

专题策略

2010 年 12 月 28 日

此中医非彼中医

——货币政策对 A 股市场影响的辩证思考

● **存量货币的支撑下股市难以深跌。**通胀这个病因的根源并非一日之寒，存量货币的酝酿发酵潜力并未得以重视，“治未病”的关键点在一定程度上被忽略，央行用药准确性问题带来的流动性泛滥将持续，通胀的温度将持续。结果是 2011 年通胀控制的难度加大的同时存量货币带来的股市资金供应会表现出较好的状态。

● **表里不一导致用药不当，短期流动性持续对股市构成利好，而长期来看可能贻误时机带来后遗症。**没有显现出通胀热度的“脉象”并不代表内在真实的温度，表里不一的时候需要预见性地抓住矛盾统一体中的主要因素，以至于不造成延误。冬天没有出现代表通胀升温的“浮脉”可能是因为季节的因素，如果被忽略甚至被理解为浮脉没出现是正常的肌体反映，那很可能会带来用药时机的延误。这种状态可能会延续，对股市流动性短期来看是件好事、有利于资金的供应；但中长期来看是存在问题的，很可能后面的医药会加量，那么给股市流动性造成的后遗症会加大。短期看好货币政策对流动性的支持作用，但中长期需警惕后遗症。

● **“保增长”和“抑通胀”天平摇曳导致心理预期变化，从而带来股市的波段机会、振幅加大。**对中医理解的偏差使得央行将在 2011 年在“保增长”和“抑通胀”的天平之间摇摆，这种动态调整也可以被理解为边走边看，从而对股市增量流动性的供应产生影响，这种波动在心理层面上对股市造成的干扰要大过实质上的影响，股市表现出脉冲的阶段行情可能性较大，这种预期之下的博弈将时松时紧，伴随着用药的缓急股市也将加大波动幅度，因此，尽管单边行情出现概率不大，但是把握好波段操作时机还是会有很好的回报的。

相关研究

《灵活审慎政策舵》---2011 年 A 股投资策略

《脱离窄幅振荡格局，阶段性反弹可能性渐增》---2010 年 7 月份 A 股投资策略

《蜕变期也会有阵喜》---2010 年中期 A 股策略

策略分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号:

S0850203100093

电话: (021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

目录

1. 从积累到爆发	3
1.1 脉不浮是因为没有到夏天	4
1.2 由外至里有时间和环境的问题	5
1.3 局部的浮脉	6
1.4 浮脉的根基并不稳	6
1.5 小结	7
2. 增量流动性的政策困扰	8
2.1 增量货币供应取决于货币政策走向	8
2.2 信贷额度多寡的问题	8
2.3 加息的“靴子”将始终成为困扰	9
2.4 热钱的扰动	9
2.5 小结	10
3. 总结	10

图目录

图 1 各国M2/GDP的情况.....	4
图 2 CPI并没有显示出严重通胀发生	5
图 3 农产品和生产资料推升通胀	5
图 4 土地对流动性的吸纳	6
图 5 土地交易价格逐渐抬升.....	6
图 6 储蓄搬家支持股指上行.....	7
图 7 居民负债率高企	7
图 8 信贷和M2 的关系密切.....	9
图 9 热钱的波动.....	10
图 10 热钱目标仍然是人民币升值	10

央行行长周小川近期在阐述中国货币政策对经济运行影响时用了—个关于西医和中医的比喻来加以区别中国和西方国家的不同，也凸显中国特色在每个角度的渗透、货币政策也不例外。该论述可谓精辟，周认为治病方式有“中医”和“西医”之分，西医是对症下药，服后很快见效，但后遗症很多；中医是动态调整，即根据病人情况调整药方，往往用十味药而且见效很慢，但后遗症极少。这反映出我们的货币当局对政策调控的把握态度，显现出我们和他人有着本质的区别。

从这一精辟论述中流露出中国货币当局对政策走向的把握留有较大的余地，还要根据现时状况作出动态调整，这在通常角度来理解就是政策存在一定的变数或者是摇摆。我们认为这一表述背后的含义在某种程度上透露出央行在决策上的不确定性。我们想借着周行长提及的这个中医话题略微展开加以分析，周行长理解的中医是要根据用药之后病人的反应来进一步加以调整，而实际上真正的中医应该是这样的吗？

两千多年前，《黄帝内经》中提出“上医治未病，中医治欲病，下医治已病”，即医术最高明的医生并不是擅长治病的人，而是能够预防疾病的人。可见，中医历来防重于治。还有一个例子是扁鹊，魏文王问名医扁鹊：“你家兄弟三人，都精于医术，到底哪一位最好呢？”扁鹊答：“长兄最佳，中兄次之，我最差。”文王再问：“那为什么你最出名呢？”扁鹊答：“长兄治病，于病情发作之前，一般人不知道他事先能铲除病因，所以他的名气无法传出去；中兄治病，于病情初起时，一般人以为他只能治轻微的小病，所以他的名气只及本乡里；而我是治病于病情严重之时，一般人都看到我下针放血、用药教药，都以为我医术高明，因此名气响遍全国。”

