

Trends

# 趋势依然朦胧 机会更加清晰

上周银行等权重板块受到融资融券、股指期货获批以及上调存款准备金率等多重因素影响而低位震荡。在大盘波动过程中,对科技创新的政策扶持引导资金进一步流入中小盘股。在对阶段性行情判断上,我们认为来自基本面的支撑和压力共存,趋势依然朦胧,但机会却更加清晰。

○上海证券研究所 屠毅

## 政策紧缩对大盘压力温和

我们认为此次政策紧缩并不代表货币政策已经全面转向,其反映的真正政策意图是前瞻性与均衡性。在欧元区高失业率、美联储暗示半年不加息的外围环境下,货币政策紧缩体现了政策面基于国内环境的前瞻性调控思路。1月份首周6000亿的新增信贷预期规模已经显示“信贷冲锋”近在眼前,北方暴雪天气助推CPI即将成为现实,此时调高存款准备金率体现了货币政策的前瞻性。而均衡性体现在两方面:首先,存款准备金率上调降低了商业银行的货币创造能力,进而能够抑制其放贷冲动,这集中体现了前月底、季度信贷均衡投放的政策要求。其次,针对今年由于基数原因可能出现的GDP前高后低,货币政策前紧后松可能是政策均衡性的选择。

总之,我们认为存款准备金率流动性管理工具,它改变的只是银行体系的流动性,目前判断货币政策已经全面转向为时尚早。短期M1向下拐头可能对大盘形成压力,但是在全年7.5万亿新增信贷以及外债流入趋势未改的情况下,“货币正常化”过程中A股市场的流动性依然相对充裕。因此此次政策紧缩对大盘形成的压力将相对温和。

我们认为政策紧缩,很大程度上是基于政府对经济复苏进程的乐观预期。这是硬币的另一面。如最新公布的出口数据显示,季调后单月出口金额已恢复至危机前高点。据此,可以乐观预期本周即将披露的2009年全年及四季度的经济数据。由于市场短期运行只反映了紧缩政策带来的压力,尚未体现经济强劲复苏作为硬币另一面对大盘构成的支撑,因此本周披露的经济数据将使市场的潜在支撑得到显著强化。

## 中小盘股“独行牛市”将依然延续

理由之一:紧缩预期抵消银行股权重溢价预期  
 2009年末银行体系的超倍率已

超过3%,银行体系流动性十分充裕。因此,存款准备金率上调50个基点,将使银行体系的流动性回收约2900亿元左右,对银行的放贷能力并无特别影响。目前银行股的压力主要来自后续政策紧缩预期。紧缩预期抵消了前期融资融券与股指期货推出过程中权重股的估值溢价预期。后市资金有进一步回流小盘股的趋势。

理由之二:科技创新政策扶持支撑小盘股高估值  
 从加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合,到春节前国家电网计划发布部分智能电网标准和研究框架,上周在科技创新领域连续出现扶持政策。目前高科技行业的小盘股整体估值较高。虽然高科技产品初期高消费成本可能会抑制大众需求,但一旦实现规模经济后,其渗透速度将非常惊人,成长空间巨大。而政策扶持正是小盘科技股未来成长空间的保障。因此,现在与未来预期的政策扶持正在有效支撑小盘股的高估值。

