

货币政策“从紧”启动 资本市场多空分析

——投资策略周刊

张万成 宏观经济与策略 研究员；武幼辉 宏观经济与策略 研究员

电话：020-87555888-339；

020-87555888-393

eMail: zwc2@gf.com.cn；

wyh6@gf.com.cn

上周市场评述

◆上周市场总体走出反弹行情，成交量有所放大：上周一大盘从4800点左右起步，虽然盘中跌破4800点以下，但是迅速拉高，收在4900点附近；上周二、周三沪市都以红盘持续了反弹行情。特别是周三成功收复5000点；周四沪深股市都出现了小幅回调，走势出现震荡格局，但是跌幅不大；周五继续了反弹行情。总体来说上周的成交量有所放大，尤其是B股表现活跃，成交量有所放大和价格有较大涨幅。

投资主题：

◆宏观调控的力度将会继续加大

◆预测下一步的宏观调控还需从中央经济会议出发。会议提出“要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”也就是所谓的“两防”作为当前宏观调控的首要任务，明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。

◆货币政策“从紧”启动。中国人民银行决定从2007年12月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，这是今年以来的第十次调整，而且提高比例相当于以前提高2次。另外，利率在年内还有继续提高的可能；关于汇率改革既要立足短期内的目标，长期来看要有助于经济结构调整，产业优化升级。

◆资本市场在“从紧”格局下的多空分析

◆“从紧”的宏观调控不阻碍资本市场的长期向好。一个持续向好的资本市场有利于当前的宏观调控，当前的宏观调控需要一个持续的资本市场。我们认为多层次资本市场建设将成为继股权分置改革后，资本市场最为深刻的制度变革。

◆“从紧”的宏观调控对短期市场反弹造成一定负面影响。由于这次的首发措施——提高存款准备金率虽然在预料之中，但是力度超乎市场预期之外，不可避免带来负面影响，这种影响在短期市场观望气氛较浓的时刻，有可能被放大。

本周市场展望

◆我们认为本周在操作策略上，银行板块在提高存款准备金率的影响下，短期较为负面，本周前期市场不太乐观，反弹行情可能提前结束；科技板块有望率先企稳或者说影响不大。总体来说市场将继续震荡整理为主。投资者不必急于抄底抢反弹，但是也不必过于悲观，因为短期调整不会改变牛市的趋势，夯实基础后资本市场仍然是一个值得期待的投资场所。当然接下来的牛市格局将会以“慢牛”为主，投资者需要降低指数和收益翻倍的预期。

市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	5091.76	1.13%
深证成指	16750.42	1.28%
沪深300	5041.35	1.41%
恒生指数	28842.47	-2.42%

