

2009 年 02 月 04 日

2009 年 2 月股票投资策略报告

——货币扩张超预期 周期型行业继续演绎

基本结论

- **全球流动性正在逐步累积，酝酿发酵。**面对持续的金融危机，各国仍然在积极地应对，包括继续降息、注入流动性、密集出台救市方案等。为了应对严重衰退，各国已经倾向于将“凯恩斯药丸”与“货币主义药丸”一起服下，美国、英国以及中国在内的一些新兴市场国家，M2 增速已经开始触底反弹。我们认为全球的 M2 增速将在一、二季度出现明显回升态势。
- **全球流动性将依次推动贵金属、能源、工业金属价格的反弹。**从全球范围来看，各国都在积极扩张流动性，我们计算的全球 M2 指标相对于大宗商品价格具有明显领先特征，领先时间为 3 个月到 6 个月不等。我们判断在全球 M2 增速将在今年一季度出现回升的情况下，将促成大宗商品的价格反弹，从流动性推动大宗商品价格的次序来看，首先是贵金属，其次为能源，最后为工业金属。
- **中国信贷的大规模投放对短期经济将起到明显支持作用。**中国经济更依赖于银行信贷，国内企业资金来源中有 80%以上都是来自于银行贷款。信贷扩张有利于降低企业存货冲击的压力，减轻短期企业的资金压力。从历史规律看，经济下行时，逆周期信贷投放可以对短期经济起到有效的支持。但长期的信贷扩张则取决于银行资产质量的变化。中国坏账率反应滞后的风险不容忽视，且在 2008 年 4 季度，已经开始出现了坏账率上升的迹象。如果新的全球经济增长机制没有形成，外部经济更可能继续在谷底徘徊，在大规模政策刺激效应过后，政策性集中放贷在未来可能导致坏账率急剧上升，从而抑制长期的信贷扩张。
- **“钟型波动”的左侧行情已经展开。**我们继续看好一季度 A 股市场的表现。主要基于以下几点原因：一、本轮企业存货消化已经接近尾声，存货冲击的压力开始逐步缓解，一些行业的订单恢复较快；二、政府投资计划进入具体实施时期，将给实体经济带来需求的阶段性回升，大量释放的贷款有助于加强这一效应；三、流动性的影响还将加大，伴随着通胀低点的出现，通缩预期有望得到一定程度的缓解，有利于流动性的供给，从而对股票市场形成资金面支持。
- **在投资策略上，我们继续坚持两条线索，并增加其他周期型行业：**一、投资拉动的行业：主要是机械设备、水泥、建筑建材等直接受益于政府投资计划拉动的行业；二、受益流动性的行业：全球流动性将有助于大宗商品价格的反弹（黄金、原油、工业金属），我们继续看好有色金属、石化行业的表现机会；国内流动性将有利于国内券商的盈利回升，证券市场成交回升对券商股的盈利会有明显的改善。三、如果考虑受产业振兴规划、信贷支持、库存较快消化等因素，其他一些周期性行业亦可进入视野：如半导体、化肥等。

投资策略研究小组

陈东(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn**徐炜**(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn**联系人：赵莉**(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层（200011）

内容目录

全球央行大力释放流动性	4
美元走弱将放大流动性的释放	7
全球流动性将依次推动贵金属、能源、工业金属价格的反弹	8
中国信贷大规模投放导致货币供给超预期	11
长期的信贷扩张受资产质量变化的制约	15
投资策略：“钟型波动”的左侧行情已经展开	18

图表目录

图表 1：各国纷纷出台救市方案以应对经济危机	4
图表 2：一些国家央行继续通过降息释放流动性	5
图表 3：积极救市地效果体现，美国 M2 开始出现回升	5
图表 4：英国 M2 开始出现回升	5
图表 5：救市措施滞后，欧元区 M2 继续回落	6
图表 6：救市措施滞后，日本 M2 徘徊	6
图表 7：加拿大的 M2 较大幅度上升	6
图表 8：俄罗斯的 M2 依然处于较低水平	6
图表 9：中国 M2 开始回升	6
图表 10：巴西 M2 高增长	6
图表 11：六大经济体中欧盟、美国、日本、中国的货币政策比较关键	7
图表 12：全球流动性与美元指数呈反向关系	7
图表 13：全球流动性指标（M2）领衔于 GDP	8
图表 14：大宗商品价格的中期波动并不与 GDP 同步	8
图表 15：全球流动性（M2）领先 CRB 指数	9
图表 16：全球流动性（M2）领先高盛商品价格指数	9
图表 17：贵金属价格变化同步于全球 M2	10
图表 18：全球流动性（M2）领先于能源价格	10
图表 19：全球流动性（M2）领先于工业金属，但不稳定	10
图表 20：M2 与信贷增速在 2008 年末出现大幅上升	11
图表 21：2008 年年末新增贷款大幅增加	11
图表 22：中国：信贷对经济增长的支持作用很大	12
图表 23：贷款是国内企业主要的融资来源	12
图表 24：1998 年信贷提供支持减轻存货冲击对价格的压力	13
图表 25：1998 年信贷提供支持缓解企业资金压力	13
图表 26：央票和正回购到期将在 1 季度集中释放大量流动性	14
图表 27：美国经济增长与坏账率	15

图表 28：中国经济增长与坏账率	15
图表 29：调整后的 2008 年 4 季度商业银行坏账率已开始上升	16
图表 30：2008 年 4 季度新增贷款猛增主要源于票据融资(亿元)	17
图表 31：近 2 月新增贷款种“票据+短期贷款”占 55%，中长期贷款占 32%	17
图表 32：2009 年 1 月全球各主要资本市场 MSCI 指数表现（%）	18
图表 33：2009 年 1 月全球各主要资本市场估值水平	18
图表 34：AH 溢价率出现了反弹	19
图表 35：政府投资受益行业获得更多关注	19
图表 36：市场风格酝酿转变	20
图表 37：商业银行信贷投放行业的不良贷款率	20
图表 38：商业银行信贷投放行业的不良贷款余额	20
图表 39：行业的固定资产投资依赖于国家预算资金	21
图表 40：行业的固定资产投资依赖于银行信贷	21
图表 41：商业银行信贷投放的方向	21
图表 42：商业银行新增信贷投放的方向	21

全球央行大力释放流动性

同时服下“凯恩斯药丸”与“货币主义药丸”

面对持续的金融危机，各国仍然在积极地应对。

在 2009 年 1 月份，一些国家继续降息，释放流动性。同时，很多国家还集中出台了救市方案，以配套扩张的货币政策，为保证金融市场的稳定与恢复，实现经济复苏而不遗余力。为了应对严峻局面，全球的监管部门将“凯恩斯药丸”与“货币主义药丸”一起服下，加大力度刺激金融市场与实体经济。

尤其在货币政策的方面，我们看到重要变化：一、中国政府行政式打破银行体系的惜贷；二、美联储也计划采用非常规手段，直接向企业提供流动性。这些变化表明，在对于在经济衰退过程中由于银行体系惜贷导致货币乘数下降的问题，各国已经开始考虑通过非常规手段予以干预，在 2009 年上半年，我们认为全球流动性将会受到明显影响。

图表1：各国纷纷出台救市方案以应对经济危机

公布日起	国家和地区	大致方案
美国		
20090128	美国	美国众议院通过了旨在拯救美国经济的总额 8190 亿美元的新经济刺激方案
20081125	美国	美联储和财政部共同宣布，追加总额达 8000 亿美元的信贷投入提振消费信贷以及抵押贷款担保证券市场，另外投入 6000 亿美元，用于增加按揭贷款
20081021	美国	美联储斥资至多 5400 亿美元从货币市场共同基金收购资产
20081004	美国	7000 亿美元金融救援计划
欧盟		
20090122	德国	欧盟批准德国政府为本国银行业的一项存款保障计划提供 67 亿欧元的担保
20090121	法国	第二轮银行救助计划，规模最高将达到 105 亿欧元(约合 136.3 亿美元)
20090119	英国	第二轮英国银行救助计划，英国央行在财政部支持下成立一个 500 亿英镑的特别基金，购买本国各大银行债券及其他资产
20090118	丹麦	政府向该国银行和抵押贷款机构提供 1000 亿丹麦克朗(约合 178 亿美元)的贷款
20090113	德国	通过总额约为 500 亿欧元的经济刺激方案
亚洲		
20090114	韩国	斥资 97 万亿韩元培育 17 产业
20090115	泰国	投入 32.8 亿美元刺激经济
20090104	中国	央行加大对经济发展支持
20081224	日本	日本批准 88.5 万亿日元预算

来源：国金证券研究所

图表2：一些国家央行继续通过降息释放流动性

利率决议	国家	利率名称	上次	目前	变动基点
09-1-2	印度	回购截止收益率	6.50%	5.50%	-1.00%
09-1-7	印度尼西亚	基准利率	9.25%	8.75%	-0.50%
09-1-7	台湾	基准利率	2.00%	1.50%	-0.50%
09-1-8	英国	再回购利率	2.00%	1.50%	-0.50%
09-1-9	智利	隔夜利率	8.25%	7.25%	-1.00%
09-1-9	韩国	七天回购利率	3.00%	2.50%	-0.50%
09-1-14	泰国	基准利率	2.75%	2.00%	-0.75%
09-1-15	欧元区	再融资利率	2.50%	2.00%	-0.50%
09-1-16	土耳其	基本利率	15.00%	13.00%	-2.00%
09-1-16	墨西哥	隔夜利率	8.25%	7.75%	-0.50%
09-1-20	加拿大	加拿大银行利率	1.50%	1.00%	-0.50%
09-1-21	马来西亚	隔夜利率	3.25%	2.50%	-0.75%
09-1-27	波兰	基准利率	5.00%	4.25%	-0.75%
09-1-29	新西兰	官方现金利率	5.00%	3.50%	-1.50%
09-1-29	菲律宾	隔夜拆借利率	5.50%	5.00%	-0.50%

