

从债市看股市:流动性“反转”日益临近

12月份PMI、进出口,以及信贷、M1、M2等宏观经济数据回暖迹象明显。但数据的“一米阳光”转变为股市见底回升的必要条件是,在市场对经济见底形成共识基础上股市流动性“反转”。12月份宏观经济数据尤其是信贷数据的回暖,在昨日成为了债市、股市分化表现的催化剂。这是A股构筑中期大底过程中重要的一天。

屠毅

银行流动性充裕

从历史上看,M1与股市波动具有明显的关联性。但在目前的宏观经济背景下,尤其在M1回升的初始阶段,两者并没有必然的关联性。12月份M1、M2指标双双回升,并不代表股市的流动性马上能获得改善,宏观环境的流动性并不完全代表股市的流动性。从适度宽松的货币政策开始实施以来,存贷利率、存款准备金率的频繁下调是释放央行宏观流动性的开始。同时央行票据也在释放流动性,一季度到期央行票据就达近万亿元。此外12月份银行信贷数据也出现明显回升。以上信息表明目前银行体系的流动性正在趋于逆转。但是我们更加关注来自中债登记公司最新数据:商业银行去年9月至12月间的债券托管量连续上升,共增加了5856亿元,而去年前8个月的累计增量也不过6489亿元。宏观流动性转化为银行信贷增量还需今年1季度的数据予以验证,债券市场目前依然是银行流动性释放的主要通道。

避险资金“蜂拥”债券市场

虽然长短期债券的收益率均有不同程度下降,远期的利率变化不确定性在增加,牛市中下半场正在成为债券投资者的共识,但去年9月份开始的债券市场牛市行情,对流动性的吸引力在今年初依然是有增无减。除了现金管理与低风险稳健收益需求外,笔者认为其中重要的驱动力是巨量资金的避险需求。除了机构资金大量囤积在银行间与交易所市场的相对刚性因素外,笔者更关注社会资金需求对风险收益变化的弹性因素。现实的情况是,以债券型基金为主的低风险基金目前正在成为流动性释放的主要得益者。截至1月13日,60只债券基金去年四季度以来的平均复权单位净值增长率为5.44%;而今年以来,60只债券基金今年以来的平均复权单位净值增长率为0.7%,收益率已经出现明显下降。但是近日多只债券基金却发布公

告对大额申购进行限制。这显然与避险资金的大规模流入有关。

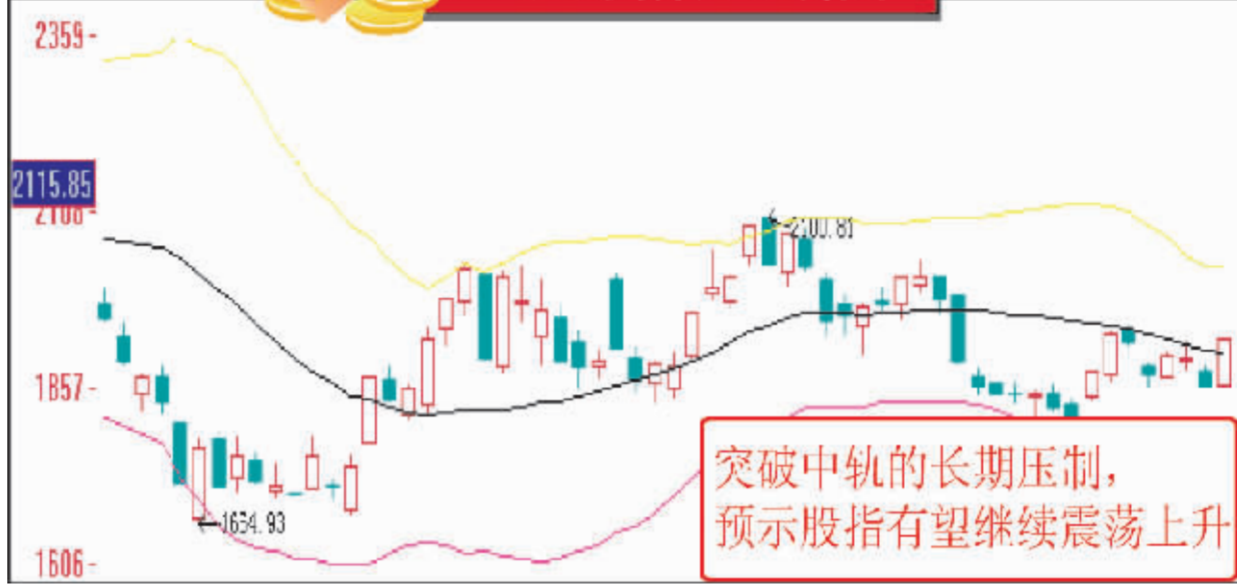
债券市场的最新结构性变化显示:12月份信贷增量扩张速度超过市场预期,正在导致债券市场产生资金短缺预期,使得中长期债券的利率风险与流动性风险进一步积累。长债资金向短债转移引发了短债的资金推动行情。因此,笔者认为未来短债的收益率变化更能反映出债市流动性的变化。

