

反弹基调暂难改 理性看待流动性

○上海证券研究所

一、宏观经济背景:回暖趋势有待确认

1、外国不确定性影响持续弱化
TARP是美国对金融市场的“止血”计划,即将获得通过的第二批TARP资金的救助重点将是那些潜在的“出血点”,即消费信贷、信用卡贷款以及市政债券市场等。第二批TARP计划的实施将有助于美国金融市场继续实现稳定,有助于“经济复兴计划”取得预期效果。我们认为短期内“经济复兴计划”对美国经济的刺激作用将是明显的,长期内仍然有效。美国经济的负增长会延续到第二季度,第三季度会由负转正。外围市场前期的单边悲观预期同样在改善,对A股市场的不确定影响将持续减弱。但奥巴马执政后,其保护性的贸易政策必将对中国的出口造成负面影响,这依然值得关注。

体看,产业扶持政策的利好效应仍有趋弱迹象。例如《汽车行业调整振兴规划》实质性措施较为有限,力度远逊于市场预期。对于自主品牌、汽车信贷等更多地还是原则性和引导性的用词,汽车在这样的政策环境下2009年汽车业的发展形势依然不容盲目乐观;《装备工业振兴规划》内容基本已经完成,过去一直被忽视的基础零部件第一次被纳入到支持发展领域中。但市场对该领域反映积极性有限,反而是行业内的电力设备板块出现反向走弱。

我们预计在“两会”之前,船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造和电子信息等行业的振兴计划将陆续出台。但由于产业扶持政策对相关行业估值的提升并非时点性事件,而是一个长期渐进的过程,因此我们认为2月份产业扶持政策对于市场结构性机会的催化效应将减弱。

二、市场内部因素:股市流动性反转仍需等待

1、股市政策预期上升
大盘从1664低点反弹至今,正面的推动力主要来自财政政策、货币政策以及产业政策等宏观经济层面的“利好”,但来自股市内部政策推动力非常有限。2月份我们依然无法预期股市政策在市场关注焦点上产生重大突破,但来自市场基础制度建设与多层次市场建设层面的政策或许将在适宜的时机给A股市场带来正面冲击。其中创业板推出预期的强化将产生两方面的影响:首先是强化IT类小盘成长股的估值溢价,其次是进一步深化创投概念的投资主题。同时由于新股发行制度改革已经正式列入2009年监管部门的工作日程,2月份我们建议关注该政策动向的最新进程。如能在询价制度、询价的有效性、新股分配机制、存量股份的发行以及审核制度等几个关键环节上取得突破,将对A股市场估值预期与供求预期两方面产生显著的正面影响。

2、理性看待股市流动性反转
(1)宏观流动性的释放路径还未畅通
虽然央行去年三季度以来实施的适度宽松货币政策已初现成效,但就流动性从银行→实体经济→股市的传导路径看,宏观流动性的释放路径还未畅通。因为我们一方面要考虑到信贷增量的可持续性,更需要注意到M1-M2还在创出-8.76%的新低,企业与居民的存款定期化趋势依旧,高能货币的流动性提升数据还未出现,热钱短期内大量进入股市的可能性不大,这从目前的成交量水平可以得到印证。

(2)投资资金的偏好尚未显著改变
历史经验表明,债券收益率随着价格的回落出现回升,往往预示着股市重新获得流动性注入。去年来自中债登记公司的托管数据表明,银行增持债券数量依然出现猛增势头,债券型基金依然热销。在通缩预期下,固定收益类资产的投资吸引力还没有明显减弱,投资资金的偏好全面转

向权益类资产时机未到。
(3)外部流动性出现下降
商务部数据显示,2008年12月份FDI较上年同期下降5.73%,已经连续三个月下降。外部流动性下降显示外资机构自身的资金需求在持续加大,风险偏好降低,近期发生在香港市场的外资大规模减持中资银行股也印证了这一点。因此,宏观流动性释放只是股市流动性反转的重要条件,在投资资金风险偏好未显著改变之前,应理性看待宏观流动性释放导致股市流动性反转的进程,大幅增加权益类资产配置时机还需等待。

