

“一月效应”激荡二月市场

——A股2月策略报告

月报

策略研究

2009 年 2 月 10 日

- 一月 A 股涨幅位列全球榜首，市场认为宏观政策层面持续偏暖以及资金层面相对充裕是市场延续升势的关键。
- 而从我国实证研究来看，一月良好的走势，以及历史的规律证明，“一月效应”在我国依然成立，这同样将有助于市场信心的恢复。
- 从弹性理论来看待市场热点的切换，一方面能够得出，高 BETA 值个股受追捧凸显了市场反弹的资金驱动特征，另一方面也表明市场将进入到弹性中等的中盘股的补涨上来，尽管市场随时有望展开技术上的整理，但似乎反弹并未结束。
- 未来我们对于 IPO 是否重新开闸、不佳年报是否最终传递到市场中来形成负面压力，以及“两会”召开敏感时点前后市场走势等问题加以特别关注。
- 整体判断，我们认为“一月效应”的良好反馈会激荡二月市场的整体走势，虽然负面消息有所涌现，但市场整体仍会维持宽幅横盘震荡的走势，投资方向来看，通过技术面进行选股，特别针对于底部形态良好，累计涨幅不高，有补涨需求的中盘股更值得投资者关注。

分析师

刘佳章

Tel. : 010-59355919

Email: liujz@chinans.com.cn

相关研究

《2008 年下半年投资策略报告》，2008 年 6 月

1月，沪指涨幅9.33%，收盘于1990.66点；深成指涨幅8.17%，收盘于7015.24点，A股市场成为当月全球股票市场涨幅第一。

而A股市场之所以走出如此超出预期的走势，市场一般评论认为如下几个因素是：

一、石化、纺织、装备等产业振兴政策的接连密集出台，继续维持继去年11月反弹以来的良好宏观气氛。

二、市场资金充裕，整体上呈现出资金驱动型反弹特征，具体表现如下：

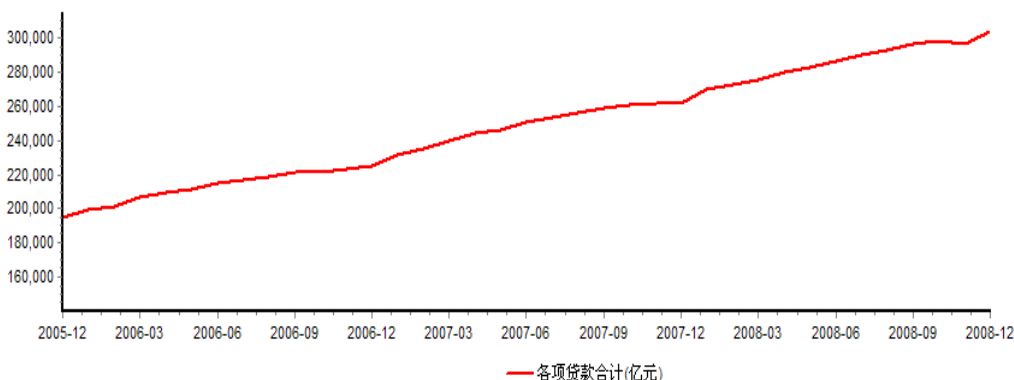
(1) M1、M2 增速反弹：



数据来源：Wind资讯

M1、M2 都出现增速反弹迹象，其中12月M1、M2同比增速为-56.88%和6.58%，环比增长33.24%和20.41%。而由于预期随着1月份信贷投放大幅增加，该两项数据还将进一步提升。