上周上证指数走势



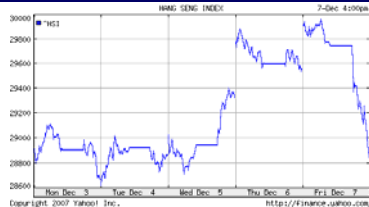
上周深证成指走势



上周沪深300走势



上周恒生指数走势



上周沪深两市成交额（亿）

全部A股	4914.63	7.77%
全部B股	64.69	3.75%

投资主题：货币政策“从紧”启动 资本市场多空分析

上周的市场走势，可以说是在市场两度跌破4800点后（前一次在11月28日；第二次就是12月3日上周一），走出的一波反弹行情，虽然两次下探4800点，但是都在当天收回再4800点以上，说明市场在该点位有较强的支撑。按照10月16日沪市创出点6124.04高点来计算，大盘已经回调了超过20%。在基本面的估值等因素来看，A股市场已经回归到基本合理的范围；在技术面上经过缩量整理，也孕育了相当的反弹力量，但是在年末宏观面偏紧的情况下，以及市场信心因为最近的下跌影响有所动摇的情况下，上周的反弹还是以谨慎的幅度展开。我们之所以判断这一轮下跌后的上涨属于反弹行情而不是反转行情，主要基于年底宏观调控的基调以“从紧”为主，市场即使孕育反转的力量，但是短期内再次迅速拉高指数的概率较低，短期内还将是调整巩固行情。我们认为虽然不会出现短期内的反转，但是整体市场的走势还是没有改变长期向好的格局，也就是牛市格局还将持续，但是节奏应该与其以前有所不同：“快牛”出现的概率越来越低，“慢牛”将出成为市场走势的基本格调。我们认为在中央经济会议之后，央行随即推出了相对以前加倍的提高存款准备金率的政策，可以作为货币政策“从紧”启动的信号，我们本期的投资主题将围绕两个层面展开：首先是宏观政策的进一步“从紧”的可能性；然后分析“从紧”格局下对资本市场的多空影响。

一、宏观调控的力度将会继续加大

总结今年市场走势的两轮火爆行情和随之而来的调整，可以说火爆行情中市场的力量占据了主导地位，最后都以政策调整为转折点。越是临近年底，市场关注的焦点越集中于宏观调控的力度和取向，尽管宏观调控不能说是直接针对资本市场的，但是我们也不完全赞同每次宏观调控与股市关系不大的看法。

（一）预测下一步的宏观调控还需从中央经济会议出发

一年一度的中央经济工作会议是判断当前经济形势和定调第二年宏观经济政策最权威的风向标，同时也是每年级别最高的经济工作会议。本次中央经济工作会议是在中共中央十七大后，新一届政府换届之际举行的，重要性超出以往。12月3-5日的这次会议确定了2008年经济工作的八项任务：一是完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的势头；二是切实加强农业基础地位，增强农业和农村经济发展活力；三是提高自主创新能力，推进产业结构优化升级；四是加大攻坚力度，确保节能减排取得重大进展；五是促进区域协调发展，积极稳妥推进城镇化；六是全面深化改革，完善推动科学发展、促进社会和谐的体制机制；七是提高开放型经济水平，开创对外开放新局面；八是着力改善民生，促进社会和谐。

我们认为会议确定的八项任务是一个对明年经济社会发展全面的规划：首先第一条确定了目标和政策取向；然后从农业、产业结构升级、节能环保、区域发展角度进行了分别阐述，把经济社会的发展归结到第六条

通过科学发展、促进社会和谐的体制机制上来；第七、第八项任务分别是对外开创新局面和对内改善民生。通过八项任务全面阐述了明年工作的主要方向。

第一条值得我们特别关注，会议提出“要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”也就是所谓的“两防”作为当前宏观调控的首要任务，按照目标为“控总量、稳物价”——即“两防”，手段为“调结构、促平衡”的基调做好宏观调控工作。明年要实施**稳健的财政政策和从紧的货币政策**。

1、稳健的财政政策向公共财政转型。我们看到两项政策的配合情况是“稳健”和“从紧”搭配；现在对政策解读主要看到了货币政策的“从紧”，而忽视了财政政策的“稳健”，我们认为这种稳健主要是在支出结构上“有保有压”来体现，“保”的部分主要体现在立足民生——继续合理把握财政支出规模，着力促进结构调整和协调发展，优化支出结构，较大幅度增加对社会保障、卫生、教育、住房保障等方面的支出，“压”的部分我们认为在于防止助推“过热”——财政支出不会再立足于拉动经济增速的“效率”问题上，新开工项目中来自财政投资的部分将会严控，这一点将与通过实行“凯恩斯政策”拉动内需、推动经济增长相区别。下一步财政政策重点主要是加大保证性支出，体现在“公平”上了，这也是随着经济发展，国家财政收入的增多，如何保证人民分享经济发展成果，财政向公共财政转型的客观需要。

2、从紧的货币政策将主要为了防止经济过热。进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用，严格控制货币信贷总量和投放节奏，更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况，维护金融稳定和安全。

