

## 市场暂无近忧，关注后市制约点

### --投资策略周报 20090209

武幼辉 投资策略 研究员 姚力玮 投资策略 研究助理  
电话: 020-87555888-393 电话: 020-87555888-337  
eMail: wyh6@gf.com.cn eMail: ylw2@gf.com.cn

#### 经济预期回暖带动市场情绪高涨

首先，流动性大幅改善提升市场情绪，但其可持续性受到市场质疑。作为领先指标的货币、信贷反弹给市场提供了经济稍有企稳的积极信号。A股新增开户数明显回升，投资者信心逐步恢复；对于流动性，我们主要关注2点：1、回升的原因；2、可持续性。票据融资和信托贷款占主导一方面显示银行对放贷的谨慎，另一方面也暗示剧增的信贷对经济的积极作用可能有限；对于投资者关心的信贷可持续性，目前我们并不担忧第一季度的信贷增速，我们担忧的是在政府引导的项目投资投放完毕后，会否有新的政府项目贷款继续投放，或者银行会否愿意继续承担贷款质量可能变差的风险而选择放贷私人部门。

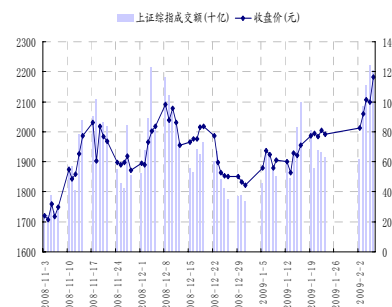
其次，同步指标显示经济止跌企稳，但需求回暖尚需时日。1月，大宗商品价格在经历大幅下挫后，有色金属、钢铁、煤炭、航运等价格出现回暖迹象，目前轻言下游需求回暖为时尚早，因此，某些价格出现反弹应主要缘于下游企业库存清理，不排除一些商品价格只是出现短暂的超跌反弹现象，这需要继续跟踪数据。

#### 估值中枢明显上移、关注后市制约因素

估值压力加大，我们对可能改变投资者预期的几个问题予以关注：

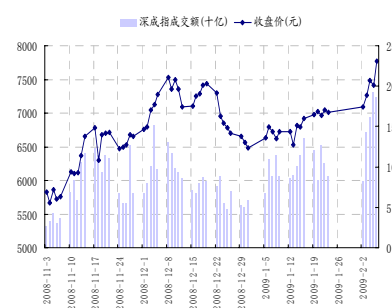
**关注一：盈利预测调整：**年报的负面影响目前尚未显现，主要有2点原因：1、投资者普遍对年报持继续下滑的预期，这已提前得到消化；2、年报披露高峰期将出现在3月下旬及4月，届时负面压力将加大，分析师很可能继续下调今明两年的盈利预测；**关注二：1月份宏观数据：**我们认为，只要反映当前经济运行状况的指标并无出现超预期的下滑，与股票市场关联度较高的M2反弹将占据上风，流动性改善的积极效应很可能继续得到体现；**关注三：领先指标预示美国经济稍有企稳：**我们将密切关注美国经济数据，如果其经济加速恶化，那么投资者担忧的信用卡、企业债违约等风险将大幅增加，新一轮的企业破产潮可能再度引爆危机。我们认为，美国经济复苏尚需一段较长的时间，但只要其维持缓慢筑底的局面，新政府及时出台挽救措施，打通信贷市场使其得以顺畅，那么至少我们的市场将减少恐慌性下挫的几率。总体来看，短期内对市场产生积极因素的事件占据上风，但风险应需防范。

#### 上证综合指数近两月走势



周末收盘：2181.24 一周涨跌幅：9.57%

#### 深证成份股指数近两月走势



周末收盘：7771.90 一周涨跌幅：10.79%

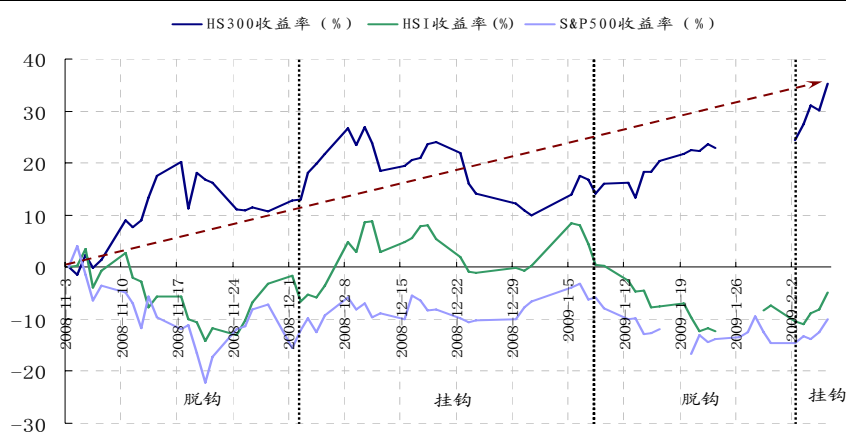
| 国际<br>市场指数 | 一周<br>(%) | 年初<br>至今(%) |
|------------|-----------|-------------|
| S&P500指数   | 2.78      | -3.84       |
| 加拿大TSX指数   | 2.80      | 0.23        |
| 英富时100指数   | 2.43      | -3.21       |
| 法国CAC40指数  | 3.76      | -2.96       |
| 德国DAX指数    | 4.89      | -3.44       |
| 日经225指数    | 1.03      | -8.84       |
| 韩国综合指数     | 4.14      | 7.63        |
| 台湾加权指数     | 5.26      | -2.61       |
| 香港恒生指数     | 2.84      | -5.09       |
| 恒生中国企业     | 7.95      | -2.45       |
| 沪深300指数    | 10.07     | 23.08       |

