

预期落空，弱势市场的下跌中继

报告要点

■ 一周市场回顾

本周低估值的房地产、采掘成为资金主要集聚地，而医药板块连续几周均实现较大资金净流出，和电子元器件一并成为近期主力主要抛售的目标。申万大盘指数下跌 1.85%，小盘指数下跌 0.79%，本周小盘股表现稍好于大盘，但我们依然维持前期观点：在市场调整的第二阶段，小盘股面临估值回归的趋势仍将延续。

■ 上周重要政策及信息回顾

6 月份工业增加值单月同比增长 13.7%，低于先前 15.7% 的预期，最近两个月出现了连续的大幅下降，这实际上已经确认了生产扩张放缓的宏观背景，这在先前公布的制造业 PMI 指数的大幅下降中也已经有所体现。从后续来看，由于低基数将进一步消失，因此在工业生产增速已然放缓的背景下，增速还存在进一步放缓的可能。

三部委否认房地产调控政策将松动，此消息尽管对房地产板块有利空效应，但只是原有政策的坚持，并非增加新的利空政策，负面影响有限。

■ 一周策略观点：预期落空，弱势市场的下跌中继

对于 A 股而言，政策预期的落空是反弹结束的主要原因。管理层对于复苏进程曲折性的关注曾引发了市场对于调控政策松动的预期，但公开市场净投放的大幅回落、IPO 的继续进行以及三部委对于地产调控松绑的否认都让这种预期落空。事实上，我们认为在当前这个阶段，虽然工业增加值、PMI 等指标均指示向下，但管理层在政策上的转变还为时尚早。工业增加值和 M1 同比的加速下滑将会强化小周期的衰退预期，上市公司业绩的下滑预期将是制约市场表现主要因素。政策面所引致的系统性风险将让位于实体恶化所带来的预期修正性系统风险。

■ 配置建议：

目前的阶段仍然以低估值的防御为主，尽管这也只是一种权益之计。具体而言，从安全边际上讲，我们仍然看好银行为代表的金融股；从库存周期的角度看，我们则相对看好去库存相对领先的钢铁、交运设备。

相关研究

《回归本源：转型期的周期衰退与增长路径》，邓二勇、李冒余，2010 年 7 月 12 日
《工业下降加速，小周期衰退提前确认——2010 年 7 月宏观经济模型更新及配置》，邓二勇、李冒余，2010 年 7 月 15 日

分析师：

李冒余

(8621)68751691

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

正文目录

预期落空，弱势市场的下跌中继.....	1
一周市场回顾	4
资金流向与板块涨跌幅.....	4
两市涨跌幅居前个股情况	5
上周重要政策及信息回顾	6
CPI 同比 2.9%，通胀总体可控	6
工业增加值同比 13.7%。远低于预期.....	6
三部委否认楼市调控政策将松动	7
一周策略观点	7
预期落空，弱势市场的下跌中继	7