3、行政手段配合“两防”。严格控制新开工项目，防止投资反弹，促使经济增长保持在合理水平。要采取有力措施抑制价格总水平过快上涨，加强粮食、食用植物油、肉类等基本生活必需品和其他紧缺商品的生产，完善储备体系，提高价格调控预见性，加强价格监测，加强市场监管，及时完善和落实因基本生活必需品价格上涨对低收入群众的补助办法。

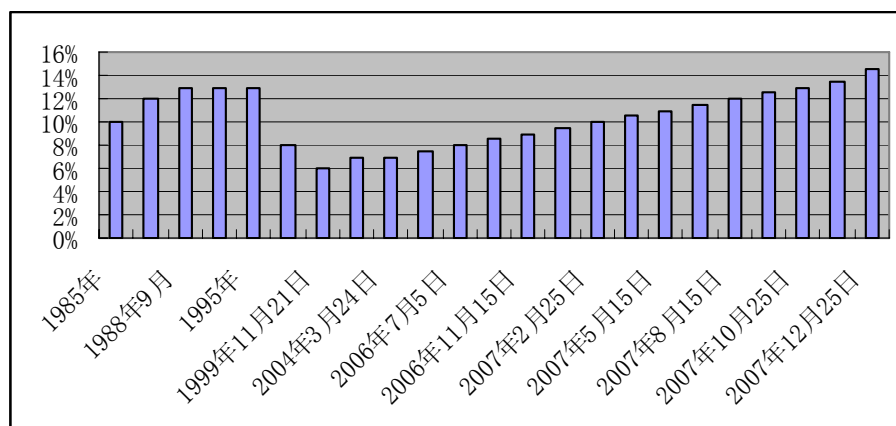
（二）货币政策“从紧”启动

1、存款准备金率提高1%成为“从紧”首发的货币政策手段

2007年12月8日（星期六）16.00点，为贯彻中央经济工作会议确定的从紧货币政策要求，加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长，中国人民银行决定从2007年12月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，这是今年以来的第十次调整，而且提高比例也是首次改变以前每次提高0.5%的做法，提高了1%，相当于以前提高2次。在上次创出历史新高之后，又加大了回收流动性的力度，按照10月末M2余额39.4万亿，减掉M0大约2.8万亿，直接回收流动性大约3600亿左右。货币政策“从紧”应该说在市场预期之内，因为虽然媒体报道这是10年来，首次“从紧”，但是货币政策力度也是逐渐转化而来，今年二季度央行货币政策执行报告的提法是“稳中趋紧”，今年央行第三季度货币政策执行报告，已经有“适度从紧”的提法，我们在前期报告中已经有所阐述（参见2007年11月11日《央行第九次调高存款准备金率评价——货币政策“稳中趋紧”向“适度从紧”转变》）。但是，使用1%的提高存款准备金率的“从

紧”手段应该说超出了市场预期，说明回收流动性的迫切性。

图1：1985年以来存款准备金率变动情况



数据来源：中国人民银行 广发证券发展研究中心

2、年内加息的可能性依然存在

今年以来，除了公布10次提高存款准备金率之外，央行通过5次加息来回收流动性和抑制通货膨胀。按照国家统计局的计划，本周将公布11月份的CPI数据，种种迹象表明，11月份的CPI数据会维持在高位，甚至超过10月份6.5%的水平，这样将有4个月超过6%的水平，6个月在4%的上方运行，平均来看1-10月CPI达到了4.4%，接近了央行预测的全年4.5%的水平。如果11月继续保持高位，很可能突破央行预测的水平。虽然还没有明确界定目前处于通货膨胀的状态，但是我们认为目前持续的价格上涨已经说明，我们已经进入由于结构性价格上涨引发的通货膨胀状态，当前宏观调控立足点主要是防止出现全面型的恶性通货膨胀。

