在业绩和政策之间寻找阶段性机会

⊙东北证券金融与产业研究所

一、海外经济形势仍处于继续恶化之中

全球金融危机仍在继续演化之中，受此冲击影响，各国实体经济依然处于持续恶化中。中国经济短期内难以扭转下行态势，随着外需继续大幅下滑，中国经济增长继去年第四季度创下九年新低，今年一季度很可能再创新低。

1、出口仍将进一步下滑

1月份出口商品总额大幅下滑17.5%，进口商品总额大幅下滑高达43.1%。我国外贸型企业大多数是加工型企业，这些企业从接到订单开始生产，再到最后的销售环节，往往要经过几个月的时间。其中出口订单数量直接影响企业生产加工所需的原材料进口，最终影响到出口。根据这一特点，我们认为我国的出口数据变化往往滞后于进口数据变化，那么，受1月份较差的进口表现以及全球经济衰退的影响，我国2月份的出口数据将进一步的恶化。

2、发电量继续下降

1月份我国发电量2476.4亿千瓦时，比去年1月份同比下降12.54%，连续四个月出现负增长，且比去年12月份环比下降9.61%。发电量连续下降表明当前工业企业的收缩仍在持续。

3、库存削减不利于企业改善亏损局面

外需大幅下滑使得企业加紧处理库存，这将引发价格和生产快速下降，企业利润快速下滑的局面。央行调查数据显示，原材料库存调整更剧烈，去年9-11月份，被调查的5000户企业原材料存货余额减少了255亿元，占同期存货减少总额的55%。另外，今年1月份我国PMI指数为45.3%，继续较去年12月份有所回升，其中原材料库存指数为43.9%，较去年12月继续有所回升；而产成品库存指数为43.5%，继续较去年12月有所下降，这表明企业仍处于继续削减产品库存过程中。

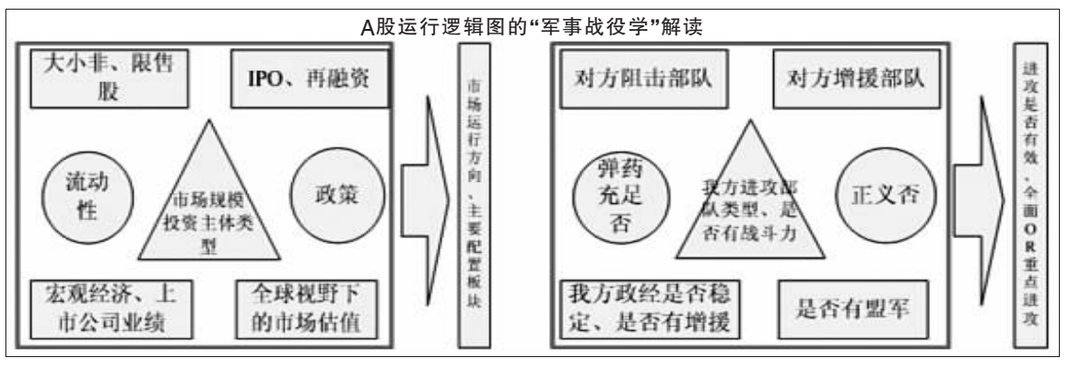
4、一季度信贷规模有望完成全年总规模的40%以上

1月份金融机构整体新增人民币贷款1.62万亿元，创出了历史新高。不过票据融资占到了很大一部分，1月份已经基本达到了去年全年的水平。这其中有为了回避风险银行主动选择票据融资因素，也有由于票据贴现利率低于三个月定期存款利率给企业带来套利机会导致票据融资虚增部分。这部分套利的票据贴现的增加对应了大量的企业定期存款的增加，从而严重压缩了企业活期存款占比，使得在货币供应量中M1增速严重滞后与M0和M2增速。而随着票据融资利率逐步回升，上述套利机会也在逐步消失，因此，票据融资规模的快速增加是不可持续的，一季度信贷新增规模将会达到今年全年总规模的40%-45%。

