

非理性下跌的本质是市场逐步回归理性

东北证券金融与产业研究所策略组:

联系电话: (8621) 63367000*287

邮箱: fengzy@nesc.cn

——跌破 3000 点 A 股进入中期调整

临时策略报告

2009 年 08 月 18 日

非理性下跌的本质是市场逐步回归理性

8 月 17 日, 市场再度以暴跌结束当日交易, 股指连破 3000 点、2900 点整数位, 投资者一片哗然。

其实在 7 月 29 日, 第一根大阴线后, 笔者判断“市场已经完全丧失理智了。赚钱效应铺开, 市场再次出现了既不懂技术又不懂基本面, 更不懂政策的三不懂投资者大胆冲锋。这是非常危险的信号。3400 点投资者真的可以落袋为安了, 最后的一二百点留给无知无畏者吧。过高的涨幅必然会带来泡沫, 泡沫就一定要挤破, 否则只能摔得更惨”。而今市场却验证了上述逻辑, 何来非理性下跌之说呢?

我们在中期策略中已明确提出下半年关注的重点是流动性、美元和热钱, 流动性的充裕、美元的贬值和热钱的加速流入, 而由此导致的通货膨胀预期会吹大 A 股的泡沫, 直至泡沫破灭。而期间泡沫破灭的催化因素是美元的触底回升和货币政策的调整。而 IPO、大小非增加的供给是调整产生的结果, 而非原因。

果然 7 月后, 中国 A 股已完全进入了一个信贷扩张催生流动性的资本市场格局, 相比美国房产信贷扩张流动性毫不逊色。而楼市同样通过资本市场圈钱而进一步价格上涨, 地王再次频频产生。楼市和股市包括商品因此产生了独特的泡沫, 而泡沫似乎起始于一个恐怖的故事: 货币的价值将会贬值, 因此, 你需要用货币去买东西, 随便什么东西。随着越来越多的人相信这个故事, 风险资产的价格走高, 从而印证了投资低风险预期, 但笔者以为这仅仅只可能是短期内如此, 货币政策的调整将使这种逻辑不堪一击。

笔者并不否定股市应该反映中国宏观经济的复苏, 从 1664 点反弹到 3478 点, 其实已经充分反映了宏观经济的超预期复苏, 但让 A 股冲向 3500 点的核心因素更是货币因素, 是流动性, 而流动性的逻辑来源是低利率、高信贷。而这两点核心因素却在 7 月末开始发生潜移默化的逆转。

美元的加息预期和中国七月信贷增速的大幅度回落使得市场突然显得如此脆弱, 无法确认的信贷资金入市规模随着社科院作出 2 万亿的判断而令人忧心重重。央行货币政策的微调却正在实实在在地发生, 温总理的提振信心之辞给笔者的感觉是政府打着左转灯向右转, 再难令人信服。至此, 市场对流动性的预期真正发生了趋势变化, 这是本轮调整的最重要因素, 而这也正是我们下半年关注市场, 研判市场的最重要因素。

这种预期变化时, 在估值方面, 我们自然会寻求 A 股的安全边际, 而我们中期策略中的 PE 泡却突现在投资者面前。从已公布上市公司半年报的盈利结构来看, 企业盈利能力根本谈不上加速上升, 而仅仅停留在不加速下滑的基础上, 环比上升来源于上半年 7.5 万亿的信贷投资拉动。上市公司的价值已经无法体现正常价格趋势的上升。当前 PE 分布已经和 2007 年 10 月份的 6100 点直接接轨。市场已经找不到可以系统性配置的股票组合。

在市场资金面方面, 基金整体仓位已达到 90%, 大量新发的指数基金推动 A 股惯性上升, 虚拟资产膨胀的速度同样堪比信贷膨胀。而自四月底开始成长股板块至今涨幅远落后大盘, 说明成长股

的反弹已先期透支，前期推动指数的因素主要是权重股的补涨。当被市场并不看好的电力股都补涨20%，我们还能期待什么？

保险资金从上周起的赎回、私募基金的大量卖出是压死骆驼的第一根稻草，第二根是，下半年限售股解禁规模较上半年激增4.6倍，至年末A股市场流通股比例将达74%。8月份的首个交易日，两市流通股市值达到11.971万亿元，首次超过非流通股市值，同样给我们很多思考，全流通时代已悄然来临。而国内从上周末起散户对新发基金可能会跌破面值的跟风赎回确实成为压死骆驼的最后一根稻草。而外盘包括商品的回调开始将进一步阻碍A股的反弹力度。银监会今日对银行业的整体看法对银行股更是雪上加霜，笔者非常担心银行股、地产股的进一步做空动能。

A股本轮的反弹与2005年的1000点开始的牛市有本质的区别，当时上市公司成本可控，盈利保持稳定上升，而现在的市场的上涨却更多依赖于货币推动，一旦货币政策发生预期变化，这种现象注定不会长久。因此非理性下跌的本质是市场逐步回归理性。

下阶段，中级调整的四个阶段，现在才走到第二段，博弈的时候，抢反弹的时刻随时会到来，但任何时候都别轻易以为是新反转。笔者认为A股将在2700点上方暂时企稳，并有所反弹，高度并不乐观，3050点将很难有效突破。而这次即将发生的反弹将是典型的技术性反弹，时间会很短，难具可操作性。而只有当银行真正彻查信贷资金进入股市的预期兑现后，市场再次下跌后才将趋于平稳。下半年，我们依然要关注通胀因素，尤其是关注猪肉价格、公用事业价格等对CPI有重大影响的事件因素，而美元走势的不确定性依然使我们对输入性通货膨胀不能过于乐观。输入性通货膨胀将对中国经济可持续复苏产生重大影响，而食品、要素价格上涨导致的中国式通货膨胀或许会使中国的利率周期发生逆转。A股在三季度后期、四季度将难有上半年的疯狂表现，震荡整理，以时间换空间将是主基调。我们的投资逻辑将从流动性、美元、热钱流入转向业绩增长、出口复苏、民生消费，因为我们确信明年的信贷存在负增长的可能，而加息周期终将越走越近，而只有业绩增长和合理估值才是我们投资的逻辑。我们依然维持中期策略中2300—2700点是长线资金的可建仓区间。

重要声明:

本报告是专门提供给东北证券各业务部门内部使用的参考资料。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，务必与本研究所联系，否则后果自负。

对本报告的评价请反馈到

——东北证券金融与产业研究所机构策略部

TEL: (8621) 6336 7000*287

FAX: (8621) 6337 3107

地址: 上海市延安东路45号工商联大厦20层

(邮编 200002)