表1：一年各类价格指数对比

时间	全国居民消费价格总指数	全国商品零售价格总指数	全部工业品出厂价格指数
2007年10月	106.5	105.3	103.2
2007年09月	106.2	104.9	102.7
2007年08月	106.5	105.2	102.6
2007年07月	105.6	104.4	102.4
2007年06月	104.4	103.2	102.49
2007年05月	103.4	102.4	102.8
2007年04月	103.0	102.2	102.9
2007年03月	103.3	102.5	102.7
2007年02月	102.7	101.9	102.6
2007年01月	102.2	101.8	103.3
2006年12月	102.8	102.4	103.1
2006年11月	101.9	101.5	102.78

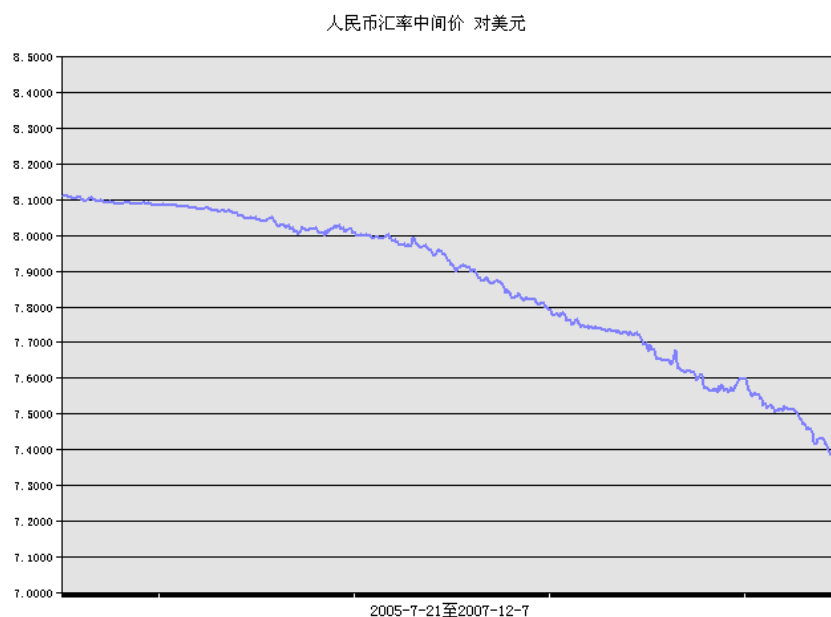
数据来源：wind资讯

2007年9月15日央行第五次加息之后，目前一年期的存款利率，目前为3.87%，低于物价的上涨幅度，也就是仍然处于负利率状态，所以短期内还有加息的可能性，应该加息而没有加息说明央行对前几次加息的效果还处于观察期。我们知道加息等宏观调控措施，会有一个政策效果的“时滞”期，央行除了需要进一步观察加息效果之外，普遍认为中美利差缩小、并且美元会进一步减息可能是央行迟迟没有加息的考虑因素。我们认为利差与汇率相比较而言，利差的减少对于美元的吸引力远远没有人民币升值因素带来的流动性更为根本，所以考虑中美利差因素来延缓加息的理由不是很充分，随着央行货币政策“从紧”的首单就使用了相对以往两倍的存款准备金率，11月CPI数据公布后，加息最快年内就会成为可能。当然，加息对于收缩流动性和抑制过热的效果比较复杂，我们判断还将以27个基点为主，提高到54个基点的可能性不大。当然越接近年底央行采用行政手段和窗口指导等调控的贷款和投资规模的可能性越大。