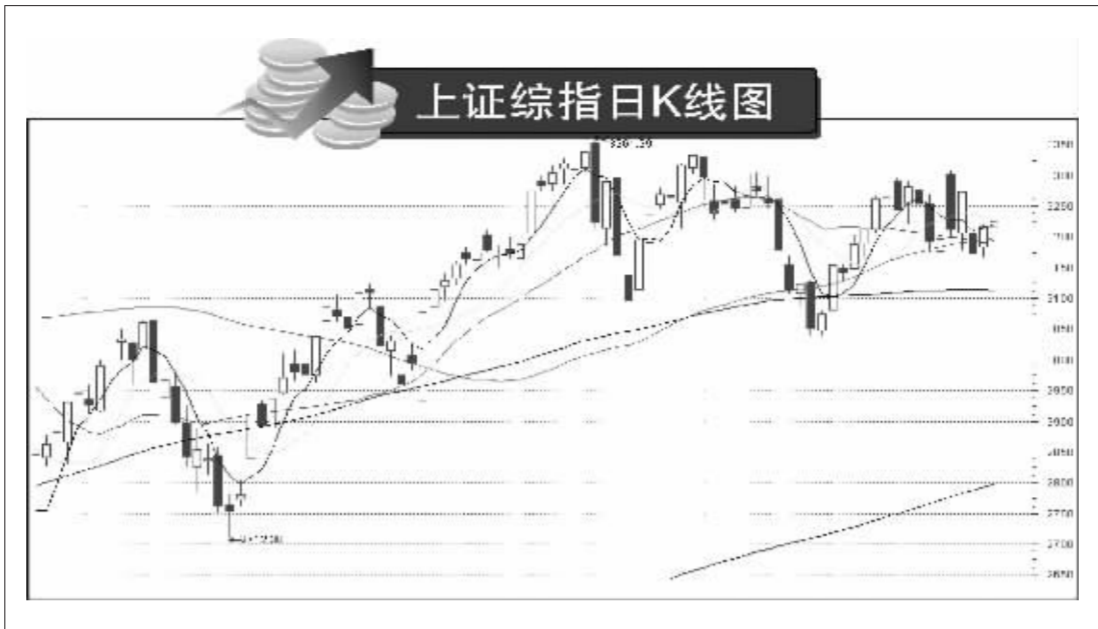
理由之三:年报高送转预期深化小盘股结构性行情  
 上周五披露年报的卧龙地产,成为两市2009年“高送转”第一股,我们为两市2009年“高送转”的市场表现,将进一步激发本周具有年报高送转预期个股的强势表现。根据前期我们数量分析师统计的具有高分红送转潜质的上市公司组合,我们发现总股本在2亿股以下是此类个股的重要共性。

## 短线趋势朦胧 后市机会清晰

货币正常化的温和压力与经济强劲复苏的支撑正在构成主导市场最为明显的。在未来一段时间,市场普遍预期,上述四个地区的国家级区域振兴规划有望出台。从中我们可以看出,当前经济刺激措施,由原来2009年十大产业振兴计划,转变为重点区域经济开发。如果措施逐步得以落实,那么,这些重点规划区域在未来一段时间逐步显现强劲复苏迹象,同样将会带动国内经济逐步由复苏到繁荣进入蜜月过渡期。应该说未来经济复苏仍在进行之中,这正是支撑大盘仍能维持强势不变的根本内在原因。

最后,年报业绩浪行情预期升温。上周五卧龙地产公布业绩增长33%,并推出大比例转增股票的消息刺激,迅速激活了市场对年报高送转题材炒作的期待。截至上周,A股上市公司中已有670多家公布了2009年度业绩预告,明确报喜的公司占有55%的比例,预示着未来一段时间,市场将掀起一段对业绩浪行情的炒作。

因此,结合当前基本面形势,沪指在趋势上已经展现出清晰的收敛三角形形态,随后股指逐步震荡向上突破将是水到渠成。在操作上,对利空释放之后的地产、银行、有色等蓝筹股适当关注,也可以对黄河三角洲题材、年报高送转个股重点关注。



## 政策主导 资金博弈

○民生证券副所长 黄常忠

市场面对股指期货获批与存款准备金提高这样的重磅政策,总体上表现出波澜不惊的震荡行情,政策好像没有发挥出应有的威力与效用。其实不然,市场的日间波动虽然不大,但日内波幅还是不小,股指期货批准后的低开低走,存款准备金提高后的大幅下跌,而日后都出现上涨的修复走势,说明市场对这两项政策的即时反应还是非常敏感,甚至还是反方向的修复行情。

确实无论是股指期货获批还是存款准备金率提高,时间上都早于市场预期,加上两者密集出台,投资者会有措手不及的感觉。而跨年度行情的落空与政策的超预期,也会有投资者会改变对市场的判断。个人以为,两项政策对市场的冲击确实重大,但并不会改变我们对市场趋势和结构的判断,这些政策在做趋势判断的时候都有考虑,虽然时间提早,但并没有影响到研判的逻辑基础:周期决定趋势,今年是看好经济才看好市场,看好蓝筹才看好指数,今年的市场靠经济基本面来对冲政策资金影响,业绩主导下的风格转换一定会成功。

