

信贷改善带来市场信心恢复

——行业配置调整建议

戴爽(0755) 8249 2172
daishuang@lhqz.com**杨伟聪**(021) 5010 6022
yangwc@lhqz.com**赵媛媛**(021) 5010 6021
zhaoyy@lhqz.com

信贷超预期增长带来憧憬

尽管我们认为经济基本面最终难以仅因货币信贷增长而有明显改观（详见 09 年宏观策略报告《飞雪迎春到》），但货币供应量 M1、M2 的触底反弹无疑给股市带来了浓浓的暖意，我们认为股市也会有相应的积极表现。

部分大宗商品价格企稳甚至反弹

作为工业生产“先锋队”的生产资料市场已开始感受到些许暖意。商务部公布的数据显示，国内重点监测的 112 种生产资料价格开始企稳，部分商品价格甚至出现了一定程度的反弹，PMI 指数也连续第二个月出现回升。尽管还需要后续的数据进行确认，但种种迹象显示中国制造业正在逐步由低谷中走出。

市场成交情况活跃

从成交情况来看，08 年年底以来市场成交量有明显回暖的态势，日成交量的峰值曾经一度逼近 07 年牛市的日成交量水平，A 股每日新增开户数也逐步增多，市场活跃程度与 2008 年中相比有非常明显的提高。

股票市场吸引力相对提升

国内利率水平进一步下调的空间已经不大，这也意味着债券市场进一步上涨的空间已经有限。考虑到股市债市的“跷跷板”效应，资金流向股市的可能性正在加大。由于债市和楼市这两大投资市场 09 年的情况都不太乐观，我们认为 09 年股票市场的吸引力将会相对大幅上升。

投资组合应更具有进攻性

我们将此前的策略报告中的行业配置建议调整为更加具有进攻性的组合。具体的行业配置建议我们曾在节前最后一天的晨会纪要中提及（见联合证券晨会纪要 0123）：超配化工、有色、煤炭、信息设备、机械设备、医药；低配钢铁、地产、食品饮料、家用电器、商业贸易、公用事业、餐饮旅游；同时将交运设备、交通运输和综合类调整为标配。

目 录

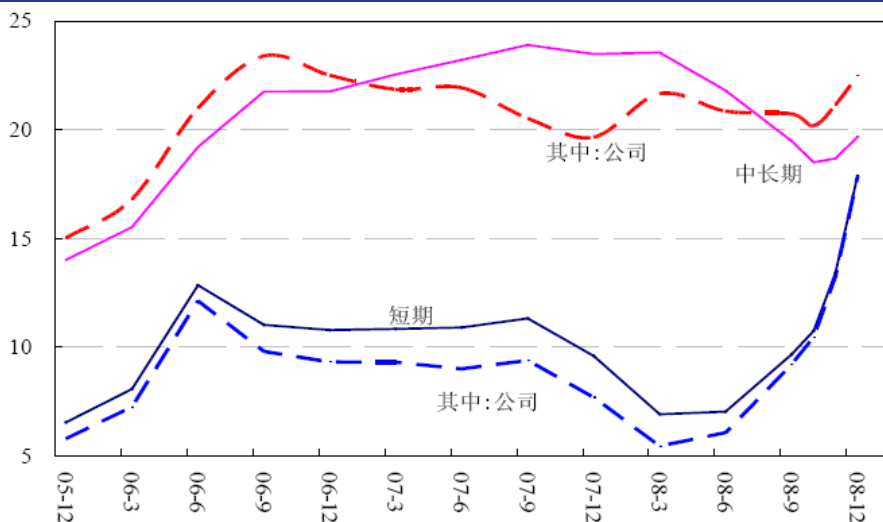
信贷超预期增长带来投资环境的改善	3
部分大宗商品价格企稳甚至反弹	4
市场成交情况活跃.....	5
股票市场吸引力相对提升	6
债券市场进一步上涨空间有限.....	6
房地产市场仍处在 U 型谷底	7
股市资金回流迹象明显	7
投资组合应更具有进攻性.....	7