3、汇率的调整既要立足短期 更要放眼长期经济结构调整

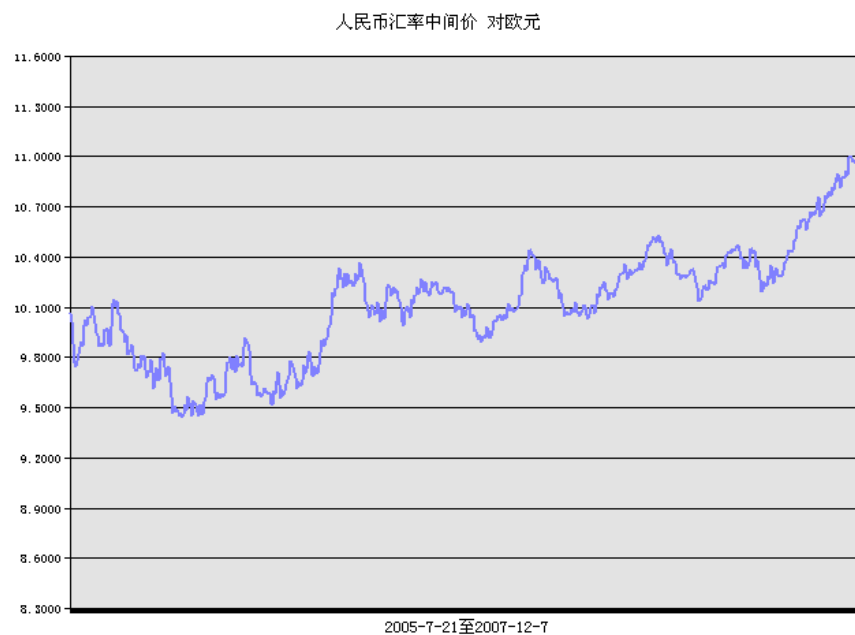
对于汇率问题，一直是市场关注的焦点问题，短期来看，如果不进行汇率调整，我们会面临越来越多的国际贸易摩擦和日益增多的外贸顺差，外汇的进一步增加会不断加大国内基础货币的投放力度，造成流动性的进一步过剩；但是，人民币升值的幅度和频率的确是一个复杂的问题，一方面涉及到国内的外向型经济企业的承受能力；另一方面更涉及到国内巨额外汇储备的保值压力，这样的两难状况也决定了汇率改革的难度。我们注意到当前人民币升值对美元有加快的迹象，2007年12月7日美元兑人民币升值到1: 7.4091的水平。我们对比对欧元的情况，发现人民币对欧元处于贬值状态，这种对美元的升值与弱势美元直接联系，对美元升值以及预期的情况下，资本逐利本性会导致热钱的进一步流入，流动性过剩的局面必然会长期存在；同样也会面临欧洲要求人民币加快升值的压力。所以汇率的调整短期内还将以稳步升值为主基调，既要考虑外贸顺差的增加幅度以及国际摩擦的协调程度，还要顾及国内涉外企业的短期承受能力和产业结构调整的能力。当然最近对外贸最为明显的影响是对高耗能、高污染行业的限制，这些企业把负的外部性留给国内，成本由国内消化，严重影响到了生态环保，已经采取的减少出口退税属于这个调整范畴、下一步增加课税、以及控制或限制出口等措施势必成为针对这类企业出口的控制措施。

图2：2005年7月21日来人民币汇率对美元的走势



数据来源：中国人民银行

图3：2005年7月21日以来人民币汇率对欧元的走势



数据来源：wind资讯

二、资本市场在“从紧”格局下的多空分析

（一）“从紧”的宏观调控不阻碍资本市场的长期向好

在我们的前期报告中，我们多次强调宏观调控的作用和出发点，是立足于经济运行又好又快发展，从这个角度来说，没有必要认为宏观调控会

造成资本市场趋势会由牛市向熊市改变；我们从另外一个角度来分析，目前资本市场的发展虽然在股权分置改革后，突破了原来的制度性障碍得到了空前的发展，改变了以前股权割裂导致的种种弊端和资本市场发展的障碍，但是资本市场的发展我们认为仍然处于一个供给不足的状态。优质股票供求的失衡，是导致今年两轮火爆行情的根本原因：5.30之前是过多的流动性涌入资本市场导致了低价股和垃圾股的股价暴涨，国家随之而来的宏观调控是采用征收印花税的办法，也就是从抑制需求的角度来控制，这波调控暂时抑制了需求，从成交量萎缩可以得到佐证；随后的市场走势，是接受了“风险教育”的“股民”纷纷变为“基民”，基金的申购增多和规模扩大，又进一步拉开了蓝筹股的泡沫化进程，随着“中石油”的上市，蓝筹股的行情出现了回调，虽然“中石油”的上市是一个标志性的转折点，但是也说明管理层调控手段5.30之后逐渐向加大供给层面转化。