股市、债市收益率临近逆转

如果宏观流动性回升导致资金优先配置于实体经济,将主要表现为经济景气预期回升和通缩趋势缓解,资产市场的价格主要受到盈利的支撑;如果宏观流动性回升导致资金优先配置于资本市场,资产价格会面临重估。流动性优先进入的领域,取决于其风险收益特征。由于股市领先反映实体经济景气变化,因此股市将率先得益于流动性改善。就目前股市估值与债市的收益比较看,交易所1年期与10年期国债1月13日即期收益分别为1.36%与3.18%,A股以15倍PE与30%现金派现比例计平均收益率近2%,位于长短期债收益率之间,投资价值已经十分突出。从动态预期变化看,中国经济在下半年底甚至回升已经成为资本市场的共识,债券即期收益率上升(价格下跌)与股票收益率上升(价格上涨)将成为一种趋势,而12月份信贷数据的回升,正在强化两者收益逆转的预期。

昨天银行股引领A股大盘强劲反弹,而股指期货与国债指数高位下跌0.20%、0.16%。显然12月份宏观数据强化了市场对未来股市与股市收益逆转预期。结合M1、M2指标回升与债市股市的分化表现,笔者认为目前宏观流动性改善转变为股市流动性“反转”又迈进了一步。因此昨天是A股市场中期大底构筑过程中具有标志性意义的一天。前期笔者认为,A股市场运行在战略相持阶段,建议目前关注短期债券收益率变化趋势来确认股市流动性的“反转”迹象,并以此作为中线增加股票仓位的重要参考。

上证综指日K线图



周三沪深两市震荡走高,个股全面开花。收盘报收于1928.87点,成交量有所放大。从盘面分析看,权重股特别是金融股护盘明显,加上节前降息预期,股指下行空间有限。从技术分析上看,30分钟股指开始触碰到中轨,技术指标超买,60分钟也同样碰到中轨,技术指标显示强势。日线则终于突破中轨的长期压制。初步分析,股指周四可能冲高回落整理,只要不跌破中轨1910点,就有望继续震荡上升。(万国测评 王荣奎)

继续震荡上扬

大研判断

大盘“温和调整”态势并未改变

民族证券 刘佳章

周三市场放量上涨,应当说具备了三层积极含义:一是从一个连续的眼光来看,多方终于在第三次尝试反弹20日均线时取得成功,调整格局的形态得以修正;二是,尽管市场从2008年12月以来持续调整,但“逢缺口必补”的盘中反弹规律依然成立,意即盘中反弹机会明朗,短线操作难度不大;三是,反弹是在宏观经济数据有所好转时产生,多方“蓄势”相对容易。但笔者更倾向于认为,市场目前仍处于“温和调整”的态势中,并且短期内难以改变。

说其温和的原因在于,“两会”召开之前,特别是在“春节”前期,按照过去的惯例,有关方面会特别强调营造“祥和”的氛围。而诸如汽车、钢铁两大产业振兴规划的先后出台,反映出管理层将继续贯彻“保增长”政策而不遗余力。故此,宏观经济环境、政策预期是偏暖温和的,这对于维持股指的相对稳定有所帮助。

另一个温和在于宏观经济数据出现一些复苏的迹象。比如发电量的上升反映出工业生产有所恢复。特别是央行公布的12月份的M0、M1和M2

等数据,环比增速的超预期反弹不仅反映了央行的宽松货币政策和信贷政策执行尚好,更重要的是,根据货币缺口理论的解读,作为股市的先行指标,M0、M1、M2的反弹加大了股市资金注入的预期。可见宏观数据的好转以及现金流层面的复苏有助于市场维持温和的走势。

但是之所以笔者认为即使宏观方面有所好转,市场还会依然维持“温和调整”的走势,还在于有以下几个因素值得关注。

一是,中兵光电首份年报的出台,标志着市场进入2008年上市公司年报披露期,而一些上市公司的“年报地雷”将会给市场带来新的系统性风险,毕竟2008年上市公司总体盈利水平下滑几成定局,而参考过去的惯例,即使是一些好的上市公司,出于为未来运作的考虑也有意做低去年业绩的可能,以方便在新的年度里行情有机会的时候进行业绩释放。故此上市公司业绩究竟下滑了多少?市场所关心的企业“去库存化”究竟实现了多少?投资收益、减值准备计提的公司多不多?都会给市场带来一定的考验。而上市公司整体的下滑带给股指的也不仅仅是个股层面