信贷超预期增长带来投资环境的改善

2008 年 12 月份贷款激增超乎想象: 就期限结构而言, 中长期贷款明显跃升; 就部门结构来看, 居民的贷款也有止跌的迹象。此外, 引述多家银行有关负责人的讲话显示, 2009 年 1 月份银行新增信贷规模有望突破 1.2 万亿元, 同比增幅将大大超越去年 12 月的 18.76%, 创造历年之最。

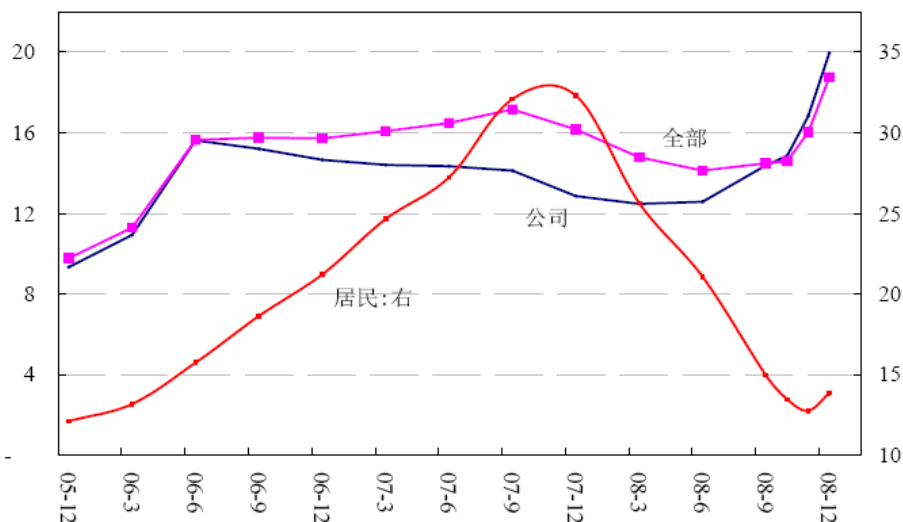
截至 2 月 3 日, 建行新增贷款规模已突破 2500 亿元, 工行新增贷款达 2000 多亿元, 农行、中行 1 月新增贷款分别在 1000 亿元左右。今年第 1、2 季将是银行信贷投放集中时期, 信贷增速有望逐月走高。

