嘉宾
中信建投证券研究发展部总经理 周金涛
东兴证券研究所所长 银国宏
东北证券金融与产业研究所常务副所长 毕子男

加息预期雷声阵阵 A股布局如何“相时而动”？

1月中旬央行意外上调存款准备金率，市场加息预期愈演愈烈，对流动性的担忧随之笼罩市场。此前投资者普遍预期的“红一月”并未如约而至，2010年的A股市场走向似乎也更加难以把握。

今年流动性问题会否成为制约市场表现的障碍？一季度大盘将如何表现？年中A股市场有没有系统性机会，是否还能达到此前研究机构预期的4500点区域？随着融资融券、股指期货业务渐行渐近，投资者的投资思路、投资方式和投资节奏应该如何转变？

本期市场纵横，上海证券报记者带着这些问题专访多位业内专家，试图为投资者解答如何“相时而动”布局A股。

⊙记者 马婧妤 ○编辑 颜剑

不必对政策紧缩力度过于悲观

记者：加息周期提前是否意味着政策退出已经开始？对今年可能出台的货币政策有什么预期？对2010年的宏观经济走势、上市公司增速，应当如何判断？

周金涛：2010年中国经济和全球经济必然是前高后低的走势，这根本来源于欧美库存周期高峰对中国外需的带动作用，但库存周期的回落也是必然的，上半年发达国家补库存会加快中国出口增长，但下半年美国二次探底的风险则减弱了净出口对经济增长的推动。而内需部分又基本不存在超预期的可能性，从而整个2010年就是在经济的复苏进程与退出政策之间反复博弈，其终极目的就是既保持经济的稳定，又为刺激政策退出做出部署。

政策的前紧后松也是预料之中的，但没必要对政策的紧缩力度持过于悲观的态度，在刺扩张政策正式宣布退出之前，政府各部门实施的是且战且退的策略，如此一来，退出才不会造成经济的大幅波动。在此要分清基于刺激经济复苏的扩张政策的退出与经济运行过程中常规的调控。

在这个认识下，今年货币政策将会从过于宽松走向适度紧缩，从数量控制走向价格控制，概括起来讲，央行以价格控制为主，银监会以数量控制为主，上半年数量控制在前，价格控制在后；下半年，数量控制将会放松。但这个过程中具有相机抉择特征，所以没必要把政策的导向一看到底。

银国宏：2010年的货币政策从总基调来看基本是从紧，从政策退出工具选择来看，调高存款准备金率及有选择调高利率也可以预期，但政策退出的时间点和力度对A股市场而言是不确定因素。

按照目前中国经济复苏的力度看，在出口和民间投资2个层面还存在不稳定性，所以紧缩政策应当以数量工具为主，慎用价格工具。这样整个经济复苏的进程不会被中断，上市公司业绩的增长势头也可以有效延续，全年增速应该在20%到25%之间。

毕子男：存款准备金率的上调以及之前央票利率的上行，均表明了货币层面的收缩或者调整；如果将政策定义为广义的货币政策工具的话，从这种意义上说政策退出已经是“进行时”了；如果将政策退出仅仅界定为利率调整，那么目前市场预期加息将会有所提前。

加息作为价格工具有别于数量化工具，在开放式的金融经济环境下，制约因素较多。基于对当前物价上涨但还未到3-4%临界点的现状、现有的政策力度已经较强以及央票利率与存款利率之间还有差距所导致的时间窗口，总体上说货币政策相对于2009年将有明显调整，但是依然更多地以发行央票、提高准备金率等方式来体现，因为这两者均有空间，窗口指导也具有相当的有效性，加息的必要性大为降低，加息短期内难以成行。

我们维持去年12月时对宏观经济的判断，在全球经济复苏背景下，国内出口将有较好恢复，出口好转也为“三驾马车”再平衡创造条件，投资增速将回落，经济总量的增速以及出口投资均趋向于历史上的常态水平，即2010年的经济总体呈现常态化特征，上市公司业绩增速在20-25%左右。