二、后市行情演绎逻辑分析

本轮行情起于4万亿、助推于"十大产业规划"和流动性，本轮行情演绎逻辑我们定义为流动性加政策的行情。根据2月下旬的下跌行情表明，基于流动性+政策逻辑下的反弹行情已经结束，未来行情演绎需要寻找新的逻辑因素。基于对各种因素的考量(见附图)，我们认为3月行情逻辑极有可能以"业绩+政策"作为驱动因素来演绎。

A股运行逻辑图的"军事战役学"解读



1、大小非在2000点附近及以下并非主因

2008年10月-2009年1月大小非减持比例均小于累计减持比例，表明这些月份大小非的减持动机要远小于历史平均水平，而同期上证指数均在2000点下方。相反，2008年9月(当月收盘为2293点)大小非减持比例为42.66%，远大于累计减持比例24.48%，表明指数在2300点上方大小非减持压力。可以推论，大小非在2000点左右或下方不应该是行情的主要驱动因素，而一旦市场在2000点上方，尤其是2300点以上位置，则大小非将再度作为主要驱动因素。在基本面没有根本性改善背景下，大小非减持将会逐渐对冲流动性利好。

2、流动性的"伪命题"特性使其在弱市中影响力的持续性不强

股市流动性市场常解读为流入股市的资金量、学术上则常解读为市场质量(常用换手率、价差等表示)。显然，从监管当局无法证实"信贷资金是否流入股市"可知，股市中通常意义上的流动性是无法衡量的。对于一个无法衡量的指标，逻辑上可以视为"伪命题"。但是有一个替代性的指标，即用换手率、成交量来描述股市的流动性、资金量的充裕度。目前沪市成交量指标已经超过200亿股，与"5·30"之前的市场流动性相一致。这也表明，市场在2300点以上、在没有基本面支撑背景下已经成了强弩之末。另外流通市值在2300点上方达到了6.25万亿，超过了"5·30"前夜的6.1万亿。成交量和流通市值指标的巧合，表明了在2300点上方市场具有较强的压力。另外，我们认为3月份流动性因素不再是市场主要驱动因素的原因在于我们对信贷数据的分析，即信贷数据的前高后低特征预示着后期信贷数据将递减，对应于股市的直接作用将会趋向于弱化。

3、全球股市中A股估值独高

我们对美国经济的未来发展相对悲观，这主要基于本轮金融危机的破坏力而言。目前市场对金融危机的担忧也可以从黄金和美元近期的强劲表现中得到印证，黄金和美元强势表明全球资金避险情绪高涨，这也暗示市场对于股票投资将索取更高的风险溢价，这将拉低市场的估值水平。相比较全球各主要市场的估值水平，A股2.3倍的PB、16倍PE，在横向比较中不再具有安全边际。因此，1664点以来的行情，尤其是春节后流动性推动下的行情极具"偷袭性"，但是注定持续性不强。未来股市将在估值因素下显现重压。而且目前A-H股溢价指数在50%-60%左右，根据历史均值分析，A-H股溢价指数并不具有再次向上的支撑，原因在于没有泡沫背景下市场估值将倾向于一致。

4、业绩下行将困扰后市行情

从不同预警类型对应的样本数来看，可知业绩略减>略增、首亏>扭亏、续亏>续盈、预减>预增，即总体而言预警中亏损或预减公司要大于盈利或预增的。又根据已经发布业绩快报的300只公司的净利润为781亿，同比增长只有3%。同时考虑到上市公司业绩快报多随公布日期的不同呈现"前高后低"特征，因此，随着3、4月年报、4月季报的陆续披露，随着流动性概念的淡化，投资者对于业绩的关注度将再次提升。业绩下行将成为困扰3-4月份行情的重要因素。