来源：国金证券研究所

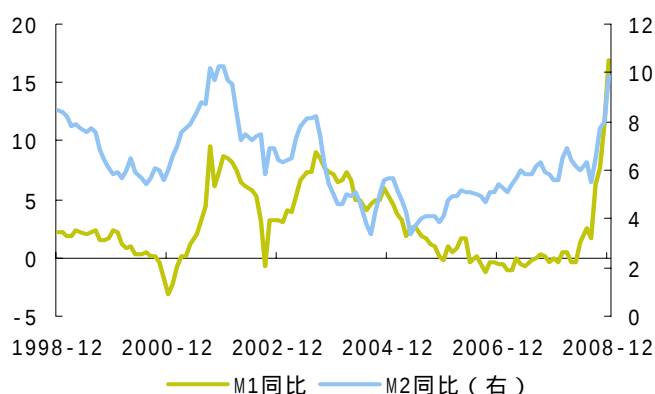
全球流动性已经开始抬头

如果以 M2 来代表流动性的变化，我们观察到由于各国政策的持续推进，已经开始显示出部分效果。

受次贷危机影响最大的美国和英国，同时也是救市最为积极的两个国家，尽管其商业银行体系还存在着惜贷的情况，但在央行全力扩张流动性的情况，两国的 M2 增速已经开始出现上升。而救市步伐相对落后的欧盟和日本，M2 的增速尚停留在比较低迷的状态。

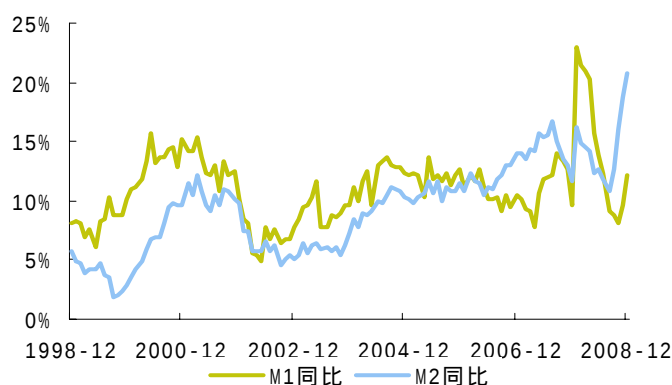
新兴市场的银行体系受次贷危机的直接影响较小，在货币创造方面相对有利，中国的 M2 增速 2008 年末出现反弹，巴西的 M2 增速也在较高的水平。我们认为，随着各国救市措施的持续推进和发酵，全球的 M2 增速将会出现上升态势。

图表3：积极救市地效果体现，美国 M2 开始出现回升

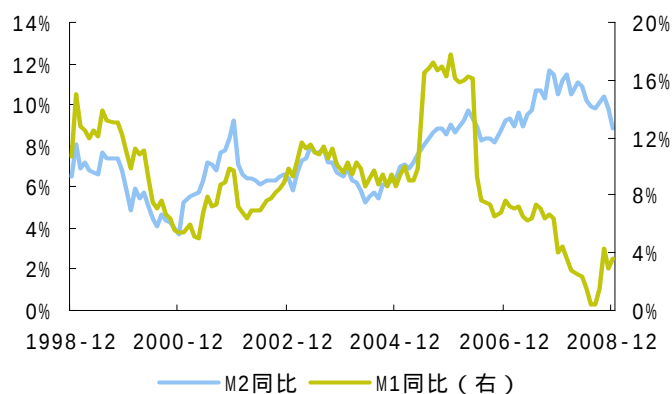


来源：国金证券研究所

图表4：英国 M2 开始出现回升



图表5：救市措施滞后，欧元区M2继续回落

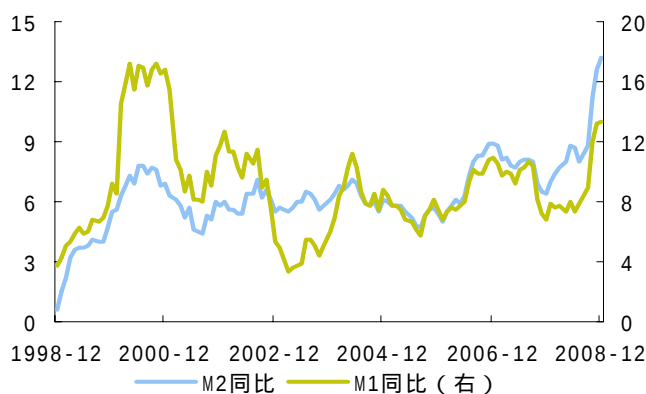


来源：国金证券研究所

图表6：救市措施滞后，日本M2徘徊

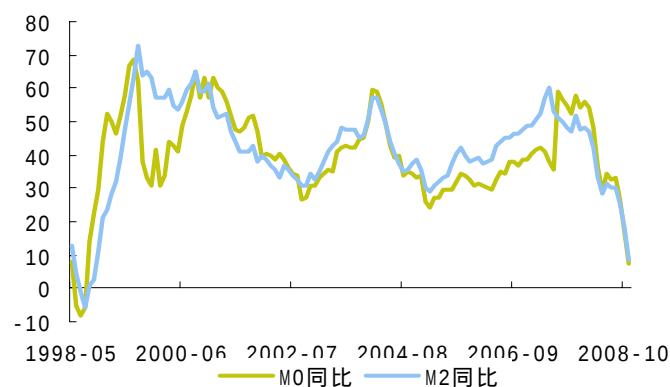


图表7：加拿大的M2较大幅度上升



来源：国金证券研究所

图表8：俄罗斯的M2依然处于较低水平

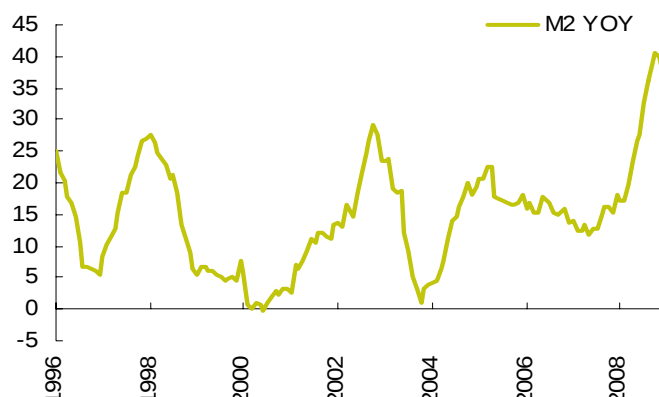


图表9：中国M2开始回升



来源：国金证券研究所

图表10：巴西M2高增长



美元走弱将放大流动性的释放

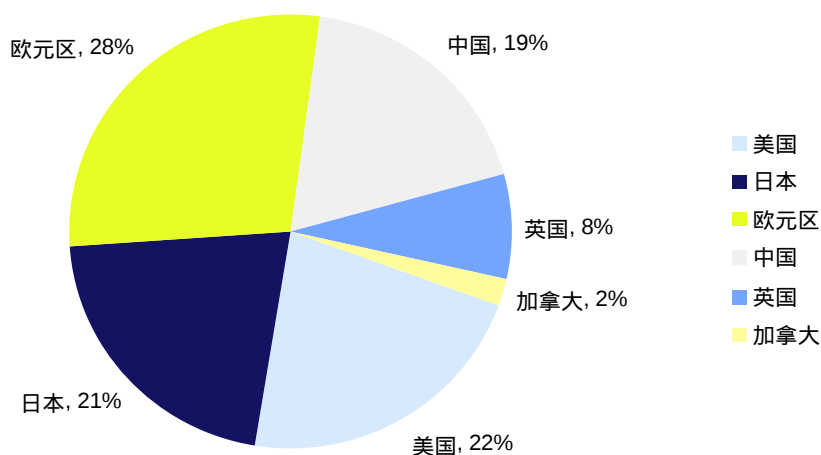
我们使用全球前六大经济体（美国、日本、欧元区、中国、英国、加拿大）的 M2 数据进行汇总，以此来考察全球流动性供给的情况。在全球流动性的格局中，欧盟、美国、日本和中国是四大主要的流动性供给国家，这与它们的经济总量是相匹配的。

全球 M2 的衡量基本由两方面决定：一、主要经济体的货币政策；二、美元的汇率。用本币表示的 M2 上升未必代表用美元表示的 M2 上升，因此，在各国货币政策逐步激进的基础上，一旦美元走弱，全球流动性将迅速上升。

由于缺乏 2008 年 12 月以及 2009 年 1 月的最新数据，截至 2008 年 11 月全球流动性的 M2 指标显示处于较低的水平，但下降的速度已经趋缓。在经济刺激计划下，美国和中国等国流动性供给已经开始陆续出现了上升。

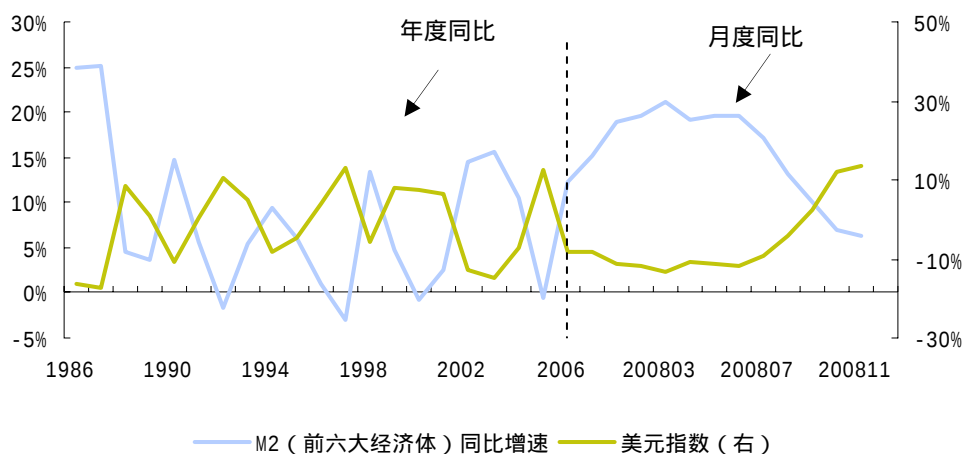
我们发现全球的 M2 指标与美元指数呈反向关系，由于美元是国际货币，其币值的变化直接影响全球流动性的变化，我们预计 2009 年美元再度回归弱势的可能性较大，主要基于：一、外围金融市场逐步趋于稳定；二、美国大幅扩张的货币政策；三、美国国债利率水平较低已经缺乏吸引力；四、贸易顺差国的储备多元化。因此，我们判断，一旦美元转弱，全球流动性会被较大程度释放出来。

