

张忆东 李彦霖

zhangyd@xyzq.com.cn

2009年1月17日

预期在乐观的道路上前进

A股策略周报

中国12月信贷大增，流动性改善由预期变为现实；美国经济刺激计划出台，可能推动美国经济在二季度出现反弹，从而引导对中国出口的预期回暖。A股在主题投资此起彼伏，风格和行业反复切换中推升行情。

★流动性改善由预期变为现实，流动性反弹的趋势在未来两个季度内应得以延续

——中央项目投资启动支持信贷增速回升，政府存款减少和央行票据下降促使基础货币快速上升。流动性反弹的趋势在未来两个季度内应得以延续。

——需要谨慎的是，中央投资项目能否成功带动社会资本投资，从而带动社会流动性需求全面回升。如果不能，那么在三季度，随着中央投资的高峰期过去，贷款增速以及M2增速可能会有反复。

★美国经济刺激计划有望令美国经济在二季度开始反弹

——奥巴马版经济刺激计划出台，减税是重点。该计划众议院可能在1月的最后一周投票表决，而参议院则可能在2月的第一个星期内进行表决。

——本轮世界经济增长的不平衡中，美国的问题在于过度消费，中国的问题在于过度投资。然而，为了缓和下降的速度，避免预期遭到严重破坏造成更严重的后果，中美政府不得不努力维持现有的经济增长点。美国政府致力于促进消费，中国政府则努力拉动投资。

——因此，政策或许可以减轻经济调整的痛苦程度，并推动经济在二季度出现反弹。但这种为原有失衡模式续命的做法，并无益于经济增长模式的转变，也难以推动经济的持续复苏。中美经济或面临更长更温和的下滑。

★流动性回升和预期改善继续推动主题式行情

——考虑到流动性回升和预期不断改善，我们判断，A股延续反弹之势，在主题投资此起彼伏，风格和行业反复切换中推升行情。

——对于本周，长假前最后一个交易周，资金或有避险情绪，从而引发震荡。

——风格切换：大盘股相对估值优势出现。

——行业切换：周期性行业有色、煤炭、钢铁等涨幅较大，后周期的航运业有望在BDI的持续反弹中走高；节日效应之下，关注农林牧渔、食品饮料、商业贸易、旅游酒店等消费类个股，特别是低端消费类。

——新的主题，奥巴马1月20日正式就职，在他的经济刺激计划中，锁定新能源作为未来经济增长新的推动力。美国政府投资对于新能源行业的拉动，值得关注。

相关报告

20090109《主题投资年夜饭》

20090105《心还在 梦就在——2009年1月市场展望和投资组合》

20081225《2009与1998，通缩阴影重现》

20081206《央企整合新动向》

20081126《预期改善和流动性恢复——央行大举降息和下调存款准备金率点评》

20081120《无畏的希望》

目录

流动性反弹的趋势在未来两个季度内应得以延续	3 -
美国经济刺激计划有望令美国经济在二季度开始反弹	4 -
流动性回升和预期改善继续推动主题式行情	5 -
风格切换：大盘股相对估值优势出现	5 -
行业切换：关注节日效应	6 -

图

图 1：2009 年到期央票金额（亿元）	4 -
----------------------------	-----

表

表 2：金融机构人民币贷款（亿元）	3 -
表 1：美国众议院版经济刺激计划草案主要内容	5 -

近期好消息包围市场。超预期的流动性改善提振 A 股投资者信心，这一趋势在未来两个季度内应得以延续；美国经济刺激计划有望令美国经济在二季度开始反弹，从而引导对中国出口的预期回暖，在企业回补存货之外，成为促使经济环比回升的又一动力。流动性反弹和预期持续改善之下，A 股反弹行情将走的更远。

流动性反弹的趋势在未来两个季度内应得以延续

上周发布的 2008 年 12 月金融运行数据让市场大吃一惊。M1、M2 增速止跌回升，分别反弹了 2.2、3 个百分点，M2 同比增速回升到 17% 以上。此前我们预计货币政策大约会在放松半年后即二季度开始出现效果，而现在数据显然比我们预计的更为乐观。