5、政策将成为或有行情演绎的主要推手

如果要从影响股市的因素中寻找利好，那么政策将是确定性的偏好。对于政策的解读可以从两方面来看，一方面是实实在在的各项刺激政策，比如4万亿，另一方面是时不时出现的一些局部性的利好数据，比如前期的信贷数据，以及未来可能对发电量数据的利好解读(总理在与网民交流时指出，从今年2月中旬开始，发电和用电量都恢复了正增长)。这些不断出现的利好，在市场急速大幅下跌后一般都会成为短期行情的"发酵剂"，但持续性一般不佳。因此，投资者在面对政策利好时需要注意的是，政策预期在金融危机面前存在边际效用递减的可能。

三、走势判断及投资策略和组合推荐

在上市公司业绩估值利空和政策预期利好的双重作用下，大盘更多的将演绎震荡行情。基于流通市值、流动性等考量，2300点将是3月份市场比较乐观的高点；基于对本轮行情演绎逻辑的判断，尤其2月份受流动性冲击导致的类似"偷袭"的抢钱行情的判断，股市在回归力作用下，1800点左右是一个中性的低点位置。

对应宏观经济下行、物价下行的判断，仓位控制上我们持谨慎态度。积极配置策略下股票仓位可在25%-45%，考虑到大小非减持倾向因素，可在控制总仓位前提下2000点下方适当增加仓位。建议在防御性配置指导下，关注医药生物、大农业(含部分食品饮料)、公用事业的同时，重点关注受4万亿概念刺激下的业绩确定性板块(业绩+政策)：铁路设备、水泥建材、机械设备、3G设备、电网投资等，以及金融股、钢铁、有色等的交易性机会。

防御性组合：开创国际、高金食品、东北制药、达安基因、文山电力；

业绩+政策组合：中国铁建、龙溪股份、海螺水泥、安徽合力、柳工、亨通光电、中天科技、华仪电气；

交易性机会组合：民生银行、包钢股份、锡业股份、江西铜业。

流动性"躁动"后的理性回归

⊙上海证券研究所

一、政策预期减弱：我们预计"两会"不会出台短期的、针对性很强的具体政策，而会更多地涉及农业、民生和结构调整等长期政策框架。3月10-12日是国家统计局公布数据的窗口期，将恢复公布投资、消费和工业数据，届时市场关注热点将由"两会"转向宏观经济数据。在已经出台的十大产业调整振兴规划中，更多地涉及供给方面的调整振兴，而对当前需求层面涉及较少，因此，十大规划短期内效果较难显现，市场的关注焦点将从政策预期回归到现实的基本面。

二、生产恢复尚需时日、价格继续下行：虽然原材料库存从低位连续两个月反弹，但上升趋势并未确立(三个月移动平均)，因此，综合考虑我们认为生产复苏还需要时间，预计2月份CPI同比增长-2.49%，PPI同比增长-4.6%，我国将进入较长时间的通货紧缩期，在此期间企业盈利状况下滑趋势依旧。

三、资金面：面临限售股流通的阶段性高潮：在需求方面，虽然我们判断流动性充裕局面仍将维持，但是1月份信贷"冲锋"对市场流动性充裕预期的心理冲击已经基本释放，并且央行在公开市场的流动性回收还在持续。更为重要的是3月份市场资金面供给端存在负面变化，市场面临限售股流通的阶段性高潮。

四、市场将以震荡调整为主：我们认为经过了2月份偏离估值修复的流动性"躁动"后，市场已经形成局部的估值修正泡沫，因此市场需要一个回归理性的调整整理阶段，3月份A股市场运行基调将以震荡调整为主。

五、投资策略：我们认为缺乏基本面支持的题材性个股和周期性行业将受到明显的回调压力，建议加大受益于投资拉动与内需扩张的行业配置与调整持仓结构来实施防御策略，寻求需求复苏将成为3月份行业配置的主要思路。我们将基建、信息设备以及受益于内需扩张的生物医药、食品饮料行业调为超配。由于去库存化后需求回落的担忧，将有色金属与钢铁行业调为低配。

六、重点推荐股票组合：仁和药业、贵州茅台、江西水泥、诺普信、三一重工、远望谷、澄星股份、鞍钢股份、国电电力、中国重汽。

(执笔：屠骏、李剑峰、俞佐杰)