我们认为1月份流动性改善预期、刺激经济政策以及企业盈利预期下调的A股波动三维因素,随着经济数据回暖,正在转化为2月份估值支撑与股市流动性预期两大主导力量。对2月份行情的基本判断我们遵循固守估值底线、理性看待股市流动性反转的基本思路。整体上上市公司盈利一致预期的下调以及年报、季报的悲观预期可能使市场不断承受负面冲击,2月份大盘震荡幅度将由于市场对经济触底预期波动而有所拓宽。但由于市场预期回升导致估值对正面因素的弹性加大,2月份大盘震荡暂无法改变反弹基调,上证指数2月份核心波动区间为1850-2150点。

三、市场趋势:震荡中延续反弹

股票代码	股票名称	推荐理由
000063	中兴通讯	国际业务快速增长,国内业务也将借移动网络扩容与升级实现稳步增长,与此同时规模效应逐步体现。
600123	兰花科创	2009年动态市盈率为7倍,目前股价已经基本反映了煤炭价格下跌风险,估值优势正在凸显。
000800	一汽轿车	公司收入和业绩随车型引入而快速增长的确定性较高。
002151	北斗星通	核心竞争力主要在于“资源优势”,并且在多个细分市场居于垄断地位。
600031	三一重工	机械设备行业龙头企业,随着基建投资加大,工程机械行业将直接受益。
002161	远望谷	铁路超高频射频识别技术(RFID)开发商,今年以来业绩保持超预期增长,能够分享铁路建设扩张。
600078	澄星股份	不受特别出口关税影响,享受食品磷酸出口溢价,未来磷矿资源增值空间较大,业务将持续增长。
000898	鞍钢股份	股价严重超跌,PB不足0.4,PE为4倍左右,大股东已经在二级市场增持。
600795	国电电力	公司电源结构合理,资产注入可期,电价调整给公司带来盈利契机。
600456	宝钛股份	鉴于国内飞机制造业和军工产业的光明前景以及公司新建产能的陆续投产,看好中长期发展。

M1增速回升有利于反弹行情演绎

○国元证券研究中心 副总经理 刘勤

2008年12月份的金融数据让投资者眼前一亮,M0、流通中现金创纪录达到3.42万亿元,比11月增加2600亿元,说明流动性充足,M0突然增加有春节因素,这是历史惯例。只不过去年12月M0增幅大,表明央行加大货币投放力度。央行数据显示,1-11月净投放现金1232亿元,同比少投放683亿元,而1-12月全年累计净投放现金3844亿元,同比多投放541亿元,就是说2008年12月这一个央行一下子投放2612亿元现金到市场中,这与M0增加2600亿元基本吻合。真是钱潮汹涌,这些现金投放到企业手里作为现金或活期存款使用,促使M1去年12月16.62万亿,比11月大增8400亿元,也创下历史记录。意味着企业提升数据还未出现,热钱短期内大量进入股市的可能性不大,这从目前的成交量水平可以得到印证。

缘由货币供应量增长不但是经济增长的先行指标,尤其M1还更多反映企业活期存款增加,通过M1变化可以得出企业盈利状况的变化,重要它是股票市场运行的先行指标,可以说M1几乎成为了股市“晴雨表”。回顾A股市场历史走势不难看出,M1与股市运行关

能够直接反映市场经济中现金和贷款增速,更好地显示货币流动性充裕程度。尽管M1增速由去年11月份6.80%回升至去年12月份的9.06%,比上月末上升2.26个百分点,说明老百姓存款活期化开始增加,有利于消费。M2从去年11月14.8%跃升到12月份17.82%,比上月末高3.02个百分点,是自2008年7月份M1、M2“剪刀差”的2.39个百分点单边扩大至2008年12月份的8.76个百分点,创下9年来最高点,反映企业存款定期化加剧以及居民储蓄持续上升,经济行为不够活跃。但是从去年12月份环比“剪刀差”缺口仅增大0.76个百分点,大大低于去年11月份环比“剪刀差”缺口的1.83个百分点,显示货币供应量增长大幅度反弹,意味着货币供应量拐点出现。从货币传导机制来看,央行货币政策工具发挥有效作用,从而有利于实体经济注入流动性和虚拟经济股票市场资金有效供给。

