

## 美元与A股 负相关性能否持续?

李冒余

美元指数与上证综指的负相关性似乎已经成为一种判断市场走势的定律,被市场分析人士广泛应用。然而,从去年12月份以来,美元指数却与A股呈现了明显的正相关性。我们认为,由美元贬值引发的高通胀必然引起货币政策紧缩预期。正是在这样的条件下,美元上涨意味着通胀预期和货币紧缩预期的缓解;美元下跌意味着通胀预期、货币紧缩预期的加剧。因此,在高通胀时期,美元指数将与上证综指呈现正相关关系,美元上升也不应引起市场恐慌。

### 美元与A股负相关性

汇改以来,美元指数与上证综指的负相关关系较为稳定。除了2007年~2008年出现了正相关关系,其它时间段里相关系数基本都保持在负值区间,从汇改以来的整体相关系数上来看也达到-0.69。而在汇改以前,美元指数与上证综指的相关性却很不规律、时正时负。关于这种相关性的切换,我们认为热钱流动是核心因素。由于汇改之后,人民币兑美元开始出现变动,这促使了流动性在币值差异出现下开始双向流动。

落到国内A股市场上,热钱的流入显然是资金面支撑的重要因素。汇改以后,在大部分时间里,热钱净流入都与上证综指呈正相关关系。只有在2007年~2008年期间,热钱净流入与上证综指负相关,而这段时间恰是美元指数与上证综指正相关的一个案例。而不同的是,汇改之前,美国充裕的流动性、人民币兑美元的升值空间都不存在,不存在热钱被套利空间吸引的可能。因此,汇改之前美元指数与股市的相关性也就不存在。

### 高通胀下的正相关特例

尽管汇改以来的大多数时间里,美元指数与上证综指负相关。但是从去年12月下旬开始,上证综指与美元指数开始呈现出正相关的特征。对此,我们通过历史视角来看,发现此种情况并非仅此一例,2007年~2008年和2004年也出现过类似的情况。

自2007年10月份开始,上证综指与美元指数就开始呈现正相关,这种正相关的走势一直持续到2008年8月份。2004年也出现过类似的情况,正相关的走势从2004年4月持续到10月。而无论是之前还是之后,美元指数与上证综指则为负相关走势。那么,这种正相关的走势是否事出偶然呢?我们认为,逻辑上说这是货币政策从紧预期下发生的转变。

通过时间段的对比,我们发现,美元与A股由负相关转向正相关的时间段,恰好对应于高通胀的格局。无论是2004年还是2007年~2008年通胀,都伴有美元指数的明显下滑。2010年上半年,美元指数的上行则压制了通胀的上行。虽然不能就此断定美元指数主导了国内通胀,但是至少可以确定美元指数是影响通胀的重要因素之一。

尽管在一般情况下,美元指数与上证综指负相关。然而在高通胀条件下,CPI高涨或者说高通胀会引发热钱预期的改变。每当进入高通胀时期,热钱净流入

也会因货币政策从紧预期而骤然减少。在CPI同比达到顶部时,外汇占款同比增速会出现“跳水”,这表明CPI同比高企会引发热钱恐慌性的流出。我们知道,从美元指数到上证综指的影响机制是以热钱为基础和核心的。一方面,高通胀时期,热钱的恐慌性流出不仅令热钱影响让位于CPI机制影响,而且热钱本身也助推了货币紧缩预期的作用;另一方面,高通胀也会令市场将关注点从热钱对证券市场的推升作用,转向美元涨跌对通胀的影响上。

### 正相关或终结于二季度末

我们看到,首先,正相关行情结束的时点依赖于CPI同比回稳的时点;其次,则是美元阶段性上扬会带动国内股市反弹。那么只要我们判断出今年CPI同比走势和美元走势,我们就能够对2011年的股市作出展望。我们大致的结论是,年内通胀率或将在三季度末四季度初降至4%的目标以下,这意味着“正相关关系”的终结或将在二季度末三季度初。而在美元方面,我们预计在二季度或稍早时点开始,美货币政策转紧预期将会提升,美元指数将会有阶段性的反弹,这意味着在这段时间内,A股或将有反弹的行情。