## 市场暂无近忧，关注后市制约点

### 一、经济预期回暖带动市场情绪高涨

进入2009年，整个A股市场呈现出与2008年截然相反、积极向上的估值反弹行情。国家政策的转向（于2008年11月初）是此轮行情启动的信号，我们看到及时掉头的货币信贷政策及频出的各项产业振兴措施已在一些近期回暖的宏观经济数据及商品价格反弹中有所体现。经济预期的回暖支撑市场在节后第一个交易周继续上扬。（图1）。

图1：节后的第一个交易周， 外围市场与A股同样呈现上扬的挂钩行情



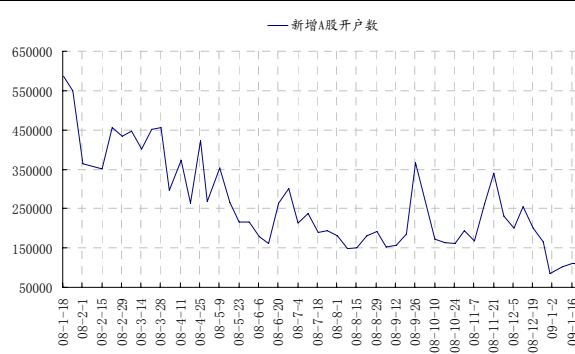
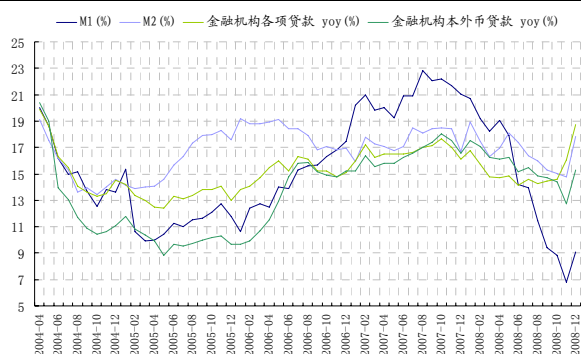
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1. **流动性大幅改善提升市场情绪，但其可持续性受到市场质疑。**温总理在达沃斯世界经济论坛透露09年1月前20天的新增贷款额已达到9000亿，市场预计整个1月份的新增信贷额有可能达到1.2万亿。作为宏观经济先行指标的货币供应及信贷数据出现不同程度的反弹，这给市场提供了一个经济止跌企稳的积极信号（图2）。因此伴随而来的是股票投资者信心的恢复，我们看到进入09年之后，A股的新增开户数明显有所回升（图3）。

对于流动性的问题，我们主要关注两点：一是信贷额回升的原因；二是信贷额的可持续性。前者用于横向判断其对宏观经济的预示作用，即其作用的大小；后者用于纵向判断其对宏观经济的预示作用，即积极作用可否持续。首先，目前信贷额的回升很显然并非来自于经济自身改善所引起的货币需求回升，而是来自政策导向。另外，分解近期金融机构的贷款方式，票据融资和信托贷款

的增速明显高于短期及中长期贷款增速（图4），并且占据了贷款总额的近八成（图5），这一方面显示了金融机构对放贷的谨慎态度及对未来贷款质量的担忧，另一方面也暗示了表面上高速增长信贷规模对宏观经济的积极作用可能不及大家想象中的显著。其次，对于投资者关心的信贷投放可持续性，我们并不担忧今年第一季度的信贷增速，我们担忧的是在政府引导的项目投资投放完毕后，会有新的政府项目继续投放，或者金融机构会否愿意继续承担贷款质量可能变差的风险而选择投放给私人部门。我们看法是，3月之后信贷增速将回到正常水平。

图2：经济先行指标：货币供应及信贷数据出现反弹 图3：进入09年，A股的新增开户数有所回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：票据融资及信托贷款增速显著