图 1、人民币贷款数据（按期限结构分类）



数据来源：联合证券研究所整理

图 2、人民币贷款数据（按部门结构分类）

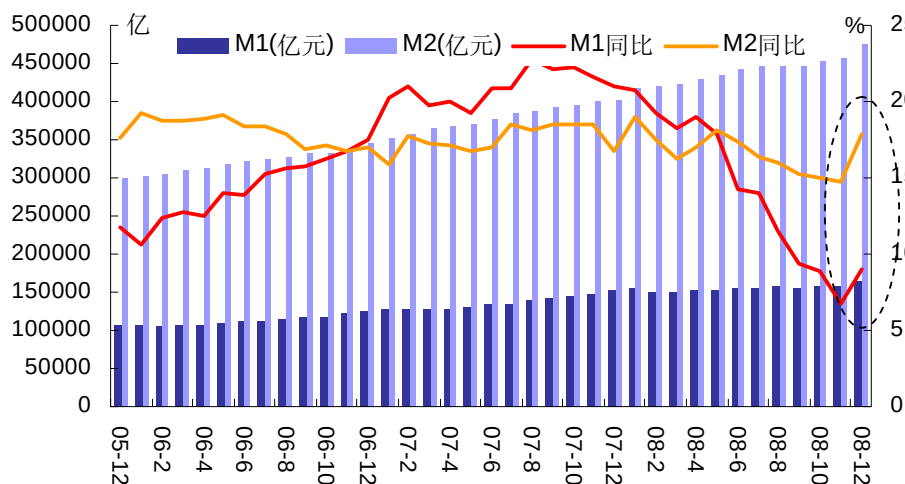


数据来源：联合证券研究所整理

尽管我们认为经济基本面最终难以仅因货币信贷增长而有明显改观（详见 09

年宏观策略报告《飞雪迎春到》), 但货币供应量 M1、M2 的触底反弹无疑给股市带来了浓浓的暖意, 我们认为股市也会有相应的积极表现。

图 3、货币供应量 M1、M2 触底反弹



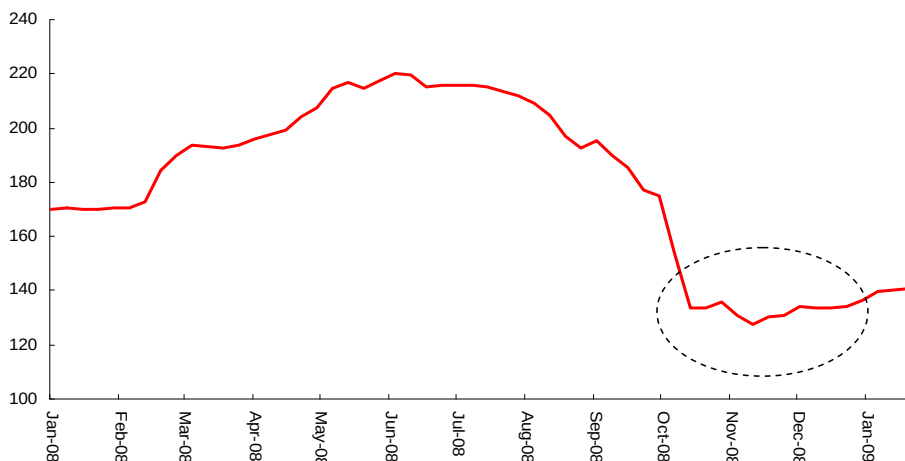
数据来源: 联合证券研究所整理

部分大宗商品价格企稳甚至反弹

作为工业生产“先锋队”的生产资料市场已开始感受到些许暖意。商务部公布的数据显示, 国内重点监测的 112 种生产资料价格开始企稳, 部分商品价格甚至出现了一定程度的反弹。

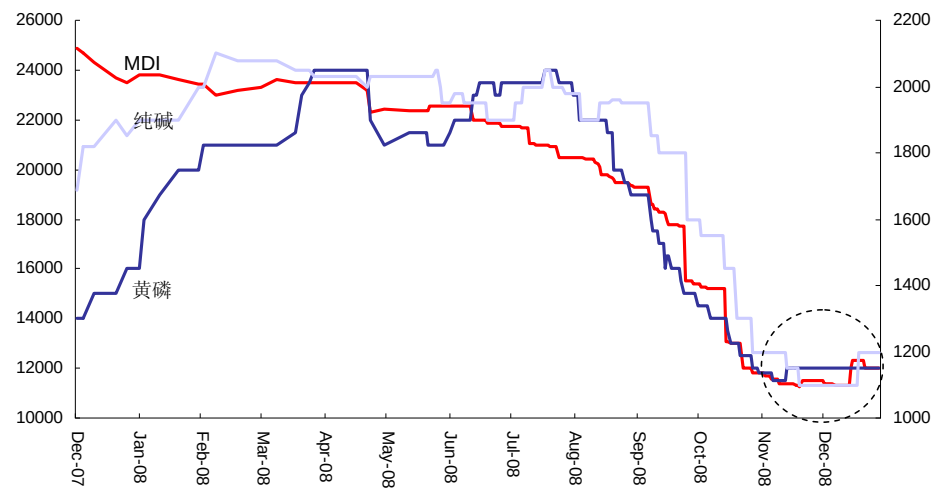
此外 1 月官方制造业的 PMI 指数为 45.3, 连续第二个月出现回升, 各细分指数中, 只有产成品库存指数、从业人员指数下降, 其余指数均明显上升, 升幅多在 3 个百分点以上。尽管还需要后续的数据进行确认, 但种种迹象显示中国制造业正在逐步由低谷中走出。