图表11：六大经济体中欧盟、美国、日本、中国的货币政策比较关键



来源：国金证券研究所

图表12：全球流动性与美元指数呈反向关系



来源：国金证券研究所

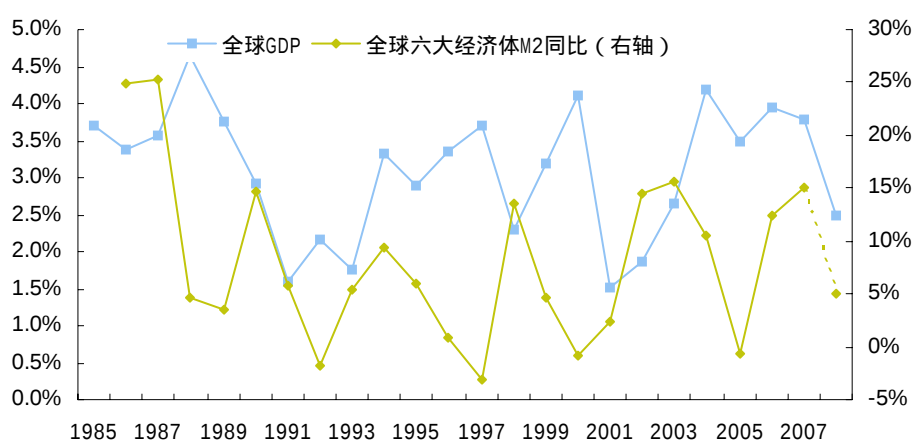
全球流动性将依次推动贵金属、能源、工业金属价格的反弹

从历史数据看，GDP 的周期性波动与大宗商品价格周期具有较高关系，但从中期波动看两者并无较高同步性特征，M2/GDP 的指数情况要明显好于 GDP，说明从中期角度上看，全球流动性对大宗商品的影响更为直接。

为了进一步说明这一问题，我们将全球 GDP 前 9 大经济体（美国、日本、欧元区、中国、英国、加拿大、巴西、俄罗斯、印度）的 M2 数据加总，作为全球流动性的衡量指标。

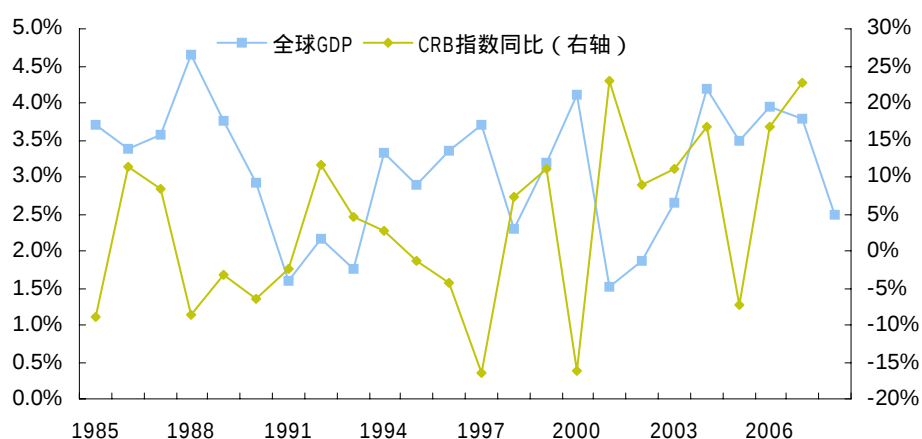
从 9 大经济体 M2 与 CRB 指数以及高盛商品价格指数的关系看，均具有明显的领先特征，领先时间为 3 个月到 6 个月不等。随着全球主要经济体不断扩张货币政策，M2 出现回升趋势的可能性在不断增大。

图表13：全球流动性指标（M2）领先于GDP



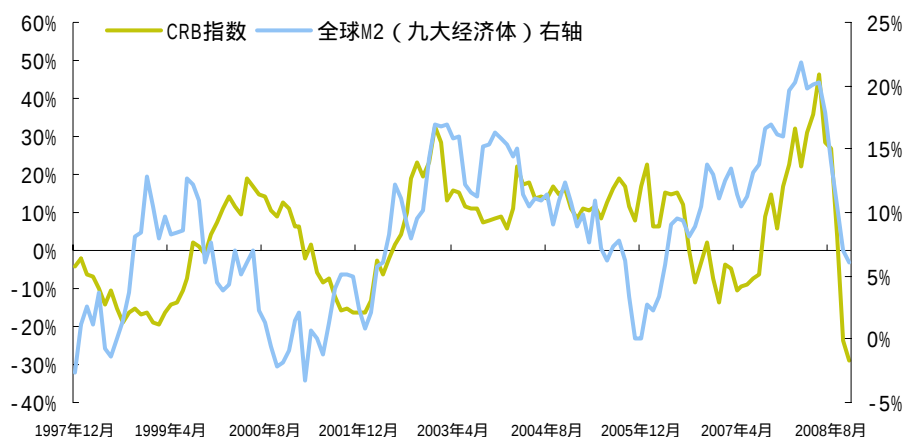
来源：国金证券研究所

图表14：大宗商品价格的中期波动并不与GDP同步



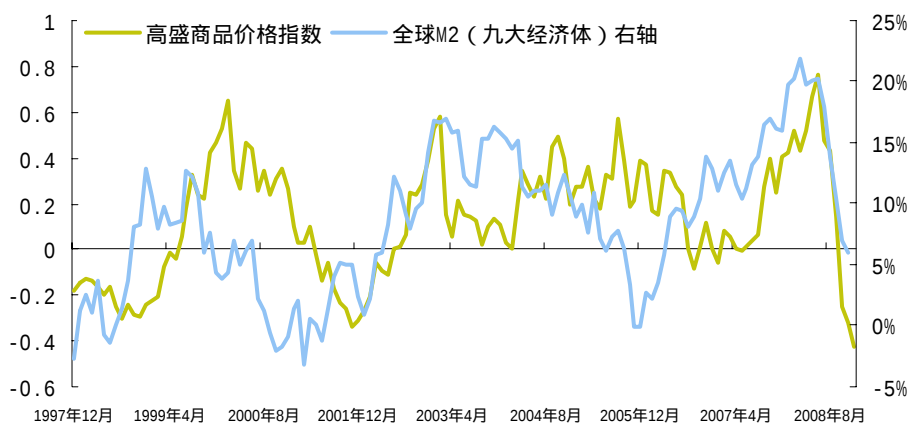
来源：世界银行 国金证券研究所

图表15：全球流动性（M2）领先CRB 指数



来源：BLOOMBERG 国金证券研究所

图表16：全球流动性（M2）领先高盛商品价格指数



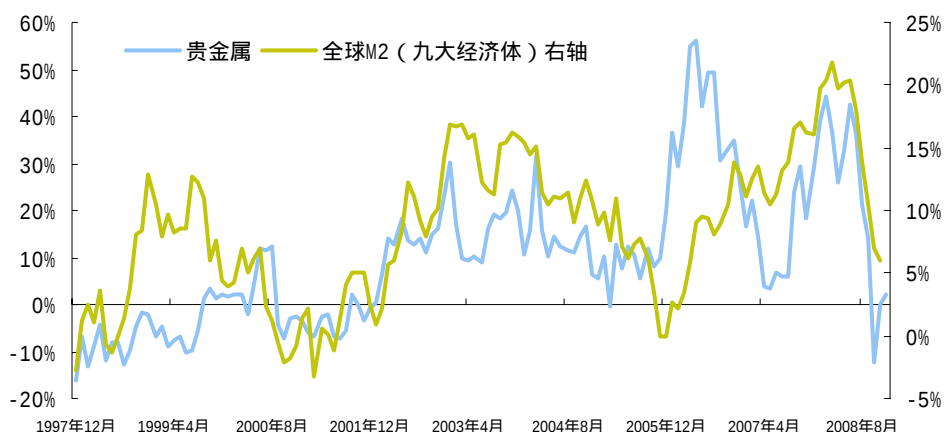
来源：BLOOMBERG 国金证券研究所

如果利用高盛的商品价格指数将大宗商品价格细分为贵金属、能源、工业金属三类，我们观察到：

- 一、 贵金属价格与全球 M2 的变动同步性较强；
- 二、 全球 M2 增长领先于能源价格的关系比较稳定；
- 三、 全球 M2 增长领先于工业金属价格，但关系不稳定，在某种程度上，工业金属价格的金属属性偏弱，受实体经济供求关系的影响较多。

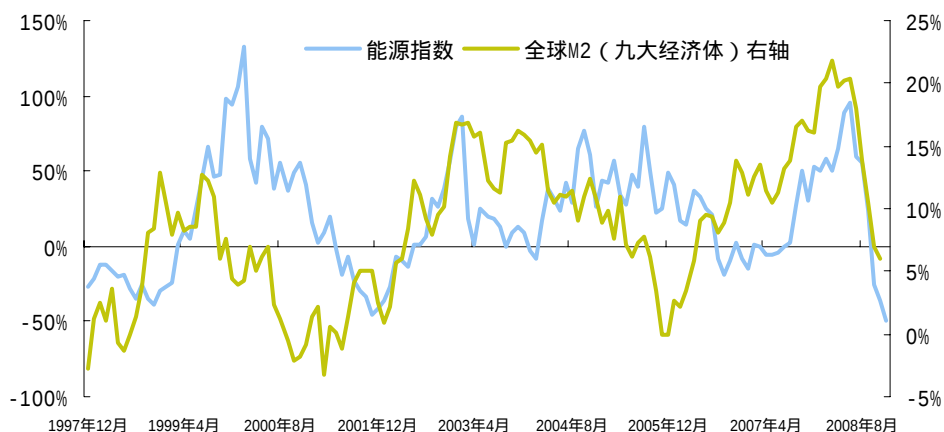
因此，我们认为，当全球 M2 指数开始上升时，将最先影响黄金，其次是原油，再次是工业金属。