流动性预期“吃紧”对市场影响更甚

记者：在货币政策微调、大规模限售股解禁上市以及IPO、再融资常态化的背景下，您认为今年市场流动性会否吃紧？流动性因素会否成为制约2010年A股市场表现的障碍？

周金涛：流动性的分析可以从两个层面进行，一是资本市场的流动性，二是实体经济的流动性。从2009年政府对资本市场“以虚彰实”到2010年“以虚补实”的定位变化看，资本市场的流动性收缩是必然的，但是又不可能严重收缩，因为只有资本市场做大，融资才能做大。我们目前处于M1的拐点时刻，这是“以虚彰实”到“以虚补实”的真正切换点，在未来的半年中，流动性向实体经济的渗透还有一个滞后的效应，所以，不必对实体经济的流动性问题过于敏感，未来市场走势的关注重点是实体经济内部的真实需求，而不是虚拟经济领域的流动性。

从我们观察到的M1、M2的累计同比与当月同比以及当月环比数据来看，流动性开始收缩，但这并不会对实体经济运行产生明显的影响。2010年流动性紧缩重点可能存在于两个时期，一是春节前后信贷投放过于宽松导致政府数量化管制而引起资本市场流动性不足的担心。这也是当前市场调整的原因之一，但这并非流动性紧缩，而只是流动性的释放变得均衡。真正应该担心的是二季度后期，国际资金从中国外流引起实体经济流动性不足的可能性。

银国宏：我们认为不是流动性吃紧，准确地说应该是流动性预期吃紧。从目前的情况看，流动性最大的压力在于加息和快速扩容的双重挤压，历史上看经济增长过程中的首次加息结果往往是股票市场上涨，但这次为什么这么担忧，关键就在于大家对加息后经济能否按照现在的趋势继续增长心里没底。

所以，这是整个市场无法反映业绩增长在1季度可能加速的关键所在。至于快速扩容的压力主要在于银行为代表的再融资和IPO，因此这种影响更像是结构型的，或者说至多在指数层面因为银行股市值占比较大而形成压制，并不会影响到成长型股票的活跃。

毕子男：2010年流动性将有所收缩，主要体现在政策导向下的信贷层面；但是，随着出口的好转，人民币升值的预期将会影响热钱的涌动；经济的发展、社会财富的积累、市场主体对股权资产配置的偏好将有所增加。

因此，今年流动性将没有2009年几近泛滥的地步，但从全年角度看，我们对流动性对市场的影响持中性的判断，即当前23倍左右的估值水平是合理的；期间流动性对市场的影响将更多地以政策变动带来市场预期扰动来体现。

周金涛

银国宏

毕子男

上升行情未结束 无系统性机会

记者：大多数券商研究机构在召开2010年策略会时提出今年市场将前高后低，同时普遍看好一季度行情，目前看来，应当如何把握A股一季度的走势？上半年能见到全年市场高点吗？

周金涛：我们认为对全年市场前高后低的判断来源于对全球经济前高后低的判断，目前来看这一结论依然是没必要修正的。纯粹看基本面应该还是上半年出现高点可能性大。

首先，库存周期高峰期的真正高峰应当出现在3月份之后，但是目前有两个基本问题有待确认，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。

同时，2009年的消费与货币因素和通胀预期因素有着极其重要的关系，而现在看来，汽车为代表的周期消费品的成交量的环比回落已经形成一致性预期，但我们一直认为，环比回落是必然的，只不过需要确认的是环比回落的程度，当新的平稳增长中枢找到后，自然可以确认新的估值中枢。这个问题的明朗估计也要一个季度以上的时间，从而，消费甚至整个中国经济的摇摆在近期是不能避免的，这是市场另一个需要等待的因素。

上面的描述实际上说明，以补库存为代表的主题可能要渐渐进入休整期，而消费股的价值中枢需要重新确认，市场也许会越来越无所适从，从而进入一个热点的休整期，这就是市场当前调整的主要原因。

对一季度3月份之后的行情依然持原有的乐观态度，原因在于，目前没有任何迹象能够证明本次欧美库存周期的高峰期不会出现，所以我们必须按照理论逻辑的结论来进行后续判断。内需方面，M1的拐头意味着经济的增长内容更多的转到了真实需求。

