

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心陈嘉禾 执业编号: S1500210030014
+86 10 63081251
chenjiahe@cindasc.com

一根阴线代表不了中期趋势

本文发表于 2010 年 8 月 4 日《中国证券报》

搜索一下近期的市场观点，认为经济基本面糟糕、市场上涨后回调在即的占了大多数。周二市场在股指期货带领下无厘头暴跌，似乎证实了这种一致预期的准确性。

且慢，市场一致预期靠得住吗？远的不说，2009 年底大家认为今年经济会走好，所以 2010 年市场应该不错，最差也就是个前高后低。结果呢，前低。到了发中期报告的时候，跌了 30% 不好意思再看多，一致预期无奈翻空。好么，7 月暴涨 10%，之后怎么样还不知道 - 一致预期先生翻空以后继续郁闷。

但是，按照随机理论，如果一个指标在过去被证明是存在随机性的，那么其在两次偏离市场走向以后，第三次就可能是对的！那么，这次会不会市场一致预期对了呢？空说无益，让我们仔细看一看，这次一致预期看指数冲高回落，理由是什么？总的来看无外三大点：经济很差、估值不便宜、流动性枯竭。

先说经济，当下的宏观环境是不怎么样，但是即使我们的市场关心经济，它看的更多的也是宏观经济的预期，而不是经济本身。想想周一吧，中国的 PMI 数据很糟糕，印度的 PMI 数据蛮不错，结果呢，两个市场齐涨。晚上在央视做节目的时候，边上的主持人小心翼翼的说，我明白了，原来无论 PMI 怎么样，市场都是要涨的。市场为什么涨？中国是预期政策放松，印度是预期经济走好。盘算一下，都是看个预期。

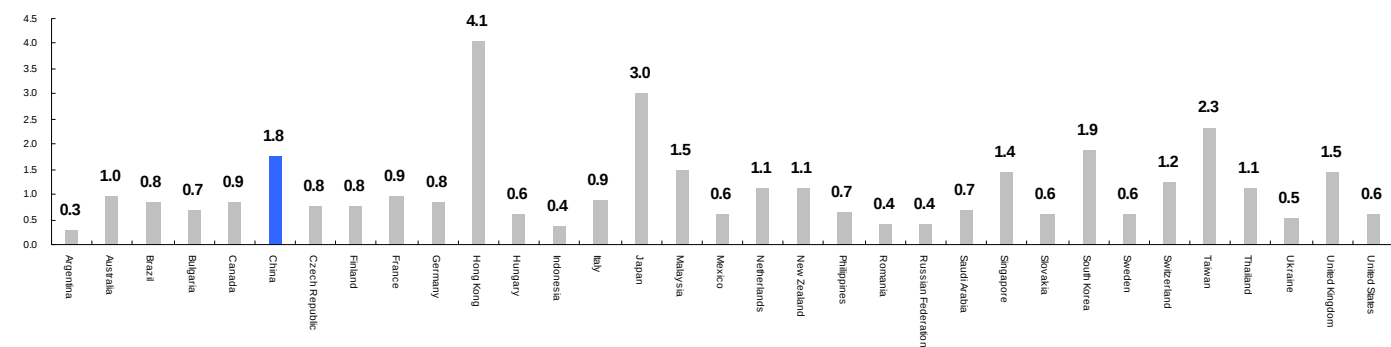
往远的想想，2008 年底反弹开始的时候，有什么好的经济数据吗？还不是瞄着一个预期。再往远一点说，奇怪的市场先生真的关心宏观经济吗？2001 年跌到 2005 年，经济怎么样？在其它市场，市场不理宏观经济的例子也有不少。如果一个台湾市场的共同基金经理在 1987 年经济回落之后就远离市场、直到 1989 年 1 季度经济复苏才重新入市，那么他将错过一波 3000 点到 6000 点的翻番行情。

