自豪的，反而应引起足够的担心：这使本来已为世界上最昂贵的 A 股市场估值水平进一步提高，未来的价值回归过程将更痛苦和漫长。我们预计春节休市期间，周边市场将出现新低行情。当外围市场盘跌或许 A 股仍能硬挺，而一旦大部分市场的指数开始创出阶段新低，A 股将迎来一轮恐慌性的补跌，此时任何人为的力量都会在市场趋势面前显得很渺小。

1.7 IPO 重启或创业板推出

市场目前依然比较低迷，我们预料 IPO 重启及创业板在 2 月推出的概率并不大。不过仍要提防这样的风声，一旦有关于这两条消息的实质性内容，仍会给市场带来人气的打击。

2、2 月行情展望及操作策略

1 月的“维稳”行情将指数拉到无论相对还是绝对估值都很高的位置上，2 月指数下跌就将成为大概率事件。如上文所述，**下跌的动能来自以下三方面：第一是国际股市在长假期间的新低走势形成补跌；第二是银行、石化等被高估的权重板块完成“维稳”任务之后的价值回归；第三是逐步披露的微观数据开始影响人们的心理**。在以上三点的综合作用下，2 月股指不容乐观。

当前对市场最大的不利因素有两条：一是对经济数据过份乐观的误读，二是银行作为最后一个周期性板块，真正调整尚未来临，12 月贷款猛增的数据令很多基金开始翻多，一旦银行基本面开始向实际靠拢，这些权重股将对未来指数不利。

我们预计 2 月指数将显著下跌，这种下跌源自市场上多数人对利空的麻木以及对数据的误读，盲目乐观地误判形势，节前指数拉高的势能将转变为节后下跌的动能，指数将向下很快地远离 2000 点一带高压区。我们始终强调：2009 年最大的机会来自波段操作，只有当系统性风险短期释放到极致时才是最好的入场机会，如能做到回避掉 2009 年快速下跌的那几段行情，就可基本获得正收益，我们预计 2 月就将产生快速下跌，操作上整体应以回避为主，尤其对“维稳”期间使用的拉指数工具——金融、石化等大盘股，要加

倍小心。

表 6：2 月扣除大非后的部分解禁股压力

股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	流通股份类型
600158.SH	中体产业	2009-02-01	8035.575	64021.2111
000591.SZ	桐君阁	2009-02-01	980.825	10841.0615
002211.SZ	宏达新材	2009-02-02	1689.2855	7789.1955
002212.SZ	南洋股份	2009-02-02	22.6	3822.6
002213.SZ	特尔佳	2009-02-02	2387	4987
600109.SH	国金证券	2009-02-02	5644.332	13382.8414
600227.SH	赤天化	2009-02-02	3058.1134	20500.4295
600547.SH	山东黄金	2009-02-02	1788	17298
600645.SH	ST 望春花	2009-02-02	1664.1427	22822.7711
600721.SH	ST 百花	2009-02-02	2485.2896	7609.2884
600888.SH	新疆众和	2009-02-02	4400	20930.9432
600617.SH	联华合纤	2009-02-05	611.4935	6026.9297
000096.SZ	广聚能源	2009-02-06	19697.1468	47354.1248
000839.SZ	中信国安	2009-02-06	64939.5338	151947.943
000708.SZ	大冶特钢	2009-02-07	26123.848	44712.6428
000876.SZ	新希望	2009-02-07	34577.712	75617.8176
000919.SZ	金陵药业	2009-02-07	9414.0635	28523.56
600003.SH	ST 东北高	2009-02-08	18198	76296
600612.SH	中国铅笔	2009-02-08	1384.7867	7828.6614
000787.SZ	*ST 创智	2009-02-09	2526	37183.548
600234.SH	ST 天龙	2009-02-09	1446.042	11557.092
600266.SH	北京城建	2009-02-09	33150	72100
600985.SH	雷鸣科化	2009-02-09	450	5963.8399
000762.SZ	西藏矿业	2009-02-10	3334.0468	26623.4393
000826.SZ	合加资源	2009-02-10	16764.3333	40048.614
600232.SH	金鹰股份	2009-02-10	1422.5372	17006.8339
600791.SH	京能置业	2009-02-10	1544.4	26254.4053
000779.SZ	ST 派神	2009-02-12	932.2051	16943.5577
600459.SH	贵研铂业	2009-02-12	1117.35	7740.85
000048.SZ	ST 康达尔	2009-02-13	13621.2669	37984.7439
000156.SZ	*ST 嘉瑞	2009-02-13	1636.1213	10202.0304
000951.SZ	中国重汽	2009-02-13	1650.8375	16843.9541
600650.SH	锦江投资	2009-02-13	2758.0505	23313.4625
600701.SH	工大高新	2009-02-13	2880.0001	41242.1033
000550.SZ	江铃汽车	2009-02-14	26785.46	51569.6455
000597.SZ	东北制药	2009-02-14	11467.5282	28462.8137
000610.SZ	西安旅游	2009-02-14	5420.8321	19298.6058
000960.SZ	锡业股份	2009-02-14	1288.4544	32791.0586
600208.SH	新湖中宝	2009-02-14	8431.8784	70985.0115
600592.SH	龙溪股份	2009-02-14	2658.36	20583.36
000533.SZ	万家乐	2009-02-15	5756.8	40015.5964
000615.SZ	湖北金环	2009-02-15	2375.5733	17401.5823
000673.SZ	ST 大水	2009-02-15	1040.4	10647.3862