我们认为这种供给层面的调控，将引导更多合格企业借助上市来发展壮大；不仅仅在于主板的股票市场、还会包括企业债券市场，更在于发展中小板市场以及积极筹备创业板市场，创业板市场将为高科技企业提供一个融资平台、有利于贯彻“十七大”科学发展观的要求、促进产业结构的优化升级。这样，资本市场进一步的发展思路逐渐清晰：首先是完备多层次资本市场的体系架构，进一步将在多层次市场体系基础上，加强层次的协调配合和互动，使我国的资本市场体系能够动态运转，在层次之间形成优胜劣汰的转板制度，以便适应不同层次的企业融资需求。我们认为多层次资本市场建设将成为继股权分置改革后，资本市场最为深刻的制度变革，这次变革将使得资本市场处于“新兴加转轨”的初级阶段向成熟资本市场转化。

总之，一个持续向好的资本市场有利于当前的宏观调控，当前的宏观调控需要一个持续的资本市场。因为只有更多的优质企业加入到上市公司中来，通过产权关系改革和公司治理的完善，能够夯实经济发展的基础，不仅有利于有竞争力的产品供给，对缓解通货膨胀压力有效，更重要的是可以吸收货币市场的流动性、引导资金合理投向，避免资产价格泡沫过于膨胀、进而破裂都至关重要。

（二）“从紧”的宏观调控对短期市场反弹造成一定负面影响

虽然，上周市场在中央经济会议的货币政策“从紧”的调控公布的同时，仍然走出了一波反弹行情。但是由于这次的首发措施——提高存款准备金率虽然在预料之中，但是力度超乎市场预期之外，不可避免带来负面影响。这种影响在短期市场观望气氛较浓的时刻，有可能被放大，对这波反弹形成负面影响，具体情况我们在下文本周市场展望中探讨。

三、本周市场展望

本周市场我们认为受提高存款准备金率上调幅度较大的影响，上周的反弹行情将提前结束，市场可能再次回调到4800点左右，然后继续处于调整巩固的格局。因为这次调整的力度较大，虽然货币市场的流动性回收与资本市场的资金面不可同日而语，但是在年底处于资金回收的敏感期，无论实际来看、还是心理层面对资本市场的影响都会较大，尤其是进一步调

控的预期将导致观望气氛加剧。我们认为本周在操作策略上，银行板块在提高存款准备金率的影响下，短期较为负面，虽然长期来看，针对增量流动性的回收对银行的业绩影响应该不大；受观望气氛和银行股影响，本周前期市场不太乐观，这波反弹可能提前结束，但是市场下探之后有望企稳；市场的亮点受创业板明年有望推出的影响，科技板块有望率先企稳或者说影响不大，然后走出独立行情。