扁鹊的这一阐述相当清晰地告诉我们究竟什么才是中医的真正含义，周行长的理解和扁鹊的叙述之所以有较大偏差，是在于我们现代人对中医的理解已经偏离了正确的轨道，而且这种偏离已经成为习惯性思维，才造成了错误看法。那么，在这种理解偏差下，运用中医理论来“治疗”中国通胀的当局是否会精准用药，在周行长的十味药里面，能够准确把握“君臣佐使”各味药的搭配合理、以中医严密的体系来系统性解决问题？能够抓住主要矛盾来治理？能够减少试错次数、能够把尚未入膏肓、还在腠理和肌肤的疾病控制住吗？

中央经济工作会议为 2011 年的宏观经济政策定调是“积极稳健、审慎灵活”。这与前两年的“连续性和稳定性”是有所不同的，主要是因为今年内外部形势的复杂性要较以往更高，海外各国冷热不均、政策取向也各有不同，而国内正是“十二五”开局第一年，而且面临经济结构转型的节点，在相对复杂的国际环境和承前启后的交织时期，要实现“抑通胀、稳增长、调结构”的多重目标，注定是极具智慧的挑战。因此，“审慎灵活”的政策取向是客观现实和主观需求的叠加选择。

这样一个复杂的政策目标下面，多个因素的角力将在动态调整过程中妥协和平衡，当然，我们认为最大的问题就在于通胀容忍度和经济增长速度之间的取舍。我们从中央经济工作会议传出的精神可以预判出，这对矛盾的均衡点最终将落到一个合理的区间，把明年的通胀目标从今年的 3% 提高到了 4%，这在一定程度上是根据物价趋势作出的现实展望，也是对经济增速保持的客观选择。可以预见的是，政策取向在这个目标指向下“通胀-增长”的天平将会有所摇摆，政策波动也是不可避免的。这里药方不一定是一针见血的、因为目标的变换，通胀高的时候可能会压通胀、而经济增速缓和之后又可能提增速，此时彼时会不一样。

我们在这里想借着中医这个话题，从一个比较独特的角度展开对于中国货币政策走向的预判、以及所引发的对 A 股市场的影响。

1. 从积累到爆发

中医有“望闻问切”几个基本功，人是一个复杂的系统，表象和本质往往并不—定统一，所以才需要用多个手段来抓住主要矛盾，才能够准确把握。李时珍有专门对切脉的论述，他的告诫是：一是脉象会随时节而变化，在诊病时需考虑季节因素，春脉弦、夏脉

浮、秋脉毛、冬脉沉，如果不考虑这个因素就下药，会出现较大问题；二是“望闻问切”并不都是统一的，当切出来的脉象和其他特征不相符合的时候需要仔细反复权衡，除了切脉之外还要看病人气色、也要听病人叙述，需综合起来确定治疗方案，不能单凭一个脉象就下结论，当望闻问切出现矛盾的时候要仔细辨别。

把这一段放在我们报告里面是想说明对于通胀这个问题，很可能表里不一，简单下结论可能会失误。从表象上来看，人民币升值预期驱动的热钱涌入是流动性的主推手、食品价格上涨是通胀的主要表现，而这些表象和真正的通胀成因是否统一还需要推敲，很可能脉象反映出来的病症并不是绝对准确的。

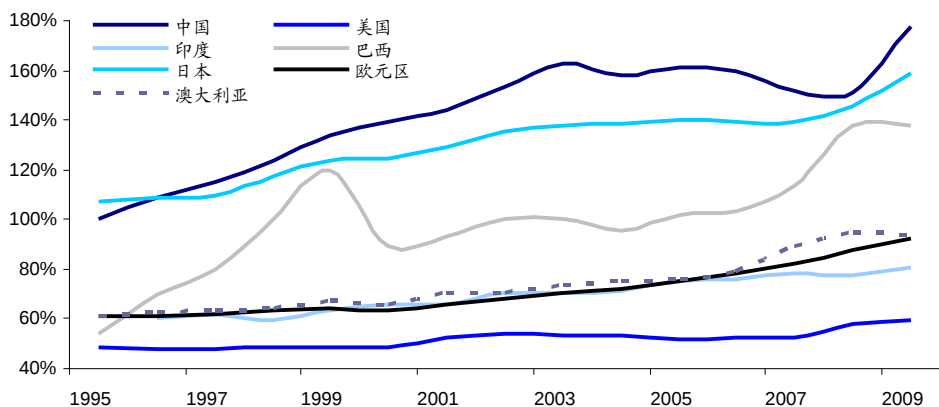
桓公的病并非一日之寒，扁鹊之所以能够预见性地指出其要害是他深刻了解这背后的规律。表象和内在的辩证观需要仔细考量。我们在讨论股市资金和流动性的时候，会从存量和增量两个角度分析。市场更多的是去关注增量资金的问题，眼光集中在明年信贷额度和央行的货币政策走向上面，我们想强调的是，尽管这种关注增量资金供应的看法我们也是赞同的，不过我们更认为存量资金发酵的因素在 2011 年会占上风。我们想试图回答：通胀似乎猛如虎，为什么本该呈现出反映通胀热度的“浮脉”、可是事实上却是和缓的呢？

