

李彦霖 张忆东

策略研究员

021-3856 5943

liylin@xyzq.com.cn

流动性反弹至少延续到 4 月

2009 年 2 月 10 日

报告关键点

流动性反弹至少延续到 4、5 月份

行业轮动，关注金融、石油石化、化工、钢铁、煤炭；产业规划出台，关注以 3G 为龙头的 TMT 行业

年报季报超预期的机会

投资要点

- 08 年底至今的 A 股行情，映证了我们 09 年度策略的判断，流动性好转和经济改善的预期将共同推升 A 股行情。然而，经济 V 型反转却非易事。下半年，信贷扩张、经济增长、海外市场依然存在不确定性。因此，我们认为，未来一段时期，把握 A 股行情的关键，在于判断流动性反弹的持续性。
- 流动性反弹至少延续到 4、5 月份，此前的行情可以积极乐观一些。第一，央行释放流动性的能力和意愿都充足。公开市场操作和外汇占款。只要央行不进行对冲操作，仅此两项将带来约 4.5 万亿的流动性被动释放；第二，信贷增速影响货币乘数，4 万亿投资项目所需配套资金推动信贷高增长至少维持至 4、5 月。
- 流动性反弹和经济反弹的预期所营造的美好牛市氛围中，行业轮动将持续。接下来，机会将转向涨幅落后、短期趋势走好的周期性行业；风格上将倾向于中大盘股、绩优股，以及涨幅远滞后于大盘的基金重仓股。因此，金融、石油石化、化工、钢铁等行业在资金和趋势推动下有望加速上涨。此外，通讯设备等行业由于电子信息产业规划即将出台也有轮动的机会。
- 年报季报集中披露期临近，对于超预期的机会可以提前布局。从我们行业研究员近期的研究看，非汽车交运设备如宁波华翔、电子信息行业如拓维信息、中兴通讯等，超预期的可能较大。

相关报告

20090124《春耕轮涨-2009 年 2 月市场展望和投资组合》

20090119《预期在乐观的道路上前进》

20081120《无畏的希望》

目 录

又见牛市氛围，一半清醒一半醉	- 3 -
流动性反弹至少延续到 4、5 月份	- 3 -
央行释放流动性的能力和意愿都充足	- 3 -
信贷高增长至少维持至 4 月	- 5 -
本周策略：把握行业轮动节奏	- 7 -
行业轮动持续	- 7 -
年报、季报的超预期机会	- 8 -
图 1、2009 年到期央票和到期正回购可释放 2.5 万亿规模流动性.....	- 4 -
图 2、2009 年贸易顺差可带来约 2 万亿央行外汇占款增量.....	- 4 -
图 3、金融机构存款增速上升，贷存比下降，资金充裕.....	- 5 -
图 4、工行 1 月新增贷款 80%是较为安全的票据融资和项目贷款	- 6 -
图 5、20081028-20090209 行业指数和风格指数涨跌幅	- 7 -
图 6、2008Q4 偏股型基金行业配置.....	- 8 -
表 1:信贷资金占基础设施建设资金来源 30%左右	- 6 -

又见牛市氛围，一半清醒一半醉

上周是春节后的第一个交易周，市场表现良好。上证指数一周上涨 9.57%，深圳成指上涨了 10.97%。大盘股和中盘股的表现开始超越小盘股，体现了轮涨的行情特征。不断上涨的指数推升了投资者对流动性和经济增长的乐观预期。

08 年底至今的 A 股行情，印证了我们 08 年 11 月中旬发布的 09 年度策略《无畏的希望》的判断，流动性好转和经济改善的预期将共同推升 A 股行情。

当前，我们继续看好 09 年的春季行情。资金驱动、预期驱动的趋势投资将不断构建想象力工程，但是，根据静态估值和短期业绩做投资将遭遇困惑。因为预期是，经济扩张政策的超强力度、信贷的快速投放，将导致经济 V 型反弹，然而，经济 V 型反转却非易事。下半年，信贷扩张、经济增长、海外市场依然存在不确定性。