在美元方面,我们分析了美元指数在2011年上半年的走势。首先,从中期走势来看,我们认为美元指数仍然将维持弱势格局。美联储将基准利率降至0.25%的同时,还推出了量化宽松政策。上述问题的权重重返将会令宽松货币政策推出的时点大滞后,特别是在利率政策方面,预计年内都不会加息。

其次,从短期波段变动来看,我们仍旧认为,在一季度末的时间点,美元将会有一波反弹的行情,而这主要是来自市场对于美联储货币政策由松转紧的预期升温。CPI同比的持续回升在4个月左右的时间点上,市场对于货币政策由松转紧的预期升温是较为确定的,这一规律在1990年代以来的历次CPI持续回升中都显得很确定。同时,基于翘尾因素对上半年CPI的预测,我们可以看到,持续回升是较为确定的趋势,而持续4个月左右的回升点恰好在一季度末的时间窗口。

根据分析,我们得到以下两个结论。首先,按照对于中国CPI同比判断来看,我们认为其能够达到容忍度4%左右的水平或将出现在三季度末期。而按照美元与A股正向关系提前2~3个月改变的规律,上半年美元与A股或将保持继续正向的关系。

其次,进一步来说,在上半年美元与A股保持正向关系的大背景下,对美元的判断就显得较为重要。在市场对美货币政策由松到紧预期逐渐升温的过程中,一季度末二季度初很可能产生美元的反弹行情。总体来说,我们认为,上半年,A股整体指数将继续保持与美元的正向相关关系,而弱势美元也决定了A股上半年并不存在整体上扬的机会,但这并不影响其中的反弹。美元在一季度末二季度初的反弹走势,或也将给整体处于下降通道中的A股带来波段性机会。

作者单位:长江证券研究部)

超五成投资者认为底部在2600点附近

# 股指下行有限 年报行情预期不高

谢祖平

虽然深成指、沪深300指数以及上证50指数在去年10月初形成的向上跳空缺口先后被回补,但是上证指数在回落至2661点后企稳回升。虽然2656点缺口几度受到回补压力,但随后均被化解,股指的相对稳定表现也为市场资金在春节长假之前展开个股运作创造了条件。不少前期股价出现调整的品种在节前出现连续反弹行情,资金自救迹象较为明显。

针对近期市场的表现,本周与大智慧联合举行的专题调查,分别从“你认为春节长假之后,股市会企稳反弹吗?”、“你预计上证指数本轮调整的底部在哪里?”、“你认为近期年报行情出现见光死的原因是什么?”、“你对春节后出现的年报行情有何预期?”和“面对近来的调整,你采取了怎样的应对策略?”五个方面展开,调查合计收到1135张有效投票。

### 对节后股指运行持谨慎心态

观察近期沪深两市股指的表现,虽然上证指数在去年10月初向上跳空缺口尚未被回补,但是上证指数、深证成指、沪深300指数、中小板指以及创业板指均出现阶段性的调整新低。沪市方面,市场日成交金额也萎缩至700亿元之下。短期市场表现出的反弹持续性和高度也存在着不确定因素,投资者对于节后股指的运行谨慎心态仍较重。

根据“你认为春节长假之后,股市会企稳反弹吗?”的调查结果,选择“会”、“不会”和“不好判断”的投票票数分别为569票、457票和109票,所占投票比例分别为50.13%、40.26%和9.60%。该项调查结果显示,认为股指春节长假之后进一步回稳反弹的比例略占上风,达到五成,但持否定判断的比重也达到四成。而且,由于此次调查集中在1月26日和27日两个交易日,

26日谨慎型投资者比重较高,而27日在股指大幅上扬下乐观者则占多数,显然短期股指表现对投资者后市的判断影响明显。不过,对于指数调整的底部位置,投资者趋同性则较强。关于“你预计上证指数本轮调整的底部在哪里?”的调查结果显示,其中选择“2600点附近”、“2500点附近”、“2400点附近”、“2300点及以下”和“不好判断”的投票票数分别为96票、493票、461票和85票,所占投票比例分别为8.46%、43.44%、40.62%和7.49%。从结果看,投资者对于年报行情的预期不高,选择比较看好