图表目录

图 1: 上周各行业资金净流入状况..... 4

图 2: 上周行业涨跌幅..... 4

图 3: 上周主题概念板块资金净流入净流出前十情况..... 5

表 1: 上周两市涨幅前五个股点评..... 5

表 2: 上周两市跌幅前五个股点评..... 5

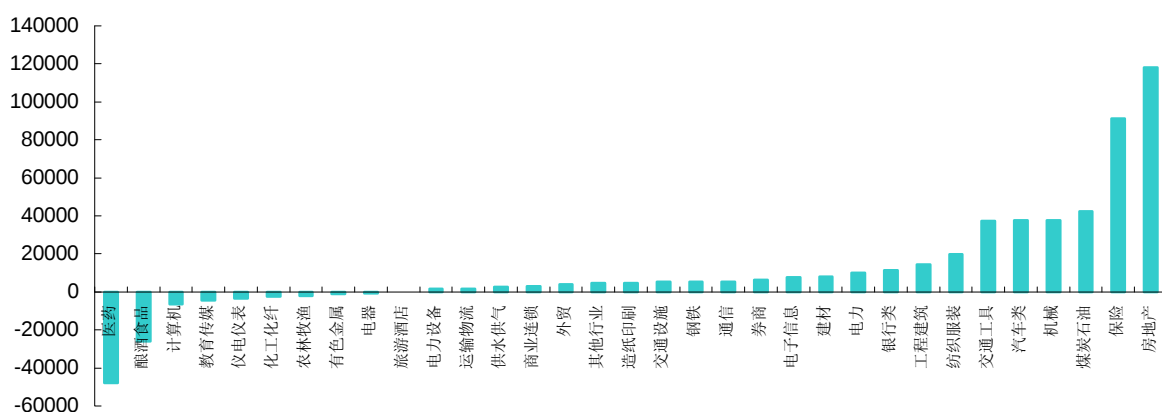
表 3: 6 月份工业生产数据 6

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌幅

上周，上证综指收报 2424.27 点，下跌-1.89%；深证成指收报 9806.64 点，下跌-0.10%，沪深 300 指数收报 2616.13 点，下跌-1.19%。低估值的房地产、采掘成为资金主要集聚地，而医药板块连续几周均实现较大资金净流出，和电子元器件一并成为近期主力主要抛售的目标。

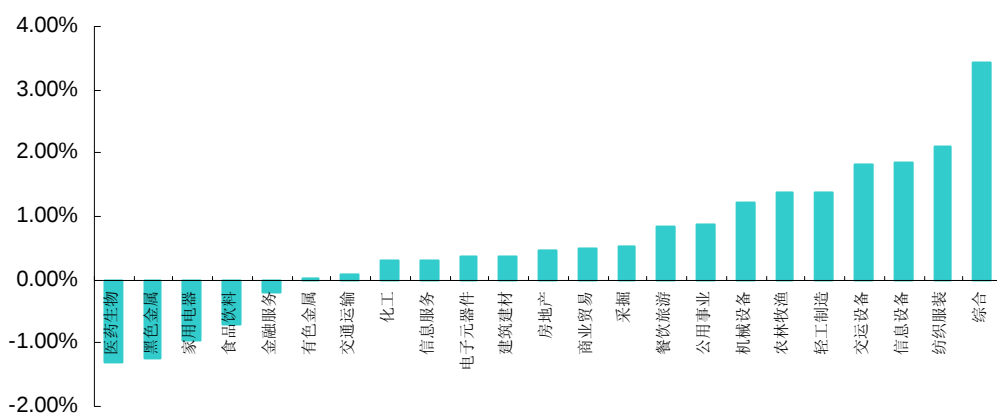
图 1: 上周各行业资金净流入状况



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

在行业涨跌上，综合类涨幅最大，成为唯一涨幅超过 3% 的板块，医药生物延续前几周补跌的状态。

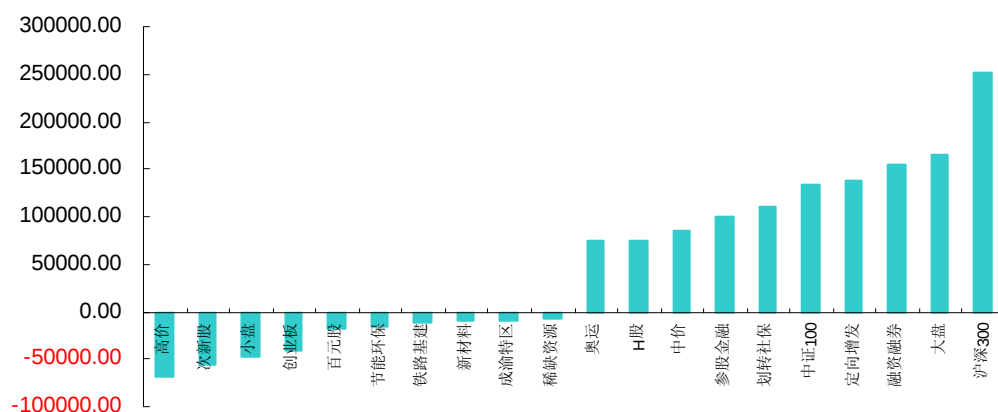
图 2: 上周行业涨跌幅



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

在概念板块上，沪深 300、大盘股成为资金净流入前 2 名，从涨跌幅上来看，申万大盘指数下跌 1.85%，小盘指数下跌 0.79%，本周小盘股表现稍好于大盘，我们依然维持前期观点：在整体估值下行的阶段，小盘股估值回归的趋势仍将延续。

图 2：上周主题概念板块资金净流入净流出前十情况



资料来源：长江证券研究部

两市涨跌幅居前个股情况

表 1：上周两市涨幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
中卫国脉（600640）	28.84%	重组预期，游资狂炒
航天机电（600151）	21.08%	成功研制国内首台高速列车前锥消息刺激
领先科技（000669）	21.05%	中油金鸿借壳上市
江特电机（002176）	20.99%	进军新能源客车
天山纺织（000813）	20.83%	资产注入，重组预期