缘由货币供应量增长不但是经济增长的先行指标,尤其M1还更多反映企业活期存款增加,通过M1变化可以得出企业盈利状况的变化,重要它是股票市场运行的先行指标,可以说M1几乎成为了股市“晴雨表”。回顾A股市场历史走势不难看出,M1与股市运行关

联度相当高。例如1996年1月、1998年6月、2005年3月M1增速见底后回升,沪深两市大盘指数一般滞后2个月至7个月,然后会出现持续性反弹行情。当M1显著下行时,大盘指数也伴随一路下跌,如这次2008年7月份M1、M2“剪刀差”2.39个百分点单边扩大至2008年12月份的8.76个百分点,达到近9年来的最高点,M1去年11月份为6.8%,去年10月底均创下本轮下跌沪市综合指数1664点和深市成份指数5577点最低点。所以依据历史数据分析和经验判断,从1996年到现在,M1与股票市场涨跌相关系数一直在0.6至0.7,也就是说M1走势对股票市场预测有60%到70%的准确度。因此,去年12月份M1增速大幅度反弹9.06%有利于股市反弹行情的演绎,市场人气获得重聚,股市开始明显活跃。

因为M1是企业高流动性资金,这部分新增流动性资金走向预示看两市大盘指数正在处于构筑底部运行格局之中。不过M1与M2“剪刀差”仍然较大,反映市场释放的流动性还有相当部分滞留在银行体系而未能进入投资和消费领域,国家有必要进一步出台刺激经济政策,以促进商业银行增加信贷资金投入力度,为今后股市震荡走出脱离底部的上行行情创造必要条件。

■信息评述

2009年中央将代发2000亿元地方债

天相投顾: 新华社所属《瞭望》周刊在最新出版的一期中报道,2009年中央政府将代发2000亿元左右的地方政府债券,以增强地方安排配套资金和扩大政府投资的能力。早在今年1月1日,有报道称国务院将通过财政部代发代还地方政府债券方式,开闸地方政府债的发行。根据此次报道,我们认为中央代发地方政府债即将面世已无悬念,此举有利于缓解中央政府出台的4万亿元经济刺激计划要求地方财政投入的资金压力。

根据该报道,中央代发地方政府债的相关细节尚在讨论之中。我们认为正在讨论的细节主要包括如何确定中央代发地方政府债偿还来源以及债券定价依据等。根据债券偿还来源的不同,地方政府债可分为以地方财政信用即税收收入作为担保的一般责任债券和以项目收益来偿还的收益债券,我们坚持认为,考虑到2008年12月8日国务院发布的金融30条中“开展项目收益债券试点”的主张,我们预计此次即将推出的中央代发地方政府债极有可能是以收益债券形式面世;在债券定价依据上,可选择的方案主要是参照国债或准市政机构企业债收益率确定方式进行定价。由于地方政府通过特定政府机构(如市政建设公司)发行的名为企业债的收益债券市场发展已相对成熟,且中央代发地方政府债在信用等级上类似于准市政机构企业债,因此我们偏向主张此次中央代发地方政府债可参照由特定政府机构发行的企业债定价方式进行定价。

专户理财“一对多”开闸在即

海通证券: 证监会正在酝酿开闸的基金专户理财“一对多”业务有了新进展,从沪上几家基金公司获悉,相关《征求意见稿》在春节长假前夕已经下发到各基金公司手中,而多家基金公司已就此厉兵秣马,积极筹备。根据《征求意见稿》,在即将放开的“一对多”专户理财业务中,准入门槛由此前“一对一”的5000万元被大幅下调至个人50万元、公司100万元,这比多数阳光私募最低100万认购资金下限还要低。“一对多”业务每个账户可由多个自然人或公司共同“打包”而成。另外,单一账户的募集户数上限被限定为200人以内,同时要求基金公司不得通过媒体公开宣传具体的产品。

如果“一对多”业务获批,那么门槛的大幅降低无疑会扩大了参与客户群体,对目前基金管理公司的专户理财业务也起到了推动作用。“一对多”业务的推出势必会对私募基金和银行理财业务造成负面影响,投资者在选择专户理财产品的时候应该在符合个人风险收益特征情况下,优选基金经理、基金管理公司。

