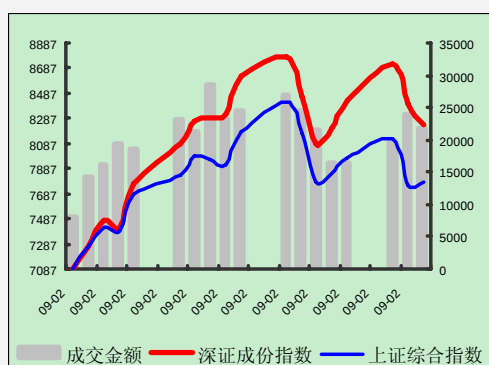




乱花渐欲迷人眼，春来江水绿如蓝

-----2009年3月投资策略报告

近期市场走势图



主要观点：

- 引发节后牛头行情的主要原因，一方面来自于政策的持续性利好不断出台，对市场震动及影响最大的就是“十大行业振兴规划”；而更为重要的一个方面是，据公布的信贷数据显示，一月份新增1.62万亿的贷款总额，同比增长高达103%，信贷投放的快速增加让投资者对充裕的流动性开始有了正面预期。而正是经济政策与一些良好的经济数据包括信贷、出口等交相呼应，让投资者对未来有了良好的预期，进而引发市场的不断反弹。
- 2月突增的流动性使得股市成为资金宣泄的场所，市场行情也由估值修复向资金推动演化，而对于资金推动型的行情而言，流动性充裕程度成为决定短期市场运行的主要因素，此外，资金对未来的心理预期将从内生动力上对后市股指造成较大的影响。
- 而影响三月行情的主要因素在于正面预期与负面因素的直接PK，正面预期包括短线仍然充裕的流动性、政策面对股市的呵护以及两会行情的美好预期，而负面因素主要来自于经济数据的变坏、大小非持续减持的欲望以及“第二波金融海啸”的可能到来对投资者造成的巨大心理压力。
- 我们认为，3月的走势将在正面预期与负面因素的反复PK之下，走势呈现出震荡反复的特征。但如果负面因素不断被强化，则市场原先的良好预期就将可能出现逆转。因此，在操作上，建议投资者对于纯题材概念的涨幅较大的品种应该逢高予以分步减仓，并保持轻仓操作的策略。



温丽君



025-83367888-3205



Ljwen@njzq.com.cn

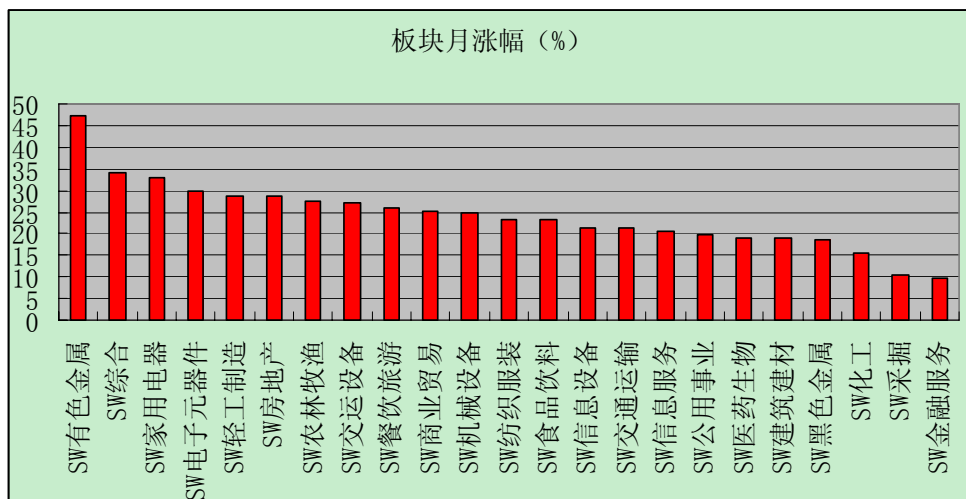
一、牛头行情回顾：流动性良好预期带动牛年开门红

进入牛年，信心之年让投资者的预期开始发生了微妙的变化，在市场的良好预期之下，股指一路扶摇直上，从 2000 点起步，一度反弹至 2400 多点，短短不到一个月时间沪指涨幅就超过了 20%，用“牛气冲天”形容这久违的行情也丝毫不为过。