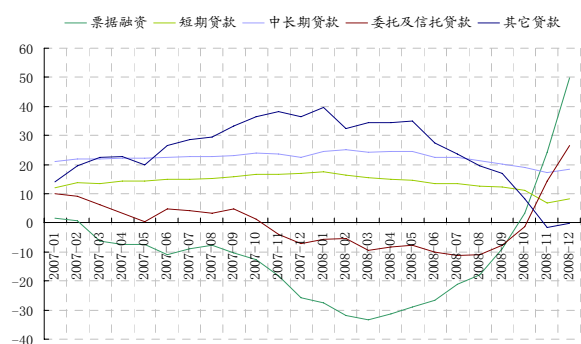
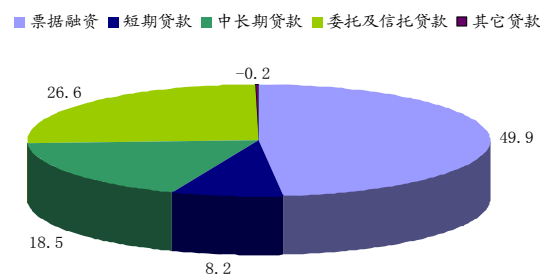


图5：08年12月，金融机构贷款以票据融资居多

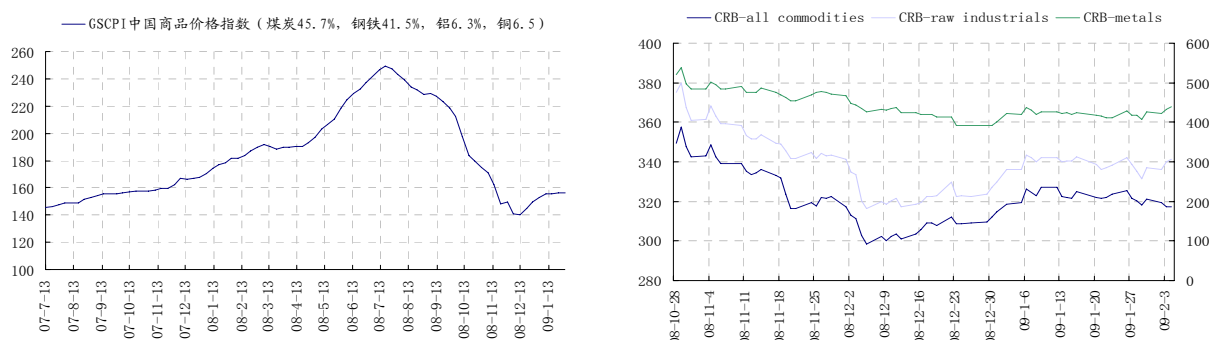


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 同步指标显示经济止跌企稳，但需求回暖尚需时日。09年1月，大宗商品价格在经历长达半年的大幅下挫之后，包括有色金属、钢铁、煤炭、航运（BDI）等的价格出现回暖迹象（图6-7），部分行业如钢铁等受益于内需刺激计划及行业振兴规划的行业，清理库存行为取得了明显效果，中国钢协的数据显示钢厂及社会库存钢铁量处于历史较低的水平。

大宗商品价格的回暖可以有几个层次的解释，首先是供需、其次是美元，另外也可能是短暂的超跌反弹。这里我们关心的仍然是价格回暖的持续性，即：下游的需求。从目前情况来看，下游需求尚无起色，主要原因是外围需求仍然低迷。因此，我们判断，目前，某些大宗商品价格反弹主要是下游企业清理库存，不排除一些商品的价格出现超跌反弹的短暂现象。

图6: 反应煤炭、钢、铝和铜价的GSCPI持续2月反弹 图7: CRB各项指数都有不同程度的反弹



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 二、估值中枢明显上移、关注后市制约因素

从当前影响市场短期走势的政策面及消息面来看，正面因素占据上风，市场情绪一再高涨。但是随着估值中枢的不断上移，市场所面临的压力也逐渐加大，如：08年年报密集披露及市场进入09一季报披露期，分析师有可能进一步下调今后两年的盈利预测；1月宏观数据披露会否超预期及3月初即将召开的“两会”；金融危机方面美国会否爆发新一轮的违约、破产风潮；美国新政府的经济救助进度及其宏观数据披露等事件均可能改变A股市场投资者的预期。这里，我们对上述投资者所关心的问题将予以关注与更新：

### 关注点一：盈利预测调整

08年年报对市场的负面影响目前尚未出现，这主要有两点原因，首先是：目前投资者普遍对08年年报持继续下滑的预期（图8），业绩的悲观因素已提前得到消化，这从目前舆论重点偏向积极刺激政策及改善的流动性可以看出；其次是：2月并非08年年报披露的高峰期，（图9）显示高峰期将出现在3月下旬及4月，届时此负面因素产生的压力将加大。