1.1 脉不浮是因为没有到夏天

我们先来讨论货币超发的问题。货币超发问题并不是今天才有的，“弗里德曼的水龙头”在中国没有明显显露出威力是时间没有到发酵成熟呢还是中国环境特殊呢？

在大家广泛讨论央行超发货币规模究竟有多大的时候，我们不太想去追究绝对数的大小、还是想用 $M2/GDP$ 这个相对比重来描述存量货币的状况，用该指标可以比较贴切地反映出货币和经济体量相互配比的情况，从而可以看出货币溢出的情况到达怎样的程度。我们选取了多个国家作为样本来加以讨论，从横向对比来说明情况。

图 1 各国 $M2/GDP$ 的情况



资料来源：WIND 资讯，BLOOMBERG，海通证券研究所

尽管央行行长强调中国由于储蓄率高而导致 $M2$ 偏高的状况持续存在，以此作为超发货币的解释。不过，上图非常清楚地向我们陈述了中国和其他国家货币和经济体量的对比情况。我们看到，尽管各国经济由货币推动的上升趋势都较为明显，但是 $M2/GDP$ 的上升速度却有着明显的区别。处于高位的国家分别是中国、日本和巴西，而澳大利亚、欧洲、印度和美国则相对上升缓慢。

这张图告诉我们这样几个事实：一是近十年来各个国家都在使用货币扩张的手段，和自身的经济体量相比，货币的超发现象都较为明显，那么全球货币存量的上升是一个逐步累积和加剧的过程。而且这个过程的延续从目前看来并没有停止的迹象。

二是中国和其他新兴市场相比，货币推动经济的力量更加明显超过经济体量，特别是在 2008 年金融危机之后非常手段挽救经济所采取的大量货币投放导致这种格局愈发突出，曲线上升的斜率十分陡峭，这跟其他国家平稳格局形成鲜明对比，中国的货币存量溢出问题较其他国家要严重得多。这也是存量货币发酵效应体现在很多领域的结果。

三是滥发货币的美国实际上其货币供应和 GDP 的匹配一直比较平稳，这个现象该如何解释，是美国超发的货币都流到别的国家去了还是它庞大的衍生品市场吸纳了呢？我们在没有确切证据之前无法得出相应的结论，只是从对比美国和其他国家的 M2/GDP 比重来看，美国的状况要稳定和安全得多。

因此，从这个角度来看，存量货币的溢出效应是必然的，这是全球范围内共存的问题，这对于 A 股的资金供应起到正面的积极作用也是潜在和客观的。尽管浮脉没有出现，我们认为是夏天还没有到来，存量货币沉积一段时间过后，脉象会显露出热度来，为此，我们认为 2011 年存量货币对股市构成较好的支撑因素，市场要出现深跌的可能性较小。

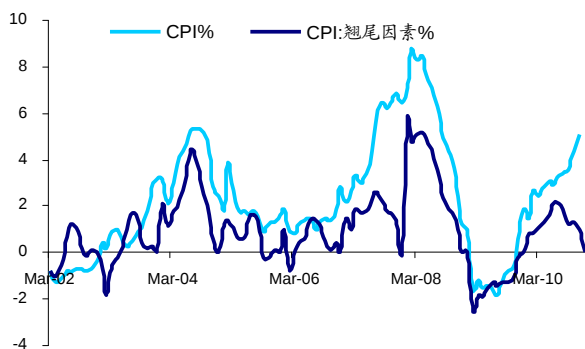
1.2 由外至里有时间和环境的问题

接下来我们讨论发酵的时间和发酵的环境问题。

存量货币发酵的力量来自于两个方面：一是央行前期大量的货币投放导致的后续效应，另一个是热钱涌入导致的货币被动投放。超量的货币供应就像水龙头，只要拧开了，水从管子的一头进去，就一定会以物价上涨、通货膨胀的形式从管子的另一头流出来。二战后被凯恩斯主义长期影响的美国 and 英国均被弗里德曼不幸言中，受害最深的英国，其通胀率在 1970 年代节节攀高，1975 年曾达到近二百年来登峰造极的 24.2%。

