

对目前市场的主要观点

首席分析师：黄常忠

电话：(8610)85253667

Email: huangchangzhong@mszq.com

2009年08月13日

策略研究/市场点评

近期市场在高位出现滞涨，在成交量创出天量的同时，波动幅度也明显加大。市场走势发生变化的同时，盘面特征也明显改变，金融、地产等主流板块在完成突破 3000 点的重任后，出现了较长时间的调整；有色、资源以及更多的周期性行业在跟随期货冲高后也出现了回落。相反，一些非周期行业，如软件信息、医药、军工、传媒等在长期落后指数后开始表现；造纸、化工、农业等板块出现补涨。从技术面和风格转换的这些特征看，市场调整的压力在加大。探究更深层次原因，主要有以下几方面：

一、流动性的变化。近期市场的两次大的震荡主要缘自货币政策的“微调”，说明这轮流动性推动的行情对资金面的变化仍旧非常敏感。这说明现在经济基本面好转的态势虽然已经确立，但股价涨幅快于业绩恢复，受估值压力制约，基本面还不能取代资金面成为左右市场的主导力量。而资金面与上半年相比，将发生明显变化。结合政策的对冲性质和经济的复苏态势，货币政策微调在理论与实物上都有必要，从央行的二季度货币政策执行报告看，货币政策“微调”已提上议事日程。尽管对“微调”的理解有不同的理解，但报告首次提出用市场化手段动态微调货币政策，作为对市场前期这一话题的官方确认，对市场的影响是巨大和深远的，需要我们认真加以解读。

如果说市场近期的调整主要是担心会不会微调，那以后的市场就主要取决微调的力度了。“微调”的威力会有多大，有以下几点值得关注：一是微调力度是动态的，主要看经济增长与物价指数的变化，年内看，GDP 和 CPI 还在低位回升，对回收流动性的直接压力还不是很大，货币政策可只进行微调，而不要转向。但如果 GDP 和 CPI 回升很快，货币政策调紧的力度也会加大，目前 GDP 四季度就可能超 10%，通胀预期也比较高，流动性的微调压力也不是没有。二是对“适度宽松”对货币政策的理解，央行等管理层也在反复强调，适度宽松的货币政策不会改变，那“适度宽松”下

的“微调”空间有多大，个人认为管理层有足够的相机抉择空间，主要理由就是上半年实际上执行的是超宽松的货币政策，货币发行和信贷都在历史高位，有回落的空间。微调有空间，市场又敏感，所以微调的威力不可小视。

从央行“市场化的动态微调”的表述判断，年内央行还不会运用存款准备金、利率等趋势性货币工具，而主要采用央票与回购等短期的市场化手段来调节流动性，通过货币发行和信贷来控制流动性总量。同时银监会也会通过窗口指导来引导资金流向。实际上，管理层已在开始使用这些货币调节工具，也取得了一定的效果，市场流动性发生了一些变化，如银行的超额准备金快速下降，回购利率大幅上升，都说明流动性最宽裕的时候已经过去。

二、基本面的变化。应该说经济的好转速度是超预期的，复苏的态势已经确立，但为什么基本面还不能对冲资金面的上述变化、取代流动性成为市场的驱动力量呢？从市场的角度，主要是股市对经济复苏已有了预期，估值整体提升空间不大。从经济本身的角度，也有两点值得关注：一是微观业绩远不如宏观数据乐观，前披露的中报业绩同比下降在 20% 左右，业绩驱动股价还需要时间；二是经济的增长质量，如果政府投资不能带动民间投资，会直接影响这轮复苏的质量和可持续性；如政府投资能不能传导到消费，90% 靠投资拉动经济肯定是非常态的，消费不启动，投资的效益就不能实现；三是经济复苏的路径，按理论与经验，经济复苏过程也有政策底向市场底过渡的转换过程，W 的路径概率还是更大。虽然由于基数作用，年内 GDP 同比增长会逐季提高，但环比看，二季度是回升速度最快的，第三季度的环比增速会有所下降。从这些因素看，基本面取代资金面来驱动市场是趋势，但时间上还需等待。

三、政策面的变化。宏观政策的变化已有讨论，这里主要关注股市政策。个人一直认为，社会对经济和股市的悲观预期要好于乐观预期。现在管理层“经济回稳关键期”是比较客观的，这样尽管经济最严峻的时候已经过去，必然伴随流动性最宽裕的时候已经过去，但货币政策宽松的性质不会发生改变，货币政策还将继续支持经济的康复，只是剂量要发生变化。试想，如果管理层过于乐观，政策力度就小，不仅关键期的经济复苏可能夭折，流动性也可能转向，市场就要经受基本面和资金面的“双煞”。所以，管理层“经济回稳关键期”的客观判断，将继续平衡资金面与基本面的对冲力量，对市场的作用是中性的。但现在对股市的判断似乎比较乐观了，比如新股发行、创业

板加速了，红筹回归、国际板也提上了议事日程，在流动性供给高位回落的同时，市场资金需求迅速增加，资金供求迅速发生变化。同时与国际估值接轨的压力也越来越大。

我们中期策略曾判断，下半年市场是流动性驱动下的反弹向基本面驱动下的反转的过渡期，市场或冲高回落，或宽幅震荡，上半年单边上涨的格局将发生改变，主要理由也就是在经济基本面好转必然伴随资金面的“微调”，这两种对冲力量的博弈会产生很多变数。7月宏观数据即将公布，货币数据大幅回落可能性很大，经济数据虽将继续好转，但还不足以对冲掉流动性和估值方面的压力，市场出现中期调整的概率在增大。从策略上，投资者或降低仓位，或加大防御品种的配置。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。