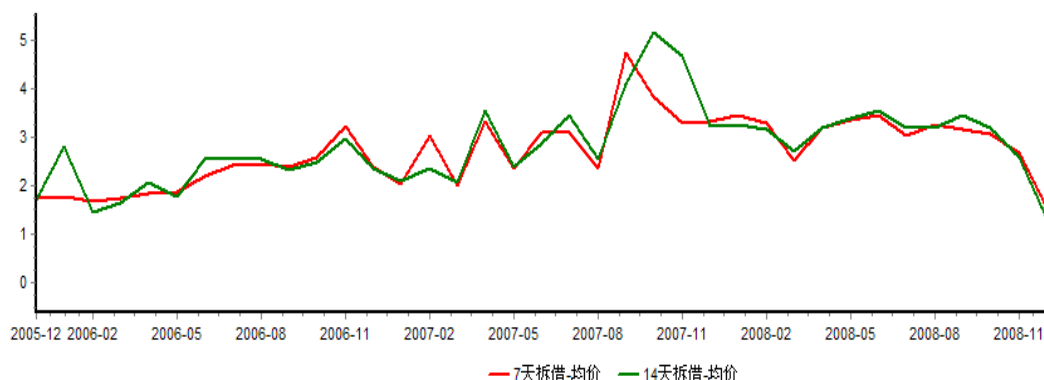
(2) 信贷投放创历史新高：



数据来源：Wind资讯

目前，1月份官方公布的信贷投放金额达到历史性的1.2万亿，最新消息是1月新增人民币贷款额达到了创纪录的1.6万亿，都给市场以惊喜，特别是如果结合货币缺口理论，M1的反弹，信贷的投放于GDP增速预期相比，都表明资本市场有吸引现金流入的条件。

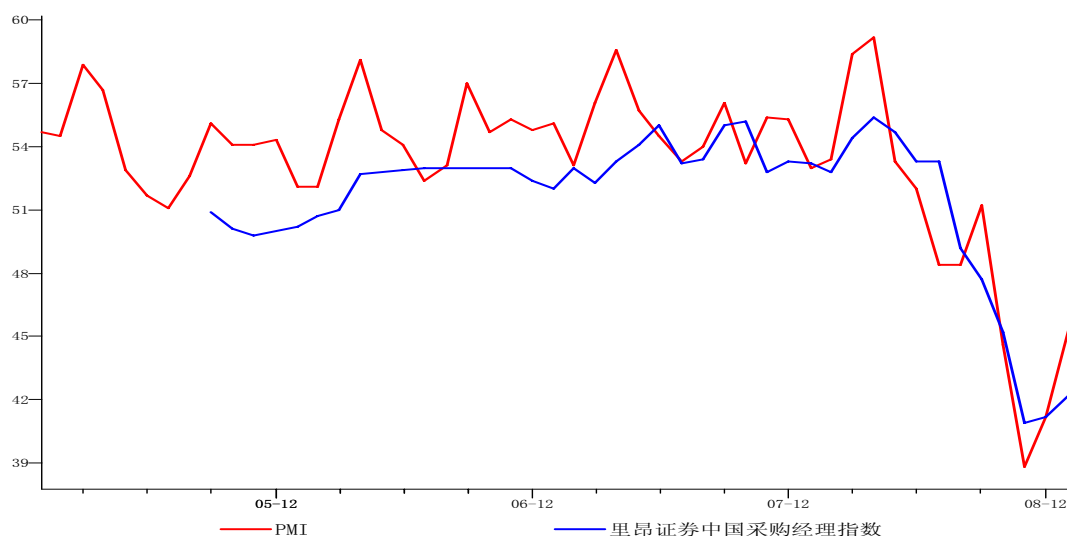
(3) 银行隔夜拆借利率进一步下降：



数据来源: Wind资讯

而从银行间 7 天与 14 天的拆借利率持续低于 1%，也表明银行间资金充裕，金融系统稳定运行，更从侧面直接验证当前 A 股市场资金的充裕性。

(4) PMI 指数连续两月反弹，也被视为国内工业生产开始有所恢复：



数据来源: Wind资讯

有别于市场的认识：

但我们有别于市场认识的是，我们认为，二月份 A 股市场中，两点问题值得我们思考：

一是，“一月效应”同样对于 A 股市场有效，同样有助于市场信心的恢复。

首先，所谓“一月效应”，市场通常有两种解读，一是，股票市场 1 月份的走势通常会好于其他月份，与之对应的是“年末效应”，即当年 1 月份市场走势与 12 月份市场走势呈现典型的负相关特性是大概率事件，笔者在比较了过去 18 年 A 股市场的当月走势后，可以发现 1 月份上涨的次数为 10 次，下跌 8 次，上涨概率 55.55%，而 12 月份，下跌次数 11 次，上涨 7 次，下跌概率 61.11%， “一月效应”比较显著。

而第二种市场对“一月效应”的解读是，一月份的走势往往在很大程度上决定了全年的走势，即1月份市场走势强劲，则全年走势都会较为强劲，反之亦然。

从美国1950年以来的情况可以看到，这一“效应”对判断美国市场全年走势的准确率在80%以上，今年1月，美指周线四连阴，创下同期最差表现，也许预示着今年美国股市仍是困难重重。

