

结构性泡沫与政策博弈：弱势市场格局

报告要点

■ 一周市场回顾

市场风险规避的情绪在本周有明显的表现。防御性的医药行业板块流入的资金量最大；CPI 在 8 月可能继续攀高的市场预期下，农业相关板块受到追捧，本周也有大量资金流入。其它有资金净流入的板块也主要与消费相关，如商贸连锁、汽车业、旅游酒店。本周资金流出主要集中在银行、房地产、能源和制造业板块。在国务院领导连续两周强调稳定房地产调控政策的背景下，房地产未来走势的不确定性增强。

■ 一周重要政策及信息回顾

工信部等 11 个部委日前联合发布了《关于促进工业设计发展的若干指导意见》。工业设计是生产性服务业的一个典型代表。《意见》要求，到 2015 年，工业设计产业发展水平和服务水平显著提高，培育出 3-5 家具有国际竞争力的工业设计企业，形成 5-10 个辐射力强、带动效应显著的国家级工业设计示范园区。生产性服务业应当说是一个应当去挖掘的领域。其机会一个是整体的发展前景较好，另外一个则是短期内的税收优惠等等方面的政策对于这类公司而言有利好。

■ 结构性泡沫与政策博弈：弱势市场格局

二次去库存所带来的影响对于各个行业以及大小盘风格之间的影响是不对称的。周期性行业为代表的大盘股在经历了上半年的大幅下跌之后，其在估值上获得了支撑，小周期衰退所带来的业绩下滑也在一定程度上体现在了估值水平中。但小盘与大盘之间估值差距的进一步拉大却成为了市场运行的一大风险点。而对于政策的预期与博弈则是影响当前市场弱势的一大基本因素。

■ 主题投资及行业配置

从两条主线展开配置较为理性。第一，降低中小盘的配置，提高调整充分、受政策调控影响较小或对政策调控已有成分反映的低 PE 蓝筹，如建筑建材、化工、钢铁等。第二，沿着库存周期的调整路径进行配置，看好乘用车、家电等终端需求行业的表现。这些行业调整较为领先，其率先走出低迷的概率较大。主题投资上我们依然看好军工重组、亚运概念。

相关研究

《工业环比下降加速，衰退判断进一步加强——2010 年 8 月宏观经济模性更新与配置》，邓二勇，2010 年 8 月 11 日

分析师：

李冒余、邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@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	6
一周重要政策及信息回顾	7
谢旭人：下半年经济增速放缓，财政支出矛盾紧张	7
发改委公布《促进中部地区发展规划实施意见》	8
农业部畜牧业司：7月全国生猪存栏 4.4 亿头，供应有保障	8
李克强：把加快发展服务业作为转方式调结构的战略举措	9
一周策略观点及配置建议	9
结构性泡沫与政策博弈：弱势市场格局	9
美元指数走向、估值变动与报告索引	10

图目录

图 1: 上周各行业涨跌幅 (%)	5
图 2: 上周各行业资金流向	5
图 3: 上周概念板块资金净流入前十与后十	6
图 4: 美元趋势指数走向	11
图 5: 大小盘风格估值变动	12

表目录

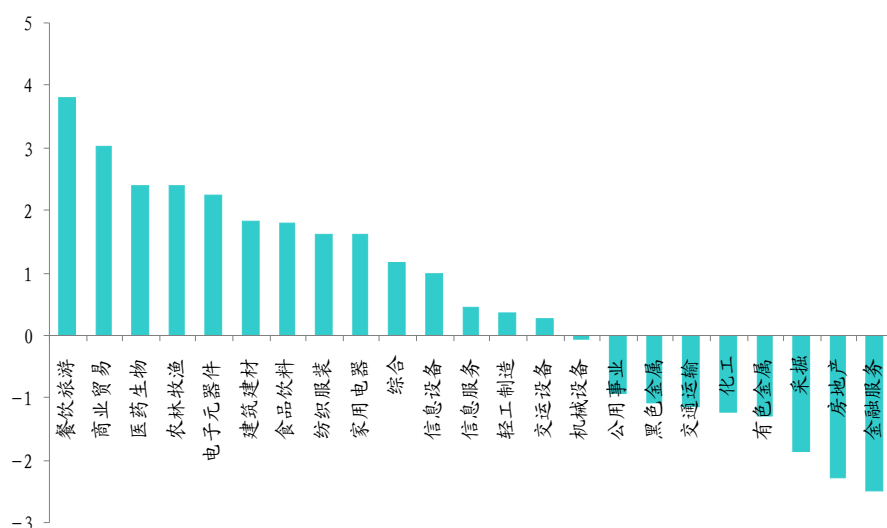
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评	6
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评	7
表 3: 行业估值比较	11
表 4: 长江证券宏观策略近期报告索引	12

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌

上周，上证综指收报 2610.74 点，下跌 1.19%；深证成指收报 11034.73，下跌 0.50%。沪深 300 指数收报 2858.57 点，下跌 1.37%。上周涨幅居前的采掘、有色金属、交通运输在这周的行情中都出现了下跌，餐饮旅游、商业贸易、医药生物及农林牧渔在大盘下跌的势头下扭转了上周的颓势，处行业板块涨幅榜的前列。这周板块轮动迹象依然明显。

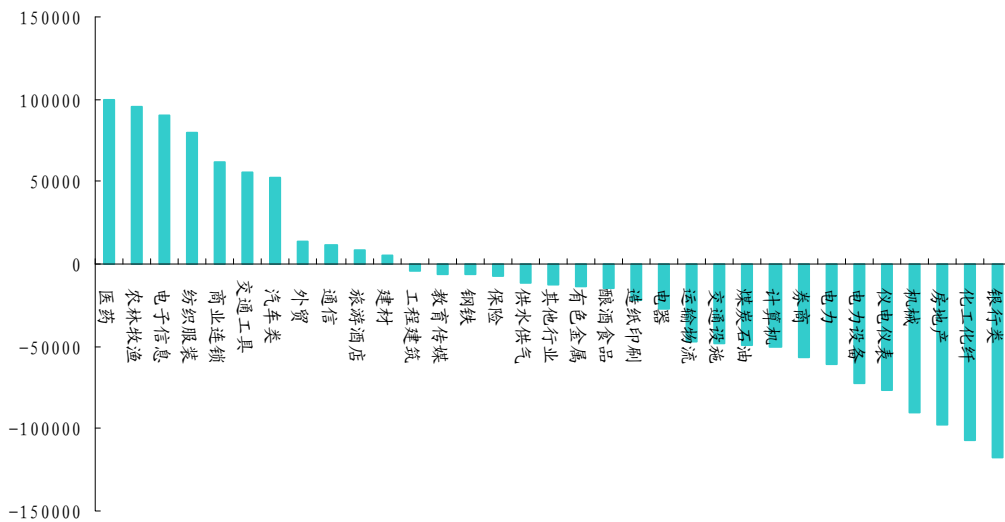
图 1：上周各行业涨跌幅（%）



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

从图 2 可以看出，本周资金从整体上看流出大于流入，市场风险规避的情绪在本周有明显的表现。防御性的医药行业板块流入的资金量最大；CPI 在 8 月可能继续攀高的市场预期下，农业相关板块受到追捧，本周也有大量资金流入。其它有资金净流入的板块也主要与消费相关，如商贸连锁、汽车业、旅游酒店。本周资金流出主要集中在银行、房地产、能源和制造业板块。在国务院领导连续两周强调稳定房地产调控政策的背景下，房地产未来走势的不确定性增强。

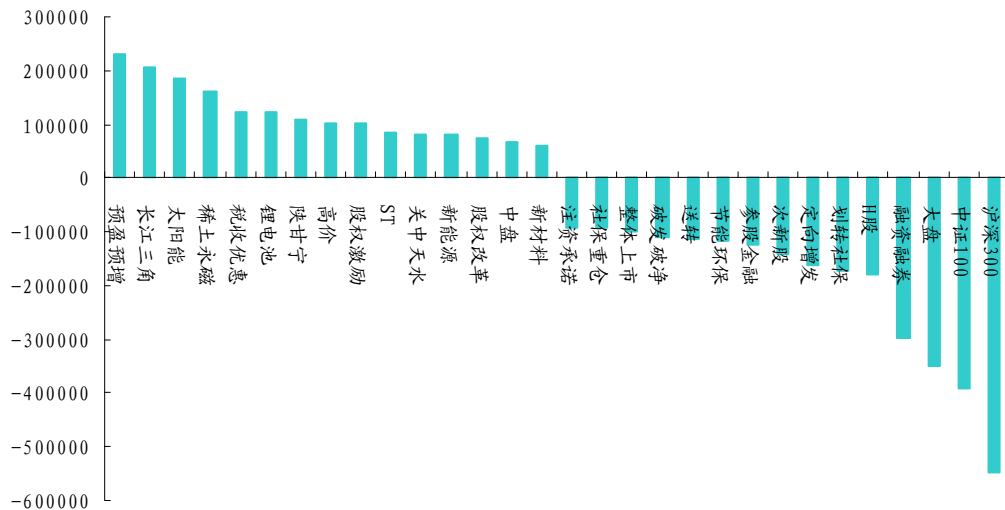
图 2：上周各行业资金流向



资料来源：长江证券研究部

在概念板块上，太阳能、稀土永磁、锂电池、新能源、新材料均有明显的资金净流入。次新股仍然表现为资金流出，正如我们上周周报所提到的观点一样，在经济下滑明确的阶段，中小公司的风险会逐步凸显出来。

图 3：上周概念板块资金净流入前十与后十



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
万丰奥威（002085）	46.5%	延伸产业链，公司拟定向增发收购万丰摩轮
横店东磁（002056）	34.3%	新能源业务进展快速，稀土永磁保持高增长

天马精化（002170）	23.2%	医药中间体定制留想象，机构接力炒作
芭田股份（002170）	22.3%	中报靓丽超出预期，磷肥厂家大多停产检修，磷肥提价或将近
科新机电（300106）	19.2%	新能源概念次新股，引发市场关注

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	涨幅	点评
北方国际（000065）	-11.8%	前期强势股，利好出现反成利空，资金出逃
西部牧业（300106）	-11.7%	估值过高，资金出逃
深天健（000090）	-11.6%	中期净利降近五成，投资风险若隐若现
紫光古汉（000590）	-11.0%	中期亏损加大，费用大幅增加
航天动力（600343）	-9.7%	存股东联手坐庄嫌疑，或被查

资料来源：长江证券研究部

一周重要政策及信息回顾

谢旭人：下半年经济增速放缓，财政支出矛盾紧张

财政部部长谢旭人本月 26 日在第十一届全国人大常委会第十六次会议上作关于今年以来预算执行情况的报告时表示，今年前 7 月，全国财政收入 51132.97 亿元，比 2009 年同期增加 10460.92 亿元，增长 25.7%，完成预算的 69.2%。但随着今年后几个月经济增速放缓，以及 2009 年同期财政收入基数的逐步抬高，全年财政收入增幅将呈现明显的前高后低走势，财政支出压力依然很大，全年财政收支紧张的矛盾仍较突出。

点评：

从上半年的分项税收增长情况来看，在经济结构调整的大背景下，我国的税收收入结构也在不断演变。上半年我国的税收收入中增长最快的为车辆购置税，同比增长 60.1%；消费税同比增长也达到 42.4%；今年大宗商品进口量的增长拉动进口货物增值税、消费税和关税均达到 55.6% 以上的增长。而国内增值税和企业所得税的同比增长速度低于税收总收入的增长速度，分别为 12.5% 和 18.9%。税收收入的结构变化从侧面反映了消费对我国经济增长的拉动动力日益增强。

我们接下来将目光转向房地产行业的相关税收情况。

房地产税与去年同期相比增长 7.6%，低于上半年税收总收入的增长速度，且从年初至今，房产税收入增速逐月放缓，6 月份由正转负。其中主要原因是今年以来商业用房需求持续减少。从下半年的房地产政策动向来看，8 月初银监会建议停发京深沪杭四地三套房政策；发改委主任张平在 26 日的报告中称楼市调控政策在下半年将维持稳定。由此，我们可以推断下半年房地产收入将维持颓势。

这一周，随着上半年财政税收执行情况的公布，财政部和发改委的专家针对我国的财政税收体制改革发表了意见。财政部财政科学研究所所长贾康说，从宏观税负水平（政府收入占 GDP）的比重来看，2009 年我国的税负水平为 25.4%，不仅远低于工业化国家平均水平 45.3%，也低于发展中国家的平均水平 35.5%。发展委社会发展研究所所长杨宜勇建议个人所得税以家庭为单位征收，将有利于中低收入家庭生活水平的改善。而从国际经验上来看，

日本和美国都有以家庭为单位申报的税收政策,包括以家庭为单位申报可提高税基的政策以及家庭必要支出的抵扣政策。结合我国当前经济社会发展趋势,财政税制的改革已是大势所趋,相关政策的实施也只是时间问题。

发改委公布《促进中部地区发展规划实施意见》

国家发展改革委员会 25 日公布了《促进中部地区崛起规划实施意见》和《关于促进中部地区城市群发展的指导意见》。《实施意见》中指出各有关部门要明确工作目标和进度,全面落实《促进中部地区发展规划》提出的“八大重点任务”,目标是使中部地区经济发展水平显著提高,粮食生产基地、能源原材料基地、现代装备制造及高技术产业基地,综合交通运输枢纽“三个基地、一个枢纽”地位进一步提升,经济社会和谐发展。

点评:

此次关于《中部地区发展规划实施意见》的公布,是继上周国务院召开关于振兴东北老工业基地第二次全体会议后,又一主抓区域经济发展政策落实的重要意见。相比 09 年 9 月审议并原则通过的《中部地区发展规划实施规划》,《实施意见》结合我国目前所处的新经济形势,提出了更具体的支持中部发展的政策措施。在农业粮食生产方面意见指出:要在坚持服务“三农”力度不减的前提下,支持县市级农村信用社改制为农村合作银行或农村商业银行;落实鼓励有条件的农民专业合作社开展信用合作的政策;落实农业综合开发和土地开发整理等专项资金向产粮大县倾斜的政策。我们认为对西部金融业的支持将有助于打通经济的动脉,在调结构的大背景下,使中部地区经济实现稳定增长。

农业部畜牧业司: 7 月全国生猪存栏 4.4 亿头,供应有保障

农业部畜牧业司 25 日发布的 7 月份生猪存栏信息显示,7 月份全国生猪存栏数为 4.40 亿头,环比增加 0.76%,同比下降 2.24%;其中能繁母猪为 4630 万头,环比减少 1.07%,同比下降 3.66%。

国家发改委早些时候发表的政策研究报告预计,随着中秋节前后国内进入猪肉消费旺季,猪价回升势头将继续保持,不过由于目前能繁母猪占生猪存栏的比重仍达 10.7%,高于 9-10% 的正常水平,预计后期生猪供应是有保障的,生猪价格不大可能出现大幅上涨。

点评:

从 2009 年以来全国生猪存栏来看,7 月份的存栏总量虽然延续了自 6 月份以来止跌回升的态势,但是仍处在历史低点,尚未恢复到今年 3 月份的存栏水平。虽然能繁母猪占生猪存栏的比重较高,但能繁母猪的总量为 09 年以来最低,加上生猪养殖周期较长(从母猪补栏到商品猪出栏约需要经历 18 个月,而仔猪养成商品猪只需要 6 个月),预计下半年生猪供给不会有明显回升。而从需求角度来看,三四季度为猪肉需求的旺季,猪肉价格大幅回落的可能性较小。

从国家统计局公布的 200 个主产区的主要农产品价格变动来,当前牛、羊肉对猪肉的替代性并不明显。8 月 1-10 日,在出栏肥猪价格相比上期增涨 6.04% 的情况下,出栏牛肉比上期下降 0.21%。

从需求角度,三季度末和第四季度将进入传统的猪肉需求旺季,“供需矛盾持续紧张”“将成

为下半年猪肉市场的主格调。

李克强：把加快发展服务业作为转方式调结构的战略举措

李克强 26 日在服务业发展改革工作座谈会上讲话时指出，要深入贯彻落实科学发展观，把加快发展服务业作为转变经济发展方式、调整经济结构的战略举措，深化改革，完善政策，优化环境，努力提高我国服务业和整个经济的国际竞争力。

点评：

结构调整是当前的一大主题，但结构调整的方向在目前来看似乎却仅有两个方向，一个是消费替代，另外一个则是战略性新兴产业。其实，服务业也是结构调整、产业升级的一大重要方向。服务业一般可以分为公共性服务业、消费性服务业和生产性服务业三部分。公共性服务业包括医院等；消费性服务指教育、餐饮、娱乐等等；生产性服务业是指为保持工业生产过程的连续性、促进工业技术进步、产业升级和提高生产效率提供保障服务的服务行业，包括物流、仓储、产品设计、品牌管理等。在这三者之中，生产性服务业在国内发展得相当不充分，应当说是一种萌芽状态，很不成形。服务业占世界 GDP 的比重平均已接近 70%，美国的生产性服务业总量接近 6 万亿美元，超过美国服务业总量的 70%，约占美国 GDP 的 48%，已成为国家的支柱产业。生产性服务业在国内的空间也是巨大的。

工信部等 11 个部委日前联合发布了《关于促进工业设计发展的若干指导意见》。工业设计是生产性服务业的一个典型代表。《意见》明确，工业设计的核心是产品设计，工业设计产业是生产性服务业的重要组成部分。《意见》要求，到 2015 年，工业设计产业发展水平和服务水平显著提高，培育出 3-5 家具有国际竞争力的工业设计企业，形成 5-10 个辐射力强、带动效应显著的国家级工业设计示范园区。

《意见》规定，企业用于工业设计的研究开发费用，按照税法规定享受企业所得税前加计扣除政策，鼓励企业加大设计研发投入。工业设计企业被认定为高新技术企业的，按照国家税法规定享受高新技术企业相关税收优惠政策。

生产性服务业应当说是一个应当去挖掘的领域。其机会一个是整体的发展前景较好，另外一个则是短期内的税收优惠等方面的政策对于这类公司而言有利好。工业设计这个行业走得比较靠前，在政策的利好下，相关公司也将会受益。这类的上市公司有毅昌股份、上海佳豪、延华智能、中国海诚等。

一周策略观点及配置建议

结构性泡沫与政策博弈：弱势市场格局

上周的成交量是 6 周以来的新低，这也反映出了当前市场较为复杂的心态。上周策略中我们对于上行动能枯竭的判断在此依然成立，趋势性的机会在目前难以显现。事实上，二次去库存所带来的影响对于各个行业以及大小盘风格之间的影响是不对称的。周期性行业为代表的大盘股在经历了上半年的大幅下跌之后，其在估值上获得了支撑，小周期衰退所带来的业绩下滑也在一定程度上体现在了估值水平中。但小盘与大盘之间估值差距的进一步拉大却成为了市场运行的一大风险点。而对于政策的预期与博弈则是影响当前市场弱势的一大基本因素。

结构性高估的风险

大盘与小盘之间的关系，就相当于森林中的大树与小树一样，小树苗要成长为参天大树离不开原有大树的庇护与养分供给。这两者之间存在着一种相互依存的关系。在小公司与大公司之间，小公司的成长一定是依赖于大公司的。于是，在业绩波动性上，小公司的波动将会跟随大公司的波动，小公司的波动会更大。这种结果则是在于小公司对细分市场的定位以及对于单一订单、单一客户的依赖所造成的。这种情况在中报业绩中体现得比较明显。从已经公布的中期业绩来看，大盘蓝筹的增长要好过中小市值的公司。在去年上市的次新股中，业绩出现大幅下滑的往往就是因为少几个客户或几个订单出现了变动。这也是中小公司业绩高波动性的原因之所在。以去库存为主基调的三季度中，传统行业的大盘蓝筹业绩下滑较为明显，这种下滑也必然会影响到中小公司的成长。而从指数表现上来看，中小盘指数的持续走高并没有反映这种可能的业绩下滑。

增长与估值之间存在着同向关系，当这种增长面临不确定性的时候，仍用一个较高的估值去衡量所谓的战略性高成长是存在着较大的风险的。那么这种风险何时能够释放呢？我们认为即将到来的解禁潮可能会给这种风格之间的结构性高估带来调整。产业资本与金融资本之间的博弈会给二级市场估值的变动带来较大的影响。公开信息显示，从今年年初以来，有数十家创业板、中小板公司的高管出现了辞职，一个重要原因就是为了迎接即将到来的解禁潮。毕竟如此的高估值对于产业资本来说无论如何都是一个巨大的诱惑。

与政策博弈的迷局

就股指的运行而言，其也反映了宏观政策在此阶段的无所适从。一方面是经济下滑明确，还有进一步下滑的可能；另一方面是CPI、房价等的高企，并具有不小的上行动能。如此，政策就陷入两难。从全年来看，要实现增长的目标并不困难，对于通胀及房价的调控是下半年调控的重点，政策由偏紧向偏松转变不太现实。由政策预期所带来的7月行情走到这里也就必然终结了。就短期而言，经济数据所显示的信号意义就尤为重要了。下周三将公布的PMI数据对于当前市场的走势会产生重要的影响，其中库存水平的变动是判断行业调整格局的重要指标。另外，对于CPI的预期也将成后面两周制约市场运行的关键指标。另外，房价的再次蠢蠢欲动所带来的二次调控预期也是制约房地产板块表现的基本因素。因此，8月经济数据公布之前的股指运行仍将以弱势为主。在价格调控目标尚未实现的情况下，任何对于政策放松的预期都是奢望。

基于上面的分析，我们认为从两条主线展开配置较为理性。第一，降低中小盘的配置，提高调整充分、受政策调控影响较小或对政策调控已有成分反映的低PE蓝筹，如建筑建材、化工、钢铁等。第二，沿着库存周期的调整路径进行配置，看好乘用车、家电等终端需求行业的表现。这些行业调整较为领先，其率先走出低迷的概率较大。

美元指数走向、估值变动与报告索引

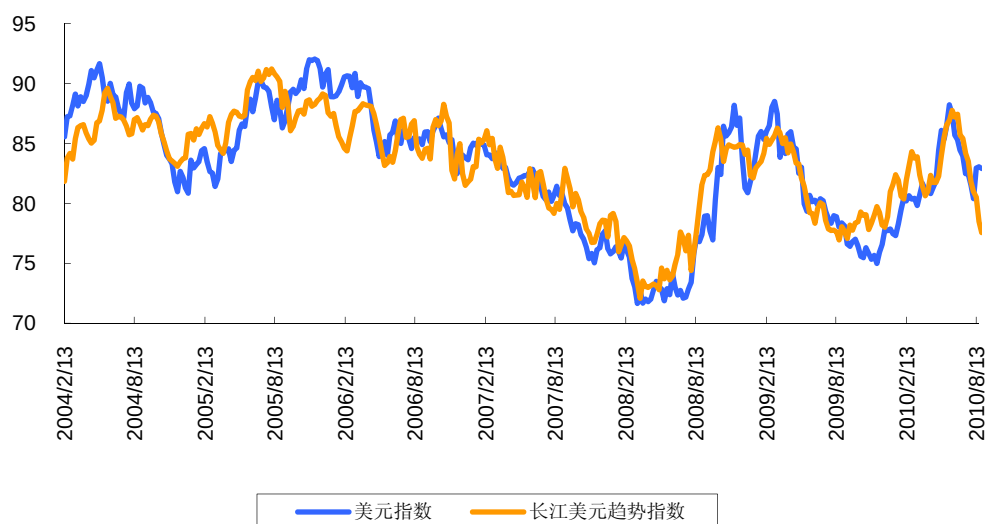
美元指数走向

长江美元趋势指数为长江证券研究所编制的跟踪美元趋势的指数；该指数参考了基本面、资金流向（向新兴市场、向发达市场）以及当前市场情绪投资情绪四方面因素；并基于部分代表性指标编制而成，对于美元短期走势有一定的前瞻性。

上周的美元在单日创出近期罕见的大幅上涨之后，到目前仍保持近一周的持续回升态势，但在经历了自88高位的一路下跌之后，是否已进入了一个开始筑底，并开始向中期美元的强

势过渡，我们认为目前仍言之尚早，尽管较前期短暂的欧强美弱格局，这一局面开始出现了一定的松动局面，但是无论从中长期的基本面差异还是短期的交易性需求都难以看见反转拐点的迹象。我们依旧保持相对较为谨慎的态度，是否已经明确进入了一个筑底过程，仍需对月内指标进行跟踪和确认。长江美元趋势指数走向表明，美元指数的短期下行仍为一个大概率事件。

图 4：美元趋势指数走向



资料来源：长江证券研究部

行业及风格估值比较

表 3：行业估值比较

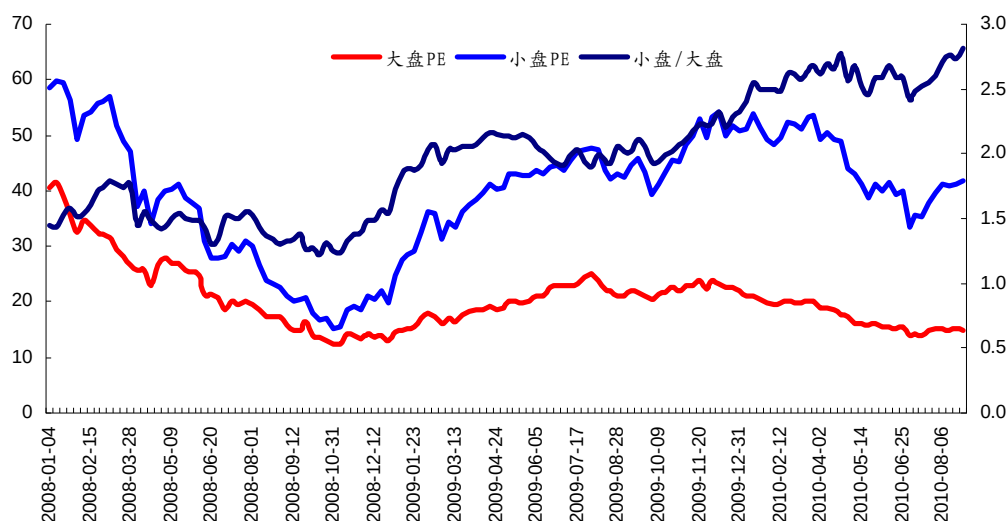
行业	PE(TTM)	PE2010E	PB
采掘	16.56	13.65	23.63
餐饮旅游	53.01	45.35	43.82
电子元器件	56.62	47.07	8.33
房地产	21.38	16.78	9.46
纺织服装	35.52	30.12	13.50
公用事业	27.30	24.75	12.10
黑色金属	17.17	16.34	14.07
化工	19.15	16.43	18.11
机械设备	31.39	25.72	8.19
家用电器	23.56	20.00	7.44
建筑建材	20.62	17.13	10.20
交通运输	24.17	18.70	15.65

交运设备	21.06	19.64	9.06
金融服务	11.88	10.71	3.11
农林牧渔	57.35	37.9	26.83
轻工制造	27.93	23.81	8.18
商业贸易	36.55	29.05	10.37
食品饮料	37.68	31.75	32.21
信息服务	53.76	41.52	6.13
信息设备	37.37	31.32	5.87
医药生物	36.73	33.01	11.04
有色金属	40.03	34.42	20.03
综合	43.23	28.78	10.60

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在风格上，上周小盘溢价再次攀升，达到了 2008 年以来的新高。

图 5：大小盘风格估值变动



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

长江证券宏观策略一周报告索引

表 4：长江证券宏观策略近期报告索引

分 类	主 题	日 期
宏观经济	宏观经济月度指标数据库 2010-08-27	2010-8-27
投资策略	中小盘选股策略之特锐德：订单充裕，期待多领域发展	2010-8-27
海外市场观察	美元 Libor 回落的背后——加息、美元与大宗，全球重要宏观变量剖析	2010-8-27
宏观经济	宏观经济月度指标数据库 2010-08-26	2010-8-26
海外市场观察	美国 7 月房地产数据评述：销售大幅下滑下的政策判断	2010-8-26

宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-08-24	2010-8-24
宏观经济	宏观经济日度指标数据库 2010-08-23	2010-8-23
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 8 月 23，第 99 期	2010-8-23
投资策略	每周投资策略 100823：上行动能已然枯竭，调整无法避免	2010-8-23
海外市场观察	金融市场半月报 20100822--避险情绪主导美元显著回升	2010-8-23
海外市场观察	美国经济指标数据库	2010-8-21

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

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策略分析师，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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。