对于股指期货获批后的市场反应,可能要回答两个问题,一是指数为什么没能因此走出盘整,确立上升趋势,二是作为蓝筹的驱动因素,没能实现风格转换。股

期货对市场的冲击,从历史统计看,有些共同的规律,那就是长期不改变市场趋势,中期有助跌助涨的特点,短期有推前上涨、推后下跌的规律。现在虽然没有推出股指期货的具体时间表,如果假定半年左右推出,我们在看好今年趋势的情况下,更有理由因是,股指期货批准后的低开低走,存款准备金提高后的大幅下跌,而日后都出现上涨的修复走势,说明市场对这两项政策的即时反应还是非常敏感,甚至还是反方向的修复行情。

蓝筹不启动,市场就难以走出盘整格局,我们看好蓝筹的逻辑主要就是复苏佳期决定向好趋势、业绩主导市场、估值巨大优势、股指期货驱动等四方面。现在股指期货获批,但市场风格并没有完全转化,蓝筹行情并没有如期而至,确实受到一些强因素制约。首先,从博弈角度,有些资金可能利用政策反向操作,在市场趋势不明、分歧较大的情况下,利用政策博取短期机会;其次,从时间看,岁末年初,重组概念都会比较活跃,特别是在国家行业重组力度较大、区域整合空前的背景下,题材还会继续活跃;再次,蓝筹要启动确实不容易,不仅需要业绩来主导市场,资金面也要相对宽松,现在业绩对市场的支撑作用越来越大,但需要对冲的政策资金面压力也比较大,比如房地产政策,比如货币政策,都是对市场压力最大的时候。相信随着政策的明朗与消化,这些影响因素都会有改善。

市场对提高存款准备金的解读存在分歧。个人认为,提高存款准备金是对货币政策拐点的确认,拐点的力量确实不可小视,但市场资金面的拐点其实在去年三季度就出现了,已经消化了较长时间,而且货币政策拐点的形成、流动性的回收与适度宽松的货币政策并不矛盾,前者是相对的趋势变化,后者是绝对的指标水平。这次提高存款准备金对市场的冲击主要是时间上的意外和预期的不确定,市场预期上半年会延续短期工具来微调流动性,下半年才会跟随美国使用提高存款准备金和加息这些系统工具;同时,由于经济复苏和通胀压力加大,市场对货币回收的力度也存在较大担忧,需要时间来进一步观察。

对货币政策的资金面影响,我们需要一个全面的认识。首先,今年流动性回收的方向、货币政策制约的性质是确定的,不能确定的只是力度的大小,市场不能再寄予流动性行情,只能希望业绩能对冲掉资金面的转向;其次,适度的货币政策仍旧可期,只要调控适当,资金供求能实现平衡,货币发行速度还将大大超过实体经济的需求,信贷规模不会大幅下降,去年释放的流动性还会继续发挥作用;最后,现在政策、资金对市场的冲击是最大,相信无论是房地产还是货币政策,都会在保增长的框架下进行,随着预期的明朗和消化,业绩主导市场和蓝筹左右指数的行情就会到来。

## ■首席观察

### 依然主题投资

○中信建投 周金涛

12月中旬以来的关于风格转换的争论似乎已经渐渐冷却,因为股指期货的推出都没能完成这样的风格转换,在房地产调控政策和货币政策紧缩预期的背景下,金融地产已经失去了基本面预期的支持,从而在尘埃落定之后,资金最后从上述板块的撤出已经没有什么悬念。这一点强化了市场对主题投资的认可,使得以欧美补库和区域化为代表的主题投资已经形成了一致性的预期。主题投资开始有了一些鸡犬升天的味道,这可能也是到了必须甄别真伪的时候。

如此庞大的存量资金从金融地产撤出后,市场已经显示出些许的无所适从,权宜之计在于,要么继续追逐原有的主题,要么介入已经有一定调整幅度的消费品,但这只能是权宜之计,因为无论如何这些板块的估值都并不便宜,市场寻找热点的热情也可能渐渐成为无源之水,这说明市场实际上已经进入了一个新的阶段,我们认为这个阶段的特点就是主题投资的甄别期。

