

紧缩政策双管齐下，A股承压仍将向下

► 货币政策由过度宽松转为适度紧缩和美元的阶段性反弹是本轮A股市场出现大调整的两大导火索：春节长假前后，由于政策面的变化，来自这两方面的压力显得格外突出。首先是节前中国央行的存款准备金率的上调：从2010年2月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点（农村信用社等小型金融机构暂不上调）至14.5%。我们认为存款准备金率的上调主要是因为：1）一季度通胀预期的增强，2月份由于春节效应CPI可能在2.8%—3%（其中翘尾因素贡献0.8个百分点）；2）新增贷款投放集中在月头，超出央行预期；3）出口增速好于预期（21%，环比提升3.7个百分点，但未剔除春节的错月效应）。无独有偶，美联储理事会2月18日决定将贴现率从0.50%上调至0.75%，从19日起正式生效：这是美联储三年多以来首次上调贴现率，使得贴现率与联邦基金利率上限的差距扩大至50个基点。美联储出乎市场预料上调贴现率不仅表明美国经济复苏进程良好，而且进一步确证了美联储货币紧缩周期的开始，美元应声大涨；而商品期货和美股指数则由于经济复苏前景良好联袂上扬。而反观新兴市场国家和地区，则由于美元回流和输入型通胀压力上升而陷入困境，港股18、19日连续大跌。由于长假期间利空集中释放，A股市场可能大幅低开再度考验前期底部的支撑力度。总体来看，政策面对资产泡沫的压制、紧缩性货币政策以及美元的阶段性反弹都集中在上半年，特别是一季度，对市场构成较为沉重的下行压力。在经济数据和宏观调控政策面更明朗之前，市场缺乏足够的做多动能：我们不认为在两会之前市场会出现较大的反弹行情。由于CPI在1-7月存在持续上行的压力，而CPI在2月份越过2.5%则意味着负利率首次出现。但这并不意味着央行将很快加息，从历史来看，央行加息将在负利率出现至少3个月之后。在目前人民币存在明显升值压力的情况下，过早加息的副作用难以估量。我们认为央行更可能持续提高存款准备金率以抑制银行的信贷投放，降低市场的通胀预期。预计存款准备金率在7月底有望提升至16.5%—17%的水平。紧缩政策的持续效应和新增贷款增速的前低后高，意味着A股市场在2010年更可能是前低后高的走势。

► A股市场目前的牛市推动动力来自于2个发动机：一个是美元贬值下新兴市场国家的资产价格上涨；一个是银行体系的信贷创造。就美元来讲，由于美联储实行的0%-0.25%的低利率水平，美元在2009年取代日元成为了全球套息交易的主要货币：投资者拆入美元并投资高风险市场（包括证券、期货、大宗商品、贵金属等）获取息差和汇兑收益，再加上各国银行体系的信贷创造，共同成为推动全球资产价格上涨的主要推手。目前这一趋势出现了扭转迹象：在美国经济复苏、联储升息和获利资金回流的压力下，美元

已经迎来阶段性的反弹，大量投资于高风险市场的资金将被迫大幅降低其美元的空头部位。我们预计美元的这一反弹在时间长度上可能延续到 2010 年一季度。而在 08 年底至 09 年一季度美元指数反弹幅度曾高达 15.4%，我们预计本轮美元的反弹强度将不低于该水平，即美元指数目标点位将在 85 以上。在美元大幅反弹的背景以及全球资金回归美元货币的中期趋势下，全球的大宗商品价格和股票市场指数将承受较大的向下压力：这将是 A 股市场出现中期调整的重要导火索。而银行体系信贷创造能力的下降则有多方面的原因：除了政府的信贷政策由过度宽松向适度宽松转向以外，中小银行，特别是城市商业银行受制于资本充足率红线约束而出现了信贷创造能力的下降。最后，年底季节性的放款放缓也是市场流动性出现微妙变化的一个原因。总体来看，牛市驱动的 2 个发动机在中短期内都出现了一定的问题，市场陷入中期调整也就是顺理成章的事情了。最后值得一提的是，目前的 A 股估值水平出现了一定的结构性泡沫，特别是中小盘股的估值泡沫已经超于了 2007 年的牛市顶峰；而政策层面也对国内的资产价格泡沫表现出异常的担心，持续出台的对房地产市场超乎预期的打压政策就是政策风向出现转向的明确信号。这表明在目前的国内外经济形势下，政府将不再容忍国内的资产价格泡沫，有形之手即将进行逆向干预：这也是 A 股市场进行中期调整的重要理由。

►全年来看，A 股的牛市并没有完全终结。一方面，美元的长期走强并不利于其制造业和出口的复苏，特别是对创造制造业的蓝领就业岗位产生阻碍，这就意味着美元的走强只是阶段性的。而中国持续增长的贸易顺差越来越成为国际贸易体系失衡的特征，人民币升值的压力与日俱增：人民币升值不但有利于平衡国际贸易失衡，降低相关的国际压力，而且在大宗商品高涨时有利于对抗输入型通胀。因此在人民币还存在升值压力的时刻，很难说 A 股的牛市已经结束。此外，尽管目前的信贷投放被强行遏制，但总量仍处在天量的水平（2010 年 7.5 万亿），而且在结构上呈现出前低后高的特征（2010 年 2—4 季度 5 万亿的新增贷款并不低于 2009 年）：这表明 A 股 2010 年的行情更可能是先抑后扬的走势。

►从技术角度来看，大盘前期的持续反弹已经基本修复了超跌的各项技术指标（KDJ, RSI 等），已经具备了再次杀跌的做空动能。虽然大盘 5、10 日均线形成金叉，但受 20 日均线压制明显，未来仍将回落考验 5 日线和 10 日线的支撑力度。从周线级别来看，大盘本轮的反弹受制于 120 周线，并在 2 次触及该线时均引发大幅回调（8.4 开始的调整以及本轮调整）。目前来看，120 周线在 3140 点，本周将下降至 3115 点附近，这将是大盘上行的强阻力位。从波浪理论的波浪形态来看，目前大盘调整的 A 浪下跌 5 浪调整已经走完，目前正处于 B 浪反弹之中，但反弹的时间和空间都有限：短期内大盘可能将再度考验 2900 一带的支撑，中期的底部应在 2700 点附近。近期仍然建议轻仓观望。

表一：德邦 2009 年四季度资产配置表

总体仓位比例 20%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	超配
2	B 采掘业	轻仓
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	超配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	超配
	C5 电子	超配
	C6 金属、非金属	轻仓
	C7 机械、设备、仪表	标配
	C8 医药、生物制品	重仓
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	标配
5	E 建筑业	轻仓
6	F 交通运输、仓储业	超配
7	G 信息技术业	轻仓
8	H 批发和零售贸易	重仓
9	I 金融、保险业	重仓
10	J 房地产业	回避
11	K 社会服务业	标配
12	L 传播与文化产业	轻仓
13	M 综合类	回避
合计		100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中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。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。