图表17：贵金属价格变化同步于全球M2



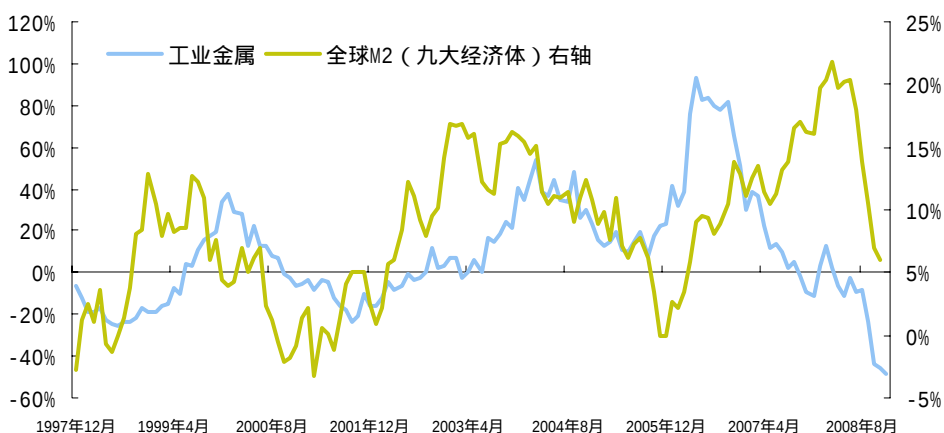
来源：BLOOMBERG 国金证券研究所

图表18：全球流动性（M2）领先于能源价格



来源：BLOOMBERG 国金证券研究所

图表19：全球流动性（M2）领先于工业金属，但不稳定



来源：BLOOMBERG 国金证券研究所

中国信贷大规模投放导致货币供给超预期

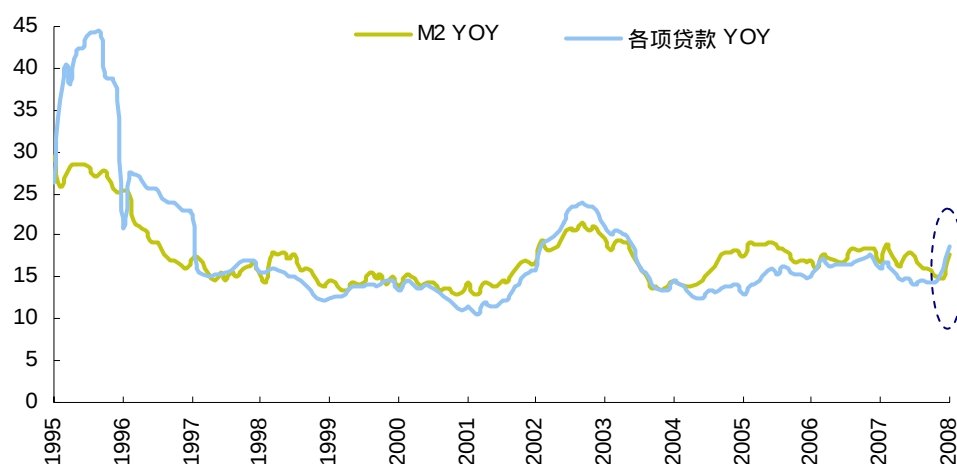
2008 年末，信贷出现了爆发式的增长，并带动货币供给 M2 的增速同步出现了大幅上升，信贷增速较 08 年 11 月提升了 2.73 个百分点，M2 增速提升了 3.02 个百分点。新增信贷规模的扩张无疑给市场带来了信心，国内经济中的信贷渠道并未出现类似于主要发达经济体的“冻结”的情况。

前期，央行通过降低利率、降低存款准备金率等一系列的措施将流动性注入银行体系，但市场更多担忧的是银行体系内充裕的流动性，会否真正的进入实体经济，忧虑的出发点在于实体经济景气回落的情况下，商业银行的“惜贷”行为。但从 2008 年末，以及 2009 年 1 月的信贷情况来看，商业银行的信贷创造使得这种担忧得到了部分的化解。

2008 年末信贷的这种大规模扩张，与近几年信贷投放的规律不一致。近几年，商业银行的信贷发放都体现出向年初集中的趋势，年末新增贷款量一般是全年最低的。出现这种情况一方面是商业银行基于早投放早获益的考虑，另一个原因也可能是受制于信贷调控政策。

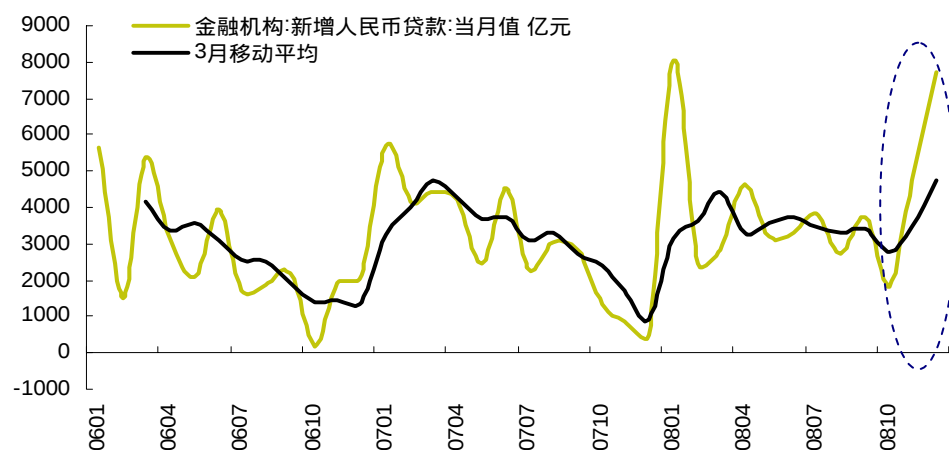
那么 2008 年年末出现反常的信贷新增，在很大程度上也与信贷政策的变化有关：央行在 11 月取消对商业银行信贷规模限制，并要求加大银行信贷对经济增长的支持力度，商业银行被压抑的放贷需求得到释放。同时，积极财政政策又提供了很多需要贷款的项目，在这种背景下出现了新增贷款的爆发式增长。

图表20：M2 与信贷增速在 2008 年末出现大幅上升



来源：国金证券研究所

图表21：2008 年年末新增贷款大幅增加



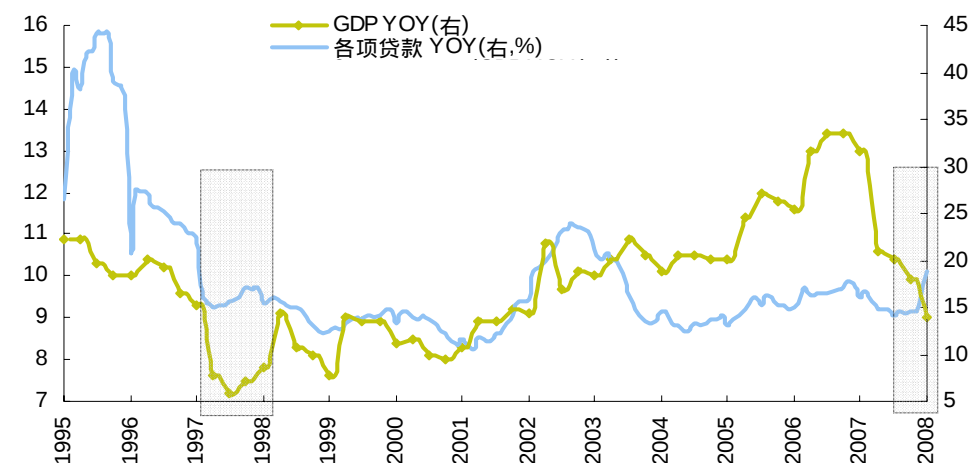
来源：国金证券研究所

相较于其他国家，中国经济要更加依赖于银行信贷，国内企业资金来源中有80%以上都是来自于银行贷款。

上一次经济下滑周期中，同样也是依托政府的积极财政政策，银行贷款增速在1998年维持在相对较高位置，促成了经济景气短期的回升。但之后，由于商业银行居高不下的坏账率，以及大批国有中小型企业倒闭或破产，使得银行创造信贷的能力受到损伤，信贷未能持续的扩张，经济也进入持续的低迷震荡期。商业银行一度面临“技术破产”的压力。

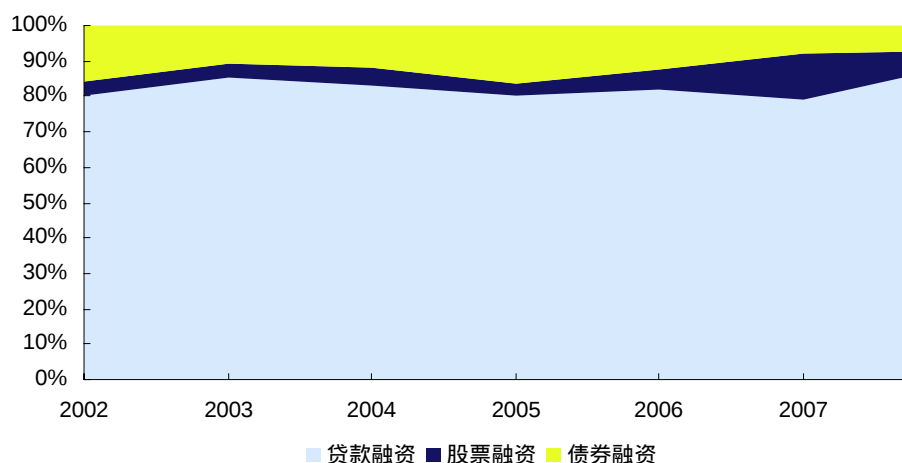
随着信贷增速在2008年末的猛增，再次出现了信贷与实体经济的逆周期走势，我们认为信贷市场的这一表现，将能对短期经济形成比较有效的支持。

图表22：中国：信贷对经济增长的支持作用很大



来源：国金证券研究所

图表23：贷款是国内企业主要的融资来源



来源：国金证券研究所

短期信贷扩张降低企业库存压力

根据 NBER 的论文，Kashyap, Lamont & Stein (1994) 研究了信贷条件的变化对存货的影响。集中于分析 1981-1982 短期衰退期间，企业微观上存货的变动情况。所得出的结论是：信贷渠道对于存货波动具有很重要的影响。对于依赖银行贷款的企业来说，企业存货投资行为明显受到流动性约束影响，银行紧缩信贷导致它们对存货投资进行削减。