的“年报地雷”风险,更接近于一种宏观经济数据不能修饰的新的系统性风险。

二是,市场成交量能表现并不特别乐观。虽然股指短线的节奏更为接近放量反弹,但从去年12月份反弹高点一路下行的态势来看,市场的交投气氛也随之逐级下滑。从量能级别来看,单日两市成交近千亿的水平,不足以支持市场连续反弹。

三是,境外机构频频动作,包括苏格兰皇家银行减持中行H股、QFII减持西部矿业等等动作来看,不管出于何种目的,作为资本市场中很特殊的一个角色,境外机构的这些频频动作也会使得A股市场投资者变得更为敏感。毕竟即使是市场公认的一些2009年优秀的投资品种,近期也都出现了主动调整的态势。周三的反弹是受权重股的影响,而权重股在熊市的反弹中大多不值得期待。因此笔者认为,在一个相对较长的周期内市场还会维持原有的调整态势。

整体上说,当偏暖的宏观经济层面遭遇业绩下滑的上市公司年报出台,股指寻得“温和调整”的态势不失为一种多空双方取得微妙平衡的一种走势。

首席观察

银行股仍将负重前行

信达证券 马佳颖

目前银行股再度成为市场关注的焦点,起源在近期外资集中抛售境内银行股股权,这一现象应该引起我们的高度关注,因为银行业作为金融领域的核心,直接体现了一个国家经济政策的导向,体现了资源配置的效率,而且银行股在A股市场上的权重,使得它的一举一动直接关系到股指的走势。

对于银行股的态度,境内的机构投资者经历从犹疑到坚定的过程。回顾2006年的行情,银行股并不是基金最青睐的品种,不断地调整仓位。但是在此期间外资却对银行股情有独钟,不管境内基金如何进出,外资始终是坚定地增持并持有。A股市场完成了股权分置改革后,在全球流动性充裕的格局下,被纳入了国际资本“全球配置”的范围中,中资银行迎来了一个前所未有的发展阶段。随着经济增速的快速提高和人民币大幅升值,在人民币资产重估的背景中银行股逐渐被市场认可和追捧,工商银行也一跃成为全球最大市值的银行。然而就在欢呼渐入高潮的时候,经济形势急转直下。去年底开始,外资集体减持,集中抛售持有的中资银行股股权。和两年前的增持比起来,卖出的时候同样毫不犹豫。外资对待中资银行股态度的180度转变,揭示了我国银行业面临着什么样的风险?而境内机构和外资的分歧巨大。这一次,谁是正确的?

银行是一个典型的周期性行业,其盈利空间和经济的运行周期有着非常密切的正相关关系。在经济下行周期中,随着管理层适度宽松的货币政策的执行,银行的息差收入是逐渐降低的;而相反的,由于刺激计划的贯彻和政府的强制措施,使得银行的信用成本在经济下行周期中大幅提升。两者相反的作用导致了银行行业的盈利能力呈现周期性,而且和经济周期基本同步或者稍有滞后。也就是说,银行业的业绩触底可能要落后于整体的宏观经济和其他行业。从这个最基本的角度去出发,境内机构对于上市银行的评级水平,显得有些乐观了。

更为悲观的预期是,目前银行行业的风险还没有集中爆发,未来将面临更为严峻的考验。此前市场较为担心银行出现大面积的惜贷现象,会对银行利润产生一定的负面影响。从昨日公布的数据看,2008年12月在经济刺激政策的引导下,人民币贷款余额和M1、M2指标都出现较大幅度的反弹,显示适度宽松的货币政策开始发挥积极的作用;而商业银行的实际贷款利率出现小幅回落,意味着银行主动性放贷意愿在加强。从资金角度而言,这些数据的变化对市场构成利好,但是对于银行而言,恐怕就没那么乐观了。

如前所述,银行的盈利能力和信用成本有直接的联系。为了刺激国内投资和消费需求,防止经济下滑,管理层采取了一系列的措施,其中包括前所未有的对货币增速的数量化目标要求。为实现这一目标,通过指令性强制商业银行降低贷款门槛,扩大贷款规模不可避免。去年底银监会要求商业银行提高拨备覆盖率,优化资产负债率,近期又下发了《关于调整部分信贷资产政策促进经济稳健发展的通知》,显示出目前商业银行放贷压力巨大。虽然逆境中挣扎的企业继续注入资金以缓解危机,但是强制性放贷要求无疑会增加商业银行不良贷款隐患,一旦经济刺激计划不能在很快的时间内改变下滑趋势,那么商业银行将面临坏账率大幅上升的巨大风险。