银国宏：市场前高后低判断可能需要调整。我们的观点是将一季度行情从“最确定的机会”修正为“谨慎的窄幅震荡”，主要原因是政策变化引发了市场指数向年线寻求支撑的要求，而从历史上一轮牛市的形成过程来看，在突破年线后回试支撑也是不可或缺的环节，但是1季度经济复苏和业绩增长的趋势不会变，随着2009年年报和2010年1季报的出台，相信业绩会对指数运行于年线之上形成有效支撑。

上半年能否见到高点现在看来主要不是取决于上半年能涨多少，而是取决于下半年经济从复苏向正常增长推进的进程会不会因为政策紧缩而中断，如果没有中断，那么下半年还有很多机会，如果经济增长出现曲折，上半年就会见到全年的高点。

毕子男：市场在1月份出现了一定幅度的调整，但不影响我们对全年的判断，即我们认为2010年将在经济常态化、市场平衡化、机会结构化的大背景下运行，市场运行区间在2700-3900，总体呈现平衡市的特征。

因此，在市场出现10%左右调整的当下，机会将更大些；原因在于以银行股为代表的权重股估值逐渐或已经接近合理估值的下轨，这将制约市场整体的下跌幅度；而出口的好转、业绩的提升，“后危机”时代各个层面的调整将使得市场机会更具结构性特征。

当然，考虑到经济整体处于复苏向好阶段，我们认为1664点以来的上升行情还没有结束；同时，2010年市场估值的上升动力将弱化、市场上升的动力更多的来自业绩的上升，因此从这两个层面来讲，市场高点将在业绩的逐渐恢复释放过程中逐渐实现，即高点不会过早出现。

记者：2010年A股市场是否存在系统性机会？对2010年上证综指或沪深300指数核心运行区间的研判是否有所修正？

周金涛：我们对2010年市场的基本判断就是高位震荡，这个判断来源于我们前面提出的，2010年全年都在经济增长与政策退出的博弈间度过。目前来看，除一季度会出现由欧美补库带来的经济次高点之外，不再具有系统性的新的增长点，从而市场也就不存在系统性机会。

我们对上证指数的判断就是一个区间震荡，2600至3600点是这个震荡的大致区间，而上半年可能会出现基于欧美补库的机会，下半年的机会则要视政策的变动而定。

银国宏：2010年的A股市场应该不会存在系统性机会，这大概可以从两个方面来分析：一是紧缩政策预期对蓝筹股的估值形成压力，在充分释放这种预期之后，且经济增长无忧时才可能出现蓝筹股驱动的指数性机会，但这需要等待很长的时间；另一个是从历史看，头一年指数大幅上涨第二年仍可延续要么需要超预期的政策，要么需要超预期的业绩增长，2010年这两点似乎都不存在。

我们原来对2010年的核心运行区间定位在3000到4000点之间，当指数运行超越这一区间时建议采取反向策略，目前仍然坚持这一判断。

毕子男：我们维持去年底对2010年的市场运行区间以及运行逻辑的判断，尤其在当下市场调整、政策趋紧、增量资金不足、市场整体由存量资金主导的背景下。从股市自身的运行规律来看、站在全年的角度看，经过调整后的市场，目前机会将更大些。

创新业务推出 将改变投资思路

记者：融资融券、股指期货等创新业务推出预期已十分明确，新业务推出短期、长期来看分别会对A股市场走势造成何种影响？资本市场首次引入做空机制，会否改变市场的投资方式、思路？

周金涛：股指期货本质是一种较为中性的避险工具，它的推出不会也不能改变市场的长期趋势，这是一个基本的认识，国外的经验也能证明这一点。然而，股指期货推出后，可能会出现“交易转移效应”导致股市成交量降低，但“资金流入效应”会促使股市成交量上升，二者综合作用下，股指期货的推出对提高股市成交量和流动性具有正面影响。

就短期来看，从美国、日本、韩国、中国香港、中国台湾等推出股指期货后市场运行情况来看，大多指数现货在股指期货上市之前短期上涨、在股指期货上市之后短期下跌，这是一种短期的交易行为造成的。