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

表 2：上周两市跌幅前五个股点评

股票名称	跌幅	点评
卧龙电气（600580）	-15.01%	年报行情遭遇剑光死
金刚玻璃（300093）	-14.72%	创业板新上市，估值偏高
汉王科技（002362）	-14.41%	受传闻股价大幅下降
鑫富药业（002019）	-14.17%	中报业绩大幅下降
吉电股份（000875）	-14.07%	复牌后补跌

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

上周重要政策及信息回顾

CPI 同比 2.9%，通胀总体可控

国家统计局公布 6 月份 CPI 同比上涨 2.9%，PPI 上涨 6.4%

点评：

6 月份 CPI 同比上涨 2.9%，PPI 上涨 6.4%，低于我们预期的 CPI 同比 3.5%，PPI 同比 6.8%，CPI 同比超预期的见顶回落，这充分表明通胀已经走在了脉冲顶部的区间，我们在前面多次谈到了价格调控政策，近期发改委、商务部、国家工商总局联合下发通知，要求对哄抬农产品价格等炒作行为，依法严惩，这直接触发物价在二季度的见顶，预计下月物价基本持平。

我们认为 6 月份物价波动的主要因素有两点：

首先，猪肉价格依旧表现低迷，仅在 6 月下半段开始出现小幅反弹。自 4 月 13 日以来，国家已经开展了五次冻肉收储，在收储初期，效果并不明显，并不及加大进口猪肉的影响更大，产于 5 月 1 日或之后的美国猪肉现在可以出口到中国市场。这对价格是一种抑制，市场信心刚有恢复，却再次陷入低迷，这种低迷一直持续至 6 月中下旬，但之后效果逐渐显现，生猪收购价格持续下跌的势头得到遏制，猪肉零售价格止跌回升。根据农业部监测数据显示，6 月 18 日以来，全国猪肉价格稳步回升，猪后臀尖肉、猪五花肉价格累计涨幅分别为 2.7%、3%，其中吉林、辽宁、黑龙江、上海猪肉价格涨幅较为明显，涨幅均在 7.1%~14.4% 之间。因此，从这个角度来看，6 月 CPI 同比的下滑并不能过早的解读为通胀已经见底，7 月肉价的报复性上涨仍有较大的可能，这或将成为 CPI 再度反弹的因素。

其次，天气转暖是导致菜价回落的重要原因。发改委提出，当前已进入蔬菜上市旺季，随着气温持续回升，蔬菜供应增加，预计后期菜价将继续下降。

工业增加值同比 13.7%。远低于预期

国家统计局公布的 6 月工业生产运行数据，6 月份工业增加值单月同比增长 13.7%，1-6 月份工业增加值累计同比增长 17.6%。见表 3。

表 3：6 月份工业生产数据

主要经济指标	6 月	5 月	4 月
工业增加值单月同比 (%)	13.7	16.5	17.8
发电量单月同比 (%)	11.4	18.9	21.4
出口交货值单月值	8068	7628	7184
出口交货值同比 (%)	31.4	31.7	27.5
出口交货值环比 (%)	5.8	6.2	6.5
工业产销率 (%)	97.5	97.6	98.1

数据来源：国家统计局，长江证券研究部

点评：

总体来看，6 月份工业增加值单月同比增长 13.7%，低于先前 15.7% 的预期，并且较 5 月份 16.5% 的增速出现大幅回落。工业增加值增速在去年 11 月份达到 19.1% 的同比增速高点以后，在高位维持了 5 个月的时间（期间除了今年 2 月份因为季节性低于 18%）后，最近两个月出现了连续的大幅下降，这实际上已经确认了生产扩张放缓的宏观背景，这在先前公布

的制造业 PMI 指数的大幅下降中也已经有所体现。在房地产调控、清理地方政府融资平台、对产能过剩行业的投资限制和对银行放贷的窗口指导等宏观调控作用下，城镇固定资产投资增速同样呈现回落趋势，1-6 月份累计增速回落至 25.5%，其中占比超过 40%的国有及其控股企业的固定资产投资增速回落显著，另外地方项目投资增速放缓的迹象也趋明显，这也影响了当前生产的扩张态势。从后续来看，由于低基数将进一步消失，因此在工业生产增速已然放缓的背景下，增速还存在进一步放缓的可能。