反观A股市场，在过去的18年以来，当年走势与概念1月份走势正相关的次数为14次，仅96年、98年、03年和04年全年走势与1月份走势不一致，该“效应”对于预测A股市场走势的准确率现阶段为77.78%。

由此不难看出，09年1月份强劲反弹走势，至少对于激荡二月份市场的上涨起到了一定的作用。

同时，还有“春节假期效应”与“一月效应”相印证。我们注意到在过去18年来，市场在春节前上涨的次数为15次，准确率83.33%，在春节后上涨的次数为11次，准确率61.11%，同样也是“大概率事件”，而今年春节前后市场的反弹态势，又把这一概率分别提高到84.21%和63.16%。

而结合金融行为学理论可以得出，1月份是市场信心最为高涨最为乐观的月份，这从“潜意识”中也会激发投资者对于全年走势的信心，从而推动市场进一步走强。

二是，从“弹性”这一延伸概念看待当前市场热点的切换，一方面既能验证市场反弹的资金驱动型特征，也能够反映出，假使当前市场，似乎并不意味着此轮反弹就要终结。

首先，一说弹性，人们通常会想到现实世界中的一些经济现象，比如说最基础也是最必需的基本农产品通常弹性较低，即价格变动幅度小，而一些加工类产品则价格弹性较高，及价格变动大。

而这一现象反映到股票市场中来，则集中体现为防御型品种的价格弹性较低，周期性行业的价格弹性较高，延展开来，小盘股的弹性高、大盘股的弹性低，私募资金活跃弹性高、公募基金相对稳健弹性低。

因此从08年单边下跌的走势中，我们可以看到，传统的优质防御型行业或品种如医药生物、食品饮料、农林牧渔，由于业绩稳定、股价弹性较低，从而股价跌幅最小，反观如有色金属、煤炭、化工这类周期性行业，由于业绩变化的大幅跳跃性，从而造成股价弹性较高，跌幅自然就较大。

因此可以说，当熊市来临，在最初的下落阶段中，投资者选择股价弹性小的行业或个股最能够进行“避险”。

而众所周知，此轮自去年11月以来的市场上涨走势，市场已达成为“熊市下的反弹”走势共识，换言之，如果09年市场熊市氛围不能够发生改变，那么基于行业基本面、估值等所谓价值投资理念的市场趋势性投资机会并不明显，而“个股行情”或追寻交易型机会将是市场热点的主要特征。

因此我们回到市场的热点上来，虽然有人称之目前的行情是“振兴”行情，但从热点的走势来看不如说是围绕“产业振兴”展开的一种交易型机会的炒作。

其次，我们定位当前市场走势究竟处于熊市的那一段时期，是“B浪”反弹吗？热点应该如何去把握？是选择继续防御，还是冒险买入周期性股票？

我们的回答是，目前的市场走势比较明确的可以定位在，第一轮下跌后的震荡整理期，因为之所以偷换所谓“B浪反弹”的概念，核心原因就在于，我们在前所未有的政府救市力度面前，很难判断市场是维持理论上的熊

市下跌三段理论，还是中国 A 股市场将要进入类似于一年仅涨几百年的一个新一轮上升周期。

但是如果结合国外资本市场的经验，如果引用第一轮下跌后的震荡整理期这一概念的话，那么根据股票弹性的一些理论，会得出与投资者认知所完全不同的热点切换的节奏，即通常在熊市中投资者更倾向于购买诸如日常消费品、医药等传统防御型品种，但如果市场进入到第一轮调整期时，由于市场整体维持横向整理走势，即使是业绩优良的防御型品种，由于相对市场溢价较高，因此走势反不如大幅下跌的周期性行业个股，原因在于，熊市的整理周期实际上是相对估值调整的周期，前期防御型品种跌幅较小，故而相对估值偏高，从而造成反弹乏力，而周期性行业则由于股价大幅下跌，而变得相对估值过低，加之这类个股弹性较好的特性，反而促成股价有较大的反弹力度。

因为，此时，个股行情的出现，往往代表着热点或股价的变化不以基本面为主导，比如 09 年以来，医药、农业、食品饮料行业依然是较高景气的行业，而煤炭、有色金属等周期性行业基本面几乎没有任何复苏迹象，但笔者通过对今年以来的申万一级行业的二级市场走势上可以看到，恰恰是基本面不好，且为典型强周期的有色金属、采掘、交运设备、房地产和化工板块，涨幅分别为 41.65%、40%、35.49%、31.45%和 31.32%，走势明显强于大盘。

