



收缩流动性真的不足为惧吗?

市场重新回到了上半年的一幕幕情景——每次股市都是以上涨来对待利空政策出台，利空麻木再度呈现在盘面上。对于近期连续出台的加息、减少利息税和上调存款准备金率等收缩流动性的政策，市场都报以利空麻木的态度。这种景象多次在今年上半年的行情中出现过，再度重现并不足为奇，只是处于历史高位的大盘对待利空的麻木态度是否会始终持续下去呢？

◎海通证券 吴一萍

利空累积风险可能会超过市场预期

央行面对庞大的流动性的确非常头疼，不得不将准备金率的“猛药”当作平常手段来使用，由于效用有限，多次使用也没有导致市场流动性得以收紧，从这个角度上来说，股市受到负面影响的力度是微弱的。我们可以从反映市场利率的Shibor走势上看到，只是在4月底紧缩政策和长假“夹击”下市场利率迅速走高，但之后就回归到低位的平静，之后的紧缩性政策也都只是带来脉冲式的上扬。这反映出流动性泛滥的格局充斥着整个市场，股市的资金供应当然不会因为多次的上调准备金率和加息所改变。这是从一个角度来看问题的一个方面。

但是，让我们来看看问题的另一面。中国是否会任由流动性泛滥造成的资产价格泡沫膨胀迅速升温呢？换句话说，流动性泛滥难以收缩是全球大背景造成的，中国也

难以避免，这种状况的客观存在就不加以约束吗？恐怕不能得出肯定的答案。第一，频率加快的紧缩性政策出台本身就代表调控的含义，意味着后续的调控政策可能会多方面地密集出台，利空不是出尽、而可能加快频率，不能简单认为我们处于政策真空期。第二，紧缩性宏观调控政策有滞后效应，现阶段的市场利率不上升不代表未来一、两个月后市场利率不上升，股市资金的供应在持续的流动性收紧政策出台后可能会面临压力；第三，综合性的多管齐下的收缩政策可能出台，除了针对境内商业银行的收缩政策之外，外管局发布的首季短期外债占比57.5%已经远远超过25%的国际警戒线引起了相关部门的重视，估计对于热钱流入将采取相应的手段控制。

对于紧缩性政策的理解不能简单从一个方面来看问题，如果综合多个方面来观察，就可能不会得出流动性收缩不影响股市的结论来了。短期内市场的理解可能如此，但是利空如果累积下去，释放起来能量就可能超过市场的预期。

首席观察

可能是一个陷阱

◎广州万隆·成长投资顾问群

昨天央行再次决定提高存款准备金率，这是继7月20日加息、减利息税后，在很短的时间内又一次出台宏观调控的措施。这从侧面反映了目前经济过热的情况可能已经相当严重了。而股市是经济的晴雨表，宏观经济的相当过热，国家不断出台宏观调控的措施，都将会对股市产生不利的影响，从而导致指数上升趋势受到严重的威胁。所以，从理论上说，存款保证率的提高对股市的上升是很不利的。但是，昨天大盘确实走出了比较好的上升行情。全上证指数上升了30点，上升幅度是0.68%，深成指全天上升了138点，上升幅度是0.92%。可见，大盘昨天是走出了该跌不跌的上升行情。

但我们认为，昨天的行情是不能运用“该跌不跌，应该看好”的原

理来分析、预测的。如果我们这样分析、判断的话，可能会掉进主力精心设计的陷阱里面了。原因有二：

其一，这一理论已广泛为投资者所理解、运用了。而在证券市场上，任何的理论，哪怕它原来是多么准确的真理，只要是投资者广泛认识、运用，它就有可能成为主力利用的工具，就有可能从真理变成谬论。

其二，在市場看多占主流的时候，该跌不跌就有可能出问题。因为，在市場原来看多的情况下，投资者往往第一时间运用“该跌不跌，看好后市”的理论预测后市。结果这里的“利空消息”就会被主力利用成为了“利好消息”，从而麻痹了市场对后市的警惕性。

我们认为，昨天的利空出台，大盘不跌反升，很可能是一个“陷阱”。我们估计一两天内可能就要变盘了，走出创新高后的反抽、洗盘行情。



成交量维持温和状态

从股指上面反映的是多头对于利空出尽的理解，但是从成交量上面却没有表露出这种看法，成交量维持在温和的水平，没有放大的迹象，说明尽管不带上调存款准备金率的利空视为股市的威胁，但是也没有高涨的入市冲动显露。从7月的月线来看，16.97%的涨幅和较前月萎缩40%的成交量形成鲜明对比，量价配合很理想。如果单纯从量能的角度来看，上涨是缺乏足够的多头支持的，但是4000点站稳到创新高的这一波行情都始终保持着成交量不放大的