从现阶段的情况看,外资的集中抛售是出于对未来银行业资产负债状况的担忧而先行离场,即使最乐观的结果是我国经济在短期内迅速复苏,银行业经历短周期的调整,那么在短期内,银行股仍然无法摆脱盈利能力大幅下降的现实。这也决定了A股市场还将处于震荡筑底过程中。对此,投资者仍需要给予冷静分析。

专栏

新牛市布局起点篇——如何选购打折蓝筹股

姜勃

1973年至1975年的美国股市与现在的A股有太多的类似性。在1973年之前的美国股市也是趋势投资盛行,蓝筹股的泡沫也能像2007年A股一样估值静态达到57倍,动态高于40倍,挖掘企业内在价值的投资模式是呆子型的异类。

A股在2007年12月份达到了趋势投资的最高峰。经历了2008年暴风骤雨式的调整之后,2009年将成为凤凰涅槃的牛市新起点。挖掘企业内在价值的投资模式将取代趋势投资,原因就在于“大小非”和“大小限”的全流通。如果小额投资者仍然信奉趋势投资模式,那么就永远摆脱

不了穷人替富人买单的命运。

为何说2009年既是价值投资元年又是新牛市起点?牛市新起点的长线原因是通胀和人口结构,短期原因则在于中国经济有望在今年10月份率先复苏。本轮金融海啸的最高震级发生在2008年7月份,按18个月的周期性规律,2010年3月份左右全球经济有望复苏。由于中国目前拥有全球最充沛的资金流动性,从全球现金储备最丰厚的企业前五席中国内地企业占四席可见一斑,因此在振兴经济政策刺激下的中国经济在2009年下半年将有望率先复苏。而A股的2009年就类似于当年美国股市的1974年至1975年,将成为长程大牛市的新起点。与长程牛市同行最便捷的投资模

式是购买指数型基金,但是如果投资者冀望主动型投资模式,那么现在也是选购打折蓝筹股的最佳时机。平心而论,挖掘企业内在价值对于普通投资者而言,在实际操作中是无法逾越障碍的。因为这是一个悖论,撇除巴菲特这样的投资大师,普通人若能透彻了解一个企业的实质,那么即使他成为不了比尔·盖茨,也基本能够做到王石的境界。因此普通投资者挖掘企业的内在价值应该另辟蹊径:一是关注股利再投资;二是挖掘幸存者行业,这是价值投资事半功倍的捷径。

何谓股利再投资?这在趋势投资时代是无人关注的。试举美股经典案例:从1950年至2003年,IBM股价涨幅是300倍,标准石油股价涨幅是

120倍,看趋势投资标准肯定是IBM跑赢了标准石油,但是按股利再投资测算,即将标准石油的累计股利再投资于购买标准石油股票,积累的股票数量是初始投资的15倍,而IBM同样用股利再投资积累的股票数量只是3倍,可见真正的赢家是标准石油而非IBM。在趋势投资阶段,投资者关注的是股票拆细的数字游戏,那么在未来的价值投资阶段,人们将逐步关注股利再投资。

A股中大幅打折后的蓝筹股整体估值已属便宜,投资者趁此良机恰好可以列表寻觅股息率在5%上下下的价值投资起点股。

其次,市场竞争是激烈的,今天的蓝筹股未必是明天的幸存者。金融

股贝尔斯登和雷曼兄弟从每股150美元之上的巅峰至清盘仅仅是一年左右时间。因此寻觅幸存者概率最高的行业是关键。从美股标准普尔指数20个最历久弥坚的幸存者分布行业分析,食品、医药、能源这些日常消费必需行业提供的幸存者概率最高。其中有一家幸存者公司值得研究,那就是烟草企业菲利普·莫里斯公司,烟草有害健康但却提供丰厚利润。为了营造企业持续生存的环境,菲利普·莫里斯公司的应对之道是通过购并变身类食品企业,这对A股中的白酒企业是有借鉴意义的。

千里之行始于足下,2008年的坎坷恰恰给2009年的价值投资提供了最佳的契机。

cnstock 理财
 本报互动网站·中国证券网 www.cnstock.com

今日视频·在线 上证第一演播室

“TOP 股金在线”
每天送牛股 三小时高手为你在线答疑

今日在线:
 时间: 10:30-11:30
 陈林展、廖晓媛、张生国
 时间: 14:00-16:00
 余炜、郭峰、杨燕、李纲
 王国庆、陈文、王芬、黄俊
 陈文卿、陈慧琴、徐方