而造成投资者在牛年预期有所转变的原因主要来自于以下两个方面：一方面来自于政策的持续性利好不断出台，对市场震动及影响最大的就是“十大行业振兴规划”，从宏观的“四万亿经济刺激方案”到“十大行业振兴规划”，促内需、保增长的目标正逐步细化，从汽车的振兴规划到钢铁、纺织业直至近日众说纷纭的房地产以及运输物流板块，只要有传闻可能挤入十大行业的板块，都相继受到市场的竞相热捧；而另外一方面，据公布的信贷数据显示，一月份新增 1.62 万亿的贷款总额，同比增长高达 103%，信贷投放的快速增加让投资者对充裕的流动性开始有了正面预期，此外，从公布的其他经济数据，包括出口、PMI 等数据都出现环比有所回升，进而使得投资者对于经济复苏开始有了良好的预期。而正是经济政策与一些良好的经济数据包括信贷、出口等交相呼应，让投资者对未来有了良好的预期，进而引发市场的不断反弹。

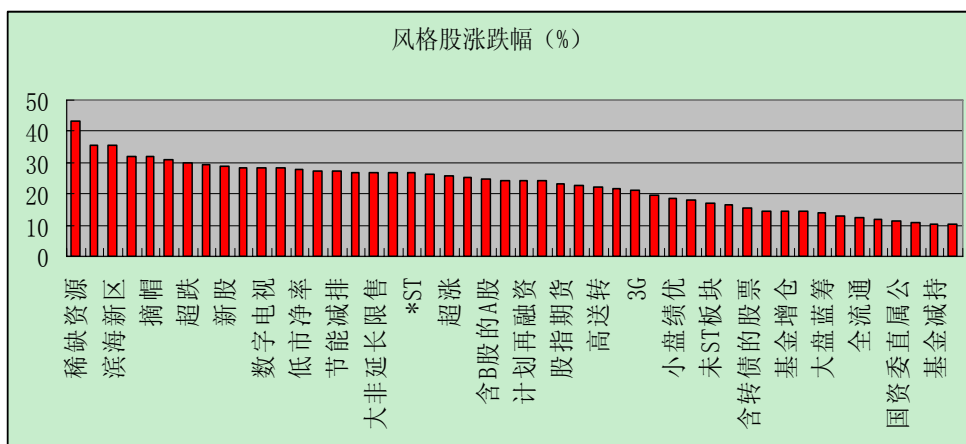
而从 2 月两市板块的市场表现来看，截至 2 月 23 日，两市所有的板块尽皆收红，受益于国际大宗商品价格有所回升的有色金属板块位居涨幅榜之首，月涨幅超过了 47%，成为带动两市反弹的主要板块，此外，先后受益于行业振兴规划的家用电器、电子元器件以及轻工制造等也都有不小的涨幅。不过金融、煤炭、化工等权重蓝筹股的表现则要远落后于大盘。而从两市的风格特征也可以看出，市场的主流热点在于稀缺资源、新能源及类似迪斯尼、北部湾经济区的主题概念的投资之上，大盘蓝筹、基金重仓股的表现则较为疲软。

图表 1：板块涨跌幅表现



数据来源：wind 资讯，南京证券研究所

图表 2：风格股涨跌幅



数据来源：wind 资讯，南京证券研究所

二、影响 3 月行情因素分析：正面预期 PK 负面因素

2 月突增的流动性使得股市成为资金宣泄的场所，市场行情也由估值修复向资金推动演化，而对于资金推动型的行情而言，流动性充裕程度成为决定短期市场运行的主要因素，此外，资金对未来的心理预期将从内生动力上对后市股指造成较大的影响。

★ 正面预期

1、短期流动性仍充裕

随着估值修复逐步到位，虽然宏观经济短期内难以继续提供新的上升动力，不过市场行情已然演化为资金推动型，而整个社会充裕的流动性也为此提供良好基础。

自去年 12 月以来的银行信贷大幅增长，这些信贷主要投向政府主导的扩张性

财政政策项目，而众多的民营企业和中小企业等一由于规模有限，难以参与到这些项目中，二由于全球经济环境仍处于动荡之中，需求的减缓，抑制私人部门投资的欲望，即使有闲钱也多以存款方式存在，但由于存款利率过低，这部分资金具有很强的灵活性。春节之后，股市的繁荣所形成的财富效应，对这部分资金具有极强的诱惑力，上周 A 股新开户数量成倍增长，两市成交量急剧放大，这些特征显示出，场外资金正在源源不断流入股市。