三部委否认楼市调控政策将松动

针对近期有媒体关于“个别地区放松三套房贷”的报道，针对近日部分网络媒体称房地产市场调控有关政策可能取消的报道，住建部有关负责人 12 日表示，下一阶段，住建部将督促各地继续坚定不移地贯彻《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》及相关配套政策措施。住建部将督促各地继续严格执行差别化的住房信贷政策。银监会新闻发言人 12 日表示，银监会对于各商业银行贯彻落实国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》以及住建部、人民银行和银监会《关于规范商业银行个人住房贷款中二套房认定标准通知》的政策要求和标准没有任何变化，要求各商业银行要严格执行，不能动摇。

点评：

在房价同比数据仍处于高位，虽然环比数据有所下滑，但这近是前期房价上涨过快的结果，在房价并没有明显有下滑趋势的情况下，我们认为短期内国家松动房地产调控政策的可能性不大，同时，在现阶段经济处于下行的宏观背景下，房价虽未降下来，但上升的势头已经得到遏制，更严厉的调控政策出现的概率也不大，该消息尽管对房地产板块有利空效应，但只是原有政策的坚持，并非增加新的利空政策，负面影响有限，这可以从上周房地产后两天的走势清晰看到。

一周策略观点

预期落空，弱势市场的下跌中继

上周市场的走势正如我们所预期的那样，内生动能弱势下的超跌反弹也只能是昙花一现。对于如此弱势的市场，我们一直在寻找支撑市场上行的理由。但我们的结论却是，当前市场虽历经反复，但趋势向下的格局依旧未变。

从全球实体经济与金融市场的运行来看，中国的领先性体现得甚为明显。因此，对于这个阶段而言，海外市场在短期内的走势更多的是在心理层面对于 A 股带来或多或少的冲击。美国金融监管改革法案的通过对于金融业本身而言，整体影响偏负面，周五海外市场的大幅下跌也反映了这一点，这对于本周初市场的走势会有一定的压力。对于欧美而言，实体经济在库存高峰期之后重归弱势是制约资本市场的表现的主要因素。

对于 A 股而言，政策预期的落空是反弹结束的主要原因。管理层对于复苏进程曲折性的关注曾引发了市场对于调控政策松动的预期，但公开市场净投放的大幅回落、IPO 的继续进行以及三部委对于地产调控松绑的否认都让这种预期落空。事实上，我们认为在当前这个阶段，虽然工业增加值、PMI 等指标均指示向下，但管理层在政策上的转变还为时尚早。

首先，对于 3 季度可能性较大的经济回落，除了有基期因素的影响外，还有就是政策调控主动为之的结果；其次，上半年 11.1% 的 GDP 增速也使得对于下半年经济一定程度的回落有了很大的承受能力；第三，3 季度即将到来的经济回落并不会呈现出 08 年下半年的回落方式，

毕竟这只是在复苏进程中的小周期衰退。

实质上，政策如果在这个时间点变动，对于实体经济可能并不会带来多大的正面性。其一，是调结构的政策目标会落空；其二，实体经济的自我修复路径将会被打断。这样的后果则是当前比较突出的产能过剩、库存积压等问题的解决会无限期拖后。这对于中周期经济的持续增长是一个重大的障碍。

那么政策预期落空下的市场将会如何演绎呢？我们认为，工业增加值和 M1 同比的加速下滑将会强化小周期的衰退预期，上市公司业绩的下滑预期将是制约市场表现主要因素。政策面所引致的系统性风险将让位于实体恶化所带来的预期修正系统性风险。从库存周期的角度来看，三季度将是实体经济逐步进入自主去库存的阶段，上市公司业绩下滑也将体现得较为明显。在去库存的过程中，价格的变动所折射出的信号意义颇为关键，因为价格对于毛利的影响更为直接。钢铁、化工等产品价格的下行也预示着，在这些行业去库存过程中，业绩的下滑甚至是单季度亏损也是一件大概率事件。

对于资本市场而言，只有当这种业绩下滑的预期有在市场得到较大程度的反应的时候，市场才可能找到底部。而从目前来看，这种反应才刚刚开始。于是对于市场而言，当前的挣扎并不能指明底部之所在，这只是一个寻底过程中的中继。因此，短期市场的向下仍然是大概率事件，对后市我们依然保持谨慎。对于配置上而言，目前的阶段仍然以低估值的防御为主，尽管这也只是一种权益之计。具体而言，从安全边际上讲，我们仍然看好银行为代表的金融股；从库存周期的角度看，我们则相对看好去库存相对领先的钢铁、交运设备。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观经济分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。