

政策微调有利于市场中长期走稳

事件点评

宏观策略研究

2009 年 08 月 11 日

主要观点：

- 近期政策的微调使市场流动性供给受到冲击。
- 政策微调有利于提高中国经济稳健增长程度，也有利于流动性的合理释放。
- 经济好转进程以及企业盈利恢复的加快有利于敦实市场上涨基础。

分析师

陈伟

Tel. : 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

相关研究：

产业转规划加速经济增长恢复

自7月29日大幅下跌以来，沪深股市便打破了单边上涨格局，最近5个交易日，市场更是出现了持续调整，创下本轮反弹以来的连续调整记录，直到本周二市场才出现止跌，微涨0.46%。市场近期出现了比较显著的调整，追究调整的原因主要来自于货币政策以及相关监管政策的微调，它打破了部分趋势投机者陶醉于流动性盛宴的“幻觉”，而引起了他们的仓忙出逃。笔者认为，这样的市场冲击虽然短期会产生负面影响，但实际上却是有利于市场中长期走稳的。

短期流动性供给预期受冲击

股市谚语常谈到，顶部总是由市场最乐观的趋势投机者推升而成，最近形成的一个短期顶部形成也符合这个规律：7月下旬以来，那些还陶醉于市场流动性盛宴的趋势投资者狂拉股指，在一片市场质疑股指已存在泡沫情况下，硬是将股指5天内推升200多点，但殊不知，相关管理部门的紧箍咒已悄然而至，如7月下旬以来，银监会连续强调了信贷扩张过快的潜在风险，并出台了相关贷款监管管理办法以杜绝相关资金违规进入资产市场，这些政策的累计效应终于在29日那天集中发酵形成了市场大跌，虽然之后在部分认为“牛市大跌即是介入好时机”的抄底资金的推升，股指在三天之间又恢复到了前期高点，但意想不到的是，央行在二季度货币政策报告中又首次提出货币政策“动态微调”，并在文中大谈货币政策的退出机制以及央行将根据国内外经济走势和价格变化，如何运用市场化手段进行动态微调，及时发现和解决苗头性问题。

这都让已经遭受惊吓的趋势投资人浮想——流动性盛宴的日子很可能就要结束了，也就纷纷选择在前期获利丰厚的板块退出，因此我们注意到凡是前期有大幅拉升动作的板块近期都有大幅度的回落，如钢铁，有色，煤炭等，由此使得市场出现了连续调整。尽管周五央行又对此进行了澄清，此微调不是对适度宽松的货币政策调整，而是对货币政策的操作、货币政策的重点、力度、节奏进行微调，而且也不是规模控制的方法来实现，而是通过市场化的手段进行，但是由于不少投资人对于流动性最为宽裕的时期已经过去，货币将逐渐收紧的预期已经形成共识，周一市场也就难以因管理部门的安抚而振奋，最后反而小幅下跌。

对于这样一个技术上已经构成“双头”且疲弱的市场，在技术派人士看来，股指很可能陷入较长时期的中期调整甚至是本轮反弹夭折，但笔者认为，考虑到这次下跌主要由趋势投机人对于政策微调带来的流动性减弱预期造成，而实际上，从中长期的角度理解，这种预期理解是存在偏颇的。

如央行提出的政策微调表面上不利于银行信贷的扩张和流动性的释放，但是却是有利于保证信贷扩张能在维护金融安全的前提下更健康的推动实体经济的复苏。因为各国的股市历史都反复证明信贷盲目扩张催生的流动性泡沫最终都会以经济和金融系统的崩溃为最终收场，而这样的实例已经在上半年露出苗条，如今央行未雨绸缪进行政策微调可以产生以下好处：放慢信贷扩张力度可以打击市场通胀预期，从而会减轻人们对货币幻觉的依赖，减缓各类中上游大宗商品价格的上涨幅度，从而为更广大的中下游行业复苏争取时间，敦实经济全面复苏的基础；信贷扩张力度放缓后也有利于银行纠正上半年过于激进的信贷政策，逼迫它们进行信贷结构调整，将资金配置到更有效率的领域，从而促进经济更健康地复苏。

因此，笔者认为，考虑到央行政策微调非但不会改变经济复苏的方向，反而更有利于经济的持续复苏，它带来的短期市场冲击也就不会持续太长时间，如果我们以2006年牛市的上升途中为例，在经济趋势改变之前，市场明显的调整约有3次，平均调整幅度为13%，平均调整时间为1个多月。以此为衡量，这一次市场调整也不