从企业经营的角度来看，需要在现金和存货上进行资产配置。在经济上升期，企业可能更愿意进行存货投资，以分享价格上涨的收益；但一旦经济转为下

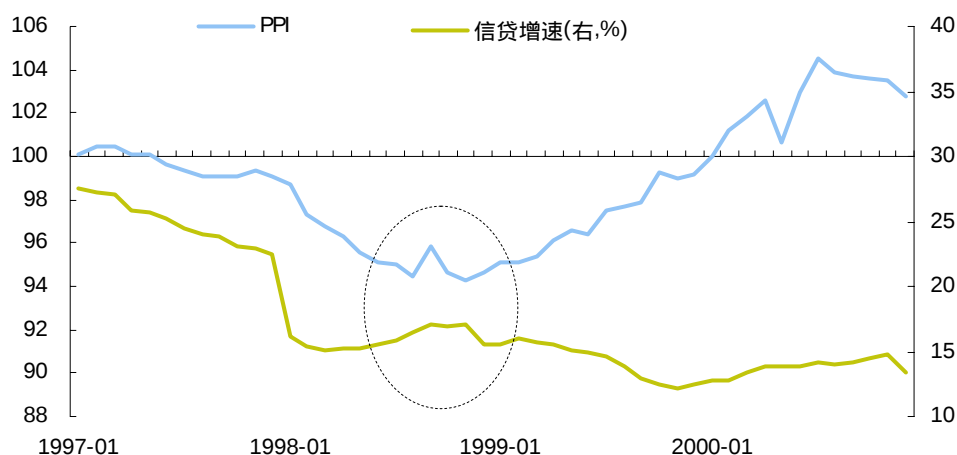
滑，大量存货占用资金，就会导致企业缺乏流动性，这时企业就会抛售存货以回笼资金，造成价格在短期内的快速下跌。

在经济景气时，企业可以依赖自有资金进行存货投资；但一旦景气拐点向下，企业就需要外部的资金，帮助其度过短期的流动性危机，这时候信贷就会起到非常重要的作用。如果有信贷支持，那么企业低价出清存货的压力就会降低，企业也会有资金进行正常的原材料采购与生产。

由于存货投资的波动对于短期经济周期具有很强的冲击性，而信贷支持能够有效地降低出清存货的压力，这个逻辑也印证了前面短期信贷逆周期对经济有较强支撑的观点。

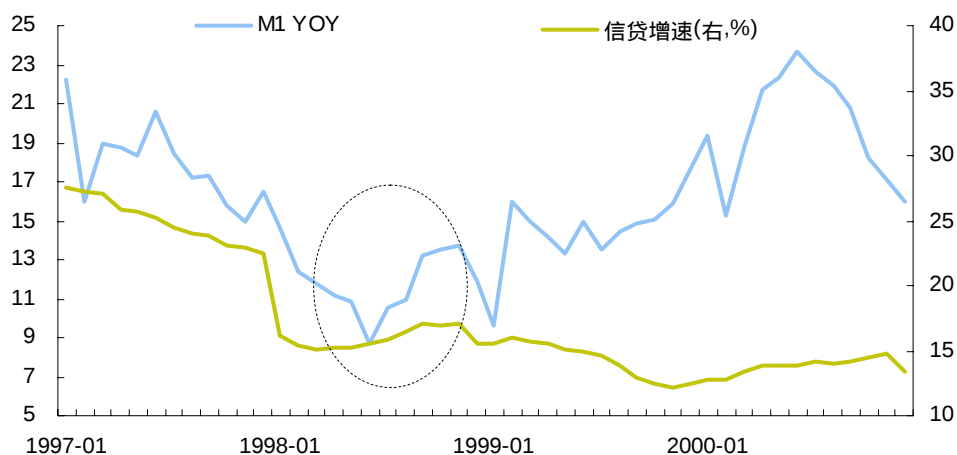
同时，价格的稳定，使得企业受存货冲击的影响降低，资产负债表受损失减小，对于信贷扩张也是潜在的支持。可以降低“金融加速器”放大效应的负面冲击。因此信贷对降低存货冲击压力，可以从企业资金状况和商品价格两个角度去观察。而当前 M1 的反弹、部分商品价格的企稳正是信贷对短期经济形成支撑的体现。

图表24：1998年信贷提供支持减轻存货冲击对价格的压力



来源：国金证券研究所

图表25：1998年信贷提供支持缓解企业资金压力



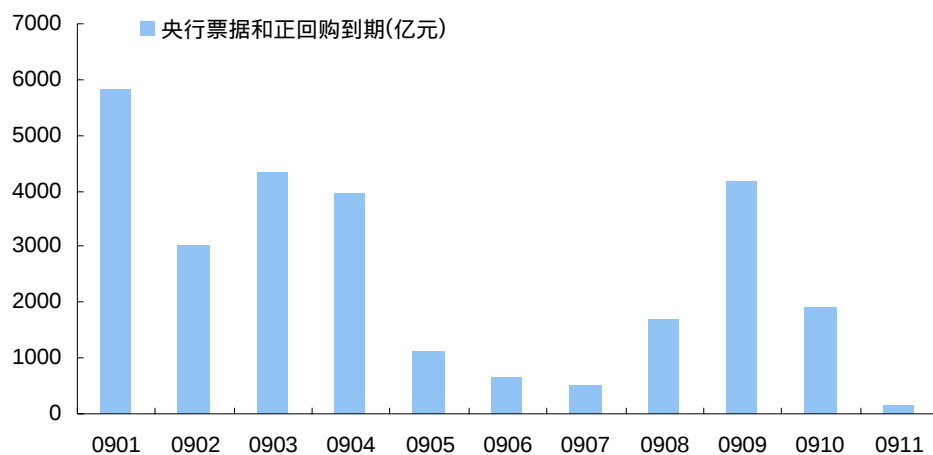
来源：国金证券研究所

2009 年 1 季度信贷格局将比较充裕

我们判断在上半年尤其是 1 季度，信贷增长将处于有利的环境之下：

- ◆ 从历史经验看，年初一般都是商业银行集中放贷的阶段，2008 年末信贷的猛增可以看作是信贷发放的提前。尤其在政策上，2009 年可能会取消贷款额度控制，那么 1 季度集中发放贷款的现象可能会更突出。
- ◆ 积极财政政策主导下的 4 万亿投资项目预计在春节后将开始逐步付诸实施，这无疑给商业银行信贷提供了很好的去向。对这些项目的追逐，将有助于提升新增贷款的规模。
- ◆ 由于 1 季度央票的大规模集中到期，并且在国债尚未大规模发行的情况下，银行间流动性将变得十分充裕，也会驱动银行进行信贷投放。
- ◆ 微观企业层面在前期经历休克后出现略微复苏的迹象，将会提升对于信贷的需求，企业经营的好转也会在一定程度上增强银行放贷的信心，也有利于信贷在 1 季度的投放。

图表26：央票和正回购到期将在 1 季度集中释放大量流动性



来源：国金证券研究所

长期的信贷扩张受资产质量变化的制约

银行坏账具有反周期性且略有滞后

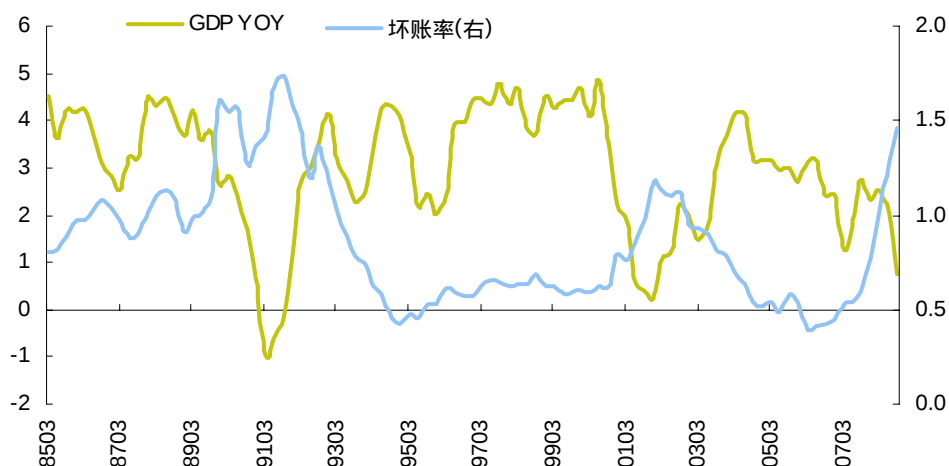
银行资产负债表通常要落后于实际经济的发展。从美国的经验来看，经济景气周期的大幅下滑，都会引起坏账率的快速上升，从时间点上来看，坏账要略微之后于经济周期。

中国的商业银行在 90 年代曾经历了高企的坏账率水平，宏观经济环境、政府的过度干预、银行对于国有企业的预算软约束以及金融监管不力等因素都是造成当时高坏账率的原因。而在国家花费巨大将不良资产剥离，并推动银行上市后，风险收益意识的上升、经济的持续景气使得近几年银行的坏账率一直处于下降的态势。

尽管 2008 年经济经历了快速的下滑，但从银监会公布的商业银行不良率来看，还是延续了下降的趋势。这和美国形成了较强的对比，从这个角度也可以理解，为什么国内的商业银行能够逆周期创造出超额信贷，当前坏账率形势要较美国的情况来得好。