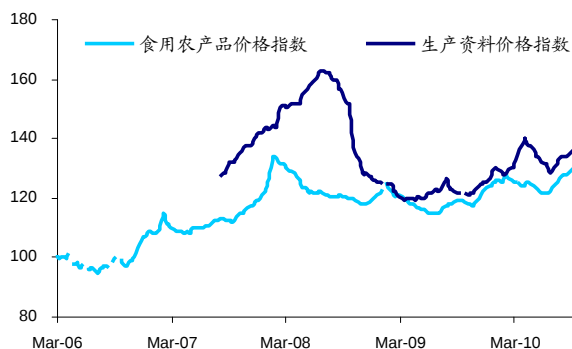
但是中国这么多超发货币并没有发生严重的通货膨胀，我们的 CPI 尽管在持续上涨但仍然维持在温和的状态，该如何来理解货币超发和通胀之间联系并不密切的现状？这并不是弗里德曼的货币铁律在中国的失灵，而是央行的调控、或者简言之就是修建了一个“货币水库”，从经济体中抽出并暂时蓄住了经年超发的货币洪流，这也就是近期央行行长周小川所说的“池子”吧。当然，近期关于“池子”的讨论和猜想已经蔓延广泛，行长的解释并没有让市场的看法清晰起来。

图 2 CPI 并没有显示出严重通胀发生



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 农产品和生产资料推升通胀

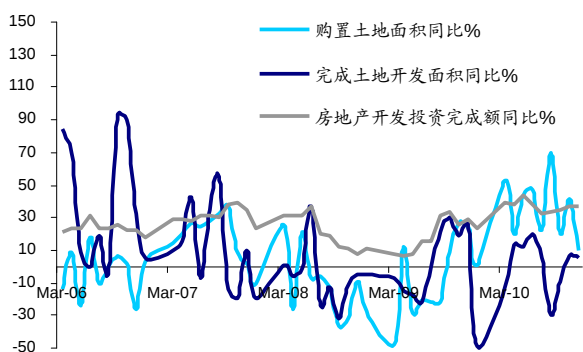


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

之所以存款准备金和公开市场操作被作为经常性的工具使用，是因为“蓄洪”的必要、通过它们来传导，承担着传递央行货币政策意图的重担。但是，央行从公开市场回笼资金可谓困难重重：既不想抬高货币市场利率而加重市场升息预期，又面临着大量回笼过剩流动性的艰难任务，在一定意义上，这个手段的使用已经受到制约，央行难以达到游刃有余的境地。所以，要想继续通过数量手段来实施池子水位的控制，恐怕央行的难度是越来越高了，水满溢出的结果必然是流动性的长期泛滥。

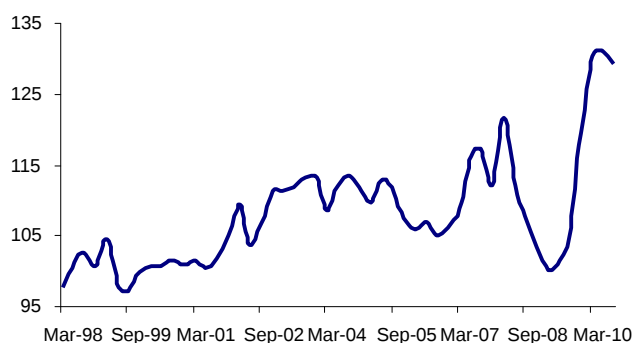
在谈及发酵环境的问题时还有一个必须考虑的因素是土地的“吸金”问题。近年来伴随着飞速发展的地产行业土地供应大大增加，土地价格也逐级爬升，这从下面的图就可以看出来。这个庞大的土地市场实际上是一个无形中“消化”和吸纳流动性的场所，换句话说，存量货币发酵受阻的一个原因也在于此。这一因素由于市场统计缺乏有力数据而可能被忽略，但实际上这些土地吸纳了流动性之后再释放到经济循环中的时间以及周转速度较小，在一定程度上削弱了流动性泡沫的膨胀，也可以作为一个潜在因素来考量。

图 4 土地对流动性的吸纳



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 5 土地交易价格逐渐抬升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