随着08年报的逐一披露，市场分析师很可能将继续下调今后两年的盈利预测。就目前的数据来看，08E，09E净利润确实在不断向下修正（图10），因此，当前不断反弹的行情将开始面临较大的估值压力（图11）。这里，

我们可以参考1998年启动经济刺激方案后的首个财报财政年度，1999年1月至4月期间，虽然国家持续发布经济刺激政策，但是市场并没有给予积极持续的上涨反应（图12）。

图8：08年各期预警各项所占比重

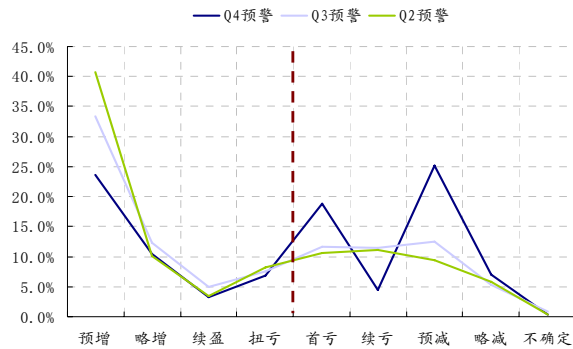
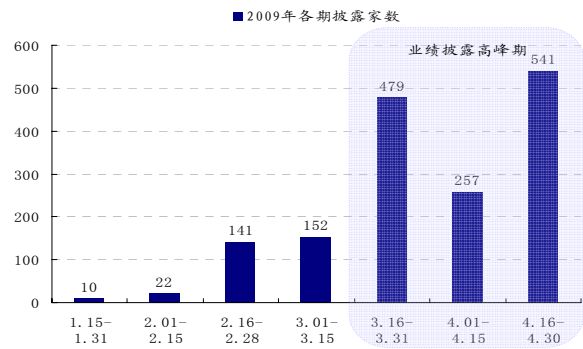
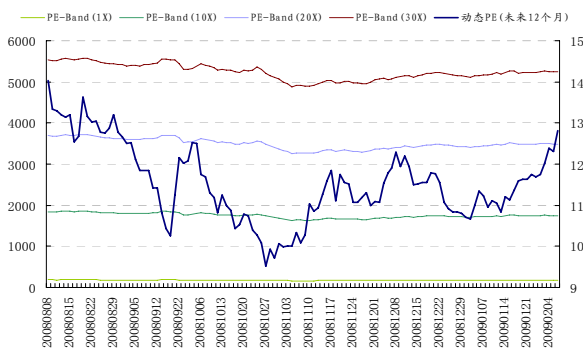
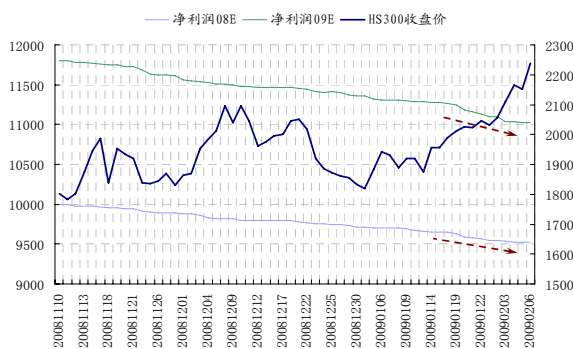


图9：估值中枢的不断上移



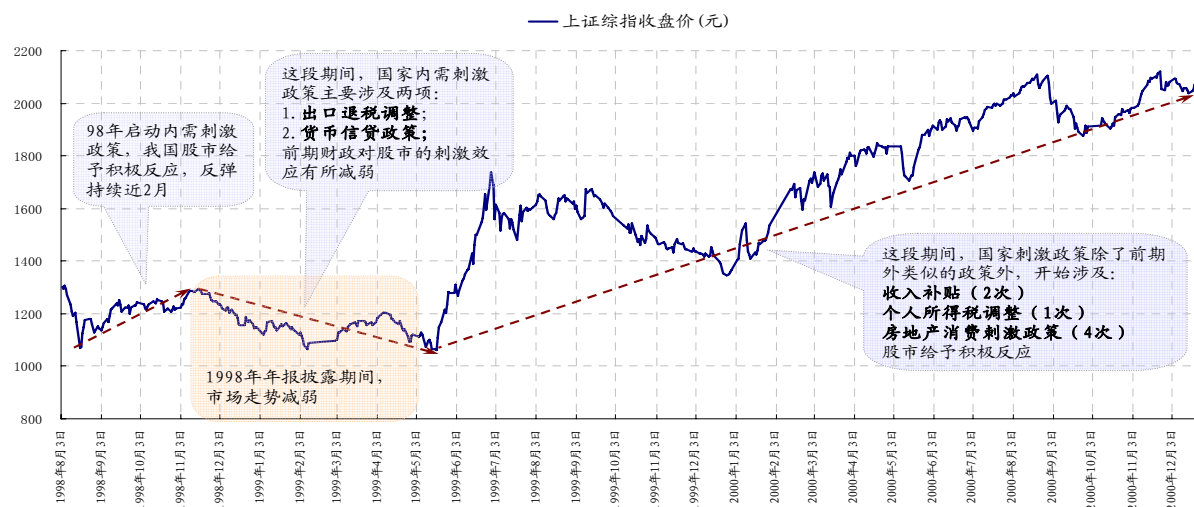
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：08，09年的盈利预测仍在下调，估值风险加大 图11：估值中枢的不断上移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：1998年年报披露期间，虽然国家持续发布经济刺激政策，但市场走势有所减弱