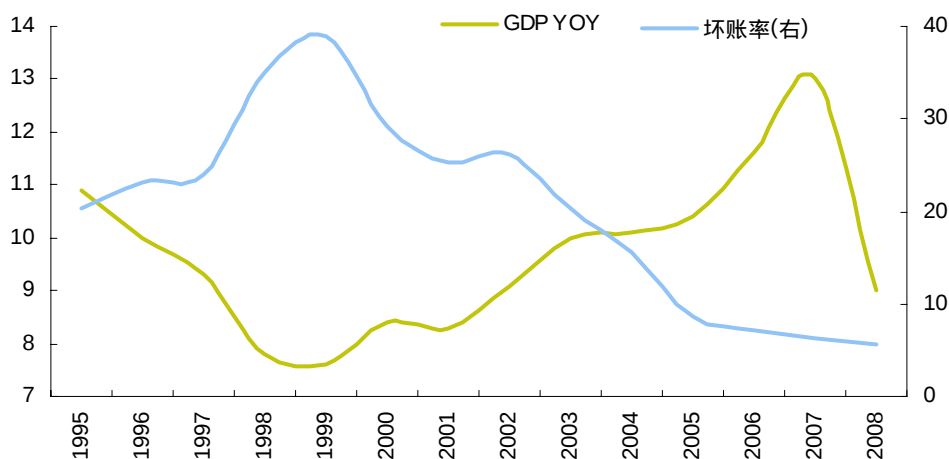
但我们认为还是需要关注中国坏账率反应滞后的风险，风险可能来自于商业银行延长未偿还贷款偿还期、展延贷款等行为，这会使得不良贷款恶化的时间更长。另外，大部分企业贷款为一次性偿还本金，几年以后才会到期，那么借款人无力偿还贷款的压力并不会直接体现，这也可能会拖延不良贷款的确认。

图表27：美国经济增长与坏账率



来源：国金证券研究所

图表28：中国经济增长与坏账率



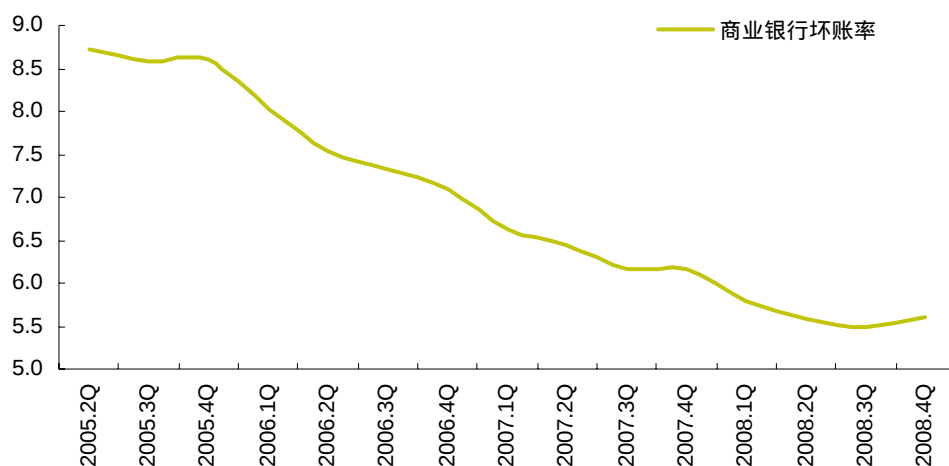
来源：国金证券研究所

2008 年 4 季度坏账已经开始上升

银监会公布了 2008 年商业银行不良贷款情况，第 4 季度不良贷款比率仅为 2.45%，较 3 季度出现了-3%的下降。但这种快速的下降主要是农业银行的问题贷款被大规模剥离所致。如果将农行被剥离贷款加回，那么经过调整后的不良率已经一改 4 年来持续下降的态势，出现了季度的回升。

并且，在 2008 年末商业银行集中进行了新增信贷的投放，扩大了信贷规模，这会拉低当期的坏账率的水平。如果没有超额新增的贷款，可能意味着 2008 年 4 季度商业银行坏账水平的上升还要更快。

图表29：调整后的2008年4季度商业银行坏账率已开始上升



来源：国金证券研究所

从放贷结构看银行仍有一定“惜贷”情绪

商业银行在信贷投放上仍有一定谨慎心理。从媒体透露的工行、建行的 2009 年信贷计划就可以看出，基本维持了 2008 年的新增贷款规模，体现出对风险的顾虑。

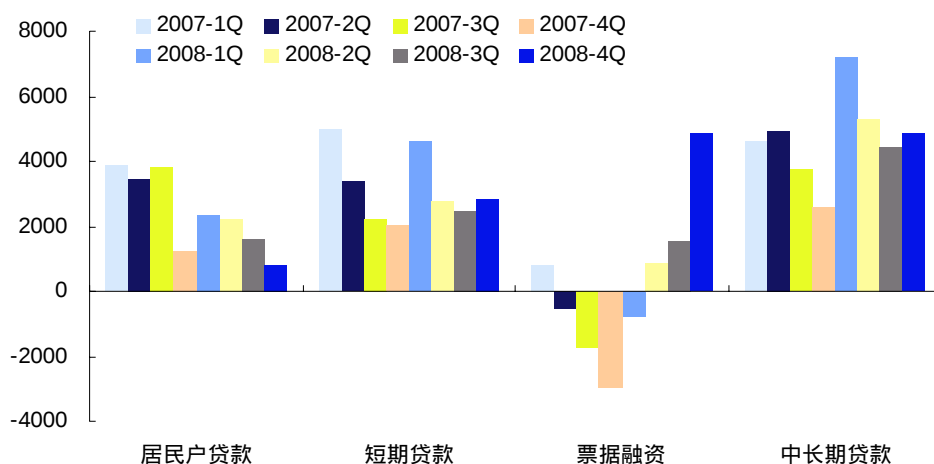
从新增贷款的结构来看，2008 年 4 季度新增贷款猛增主要源自于票据融资的地大幅增加，短期贷款和中长期贷款的新增趋势基本保持了稳定，居民户新增贷款 2008 年持续的下降。

从 2008 年最后 2 个月的情况看，在新增贷款中“票据融资+短期贷款”占了 55%的比重，中长期贷款的比重维持在 30%略强。这种结构也反映了目前商业银行的信贷创造更多的集中在短期的、风险更低的贷款上面。

这种新增贷款的结构体现了银行仍然对风险保有警惕，并不是一味的扩张信用。面对不明朗的经济形势，商业银行有着自然的“惜贷”本能，因此通过票据融资的方式增加信贷规模，可以在风险收益上有个平衡。

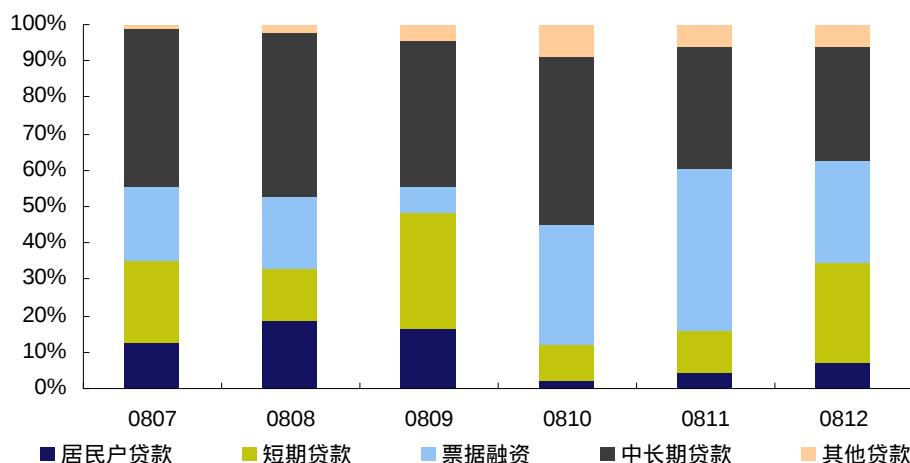
更进一步，根据央行规定票据融资必须有真实贸易背景，但如果商业银行出于收取保证金虚增存款、扩大贷款规模降低不良率的考虑，那么这部分新增票据融资的规模本身还存在着虚增的可能。最终，这种以新增票据融资为主导的信贷结构在其拉动经济的效果上可能需要打上一个折扣。

图表30：2008年4季度新增贷款猛增主要源于票据融资(亿元)



来源：国金证券研究所

图表31：近2月新增贷款种“票据+短期贷款”占55%，中长期贷款占32%



来源：国金证券研究所

对于长期的信贷增长谨慎的考虑

在中长期，信贷增长体现出较强的顺周期性，也就是说与实体经济的景气趋势有密切的关系。我们认为，目前经济处于供给改善阶段，但需求复苏尚未真正到来，经济景气未来还有可能面临“钟型”右侧的回落，在这种情况下，银行真实的信贷扩张意愿仍受中期经济变动制约。

同时，我们认为随着时间推移，财政政策与货币政策的阶段性效应过去后，经济依然无法明显复苏。如果经济呈现出在底部盘整较长一段时间的态势，那么一些企业的经营压力则会明显的体现，坏账也加速暴露出来，此时坏账的上升可能成为制约商业银行进行信贷创造的主要障碍。

投资策略：“钟型波动”的左侧行情已经展开

一月回顾：A 股市场一枝独秀

■ 全球股市的冰火两重天

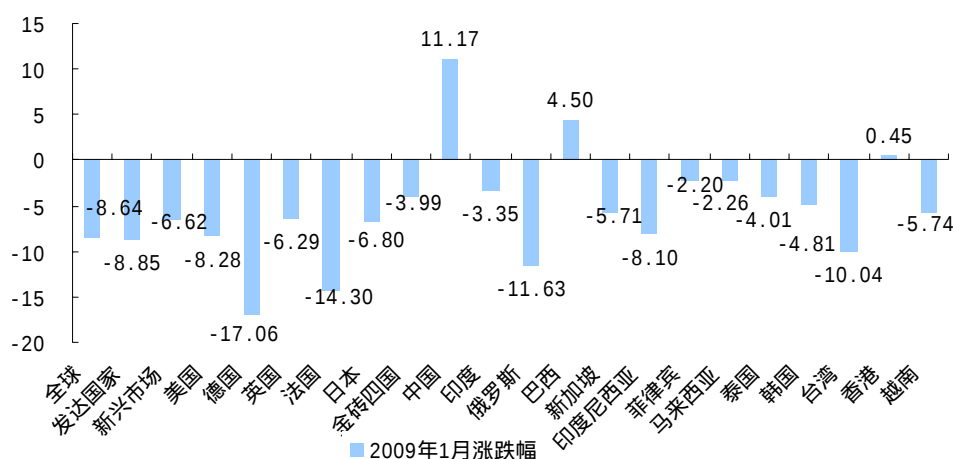
在 2009 年的 1 月份，A 股市场的表现在全球资本市场中一枝独秀，取得了很好的收益，另一个新兴市场国家巴西也是上涨格局。