比例分别为51.54%、15.95%、6.70%、20.00%和5.81%。该项调查结果显示,超过五成的投资者认为,调整的底部在2600点附近。相比之下,选择2300点及以下的比重只有两成,表明投资者普遍预期股指下行的空间有限。这可能也是近几个交易日资金敢于对个股展开运作的原因之一,毕竟在投资者普遍预期指数调整空间有限情况下,资金拉抬股价易获得散户跟风盘资金的介入,既有助于推升股价,又容易实现获利套现。

### 对年报行情预期不高

近来,部分品种如中瑞思创、润邦股份推出高送转方案后股价出现上涨,但多数个股却在高送转方案公布后出现冲高回落,是什么原因导致出现这种现象呢?根据“你认为近期年报行情出现见光死的原因是什么?”的调查结果,选择“利好已提前兑现”、“受大市趋弱影响”、“业绩低于预期”、“估值偏高”和“不好判断”的投票票数分别为238票、621票、32票、160票和84票,所占投票比例分别为20.97%、54.71%、2.82%、14.10%和7.40%。

调查结果显示,选择业绩低于预期的比例最低,表明投资者认为年报行情见光死的原因与业绩的关联度不大,投资者对于业绩的认同度高。而多数投资者则认为,受市场整体走势偏弱的影响,尤其是中小盘股近期以来调整幅度较大,抑制了年报行情的炒作。此外,两成投资者认为,利好提前兑现。事实上,从近期圣农发展、曙光股份的走势看,在消息公布前股价大涨,公布后出现调整,显然有资金提前对高送转展开运作。随着利好消息的公布,则出现借利好兑现利润的走势。考虑到A股市场的投机性特征,投资者不妨关注其中基金高度持股的庄股,尤其是同一基金公司控盘的品种,或许会有不错的收益。

此外,随着节后上市公司年报将逐步进入披露的高峰期,不少公司已公布业绩预增,而股价在前期炒高后通过高送转摊低股价的概率也较往年有增多迹象,资金是否会加大年报行情的运作力度呢?关于“你对春节后出现的年报行情有何预期?”的调查结果显示,其中选择“非常看好”、“比较好”、“不看好”和“不好判断”的投票票数分别为96票、493票、461票和85票,所占投票比例分别为8.46%、43.44%、40.62%和7.49%。从结果看,投资者对于年报行情的预期不高,选择比较看好

和不看好的比例均超过四成。显然,近期上市公司年报“见光死”对投资者信心产生影响。不过,由于A股市场投资者主要通过价差的方式获取收益。在年报“见光死”的背景下,投资者预期会降低。但是一旦资金对个股高送转等题材炒作升温,年报行情出现赚钱效应,投资者的预期也将随之出现显著变化。