我们一直认为,作为一季度的基本面来看,海外的库存高峰和国内的削峰填谷式的政策是矛盾的关键,无论是房地产的调控还是存款准备金的调整都符合我们对政策属于削峰填谷导向的判断,一季度的政策必然是偏紧的,但是在向好的海外经济与政策偏紧的博弈中,市场必然表现出无趋势的震荡特征,而这种博弈的爆发点,极有可能是伴随着欧美补库高峰的出现和一季度信贷数据的明朗,因此市场的趋势性机会可能还需要等待。现在无趋势的震荡可能到了一个这样的阶段,即在短期补库趋势明朗后进入了一个中线的模糊期,有两个基本面问题是值得关注的。

首先是目前欧美补库周期高峰期阶段中先行而且弹性较大的化工和电子已经有所表现,按照库存周期高峰期的规律,这并非是库存周期高峰期的真正高峰所在,真正的高峰当出现在3月份之后,但是目前有两个基本面问题有待确认,首先,就是在化工、电子等出现库存回补预期之后,其后续库存回补强度不能确认,这一点在以往的库存周期中同样存在强弱两种可能,而这个问题的明朗要等待进一步的数据确认,其时点估计在三月份,目前只能从理论上确认库存周期高峰期的存在的必然性,但无法确认强度。与这个同源的另一个问题是,在库存周期的产业链传导中,不能确认强度就不能确认后续资本品补库中下一个环节的机械直至最终钢铁的投资价值,且启动民间资助投资的意图,因此,基于结构性调整的固定资产投资可能仍是可挖掘的领域。与这个同一性质的就是区域城市化问题,我们根据工业化历史规律反复指出,区域化是不可改变的经济潮流,所以,基于区域化的投资在一段时间内都是重要主题所在。2010年下半年库存周期回落,区域化的推进将是中国显著优于欧美的经济亮点所在,这是我们一再坚持的逻辑,并且我们看好与此相关的新疆、海南以及安徽等区域主题机会。

上面的描述实际上说明,以补库存为代表的主题可能逐渐进入休整期,而消费股的价值中枢需要重新确认,这个市场也许会越来越无所适从,从而进入一个热点的休整期。现在看来,相反只有投资领域的问题是确定的,一个是国家出台的诸如三网融合这类政策已经体现出极强的以投资带动结构转变,且启动民间资助投资的意图,因此,基于结构性调整的固定资产投资可能仍是可挖掘的领域。与这个同一性质的就是区域城市化问题,我们根据工业化历史规律反复指出,区域化是不可改变的经济潮流,所以,基于区域化的投资在一段时间内都是重要主题所在。2010年下半年库存周期回落,区域化的推进将是中国显著优于欧美的经济亮点所在,这是我们一再坚持的逻辑,并且我们看好与此相关的新疆、海南以及安徽等区域主题机会。

我们对2010年的整体看法都是一种震荡趋势下的主题投资,我们判断补库主题和消费主题可能进入休整期,并不代表主题投资的终结,只不过这种休整需要下一个明朗的时点而已,而关于区域化以及基于结构优化的固定资产投资,会在这个休整期中依然前仆后继,成为活跃的市场主题。

## ■更多观点

## 三大理由支持大盘上行突破

○陈晓阳

上周大盘受政策导向变化上演了一场过山车般的大起大落走势,上证指数在大幅波动之后出现了逐步企稳转强行情。从趋势形态上看,近期上证指数已经走出了典型的收敛三角形形态,伴随股指逐步向该形态顶端位置靠近,行情将面临随时变盘的可能。那么,本周大盘将向何方形成突破呢?

笔者认为,有三大理由可以支持当前大盘能够顺利逐步向上形成突破。

其一,目前市场各种不利因素已经释放接近尾声,从系列针对地产业政策,到收紧公开市场货币,上调存款准备金率等实质性利空因素,使得近期行情受到很大的负面冲击,但是截至上周五大盘已经明显出现企稳转强,表明这类利空因素已经基本释放结束。值得惊喜的是,目前经济复苏迹象明显超出市场预期,乐观的12月进出口数据,进口大幅度增长已经指明了内需强劲复苏。在海外经济不断恢复的背景下,国内经济增长动力消费、投资、出口驱动经济增长的三驾马车并驾齐驱,已走向新的上行趋势。并且最新国家信息中心预测部的专家表示,2010年全年CPI预计在3%左右,意味着今年经济形势的温和通胀预期更有利于全年强势行情的延续。