状态，这种温和的成交量究竟代表了什么含义呢？

笔者认为说明了两个方面的含义：一是多空的交战从散户上升为机构，5·30之前的高换手代表着散户资金频繁进出的忙碌，而目前的格局掌握在基金等机构手中，不紧不慢或是态度不明朗是制约成交量放大的因素；二是温和的成交量维持有利于温和和逼空行情的延长，股指上涨动力主要来自权重指标股，而这类个股往往是散户回避的品种，利用这种心态展开“温和逼空”才能成功，而如果成交量逐步或者突然放大，则这种逼空可能就完成了目的。因此，这种温和的成交量可能在短期内维持，也才能

完成逼空和诱多的目的。

谨慎看待蓝筹的板块轮动

整个中报业绩浪的“火炬传递”行动在各个蓝筹板块之间展开，从银行、地产到钢铁、煤炭，而周二的酒类板块又接过了火炬。这种各个蓝筹板块的轮动代表着这轮新高战役的主要动力和机构的态度，转战于各个板块的机构很可能在调整资产配置的比重，主要的理由是对蓝筹估值的空间不可能存在较大的跳跃。

因此，蓝筹的板块轮动可能掩盖一些股票的出局痕迹，短期内蓝筹的轮动依然可能持续，笔者建议对待这样的格局要保持一份谨慎。

持续创新高是不现实的

◎上证联 沈钧

昨日大盘遭遇存款准备金上调影响，盘中顺势震荡调整后，继续以连创新高之势延续上涨行情。

本轮行情建立在流动性过剩的基础上，央行再调准备金率至12%逼近10年高点，一方面表明为防经济过热而遏制信贷和投资，但另一方面也显示出流动性的过剩局面没有根本改观。在货币过剩的局面下，股票等资产名义价格的提高也就难以停步。同时人民币的升值预期也引发境外资本大量流入，加剧了流动性过剩，加速推进资产重估。而央行提高一次存款准备金率，冻结的资金仅大

致相当于我国一个月新增的外汇储备，即200亿美元左右，并未从根本上解决流动性过剩问题。

然而央行在一个不同以往的时点，突然上调存款准备金率，此举值得市场推敲。最近周边股市与A股出现“冰火两重天”的格局，蓝筹和基金重仓股轮番表现的同时，一批超跌低价股，已经出现取代二线蓝筹，成为下一个热点的趋向。个股方面现在已是全线开花。在这样一种情况下，市场心态重又出现浮躁。选择在股指连创新高的时点出台调控政策，显然是防止A股市场再掀暴涨狂澜。

市场创出新高更多来自于基金主力的资金推动，从市场面看，一大

批个股与新高无缘。这种局部牛市的持续性需要基本面的支持。从宏观面看，因美国次级债危机，全球性的信贷紧缩和风险资产的重估，有可能导致全球经济的减速。在加息和降低利息税以后，宏观调控的调子越来越紧。持续的宏观调控的累积效应会逐步释放，环保和财务成本会吞噬上市公司的利润。因此希望股指持续创新高是不现实的，市场预期会有所节制。

大盘在连续拉升后，伴随着新高的再次出现，技术上的超买需要修正，大幅震荡的走势将不可避免，投资者更应在震荡中不断调整持仓结构。

投资人语

“黄金十年”之我见

◎张东伟

美国的一位学者西格尔(Sigel)在研究了道琼斯二百年的股市波动后发现，如果以指数的升跌来衡量投资收益率，无论你在何时投资股市，以三十年计，收益率的平均值差不多为7.5%；如果你比较幸运，正好在熊市中的底部买入，那么收益率将可以有10%-12%，而如果不幸在牛市的顶部开始买入，那么长期平均收益率也许只有2%-3%。

股市的长期平均收益率有“收敛”性这一特点，表明了在经过滤掉了经济的周期性因素后股市作为市场经济风险调整后的均衡性或社会资产的平均收益特性。另外，据统计，美国许多行业的产权收益率十年平均也基本上以7%为收敛中心。这充分说明，股市从长期看的确是真实地反映了实业

经营情况。只不过股市要三十年才能“收敛”，实业投资大约只要十年就可收敛了。这就是股市投资与实业投资不同的地方之一。

明白了这个道理，我们就可以大致地估计出未来股市长期的轮廓。以我们A股市场自1994年以来十三年统计的上市公司权益收益率的平均来看，大约为10.5%左右。如果将这个收益率作为股市长期平均收益率的“收敛中心”，那么只要选取一定的“起始点”，就可以知道未来长期的大致平均收益率了。