“家电下乡”2月全国推广的跟踪研究

申银万国: 投资评级与估值:政府大力推动的家电下乡补贴政策可以将远期发生的需求大幅提前,从估值角度来看,可以使近期的需求确定性溢价更高,因此成为修复家电行业估值的有力催化剂。“家电下乡”能够惠及行业内所有的相关家电上市公司,但是综合考虑行业增长趋势以及公司产品结构以及市场地位,我们最为看好白电类的格力电器、美的电器和青岛海尔,黑电类的海信电器,以及空调上游的配件龙头公司三花股份。

关键假设:农民收入增长幅度不低于十年前城镇居民收入增长幅度;城市化率十年之内提升幅度依然加速,城镇大部分家电需求基本稳定。
股价表现的催化力:2月20日前后公布空调等品类的中标结果;家电下乡效果超预期;房地产数据转好;短期内销售数据回暖。
核心假设风险:农民收入增长低于预期。

强势个股机构最新评级(2月4日)

个股名称	个股代码	评级机构	最新评级	08EPS预测	机构估值	最新收盘	目标空间
盐湖钾肥	000792	渤海证券	买入	1.91	54.00	45.38	19.00
久联发展	002037	中银国际	买入	0.34	13.20	10.57	24.88
沧州明珠	002108	天相投顾	增持	0.53	13.47	13.10	2.82
广百股份	002187	广发证券	增持	0.81	25.00	19.57	27.75
上海莱士	002252	东海证券	买入	0.81	31.72	26.68	18.89
九阳股份	002242	中投证券	增持	2.01	50.00	42.29	18.23
卧龙电气	600580	申银万国	增持	0.46	12.70	9.57	32.71
广电网络	600831	银河证券	增持	0.15	13.86	9.20	50.65
张江高科	600895	银河证券	增持	0.44	13.40	13.18	1.67
中国太保	601601	国金证券	增持	0.25	18.63	14.60	27.6

热门板块机构调研深度透析(2月4日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
造纸业	受产品价格上涨影响,造纸行业去库存化已初见成效,未来投资可遵循三条主线:其一,前期跌幅大,且盈利表现不错;其二,有安全边际的公司;其三,优质品种占比高的公司。	造纸行业去库存化已初见成效,未来投资可遵循三条主线:其一,前期跌幅大,且盈利表现不错;其二,有安全边际的公司;其三,优质品种占比高的公司。	申银万国 / 看好	银鸽投资 / 华泰股份
银行业	在市场需求复苏推大扩张时期,银行业是有活动下,银行基础的,考虑到行业2008年近期表现可能隐藏部分利润,股份银行不错,后市拨备覆盖率已达到150%仍有继续-200%,部分上市银行2009年净利润仍然有望同比正增长,同时行业整体估值较低。	在市场需求复苏推大扩张时期,银行业是有活动下,银行基础的,考虑到行业2008年近期表现可能隐藏部分利润,股份银行不错,后市拨备覆盖率已达到150%仍有继续-200%,部分上市银行2009年净利润仍然有望同比正增长,同时行业整体估值较低。	联合证券 / 增持	深发展A / 华夏银行
房地产业	由于开发商的预期在趋于悲观,未来降价动力将会增强,这也导致成交量回升的时间有上佳表现。建议关注项目储备集中在深圳、北京等一线城市、2009年有降价意愿的公司。	由于开发商的预期在趋于悲观,未来降价动力将会增强,这也导致成交量回升的时间有上佳表现。建议关注项目储备集中在深圳、北京等一线城市、2009年有降价意愿的公司。	国泰君安 / 中性	华侨城A / 宣华地产

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。

全球需要第五次产业革命以带动经济增长

○申银万国证券研究所

尽管至今仍然存在多种对经济周期的解释和划分,但毫无疑问,创新是推动经济长波增长的主要动力已被众多经济学家达成共识。

一、四次产业革命带来四波长周期

1939年,美籍奥地利人约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特综合前人观点,以“创新理论”为基础首次提出在资本主义历史发展过程中同时存在着长、中、短“三种周期”理论。长周期即为“康德拉季耶夫”周期,中周期即为“朱格拉周期”,短周期即为“基钦周期”。熊彼特还宣称,上述几种周期并存而且相互交织的情况,正好进一步证明了他的“创新理论”的正确性。在他看来,一个“长波”大约包括有六个“中程周期”,而一个中程周期大约包含有三个“短波”。熊彼特沿袭了康德拉季耶夫的观点,把近百年来资本主义经济发展过程进一步分为三个“长波”,而且用“创新理论”作为基础,以各个时期