阐述清楚了以上问题，我们就不难发现弗里德曼的水龙头在中国并没有失效，而是央行在某种程度上人为控制和阻隔其发酵过程和发酵程度。我们认为这种人为的控制历年能够维持和奏效是因为央行投放的超量货币规模比较稳定的缘故，而自从 2009 年大规模投放贷款的先河开启之后，央行的操控难度就无形中加大了，要有足够容量的“池子”、而且完全控制好“池子”的满溢程度是需要央行的超水平智慧和能力的。因此，我们认为 2009 年之后这种难度加大的背景下，超量货币发酵的力量会较之以往显得明确而有力。从目前货币政策对流动性控制的“用药”来看，脉象的温和与内在的冲突并没有被准确把握，以“寡人无疾”的心态来对待可能错过在腠理的治疗良机，通胀这个脉象还没有爆发出来并不是不存在这个因素、而可能是时机没有到，货币发酵尽管仍然存在时滞，但是发酵的力度仍然会很明显。

1.3 局部的浮脉

没有整体性的通胀热度显现并不代表客观问题的存在，只是流动性的表现形式问题。

我们无论从股市还是 CPI 的角度出发来看，存量资金的发酵现象似乎都不严重，这里有一个流动性表现形式的问题。

一是 CPI 权重的问题。食品在 CPI 中的权重约为三分之一，10 月食品价格较上年同期上涨 10.1%，而非食品价格涨幅仅为 1.6%。因此，CPI 对存量货币发酵体现并不明显，或者说 CPI 不是适当的体现形式。

二是不在物价指数上表现出来的结构性问题。“豆你玩、蒜你狠、糖高宗、苹什么、油它去、棉里针、不蛋定、药你死、煤超疯”都是近来流行的网络语言，这在很大程度上反映出部分供求存在缺口的商品价格泡沫膨胀程度是超过通常消费者可接受范围的，这反映的就是存量货币流向这些供求存在缺口的部分商品之后所制造的泡沫。

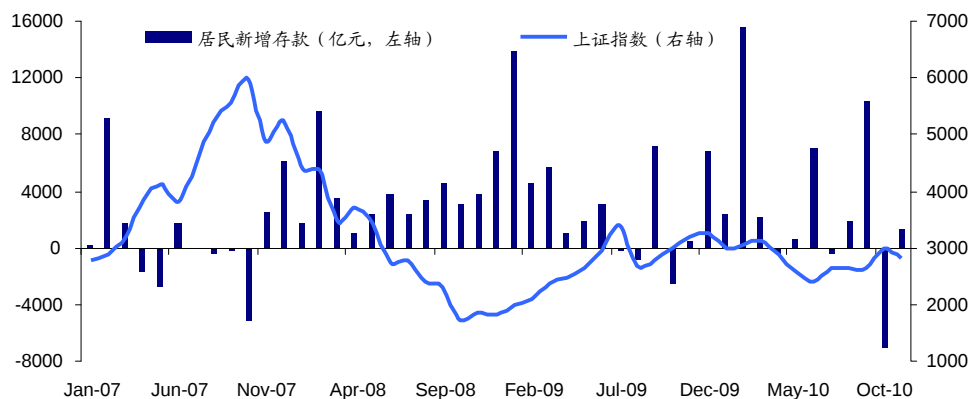
1.4 浮脉的根基并不稳

一个重要因素是我们要考虑的是储蓄搬家的力量问题。

我们不想赘述太多储蓄搬家的事实，已经有很多报告对此给予详细论述。我们认为

存量资金发酵的途径通过储蓄搬家的方式来实现对股市资金的输送是客观的现实,这种状况也将持续,在存量资金充裕的背景下未来较长时间都会表现出来,我们认为从较长时间来看该利好因素是毋庸置疑的。下图表现的就是当月新增居民存款和股指的波动关系,储蓄搬家对股指上行的贡献尽管可能存在一定的时滞,但是正相关的关系还是非常明显的。