以深证综合指数为例（考虑到深证综合指数长期以来前后的一致性），取1991年年初的100点为起始点，至今已有16年半了。以目前的深证综合1250点计，这16年的平均收益率为16.5%。如果假定深证综合30年的长期平均收益率“收敛”为10.5%，考虑到

1991年9月份这个指数曾跌到过45点，而一年后又基本回到100点附近，而一年后又涨到320点，可以认为1991年的这个位置略为“偏低”，长期平均收益率可能要高一些。我们选取11.5%、12%、12.5%分别作为起始点的30年长期平均年化收益率就可以计算出来了，分别为5.6%、6.7%和7.75%。若你能跟上指数未来的涨幅，那么未来长期的年平均涨幅也只有5%-7%，这个事实，恐怕很多人会不满意的。在很多人热衷于未来A股市场“黄金十年”的时候，这个可能的指数涨幅恐怕并不支持股市“黄金十年”。真正的“黄金十年”是过去的16年，年平均收益率高达16%！如果年平均16%的指数增长中一个投资人还不能赚到满意的收益率，那么未来的十多年可能就困难了。

专栏

巴菲特红海掘金之二 判断成长性 是价值投资的基础

◎姜朝

当一个公司公布业绩亏损，市场普遍会不看好并认为其竞争力下降，没有了成长性；当一个公司公布了增长业绩，市场认为其未来会发展得更好，获得更高的增长，所以市场经常是惯性地描述着公司的发展。

从投资套利的理论分析可以得出在任何公开信息下投资者是无法现时找到价值被明显低估的投资品种，如果能够从公开信息通过数据分析获得一个公司的股票价格低于其内在价值，那么市场套利资金会很快将价格拉回价值区。而价值投资的成功在于其对于中长期成长性的判断，这也是价值投资的基础。

巴菲特的投资案例中，投资收益率最高的是华盛顿邮报公司和政府雇员保险公司，而投资这两个的时机却都不是在市场对于这两个公司评级较高的时候。特别是政府雇员保险公司，巴菲特在1976年大量投资该公司的时，公司正处于财务危机而濒临破产。从政府雇员保险公司的历史看，创始人利奥·古德温1936年创立了这家公司，并以政府雇员为承保对象，采用把保单直接邮寄的方式，创造了连续35年盈利的历史。巴菲特发现该公司在竞争惨烈的保险业中摒弃保险代理的营销方式，以邮寄直销的方式获得低运营成本，而且以政府雇员这批厌恶风险人群为承保对象减少了保费支出。这样的特殊经营模式后来被巴菲特称为低成本、无代理商的保险经济特许权。1973年开始该公司过度扩张，1974年出现亏损，1975年濒临破产。此时，巴菲特认为其并未死亡，公司的保险经济特许权仍旧完好无损，于是他不动声色的购进该股票。之后的几年政府雇员保险公司不但保持了其良好的保险经济特许权，而且引进了明星经理人和明星资产配置人，使得公司业绩不断增长，最终巴菲特投资20年盈利23亿美元，增值50倍。

所以正确判断一个公司的成长性价值投资的关键。任何一个公司都会由于某些错误面临很大的困难，比如管理层决策错误、大的投资失误等。但只要公司具有领先于同业的内生竞争力，那么就具有较长时期的成长性，而这样的困难或遭遇也为未来的成长拉开了空间，同时给我们投资人却创造了难得的巨大安全边际的机会。

cnstock 理财
今日视频·在线 上证第一演播室
“TOP 股金在线”
每天送牛股 高手为你解盘 四小时
今天在线:
时间: 10:30-11:30
武汉新兰德... 朱汉东
时间: 13:00-16:00
罗利长、巫寒、陈钟、张刚、侯英民、吴磊、吴青芸、赵伟

十佳分析师指数 上证网友指数
2007年8月1日
看多 100.00% 看平 0.00% 看空 0.00%
2007年8月1日
看多 64.94% 看平 9.09% 看空 25.97%

大赢家 炒股软件
敏锐 攻击平台
优质筹码逢低布局 绩差题材逢高出局 分化格局应对策略
马上下载 WWW.788111.COM
咨询电话 4006-788-111

中国券商网 热门股票搜索排行
(600111) 稀土高科 (600642) 申能股份
(600050) 中国联通 (600068) 紫江企业
(600098) 广州控股 (600477) 杭钢股份
(600028) 中国石化 (000751) 锌业股份
(600868) 梅雁水电 (600010) 包钢股份
(600108) 亚盛集团 (600741) 巴士股份
(600811) 东方集团 (600550) 天威保变
(600881) 亚泰集团 (600653) 申华控股
(000039) 中集集团 (601991) 大唐发电
(600095) 哈高科 (600839) 四川长虹
www.cnstock.com