

市场弱势依旧 维持下半年 “hit and run”策略

证券分析师：郭艳红
执业编号：S0360210030002
Tel：010-59370855
Email：guoyanhong@hczq.com
联系人：胡国鹏
Tel：010-59370819
Email：huguopeng@hczq.com

相关研究报告

事项

7月25日，上证指数下跌2.96%，沪深300指数跌幅为3.25%，中小板指数暴跌3.74%。

主要观点

一、5月份以来的市场逻辑

5月份巴博士在华创第7届高端论坛中指出“政策超调、过度紧缩的风险正在加大”，并提出了宏观经济和市场的7大风险。华创策略指出紧缩政策“加时赛”延续，政策超调担忧不断增加，市场延续弱势、继续寻底。

6月份，策略月报认为由于经济环比下滑最快时期到来以及政策放松预期可能出现阶段性反弹机会，但是我们强调仅是反弹而非反转。在金融资本和产业资本转换的报告中我们根据托宾Q值的测算，上证指数的支撑位置在2500点附近。

7月份，下半年策略我们提出了“hit and run”策略，认为国内经济再均衡过程一波三折，导致A股市场呈现出典型的区间波动走势。随后各期策略周报中我们均认为反弹的空间和力度将受到制约。

本周一早，我们发出《流动性偏紧和资金价格高企或成常态》及《债券市场城门失火，殃及股票市场》的快评，提出上周债券市场以及货币市场的异常波动通过三种方式对股票市场产生影响，即流动性紧张波及股票市场，市场情绪的放大效应以及高资金成本带来的估值冲击，市场短期走势不乐观，预期此因素将在中期内对市场构成影响，短期即便改善，改善程度也难以乐观，有赖于通胀的实质性下行，资金市场的机制重回顺畅。

二、后续市场看法

短期看，市场上下均有限，根据托宾Q理论的测算，上证指数的支撑位置在2500点，对应的下跌空间不足10%，同时如果市场反弹，反弹的力度也将有限，我们认为上证指数的核心运行区间在2500-2900之间，短期市场仍难以摆脱震荡运行的态势。中期看，三季度市场受抑制，四季度谨慎看多，维持下半年“hit and run”策略。行业方面：3季度逐步减少对水泥、煤炭、机械等的配置，4季度关注投资超预期向消费超预期的战略转变。关注顺应结构调整的行业例如白酒、家电、电源设备，此外短期关注成本改善类行业例如自控设备、民爆、半导体材料、化学原料药和汽车及零部件等。

一、5 月份以来的市场逻辑

5 月份，巴博士在华创第 7 届高端论坛中指出“政策超调、过度紧缩的风险正在加大，并提出了宏观经济和市场的 7 大风险。华创策略指出紧缩政策“加时赛”延续，政策超调担忧不断增加，市场延续弱势、继续寻底。6 月份，策略月报认为由于经济环比下滑最快时期到来以及政策放松预期可能出现阶段性反弹机会，但是我们强调仅是反弹而非反转。在金融资本和产业资本转换的报告中我们根据托宾 Q 值的测算，上证指数的支撑位置在 2500 点附近。7 月份，下半年策略我们提出了“hit and run”策略，认为国内经济再均衡过程一波三折，导致 A 股市场呈现出典型的区间波动走势。随后各期策略周报中我们均认为反弹的空间和力度将受到制约。

- 5 月 19 号，巴博士在华创第 7 届高端会对宏观经济形势做了展望，认为：“政策超调、过度紧缩的风险正在加大”，并提出了宏观经济和市场的 7 大风险：1、目前利率水平反映出的实际紧缩程度已经接近 2007 年水平；2、我们有调控过度的传统；3、市场继续经历全流通的洗礼；4、去库存化将继续；5、房地产调控效应正在显现；6、地方政府融资平台风险开始显现；7、银行估值面临压制。
- 5 月 22 日，策略周报《紧缩政策“加时赛”加大超调风险，市场继续寻底》。认为：地产、汽车业不景气及其他紧缩政策使经济增速已经回落，而滞后的通胀使得以通胀为锚定目标的紧缩政策“加时赛”延续，政策超调担忧不断增加，市场延续弱势、继续寻底。行业层面仍无显著机会，低估值如银行业、业绩较明确的行业如白酒有避风港作用，可继续关注。
- 6 月 6 日，月报《经济下滑幅度最大时期将过，股指存在阶段性反弹机会》。认为：PMI 显示经济增速放缓仍在继续，随后公布的工业增加值将显示出经济增速放缓的力度较大，此种情形出现，既是政策累加效应的体现，也受到部分临时因素的影响，其中汽车工业受日本震灾影响导致交运设备行业负面影响显著扩大；电力紧缺导致拉闸限电行为也对经济活动造成直接冲击，综合看，5 月份最迟 6 月初，可能是经济活动最弱的时期。从影响经济活动的推动力看，与去年相比，后续即将出现的复苏，其力度以及质量都相对较弱。市场方面，6 月份可能出现阶段性反弹机会，建议从以下角度跟踪行业机会：需求改善程度较大的行业，如汽车及汽车零部件、机械设备等；需求维持高景气，前期受系统性风险影响的行业，如水泥和煤炭；暂时回避低弹性、低估值的权重行业，如银行业。我们仅强调本轮行情仅是反弹，主要逻辑是经济环比下滑最快时期已经过去以及市场情绪修复，无论从力度还是从质量上都相对较弱，从而将制约反弹空间，反弹持续性有待观察通胀水平治理情况。
- 6 月 28 日，投资报告《在货币政策正常化过程下寻找全流通 A 股的估值中枢——从托宾 Q 值看产业资本与金融资本转换视角下的估值中枢》。认为：2007 年以来启动的全流通改革重置了中国资本市场成立以来几乎所有的估值参数，特别是为金融资本与产业资本之间的转换扫除了制度障碍，基金等在股权分置时代对流通股估值具有重要话语权的机构投资者在全流通改革中逐步丧失了主导性的话语权。2009—2010 年中国为应对危机所推出的超常规刺激性政策提供的充足流动性，客观上对冲了全流通进程中金融资本向产业资本转换的巨大压力。随着货币政策逐步回归常态化，2007—2008 年一度启动的金融资本向产业资本相互转换的机制以及由此推动的资本市场寻找新的价值中枢的过程重新启动，近期二级市场减持活动显著活跃，正在验证该判断。通过各种情景分析，沪深 300 板块目前接近均衡状态，下跌空间相对有限，按照 08 年以来均值计算约 10%左右，即沪深 300 指数在 2700 点左右，对应上证指数 2500 点左右。但中小企业板块与市