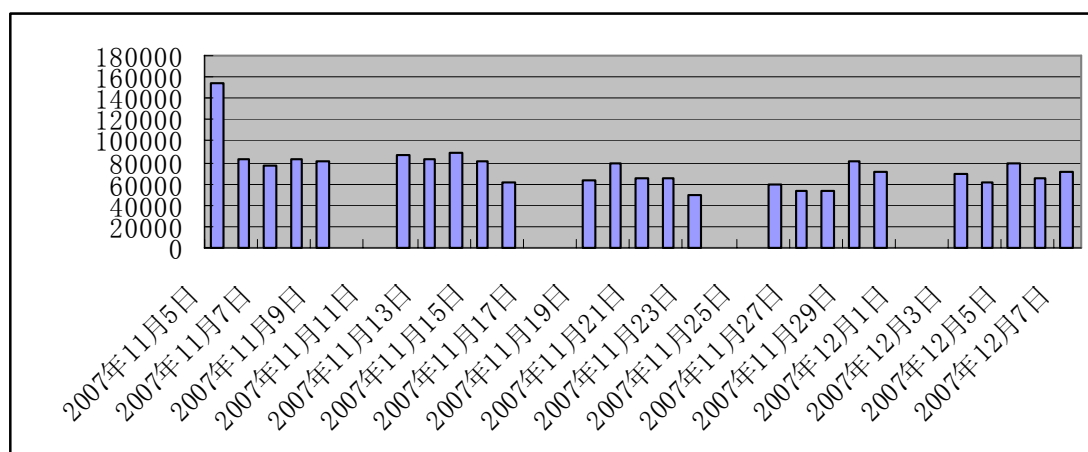
总体来说市场很可能提前结束反弹，然后将继续震荡整理，为进一步的上涨积蓄能量。投资者不必急于抄底抢反弹，但是也不必过于悲观，因为短期调整不会改变牛市的趋势。仓位较重的长期投资者可以坚持“买入持有”策略；仓位较轻的投资者可以适当建仓、提前布局明年的投资。临近年底夯实基础后的资本市场仍然是一个值得期待的投资场所，当然接下来的牛市格局将会以“慢牛”为主，投资者需要降低指数翻番和收益大赚的预期。

四、上周市场评述

（一）上周市场回顾

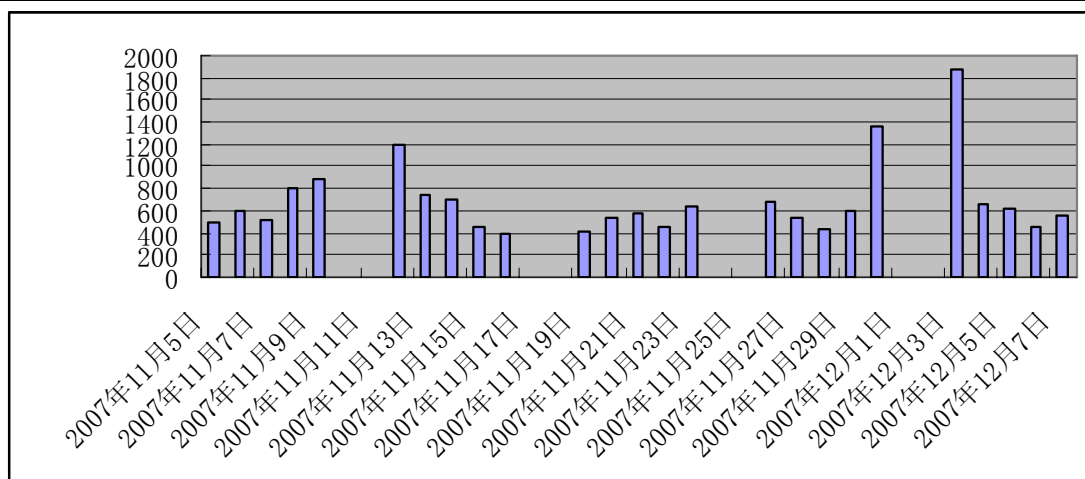
上周市场总体走出反弹行情，成交量有所放大：上周一低开高走，大盘从4800点左右起步，虽然盘中跌破4800点以下，但是当天迅速拉高，收在4900点附近，表明4800点左右，有较强的支撑力量；上周二、周三沪市都以红盘持续了反弹行情。特别是周三在中石油等反弹下，出现相对较大涨幅，成功收复5000点；周四沪深股市都出现了小幅回调，走势再次出现震荡格局，但是跌幅不大，一段小阴线基本可以看作是平盘巩固前三天的上涨结果；周五继续了本周的反弹行情。总体来说上周的成交量有所放大，市场出现反弹，尤其是B股表现活跃，成交量有所放大和价格有较大涨幅。