的主要技术发明和它们的应用,以及生产技术的突出发展作为各个“长波”的标志。

熊彼特在1934年的《经济发展理论》中对三次长周期的划分为:第一波长周期从18世纪80年代到19世纪50年代,是所谓第一次“产业革命时期”,这个周期的基本特征是手工制造或工场制造的蒸汽机逐步推广到所有工业部门和工业国家;第二波长周期从19世纪50年代末年到19世纪末,是所谓的“蒸汽和钢铁时代”或“铁路时代”,即第二次产业革命,其特征是机器制造的蒸汽机成为主要的动力机,并得到普及;第三波长周期从1898年开始(当时这个“长波”尚未最后结束),是所谓“电气、化学和汽车时代”,即第三次产业革命,其特征是电动机和内燃机在工业部门中的普遍应用;后来,人们把以电子计算机的发明和应用作为第四波长周期的标志。因此,迄今为止,伴随着四次科技和产业革命也产生了四波康德拉季耶夫周期(K周期,45-60年)。

二、全球需要第五次产业革命

随着19世纪末20世纪初完成了由英国向美国的产业转移,美国经济完全超过了英国,成为世界经济和经济周期的主导国。无论从中周期还是长周期角度,美国目前正处于经济周期的衰退阶段,迫切需要一场新的技术革命重新将美国带入新一轮经济增长中。从长周期角度,美国的经济衰退阶段预计将于2020年左右结束,也就是说,在未来10年,美国是否酝酿出一场轰轰烈烈的第五次产业革命是决定未来全球能否获得新的经济增长引擎的关键。而这未来的10年,对于第五次产业革命的酝酿也将带来美国新一轮的朱格拉周期(中周期)。

三、新能源战略给经济带来增长希望

究竟什么样的技术革命可以成为全球的第五次产业革命?回顾过去的四次产业革命,似乎至少可以总结出三个显著特征:

第一,每次产业革命必须是符合人类进步的需要,从而满足人类

消费需要。前四次产业革命都是出于人类要提高生产效率、扩大生产和生活半径的需要,人类因此愿意去投资和消费。

第二,每次产业革命必须是深刻改变人类生产和生活方式。第一次产业革命将人类从手工制造时代带入机器生产时代,从第二次到第四次产业革命,通过火车、铁路、汽车、公路和计算机互联网实现了对地域限制的突破,甚至形成了全球的无形网络,深刻改变了人类的经济交往和生活方式。

第三,每次产业革命必须能够形成相当长的产业链,满足人类的就业需求。汽车产业从现在的眼光看属于传统产业,但作为第三次产业革命的产物,汽车产业形成了至今为止最长的产业链,极大地解决了就业问题。因此,美国在这轮危机中还是毫不犹豫地去挽救这个产业以求立竿见影地缓解就业矛盾。计算机技术的广泛应用也是分散形成了很多很长的产业链,只是没有像汽车产业显得那样集中而已。

与过去不同的是,当人们意识到科技革命可以成为经济增长引擎时,人们就会在经济衰退阶段主动去寻找新的技术革命。奥巴马的上台,向世人抛出了他的新能源战略,为人们勾勒出新一轮产业革命的构想。从产业革命必须具备的三个特征来看,新能源战略给人们带来希望。第一,新能源符合人类减少对地球资源过度消耗和环保的需求,只要全球对此达成共识,人类就愿意投资和消费新能源,即使在初期要承担比使用传统能源更高的成本。第二,新能源可以改变人类生产和生活方式,通过节能就可以大大提高生产效率。第三,新能源可以分散形成很大的产业链,由于人类生产和生活已经离不开能源,因此新能源将不仅仅局限于新型能源生产过程,还将渗透到很多传统产业中,如汽车和建筑业等,形成新的新能源技术产业,从而创造更多的就业。当美国这项技术研制成熟后,就会掀起新一轮的全球扩张,从而带动新一轮全球经济增长。