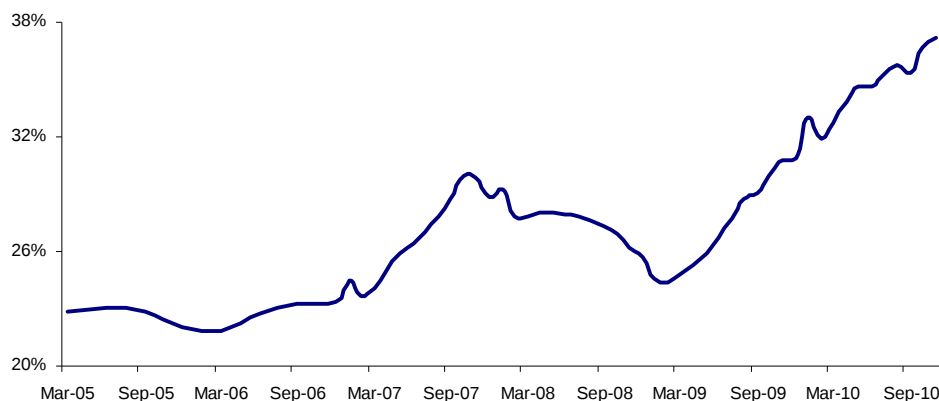
图 6 储蓄搬家支持股指上行



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

不过, 我们想要探讨的是月亮的另外一边脸。我们选择了居民户贷款/居民户存款这个比值来衡量居民作为整个大样本的负债程度, 下面这张图就是这个比值的变动情况。

图 7 居民负债率高企



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

从上图我们不难看出居民负债率从金融危机之后的攀升速度较快, 甚至超过了 2006-2007 年大牛市的时候。这可以理解为两个方面: 一方面是本轮储蓄搬家的力量并不比前面大牛市时候弱, 存量资金发酵的表现形式可能更多是以房产泡沫体现了, 而对于股市的资金供应产生了一定的结构性差异; 另一方面是负债率达到一定的高度、已经远远超过金融危机爆发前的水平, 是否意味着储蓄搬家的潜力存在后续挖掘困难的问题呢? 我们不可能得到非常确切的是或者非的答案, 但是这个隐忧从一个侧面来看是存在的, 这也就是存量流动性发酵的一个远期的阻碍。简言之, 我们将看到浮脉体现出流动性泛滥和通胀的热度, 但这种浮脉却是虚火上炎, 根基并不牢固。

1.5 小结

综合来看, 我们对存量货币发酵的判断持谨慎乐观的态度。

尽管以通胀热度来衡量，目前的脉象还是比较和缓平静的，我们不能被这个表象所干扰。存量货币这个“笼中虎”在近两年被央行增添了双翼，和 GDP 不相配比的超量货币带给它较强的泛滥潜力，而且从央行可控的蓄洪防洪的难度将越来越大，大背景下股市的资金供应是乐观的，也是我们得出股市在充裕资金背景下难以出现较大幅度下跌的理由。

但是，我们同时也强调其流向的结构性矛盾问题，表现形式的变化告诉我们的是货币冲击方向并不一定流向股市，再有就是储蓄搬家的力量消耗给潜力释放难度增加埋下了一定的伏笔。因此，我们强调存量货币的发酵会给股市资金供应营造有利条件，但这并不意味着股指就一定会出现上扬。

2. 增量流动性的政策困扰

2.1 增量货币供应取决于货币政策走向

置于全球通胀特别是新兴市场通胀格局明确的大背景下，央行 2011 年的货币政策走向成为左右市场神经的一个关键性因素，也是市场最关注的焦点，尽管我们认为存量流动性发酵的力量不可小视，但是增量流动性受困于政策扰动、心理层面的影响会表露得比较明显。

首先，从中央经济工作会议来看，紧缩预期的确要比 2009 年底时要强烈一些，但我们并不认为这种紧缩会表现出较大程度的逆转。

中央经济工作会议的定调是“控通胀、调结构、保增长”。加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行。具体办法稳健的货币政策搭配积极的财政政策。货币政策定调正式转向，从而引发了市场对于货币紧缩的判断，但是我们认为这种转向并不代表逆转的出现。

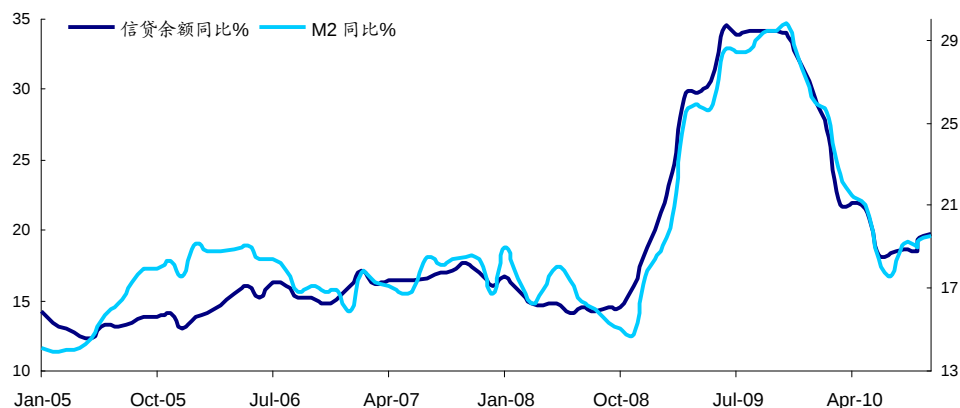
如果我们将这种预期和市场表现结合起来看，2010 年后面两个月缠绕在这个基调中的股指对此反映得相对是比较充分的了。或者我们可以理解为市场对这个紧缩预期的看法在一定程度上超过了政策实施力度的本身。我们认为这种紧缩效应在短期内控制市场情绪会随着时间的推移而淡化，央行在执行该政策目标的过程中也是有权衡的，并不可能一味地收紧和打压，这给 2011 年部分时段、特别是上半年还是留有了一定的回旋空间。我们对这一基调的看法是，2011 年的增量货币供应不如 2010 年宽松，这是大概率事件，但是谨慎的货币政策并不意味着逆转，从紧的程度仍然是在一个适度的范围内的，这对股市资金供应没有构成逆转性的威胁。