会持续较长时间。当然，市场结束调整后也将不依靠信贷推动的流动性上涨，而是更多依靠经济好转、企业利润复苏以及更广义的流动性释放。

经济复苏敦实市场上涨基础

而近期数据的出台让笔者相信，市场近期调整有望更早结束。如 7 月的经济数据显示，经济好转还在进程中，符合市场预期。

如 7 月份当月我国外贸进出口总值 2002.1 亿美元，同比下降 19.4%，环比增长 9.6%；其中出口值今年以来首次突破千亿美元，为 1054.2 亿美元，同比下降 23%，环比增长 10.4%；这表明，我国外贸进出口自去年 10 月份开始经过 5 个月下滑后，从今年 3 月份开始已经连续反弹达 5 个月，逐月回升趋势基本确立。而考虑到以美国为代表的经济体三季度以来已加快了复苏的步伐，IMF 近期也上调了主要国家的经济增长率，如调高了 2009 年美国 GDP 0.2 个百分点、日本 0.2 个百分点、加拿大 0.2 个百分点，并将 2010 年全球经济增长率调高了 0.6 个百分点，我国出口形势逐渐复苏的进程还将延续，由此对于经济增长的拉动也将逐渐体现，市场对于目前经济增长过度依赖投资而导致产能过剩引致未来经济二次探底的担忧也将有望减轻。

外需有所提高同时，内需仍维持着较快增长，如最新数据显示，1-7 月，城镇固定资产投资 95932 亿元，增长 32.9%，虽然比上半年回落 0.7 个百分点，但是更具有市场化意义的房地产投资增长 11.6%，增幅比上半年提高 1.7 个百分点。考虑到三季度政府新发放 800 亿财政投资资金、新开工项目计划总投资增长仍在高位（1-7 月同比增长 83.1%）以及房地产投资仍在热度中，可以预期下半年投资增速尽管会有小幅放缓，但仍将维持高位。而消费方面，7 月份，社会消费品零售总额 9937 亿元，同比增长 15.2%，比上月加快 0.2 个百分点。而且可以预期，在经济好转，就业逐渐改善情况下，消费接下来几个月维持较快增速也是比较确定的事。

在三季度经济稳步上升情况下，笔者估计在 9% 以上，企业利润增长恢复也有保证，如与企业利润增长最相关的指标——工业增加值正在持续改善过程中，7 月份，规模以上工业增加值同比增长 10.8%，比 6 月份加快 0.1 个百分点，为连续三个月同比增速加快。而同期工业企业产品销售率已经明显提高至 97.94%，比上月提高 2.6 个百分点，这说明企业扩大生产的力度已经落后于旺盛需求，由此利于企业提高产品价格，反映在物价上，就是 PPI 的持续提升，如本月 PPI 环比上涨 1.0%，这也是连续 4 个月上涨，而这些都有利于企业盈利面的快速改善。

企业利润的显著好转无疑将化解市场对于目前股指稍微高估的担忧，市场也就不会对于目前（截至 8 月 11 日）已披露半年报的 414 家上市公司二季度净利润同比下降 23.41% 以及今后更多的公司中报披露盈利同比下降有更多的投资忧虑，而是注重盈利环比的改善（414 家上市公司净利润环比增长 76.02%）。

而在经济持续复苏，企业盈利面改善得以保证的情况下，尽管由于央行的政策微调使得流动性总体释放的力度弱于上半年，如最新的数据显示，7 月信贷仅增加 3559 亿元，由此导致贷款同比增加从上月的最高点 34.4% 回落到 33.9%，M2 同比增长 28.42%，也略微低于上月的 28.46%，但是经济复苏带来的流动性结构改

善却是有利于市场的，如资金活化的程度在加剧，当月 M1 余额为 19.59 万亿元，同比增长 26.37%，再创历史最高增速纪录，比上月末高 1.6 个百分点。而尤为注意的是，居民存款出现了负增长，7 月居民户存款减少 192 亿元，再现 07 年 4—10 月储蓄搬家的情形，而这两个数据都说明社会资金在经济持续复苏的背景下，已开始更积极的寻求投资机会，这种广义层面的流动性释放无疑也更有利于市场拓展上升空间。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学专业，6年证券从业经验，先后在易观电信咨询、中国证券报、东北证券、证券市场周刊等单位从事行业咨询以及证券研究与报道工作，发表了几百篇各类证券分析评论以及事件报道，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

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