但大部分国家的股市在 1 月份都遭遇了寒流，尤其是发达国家，其中美国股市在 1 月份的表现历史同期最差，2008 年年底美国经济萎缩幅度也创下了 26 年之最。这与 A 股市场形成了十分鲜明的对比。

这种现象的解释可以来自于两者目前信贷市场不同的表现。美国信贷市场的依旧冻结使得其经济仍然处于不明朗的格局中，而中国顺利的信贷发放使得投资者对中国经济短期复苏的前景更为乐观。

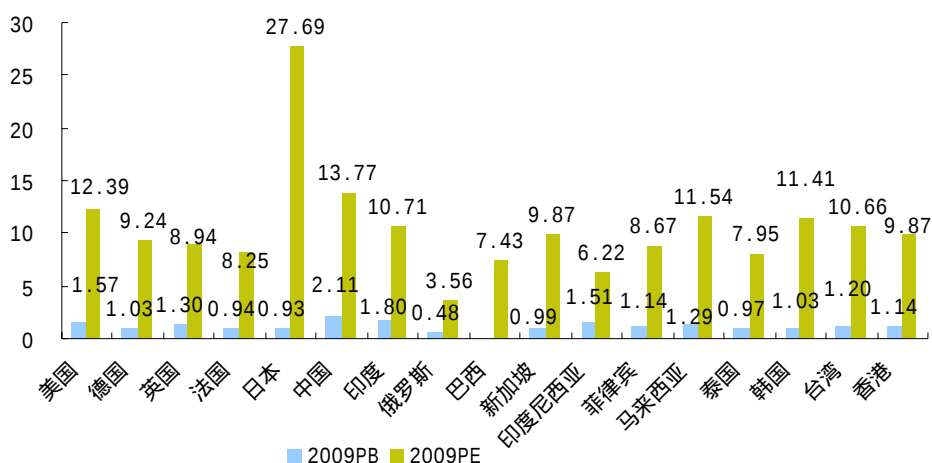
从全球范围来看，A 股市场的 PB 仍然是最高的，PE 也要稍稍领先于其他市场，但总体上高估的幅度仍在可接受的范围内。AH 股的溢价率水平随着 A 股的反弹也出现了上升。

图表32：2009 年 1 月全球各主要资本市场 MSCI 指数表现 (%)



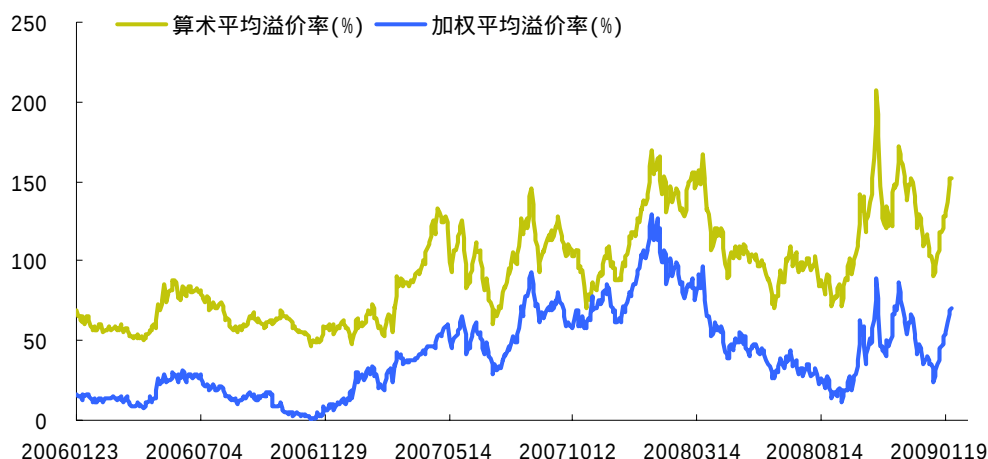
来源：国金证券研究所

图表33：2009 年 1 月全球各主要资本市场估值水平



来源：国金证券研究所

图表34：AH 溢价率出现了反弹



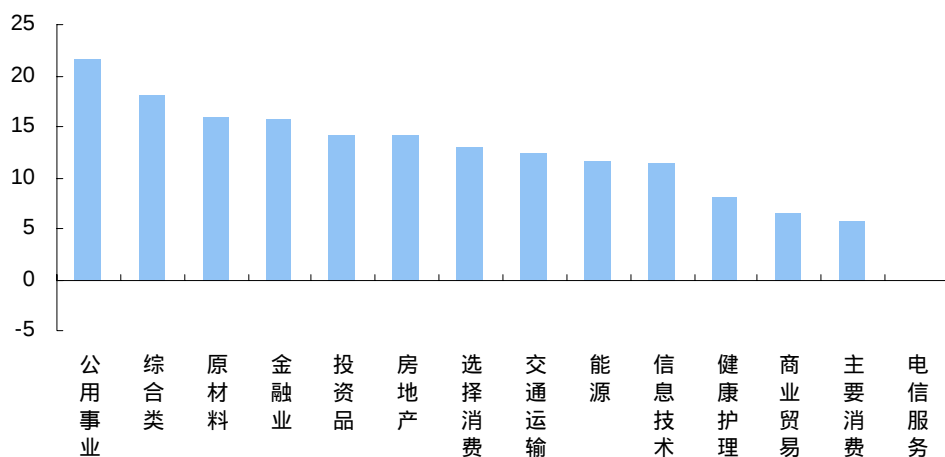
来源：国金证券研究所

■ 投资拉动行业获关注 市场风格酝酿转变

我们在1月策略报告中，提到了重点关注受益于政府投资计划的部分周期性行业。那么从1月份A股市场的行业表现来看，基本印证了我们的判断。公用事业、原材料、金融、投资品等与投资关系紧密的行业获得了较多的超额收益。

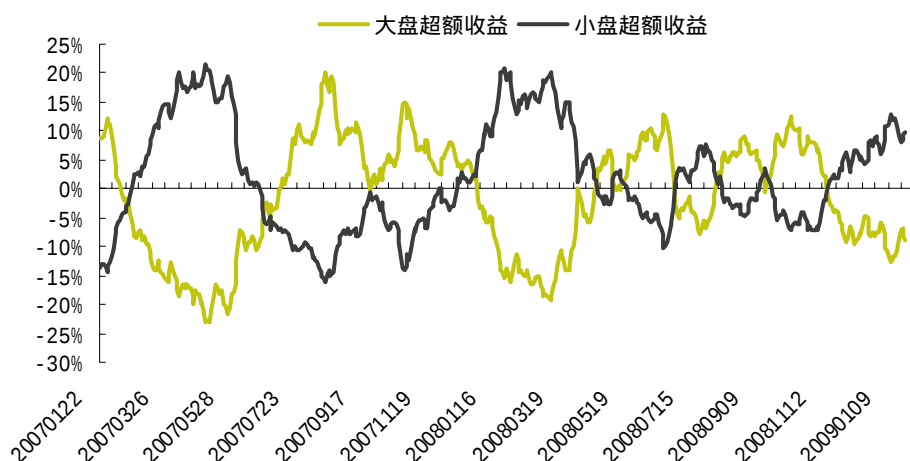
同时，在盈利信息真空、市场流动性充裕的情况下，主题性的投资机会获得了投资者的青睐，呈现反复活跃的态势。但我们也注意到大盘与小盘的超额收益对比正在酝酿着转变，一些周期类的大盘股票已经开始活跃，我们认为后续风格上大市值类公司的超额收益将会上升。

图表35：政府投资受益行业获得更多关注



来源：国金证券研究所

图表36：市场风格酝酿转变



来源：国金证券研究所

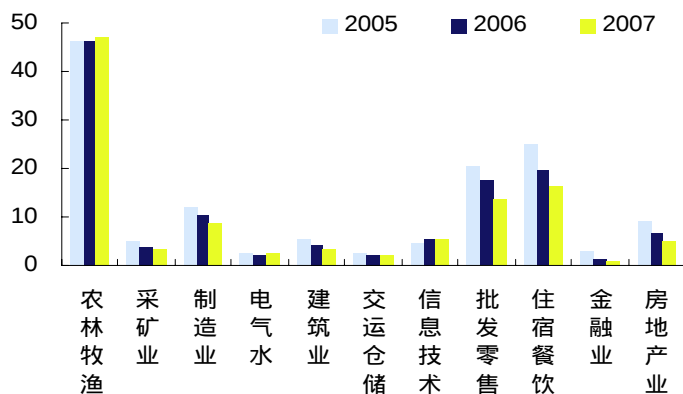
寻找在信贷投放中可能受益的行业

银行近期大量增加的信贷主要还是投向政府积极财政政策所引导的方向，满足政策所需要的配套资金。我们从以下几个视角，来观察新增信贷可能投向的行业。

■ 控制不良贷款的角度

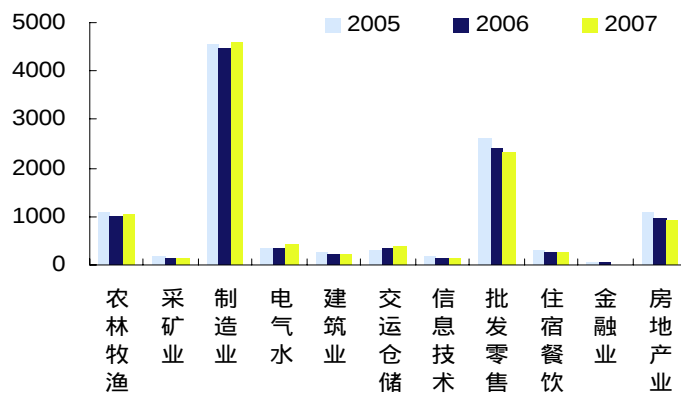
商业银行从控制风险的角度出发，对于不良率、不良余额高的行业必然会有所谨慎。从历史数据来看，农林牧渔、制造业、批发零售、住宿餐饮、房地产这几个主要行业在不良贷款的表现上有压力，而电气水、建筑业、交运仓储、信息技术、采矿业，这几个行业的不良贷款记录良好。