当局的“审慎灵活”在较大程度上可以理解为边走边看，这也符合周行长对中医的理解，这将会导致 2011 年货币政策出现波动和摇摆，不确定性会暴露出来，后遗症也会留下来。这对市场的影响可能更加充分地流露出来，在“保增长、抑通胀”这对跷跷板式的矛盾统一体面前，央行的货币政策走向就成为牵动市场神经的一个重要砝码。货币政策的波动将造成市场更大的波动。所以我们强调的是货币政策走向对心理层面影响的力量要大于其实质。

2.2 信贷额度多寡的问题

从中央经济工作会议对 M2 的增速定调来推测 2011 年的信贷规模，目前市场普遍对 2011 年信贷额度的预期从原先的 7-8 万亿元下降到了 6-7 万亿元，这个预期的下调因素主要还是缘于近期央行频繁采取紧缩政策以及高层会议的定调。在“保增长”和“抑通胀”这个平衡技巧掌握难度较高的状态下，很可能在这天平两侧左右摇摆的可能性很大。换句话说，央行仍然可能采取边走边看的相机抉择，这和今年也仍然较为类似。阶段性的增量资金供应在紧缩和扩张之间摆动，市场神经也就跟着敏感地波动，因此从这个焦点数字对市场心态影响力来分析，2011 年的市场会在其支配下出现波段式行情，单边牛市或者熊市的概率都不大。

图 8 信贷和 M2 的关系密切



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.3 加息的“靴子”将始终成为困扰

我们略微回顾一下 2010 年的情况，从元旦过后央行第一次提高一年期央票的发行利率开始，市场就被加息阴云所困扰，不过这朵阴云时浓时淡，在投资者的眼帘中进出了很多趟，真正成为现实落地却已经是 10 月份的事情了。

我们之所以重温，是为了说明加息周期即便开启，这个过程也仍然可能是漫长却持续的，而对于股市来说，仍然可能会如同今年这样，控制市场神经也呈现出波段式、而非警钟长鸣。2010 年四季度已经演绎过一次类似于“猫捉老鼠”的游戏了，在周边新兴市场都普遍加息的背景下，市场加息预期最终却以准备金率上调的方式替代，成为一个短暂的喘息，但是实际上“靴子”并没有消失。估计这种情况在 2011 年仍然会多次上演，剧本可能会略有区别，但是实质却是相同的。

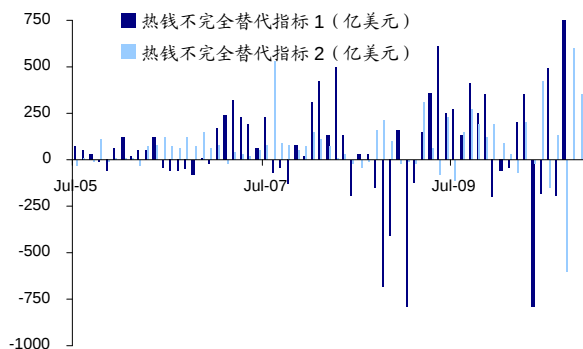
市场对于决策层提高通胀目标的想法比较复杂，一方面是说明通胀压力已经成为共识、这也将成为较长时间存在的困扰；另一方面说明加息周期开启之后并不意味着密集调控手段会加以实施。对于决策层来说，通胀成为长期困扰但又难以消除。

这对于通胀压力下的股市来说有以下的影响：加息的频率反映出通胀演化速度和央行控制通胀的决心，在明显不愿意频率过快、力度过大的当局调控意图下，“靴子”悬着的杀伤力其实要比落下来的力度更大，暗耗可能成为常态。所以，很可能在“靴子”落地后的一段时间里市场演绎出波段式的上涨行情，但当“靴子”又重新再悬一只在高空，那又成为一个制约的因素。对通胀用药的不精确将导致市场的多头“元气”被耗损在无形当中。