图4：上周及一个月来A股沪市市场成交量情况



数据来源：wind 资讯

图5：上周及一个月来B股沪市市场成交量情况

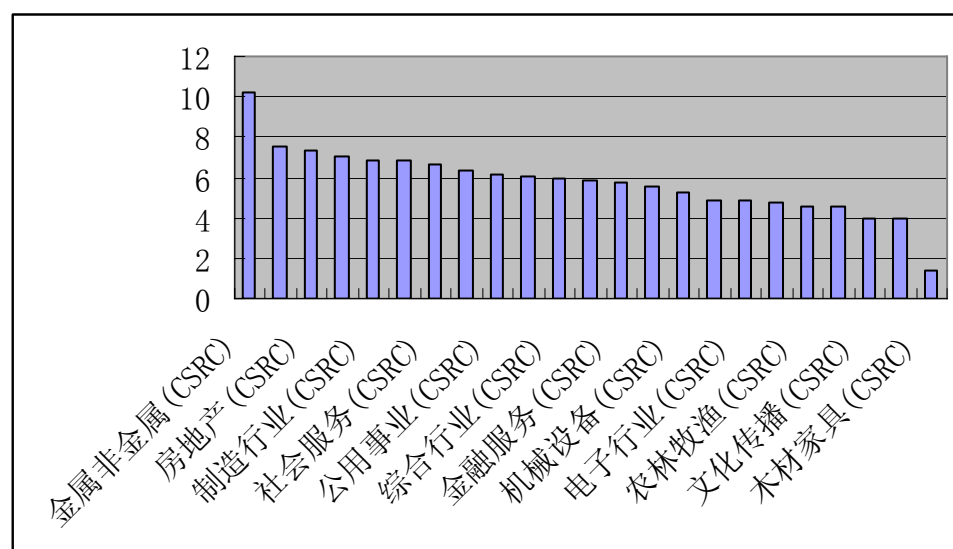


数据来源：wind 资讯

(二) 行业表现

上周市场走出反弹行情、成交量有所放大，各行业基本表现为普涨格局，木材和文化传播的涨幅较小，在行业表现中处于末端；金属和非金属行业表现明显，处于涨幅最大的领先地位，其次地产板块也出现反弹，紧随其后。

图6：上周证监会分类各行业的市场表现



数据来源：wind 资讯

表2: 上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
天富热电	电力生产业	惠毓伦	买入	买入	31.52	48.00	0.34	0.62	0.77
新华医疗	医疗器械制 造业	葛峥	——	买入	13.74	20.00	0.290	0.582	0.294
华能国际	电力生产业	谢军	——	买入	13.65	16.48	0.48	0.55	0.64
武汉中百	零售业	欧亚菲	买入	买入	17.28	22.00	0.33	0.49	0.63
盐田港	交通运输辅 助业	黄永琳	买入	持有	16.28	18.24	0.57	0.47	0.50
江淮汽车	汽车制造业	汤俊	持有	持有	8.36	9.69	0.31	0.42	0.53
锦江股份	旅馆业	王鼎	持有	买入	19.72	20.88	0.39	0.43	0.47
金马股份	仪器仪表及 文化、办公 用机械制造	黎韦清	——	买入	8.26	10.60	0.133	0.424	0.682
山东如意	纺织、服装	刘伟军	无评级	无评级	24.62	22-25	0.51	0.70	0.94
獐子岛	渔业	熊峰	——	持有	74.86	80.00	1.72	1.98	2.30
深天马A	电子	惠毓伦	——	持有	12.77	12.80	0.23	0.35	0.51
得润电子	电子	惠毓伦	持有	持有	21.38	20.60	0.475	0.74	1.019

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

《央行第九次调高存款准备金率评价——货币政策“稳中趋紧”向“适度从紧”转变》	张万成	2007-11-11
--	-----	------------

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。