其次说估值。笔者以为，A 股的估值是最奇怪的指标之一。看看 A 股对港股的比价：2001 年大概是 1000%，2005 年跌到 60%，2007 年涨到 200% 多，现在又跌回 100%。这看起来是个估值回归？且慢，打开 AH 两市上市的股票仔细看一看，这个按市值加权算出来的比价背后，是比 H 股便宜 20% 的金融股、贵 50% 的石油石化和贵 100% 多的航空股。都是中国人，都是受的经济学教育，都是用的 excel 算估值，为什么 A 股和 H 股能有这么大差距？都是中国人没跑，都是用 excel 算估值也对，那么剩下就是一条：不是都从标准经济学的角度出发想问题。另外话说回来，如果估值回归真的是真理，那么为什么现在比蓝筹股贵了 1 倍多的小盘股不回归，倒是一直保持估值溢价呢？

最后说流动性，近期的 M1、M2 增速数据是不行，但是中国的广义货币总量是惊人的。

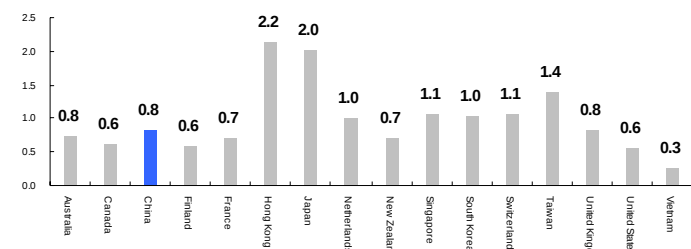
我们最近的一个测算显示，当前中国的广义货币量比名义 GDP 的比值大约是 1.8，是美国的 3 倍，在我们比较的 33 个主要经济体中雄踞第 5，且这个比值的增速在过去十数年处于全球领先地位。几个月的货币增速（注意增速这个词）下降，真的会让我们“差钱”吗？

图表 1：广义货币供应量/名义 GDP：中国对比世界主要经济体（2009 年）



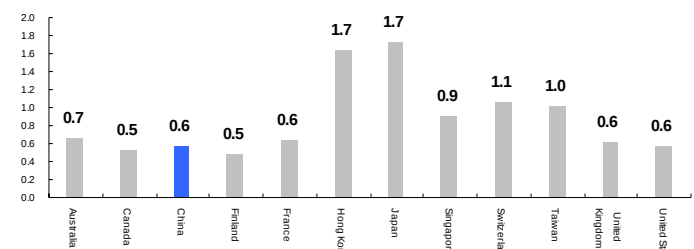
资料来源：信达证券，Datastream（数据主要取用 2009 年口径，* 使用 2008 年统计口径，** 使用 2007 年统计口径）

图表 2：广义货币供应量/名义 GDP：中国对比主要经济体（1990 年）



资料来源：信达证券，Datastream

图表 3：广义货币供应量/名义 GDP：中国对比主要经济体（1990 年）



资料来源：信达证券，Datastream

周二的大跌，让笔者遥想起 2007 年大牛市开始了一半时候的 2.27 大跌：当天上证综指重挫 8.84%，两市跌停一把一把。之后呢？市场从 3000 点一路涨到 6000 点。

当然，历史不会重演，当前的市场也不见得一定重复当年的大牛市历程。但是，历史有其相似性。在我们进行的量化测算中，由于历史较短、投资者经验不足，A 股的中期和短期趋势性在全球属于极强的。在 A 股使用趋势投资方法，总体来说，其效果好于大部分的主动投资策略。历史上，在向上趋势出现后，在没有突发政策利空的情况下，一根中型阴线的出现，还不足以判断市场已经进入了空头区间。

笔者认为，目前在 A 股进行资产配置考量，在宏观经济向下但政策预期向上、结构性估值存在泡沫但整体合理、流动性增速减少但总量仍保持高位的时点上，考量后市是否应该离场或者入市，市场的中期趋势应该是决策的第一要素。而周二的一根阴线，显然无法代表中期趋势的逆转。或许，我们需要更多的阴线，才能真正支持一个卖出的决策。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102