场历史均值相比仍旧具备较大下跌空间，约 25%左右，对应点位 4400 点左右。

- 7 月 1 日，中期策略报告《分享最后的投资超预期快餐，布局结构转型长宴》。认为：国内经济再均衡过程一波三折，导致 A 股市场呈现出典型的区间波动走势，下半年宜采取 "Hit And Run" 的策略（见好就收）。托宾 Q 测算的上证中长期支撑区域为 2500 点左右，市场中期拐点出现有赖于投资增速缓慢下滑下的经济软着陆，即投资超预期即将结束向消费超预期的顺利转变，初次契机在 4 季度甚至明年 1 季度。三季度投资需求仍将超预期，对经济下滑的担忧将好转，市场有可能出现一轮快速反弹。行业配置：预期 3 季度为最后一次投资超预期，景气度较高的投资类行业可以分享至 3 季度，随后布局结构转型长宴，关注盈利能力持续提高、相对估值溢价较低的错杀行业；短期关注存在盈利能力改善预期、已经大幅下跌的行业。
- 7 月 10 日，策略周报《政策信息依然模糊，反弹空间不宜期望过高》。认为：基本面改善和政策放松预期带来的短期反弹受到了经济趋势性下滑以及物价高位盘整的冲击，当前政策面释放的信息依然模糊，反弹空间不宜期望过高。操作上坚持在中期策略报告提出的 "hit and run（见好就收）" 策略。行业方面 3 条配置主线：景气触底回升行业例如汽车、电子以及软件等；确定性行业例如白酒、家电等；主题性投资机会例如下半年大规模水利建设和保障房建设所引致的投资机会。
- 7 月 17 日，策略周报《掘金中报：寻找超预期行业》。认为：自 6 月初以来盈利阶段性改善正逐步得到业绩公告印证，从而由此推动的反弹仍在持续。目前看，改善空间将有限，此轮反弹仍将体现出阶段性特征。从已经公布业绩预警以及分析师预期看，整体盈利虽然保持平稳，但行业和风格分化明显，大盘业绩稳定，中小盘下滑严重。
- 7 月 24 日，策略周报《难以摆脱震荡市，行业轮动由“投资类”向“消费类”过渡》。认为：资金成本高企下的相对高估值制约反弹，但与 05 年 2 季度和 08 年 3 季度类似的绝对低估值又起到支撑作用，震荡市将延续。与 02 年至 04 年震荡市相比，目前出口景气度较低，高投资增速带来的负面更大，政策面力图培育消费和新兴产业的推动力，导致此次震荡市体现出显著的行业轮动特征，无独立行情的行业出现。今年以来持续超预期的投资增速、持续低于预期的消费增速有可能在 3 季度逐渐改变，二级市场也将逐渐体现这种过渡。

二、后续市场看法

短期看，市场上下均有限，根据托宾 Q 理论的测算，上证指数的支撑位置在 2500 点，对应的下跌空间不足 10%，同时市场若有反弹，反弹的力度也将有限，我们认为上证指数的核心运行区间在 2500-2900 之间，短期难以摆脱震荡运行的态势。中期看，三季度市场受抑制，四季度谨慎看多，维持下半年 "hit and run" 策略。行业方面：3 季度逐步减少对水泥、煤炭、机械等的配置，4 季度关注投资超预期向消费超预期的战略转变。关注顺应结构调整的行业例如白酒、家电、电源设备，此外关注成本改善类行业例如自控设备、民爆、半导体材料、化学原料药和汽车及零部件等。

- 短期看，市场上下空间均有限。根据托宾 Q 理论的测算，上证指数的支撑位置在 2500 点左右，对应的下跌空间不足 10%。但反弹的力度也将有限，主要受制于经济趋势性下滑、三季度去库存、通胀高位运行、政策难言放松等因素。我们认为上证指数的核心运行区间在 2500-2900 之间，短期难以摆脱震荡运行的态势。

- 中期看，三季度市场受抑制，四季度谨慎看多，维持下半年“hit and run”策略。我们3季度将是投资最景气时期，此时应逐步减少对投资类行业的配置；4季度关注投资超预期向消费超预期的战略转变，重点配置消费类行业。
- 行业配置。投资在三季度可能再超预期，3季度逐步减少对水泥、煤炭、机械等的配置，4季度关注投资超预期向消费超预期的战略转变；其次，目前实为结构调整阶段，存在一些行业顺应该趋势，综合估值溢价和盈利能力后，关注白酒、家电、电源设备等；最后，4月份以来逐步回落的原材料成本，应当使部分行业存在盈利改善预期，关注自控设备、民爆、半导体材料、化学原料药和汽车及零部件。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801