1 月份的信贷新增总额达到了 1.62 万亿，而预计 2 月份新增信贷总额将达到 5000 亿左右，其数据环比大幅减少，不过同比去年新增 2470.4 亿元的总额仍然有超过一倍以上的增幅，这种增长虽然总体而言不具可持续性，可是两个月的新增贷款总额已然达到全年 5 万亿的 40% 以上，并且央行宽松的货币政策在一定时间内都不会轻易改变，因此，流动性充裕的主基调仍然不变。

2、政策面的支撑：呵护股市，而不是打压

在经历 2008 年的单边下跌之后，管理层对股市的态度也发生了根本性的变化，而陷入恶性循环的股市从 2008 年中期开始就完全失去了其本应该有的融资功能，一潭死水的股市对实体经济的负面影响也正逐步呈现，这些都不是管理层所乐见的。

而 23 日政治局会议提出，2009 年是“进入新世纪以来我国经济发展最为困难的一年”，2009 年政府工作的要点在于“扩内需，保增长”，这也被投资者誉为 3 月即将召开的两会奠定了一个基调，促进经济增长被摆在了一个非常重要的位置。而很明显，股市的上涨有利于扩大内需，有利于促进经济增长，另外，“四万亿经济刺激方案”的实施更加有赖于一个强大的股市作为支撑，因此，在这样的背景之下，股市的反弹很明显也符合管理层的意愿。

而从 09 年以来，从传闻管理层查违规信贷入市对股市造成打击之后管理层及时地澄清再到央行出具的“资本市场下挫对消费增长造成不利影响”，都可以看出，尽管这波牛头行情走得异常地轰轰烈烈，不过管理层对股市仍然是一种呵护有加的态度，只要保增长仍然是一大重任，那么管理层打压股市的可能性就非常得小。

3、两会行情：超预期的经济刺激政策

从历年的市场走势来看，“两会”行情之前到之后的一段时间内，股指大都是上涨的，最低涨幅也在 15% 左右，80% 以上的年份有超过 25% 以上的涨幅，而尤其是两会结束之日其的一段时间内，股指上涨的概率达到了 92.3%，仅有 02 年及

08 年两会之后股指下跌严重。

而从受两会行情波及较深的历年三月股市行情走势来看，大盘也是大都上涨的，除了 93 年及 08 年单边下跌的市场中其有较大的跌幅之外，大部分的年份在 3 月份仍然是以上涨为主，尤其是同样在金融危机余孽未完全消除的 1998 年，其单月涨幅也达到了 3.02%，其受政策的推动比较明显。

图表 3：历年三月行情涨跌幅（%）

年份	涨跌幅	年份	涨跌幅
2008	-20.14%	2007	10.51%
2006	-0.06%	2005	-9.55%
2004	3.97%	2003	-0.09%
2002	5.2%	2001	7.84%
2000	5.00%	1999	6.24%
1998	3.02%	1997	18.71%
1996	0.62%	1995	17.78%
1994	-8.63%	1993	-30.9%
1992	4.55%	1991	-9.64%

数据来源：南京证券研究所

而尤其是今年三月，在外围环境日趋恶劣的情况下，明哲保身成为各国不断强化的一种意识。温家宝总理的“快、重、准、实”则是明确了我国应对金融危机的一种态度，在这样的一种整体思路的引导之下，两会期间不排除有更超市场预期的刺激政策出台，而这无疑对于市场将是一个极大的正面刺激。

★ 负面因素

1、经济数据环比未出现好转，进而形成超预期地“坏”

在世界宏观经济陷入一片悲观的同时，二月的 A 股却以一波罕见的春季行情独领风骚，这其中根本的支撑在于一些经济数据在环比上出现了好转的迹象，使得投资者对于中国最先走出金融危机的泥潭有了相应的信心。不过环顾国内实体经济的情况，出口已然“英雄末路”，消费“欲振乏力”，投资效果显现“仍需时日”，在这样的背景之下，去除掉 1 月份的春节因素刺激，二月份的经济数据很可能是环比并没有再次出现好转，从而产生了超预期地“坏”。其中包括出口、包括消费及信贷数据，这些都将对投资者的持股心态产生一定的负面影响。

2、外围股市持续不稳定：第二波金融海啸造成的心理压力

美股、欧洲股市、亚洲股市，全球各大主要股市近期都是跌声一片，全世界都形成这样的一个共识：金融危机并未过去，似乎还更可能愈演愈烈。而全球金融危机又拖垮一个欧洲国家，拉脱维亚中间偏右联合政府步冰岛后尘，在经济和政治风暴的冲击下倒台。此外，金融危机也让“金砖四国”之一的俄罗斯面临严峻挑战，其股市、汇市剧烈震荡，股市几度因暴跌而暂停交易，主要股指从最高点至年终累计跌幅已逾 70%；卢布结束强劲走势，美元对卢布比价从 7 月份的 1 比 23.1 升至年底的 1 比 30；通胀率仍居高不下，截至 12 月中旬该指标已超过 13%。