而投资者所关注的医药生物、食品饮料、公用事业、农林牧渔、交通运输等防御型品种则涨幅排名垫底，涨幅分别为 20.82%、22.34%、25.33%和 25.15%

由此可见，根据基本面去选股，在这轮反弹周期中肯定表现不佳，道理就在上述我们所论述的那样，熊市横盘整理期，弹性高的股票要好于弹性低的个股。

而根据今年以来，申万一级行业的板块市场表现来看，通过基本面选股显然会跑输市场，而高 BETA 的周期性行业受追捧，也反映出，市场当前的投资理念并非以基本面为出发点，更多的是一种资金驱动型反弹的态势，而强周期股票由于股价弹性高，自然也受到了市场的追捧。

表：申万一级行业年内表现：

板块名称	成份区间涨跌幅%	BETA 值算术平均(最近 100 周)
SW 有色金属	50.81	1.24
SW 采掘	47.19	1.29
SW 交运设备	39.81	1.05
SW 综合	36.77	1.01
SW 房地产	36.01	1.06
SW 黑色金属	35.81	1.14
SW 化工	35.38	1.05

SW 电子元器件	34.94	1.02
SW 机械设备	33.92	1.06
SW 轻工制造	33.48	1.01
SW 建筑建材	33.33	1.09
SW 纺织服装	33.12	1.07
SW 餐饮旅游	32.81	1
SW 商业贸易	30.58	1.03
SW 金融服务	30.37	1.25
SW 交通运输	29.97	1.01
SW 信息设备	29.71	1.03
SW 公用事业	28.58	1.06
SW 家用电器	28.13	0.97
SW 农林牧渔	27.63	0.95
SW 食品饮料	26.21	0.95
SW 信息服务	25.32	0.91
SW 医药生物	24.16	0.93

数据来源：Wind 资讯

再者，很多投资者会认为，股指在突破半年线后，必然会面临着调整，因为最先上涨，涨幅最大的获利回吐压力将会释放。

其实我们用股票弹性理论依然可以解释为何熊市中，大盘股的启动往往意味着反弹见顶，原因在于，如果以股票流通市场来衡量股票的弹性，那么小盘股弹性最大，大盘股弹性最低，而中盘股则介于两者之间。

想清楚这一点，也就明白，为何自反弹之处深圳中小盘个股就会一枝独秀，而大盘蓝筹股却迟迟补涨，从基本面不能解释、从投资者的结构也不能解释，唯独用股票弹性可以解释。

故此我们最后要修正的是，其实熊市的反弹结束是以市场相对估值调整结束为标志，而目前来看大盘股的启

动说明弹性低的个股开始弥补市场最后一块短板，但是从相对估值的角度来看，并没有调整到位，如果投资者留意到近期市场热点事实上都具备总股本适中、股价偏低，累计涨幅偏小的现象的话，那么尽管有很多市场瞩目的大盘股崛起，但市场热点的中流砥柱刚刚过度到弹性适中的中盘股上来，因此即使下周市场较有新一轮震荡整理的可能性，但应当是标志着小盘股上涨结束，中盘股开始发力的阶段，把握这一本质，相信对指导投资会有一些裨益。

未来需要关注的是：

我们从近期媒体上相关的焦点，注意到，以下三个现象需要投资者特别关注，一是：对于 IPO 开闸事项不断的进行吹风；二是：年报的下滑有所报道，这会加大未来市场上行的压力；三是，两会召开给予市场的“敏感时间窗口”。

整体而言，我们认为“一月效应”的良好反馈会激荡二月市场的整体走势，虽然负面消息有所涌现，但市场整体仍会维持宽幅横盘震荡的走势，投资方向来看，通过技术面进行选股，特别针对于底部形态良好，累计涨幅不高，有补涨需求的中盘股更值得投资者关注。

分析师简介

刘佳章 民族证券研究发展中心市场策略研究员

毕业于华北电力大学会计系，从业六年，曾专职于市场策略研究多年工作经历，养成了用市场的眼光去评判和发掘基金和个股投资价值和研究习惯，并形成了自己独特的分析方法和研究风格，深谙指数型基金和封闭式基金内在价值和投资之道，主要作品常见于《上海证券报》、《中国证券报》、《信息早报》等多家媒体。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	买入	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	增持	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	减持	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	减持	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	卖出	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn