

短期反弹还是趋势性反弹？

报告要点

■ 一周市场回顾

在资金流向上，虽然单周市场各个行业都有较大的资金净流入，但周五的数据却显示有大量的资金涌出。比较典型的是房地产。房地产在周五下跌0.18%，有大约10亿的资金净流出。北京二套房认房又认贷的结果导致了成交量的急剧下滑，房地产板块后市面临一定的压力。

■ 坚持适度宽松货币政策，加快推进财税和房地产等方面改革

二季度经济的迅速回落除了基数上的原因之外，政策的主动调控是另外一个根源。这种调控在“结构调整”的大背景下是有利于长远经济的发展和。年初所定的目标是全年GDP增长8%，在上半年11.1%的基础上，应该说这一目标是不难实现的。对于政策而言并不存在着转向偏松的必要。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。

■ 趋势性行情仍不具备支撑

基于我们对经济周期的研究和实体经济运行的跟踪，虽然我们认为市场底部可能在三季度见到，但趋势性行情的到来在现在还为时尚早。三季度的前期是一个接近于底部区域的阶段，但真正底部的形成尚需时日。具体而言，支撑我们对此判断的依据主要有七大方面。

我们反弹的定性也决定了行情的不可持续性。于是对于前期已经积累了一定涨幅的行业和板块其边际上涨空间相对较小，而对于那些涨幅比较落后的行业板块来说，上涨空间相对较大。典型的有金融服务、信息服务和公用事业。

■ 最坏的时刻往往是最好的起点

多晶硅行业在去年下半年面临很大的争议，产能过剩、供需矛盾等方面也制约了这个板块的表现。但近期多晶硅价格的大幅上涨20%也说明了这个行业的格局已经发生了变化，至少在短期内是这样的。周期性在这里体现的较为明显，最坏的时刻中也往往是希望诞生的时间。对于资本市场而言，最坏的时刻去发掘希望是非常重要的。

相关研究

《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

一周市场回顾	5
资金流向与板块涨跌	5
两市涨跌幅居前个股情况	7
一周重要政策及信息回顾	7
坚持适度宽松货币政策，加快推进财税和房地产等方面改革	7
本周央行净回笼 810 亿元	8
央行：上半年 1.38 万亿新增贷款流入房地产市场	9
每周策略观点及配置建议	10
短期反弹还是趋势性反弹？	10
估值变动与报告索引	12

图目录

图 1: 上周各行业涨跌幅	5
图 2: 行业资金净流入状况	5
图 3: 7 月 23 日各行业资金净流入状况.....	6
图 4: 7 月 23 日概念板块资金净流入前 20.....	6
图 5: 概念板块资金净流入后 20.....	7
图 6: 2004 年 GDP 季度增长速度变化.....	8
图 7: 央行近期单周货币净投放情况.....	9
图 8: SHIBOR 利率走势.....	9
图 9: 房地产价格指数走势	10
图 10: 工业库存行业占比	11
图 11: 近期行业涨跌情况	12
图 12: 风格指数估值变动情况.....	13

表目录

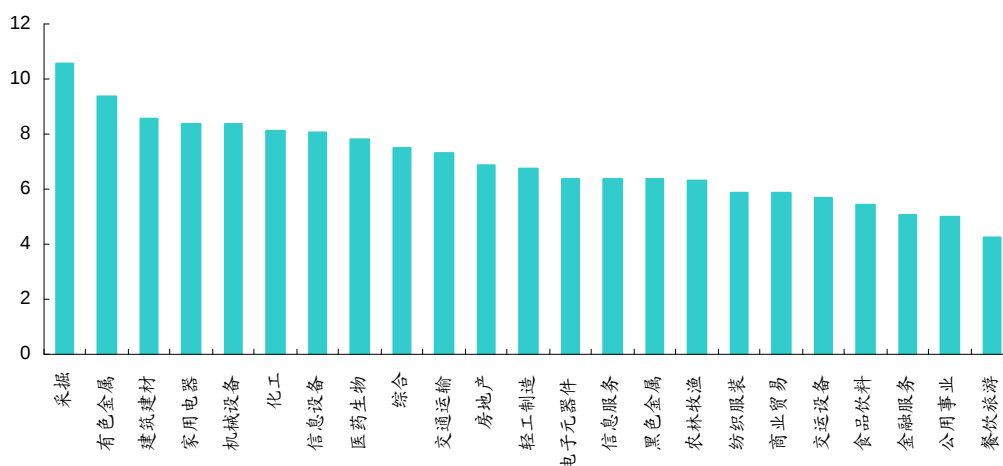
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评.....	7
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评.....	7
表 3: 行业估值比较	12
表 4: 长江证券宏观策略近期主要研究报告	14

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌

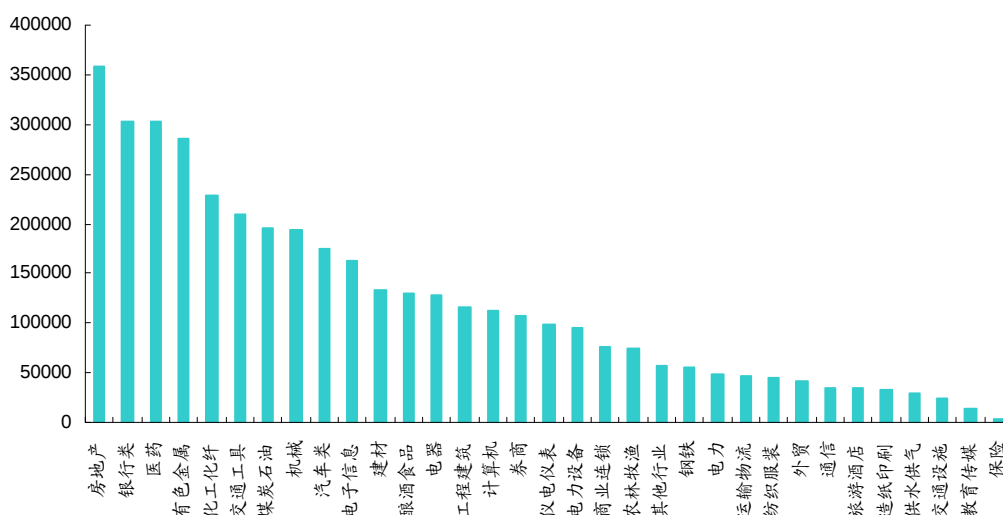
上周，上证综指收报 2572.03 点，下跌-1.89%；深证成指收报 10527.95 点，上涨 7.36%。沪深两市双双创下今年以来最大单周涨幅。沪深 300 指数收报 2793.08 点，上涨 6.76%。在资金流向上，低估值的金融、地产板块成为最大的资金净流入地。采掘业成为这轮反弹的先锋，成为近期表现最为抢眼的行业。

图 1: 上周各行业涨跌幅

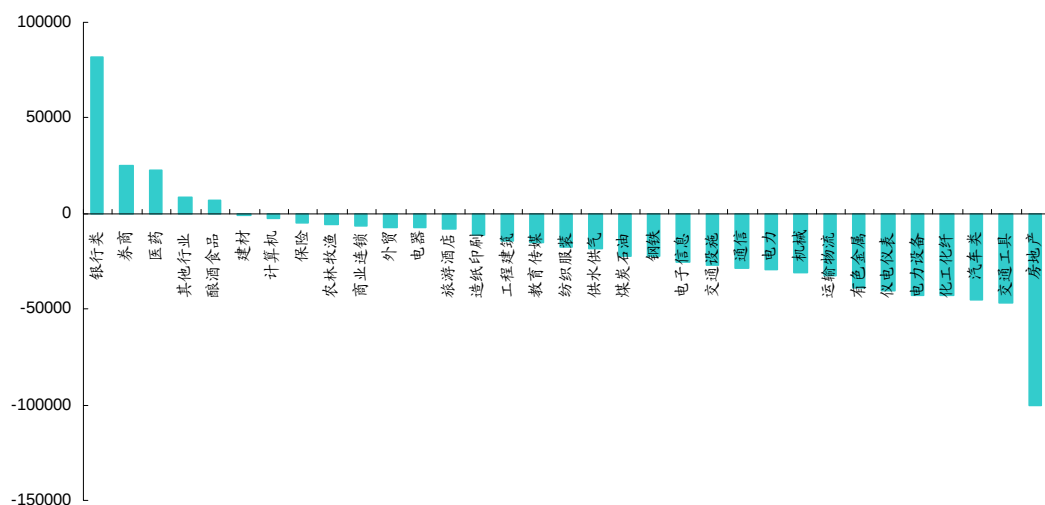


资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 2: 行业资金净流入状况



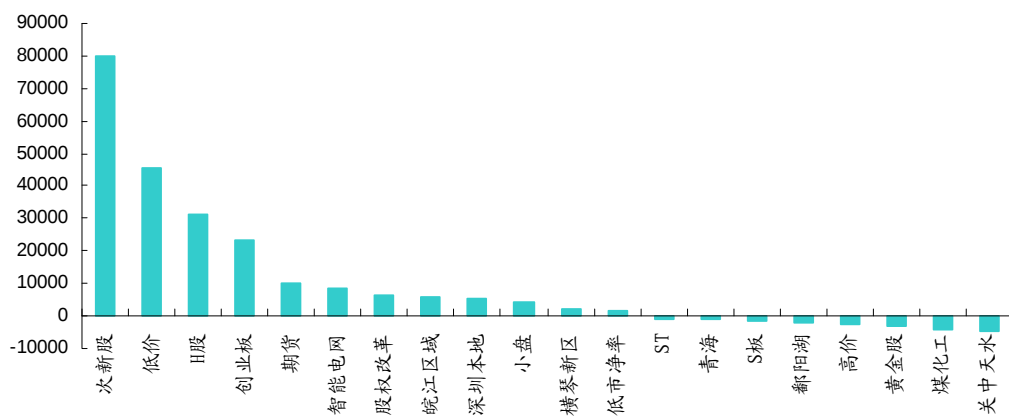
资料来源: 长江证券研究部

图 3：7 月 23 日各行业资金净流入状况


资料来源：Wind, 长江证券研究部

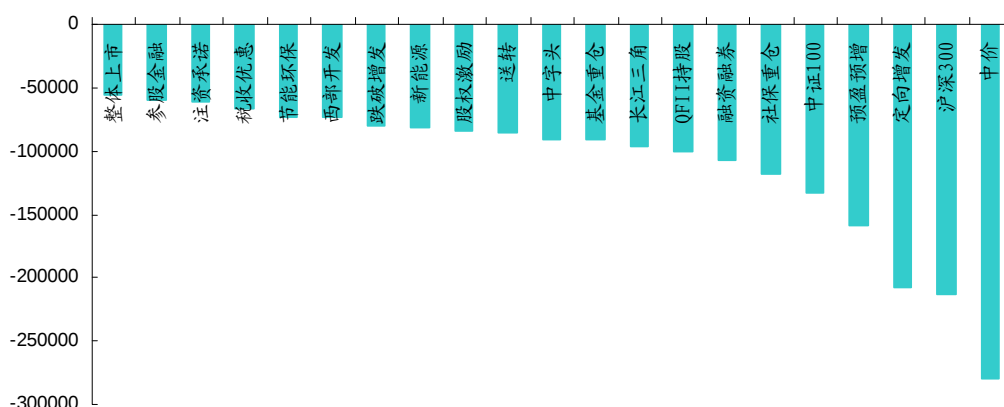
在资金流向上，虽然单周市场各个行业都有较大的资金净流入，但周五的数据却显示有大量的资金涌出。比较典型的是房地产。房地产在周五下跌 0.18%，有大约 10 亿的资金净流出。北京二套房认房又认贷的结果导致了成交量的急剧下滑，房地产板块后市压力将会比较大。

在概念板块上，上周各个板块均实现了资金净流入，除却沪深 300 板块之外，预盈预增也高送转板块资金净流入较大，这说明对于中报行情的热情还没有消退。同样对于周五而言，又是一个资金流向的分水岭，95 个概念板块中仅有 13 个板块出现资金净流入。虽然在指数上大盘跑赢了中小盘，但是在资金净流入上，则存在明显的大盘流向中小盘的迹象。

图 4：7 月 23 日概念板块资金净流入前 20


资料来源：长江证券研究部

图 5: 概念板块资金净流入后 20



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
方大特钢 (600507)	44.50%	业绩扭亏、中报 10 转 9
九鼎新材 (002201)	29.30%	国家新能源政策即将出台的刺激
海油工程 (600583)	28.40%	大连石油管爆炸, 公司负责大连石油的油管安装和维修
福建南纺 (002176)	25.70%	工厂复工, 厦门政府支援公司灾后重建。
沃尔核材 (002130)	24.80%	国家新能源政策即将出台的刺激

资料来源: 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	涨幅	点评
ST 洛玻 (600876)	-4.70%	股权转让失败, 出壳之路迷茫
恒宝股份 (002104)	-3.90%	部分募集资金改投项目, 遭到资金抛售
天山纺织 (000813)	-3.40%	涉嫌内幕交易: 转型矿业风险大
海德股份 (000567)	-3.20%	强势股补跌
*ST 新鑫 (600373)	20.83%	市场传闻公司重组无望, 有退市可能

资料来源: 长江证券研究部

一周重要政策及信息回顾

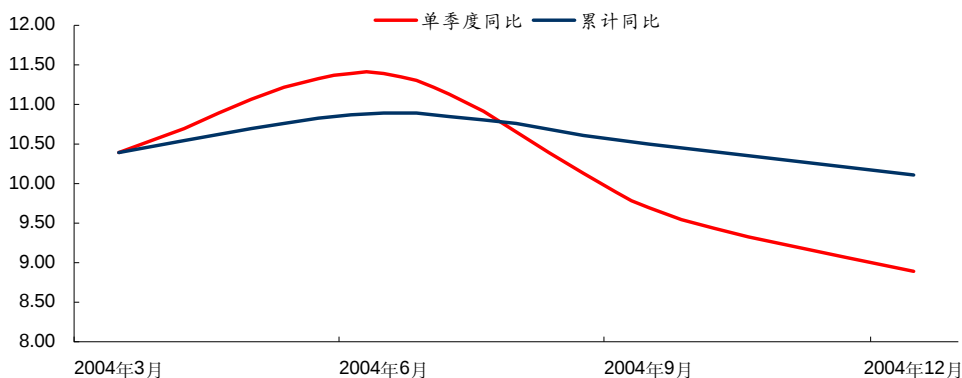
坚持适度宽松货币政策, 加快推进财税和房地产等方面改革

日前, 中央召开经济形势座谈会, 胡锦涛强调, 要保持宏观经济政策的连续性和稳定性, 提高政策调控的针对性和灵活性, 要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快推进进财税、金融、价格、房地产、社会保障等方面改革。22 日召开的中央政治局会议强调, 继续推进房地产市场调控。

点评:

二季度经济的迅速回落除了基数上的原因之外,政策的主动调控是另外一个根源。这种调控在“结构调整”的大背景下是有利于长远经济的发展和的。年初所定的目标是全年 GDP 增长 8%, 在上半年 11.1% 的基础上,应该说这一目标是不难实现的。2010 年的经济走向以及政策方向都与 2004 年有着较大的相似性。在经济增速上, 2004 年同样是一个前高后低的势态,四个季度 GDP 增速分别为 10.4%, 11.4%, 9.7%, 8.9%。虽然在下半年出现了增速的回落,但全年仍然实现了 10.1% 的同比增长。因此,对于增长目标而言并不存在多大的困难。于是,对于政策而言并不存在着转向偏松的必要。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。

图 6: 2004 年 GDP 季度增长速度变化



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

对于宏观经济政策的连续性和稳定性,在我们的理解中那就是仍然会延续之前有保有压的结构调整政策,最为直接的就是针对房地产调控的政策一定会持续下去。

本周央行净回笼 810 亿元

央行于 20 日发行 450 亿 1 年期央票、22 日发行 800 亿元 3 月期央票,同时于 24 日展开 500 亿元正回购操作,本周共在市场上回笼 1750 亿元,净回笼 810 亿元。

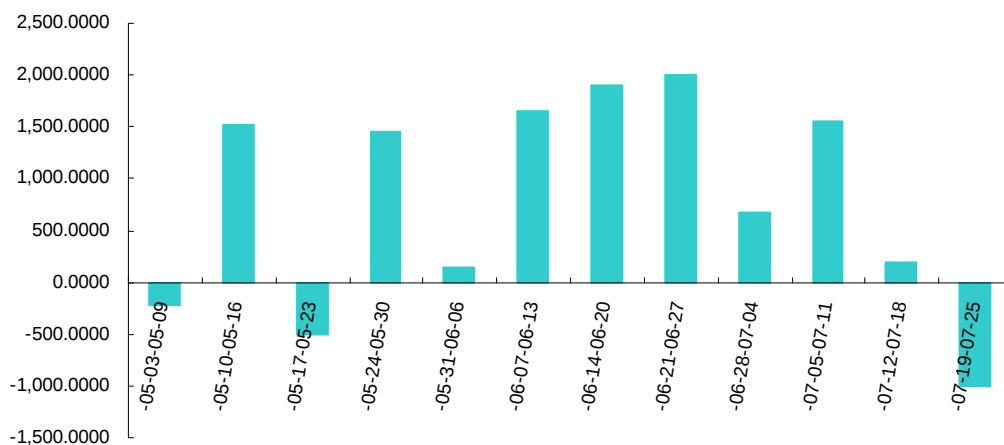
点评:

连续 9 周的货币净投放很大程度缓解了之前银行系统短期资金的紧缺局面,SHIBOR 利率的下行。出现这种状况的原因更多的还是央行在短期内的主动调控行为。农行上市对于资金面的需求应该说是央行短期净投放较大的原因之一。短期利率受之影响也出现了较大的波动。从另一个角度上看,这也体现出了央行在货币政策上的调控主导权。上半年存款准备金率的提升并没有在短期资金上对银行系统带来多大的冲击,利率的走势是主要的体现。但在经过之后连续 11 周的货币净回笼之后,短期利率开始往上走;而近期连续 9 周的货币净投放也

带来短期利率的迅速走低。银行系统短期资金蓄水池中的水应该说已经不多了，而这种水更多的则要看央行调控的脸色了。

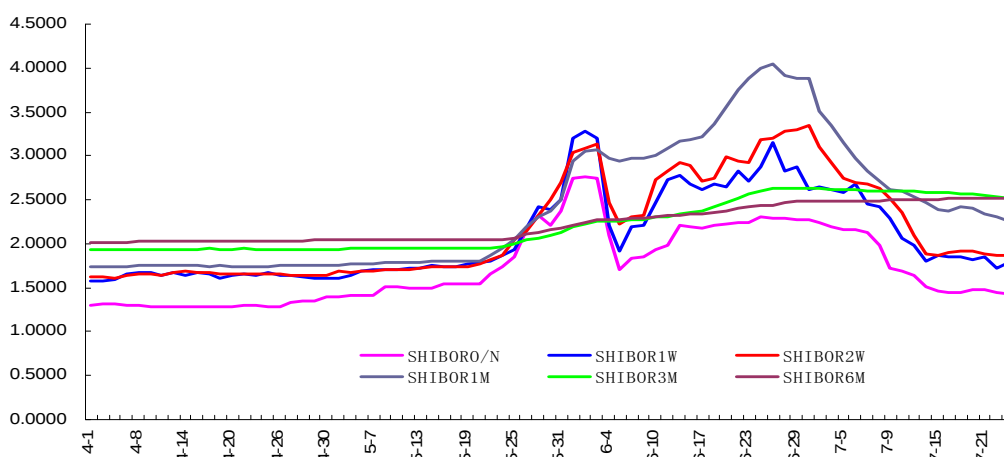
央行的政策目标平衡于经济增长与物价稳定之间。物价上行压力在近期的显现也会使得央行在流动性上的短期操作目标以净回笼为主，上周只是一个开始。

图 7：央行近期单周货币净投放情况



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 8：SHIBOR 利率走势



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

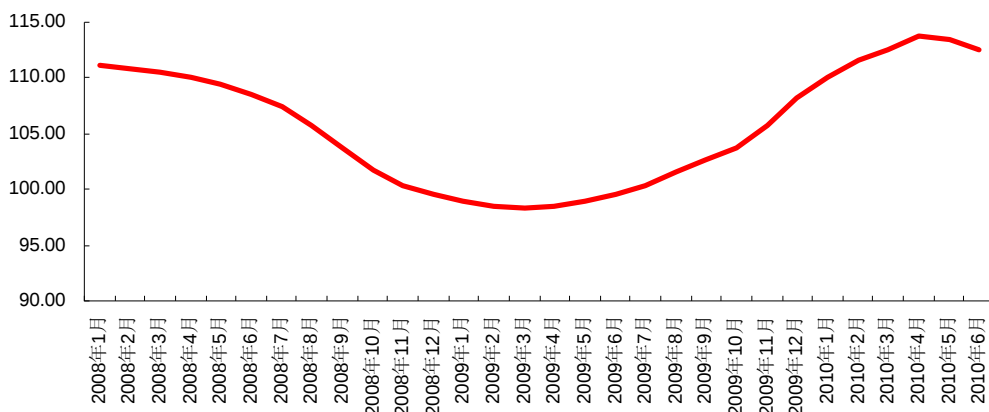
央行：上半年 1.38 万亿新增贷款流入房地产市场

上半年，主要金融机构及农村合作金融机构和城市信用社房地产人民币贷款新增 1.38 万亿元；6 月末余额同比增长 40.2%，比 3 月末低 4.1 个百分点。其中，上半年房地产开发贷款新增 4423 亿元，6 月末余额同比增长 26.1%，分别比上年末和 3 月末低 4.5、5.0 个百分点；上半年个人购房贷款新增 9323 亿元，6 月末余额同比增长 49.6%，比上年末高 6.5 个百分点，比 3 月末低 3.8 个百分点。

点评:

上半年新增贷款总额为 4.64 万亿，1.38 万亿的房地产相关贷款占比为 29.7%。这一比重比一季度的 32.40% 要低。这反映出了调控政策的效果。在房地产调控继续进行的下半年，这一比重还将持续下滑。对于房地产调控，如果把目标定在遏制房价过快上涨这个层面，那无疑可以认为在主要城市已经实现。但要说改变这种房地产增长绑架经济增长的局面，或者说让房价适当下降还为时尚早。

图 9: 房地产价格指数走势



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

房价高企的背后实质上是流动性的泛滥，这也是去年以及今年一季度信贷大幅扩张的后遗症。复苏阶段实体经济的典型特征就是内在增长动能不足，这也导致了其对于流动性的边际吸收能力随时间不断减弱，于是信贷的大幅扩张带来的必然结果就是流动性大量漂浮于实体经济至上，资产价格的泡沫是主要表现。当前，在经济所谓的经济下行风险显现的时候，对于信贷的收紧与放松之间的争执也有所展开。但我们认为，如果此时政策转向，偏紧的政策无法维持，那么房价有可能会再次冲高。房价的高企对于流动性的吸收在上半其实也化解了一部分通胀的压力。但在通胀与资产价格之间所表现出来的价格上涨与下跌更多的是一种结构性的变化，也只有在银行系统总体信贷得到控制的情况下，才能真正抑制资产价格的非理性上涨。

每周策略观点及配置建议

短期反弹还是趋势性反弹?

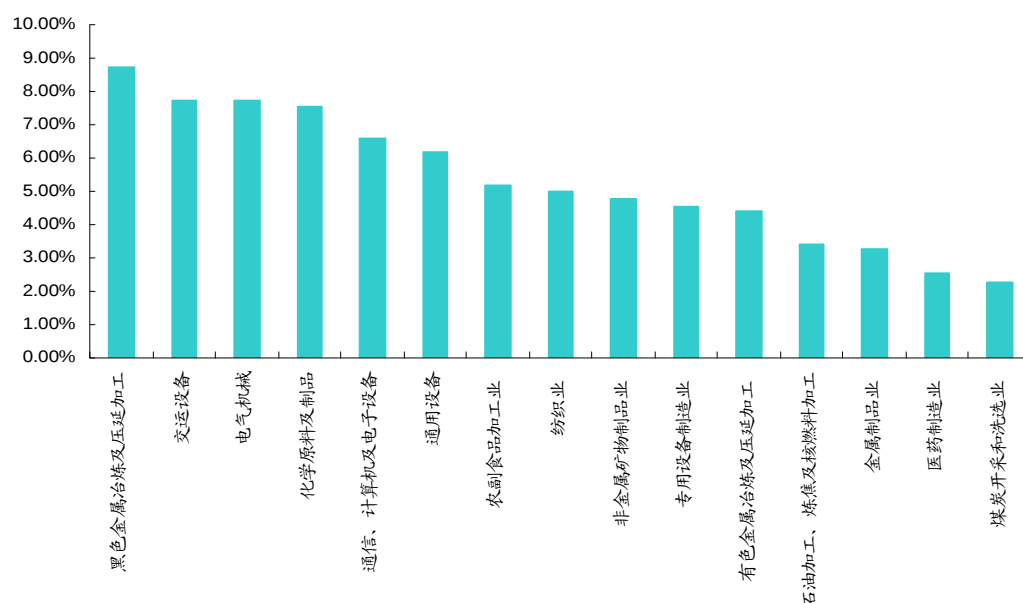
大盘上周的强势确实是超出了我们的预期，从 2319.74 点算起，至上周五的最高点，短期涨幅已经达到了 11.2%。周线上的一根大阳线也让我们不得不去思考这样一个问题：是短期反弹还是趋势性反弹？

基于我们对经济周期的研究和实体经济运行的跟踪，虽然我们认为市场底部可能在三季度见到，但趋势性行情的到来在现在还为时尚早。三季度的前期是一个接近于底部区域的阶段，但真正底部的形成尚需时日。具体而言，支撑我们对此判断的依据主要有以下几点：

第一，小周期衰退刚刚确立（7、8月份CPI会有反复，但不会改变周期阶段的判断），实体经济进入快速下降的第一阶段。而从历史经验来看，在实体经济快速恶化的阶段，市场从来都没有找到坚实底。

第二，在库存周期运行上，二季度是整体工业的被动补库存阶段，6、7月份则是逐步向自主去库存阶段的转化。从我们的跟踪来看，工业库存占比最大的五个行业中，黑色金属冶炼和压延加工业、交运设备制造业有自主去库存的迹象。而这两个行业也不是整体性的行业去库存，而是部分产品的去库存，如钢铁中螺纹钢，交运设备中的乘用车。总体而言，库存高峰的拐点还没有显现。只有当这种拐点显现的时候，市场才可能在对实体经济的悲观预期中找到底部。

图 10：工业库存行业占比



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

第三，工业增加值同比增长6月出现了快速下滑，为13.7%。但这一数据并不是低点，在库存进一步累加的情况下，生产会继续放缓，工业增加值增速也会持续走低。

第四，对于支撑大盘蓝筹股上行的流动性而言，当前也并不具备支撑条件。按照我们的预测，M1今年年底明年年初才会达到低点，趋势性行情所需要的流动性支撑尚不具备。

第五，关于政策。政策在下半年的基调将由偏紧转为中性，但对于房地产等行业的调控会持续进行。上半年市场的下跌是由于紧缩政策所带来的影响，近期的反弹则可以说是对这种紧缩解除之后的反应。但如果据此断定行情反转，在逻辑上是不具备支撑的。如果政策对于实体经济的调整是无效的话，那么资本市场在制约因素解除之后有可能重归上升。但事实上这只是一厢情愿。实体经济的恶化在半年报中可能体现得并不充分，因为仅是6月的单月快速下滑以及去年同期的低基数很难抹去业绩同比的靓丽。但真正的验证却是在三季度，而这个阶段对于高增长的追捧则只会是对于尚未修正预期的最后疯狂。

第六，关于中小盘。上半年大盘指数的迭创新低在中小盘指数上并没有显现。难道资本市场真的进入高估值时代吗？所谓的战略性新兴产业真的可以维持如此的高估值并取得持续的超额收益吗？按照我们的理解，中小盘的高估只是在小周期中的资本市场运行的特定阶段。

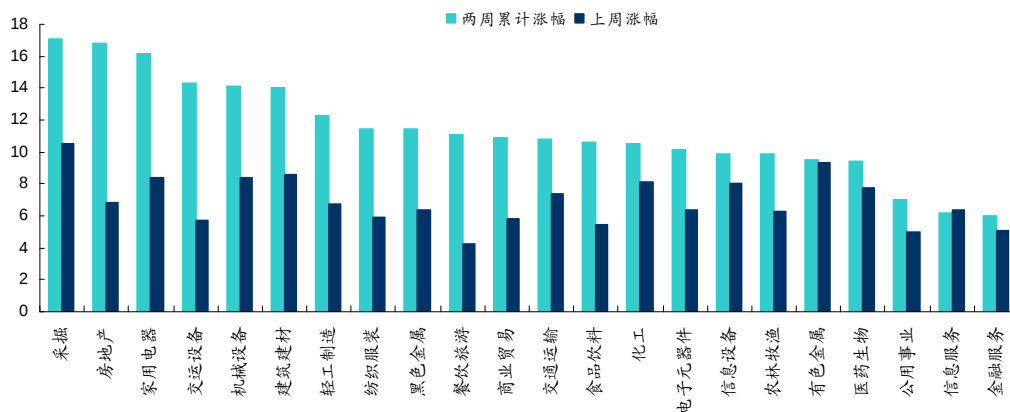
在周期轮转的过程中，这种现象一定会转变。而 3 季度次新股的 1 年限售股解禁则有可能拉开估值回归调整的序幕。

第七，关于海外经济。美国外围经济在三季度步入真空期，意味着外围市场不会提供良好的环境。同时基于希腊最好的选择（违约）所导致的资本市场危机扩散也是持续的压迫力；同时美元的短期走弱因素在后期基本面的改善上会出现逆转，中期走强将是主导因素。

上面，我们列举了影响市场走势的 7 个方面，结论已经非常明确了：反转尚未形成，趋势性行情还没有到来。三季度在实体经济的恶化条件下，震荡筑底是主基调，但底部的确立从来都不是一帆风顺的。

基于上面的判断，我们建议在冲高后的市场中适当降低仓位，并等待实体经济信号的进一步明确。从短期来看，我们反弹的定性也决定了行情的不可持续性。当前板块之间的轮动带来的机会可能会比较大。于是对于前期已经积累了一定涨幅的行业和板块其边际上涨空间相对较小，而对于那些涨幅比较落后的行业板块来说，上涨空间相对较大。典型的有金融服务、信息服务和公用事业。

图 11：近期行业涨跌情况



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

多晶硅价格的走强也从另外一个角度给我们提供一条配置思路。多晶硅行业在去年下半年面临很大的争议，产能过剩、供需矛盾等方面也制约了这个板块的表现。但近期多晶硅价格的大幅上涨 20% 也说明了这个行业的格局已经发生了变化，至少在短期内是这样的。周期性在这里体现的较为明显，最坏的时刻中也往往是希望诞生的时间。对于资本市场而言，最坏的时刻去发掘希望是非常重要的。我们现在的配置思路之一也是沿着这个路径展开的。在库存周期的波动上，那先率先进入去库存的行业，其率先走出谷底的可能性是最大的。

估值变动与报告索引

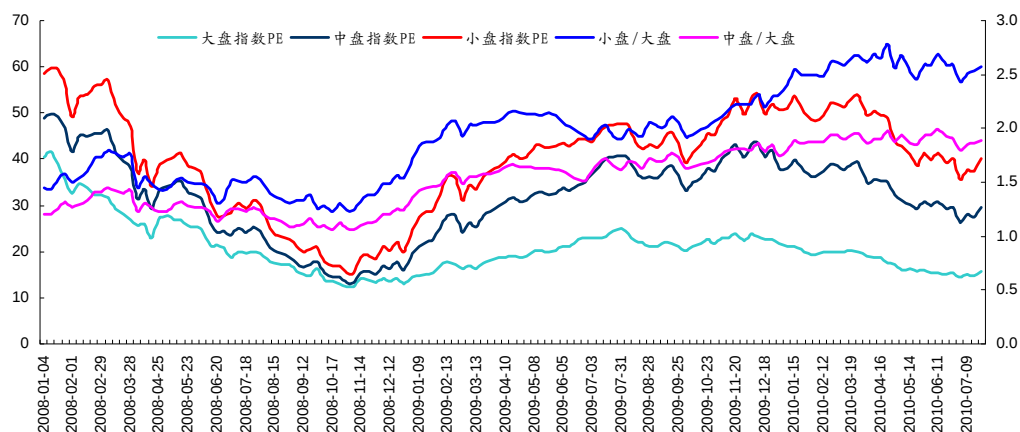
表 3：行业估值比较

行业	PE(TTM)	PE2010E	PB
采掘	17.01	13.64	2.41
房地产	21.04	16.26	2.77
家用电器	22.76	18.80	3.46

综合	41.51	25.07	3.85
交运设备	21.34	18.12	3.21
机械设备	32.03	24.48	4.15
建筑建材	19.60	15.83	2.35
轻工制造	27.97	21.71	2.63
纺织服装	31.59	24.90	3.18
黑色金属	18.43	13.90	1.37
餐饮旅游	48.66	38.46	4.27
商业贸易	32.84	25.27	3.96
交通运输	24.07	19.38	2.55
食品饮料	36.13	28.56	6.82
化工	18.00	15.28	2.68
电子元器件	58.09	43.91	4.55
信息设备	36.78	28.77	4.35
农林牧渔	52.42	33.17	4.69
有色金属	39.67	29.42	3.96
医药生物	35.43	29.75	5.78
公用事业	26.35	23.09	2.43
信息服务	53.77	39.46	3.74
金融服务	12.60	11.08	2.18

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 12：风格指数估值变动情况



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

表 4：长江证券宏观策略近期主要研究报告

分 类	主 题	日 期
海外市场观察	全球金融市场半月报 0720：新法案重塑美国金融监管版图	2010-7-21
海外市场观察	美元短期回调的背后---长江美元趋势指数跟踪	2010-7-20
宏观经济	宏观经济月度指标数据库 7 月中	2010-7-20
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-07-20	2010-7-20
海外市场观察	6 月美国消费数据点评：“三无式”消费复苏或将再现	2010-7-19
海外市场观察	美国经济指标数据库 20100719	2010-7-18
投资策略	长江证券策略数据周报-宏观经济与资本市场概览,2010 年 7 月 18 日，第 95 期	2010-7-18
投资策略	每周投资策略：预期落空，弱势市场的下跌中继	2010-7-18
投资策略	长江证券主题性投资周报，2010 年 7 月 17 日，第四期	2010-7-18
投资策略	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	2010-7-15
宏观经济	低点往往是希望的起点	2010-7-15
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-07-15	2010-7-15

资料来源：长江证券研究部

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
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。