数据来源：政府网，Wind，广发证券发展研究中心

### 关注点二：1月份宏观数据披露

1月份经济先行指标货币供应及信贷数据将延续12月的反弹，根据央行每周披露的数据显示，1月央行货币量处于净投放状态，约达3500亿左右。但对于反映经济当前运行状态的价格指标（CPI，PPI）及进、出口数据等将继续显现下滑态势。我们认为，只要反映当前经济运行状况的指标并无出现超预期的下滑，与股票市场关联度较高的广义货币M2反弹将占据上风，流动性改善的积极效应很可能继续得到体现。（表1）

表 1：未来两个星期我国宏观经济数据公布日期表

| Date Time | 披露指标          |     | 一致预期     | 最新     | 之前       | 变化(E)  |
|-----------|---------------|-----|----------|--------|----------|--------|
| 2009-2-2  | CLSA 制造业 PMI  | JAN | --       | 42.2   | 41.2     | 回升     |
| 2009-2-4  | 中采 制造业 PMI    | JAN | --       | 45.3   | 41.2     | 回升     |
| 2009-2-4  | 批发价(同比)       | DEC | --       | -3.10% | -0.40%   | 下滑     |
| 2009-2-5  | 领先指数          | DEC | --       | --     | 96.76    | --     |
| 2009-2-5  | 原材料购进价格指数(同比) | DEC | --       | --     | 4.70%    | --     |
| 2009-2-5  | 同步指数          | DEC | --       | --     | 97.67    | --     |
| 2009-2-10 | PPI (同比)      | JAN | -2.60%   | --     | -1.10%   | 下滑 (E) |
| 2009-2-10 | 原材料购进价格指数(同比) | JAN | --       | --     | --       | --     |
| 2009-2-10 | CPI (同比)      | JAN | 0.70%    | --     | 1.20%    | 下滑 (E) |
| 2009-2-10 | M2(同比)        | JAN | 18.50%   | --     | 17.80%   | 回升 (E) |
| 2009-2-10 | M1(同比)        | JAN | --       | --     | 9.10%    | --     |
| 2009-2-10 | M0 (同比)       | JAN | --       | --     | 12.70%   | --     |
| 2009-2-11 | 贸易余额(美元)      | JAN | \$29.05B | --     | \$38.98B | 下滑 (E) |
| 2009-2-11 | 出口 同比%        | JAN | -11.00%  | --     | -2.80%   | 下滑 (E) |
| 2009-2-11 | 进口 同比%        | JAN | -24.50%  | --     | -21.30%  | 下滑 (E) |
| 2009-2-20 | FDI 年至今 (同比)  | JAN | --       | --     | 23.58%   | --     |
| 2009-2-21 | 批发价(同比)       | JAN | --       | --     | -3.10%   | --     |
| 2009-2-26 | 领先指数          | JAN | --       | --     | --       | --     |
| 2009-2-26 | 同步指数          | JAN | --       | --     | --       | --     |

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

### 关注点三：领先指标预示美国经济稍有止跌的迹象

就近期美国公布的各项经济领先指标、同步指标及滞后指标显示：金融危机全面爆发之后，去年4季度美国实体经济急剧下滑，但随着美国政府及时采取了一系列经济挽救计划，1月份美国经济数据稍有好转，市场预期美国商品零售额及非汽车零售额跌幅均有所减弱，且部分领先指标预示经济稍有企稳的迹象，消费者信心指数及成屋NAR签约销售指数均明显反弹，上周股票市场对此已给予了积极的反应。（表2）

我们将密切关注美国经济数据的动向，如果美国经济加速恶化，那么投资者担忧的信用卡、企业债违约风险将大幅增加，新一轮的企业破产潮可能再度引发金融危机，这将不利于我国资本市场的稳定并造成投资者恐慌性抛售。我们认为，美国经济复苏尚需要一段较长的时间，但只要其维持目前缓慢筑底的局面，新政府及时出台挽救措施，打通信贷市场使其得以顺畅，那么至少我们的股票市场将减少恐慌性下挫的几率。