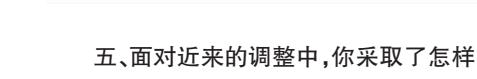
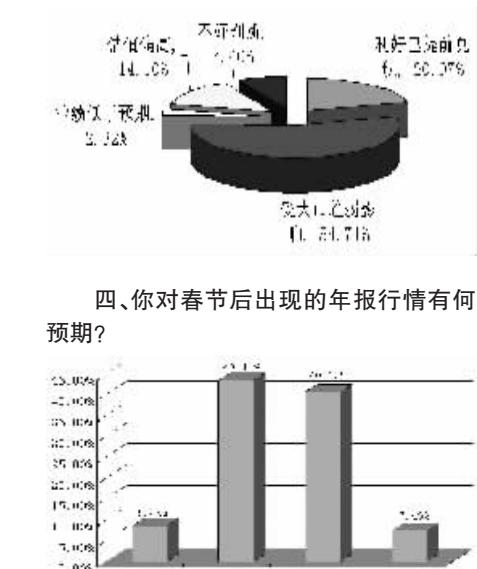
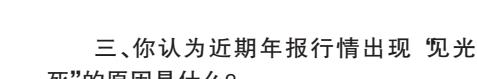
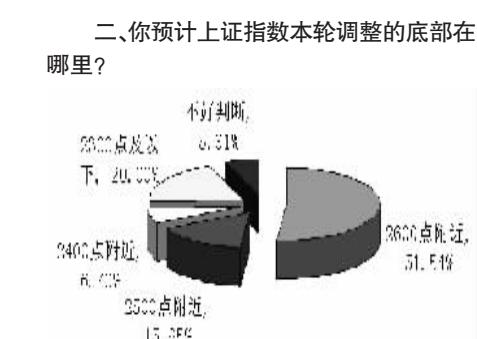
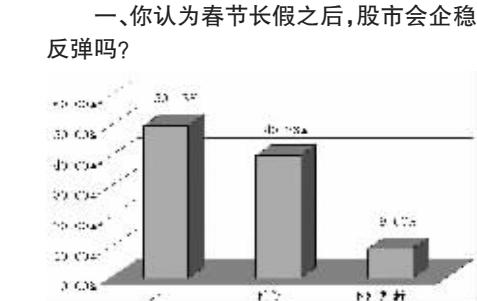
最后,根据“面对近来的调整,你采取了怎样的应对策略?”的调查结果,其中选择“增仓”、“持股未变”、“减仓”和“空仓”的投票票数分别为171票、504票、245票和215票,所占投票比例分别为15.07%、44.41%、21.59%和18.94%。从结果上看,一方面多数投资者采取了持股不动的策略,被动等待市场出现升机,主动性增仓的意愿不强;另一方面,部分投资者则采取了空仓策略,通过持币方式以等待市场调整后的投资机会。由于目前中小盘股普遍市盈率水平仍处较高水平,中长线的安全性不足,选择空仓或适度降低仓位在情理之中。一旦市场回稳,这部分资金回流也将有助于股指的反弹。

### 货币政策动向决定操作策略

综合以上调查结果,投资者虽然对于春节长假之后,股指能否回稳反弹存在着分歧,投资者操作思路也有所不同。部分投资者选择空仓,但是对于指数的调整空间预期比较一致,普遍认为调整低点就在2600点附近。

笔者认为,近期上证指数在回落至去年10月初向上跳空缺口附近后再度出现回升的动作,市场成交量从低位有所上涨,个股也一改前期连续调整走势,不少品种顺势出现较大幅度的反弹。结合市场消息面看,在新股屡屡破发,但新股融资速度不减以及重庆上海房地产试点推出的情况下,考虑到春节临近,股指出现反弹,其部分原因似乎在于通过指数和个股的上扬淡化节前地产调控等政策的影响。毕竟对于投资者而言,股价上扬带来收益或亏损的减少才是最为实际的,市场重新体现出的赚钱效应刺激着投资者的交易意愿。下周仅有两个交易日,春节氛围下,交易量萎缩的概率较大。若股指节前出现进一步上扬可适量降低仓位,对近期以来的强势题材品种也可考虑择机兑现收益。对今后一段阶段股指运行,在缺口未回补前可关注其中的交易性机会。一旦回补缺口,则继续建议等待股指回落至2520点附近,再考虑参与反弹行情。

(作者系万国测评分析师)



数据来源:大智慧投票箱

# 宏观调控很纠结 次新蓝筹很给力

刘振国

进入2011年,受一系列组合型宏观调控政策的影响,资本市场呈现震荡盘跌,年内上证指数跌幅达到4.65%,而中小板指数、创业板指数跌幅超过14%,深证综指跌幅也达到11.95%。

本周,高节奏、高市盈率新股发行不变,新股首日破发成为市场话题。而上证指数呈现先抑后扬,周二创出年内2661.44点的新低,周三在高铁板块的带动下,指数止跌回升。盘中来看,资源板块、高估值股票均出现较大幅度的下跌,而以代码601的次新大盘蓝筹股,如高铁板块的中国南车、中国北车、晋亿实业,装备制造板块中国一重、二重重装、中国重工,清洁能源板块上海电气、东方电气和二线蓝筹股船舶板块中船股份、广船国际,海洋经济板块海油工程、振华重工、中集集团等股票走出强劲上攻形态。