而日本内阁 16 日发表的统计报告显示，日本去年后三个季度的国内生产总值连续出现负增长，第四季度的国内生产总值比上一个季度下滑 3.3%，按年率计算跌幅达 12.7%，低于市场预期的 11.7%，这是日本国内生产总值近 35 年来出现的最大季度跌幅。

面对已经旷日持久的金融危机，无论是欧洲，还是俄罗斯，包括亚洲的各个国家，各国都正襟危坐、岌岌可危，在各国政府为陷入危机的银行系统进行的第一次抢救之后，银行系统如果不但无法恢复功能，更不断公布严重亏损，则政府必须进行第二轮注资，否则银行随时倒闭，之前的努力付诸流水。一切迹象似乎都在预示：第二波金融海啸似乎正离我们渐行渐近，而这无疑对投资者而言将是极大地打击。

3、大小非的持续逢高减持：封锁上行空间

随着股价的不断提升，市场估值也在不断提高，大小非的减持意愿不断被激发，资金流出的意愿在不断增强。

进入 2 月份以来，大小非减持公告频现报端，截至 18 日，沪深共发布 63 次减持公告，累计减持高达 4.23 亿股，这同 1 月全月减持的 5.7 亿股仅差 1.47 亿股。在 2 月份里，大小非减持出现扎堆的现象，仅仅 2 月 11 日一天就有天津普林、青海华鼎、钱江水利、中路股份、新五丰和西部矿业等 6 家公司发布减持公告。而从减持规模来看，2 月份减持规模较大的公司包括，雅戈尔集团减持中信证券 6987.46 万股，市值约为 14.33 亿元；宁波安瑞盛科技有限公司减持西部矿业 10063.07 万股，市值约为 6.97 亿元。而通过对减持股东的情况分析，限售股解禁当月进行减持的股东很少，减持行为有明显的延迟性。

而中登公司发布 1 月份统计报告显示，2009 年 1 月份，沪深两市共有 80.48 亿股股改限售股份解禁，其中 5.7 亿股被减持，减持股份与解禁股份占比为 7.08%。而在 2 月市场持续升温的情况之下，大小非减持的速度明显加速，2 月半个多月的减持已经堪比整个 1 月份的减持数量。此外，从报告也可以看到，目前已经解禁的大小非总量已经占到总额的 30.84%，而在已经解禁的大小非之中，减持占比达到了 20.27%，如果大小非减持的意愿持续高烧不退，则对于大盘而言，明显上行空间将受到较大的抑制。

三、3 月市场走势：乱花渐欲迷人眼，春来江水绿如蓝

综上所述，在这轮由资金推动的牛头行情之后，3 月的走势将在正面预期与负面因素的反复 PK 之下，走势呈现出震荡反复的特征。但如果负面因素不断被强化，如美股持续创出新低，则市场原先的良好预期就将可能出现逆转。

毕竟，这波由资金推动的行情，是完全不同于 2007 年 5.30 之前，不仅其基本面无法同日而语，且资金的来源也完全不同。很明显，5.30 之前的资金来源更多地来源于居民储蓄，即散户资金占据了主要部分，而很明显，散户资金在 08 年的单边下跌过程中已经元气大伤，这波牛头行情，更多地是银行信贷资金通过票据融资等方式流入股市，进而推动了这一波股市的上涨。这波资金比起散户而言无疑对政策及时势具有更高的敏锐度，一旦发现风头不对，则市场的风向也立马发生变化。这从近期市场的一有风吹草动就急跌调整也可见一斑。

因此，可以看出，在不确定性不断加大的当前市场之上，正面预期与负面因素不断激烈碰撞，我们无法断言股指在一些因素的持续刺激（比如超预期的经济刺激政策）之下就不会出现继续冲高的可能，但是，从目前的情况分析来看，负面因素的作用正在不断加大，股指上轨的压力也正在逐渐呈现，总体而言，股指调整的风险目前要远高于追高入市所获得的收益。

因此，在操作上，建议投资者对于一些纯题材概念且涨幅较大的品种应该逢高予以分步减仓，并保持轻仓操作的策略。而投资者可以持续关注的品种则应该是新能源、区域规划受益板块等具有实质性题材且有一定基本面支撑的主题性品种。