表 2: 美国宏观经济数据公布日期表

| Date Time                      | 披露指标         |        | 一致预期    | 最新     | 之前         | 变化(E)  |
|--------------------------------|--------------|--------|---------|--------|------------|--------|
| <b>领先指标: 预示美国经济稍有企稳的迹象</b>     |              |        |         |        |            |        |
| 02/06/2009                     | 平均每周工作小时     | JAN    | 33.3    | --     | 33.3       | 不变 (E) |
| 02/05/2009                     | 首次失业人数       | FEB 1  | 580K    | 626K   | 588K       | 上升     |
| 02/12/2009                     | 首次失业人数       | FEB 8  | --      | --     | 626K       |        |
| 02/05/2009                     | 工厂订单         | DEC    | -3.10%  | -3.90% | -4.60%     | 上升     |
| 02/07/2009                     | 消费者信用        | DEC    | -\$3.5B | --     | -\$7.9B    | 上升 (E) |
| 02/02/2009                     | 无季调 M2       | FEB 2  |         |        | 8183.4 (b) |        |
| 02/04/2009                     | ABC 消费者信心指数  | FEB 2  | --      | -52    | -54        | 上升     |
| <b>同步指标: 1 月份美国经济运行稍有起色</b>    |              |        |         |        |            |        |
| 02/06/2009                     | 非农业就业人数增减    | JAN    | -540K   | --     | -524K      | 下滑 (E) |
| 02/18/2009                     | 工业产值         | JAN    | --      | --     | -2.00%     |        |
| 02/04/2009                     | 汽车总销售量       | JAN    | 10.2M   | 9.6M   | 10.3M      | 下滑     |
| 02/12/2009                     | 商品零售额        | JAN    | -0.30%  | --     | -2.70%     | 上升 (E) |
| 02/12/2009                     | 除汽车外零售额      | JAN    | -0.40%  | --     | -3.10%     | 上升 (E) |
| 02/06/2009                     | 平均小时收入(月环比)  | JAN    | 0.20%   | --     | 0.30%      | 下滑 (E) |
| 02/02/2009                     | ISM 制造业      | JAN    | 32.5    | 35.6   | 32.4       | 上升     |
| 02/04/2009                     | ISM 非制造业综合指数 | JAN    | 39      | 42.9   | 40.6       | 上升     |
| <b>滞后指标: 08 年 4 季度经济数据较为糟糕</b> |              |        |         |        |            |        |
| 02/05/2009                     | 持续领取失业救济人数   | JAN 25 | 4795K   | 4788K  | 4776K      | 上升     |
| 02/12/2009                     | 持续领取失业救济人数   | FEB 1  | --      | --     | 4788K      |        |
| 02/10/2009                     | 批发库存         | DEC    | -0.70%  | --     | -0.60%     | 下滑 (E) |
| 02/12/2009                     | 营运存货         | DEC    | -0.60%  | --     | -0.70%     | 上升 (E) |
| 02/05/2009                     | 单位劳务成本       | 4Q     | 2.90%   | 1.80%  | 2.80%      | 下滑     |

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 股票市场数据及表征

### A股及香港市场近期走势及估值

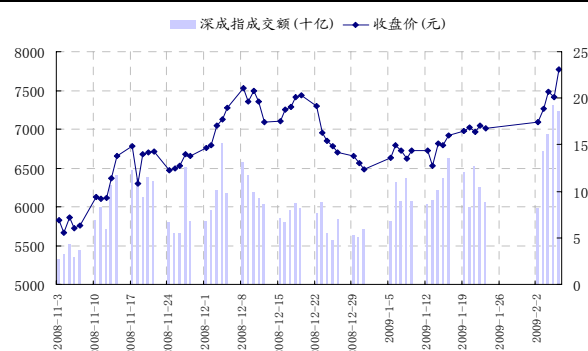
#### ■ 上海、深圳市场

上周是节后的第一个交易周，两市延续了其在节前的强劲走势。在利好政策相继出台，及稍微回暖的宏观数据和大宗商品价格的刺激下，两市股指突破2100点，成交量持续放大。截至上周五收盘，上证综合指数收于2181.24点，一周上涨9.57%，深证成份股指数收于7771.90点，一周上涨10.79%。