宽幅震荡 反弹基础仍然存在

⊙中原证券研究所

一、流动性仍然充裕：在整个货币与财政政策转变为扩张方向之后，银行主动信贷变得活跃，有望在2009年全年均维持强劲势头。而国内实体经济对流动性的需求主要体现在经济的名义增长率上。由于经济正处于向下周期中，名义GDP增速仍然会惯性下滑。从供给与需求来看，2009年市场流动性无疑较为宽裕。

二、去库存化步伐再次放缓：伴随全球贸易活动的低迷，主要经济体的需求没有大的变化，因此，中国过去几年积累下来的库存和产能已经无法通过出口消耗。继前期经济休克性恢复之后，国内去库存化步伐再次放缓。

三、新一轮去库存化取决于投资的加速：在外需不振情况下，新一轮的去库存化则取决于固定资产投资的加速。由于信贷增速一般领先固定资产投资3个月左右，前期高增长的信贷将促使第二季度开始的固定资产投资增速加快。届时将大大缓解目前困扰企业的去库存化问题。

四、估值已经大为修正：本轮市场估值的修复更多是来自政策刺激下的流动性推动，在流动性充裕前提下市场走势相对于外围市场更为独立，市场估值已大为修正。前期A股估值包含了相当乐观的预期，短期震荡调整不可避免。

五、市场运行趋势判断：上证综指运行上限区间为2200-2300点，下限区间为1800-2000点，市场可能呈现宽幅震荡走势。在经过短期阶段性调整之后市场出现反弹的基础仍然存在，投资者须密切关注银行信贷、进出口、新增订单及固定资产投资等经济金融数据，寻找市场反弹的信号，为下一阶段的投资做准备。

六、投资机会主要体现在三个方面：两会关注的热点：农业、医药、家电、创投以及节能减排等；受益于固定资产投资加快与出口订单恢复的公司；年报业绩大幅增长或有超预期的公司。

(执笔：李俊)

经济复苏能持久 A股已是反转行情

⊙亚洲财富论坛理事 董先安

去年10月份以来的上涨行情是超跌反弹还是趋势反转？先前和我一同看多的投资者很多其实相信是反弹行情。我们有重大分歧，因为我相信A股已是反转行情。

流动性或政策驱动的思路的确只支撑反弹行情，但震荡牛市的基石是可以预期的经济基本面的及时反转。

一、流动性驱动

A股先前大幅上涨的原因一般强调是流动性大幅扩张造成的：央行放松货币政策以来真实利率掉头，5次下调存贷款基准利率，4次下调存款准备金率，明确取消对金融机构信贷规划硬约束，令企业与商业银行融资成本一同下降，大幅缓解了流动性冻结状况。隔夜拆借利率为0.82%，3个月Shibor为1.34%，票据贴现市场利率接近1.5%，激活了融资市场。

确定的判断是，2009年流动性宽松。但新增信贷以后各月维持不了先前增幅，单凭流动性增量不支持A股持续上涨。这成了持流动性驱动反弹论的投资人对后市看淡的理由。

二、政策刺激

也有人认为是政策市。国家经济政策自去年7月开始调整以来力度越来越大，A股市场上，政策实际上改变了两件事：相关政策作为短期炒作题材，加剧市场震荡；可预期的政策效果，改变企业盈利预期。

确定的判断是，2009年政策宽松。但政策有内生性，政策炒作很快将尘埃落定，单凭新增刺激政策不支持A股持续上涨。这成了持政策刺激反弹论的投资人对后市看淡的理由。

三、经济复苏能持久

震荡牛市的逻辑是将官方的政策调整和流动性视为表象，背后是经济基本面和企业的动态。对长中短期要区别开来，短期政策调整和流动性波动很大程度上是内生的，它们对A股市场的冲击是震荡的主因，也是逢低吸纳的机会。