因此，我们认为，未来一段时期，把握 A 股行情的关键，在于判断流动性反弹的持续性。我们判断，流动性反弹至少延续到 4、5 月份，对此前的行情，不妨积极乐观一些。而在此之后的行情，仍然需要小心谨慎。

流动性反弹至少延续到 4、5 月份

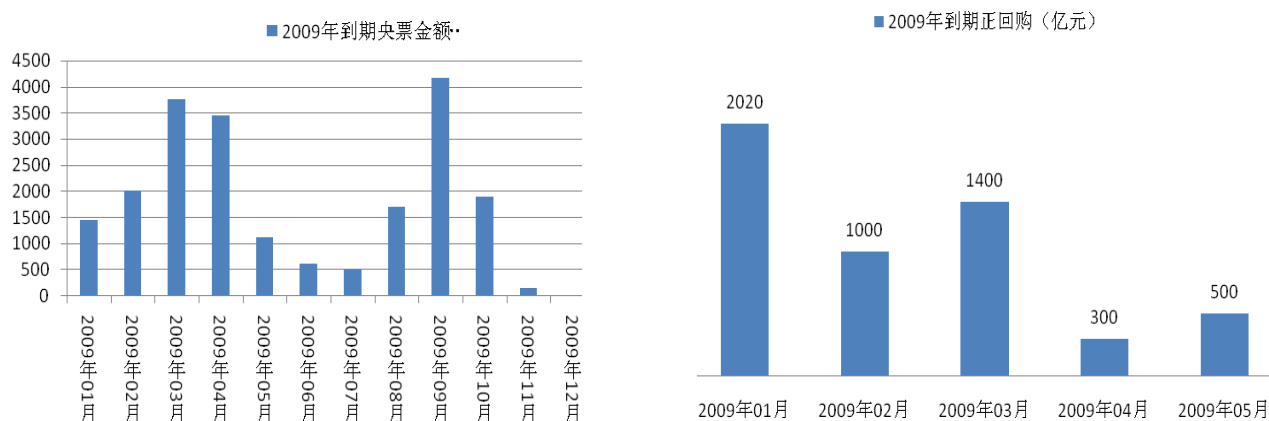
当前流动性释放，主要是央行向商业银行释放流动性，而商业银行自 08 年 11 月起信贷投放规模急剧扩大，货币乘数放大。在双重效应下，流动性迅速宽裕起来。

央行释放流动性的能力和意愿都充足

央行向商业银行释放流动性这一层面，无论从释放的意愿以及可释放的数量来看，都是可持续的。目前央行投放货币的方式，主要是公开市场操作和外汇占款。只要央行不进行对冲操作，仅此两项将带来约 4.5 万亿的流动性被动释放，即基础货币余额增加约 40%。

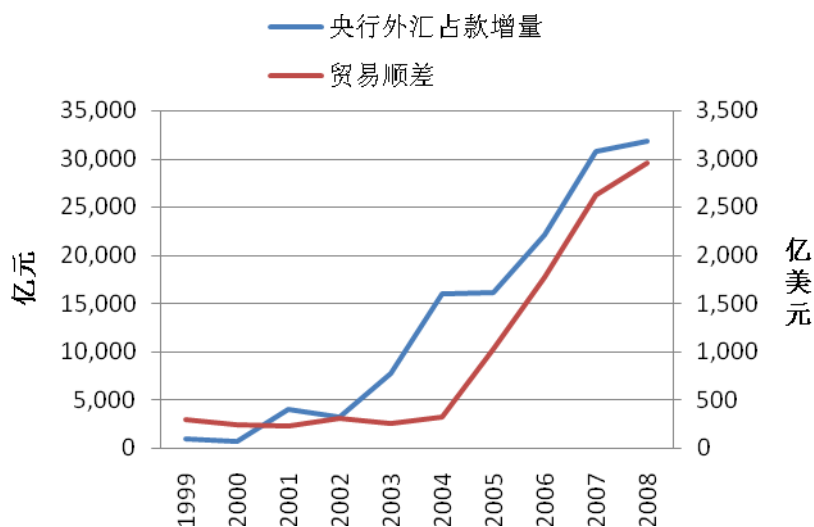
- 公开市场操作：09 年到期央票 2 万亿，到期正回购 5220 亿，总计可为市场提供约 2.5 万亿规模的潜在流动性。
- 外汇占款：根据我们的宏观预测，虽然 09 年出口会大幅放缓，但是由于进口增速的下降以及大宗商品价格下降后贸易条件的改善，贸易顺差规模将与 08 年相当，预计在 2 万亿元左右，从而带来约 2 万亿的外汇占款增量。08 年外汇占款的增量超过 3 万亿，因此，预计 09 年 2 万亿的外汇占款增量是保守的。

图 1、2009 年到期央票和到期正回购可释放 2.5 万亿规模流动性



数据来源：兴业证券研发中心

图 2、2009 年贸易顺差可带来约 2 万亿央行外汇占款增量



数据来源：兴业证券研发中心，WIND

注：2008 年 12 月央行资产负债表尚未公布，因此 2008 年央行外汇占款增量是 1-11 月数据，实际值应大于此数。

- 央行还将通过下调存款准备金率，向商业银行释放流动性。按目前的存款规模测算，存款准备金率每下调 1 个百分点，可释放约 4662 亿流动性。目前存款准备金率 13.5%，若降至历史最低水平 6%（99 年），则可释放流动性约 3 万亿。

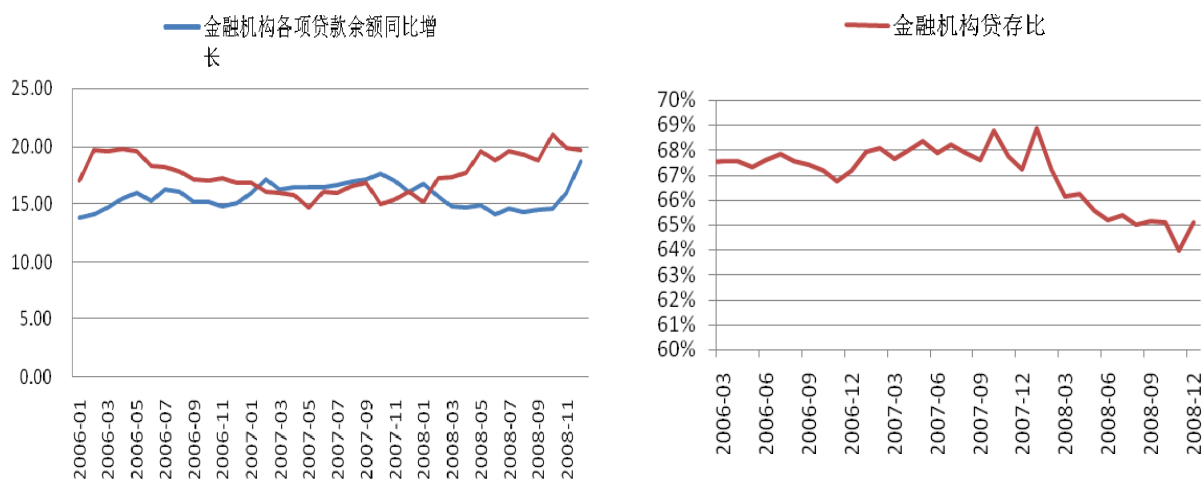
信贷高增长至少维持至 4 月

第二个层面，商业银行的信贷创造从而放大货币乘数。商业银行信贷创造的能力取决于三个方面。

- 利率政策和信贷政策的导向。现阶段，积极鼓励信贷的政策取向是明确，一月份的新增信贷额可能高达 1.5 万亿元人民币。银行信贷的超预期反弹和总体适度的流动性，弱化了二月份央行降息的动力。但是，三月份，通缩压力可能带来货币政策工具的密集投放，当前中国货币政策仍有较大空间。
- 商业银行放贷的意愿存在变数。和前些年相比，银行的风险意识明显提升。08 年 2、3 季度，商业银行体系内资金充裕，贷存比不断降低，银行有效贷动力；但是，面对经济下滑的风险，银行信贷颇为谨慎。08 年底至今，政府鼓励信贷放松，银行新增贷款中主要也是低风险的票据融资和项目贷款。

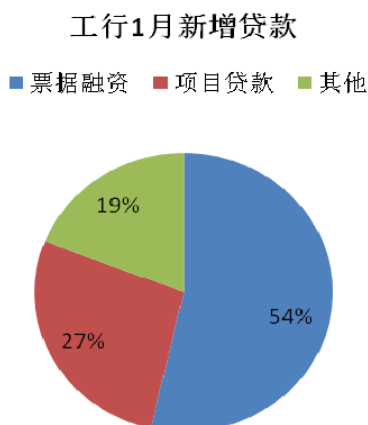
工行 1 月数据显示，新增贷款 2521 亿元，票据融资新增规模达到了惊人的 1350 亿元，占比 53.55%；其余 1171 亿元一般性贷款中，项目贷款增加 693 亿元，主要投向电网、核电、铁路、公路等领域的国家重点项目建设。即工行 1 月新增贷款中 80% 是较为安全的票据融资和项目贷款。

图 3、金融机构存款增速上升，贷存比下降，资金充裕



数据来源：兴业证券研发中心，WIND

图 4、工行 1 月新增贷款 80%是较为安全的票据融资和项目贷款



数据来源：兴业证券研发中心，WIND

注：2008 年 12 月央行资产负债表尚未公布，因此 2008 年央行外汇占款增量是 1-11 月数据，实际值应大于此数。

- 三是实体经济对信贷的需求。上文提到目前新增信贷主要来源于项目贷款，4 万亿投资对信贷的拉动，我们测算，至少可以维持到 4 月份。4 万亿的配套信贷需求只是信贷创造的第一步。后续，民间信贷需求能否启动，决定了信贷创造的过程能否延续。

单纯从 4 万亿投资的拉动效果看，目前的贷款增速可维持 4 个月。信贷资金约占基础设施建设资金来源的 30%，4 万亿投资约拉动 1.2 万亿信贷需求。目前信贷增速分析，以 1 月工行项目贷款占新增贷款 27%的比例测算，1 月 1.2 万亿（据中证报报道）的新增贷款中约 3000 亿是项目贷款。故可维持 4 个月。

再考虑到新投资项目受制于立项、审批等，放款速度会放缓，因此，4 万亿投资对信贷高增长的推动效应可能超过 4 月份。08 年 11 月至今，第一批大规模新增的信贷项目多是以前的积压项目或国家重点项目，放款速度较快。我们判断，放贷高潮的尾声将出现在二季度。这和多家银行表示一季度将完成全年信贷增长目标的 40%-45%相吻合。

表 1:信贷资金占基础设施建设资金来源 30%左右

行业固定资产投资资金来源：国内贷款占比		
交通运输、仓储和邮政业	水利、环境和公共设施 管理业	电力燃气水的生产供应业
30.79%	22.66%	43.21%

资料来源：兴业证券研发中心，WIND

小结：综合央行货币释放和商业银行信贷创造两个层面的数据，我们认为，流动性的反弹至少持续至 4 月份，而后，流动性的变化和 A 股行情将随经济的筑底过程波动。

本周策略：把握行业轮动节奏

行业轮动持续

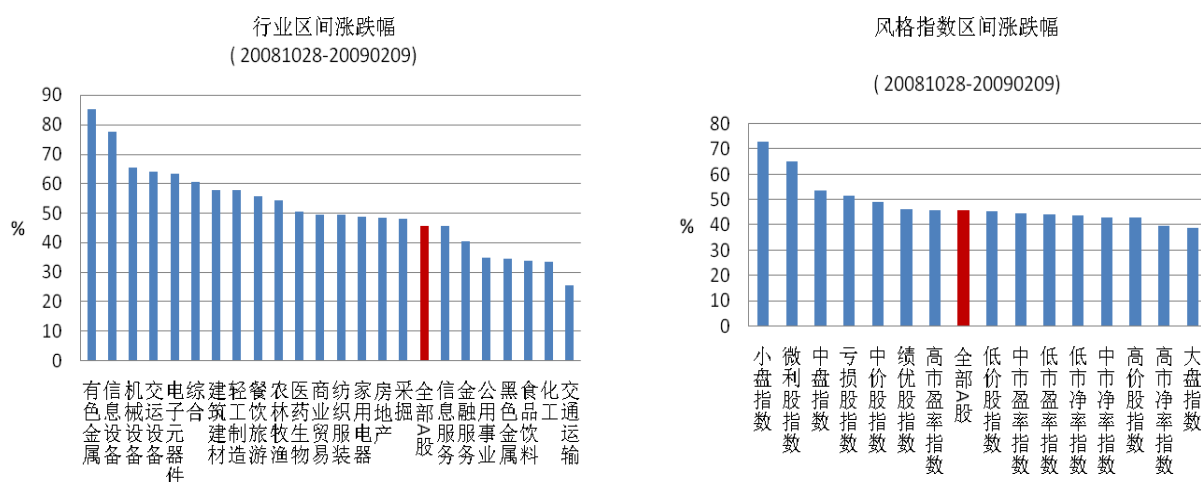
流动性反弹和经济反弹的预期所营造的美好牛市氛围中，行业轮动将持续。

前期涨幅较多的，从风格看，主要是小盘股、微利股，从行业看，主要是直接受益基建的机械设备、建筑建材，行业振兴计划相关的行业等。那么接下来，机会将转向涨幅落后、短期趋势走好的周期性行业；风格上将倾向于中大盘股、绩优股，以及涨幅远滞后于大盘的基金重仓股。

因此，金融、石油石化、钢铁、化工、煤炭等行业在资金和趋势推动下有望加速上涨。此外，以 3G 为龙头的行业由于电子信息产业规划即将出台也有轮动的机会。

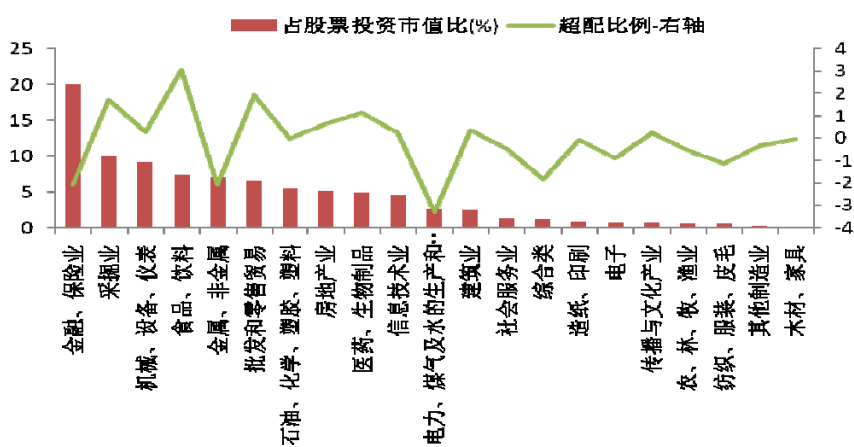
对于前期热炒的一些主题，如受益旱灾的水利建设类股票等，我们认为需要注意风险，这些股票大多数业绩没有很大程度实质性受益，经过大幅炒作之后，估值偏高，在从小盘股向中盘股和大盘股切换的过程中，获利盘抛售可能导致快速下跌。

图 5、20081028-20090209 行业指数和风格指数涨跌幅



数据来源：兴业证券研发中心，WIND

图 6、2008Q4 偏股型基金行业配置



数据来源：兴业证券研发中心

年报、季报的超预期机会

2008 年报、2009 年一季报预告的集中披露期临近，对于年报季报超预期的机会可以提前布局。从我们行业研究员近期的研究看，非汽车交运设备如宁波华翔、电子信息行业如拓维信息、中兴通讯等，超预期的可能较大。

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
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 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: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戔 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@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。