图1: 近三月上证综合指数走势



图2: 近三月深证成份指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### ■ 香港市场

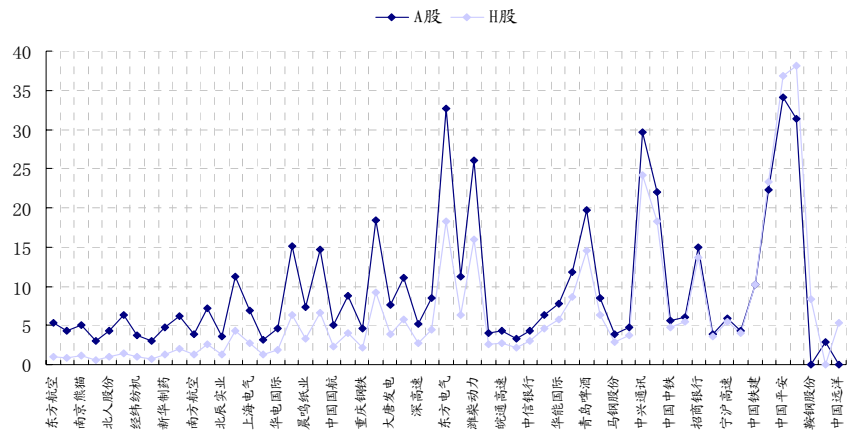
上周港股受国内股指大幅上扬的积极影响，周五以上涨结束一周行情，恒生指数收于13655.04点，一周上涨2.84%，恒生中国企业指数收于7698.67点，一周上涨7.95%。从指数涨幅差别可见，中资股大幅领涨港股市场。至上周五，A-H 股价倒挂的上市公司缩小至6家，恒生A-H股溢价指数微升于145.47点。

表1: 香港指数估值与短期走势表

| 市场指数     | 静态P/E | 调整后     | P/B  | 最新   | 涨跌幅(%) |       |
|----------|-------|---------|------|------|--------|-------|
|          |       | 2009P/E |      |      | 5日     | 年初至今  |
| 香港恒生指数   | 8.14  | 10.43   | 1.25 | 3.61 | 2.84   | -5.09 |
| 恒生中国企业指数 | 9.59  | 9.93    | 1.57 | 3.26 | 7.95   | -2.45 |

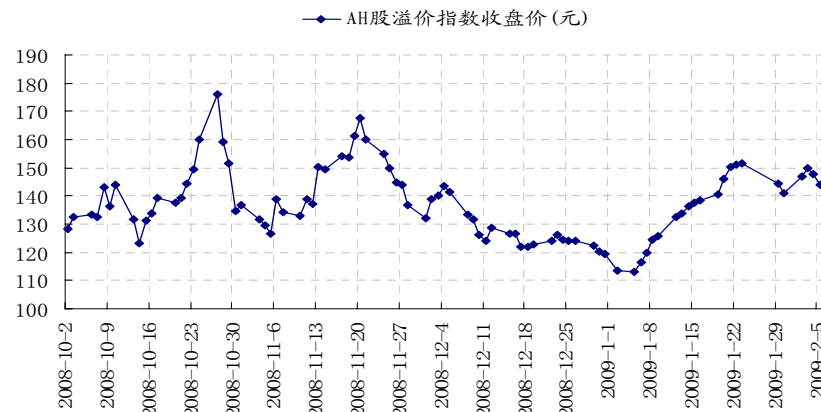
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图3：最新A-H 股对价走势比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：恒生 A-H 股溢价指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### ■ A股市场板块表征及估值

行业表现：上周所有板块均呈现2%以上的上涨态势。从涨幅变化看，有色金属及农业板块一周上涨幅度超过10%，成为节后表现最佳的两个板块，这很大程度是受到中央一号文件的刺激。从成交额看，除了金融和医药板块，上周其余所有板块的成交额均大幅超越节前一周。由于市场整体上扬，各板块估值水平进一步回升，特别是农业及公用事业板块的估值跃居各板块之首。

风格表现：节后，板块风格转换显著，大盘股转为强势，过去受追捧的中小盘股表现相对较弱。资源类和农业类股票由于受政策及大宗商品价格回暖刺激，一周走势较强。

图5: 所有板块均呈现2%以上的上涨态势

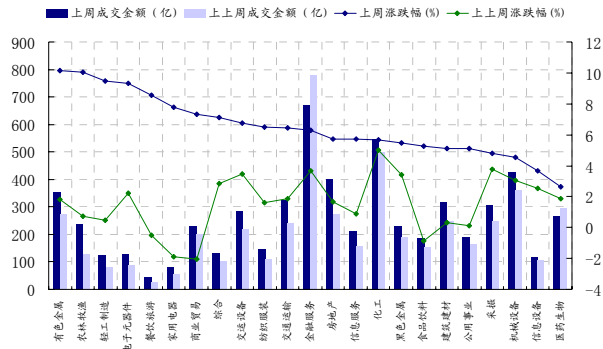
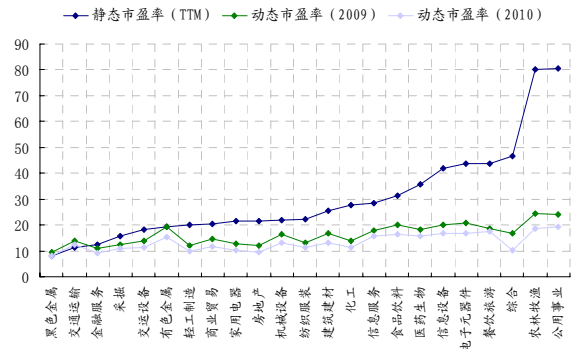