图 4、2008~2009 年钢材价格指数走势图



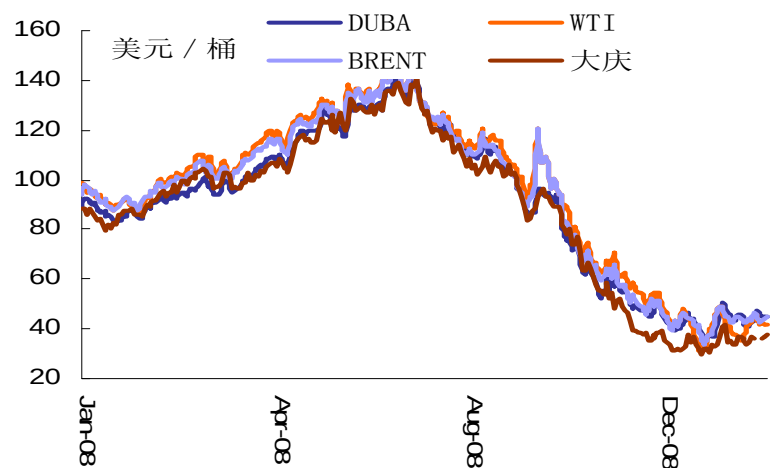
数据来源: 联合证券研究所整理

图 5、2008~2009 年化工产品价格走势图



数据来源：联合证券研究所整理

图 6、2008~2009 年原油价格走势图

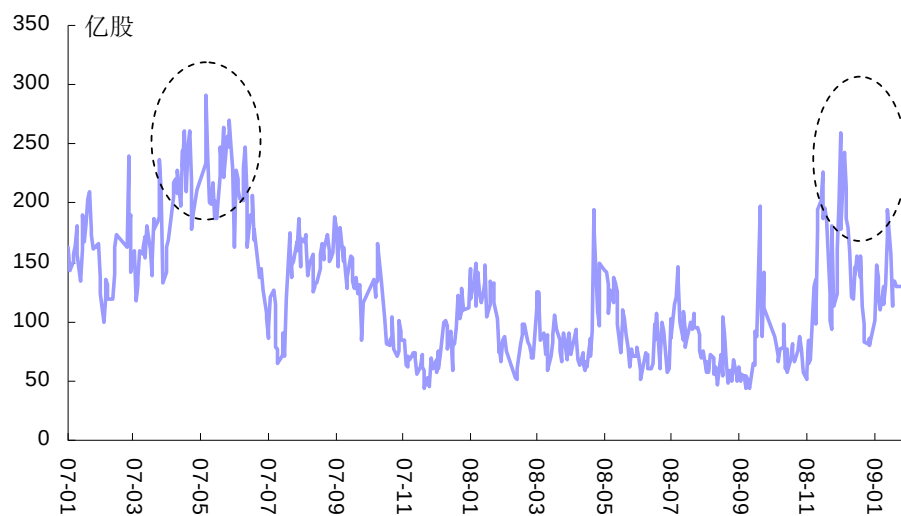


数据来源：联合证券研究所整理

市场成交情况活跃

从成交情况来看，08 年年底以来市场成交量有明显回暖的态势，日成交量的峰值曾经一度逼近 07 年牛市的日成交量水平，A 股每日新增开户数也逐步增多，市场活跃程度与 2008 年中相比有非常明显的提高。

图 7、2007~2008 年全部 A 股成交量日数据



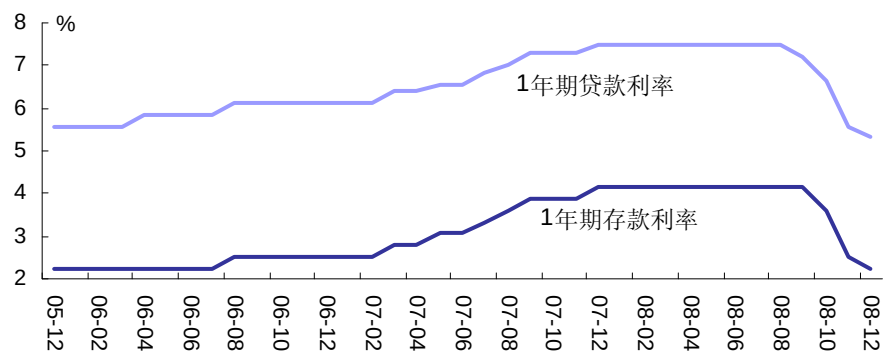
数据来源：联合证券研究所整理

股票市场吸引力相对提升

债券市场进一步上涨空间有限

经过 2008 年 5 次降息之后，我国一年期存款基准利率为 2.25%，一年期贷款基准利率为 5.31%，利率水平已经接近历史低点。

图 8、2006~2008 年一年期存贷款利率水平



数据来源：联合证券研究所整理

与美国的利率水平相比，美联储把联邦基金利率的目标定为 0-0.25% 的区间，联邦基金利率的实际水平为 0.1% 左右。我国与之相对应的是银行间市场隔夜拆借利率，目前水平为 0.8% 左右，与美国联邦基金利率之间的利差约为 0.7 个百分点。若从期限为 3 个月同业拆借利率看，中美利差只有约 0.2 个百分点。