原因之一在于中央投资项目的迅速启动。12 月贷款增加 7718 亿，同比多增 7233 亿，也远高于历年 12 月信贷投放水平。从结构来看，居民贷款小幅回升，这可能与 12 月房地产信贷政策落实有关；非金融企业及部门贷款新增 7150 亿，其中短期贷款、中长期贷款都出现了较大幅度的增长，一改 11 月仅票据融资增长较快的局面。在目前企业经营不景气，银行放贷风险增大的情况下，贷款如此大幅度增加应主要来自银行对中央投资项目的资金支持。

表 2：金融机构人民币贷款（亿元）

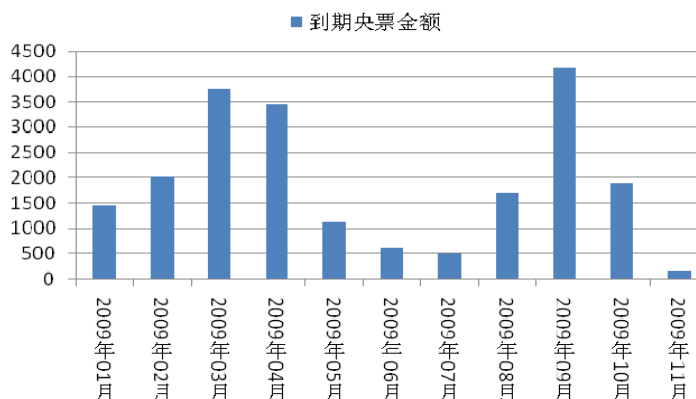
当月新增	2008 年 10 月	2008 年 11 月	2008 年 12 月
各项贷款	1818.56	4769	7718.23
居民户贷款	39.78	208	567.87
非金融性公司及其他部门贷款	1778.78	4561	7150.36
短期贷款	176.56	558	2120.29
票据融资	607.73	2105	2146.98
中长期贷款	829.96	1603	2424.8
其他贷款	164.53	295	458.29

资料来源：中国人民银行网站

M2 增速大幅反弹的另一原因可能是基础货币的增长。目前尚没有发布 12 月基础货币数据。但是，11 月数据显示，在外汇占款增加额减少的情况下，基础货币仍然增加了 3600 亿。一是因为央行减少了央票发行量，回笼资金力度弱；二是，政府存款减少了 1000 多亿，增加了基础货币的发行，这应该也是伴随着政府投资启动的过程。

未来即使外汇占款增量大幅下降，上半年大量央票到期（见图 1）和政府央行存款减少，将成为新的基础货币发行渠道，避免出现 98 年、99 年因为贸易顺差减少引起基础货币发行不足的情况。

图 1：2009 年到期央票金额（亿元）



资料来源：WIND，兴业证券

因此，未来两个季度中央投资项目的逐渐落实，将推动 M2 继续反弹。需要谨慎的是，中央投资项目能否成功带动社会资本投资，从而带动社会流动性需求全面回升。如果不能，那么在三季度，随着中央投资的高峰期过去，贷款增速以及 M2 增速可能会有反复。

美国经济刺激计划有望令美国经济在二季度开始反弹

1 月 16 日，美国众议院版经济刺激计划草案出台。经济刺激计划总额达 8250 亿美元，其中，减税支出是重点，高达 2750 亿美元。另外，还有失业救济、支持公共部门就业等减轻经济下滑对消费打击的措施。而 1416 亿美元的教育支出、540 亿美元的新能源支出和 160 亿美元的科技创新支出，被用于推动长远经济的复苏。用于基础设施建设的支出仅 900 亿美元。