图表37：商业银行信贷投放行业的不良贷款率



来源：国金证券研究所

图表38：商业银行信贷投放行业的不良贷款余额

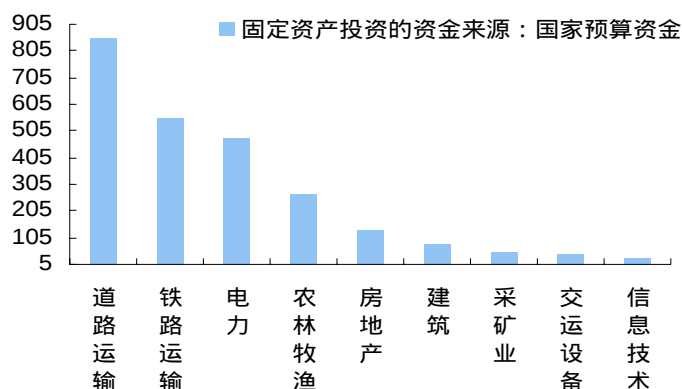


■ 固定资产投资融资的路径依赖

新增信贷将进行项目的投资建设，银行有向已有客户或项目继续放贷的倾向，对于已经投放了较多贷款的行业，银行很可能继续提供信贷，以支持企业的后续发展。当然，同时也需要考虑贷款的过度集中的问题，以及行业发展的前景。

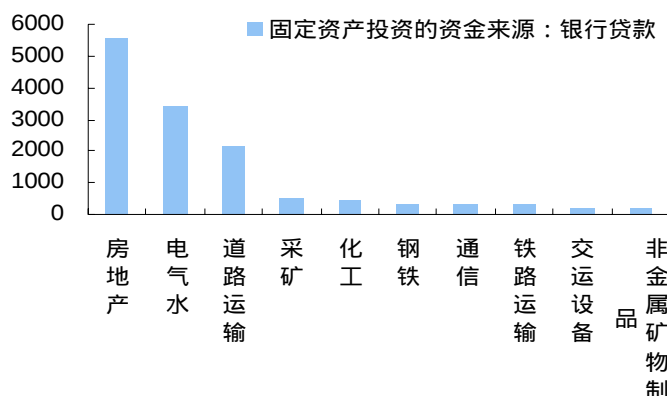
如果行业的投资有政府资金作为补充，那么对银行而言，放贷的意愿将会更加强烈。综合这两点，我们看到铁路、道路、电力、采矿、交运设备这些行业获得信贷支持投资的可能性更大。

图表39：行业的固定资产投资依赖于国家预算资金



来源：国金证券研究所

图表40：行业的固定资产投资依赖于银行信贷

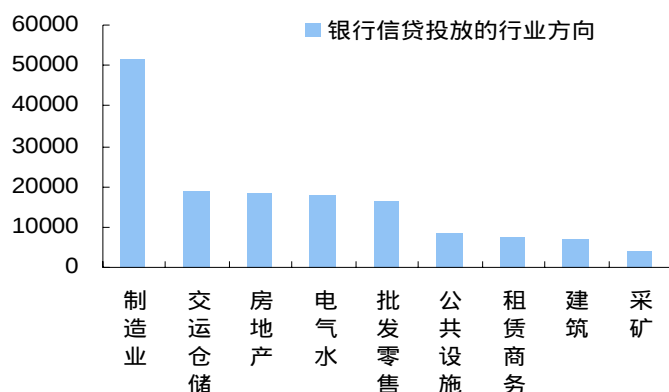


■ 商业银行新增信贷的方向

商业银行已有信贷最大的投放方向在制造业，这与制造业的规模有关系，其次是交运、地产、电力、批发零售等。

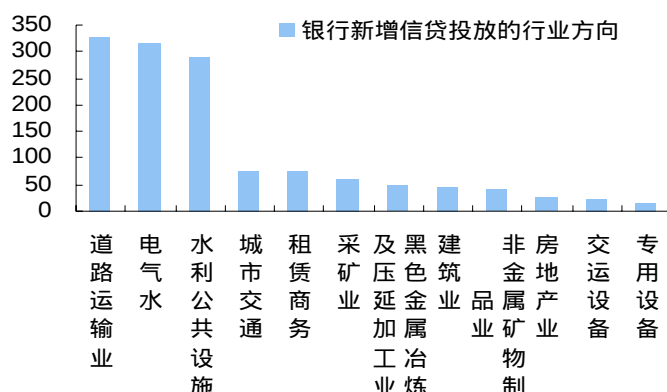
而商业银行在最近的新增信贷的投放方向上，对制造业的信贷发放是相当谨慎的，只对钢铁、水泥、交运设备、专用设备等行业进行了信贷投放。新增信贷最多的行业是道路、电力、水利等行业，这也与 4 万亿投资计划的方向基本一致。

图表41：商业银行信贷投放的方向



来源：国金证券研究所

图表42：商业银行新增信贷投放的方向



■ 从以上视角，我们发现主要受益的行业在于：

- ◆ 政府投资计划指引的主要方向：电力、电网、交运（铁路、道路）、水利工程等行业；
- ◆ 受益于政府投资计划，获得新增贷款关照的一些周期性行业：水泥、钢铁、交运设备、专用设备。

关注“产业振兴计划”所产生的投资机会

我们近期推出《产业振兴规划专题》，认为在 2009 年 1 季度集中推出产业振兴规划后，对周期性行业的影响更为显著。首先，就所要振兴的目标行业而言，此计划所挑选的行业主要为原材料和投资品类，仅出于保就业的目的才加入了纺织和轻工业。其次，就政策可能产生的效果而言，我们认为在诸多的措施中可行性大、效果或许显著的有：财政投资拉动、淘汰落后产能、推广“家

电下乡”、限制设备国产率、提高国家储备、设立技改及研发资金等。这些核心政策对周期性行业的帮助也是要强于非周期性行业。

我们认为围绕此次产业振兴计划的投资机会主要出现在受益于各种核心措施的周期性行业。预计淘汰落后产能和财政投资拉动最能使周期类上市公司受益，而“家电下乡”计划的推广则更有利于家电行业、电子计算机制造业和农用轻卡类的上市公司。此外，在政府的积极推动下，部分行业存在由兼并重组所带来的投资机会。

结合行业研究员的观点，我们进行了一定归纳：

- ◆ 受益于财政投资拉动的企业主要有：八一钢铁、凌钢股份等长材类钢铁企业，中国重汽、潍柴动力等重卡及零配件生产企业，中石油、中石化等化工企业，中国铝业、江西铜业、中金岭南等核心有色金属行业，太原重工、中国南车等重点机械设备企业，申达股份等产业用纺织品生产企业，以及中兴通讯等主要 3 G 设备制造企业。
- ◆ 受益于“家电下乡”模式推广的企业：北汽福田、江淮汽车等汽车企业，海信电器、深康佳等电视机企业，青岛海尔、美的电器、小天鹅等白色家电企业，浙江阳光、佛山照明等节能灯企业，江西铜业、云南铜业等有色金属企业，莱宝高科等手机制造企业，得润电子、华微电子等半导体企业，以及方正科技、同方股份等计算机企业受益。
- ◆ 淘汰落后产能和对新增产能的限制有利于：八一钢铁、凌钢股份等长材类钢企，中国船舶、广船国际、中船股份等造船企业，中石油、中石化等核心石化企业，银鸽投资、美利纸业等造纸企业，中国铝业、江西铜业等有色金属企业，以及太原重工等国有重点装备制造企业。
- ◆ 在政府的积极推动下，部分行业存在由兼并重组所带来的投资机会。其中钢铁行业中：鞍本、广东、广西、河北、和山东钢铁集团可能会有实质性重组；鞍本集团与攀钢、东北特钢，太钢和长治等钢厂的联合重组也有望得到推动。汽车行业中已传闻的重组方案包括“奇瑞-江淮”和“长安-哈飞-昌河”；被兼并重组概率较大的企业还包括浙江吉利、比亚迪、长城汽车和云内动力。有色金属行业中的中铝公司、江西铜业、中金岭南等重点企业最有机会在行业内进行并购。

小结：钟型波动的左侧行情已经展开

我们继续看好 1 季度 A 股市场的表现。主要基于以下几点原因：一、本轮企业存货消化已经接近尾声，存货冲击的压力开始逐步缓解，一些行业的订单恢复较快；二、政府投资计划的具体实施将给实体经济带来实体经济需求的阶段性回升，大量释放的贷款有助于加强这一效应；三、流动性将逐步充裕，伴随着通胀低点的出现，通缩预期有望得到一定程度的缓解，这有利于流动性的供给，从而对股票市场形成支持。

总的来看，我们认为实体经济将出现“钟型”波动，证券市场也同样如此，不过证券市场要更加提前一些，因此，我们认为一季度将是证券市场“钟型”波动的左侧抬升期，行情仍然有望在 2、3 月份得到延续。

短期内，我们关注商业银行信贷投放的积极效应。商业银行大量的信贷投放要超出原先市场预期，它部分打消了原先对商业银行惜贷的担忧。信贷投放对短期经济的支持有很明显的作用，也有利于证券市场的资金供给，我们判断在上半年尤其是 1 季度，信贷环境都将会比较宽松，这也给 A 股市场提供了相应的较好的资金环境。

从全球范围来看，各国都在积极扩张流动性，我们计算的全球的 M2 增速显示与 CRB 指数有很强的先导性的指导作用，我们判断在全球 M2 增速将在今年一季度出现回升的情况下，将促成大宗商品的价格反弹，反弹的顺序依次为贵金属、能源、工业金属。因此，我们继续看好黄金、有色金属的前景。

在投资策略上，我们坚持两条线索，并增加其他周期性行业：

- ◆ 投资拉动的行业：主要是水泥、建筑建材、机械设备等直接受益于政府投资计划拉动的行业；
- ◆ 受益流动性的行业：全球流动性将有助于大宗商品价格的反弹（黄金、原油、工业金属），我们继续看好有色金属、石化行业的表现机会；国内流动性将有利于国内券商的盈利回升，证券市场成交回升对券商股的盈利会有明显的改善。
- ◆ 如果考虑受产业振兴规划、信贷支持、库存较快消化等因素，其他一些周期性行业亦可进入视野：如半导体、化肥等。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。