2.4 热钱的扰动

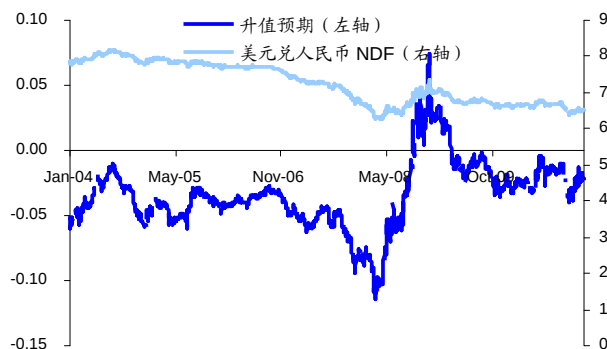
其实用“热钱”这个概念来阐述并不严密，不过我们较难找到合适的描述外部资本对市场所造成的影响。中国经济目前的困境是：过度依赖外贸导致外汇储备不断增加；人民币升值恐惧症则让越来越多的热钱押注人民币必定要升值；改革开放三十年来的“保增长”战略导致经济结构调整的难度不是往越来越小的方向发展。我们撇开其他因素不讨论，单从外汇流入和央行操作的角度来看，由于外汇占款等变量并非央行所能控制，这就加大了其货币政策的操作难度。

图 9 热钱的波动



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 10 热钱目标仍然是人民币升值



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

处理外汇占款问题的一个途径是“走出去”战略。我们看到鼓励海外投资的闸门打开了：一是中国居民已获准投资海外股市 670 亿美元，这是外资能购买中国股票额度的 2.5 倍还多，不过因为各种原因，这个举措并不理想；二是鼓励企业增加海外投资，2003 年到 2009 年间中国对外投资增长 18 倍至 560 亿美元，但是这里也有各种原因，包括地域、政治波动等等，而且资本倾向于流向那些收益较高的地区，2009 年中国吸引到的外商直接投资比其对外投资高出 70%；三是政府对外投资，比如购买外国国债，或者和其他国家货币互换，但是总体上来看也有各种因素制约。这些可能归结到最终只有一个因素，就是人民币升值预期下，资金流向不太可能发生向外的方向性改变。

这对于增量资金提供了较好的条件，我们可以有这样的判断，在人民币升值大前提未发生改变和逆转的条件下，外资的流向仍然是有利于股市增量资金的供应的。

2.5 小结

增量流动性之于股市，更体现出“病从心出”的特征，心理波动左右这个市场要大于实质。央行在“保增长”和“防通胀”的天平之间摇摆的用药，在央行的决策层看来是中医的动态调整，而在股市看来可能针对性并不理想，间接对市场心态带来较大波动，我们将在这种格局中渡过。

3. 总结

我们围绕对中医的正确理解展开讨论，对 2011 年流动性对股市影响总结如下：

一是通胀这个病因的根源并非一日之寒，存量货币的酝酿发酵潜力并未得以重视，“治未病”的关键点在一定程度上被忽略，央行用药准确性问题带来的流动性泛滥将持续，通胀的温度将持续。结果是 2011 年通胀控制的难度加大的同时存量货币带来的股市资金供应会表现出较好的状态。

二是没有显现出通胀热度的“脉象”并不代表内在真实的温度，表里不一的时候需要预见性地抓住矛盾统一体中的主要因素，以至于不造成延误。冬天没有出现代表通胀升温的“浮脉”可能是因为季节的因素，如果被忽略甚至被理解为浮脉没出现是正常的肌体反映，那很可能会带来用药时机的延误。这种状态可能会延续，对股市流动性短期来看是件好事、有利于资金的供应；但中长期来看是存在问题的，很可能后面的医药会加量，那么给股市流动性造成的后遗症会加大。短期看好货币政策对流动性的支持作用，但中长期需警惕后遗症。

三是对中医理解的偏差使得央行将在 2011 年在“保增长”和“抑通胀”的天平之间摇摆，这种动态调整也可以被理解为边走边看，从而对股市增量流动性的供应产生影响，这种波动在心理层面上对股市造成的干扰要大大超过实质上的影响，股市表现出脉冲的阶段行

情可能性较大，这种预期之下的博弈将时松时紧，伴随着用药的缓急股市也将加大波动幅度，因此，尽管单边行情出现概率不大，但是把握好波段操作时机还是会有很好的回报的。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
单 磊 (021) 23219428 shanl@htsec.com

联系人

汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
杨俭秋 (021) 23219605 yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈 瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

周 健 (021) 23219444 zhouj@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
联系人
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400 zghan@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com
联系人

机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com
方 维 (021) 23219438 fangw@htsec.com
舒 灏 (021) 23219171 shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407 ouzh@htsec.com
联系人
唐爽爽 (021) 23219716 tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389 panhw@htsec.com
谢 盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
联系人
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaoxc@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com
联系人
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406 yanghj@htsec.com
联系人
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054 pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com
联系人
房 青 (021) 23219692 fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
白瑜 (021) 23219430 baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381 hzh@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373 maoyl@htsec.com
辜丽娟 (021) 23219397 gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454 sunj@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com