金融危机大爆发以来主要经济体增速无一例外深度下滑，不过中国的震动幅度其实更小。用产出缺口来衡量，2008年四季度美国为-2.6%，欧元16国为-3.2%，日本为-6.1%，我国为-2.8%，产出缺口的绝对值依次为日欧中美；用产出缺口相对增长趋势比率来简单衡量，2008年四季度美国为-1.08，欧元16国为-1.58，日本为-4.08，我国为-0.29，产出缺口的相对值依次为日欧美中。

冲击造成的经济波动惨烈程度依次为日欧美中，其中我国经济波动相对幅度较小，最重要的幸运之处在于支持中国经济长期增长趋势的主要因素并没有改变。外需巨变时保增长关键在内需，尤其是更具周期性的投资。在地产调整收尾前，关键看投资刺激方案进度。

且塞翁失马，焉知非福？在出口大幅下滑的同时，进口价格猛烈下降，价格贸易条件迅速上升，这块福利转移不亚于出口退税规模。

2008年11月工业生产猛降，与企业恐慌性削减存货有关。存货波动具有显著的顺周期特征。在经济过热阶段，社会需求拉动原材料和产成品价格上涨，企业存货因此增加；经济经历滞胀进入衰退阶段时，存货水平减少，在周期转换期可能出现恐慌性的存货清理。企业存货调整放大了经济和价格波动，令产出波动大于总需求波动。

在一轮经济周期中，由于内外需下滑之后往往发生恐慌性削减存货，原材料存货调整快于产成品库存调整，价格和生产大幅度下降，企业利润下滑并出现大面积遣散工人的状况，这个阶段企业新增投资冻结。随着存货逐步恢复合理，企业各种投资项目开工备货，生产资料价格将逐渐稳定，工业生产和投资也将回升，企业利润恢复增长。1月份发电量剔除季节因素大幅回升，工业增加值继续回升。

去年12月与今年1月数据显示存货和制造业PMI有所恢复(剔除季节因素影响)，如果2月份继续回升，极有可能带动企业生产和投资逐步回升。

后期市场焦点将逐步回归基本面，震荡因素减少。3月份数据公布前后，市场乐观共识将增强。建议投资者逢低吸纳素质优秀的企业，包括金融地产龙头。

■信息评述

东欧危机再次凸显新兴市场风险

国金证券：

对外债过高的依赖是导致近期东欧出现金融动荡的重要原因，许多国家的短期外债占外汇储备的比重都在100%左右甚至更高。由于之前过快的改革开放导致外资银行几乎垄断了这些国家的银行业，一旦出口出现明显下滑，外资对其经济成长信心减弱，则资金会快速撤离，从而导致其汇率贬值，金融动荡。虽然中东欧国家面临着无法偿还债务的风险，但是引发新一轮金融危机的可能性较小。东欧债务主要集中在西欧国家，两者利益休戚相关，西欧国家和欧盟加大对中东欧国家的救助是必然的。同时我们看到IMF、世界银行等国际机构也开始施以援手。

东欧危机使我们看到了新兴市场国家在全球经济调整过程中的脆弱性，新兴市场国家面临着需求冲击和金融冲击(资本外流、汇率贬值)，东欧国家就是遭受两种冲击的典型代表。实际上这种情况在许多新兴市场国家如阿根廷、智利、韩国、南非也同时存在着。东欧金融危机将导致资金进一步从新兴市场国家流出，回流到发达经济体，这在一定程度上会加深新兴市场的调整幅度延长其调整周期，但资金回流有利于发达经济体企稳。我们判断世界经济的触底将遵循美国——欧盟、日本——新兴市场的顺序，调整底部出现在2010年的可能性较大。

2月份汽车销售良好3月仍有担忧

莫尼塔：

我们在3月2日-3日进行了本月莫尼塔汽车企业经营活动的调研，绝大部分受访车厂称2月份销量好于他们之前的预期，而虽然从绝对销量来看3月份的销量会高于2月份，但对市场能否继续保持转好走势的担心进一步增加，3月份市场走势的预期指数为-14%，车厂对后市需求看法仍存在分歧，缺乏清晰的倾向性。