600139.SH	ST 绵高	2009-02-15	1000	5765.373
600238.SH	海南椰岛	2009-02-15	830	15301.6147
600248.SH	ST 化建	2009-02-15	510.8	9462.2
600971.SH	恒源煤电	2009-02-15	942	9317.9178
000567.SZ	海德股份	2009-02-16	3376.8137	15033.434
600107.SH	美尔雅	2009-02-16	40.6345	26911.7607
600138.SH	中青旅	2009-02-16	6878.8816	40170
600186.SH	莲花味精	2009-02-16	11590.5843	93661.4897
600477.SH	杭萧钢构	2009-02-16	3642.7634	14202.7634
600648.SH	外高桥	2009-02-16	41720.8	54450
600679.SH	金山开发	2009-02-16	1768.0983	11790.7773
600054.SH	黄山旅游	2009-02-17	2271.75	14033.75
000429.SZ	粤高速 A	2009-02-17	43124.8891	89081.5261
600482.SH	风帆股份	2009-02-17	1680.4066	29503.1174
002214.SZ	大立科技	2009-02-18	3585.49	6085.49
002215.SZ	诺普信	2009-02-18	2537.6	6437.6
000667.SZ	名流置业	2009-02-20	30910.8229	133636.6997
000790.SZ	华神集团	2009-02-20	3807.2182	16149.7512
002217.SZ	联合化工	2009-02-20	7899.3144	11619.3144
600565.SH	迪马股份	2009-02-20	1600	26387.2
600223.SH	ST 万杰	2009-02-22	2681.25	32410.625
000524.SZ	东方宾馆	2009-02-22	2696.7374	18459.232
000601.SZ	韶能股份	2009-02-23	1334.6131	78168.1482
000768.SZ	西飞国际	2009-02-25	12950	54601.6108
000584.SZ	舒卡股份	2009-02-25	6300	29735.7306
000637.SZ	茂化实华	2009-02-25	7356.6663	27910.7972
600101.SH	明星电力	2009-02-26	438.1605	25910.898
000793.SZ	华闻传媒	2009-02-27	6429.9441	123370.093
600588.SH	用友软件	2009-02-28	12074.4	45731.832
000417.SZ	合肥百货	2009-02-28	11387.2703	36671.5909
000040.SZ	深鸿基	2009-02-28	1487.126	43452.3215

国元证券研究中心投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券研究中心所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn