

A 股市场策略周报

短期风险增加，建议灵活防御

中信证券研究部 策略组

于军 电话：010-84588205 邮件：yujun@citics.com	郗峰 电话：010-84588032 邮件：xif@citics.com	曲晓兴 电话：010-84588016 邮件：qxx@citics.com	颜晓佳，CFA 电话：010-84588023 邮件：yanxj@citics.com
--	--	---	---

摘要：

- ❖ **市场整体判断：**我们对未来一段时间的市场态度偏谨慎，认为各方面压力增加可能拖累 A 股继续出现震荡回调，支撑点位 2000 点左右。目前市场基本处在政策资金推动的估值反弹与接下来的二次探底交界处，但具体发生这一转折的时点很难判断，在当前的浮躁与投机情绪中，应保持清醒，对宏观经济基本面与市场情绪的变化高度敏感，建议降低仓位，防御为主。
- ❖ **“加杠杆化”趋势下，资金面仍充足：**实体经济方面，2 月新增贷款规模预计在 4000 亿左右，同比增速约为 20%，仍处高位。目前中国经济“加杠杆化”是大趋势，央行工作会议指出，“可以使用创新金融工具保持市场的合理流动性”，外汇储备用于支持扩大内需及央行拟允许成立民间放贷机构等政策，也表现出了加大杠杆的决心。股票市场方面，新基金发行、社保资金加快入市、券商集合理财扩容、允许中小保险公司直接投资股票等举措都在给股市注入流动性。
- ❖ **政策面利好不断，但年报业绩压力逐步显现。**
- ❖ **市场情绪浮躁，短期风险增加：**近期市场情绪浮躁，成交量连创天量，表明投资者对后市看法分歧较大。与此同时，权证交易量也出现放大，中小盘股和低价股跑赢大盘，表明市场投机情绪较重。09 年以来，A 股本轮直线拉升涨幅已超 24%，距最低点涨幅接近 36%，而同期的海外市场不断创出新低。在这轮上涨过程中，基金普遍出现快速追涨加仓的情况，目前股票型基金仓位已近 75%，之前牛市最疯狂阶段也仅在 80% 左右，所以目前基金进一步推动指数上升的力量已不大，反之一旦股市出现回调，基金很可能大幅减仓以减轻损失，这就像悬在头顶的“堰塞湖”，一旦动摇便会带来更大的下跌力量。且周六欧洲时段收盘后，市场广泛流传美联储将直接购买债券以投放货币，美元应声大跌，若传言属实，也会给 A 股带来情绪冲击。
- ❖ **行业选择：**（1）配置涨幅较小、同时业绩风险不大的行业，如食品饮料、高速公路等，这些行业在市场下跌中具有较好的防御性；（2）继续持有业绩增长明确的行业龙头（水泥、工程机械、通讯设备），订单和销量的复苏将对股价形成较强的支撑作用，全年业绩存在超预期的可能，市场表现有望强者恒强；（3）关注局部投资机会，如高送配板块和受到产业振兴计划细则推动的相关行业。

本周中信证券研究部将组织投资者与上市公司进行年报电话会议交流，交流时间安排如下表：

重点上市公司名称	行业	研究员	预约电话会议具体日期	预约电话会议具体时间
五粮液	食品饮料	许彪 薄官辉	2009-2-23	9:30-10:30
博汇纸业	造纸	许骏	2009-2-23	10:35-11:30
海亮股份	有色金属	李追阳 薛峰	2009-2-25	待定
中泰化学	基础化工	刘旭明	2009-2-26	待定
伟星股份	纺织服装	李鑫	2009-3-2	9:30-10:20

目 录

一、短期风险增加，建议灵活防御	1
1. A 股市场分析	1
1.1 市场整体判断：短期风险增加，建议灵活防御	1
1.2 “加杠杆化”大趋势下，资金面仍较充足	2
1.3 政策面利好不断，但年报业绩压力逐步显现	2
1.4 市场情绪浮躁，短期风险增加	3
2. 行业最新观点及投资组合建议	3
3. 政策回顾与前瞻——政策刺激或催生结构性机会	6
4. 海外市场重点关注	8
4.1 上周海外市场事件评析	8
4.2 近期观察——财政扩张下未来美国国债增持主体需要发生变化，美联储将购买国债传闻恐将引发美元贬值	10
4.3 美国主要经济指标解读——经济仍在底部徘徊	12
二、重要数据图表	13
1. 大类资产走势与资金流动	13
2. 重要经济指标解读	15
2.1 财政收入下降：虽无近忧，但需远虑	15
2.2 发电量数据：反映宏观经济仍在筑底	16
2.3 央行货币政策操作出现转变，资金推动行情可能向结构性行情演变	16
3. 重点事件关注	17
3.1 地方政府债券可能开闸，2000 亿强化美好预期	17
3.2 并购贷款快速启动，或给相关板块和个股带来机会	18
4. 行业表现与估值	18
4.1 技术看盘	18
4.2 市场运行特征	18
4.3 市场估值	19

图表目录

图 1：2009 年市场走势判断，目前市场处在政策资金推动的估值反弹与接下来的二次探底交界处	1
图 2：每年一月都是信贷小高峰，2 月贷款同比增速仍较高	2
图 3：近期市场盈利预测不断下调（1）	2
图 4：近期市场盈利预测不断下调（2）	2
图 5：近期周边市场不断创新低，A 股逆市回升	3
图 6：目前基金仓位已经较高	3
图 7：2008 年 11 月以来各行业涨跌幅	4
图 8：各行业的 beta 值	4

图 9: 中信投资组合与沪深 300 指数.....	5
图 10: 2007 年各省（区、市）GDP 及增长率.....	7
图 11: 爱沙尼亚与立陶宛货币均在评级调降后贬值.....	10
图 12: 09 年以来欧元/美元走势.....	10
图 13: 07 年 1 季度以来美国各部门对 GDP 贡献变化.....	10
图 14: 美国政府赤字近年变化.....	10
图 15: 07 年以来外国持有美国国债总额及占比.....	11
图 16: 07 年以来外国持有人月度净买入美国国债及机构债.....	11
图 17: 美国 10 年期与 30 年期国债收益率.....	11
图 18: 美国家庭持有公共债券总额尽管在上升,但与家庭金融总资产相比,公共债券持有比例自 1994 年以来明显回落.....	12
图 19: 日元在 01 年 3 月后大幅贬值.....	12
图 20: 全球债券股票商品走势.....	13
图 21: 三月期美元 libor 和美国国债收益率走势.....	13
图 22: 美元指数走势.....	14
图 23: 人民币汇率走势.....	14
图 24: 中国国债收益率与股息率走势.....	14
图 25: A 股股票账户新开户情况.....	14
图 26: 中国银行间市场隔夜拆借利率.....	14
图 27: 中国银行间市场 7 日回购利率.....	14
图 28: A-H 股溢价.....	15
图 29: 2008 年以来国家财政各项税收和非税收入同比增速.....	16
图 30: 2008 年以来国家财政出口退税和关税同比增速.....	16
图 31: 上证指数日线图.....	18
图 32: 上证指数周线图.....	18
图 33: 上周不同盈利能力股票的涨跌幅和换手率.....	19
图 34: 上周不同总市值范围股票的涨跌幅和换手率.....	19
图 35: 上周不同股价范围股票的涨跌幅和换手率.....	19
图 36: 上周不同流通盘范围股票的涨跌幅和换手率.....	19
图 37: 上周不同 PE 范围股票涨跌幅和换手率.....	19
图 38: 上周不同 PB 范围股票涨跌幅和换手率.....	19
图 39: 上周 A 股各行业涨跌幅.....	20
图 40: A 股市场各行业最新估值水平一览（截止交易日 2009-2-13）.....	20
图 41: 美国股市主要行业市盈率（截止 2009-2-13）.....	20

表格目录

表 1: 3 月股市环境可能不如 2 月.....	1
表 2: 通过上市公司 08 年 3 季报选出的高送配潜力股.....	4
表 3: 中信证券策略重点推荐组合.....	5
表 4: 中信行业观点	6
表 5: 上周公布的主要政策及点评.....	6
表 6: 国家重点扶持的经济区域概况和投资机会.....	7
表 7: 物流业涉及的部分上市公司概况.....	8
表 8: 美国州政府一般责任债券当前评级.....	9
表 9: 下周美国将公布主要经济指标.....	13
表 10: 国家财政支出和财政收支差额数据.....	16
表 11: 今年以来 3 月期央票发行情况.....	17
表 12: 今年以来央行正回购操作情况.....	17

一、短期风险增加，建议灵活防御

1. A 股市场分析

1.1 市场整体判断：短期风险增加，建议灵活防御

近期宏观经济基本面变化不大，市场业绩预测不断下调，资金面相对稳定，政策面利好不断，市场在前期的快速上涨后有一定的回调压力，3 月的股市环境将明显不如 2 月。我们对未来一段时间的市场态度偏谨慎，认为随着年报公布密集期的到来，各方面压力的增加很可能拖累 A 股继续出现震荡回调，支撑点位 2000 点左右。下面的市场走势图是我们在去年 11 月底给出的，目前市场基本处在政策资金推动的估值反弹与接下来的二次探底交界处，但具体发生这一转折的时点很难判断，在当前的浮躁与投机情绪中，我们应保持清醒，对宏观经济基本面与市场情绪的变化保持高度敏感，建议降低仓位，防御为主。

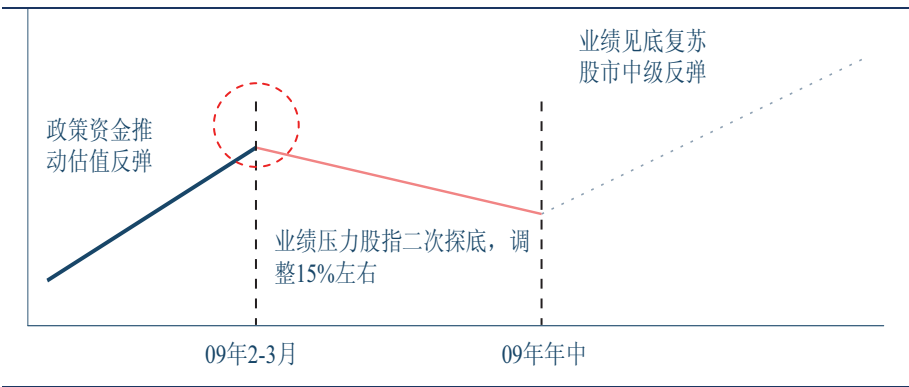
投资建议：（1）配置涨幅较小、同时业绩风险不大的行业，如食品饮料、高速公路等，这些行业在市场下跌中具有较好的防御性；（2）继续持有业绩增长明确的行业龙头（水泥、工程机械、通讯设备），订单和销量的复苏将对股价形成较强的支撑作用，全年业绩存在超预期的可能，市场表现有望强者恒强；（3）关注局部投资机会，如高送配板块和受到产业振兴计划细则推动的相关行业。

表 1：3 月股市环境可能不如 2 月

核心因素	总体评价	近期变化趋势	原因
业绩面	×	↓	随着年报的逐渐公布，市场盈利预测不断下调。
估值面	—	↓	已基本处于合理区间。
资金面	✓	→	2 月信贷虽不会大幅超预期，但增速预计仍较平稳。降息步伐暂缓。央行加快制定《放贷人条例》，允许符合条件的个人和企业成立放贷机构。新基金发行、中小保险公司直接入市、社保资金加快入市、券商集合理财扩容等。
政策面	✓	↑	地方政府债券发行启动；产业振兴计划不断出台；外汇储备用于扩大内需；两会临近。
情绪面	✓	↓	投机情绪较重，交易量放出天量，权证交易量放大，小盘股超越大盘，低价股超越高价股。海外市场压制。

资料来源：中信证券研究部

图 1：2009 年市场走势判断，目前市场处在政策资金推动的估值反弹与接下来的二次探底交界处



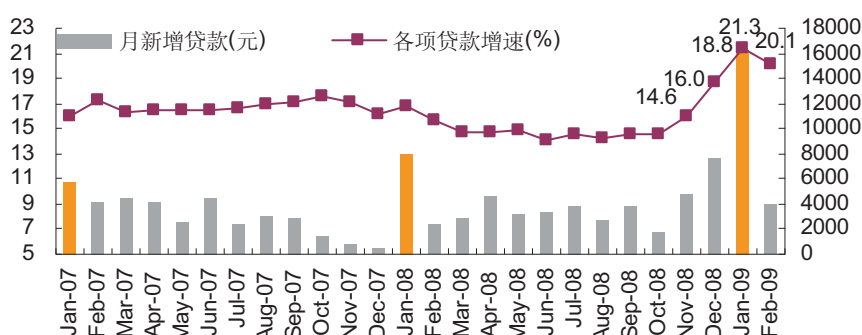
资料来源：中信证券研究部

1.2 “加杠杆化”大趋势下，资金面仍较充足

实体经济方面，2月新增贷款规模预计在4000亿左右，虽较1月份的1.6万亿出现大幅缩减，但这个缩减基本属于季节因素，每年1月的新增贷款规模都要远高于其它月份，所以2月信贷同比增速约为20%，仍处高位。中国经济的总体杠杆一直偏低，“加杠杆化”成为当前扩大内需的重要手段，1月召开的央行2009年工作会议指出，“可以使用创新金融工具保持市场的合理流动性”，为整个经济的“加杠杆化”提供了政策支持。近期外汇储备用于支持扩大内需及央行拟允许成立民间放贷机构等政策，也表现出了加大杠杆的决心。但类似于1月份的信贷井喷应该很难再现，未来的信贷规模将以稳步扩张为主。

股票市场方面，新基金发行、社保资金加快入市、券商集合理财扩容、允许中小保险公司直接投资股票等举措都在给股市注入流动性。整体来看，经济体的资金面仍较充足。

图2：每年一月都是信贷小高峰，2月贷款同比增速仍较高

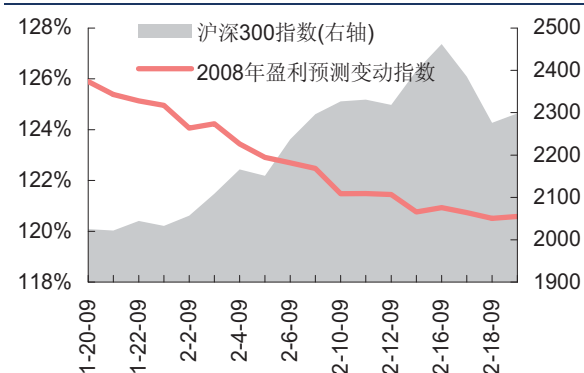


资料来源：Wind，中信证券研究部

1.3 政策面利好不断，但年报业绩压力逐步显现

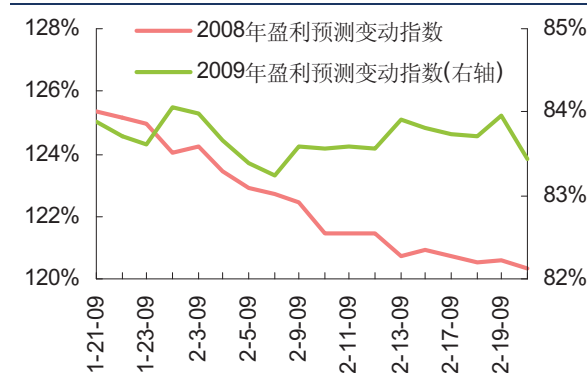
一段时间以来，政策面利好不断，随着两会的临近，政策面的提振力度可能会进一步有所加大（详见第3部分政策分析）。但随着年报业绩的公布，市场对上市公司2008年的盈利预测也不断下调，依据中信证券各行业组自下而上的统计分析，2008年上市公司净利润增长可能为-8.5%，低于目前的一致预期。未来业绩对市场的压制作用将逐步显现。

图3：近期市场盈利预测不断下调（1）



资料来源：一致预期，中信证券研究部

图4：近期市场盈利预测不断下调（2）

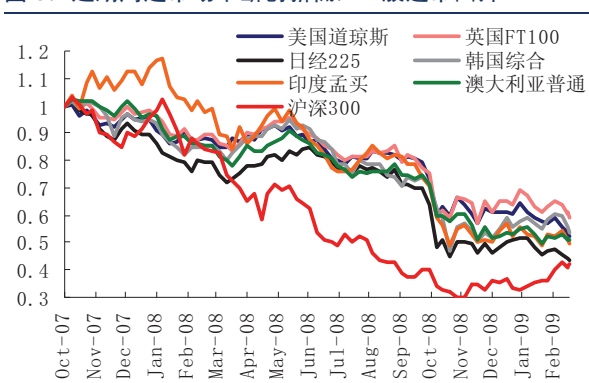


资料来源：一致预期，中信证券研究部

1.4 市场情绪浮躁，短期风险增加

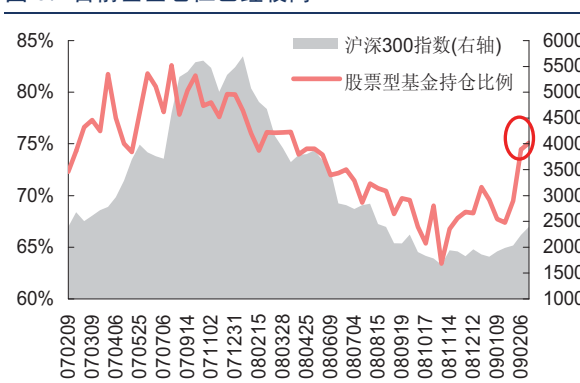
近期市场情绪浮躁，成交量连创天量，表现出投资者对后市看法分歧较大。与此同时，权证交易量也出现放大，中小盘股和低价股跑赢大盘，这都表明市场投机情绪较重。09 年以来，A 股的这一轮直线拉升涨幅已超过 24%，距最低点的涨幅接近 36%，而同期的海外市场则不断创出新低。在这轮上涨过程中，基金普遍出现快速追涨加仓的情况，中信证券金融工程小组测算截至上周末，股票型基金平均仓位已近 75%，之前牛市最疯狂阶段基金仓位也仅是在 80% 左右波动，所以目前基金进一步推动指数上升的力量已不大，反之一旦股市出现回调，基金很可能大幅减仓以减轻损失，这就像悬在头顶的“堰塞湖”，一旦动摇便会带来更大的下跌力量。且周六欧洲时段收盘后，市场广泛流传美联储将直接购买债券以放松货币，美元应声大跌，若该传言得到证实，美国股市很可能继续大幅下探，也会给 A 股带来情绪冲击。我们认为近期各方面压力增加很可能拖累 A 股出现震荡回调，支撑点位 2000 点左右。

图 5：近期周边市场不断创新低，A 股逆市回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：目前基金仓位已经较高



资料来源：中信证券研究部金融工程组

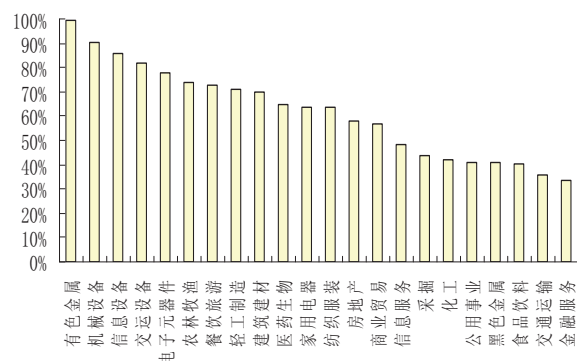
2. 行业最新观点及投资组合建议

本周沪深股市大幅震荡，周一创出反弹以来的新高，周二周三连续大幅下挫。行业方面黑色金属、机械设备、建筑建材涨幅居前，房地产、餐饮旅游、信息服务跌幅居前。上周我们将投资组合转向防御，基于前面对市场运行趋势的分析、特别是考虑到近期海外市场波动较大，本周我们继续维持防御的投资建议。

（1）减仓为主。本轮反弹中沪深 300 指数的最大涨幅达到了 53%，而个股的最大涨幅则远远超过这一水平，沪深 300 成分股最大涨幅的中位数达到了 90%，其中 117 只股票翻番，仅有 33 只股票涨幅不足 50%。在这种情况下，寻找绝对安全的品种已经变得比较困难，操作上以减仓为主。

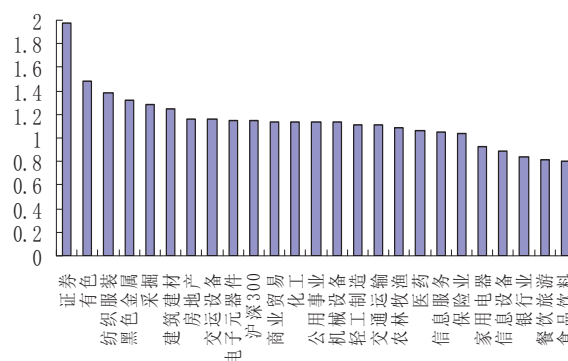
（2）配置涨幅较小、同时业绩风险不大的行业，如食品饮料、高速公路等，这些行业在市场下跌中具有较强的防御性。

图 7：2008 年 11 月以来各行业涨跌幅



资料来源：中信证券研究部

图 8：各行业的 beta 值



资料来源：中信证券研究部

(3) 继续持有业绩增长明确的行业龙头，包括水泥、工程机械、通讯设备行业的龙头公司，尽管这些公司前期已经积累了较大的涨幅，但业绩增长明确、同时业绩弹性较大，订单和销量的复苏将对股价形成较强的支撑作用，在市场整体不断调低盈利预测的情况下，部分公司全年业绩存在超预期的可能，市场表现有望强者恒强。

工程机械：2 月份部分产品销售已出现亮点，如旋挖钻机出现供不应求状况；履带式起重机销售也是大幅增长；部分汽车起重机生产厂商 1-2 月销量有望出现 20% 正增长；泵车销量也回升至去年同期的 70-80% 等等。这些亮点的出现都明显超出市场预期，进一步表明行业景气低谷即将过去。春节之后的 3,4,5 月份将迎来销售旺季，环比景气度将逐步好转。

(4) 关注局部投资机会，如：1) 高送配板块，中信金融工程小组通过上市公司 08 年 3 季度的财务指标筛选了高送配可能较大的公司，详见《事件驱动交易策略系列报告——挖掘分红送配，布局年报行情》；2) 陆续公布的产业振兴计划细则对相关行业可能产生的刺激。

表 2：通过上市公司 08 年 3 季报选出的高送配潜力股

类型	股票池
高送配能力强的公司	南京高科、中金黄金、华新水泥、九阳股份、赛马实业、沃华医药、中山公用、万通地产、云维股份、沈阳化工、新疆众和、亚宝药业、顺鑫农业、厦门国贸、龙净环保、长丰汽车、中材国际、山东黄金、片仔癀、六国化工、上实医药、桂东电力、晋西车轴、中材科技、九芝堂、七匹狼
过去两年未分红，分红能力较好，未来可能因为现金分红新规定而出现高分红的公司	莱钢股份、中集集团、深赤湾 A、鞍钢股份、外运发展、雅戈尔、杭钢股份、济南钢铁、盐湖钾肥、武钢股份、宝钢股份、本钢板材、唐钢股份、新兴铸管、皖通高速、中远航运、长城开发、邯郸钢铁、南京银行、驰宏锌锗、长江电力、山东高速、佛山照明、福建高速、锦江股份、
过去两年未分红，分红能力较好，未来可能因为现金分红新规定而出现高分红的公司	吉林敖东、国金证券、东北证券、中华企业、大亚科技、西宁特钢、沈阳化工

资料来源：中信证券研究部

本周中信组合将食品饮料提升至超配，同时继续超配水泥、工程机械、通信设备、房地产、食品饮料、农业、医药、零售、汽车。个股方面，调入伊利股份与粤水电。本周组合的 beta 值为 1.03（沪深 300 的 beta 值为 1.04）。

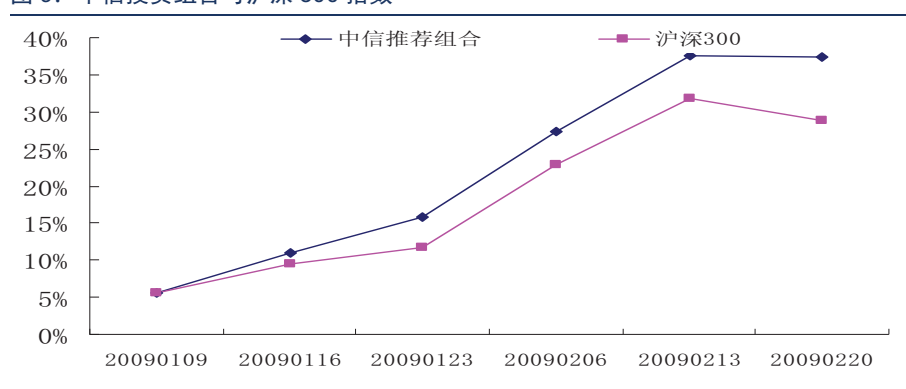
上周我们提高了组合的防御性，中信投资组合在市场震荡中表现出较好的抗跌性，下跌 0.4%（沪深 300 指数下跌 2.3%），今年以来累计上涨 37.1%（沪深 300 指数上涨 28.8%）。本周表现较好的个股是：海螺水泥、华能国际、八一钢铁，表现较差的个股是：万科、中国平安、海通证券。

表 3：中信证券策略重点推荐组合

行业	股票代码	股票名称	股价	EPS		PE		PB	权重
				08E	09E	08E	09E		
能源	600028	中国石化	8.64	0.36	0.61	24	14	2.4	4%
	600011	华能国际	8.83	-0.29	0.3	-30	29	2.8	3%
原材料	600005	武钢股份	6.84	0.75	0.74	9	9	1.8	3%
	600581	八一钢铁	8.46	0.2	0.73	42	12	2.0	4%
	600585	海螺水泥	37	1.72	1.97	22	19	2.7	3%
	600425	青松建化	11.52	0.32	0.58	36	20	3.1	2%
	000792	盐湖钾肥	55.8	1.78	4.79	31	12	16.6	5%
	600031	三一重工	23.71	0.85	1.36	28	17	6.2	5%
工业	000680	山推股份	12.23	0.74	0.78	17	16	3.2	3%
	002060	粤水电	8.8	0.52	0.63	17	14	1.9	2%
	000400	许继电气	15.51	0.1	0.64	155	24	2.7	3%
	000063	中兴通讯	32.7	1.32	1.74	25	19	3.3	5%
	600498	烽火通信	14.73	0.37	0.49	40	30	2.5	2%
	600269	赣粤高速	9.38	0.81	0.89	12	11	1.6	2%
	601398	工商银行	3.83	0.32	0.35	12	11	2.2	5%
	601009	南京银行	11.06	0.84	0.9	13	12	1.9	5%
金融	601318	中国平安	33.04	-0.45	1.53	-73	22	3.1	4%
	600837	海通证券	13.22	0.38	0.4	35	33	2.9	4%
	000623	吉林敖东	29.98	1.3	1.1	23	27	3.7	4%
	600048	保利地产	18.88	0.93	1.25	20	15	3.3	3%
	000002	万科 A	7.74	0.38	0.55	20	14	2.8	3%
	000069	华侨城 A	10.6	0.56	0.8	19	13	5.4	4%
	000726	鲁泰 A	8.08	0.58	0.7	14	12	2.3	2%
	000800	一汽轿车	10.51	0.75	0.9	14	12	2.7	3%
消费	000568	泸州老窖	22.66	0.93	1.2	24	19	9.6	3%
	600887	伊利股份	11.31	-1	0.2	-	57	2.1	3%
	600598	北大荒	14.92	0.34	0.37	44	40	5.6	2%
	600195	中牧股份	17.53	0.42	0.52	42	34	6.1	2%
	600518	康美药业	11.06	0.35	0.5	32	22	3.1	4%
	600858	银座股份	17.46	0.61	0.8	29	22	3.5	3%

资料来源：中信证券研究部

图 9：中信投资组合与沪深 300 指数



资料来源：中信证券研究部

表 4：中信行业观点

行业	投资建议	关注公司
家电	白电需求不景气在意料中，国内彩电企业初显受益液晶产业升级的端倪，家电行业横向比较估值处于低位，维持“强于大市”的评级。空调龙头公司 1 季毛利率或有提高可带来业绩超预期，推荐格力电器、美的电器，跟踪旺季温度趋势和地产交易回暖迹象；小家电景气不改，本期重点推荐九阳股份；电视板块近期表现强劲，喧嚣之中蕴含变机，板块轮动之中重点关注海信、康佳；考虑或有回调的合肥三洋，小天鹅。	格力电器、美的电器、九阳股份、苏泊尔
汽车	1 月汽车市场好于市场预期，反映了中国汽车需求的韧性和扶持政策影响，商用车市场有望稳步改善。2、3 月汽车市场有望持续繁荣，全年谨慎乐观，维持 09 年车市增长 5—8% 的判断。政策组合拳改善市场预期和估值水平。“汽车下乡”政策补贴即将出台（约为预期车价 10%），有望拉动轻卡、微客市场 10% 增长，刺激新增销量约 25 万辆。乘用车近期涨幅很大程度上反映了预期改善，商用车市场稳步改善提升估值水平，维持商用车“强于大市”、乘用车“中性”评级。	一汽轿车、宇通客车、潍柴动力、中国重汽、江铃汽车
钢铁	钢材期货推出有利于形成权威价格信号，减缓钢材市场价格波动。三类公司直接受益：1、以线棒材为主的钢材生产企业，其中八一钢铁、三钢闽光、唐钢股份作为区域内主要建材生产企业，具备明显的竞争优势；2、贸易流通类钢铁企业，上市公司中五矿发展作为唯一一家贸易类钢铁企业，将受到直接影响；3、下游制品企业，如恒星科技等，这些公司通常以线材盘条为主要原材料，线材期货的推出，有利于锁定原材料价格、规避成本大幅波动风险。短期市场关注行业热点较多，有望形成板块支撑。	八一钢铁、三钢闽光、五矿发展、武钢股份
黄金	短期内，经济衰退及金融市场的剧烈波动，黄金价格仍将获得来自于“避险需求”的支撑；而中长期来看，一旦通胀或者通胀预期形成，无疑又会给黄金价格的上涨趋势注入新的动能。基于对金价长期趋势的乐观预期，山东黄金、紫金矿业、中金黄金及辰州矿业等黄金类股票仍然值得重点关注。	山东黄金、紫金矿业、中金黄金、辰州矿业

资料来源：中信证券研究部

3. 政策回顾与前瞻——政策刺激或催生结构性机会

表 5：上周公布的主要政策及点评

主要内容	政策类型	涉及行业	公布部门	公布时间	简要点评
央行副行长易纲讲话指出，未来利率下调的空间不大，实行零利率或者准零利率的意义不大。央行目前主要还是关注抗通缩。未来存款准备金会做到合适的空间。	货币政策		央行官员讲话	2009-2-16	降息步伐或将减缓，存款准备金的下调空间更大。
外管局副局长在国务院新闻办发布会上表示，外汇局将积极用外储支持国家扩大内需、增加进口对外汇资金的需要，为企业对外投资提供融资支持和便利，服务于国家的经济建设。并重申，外汇储备是中央银行用人民币购买的，应该用在对外贸易增加进口和对外投资上。	外汇政策		外管局官员讲话	2009-2-18	外储运用是近期市场关注焦点，预计最可能用于购买战略资源，支持资源类央企海外并购。
电子信息振兴规划强调重点突破核心产业，确保传统骨干行业稳定增长，以及以应用带发展形成新的增长点。突出六大重点工程：包括集成电路、平板产业升级、新一代移动通信、数字电视推广、下一代互联网、软件和信息服务业培育。明确支持 TD-SCDMA 建设，有利于通信行业景气度持续。	产业政策	电子，信息设备和信息服务	国务院	2009-2-18	重点关注通信设备业的中兴通讯、烽火通信、中天科技、中创信测；信息化应用及信息增值服务行业中的科大讯飞、拓维信息、北维通信等。
轻工产业规划：立足扩大内需，保持出口稳定，增强自主创新、实施节能减排，重点振兴食品、家电、造纸、塑料、皮革、五金、电池、照明电器、洗涤和轻工装备等行业。	产业政策	食品、家电、造纸等。	国务院	2009-2-19	家电下乡品种继续扩大，对九阳股份、苏泊尔、合肥三洋构成进一步利好；食品行业将普遍受益，重点关注政策细节对上市公司的影响。
石化产业振兴规划通过，强调六个方面：一要保持产业平稳运行，完善能源产品价格形成机制；二要提高农资保障能力；三要统筹重大项目布局，大力推进技术改造；四要控制总量、淘汰落后产能；五要加大政策扶持；六要完善公司治理结构，提高企业管理水平。	产业政策	石油石化	国务院	2009-2-19	中石油、中石化和中海油将凭借其垄断地位获得更多政策支持；辽通化工和沈阳化工等地方性规模石化企业，符合产业布局，政策将推动技术改造
钢材期货即将推出：证监会网站公告“批准上海期货交易所开展线材和螺纹钢期货交易……证监会将会尽快批准上期所挂牌其期货合约”。	产业政策	钢铁	证监会	2009-2-19	三类公司直接受益期货试点：一是棒材为主的钢材企业，如八一钢铁、三钢闽光等；二是贸易流通类企业，如五矿发展；三是下游制品企业，如恒星科技、福星股份等。

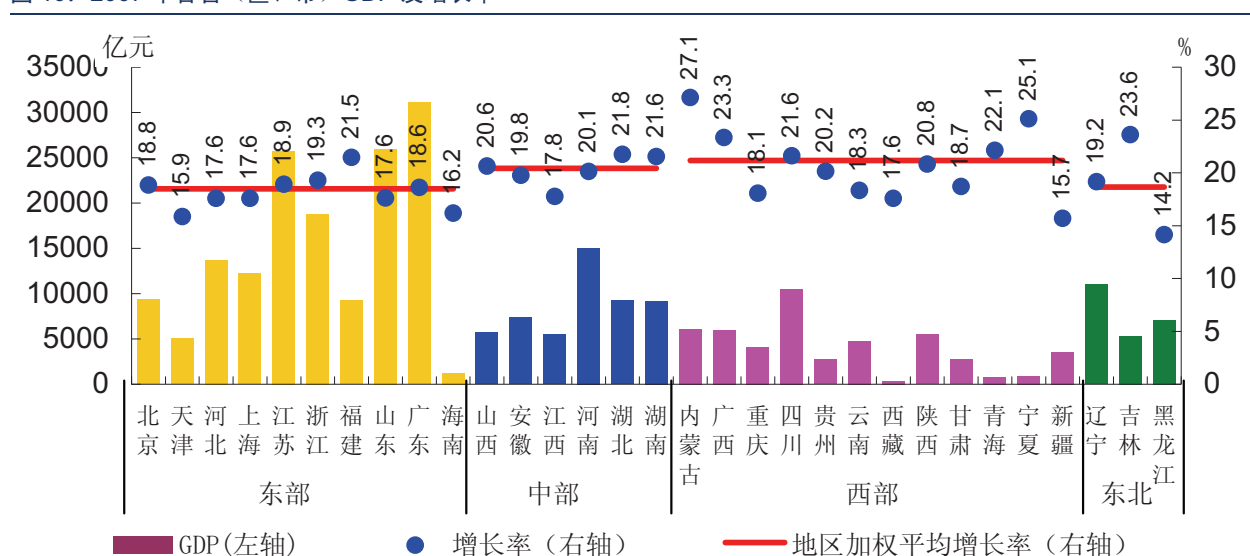
资料来源：中信证券研究部

政策刺激的短期效应已经接近尾声，长期效果的显现可能催生结构变化。过去三个月多项政策的密集出台成为推动市场上涨的重要力量，因政策几乎涉及各个行业，各板块也呈现普涨态势。但未来随着政策刺激短期效应的逐步消散，政策对企业业绩的实质影响会逐步显现，因各行业受益政策的程度不同，在投资策略上可能也将出现结构性变化。未来这种结构性变化可能体现在两个方面：一是产业政策细则的陆续出台，不同行业受益程度不同，同行业内不同股票受益程度也呈现差异化；二是不同区域市场受益扩大投资、拉动内需的程度也将不同，区域振兴或将带来投资机会。

产业振兴细则会陆续出台，优先关注受益的行业龙头。截止上周末，钢铁、汽车、纺织、船舶、机械装备、电子、轻工、石化的产业振兴规划都已通过国务院原则审议通过，有色行业的振兴规划预计也将于近期通过。因为通过审议的只是主要原则，细则并未公布。预计细则公布后，政策对行业的影响将更加明朗，获益的公司也会明确。如近期证监会公布的即将批准钢材期货合约也是钢铁产业振兴中的重要一环。按照通过原则审议的时间先后，未来钢铁、汽车、纺织、机械等行业的细则会先期公布。因为目前无法具体确定上市公司将如何获益，建议优先关注行业龙头。

区域振兴或将再次成为市场焦点。我国地域辽阔，各区域经济发展不均衡。东南沿海地区是过去三十年中国经济增长的排头兵，经济总量巨大，但近几年中西部地区增速加快。随着外向型经济短期恢复无望，以及国家加大基建投资拉动经济增长的规划已定，未来中西部、环渤海和东北地区可能以更快的增速接过经济增长的接力棒。

图 10：2007 年各省（区、市）GDP 及增长率



资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 6：国家重点扶持的经济区域概况和投资机会

区域名称	区域概况	投资策略	可能受益的上市公司
中部（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）	地处中国内陆腹地，拥有全国 11% 的土地、28% 的人口和 19% 的 GDP。外需型增长恐难以持续，而在国家“多管齐下”的政策扶持下，中部地区的内延式发展方式有望成为区域增长的新亮点。	“追赶”与“崛起”并行	“追赶”——受益基建投资，如太原重工、三一重工、中联重科、华新水泥等；“崛起”——通信行业是崛起的生力军，如烽火通信、武汉凡谷等。
四川	为积极帮助四川进行灾后重建，国家开出了共计 1.6 万亿的灾后重建投资大单。通过投资拉动内需，四川计划实现灾后恢复重建“三年基本恢复，五年发展振兴，十年全面小康”的目标，成为西部发展的领头羊。	灾后重建催生基建投资机会	ST 双马，川润股份，中铁二局、四川路桥等。
东北	东北地区具有丰富的矿产、旅游资源和雄厚的工业基础，还是我国重要的粮食基地。《东北地区振兴规划》提出以来，振兴东北的步伐将进一步加快。	老工业基地产业升级蕴藏投资机会	一汽轿车、一汽富维、鞍钢股份、本钢板材、沈阳机床等。
滨海新区	位于东北亚中心，面对“三北”，可以依托京津冀、服务环渤海、辐射“三北”、面向整个东北亚。“综合配套改革试验区”的政策中许多是中西部、东北都不具备的。	新区建设和港口物流最为受益	滨海能源、海泰发展、泰达股份、天津港、中储股份
北部湾（重点包括广西的南宁、北海、钦州、防城港四市）	08 年 1 月批准实施的《广西北部湾经济区发展规划》对其经济区功能定位是：立足北部湾、服务“三南”（西南、华南和中南）、沟通东中西、面向东南亚，充分发挥连接多区域的重要通道、交流桥梁和合作平台作用，以开放合作促开发建设，努力建成中国—东盟开放合作的物流基地、商贸基地、加工制造基地和信息交流中心，成为带动、支撑西部大开发的战略高地和开放度高、辐射力强、经济繁荣、社会和谐、生态良好的重要国际区域经济合作区。	港口、化工和基建将受益区域发展	北海港、南化股份、柳化股份、河池化工、柳工、柳钢股份。

资料来源：中信证券研究部

市场传闻物流业可能成为第十一个列入振兴计划的产业，我们对此持谨慎态度，但提醒投资者关注可能的交易性机会。近几年我国的物流业出现了快速增长，据初步测算，2008 年社会物流总额达 88.82 万亿元，同比增长 18.1%，物流业增加值完成约 1.94 万亿元，同比增长 14.6%。虽然行业发展迅速，但考虑到入选国家产业振兴计划的多为在国民经济占比较大、涉及国计民生的大型行业，我们认为以物流业目前的规模入选产业振兴规划可能性不大。但行业发展规划的制定必将对企业带来利好，加上近期市场对物流业的关注，不排除相关个股的交易性机会，为此我们初步梳理了物流业可能涉及到的上市公司。需要提醒的是，实际上物流业涉及的行业很多，水运、公路运输、航空机场、商贸、仓储、快递等都属物流范畴，大致分为三类：一是依托某一行业的物流企业，如国内最大的钢材贸易企业五矿发展；二是专门从事仓储、运输的第三方物流企业，如中储股份、中远发展等；三是进行提供供应链管理服务的公司，如飞马国际、怡亚通等。

表 7：物流业涉及的部分上市公司概况

证券简称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	PE (TTM)	预测 09 年 PE	PB	价格 (2009-2-21)	简介
怡亚通	24714.9	6200.0	53.9	26.8	5.1	24.5	供应链管理
飞马国际	13600.0	3740.0	34.0	21.7	3.6	10.0	供应链管理，中石油战略服务商，投资塑胶物流园区
澳洋顺昌	6080.0	1520.0	na	19.7	2.7	16.6	金属业物流，主要服务对象是电子消费品、电脑灯
国能集团	15911.8	10839.4	105.3	na	2.5	4.7	东北地区最大钢铁物流企业
交运股份	56261.2	28592.8	21.5	15.5	2.0	5.0	上海及华东地区的高客运输
中储股份	73697.8	39199.2	24.6	25.5	1.7	6.7	全国大型综合物流企业
保税科技	17826.3	10632.1	35.7	na	4.6	5.9	长江中下游地区保税货物的中转集散基地
外运发展	90548.2	33084.4	9.3	17.7	1.8	7.2	航空货运代理、国际快件及综合物流
锦江投资	55161.0	23313.5	19.3	16.6	3.5	10.5	国际货运代理、机场货运站仓储
五矿发展	107191.1	54913.8	8.7	10.3	2.2	17.6	国内钢铁流通领域最大物流服务商
铁龙物流	100424.8	70290.3	28.3	21.9	3.4	7.4	全国范围的铁路集装箱业务和临港物流业务
中国中期	23000.0	15130.0	508.6	413.5	12.6	19.6	覆盖全国的第三方物流服务企业
中远航运	131040.0	131040.0	7.0	11.1	2.9	9.0	国内最大的国际航运企业
深鸿基	46959.3	41965.2	-31.2	na	2.9	5.5	广东公路运输龙头企业
长江投资	30740.0	25740.0	-585.1	na	3.1	5.5	立足上海的仓储配送、国内快件企业
新大洲 A	73606.4	71963.8	85.3	na	3.3	4.2	旗下物流业务已经初具规模，覆盖京津塘、长三角和珠三角
五矿发展	107191.1	54913.8	8.7	10.3	2.2	17.6	国内最大的钢铁物流企业
建发股份	124319.5	78124.3	12.9	12.5	2.1	8.0	矿产品进出口贸易，立足东南地区的物流配送
厦门国贸	49648.6	36847.0	13.5	na	2.1	11.8	立足厦门的港口仓储、配送等
上海物贸	25272.0	18617.0	30.0	33.4	3.1	8.7	全国最大的物贸中心，主要涉及燃料油和有色金属
外高桥	101078.1	12729.2	620.9	16.5	5.0	12.1	依托工业地产的现代物流和国际贸易

资料来源：wind，中信证券研究部。注：表中 09 年预测 PE 为 wind 中最新一致预期

4. 海外市场重点关注

4.1 上周海外市场事件评析

（1）周三房贷新政市场反映平平

周三奥巴马在亚利桑那州就住房抵押贷款危机发表的讲话中承诺将帮助多达 900 万陷入困境的房主为按揭贷款进行再融资或修改按揭条款。上期周报中我们预计，奥巴马此项计划扶持的范围可能十分广泛，除了违约房主外，政府对未违约但还贷收入占比较高的家庭提供每月补贴，从而在整体上支持房地产市场。但现在看来，计划重点仍在救助出现违约或止赎的房主，并未通过补助形式降低房贷利率或对现存过剩房屋供给产生新的刺激，仍是治标难治本的政策。周三当天股市并没有受到消息刺激反弹，基本停在原地，房地产指数也未回升。

（2）周五两大银行股盘中崩溃

上周五道指和标普 500 在金融板块的带动下大跌，道指下跌 1.34%，收于 7400 点以下，。在两大银行被国有化的担忧和政府政策不确定性引发投资者疑虑的市场气氛下，花旗集团下跌 22.3%，美国银行下跌了 3.6%，这两家银行在政府出来辟谣前跌幅均超出了 35%。

尽管当前白宫和财政部相继表态政府将支持银行系统的私有化，但实际上花旗和美国银行仍需要巨额的资金以支撑源源不断的资产减计漏洞，在根本无法募集到大规模私人资金的前提下，政府援助几乎是唯一的渠道。所以未来市场对银行私有化的担忧不可能停止，只要银行业的状况继续恶化下去，而政府当前对银行业救助方案的模糊态度使得市场可能在未来对银行业更加失去信心。

(3) 加州遭遇赤字危机

继上周日谈判破裂后，上周四加州议会终于通过了旨在削减 420 亿美元赤字的财政计划。尽管民主党反对削减支出、共和党反对增税，但面对严峻的政府赤字和无法借债（标普将加州一般责任债券 General Obligation Debt 评级由此前的“稳定 A+”下调至“A”，使得加州的一般责任债券成为美国州政府债券中评级最低的债券，加州也因此停止出售其市政债券长达 8 个月之久）的困境，州议会最终通过了这项将在未来 18 个月实行的财政计划。其中包括 150 亿美元的支出削减，128 亿美元的税收增加以及 114 亿美元的借债。

作为美国最大的州以及全球第八大经济体，加州的遭遇很大程度上反映了美国政府当前的两难困境。一方面政府需要财政支出和减税以刺激经济；另一方面，经济重创下税收收入的大幅减少和支出的扩大又造成大规模的财政赤字，并严重威胁到政府的借债能力。最终政府为解决难以为继的赤字又不得不增加税收、削减支出，从而抵消为刺激经济而做出的财政努力。

当然唯一也是本质的区别在于，国家信用从理论上说是无限的，美国国债的替代弹性要远低于市政债券，且极端情况下联邦政府可以通过大量发行货币得以为继。但值得我们关注的是，类似加州的地方政府解决财政危机的反刺激举措将在一定程度上抵消联邦政府的经济刺激影响，地方政府在美国经济复苏过程中很难贡献力量、甚至加大联邦政府的救助难度。

表 8：美国州政府一般责任债券当前评级

State General Obligation (G.O.) Bond Ratings U.S. MUNICIPAL SECURITIES (See MTAX for Individual State Income Tax Rates)								
State	Moody's	S&P	State	Moody's	S&P	State	Moody's	S&P
ALABAMA	Aa2	AA	KENTUCKY	NR	NR	OHIO	Aa1	AA+
ALASKA	Aa2	AA+	LOUISIANA	A1	A+	OKLAHOMA	Aa3	AA+
ARIZONA		NR	MAINE	Aa3	AA	OREGON	Aa2	AA
ARKANSAS	Aa2	AA	MARYLAND	Aaa	AAA	PENNSYLVANIA	Aa2	AA
CALIFORNIA	A1	A	MASSACHUSETTS	Aa2	AA	PUERTO RICO	Baa3	BBB-
COLORADO			MICHIGAN	Aa3	AA-	RHODE ISLAND	Aa3	AA
CONNECTICUT	Aa3	AA	MINNESOTA	Aa1	AAA	SOUTH CAROLINA	Aaa	AA+
D OF COLUMBIA	A1	A+	MISSISSIPPI	Aa3	AA	SOUTH DAKOTA		NR
DELAWARE	Aaa	AAA	MISSOURI	Aaa	AAA	TENNESSEE	Aa1	AA+
FLORIDA	Aa1	AAA	MONTANA	Aa2	AA	TEXAS	Aa1	AA
GEORGIA	Aaa	AAA	NEBRASKA		NR	UTAH	Aa1	AAA
GUAM		B+	NEVADA	Aa1	AA+	VERMONT	Aaa	AA+
HAWAII	Aa2	AA	NEW HAMPSHIRE	Aa2	AA	VIRGIN ISLANDS		NR
IDAHO	Aa2	NR	NEW JERSEY	Aa3	AA	VIRGINIA	Aaa	AAA
ILLINOIS	Aa3	AA	NEW MEXICO	Aa1	AA+	WASHINGTON	Aa1	AA+
INDIANA	Aa1	AAA	NEW YORK	Aa3	AA	WEST VIRGINIA	Aa3	AA-
IOWA			NORTH CAROLINA	Aaa	AAA	WISCONSIN	Aa3	AA
KANSAS		NR	NORTH DAKOTA	Aa2	AA	WYOMING		AA

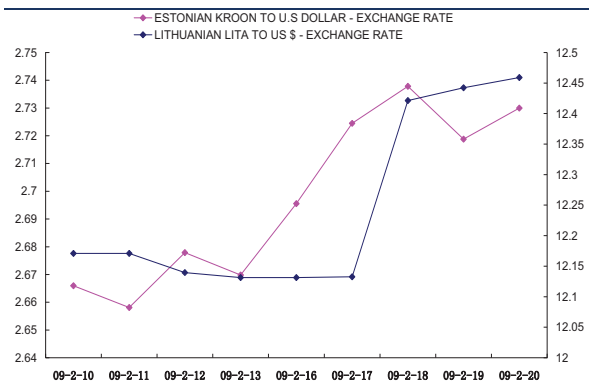
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

(4) 穆迪调降部分东欧国家主权评级，引发资金避险需求

东欧国家银行业近期出现支付困难引发金融市场动荡。波兰、匈牙利、捷克、罗马尼亚等国的票据市场收益率大幅飚升，上述国家货币近期创历史低位。2 月 10 日，穆迪进一步将爱沙尼亚的主权评级从 A1 降

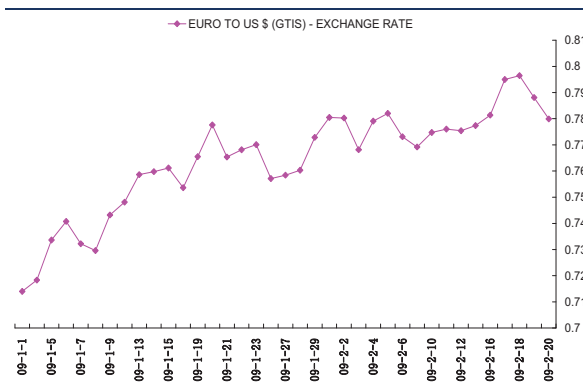
至 A1-，将立陶宛的主权评级从 A2 降至 A2-，两国货币均在评级调降后明显贬值。受东欧国家影响，欧元近期也遭到抛售。但鉴于市场关注焦点开始向美联储执行定量宽松(Quantitative Easing) 货币政策引发的美元贬值方向转移，东欧问题作为局部情况已经反映在前期货币走势上了，我们认为未来美元的强势将经历反转。

图 11: 爱沙尼亚与立陶宛货币均在评级调降后贬值



资料来源: datastream, 中信证券研究部

图 12: 09 年以来欧元/美元走势



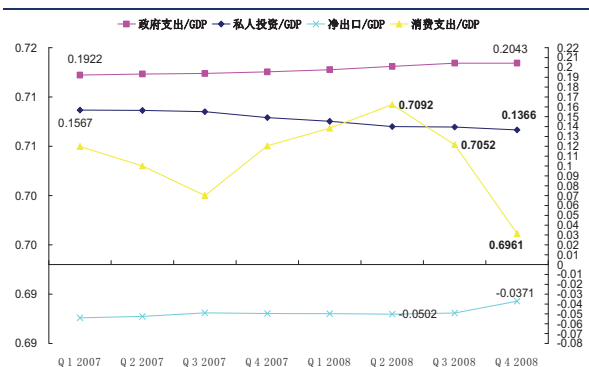
资料来源: datastream, 中信证券研究部

4.2 近期观察——财政扩张下未来美国国债增持主体需要发生变化，美联储将购买国债传闻恐将引发美元贬值

去年 12 月末美联储已将目标利率降至 0.25% 的底部水平，但低利率并没有刺激经济体流动性复苏，资金供给方和需求方同时降低了信贷意愿使得美国经济陷入了典型的“流动性陷阱”。货币政策的失效使得美国必须依靠财政政策刺激、即以政府资产负债表的扩张弥补私人部门的萎缩以挽救陷入恶性循环的经济。因此，我们认为扩大支出、依靠财政政策刺激经济的做法是美国政府当前的为数不多的选择。

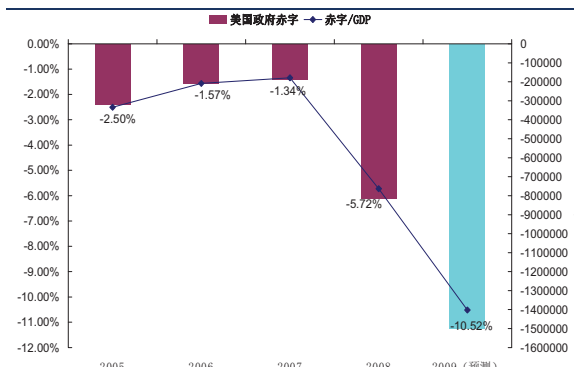
这是因为当消费、投资下行时，只有政府支出能继续支撑美国经济。由于消费支出占 GDP 比重是政府支出占比的 3.5 倍，则要保持 GDP 的总量水平不下降，需要至少 3.5 倍政府支出的增加以抵消消费支出的同等回落。同时由于私人投资也在下滑，那么政府支出的水平还需要增加。但我们看到，第四季度消费支出占比较第二季度的峰值回落了 1.3%、私人投资下滑了 0.3%，政府支出需要增长约 5% 才能保证 GDP 较前期的总量水平。但实际 08 年第四季度政府支出只增长了 0.3%，其扩张速度无法支撑其他部门的萎缩。在其他部门前景黯淡的前提下，未来只有政府部门加大支出力度才能维持美国经济的现有水平。

图 13: 07 年 1 季度以来美国各部门对 GDP 贡献变化



资料来源: datastream, 中信证券研究部

图 14: 美国政府赤字近年变化

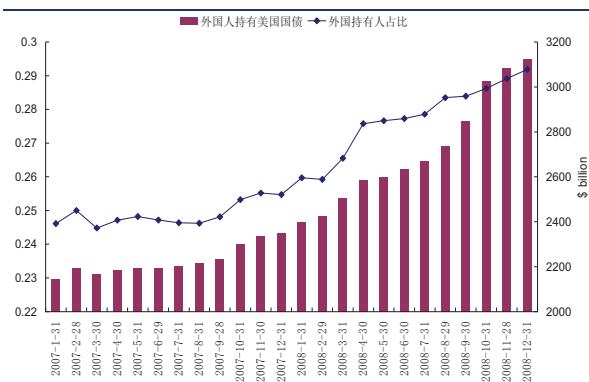


资料来源: datastream, 中信证券研究部

美国政府支出的扩张将大大增加其赤字水平，美国政府无疑需要继续大量发行国债以及相关机构债券为刺激计划提供资金。但我们认为，未来美国国债及政府机构债的购买主体会逐渐发生变化——外国持有人的购买意愿将下降，美国需要更依赖自身力量解决国债的需求问题。

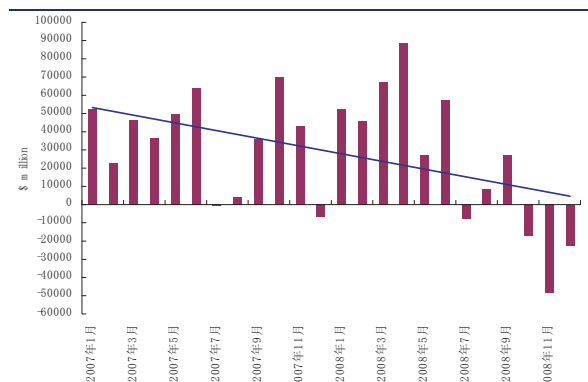
尽管当前外国持有人持有国债量占美国国债总额的比重仍在上升，但综合机构债数据，我们看到，08年7月后，外国持有人月度净购买额大幅下滑，10月-12月更是连续3个月出现净卖出，同期美国国债收益率也触底反弹，总体表现出显著的卖出倾向。未来，我们认为外国持有人的购买意愿将严重下降。作为美国政府债券的最大持有国，中国政府购买意愿的转变是一个强烈的信号。近期无论是中国与多家外国企业达成了一系列的大型交易还是外汇管理局副局长方上浦本周三的讲话都意味着中国政府未来将用更多的资金支持海外并购，尤其是对自然资源资产的收购，而不是过去大部分用于投资美国国债。

图 15：07 年以来外国持有美国国债总额及占比



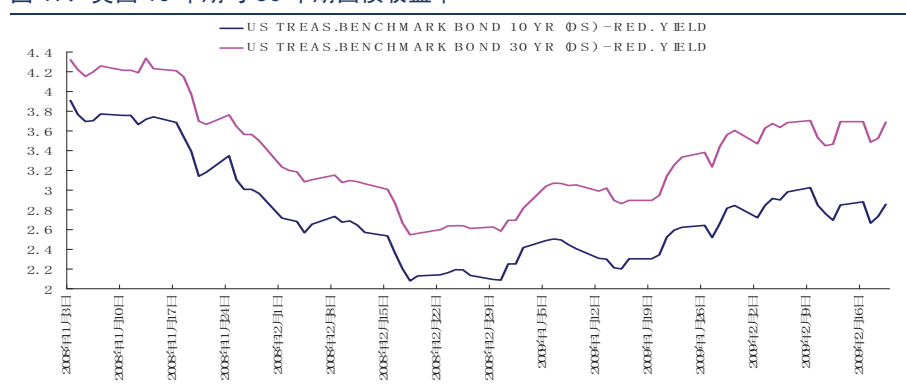
资料来源：datastream，中信证券研究部

图 16：07 年以来外国持有人月度净买入美国国债及机构债



资料来源：datastream，中信证券研究部

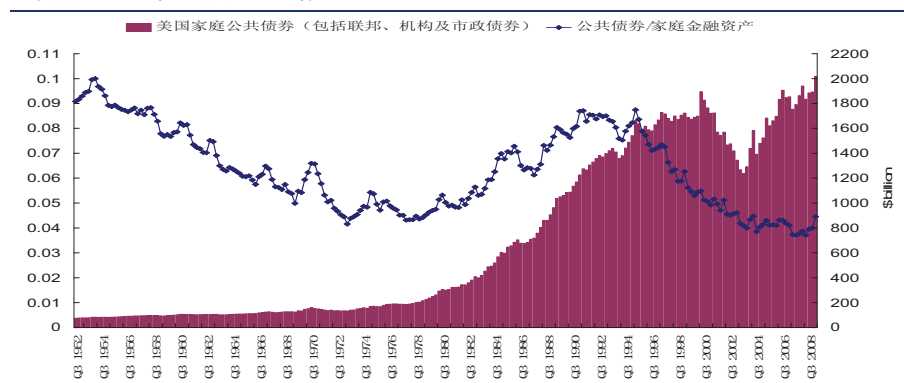
图 17：美国 10 年期与 30 年期国债收益率



资料来源：datastream，中信证券研究部

由此，美国未来可能需要大力开发本国国内对国债的购买意愿。不过以美国家庭为例，我们还是看到了希望。当前，美国家庭持有公共债券（包括联邦、机构及市政债券）占家庭金融总资产的比例约为 4.46%。我们看到，尽管家庭持有公共债务的总额一直在上升，但比例却从 1994 年以来大幅回落。1994 年，美国家庭 18 万亿美元金融资产中约 1,400 亿美元是美国政府相关债券。而目前美国家庭的金融资产总额已膨胀至 45 万亿美元，其中的政府债却只略增至 2,000 亿美元，随着对经济前景越发担忧，美国家庭开始变得节俭、储蓄率大幅提升，家庭对国债的持有量还有很大的增长空间。如果按照历史上家庭持有公共债券的较高比例 8.5% 计算，则按照家庭现有金融总资产计算，该部门公共债券持有额还有约 15,000-20,000 亿美元的增持空间。

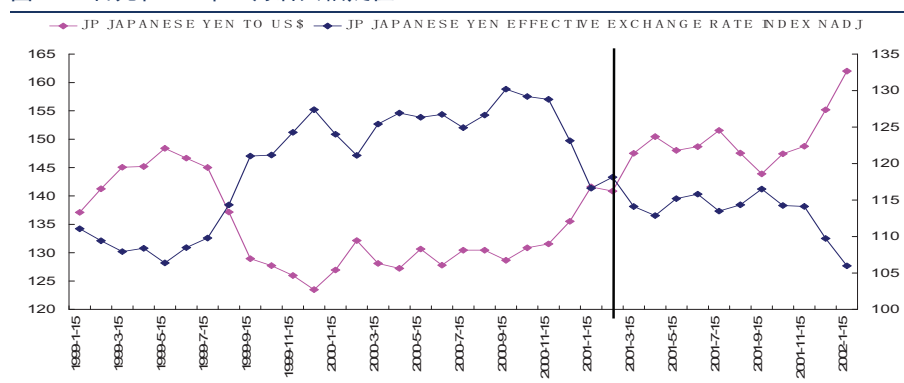
图 18: 美国家庭持有公共债券总额尽管在上升,但与家庭金融资产相比,公共债券持有比例自 1994 年以来明显回落



资料来源: datastream, 中信证券研究部

但短期来看,指望美国国内部门例如家庭转变其金融资产的购置习惯、大量购买国债并不现实,拥有货币发行权力的联储似乎才是购买国债的短期希望所在。近期市场传闻在下周债券拍卖前美联储将在本周末将实施定量宽松货币政策(Quantitative Easing)的决议,也就是说美联储将通过印钞方式购买财政部发行的国债为经济体注入流动性。我们认为,这一消息将在下周引发大的市场动荡,作为本位货币,美联储此举若得到证实,则可能引发持有美元资产国家的恐慌,近期美元的强势地位可能即将终结。回顾日本央行(BOJ)在 2001 年 3 月后实施定量宽松货币政策以来,日元即走向贬值。而作为全球本位币的美元,我们预期其动荡将较日元更为剧烈。

图 19: 日元在 01 年 3 月后大幅贬值



资料来源: datastream, 中信证券研究部

4.3 美国主要经济指标解读——经济仍在底部徘徊

上周公布的经济指标较为密集。

抵押贷款申请指数大幅反弹,上升 45.70%,该指数大幅反弹一方面由于新增贷款指数上升 14.42%,另一方面由于再融资指数上升了 64.28%,反映了抵押贷款利率降至 5%水平后成本下降对贷款申请量的刺激。不过新屋开工率和建筑许可证数量都大幅低于市场预期,表明当前房屋供给仍处在过剩阶段。

工业产值、产能利用率的下滑幅度仍要高于市场预期,首次失业人数继续维持在 627k 的高位,累积失业人数再创新高,表明当前美国经济状况仍处在最底部。

另外 1 月份消费价格的同比变化 0%,尽管好于-0.1%的预期,但仍表明美国经济面临通缩压力。

表 9：下周美国将公布主要经济指标

公布时间	指标	调查	实际值	上期值	修正
02/25/2009 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	21-Feb	--	--	45.70%
02/25/2009 23:00	旧宅销售 月环比	JAN	1.30%	--	6.50%
02/26/2009 21:30	耐用品订单	JAN	-2.50%	--	-2.60%
02/26/2009 21:30	首次失业人数	22-Feb	625K	--	627K
02/26/2009 21:30	持续领取失业救济人数	15-Feb	5011K	--	4987K
02/26/2009 23:00	新建住宅销售	JAN	324K	--	331K
02/26/2009 23:00	新建住宅销售 月环比	JAN	-2.10%	--	-14.70%
02/27/2009 21:30	GDP 季环比(年度化)	4Q P	-5.40%	--	-3.80%
02/27/2009 21:30	个人消费	4Q	-3.70%	--	-3.50%
02/27/2009 21:30	GDP 价格指数	4Q	-0.10%	--	-0.10%

资料来源：bloomberg，中信证券研究部

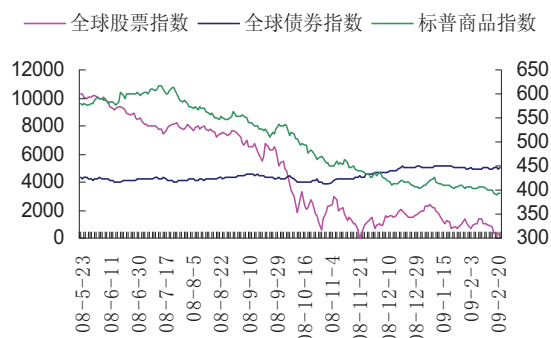
二、重要数据图表

1. 大类资产走势与资金流动

评述：未来股市和外汇市场继续关注美国经济救助计划的最新进展，在投资者看不到清晰的，受鼓舞的最新措施之前，股市信心很难恢复，预计后期经济数据将继续疲弱。下周美联储直接购买债券传言事件的演化将主导美元指数和商品走势，若传言得到证实，美元指数将进一步下挫，在悲观经济预期与美元下挫的博弈下，维持短期商品仍在底部震荡的判断。

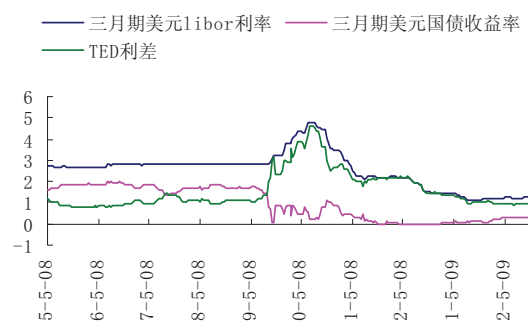
上周在美国股市下跌带动下，全球综合股指下跌-7.75%，受经济悲观预期影响，商品市场展开反弹后的二次调整，标普商品指数下跌-5.64%，债券略有反弹。目前，整体表现为信心不足，安全性仍是资金的首要考虑点，以现金方式存在银行体系较多。当前美元三月期 Libor 为 1.2487%，较上周 1.2375%水平略有上升，较前期 4.8187%水平大幅降低，三月期美国国债收益率为 0.2689%，较前期低点略有上升。

图 20：全球债券股票商品走势



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

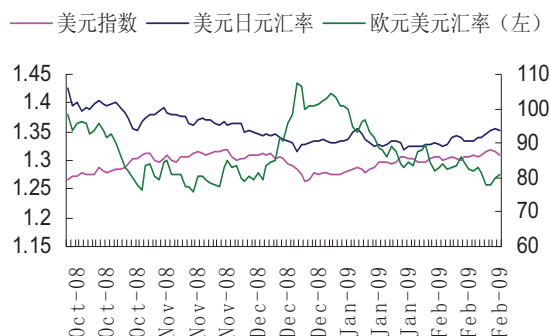
图 21：三月期美元 libor 和美国国债收益率走势



资料来源：Bloomberg 中信证券研究部

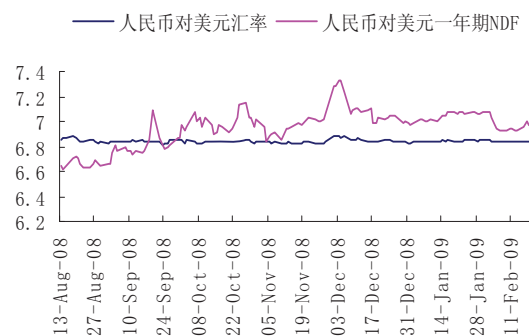
上周美元指数呈现先升后抑，由 86.5 最高上涨 87.6，不过周五在美联储准备购买国债的传言打击下大幅下挫到 86.5。近期人民币对美元汇率保持稳定，即期汇率为 6.8372，一年远期 NDF 汇率由前期最高 7.333 回落到 6.9621，较上周 6.9208 水平略有上升，总体来看人民币升值保持稳定。

图 22: 美元指数走势



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

图 23: 人民币汇率走势



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

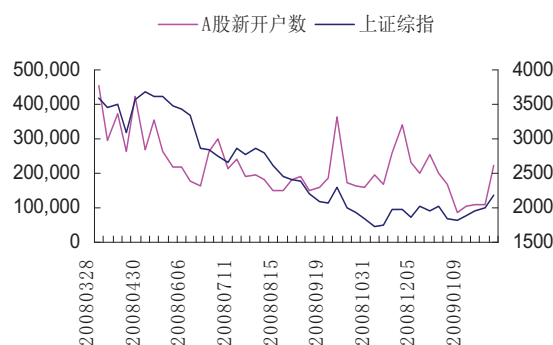
目前一年期定存收益率 2.25%，十年期国债到期收益率为 3.58%，较上周 3.30% 水平有所上升，沪深 300 指数分红收益率为 1.73%，随着近期股市上涨股票分红收益率与国债收益率差价有所扩大，股票市场的分红收益率对资金的吸引力有所降低。

图 24: 中国国债收益率与股息率走势



资料来源: 北方之星 朝阳永续 中信证券研究部

图 25: A 股股票账户新开户情况



资料来源: wind 中信证券研究部

银行间市场回购、拆借利率创历史新低。截止 2009 年 2 月 20 日，银行间回购和拆借利率不断下行，目前已经分别降至 1.20%、0.8238%，7 日回购利率较一周前 0.96% 的水平略有上升，但市场资金面仍比较充裕。

图 26: 中国银行间市场隔夜拆借利率



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

图 27: 中国银行间市场 7 日回购利率



资料来源: Bloomberg 中信证券研究部

A 股相对于 H 的溢价差距继续拉大，目前已经达到 60%。A-H 溢价近期不断拉大的原因主要是三方面：

一是境内外流动性的差异。大陆从 08 年 12 月开始 M1 和 M2 增速都出现反弹，1 月份信贷发放也高达 1.6 万亿。而港股市场受国际去杠杆化的影响，流动性可能仍处偏紧状态。而且港股市场以汇丰为代表的金融股近期受国际市场影响，业绩和流动性出现问题导致港股整体不振也是 A-H 溢价拉大的一个重要原因。

二是两地政策影响差异较大。大陆政府一系列“扩内需、保增长”的政策，对多个行业带来正面影响，市场也反映积极。而国际市场对奥巴马新政持怀疑态度，美股走势疲软，港股也收到拖累。

三是投资者心态有所不同。大陆市场一贯受政策影响较大，而近期一系列利好因素使得投资者多持乐观态度，基金仓位提高迅速，投资者开户数也出现大幅反弹。

图 28：A-H 股溢价



资料来源：datastream，中信证券研究部

2. 重要经济指标解读

2.1 财政收入下降：虽无近忧，但需远虑

2009 年 1 月份财政收入出现较明显下降使市场对政府扩张性政策能否持续产生了一定疑虑。据统计，09 年 1 月全国财政收入总额 6131.6 亿元，同比下滑 17.1%。

现有观点一般认为造成财政收入下滑的主要有三方面因素：一是经济增长放缓，企业效益下滑，这带来财政收入来源减少；二是实施税收减免政策，包括下调证券交易印花税税率及单边征收、提高部分商品出口退税率、减免个人所得税、增值税转型改革减税等，税收减少较多。三是“两节”放假使今年比去年同月减少 5 个工作日，这一不可比因素也对当月收入增长有较大影响。

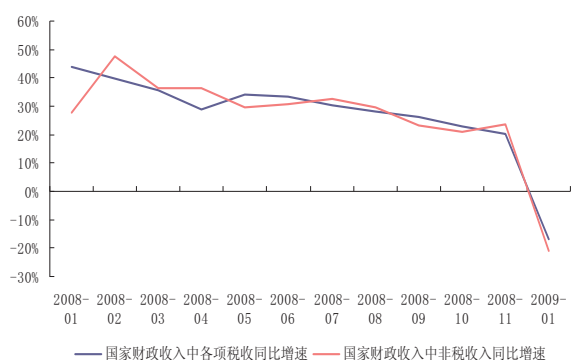
我们的结构分析可以提供更多信息。从分项构成看，在 09 年 1 月份的财政收入数据中，各项税收和非税收入都呈现下降势头，其中国家财政各项税收同比增速-16.7%，但绝对额下降超过 1000 亿，构成当月财政收入下降的主要因素；国家财政非税收入同比增速-21.1%，绝对额下降近 200 亿。非税收入下降更为明显，考虑到非税收入受政府调剂的影响更大，对于政府财政扩张的弹性也更大，由此推断，政府财政扩张应当在 1 月份的财政收入下降中扮演了重要角色。

另外一方面，我们注意到 1 月份关税收入同比出现较大的下滑，同比增速为-19.3%；而同期外贸企业出口退税则出现同比 25% 的增长，上述两项因素对于 1 月份国家财政收入的下滑也产生了一定影响。

总体而言，我们认为 09 年 1 月份的国家财政收入下降主要源自于政府扩张性政策的实施和春节因素的干扰，并已反映出经济结构调整的趋势。依据最新规划，如果涵盖为地方代发的 2000 亿地方债，2009 年我国财政赤字规模将达到 9500 亿元，较 2008 年呈现较大幅度增长，并将逼近 3%GDP 的国际警戒线。

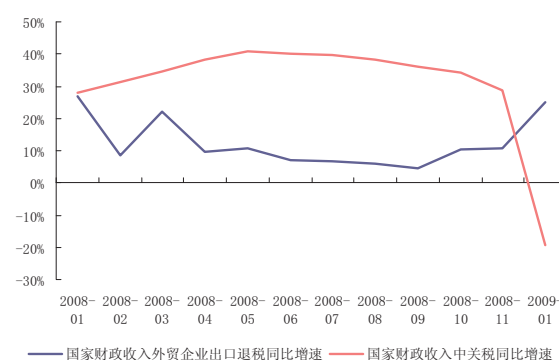
虽然财政支出的大幅扩张和税收减免带来的财政收入下降彰显出财政运行的压力，但是，“以丰补歉”本就是反周期财政政策的应有之义，而过去几年的财政积累也将为今年的赤字财政提供较好的基础。实际上 2008 年财政赤字 1110 亿元仅占当年 GDP 的 0.4%，如果考虑其他的预算外财政收入，前几年财政均略有盈余，相对于 1998 年亚洲金融危机后中国连续七年的赤字财政（2002 年财政赤字占 GDP 比重超过 3%，而 2003 年和 2004 年财政赤字额也接近 3200 亿元），目前政府支持财政扩张的能力和可持续性都已有了较大改善，因此对短期的政府财政能力无需过分担忧。更需要关注的是，在短期的财政扩张之后，整体经济是否能因此而逐步复苏，如果财政扩张后实体经济依然无法如期好转，则不仅实体经济，整个政府财政扩张也将面临新的困境，那时的财政压力也将成为一个真正的问题。

图 29：2008 年以来国家财政各项税收和非税收入同比增速



资料来源：中经网，中信证券研究部

图 30：2008 年以来国家财政出口退税和关税同比增速



资料来源：中经网，中信证券研究部

表 10：国家财政支出和财政收支差额数据

指标/时间	2008-06	2008-07	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11	2009-01
国家财政支出累计增速 (%)	27.70%	29.70%	28.10%	25.50%	24.50%	23.60%	32.50%
国家财政收支差额 (亿元)	471.61	1512.08	-187.81	-731.72	1185.78	-1461.63	2138.16
国家财政收支累计差额 (亿元)	11926.17	13438.25	13250.44	12518.72	13704.5	12242.87	2138.16

资料来源：中经网，中信证券研究部

2.2 发电量数据：反映宏观经济仍在筑底

本周市场调整部分源于最新的发电量数据不及预期。而从我们观测到的数据看，虽然这种数据上的明显回落与春节因素的干扰存在密切联系，但其本身仍然反映出实体经济的回升速度和幅度并未如市场预期的这样乐观，宏观经济可能仍需一段时期的筑底企稳过程。

依据国网口径的调研数据，考虑春节因素的影响，春节放假前的 09 年 1 月中旬较 08 年 1 月下旬日均发电量变动-2.5%；放假期间的 1 月下旬较 08 年 2 月上旬变动-4.7%；放假期后的 2 月上旬较 08 年 2 月中旬变动-1.1%；如果统一计算 1 月上旬至 2 月上旬 40 天的发电量总数，则 2009 年相对 2008 年同比下降 7.84%。

总体上看，上述发电量调研数据对比显示整体宏观经济并未出现有效回升，其总体仍处于筑底阶段。当然，还需要考虑 2008 年 1 月中旬到 2 月上旬的冰灾可能对跨年对比结果所产生的干扰，综合上述因素，我们认为宏观经济虽没有出现继续恶化的势头，但其也没有呈现迅速反转回升走势，我们对 1 季度的企业业绩也仍然无法给予过分乐观的判断。

2.3 央行货币政策操作出现转变，资金推动行情可能向结构性行情演变

春节之后，央行货币政策在操作上出现微妙变化。此前隔周发行的三月期央行票据，恢复为每周发行；年前持续的净投放也变为净回笼。公开市场上的变化，反映了央行对银行信贷投放的持续性、结构均衡性的掌控。具体而言，1 月份央行在公开市场净投放 3810 亿元。而进入 2 月份以来，央行分别于 2 月 5 日、2 月

12 日在公开市场上发行了两期总计 650 亿元 3 个月期限票据，2 月 19 日央行又在公开市场发行了 3 月期央票 350 亿元，并发行了 650 亿元 28 天正回购，使本月的资金净回笼量超过 1000 亿元，其中仅本周就净回笼 635 亿元。

从理论上讲，央行可能希望通过上述公开市场的操作来提高货币市场利率，压缩票据融资的套利空间。近两月的信贷数据都表明票据贴现大量增加，而其中的根本原因在于利率过低，而这又与央票、回购利率低于银行资金成本有关，如果央行适度提高 3 个月央票的发行利率，就可以相应带动其他货币市场品种收益率的上行，包括票据贴现利率的上升，从而缩小其与存款利率之间的利差。如果一季度后两月信贷投放依然较快并过于集中在票据贴现上，甚至不排除未来重启 1 年期央票发行的可能。

近期市场上涨过程中，资金推动色彩明显，如果上述货币政策继续转向，则原有的资金推动型行情也将产生变化，基本面约束下的结构性行情将成为未来一段时期股市演变的主基调。

表 11：今年以来 3 月期央票发行情况

发行日期	发行量	收益率
1 月 8 日	500 亿	0.965%
1 月 22 日	200 亿	0.965%
2 月 5 日	300 亿	0.965%
2 月 12 日	350 亿	0.965%
2 月 19 日	350 亿	0.965%

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

表 12：今年以来央行正回购操作情况

操作日期	交易量	中标利率
1 月 6 日（28 天期）	500 亿	0.90%
1 月 13 日（28 天期）	300 亿	0.90%
1 月 15 日（91 天期）	300 亿	1.00%
1 月 20 日（28 天期）	200 亿	0.90%
2 月 3 日（28 天期）	800 亿	0.90%
2 月 5 日（91 天期）	500 亿	0.96%
2 月 10 日（28 天期）	650 亿	0.90%
2 月 17 日（91 天期）	1200 亿	0.96%
2 月 19 日（28 天期）	650 亿	0.90%

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

3. 重点事件关注

3.1 地方政府债券可能开闸，2000 亿强化美好预期

针对土地出让收入下降和财政扩张需求增加所导致的地方政府财政紧张问题，地方政府债券发行可能开闸，其方式可能是“中央政府代地方政府发行”。

1998 年亚洲金融危机期间，我国曾通过发行长期建设国债并转贷给地方的方式，增加地方政府财力，但其后转贷资金的偿还情况并不理想，一些财力薄弱的省份无力归还，最终由中央财政兜底。

总体上看，我们认为在目前情况下，虽然预期 2000 亿左右的地方债券发行规模绝对量不大，但其可以事实上缓解地方政府财力紧张局面，而且从长期看，其对政府的财政持续刺激经济能力构成利好，也将对整个宏观经济和企业业绩的企稳复苏产生新的推动作用。

3.2 并购贷款快速启动，或给相关板块和个股带来机会

2008 年 12 月 9 日银监会出台《商业银行并购贷款风险管理指引》并打开并购贷款闸门以来，五家银行已就并购贷款开出了约 190 亿元的信贷额度，同时还达成了两笔战略合作协议。国内银行在并购贷款领域的启动速度之快超过市场预期。

从具体事件看，12 月 25 日，工行上海分行联合上海银行同上海联交所签订了 100 亿规模的并购贷款协议；2009 年 1 月 20 日，国家开发银行与中国中信集团公司、中信国安集团公司签署了中信集团战略投资白银集团项目并购贷款合同，发放并购贷款 16.3 亿元，实现了并购贷款资金第一次发放；此后，建设银行向中国建材提供 20 亿元并购贷款额度，华夏银行向中国节能投资公司提供 50 亿并购贷款额度；工行北京分行与北京首创股份有限公司以及北京产权交易所、浦东发展银行和北京产权交易所都签订了战略并购贷款合作协议。

总体上看，因为并购贷款适应了商业银行未来混业经营的需要，并且能让商业银行加强对大客户控制，降低不良贷款发生风险，因此未来发展空间广阔，相关板块和个股也值得关注。

4. 行业表现与估值

4.1 技术看盘

上证指数上周下跌 2.56%，成交量较前周略有缩小，从日线图来看，收于 5 周、10 周均线之下，领先指标 CCI 在超买处回调，方向不明，MACD 趋势向下；从周线图来看，收于 5 周、10 周、20 周均线之上，但仍受 250 周线压制，领先指标 CCI 位于超买处回调，MACD 指标交叉向上，整体来看，短期指数处于方向选择关口，下周一走势最值得关注，指数支撑位 2000 点，阻力位 2300。

图 31：上证指数日线图



资料来源：大智慧

图 32：上证指数周线图

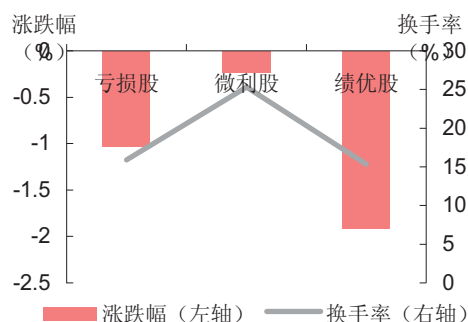


资料来源：大智慧

4.2 市场运行特征

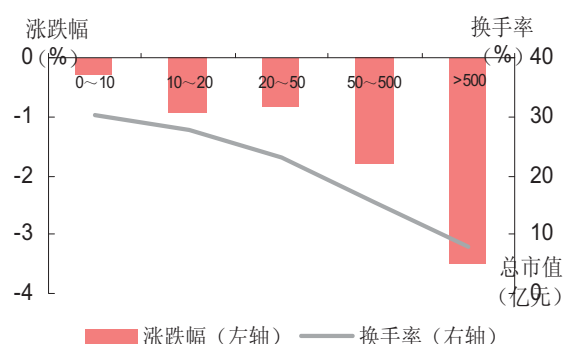
上周股市整体大幅下挫，大盘股与绩优股领跌，小盘股则表现出较强的抗跌性。目前市场情绪波动较大，热点轮换较快，预计近期小盘股仍将是活跃的焦点。

图 33: 上周不同盈利能力股票的涨跌幅和换手率



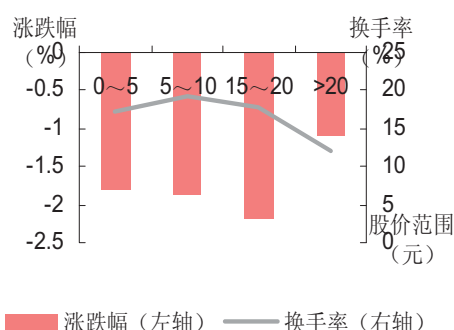
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 34: 上周不同总市值范围股票的涨跌幅和换手率



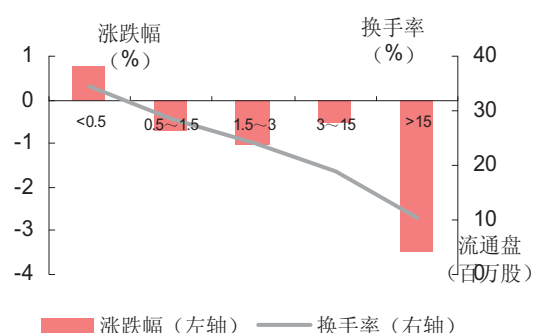
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 35: 上周不同股价范围股票的涨跌幅和换手率



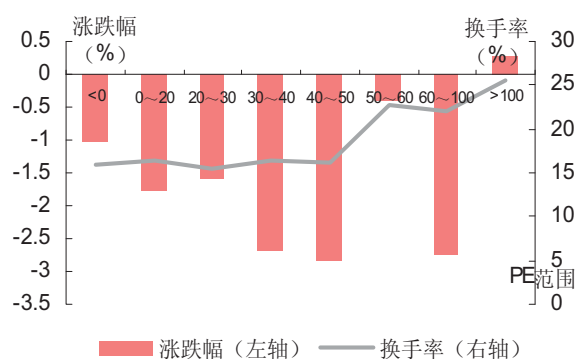
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 36: 上周不同流通盘范围股票的涨跌幅和换手率



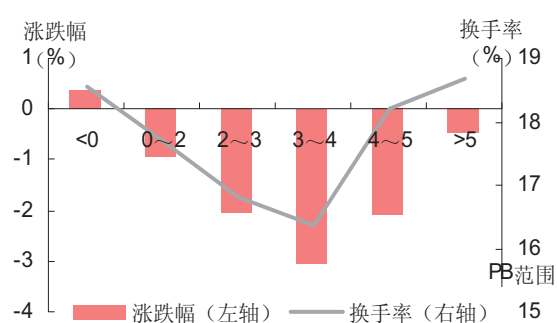
资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 37: 上周不同 PE 范围股票涨跌幅和换手率



资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

图 38: 上周不同 PB 范围股票涨跌幅和换手率

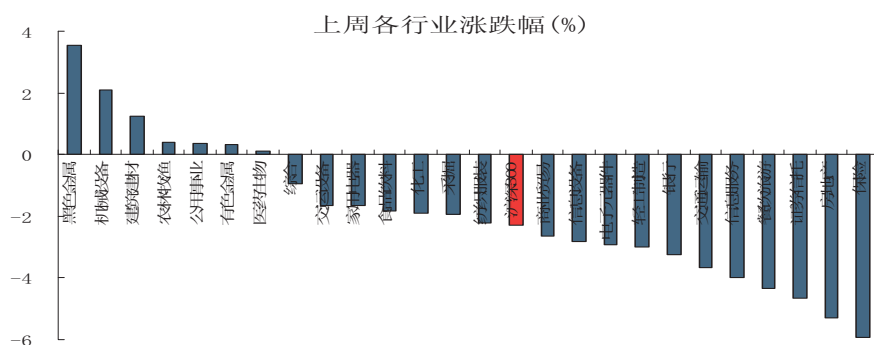


资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

4.3 市场估值

上周大部分板块累计下跌，但钢铁、机械和建筑建材涨幅居前，下跌较为明显的主要是保险、地产和券商等板块。

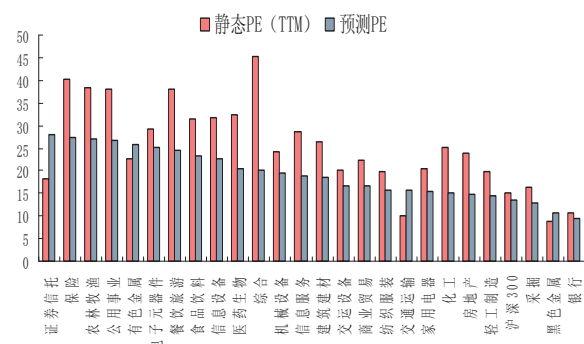
图 39: 上周 A 股各行业涨跌幅



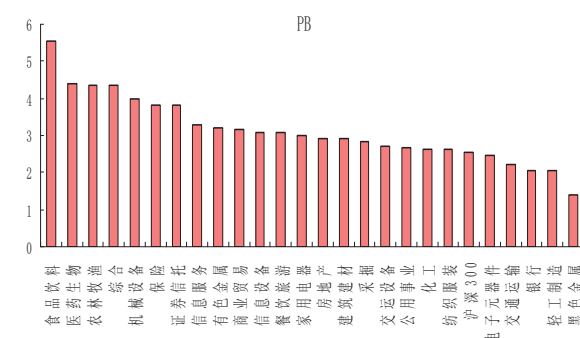
资料来源: wind, 中信证券研究部

到上周末为止，A 股沪深 300 的静态市盈率 (TTM) 为 15.18，09 年预测市盈率为 13.48，市净率为 2.53。

图 40: A 股市场各行业最新估值水平一览 (截止交易日 2009-2-13)

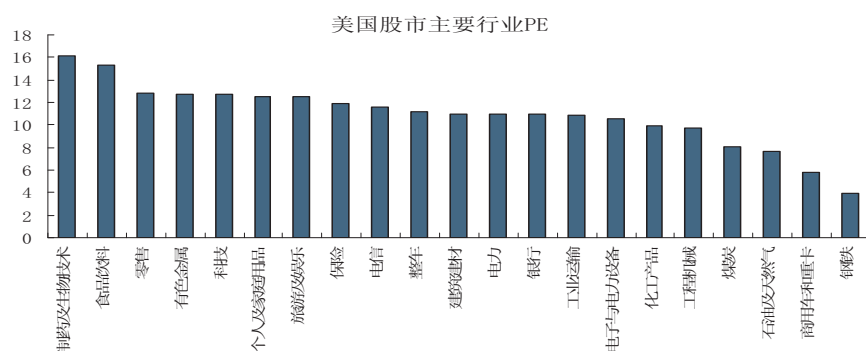


资料来源: wind, 中信证券研究部



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 41: 美国股市主要行业市盈率 (截止 2009-2-13)



资料来源: datastream, 中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			