无论是融资融券还是股指期货，均引入了卖空机制：融券为投资者提供了卖空个股机制，而股指期货则为投资者提供做空市场的工具，无论哪一种方式，都改变了之前投资者只有在上涨行情中才能获利的投资思路，但从现有的国内投资者结构来看，我们认为这种做空机制最终可能只是会改变部分风险偏好比较高的投资者的行为，而对于大型投资机构而言，我们认为现有的以经济分析为基础的投资行为和理念依然是有效的，而中小投资者由于能力的原因参与的可能性也较低，所以我们认为它只能改变局部投资者的投资方式。

银国宏：融资融券、股指期货等创新业务推出将改变市场只有做多才能赚钱的逻辑，其直接的影响可能是市场估值波动区间会被压缩，历史上指数PE从最低11倍多到最高70倍左右的大幅波动可能会大幅压缩，但这需要较长的时间，需要经历一次完整的牛熊市才能趋于明朗。

短期而言，影响较大的应该是对蓝筹股的估值，等融资融券、股指期货和正式运行之后，市场会更清晰地感受到蓝筹股在这些业务影响下的配置需求是否会真的大幅提升，如果是这样，蓝筹股将迎来一次估值提升的过程。更具体的影响是对证券行业，证券业经营业绩持续增长最大的制约因素之一就是业务范围拓展十分困难，特别是已上市券商基本存在资本富裕的现象，那么这两项业务推出可以显著提升证券公司的资金利用效率和ROE。

记者：目前比较看好哪些行业？投资者应当如何把握2010年的A股投资节奏？符合创新业务适当性管理规定的投资者应当如何参与新业务的交易？

周金涛：根据我在前面提出的投资逻辑，完成本轮调整之后的市场热点，就是要从中国的真实需求寻找。而中国的真实需求是什么，外部看，就是3月份之后可能明朗的欧美补库趋势，从而类似于化工、电子甚至设备依然存在机会。而内部看，政策导向的就是区域和创新，从而无论如何市场仍然必须走主题投资之路，只不过，我们需要等待新的主题触发点，同时，那个时候的主题可能会有所甄别而不再是鸡犬升天了。

至于融资融券和股指期货，由于其专业性强、杠杆高、风险大，客观上要求参与者具备较高的专业水平、较强的经济实力和风险承受能力，不适合一般投资者广泛参与，因此，建议投资者逐步地、循序参与创新业务交易，并随时审视和评估可能面临的风险。

银国宏：从目前的经济走势和政策背景，短期内值得关注的应该是消费（主要是消费电子和食品饮料）、化工和交通运输，最基本的逻辑是近期有过节、春耕的催化剂，再加上化工和交通运输2009年累计涨幅不大，所以相对较为看好。

从略长的周期看，我认为2010年有可能出现科技股的轮回行情。自2000年科技股泡沫破裂后近10年科技股都没有好表现，始终被边缘化。同时科技股重新崛起在基本面上有逻辑支持：首先，科技股崛起的经济背景通常是传统或旧的经济增长模式受到挑战的阶段，经济需要寻找新的增长驱动力，而科技创新往往被赋予重任。其次，在经济运行前景或紧缩政策预期不明朗的情况下，周期类股票的估值提升受到极大压制，2009年4季度以来以电子信息为代表的IT类股票活跃是有着深刻的经济背景和股票属性逻辑的。

毕子男：看好的行业包括兼具出口敏感和结构转型的高技术产业（电子元器件、信息设备等），因房地产销售维持增长、刺激计划利好的传受益的建材装饰、家具和钢铁、玻璃、氧化铝、电力设备等产业，以及因超额货币等将渐次影响，考虑美元走势、人民币升值预期以及要素改革进程，更看好农产品、食品等产业。

金融创新的本质是为了规避各种风险，因此，投资者在把握各个品种的运行规律之前，参与新业务可以更多地从保值、对冲风险或者套利的角度出发而非简单地从方向性投机出发；对于简单的方向性投机，一定要控制好风险，避免出现爆仓等不利局面。

尤霏霏 制图