虽然在上次调研中受访人士对2月份销售走势存在担心，但从结果来看，2月份最终销量继续明显好于之前各厂商的预期，厂商担心的1月份销量转好在2月份结束现象并没有出现。综合前两个月销量来看，大部分厂商反映和去年同期相比持平或是正增长，对今年全年市场销量增速的预期也提高到10%以上。

大部分受访人士反映1月份存在的库存偏低情况在2月份并没有完全解决，由于配件供应短期不能完全跟上，目前库存情况仍然偏低，经销商提不到车的现象仍然存在。库存恢复正常水平的过程将继续有助于车厂3月份的生产销售，有受访人士称清明前(即3月下旬)会出现一个购车小高峰。

对于3月份会否出现厂家大规模降价的问题，大部分受访人士都认为可能性较小。认为厂家在不确定降价效果情况下不会轻举妄动，宁可保证销量以维持利润。

经济仍存不确定性乐观因素趋弱

国都证券：

金融危机对实体经济的冲击逐步显现，发达经济体的经济形势趋于恶化。考虑到发达国家预期增长率普遍下调，而且贸易保护主义正在各国蔓延，外部需求不容乐观。我们认为，投资者对经济转暖的判断仍应持审慎态度。从货币供应来看，资金定期化趋势较为明显，可见企业对经济前景的悲观预期仍未完全扭转，刺激内需依然任重道远。此外，外部需求的冲击仍未充分体现，面对暂时转暖的经济指标，不宜急于下乐观结论。

当然，央行整体上维持适度宽松货币政策以支持扩大内需的方针并不会改变。同时考虑到近期IPO仍难以启动、基金迎来发行高潮，我们认为短期内流动性依然有利于市场稳定。不过从后续政策、市场估值等因素来看，市场环境明显不如此前：由于经济政策调整向纵深推进，短期内值得期待的重大利好十分有限；中小市值股票估值偏高，A-H股溢价率也显著上升，而A股估值与海外市场的差距明显拉大。

强势个股机构最新评级(3月4日)

个股简称	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
中国中铁	601390	东方证券	买入	0.02	15.00	5.58	168.82
武汉中百	000759	银河证券	买入	0.31	11.20	8.48	32.08
云南白药	000538	申银万国	买入	0.86	44.20	37.87	16.72
中国平安	601318	国信证券	买入	0.05	41.47	33.17	25.02
新世界	600628	安信证券	增持	0.33	11.00	8.16	34.80
万科A	000002	东海证券	增持	0.48	9.13	7.90	15.57
青海明胶	000606	平安证券	增持	0.11	5.24	4.59	14.16
远光软件	002063	东方证券	买入	0.66	20.00	16.93	18.13
西山煤电	000983	广发证券	买入	1.34	20.00	13.65	46.52
广州友谊	000987	东海证券	增持	0.62	14.28	11.25	26.93

热门板块机构调研深度透析(3月4日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
房地产业	虑到前期调整后估值处于低位，在昨日市场上行格局下行业表现强劲。	因房价调整率先到位，深圳和广州的房地产市场出现回暖迹象。国泰君安孙建平认为，就目前情况来看，广深区域楼市进入"L"型底部基本可以确定，房价下跌空间有限，成交量有望出现波段式反弹。	申银万国/看好	招商地产 深振业A
煤炭业	在集团整体上市预期下，煤炭行业未来有望呈现稳步走高态势。	今年煤炭行业总体处于景气底部调整，分煤种来看，动力煤供应过剩，焦煤、喷吹煤、无烟煤供给宽松。动力煤预计全年价格难有大起色，焦煤和喷吹煤价格取决于钢铁行业，无烟煤波动可能较小。	中投证券/看好	西山煤电 露天煤业
保险业	虽然经营困境依旧，但行业景气持续趋好，未来将继续呈现上行态势。	2009年可以超配保险行业，虽然当前市场担心低利率水平会对行业造成负面冲击，但是从实际情况看，这种担心明显是过度的，特别是对于寿险子行业而言，更是如此。	联合证券/增持	中国平安 中国太保

数据由"证券通(http://www.cnsec.com)"提供。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系