图6: 行业估值整体进一步回升，金融服务略有下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### ■ 市场风格指数表征

图7: 高估值板块整体表现略好于低估值板块

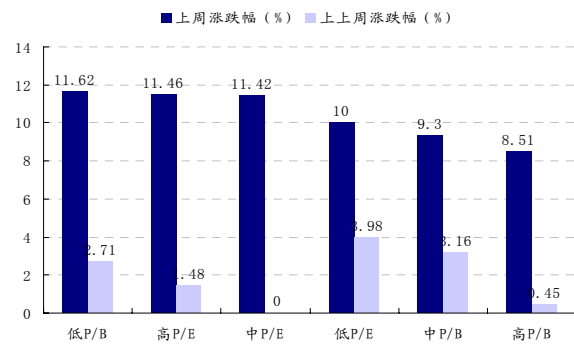
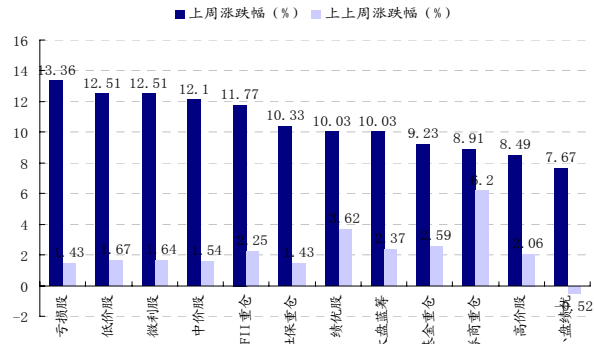


图8: 低价、亏损及微利股表现较为突出



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 风格转换显著, 大、中盘股转为强势

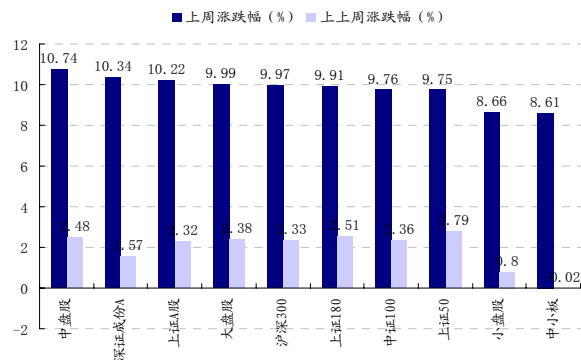
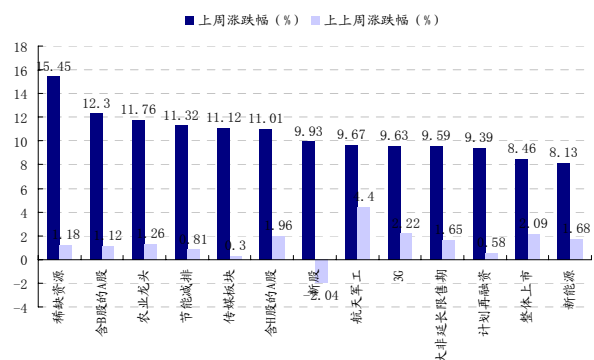


图10: 资源类、农业股表现强势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 附录:

附录1: 全球市场估值及走势

| 市场指数       | 静态P/E | 2009P/E | P/B  | 涨跌幅 (%) |      |       |
|------------|-------|---------|------|---------|------|-------|
|            |       |         |      | 最新      | 5日   | 年初至今  |
| 标准普尔500指数  | 20.11 | 13.19   | 1.73 | 2.69    | 2.78 | -3.84 |
| 加拿大TSX综合指数 | 10.37 | 11.71   | 1.44 | 1.66    | 2.80 | 0.23  |
| 英国富时100指数  | 8.56  | 9.71    | 1.35 | 1.49    | 2.43 | -3.21 |
| 法国CAC40指数  | 7.85  | 8.93    | 1.08 | 1.84    | 3.76 | -2.96 |
| 德国DAX指数    | 11.17 | 10.02   | 1.19 | 2.97    | 4.89 | -3.44 |
| 日经225指数    | 17.11 | 37.88   | 1.00 | 1.60    | 1.03 | -8.84 |
| 韩国综合指数     | 11.79 | 12.8    | 0.99 | 2.75    | 4.14 | 7.63  |
| 台湾加权指数     | 9.87  | 11.19   | 1.22 | 2.48    | 5.26 | -2.61 |

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

---

**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。          |

---

| 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。