宏观方面很纠结,央行行长周小川表示,“从中期看,平均的存款利率是

要高于CPI,使得老百姓存款得到保值增值,不受到损害,但不是每个时点都这样。”此话充分表达恢复正常利率的强烈观点和加息时机的选择。今年通货膨胀压力较大,调控通货膨胀成为常态,1月14日提高金融机构存款准备金率0.5个百分点。去年12月份的CPI为4.6%,加息阴影挥之不去。个人认为,在春节长假前,加息的概率较大。2011年以来,人民币兑美元升破6.6整数大关,升值0.5%,三率(汇率、利率、准备金率)齐动也将成为今年的一大特点。

1月26日,国务院推出八项措施

调控房地产,次日同意部分城市对个人住房征收房产税试点。此次再度对房地产业进行新一轮的调控,意在抑制投机性购房需求,把过快上涨的房价降下来的决心不变。

新兴国家的宏观政策,对世界经济的影响越来越大。紧缩的政策引发国际期货市场中的黄金、白银短期见顶回落,其影响力超过美元的贬值作用。A

股市场以黄金为首的资源板块普遍走弱,并且跌幅较大。2010年表现较差的金融地产板块受调控政策的影响继续承压。从部分银行股票年度快报来看,动态市盈率仅有8倍,市净率仅有1.7倍,处在历史低位。虽然AH股之间明显倒挂, A股低于H股15%。但是受银行业扩张过快,法定准备金率处在历史高位,资本充足率和再融资等因素的影响,银行板块涨跌空间有限,技术上表现防御性震荡走势。

中国制造业做强做大,走向世界成为必然。从2006年以来,国家大力支持企业走出去,政策上先后扩大境内企业直接投资外汇来源,取消了购汇额度限制,扩大境外放款的主体和资金来源,简化相关核准和汇兑手续,加大对境外投资企业的融资支持;完善对外担保管理,满足境外投资企业对信用自持的政策需求,支持企业集团外汇资金集中运用,提高资金使用效率。美国GE宣布将与中国南车在美国建立合资公司,共同促进高铁及其他轨道交通技术在美国市场推广,标志着中国高

铁制造业走向美国,走向世界。在此消息刺激下,“跨国公司”概念给A股市场注入了兴奋剂,市场资金追捧一线次新蓝筹股,使得市场风格的转换得以实现。

从上证指数来看,2010年7月以来,人民币兑美元进入上升通道,引发了沪深两市反弹行情。不过,在3000点上方堆积了大量的筹码,形成较强的阻力区。2010年11月以来的调整行情,与密集的宏观调控政策有关,形成了政策性弱市。个人认为,指数上继续以弱势震荡为主,难于形成强劲上攻行情。操作策略上以防御性为主,不宜恋战和重仓介入,见好就收;抓住低价次新蓝筹股和个股超跌反弹的交易性机会。

(作者系中航证券分析师)

中航证券有限公司 AVIC SECURITIES CO., LTD.

共同成长 财富中航

客服热线:400-8866-567

## 永隆银行有限公司深圳分行

Wing Lung Bank Limited Shenzhen Branch

机构编码: B0032B144030001  
许可证流水号: 00386258  
业务范围: 许可该机构经营中国银行业监督管理委员会依照有关法律、行政法规和规章的规定批准的业务,经营范围以批注文件所列的为准。  
批准成立日期: 2004年03月23日  
住所: 深圳市罗湖区深南东路4003号世界金融中心A座18楼A、B、C和D单元为营业场所,扩  
大后该行营业场所变更为深圳市罗湖区深南东路4003号世界金融中心A座16楼A、B和C单元及18楼A、B、C和D单元,换发《中华人民共和国金融许可证》。现予以公告。  
邮政编码: 518008  
电话: 0755-25982298  
传真: 0755-25982228  
发证机关: 中国银行业监督管理委员会  
发证日期: 2010年12月17日

## 中国银行业监督管理委员会 关于外资银行变更事项的公告

中国银行业监督管理委员会关于外资银行变更事项的公告根据《中华人民共和国外资银行管理条例实施办法》和《中国银行业监督管理委员会外资金融机构行政许可事项实施办法》的有关规定,中国银行业监督管理委员会深圳监管局批准永隆银行有限公司深圳分行增加深圳市罗湖区深南东路4003号世界金融中心A座18楼A、B、C和D单元为营业场所,扩  
大后该行营业场所变更为深圳市罗湖区深南东路4003号世界金融