不论是从历史数据还是和美国的比较来看，国内利率水平进一步下调的空间已经不大，这也意味着债券市场进一步上涨的空间已经有限。考虑到股市债市的

“跷跷板”效应，资金流向股市的可能性正在加大。

中央国债登记结算公司最新公布的数据显示，今年1月底，基金债券托管量较2008年末减少达878.02亿元，为去年下半年以来首次减少，这也意味着不少机构正在减持手中持有的债券。

房地产市场仍处在U型谷底

评判房价是否过度调整，可以通过房价收入比和月供租金比两个指标。当租金回报可以覆盖月供的时候，投资性需求有意愿入市购房。供需关系将得以改善，房价的底部或可以确立。（详见《房地产业09年仍将处在U型谷底》）

我们收集采样了八大重点城市超过100个二手商品房楼盘的售价和租金数据。监测结果显示，如果未来按揭贷款利率降低至4%，那么北京的房价仍需要在12月的水平上下降15%，才可达到以租养供。上海需要下降30%，深圳需要下降10%，广州是5%，南京是15%，成都是10%，天津是30%，武汉则需要下降20%。

基于这样的分析，我们认为尽管已经历了一年多的调整，但是房地产行业在09年V型反转的概率仍然极小，而可能仍然处在U型谷底，甚至由U型转化为L型的风险也同时存在。

股市资金回流迹象明显

由于债市和楼市这两大投资市场09年的情况都不太乐观，我们认为09年股票市场的吸引力将会相对大幅上升。从春节过后的基金销售情况可以明显感受到股市资金回流的迹象。

据了解，2月3日首发的工银瑞信沪深300指数基金仅工商银行一家渠道发行就接近8000万份，加上其他渠道，预计首日发行接近亿元。2月2日开始发行的光大保德信均衡精选股票基金，在建行主渠道首日发行也达到4000万份，昨日在建行又发行了约3000万份。事实上，2009年1月19日结束募集的汇添富价值精选基金，首募规模超过15亿元，已经创下近期股票型基金首募规模的新高。

此外，节后股基发行取代债基再成主角。仅节后发行的5只新基金中，有4只为偏股型基金，分别是宝盈优势、诺安成长、光大精选股票基金和工银沪深300指数基金。此外，嘉实量化阿尔法股票型基金也已获准发行。

投资组合应更具有进攻性

我们曾经在年度策略报告中提示关注证券市场转折的三个因素，分别是信贷增速、大宗商品价格和市场情绪（可以用成交量来观察）。正如我们前面分析的那样，这三方面的因素都已经发出了转折或者是稳定的信号，基于以上的判断和前面讨论的三个方面的积极变化，我们建议增加股票投资仓位，并且将行业配置调整为更加具有进攻性的组合。

具体的行业配置建议我们曾在节前最后一天的晨会纪要中提及（见联合证券晨会纪要0123）：超配煤炭、化工、有色、信息设备、机械设备、医药、建筑建材；低配钢铁（产能依然严重过剩）、地产（房价仍有下降空间）、食品饮料、家

用电器、商业贸易、公用事业、餐饮旅游（放弃部分防御性的行业）、同时将交运设备、交通运输和综合类（市场活跃期极容易出现题材股）调整为标配。

对于 2009 年的市场运行我们认为可以分为两个阶段：上半年银行流动性泛滥市场反弹，但受制于悲观的宏观和行业预期，主题投资将主导市场，机构和一般投资者都处于主动出击状态；而下半年某些直接受益于内需拉动的周期性行业企业利润出现增长，季报、半年报数据使投资者的信心恢复并蔓延，相对估值便宜的周期性股重新受机构青睐，逆周期配置可能成为下半年的热点。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。