众议院可能在 1 月的最后一周投票表决该计划，而参议院则可能在 2 月的第一个星期内进行表决。

本轮世界经济增长的不平衡中，美国的问题在于过度消费，中国的问题在于过度投资。然而，为了缓和下降的速度，避免预期遭到严重破坏造成更严重的后果，中美政府不得不努力维持现有的经济增长点。美国政府致力于促进消费，中国政府则努力拉动投资。

因此，政策或许可以减轻美国经济调整的痛苦程度，并推动美国经济在二季度出现反弹。从而，引导对中国出口的预期回暖。

但这种为原有失衡模式续命的做法，并无益于经济增长模式的转变，也难以推动经济的持续复苏。中美经济或面临更长更温和的下滑。

表 1: 美国众议院版经济刺激计划草案主要内容

项目	金额	具体内容
总额	8250 亿美元	
减税	2750 亿美元	95%的工作年龄人口都可能获得减税；为教育支出减税；为新能源项目提供税收优惠政策；减免州政府和地方政府上缴联邦政府的税收收入
教育支出	1416 亿美元	修建地区学校，支持州政府，联邦助学金，高等教育现代化
失业	1020 亿美元	扩大失业救济、提供再就业培训、补贴失业人员以便他们能够通过原雇主继续缴纳医疗保险，以及扩大食品卷发放。
基础设施建设	900 亿美元	公路建设；联邦政府和其他公共设施建设；改善水质量、防洪及改善环境投资；铁路、地铁和燃气建设投资
公共部门就业	910 亿美元	
支持新能源支出	540 亿美元	改进国家能源生产传输系统，利用可再生能源；修缮房屋加强能源利用效率；增强低收入家庭房屋的御寒性能。
科技创新及推广 宽带网投入	160 亿美元	
支持医疗发展	241 亿美元	

资料来源：美国众议院网站

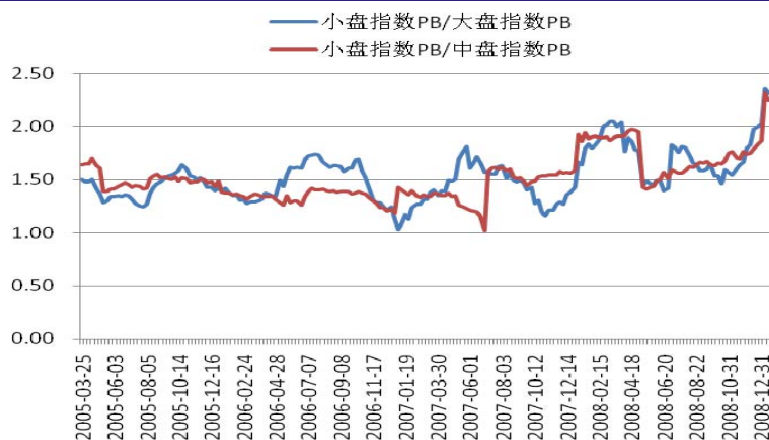
流动性回升和预期改善继续推动主题式行情

考虑到流动性回升和预期不断改善，我们判断，A 股延续反弹之势，在主题投资此起彼伏，风格和行业反复切换中推升行情。对于本周，长假前最后一个交易周，资金或有避险情绪，从而引发震荡。

风格切换：大盘股相对估值优势出现

本轮反弹以来，小盘股已经经历了较大的涨幅。从相对估值看，小盘股市净率相对估值已经到了比较高的位置，大盘股更有优势。

图 2: 大中小盘股相对估值



资料来源：WIND，兴业证券

行业切换：关注节日效应

周期性行业有色、煤炭、钢铁等涨幅较大，后周期的航运业有望在 BDI 的持续反弹中走高；节日效应之下，关注农林牧渔、食品饮料、商业贸易、旅游酒店等消费类个股，特别是低端消费类。

另外，奥巴马 1 月 20 日正式就职，在他的经济刺激计划中，锁定新能源作为未来经济增长新的推动力。美国政府投资对于新能源行业的拉动，值得关注。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
观 望: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-68419393-1009 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-68419393-1049 Email: yangch@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。