其二,区域经济有望延续经济

## 震荡中关注三大板块投资机会

○东吴证券研究所 江帆 朱浩琪

上周沪深两市大幅震荡,虽然市场预期已久的股指期货和融资融券得到了国务院的批复,但是股指在连续政策调控措施下缺乏上涨动力,周K线连续两周收阴,然而上证指数收盘点位仍然高于前周收盘点位反映投资者信心仍在,市场并没有完全走弱。热点方面,除少数出口类和科技类蓝筹外,以银行为代表的大盘蓝筹几乎全面走弱,而随着年报公布时间窗口的临近,具备成长和送转预期的中小板个股大多表现出色,另外前期跌幅明显的地产股则初显止跌企稳迹象。

### 政策调控“稳”字当头

从政策面来看,银监会连续出台了针对银行的调控措施,包括突然提升存款准备金率以及新的资本充足率监管要求,监管层对信贷过快增长的调控意图一览无余。2010年是中国经济由复苏增长转向常规增长的一年,能否实现平稳过渡至关重要,央行多次发布报告强调既要保持必要的经济增长,也要防止通货膨胀,而对于资本市场而言就是要防止暴涨暴跌,因此,在国家政策的调控下股市的波动幅度可能会降低,在一个合理区域震荡是较为理想的方式。

### 风格转换短期难以达成

前周末股指期货正式得到国

## 多重因素影响 后市方向难明

○西部证券 黄铮

上周市场继续延续前周走势,股指期货、融资融券获批及存款准备金率上调使得指数盘中大起大落,一周三阳两阴的走势未能扭转震荡形态。截止周五收盘,上证指数依然受制120日均线的反压。两市股指自11月下旬以来进行了为期8周以上的区间调整,主要还是基于流动性收缩担忧及权重股难有起色所致。我们认为,尽管即将公布的12月超预期的经济数据或将给短线市场带来一定转机,股指重心下移的走势有所缓和,然而年内首次上调存款准备金率则预示政策收紧悄然而至,资金面供给难以恢复前期宽松支持,市场随后能够扭转趋势形成大幅反攻的根基并不牢固。

消息面,央行管理通胀预期及信贷均衡投放年内首次上调存款准备金率,基本可以预期短期内加息的可能性有所降低。随后央行会频繁开启货币政策微调的手段,来控制因物价上涨所造成的通胀上升的压力。虽然相对来说这对A股市场指数的涨跌并没有形成直接关系,更多是基于心理层面的不利影响,但市场对于未来流动性回收的担忧也在即,农业股投资价值有望得到提升,建议重点关注顺鑫农业、农产品等;最后是出口类股票的机会,由于国内的出口数据正在持续改善,并且幅度超出市场预期,出口相关板块有望面临较大的投资机会,建议重点关注中海集运、鲁泰A。

极表现的要求。但权重板块中的主流板块持续以来始终难以开启快速的反攻态势,说明资金对于这两类权重板块中期走势仍存疑虑,从而威胁到构成市场对于反弹根基的动摇。股指一旦难以形成进一步走高的内在动力,市场继续维持振荡调整就会成为难以避免的常态。

观察上周市场运行态势,上周五收盘上证指数120日均线的得而复失,技术上的压制作用明显制约股指反弹高度;深成指5周、10日均线死叉,短期股指运行还较难摆脱调整态势;连续两周所出现的下行放量,都反映出当前市场强度依然较为欠缺。一旦本周两市在静待经济数据公布过程中,指数出现明显的向上节奏放缓,那么市场就容易出现宽幅震荡的要求。在维持了近两个月的调整区间内,上证指数基本维持在3000-3360点之间振荡,一举突破区间压制制的技术条件并不充分。需要引起注意的是股指单日振幅加剧,很容易造成持仓品种的成本出现大幅变动,随后持仓品种的选择极为重要。

观察近期市场的一些特点表现,对于及时把握市场点有所启示。我们认为,在当前指数震荡加剧、个股结构性调整并行的复杂环境中,风险控制及精简持仓品种尤为重要。在市场中未作明显方向性选择之时,半仓之下的持仓结构中大盘蓝筹股的配置仍很重要,一些在2009年市场表现中涨幅较小的品种,在量价配合的基础上可选择突破点重点介入。此外,除强势板块智能电网、电子信息、IT类外,机械及石化指数上周后四个交易出现明显增量迹象,板块中多数个股活跃度不减,具有持续盈利增长能力的个股在后期布局中予以关注。