

分析师： 邓二勇 (8621) 68751256 dengey@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120005
联系人： 吴邦栋 (8621) 68751256 wubd@cjsc.com.cn

即时投资策略：短期情绪的积攒和结构性机遇

报告要点

■ 通胀担忧情绪再起扰动今日市场

从短期的市场情绪来看，中共中央政治局召开的会议成为了市场再度讨论 CPI 会否超预期的引发点，这也致使了今日市场情绪较为悲观的主要原因。

但是，需要强调的是，从基本面的分析上来看，我们是支持货币政策在下半年难有明显起色的，并且也认为 CPI 的问题并没有那么容易解决，更可能是高位运行，下半年缓慢下降的态势，但是对于市场而言，我们觉得当前仅是中央会议表态下脆弱情绪的再度短期反应，并不是真正到了开始兑现基本面的时点

■ 中小企业调研映射中期压力犹存

近期广东地区新闻报道中小企业倒闭潮再起，对此我们也通过调研的方式有所了解，而这里我们只想通过这个调研的事实来进一步论证中期市场依旧存在的压力，经济和通胀的问题其实只是再被一步步的延长，完全没有解决。因此，从表面上看，反应的就是经济和通胀下滑均被放缓的过程，中期隐患的存在也决定了市场仅能存在反弹的机会，风险犹存。

总体来说，广东的中小企业调研说明，一方面目前企业的中期盈利问题仍旧并没有得到解决，所以中期市场并不乐观；另一方面，目前中小企业的需求下滑是连续型的，因此并未呈现出一次性的冲击，这使得市场在短期并不会过于悲观，其他因素成为决定是否反弹的核心变量。

■ 短期结构性反弹与中期风险

最后结合今日市场的走势，以及我们调研和以往的判断，重申一下我们对于下半年市场的几个核心观点：

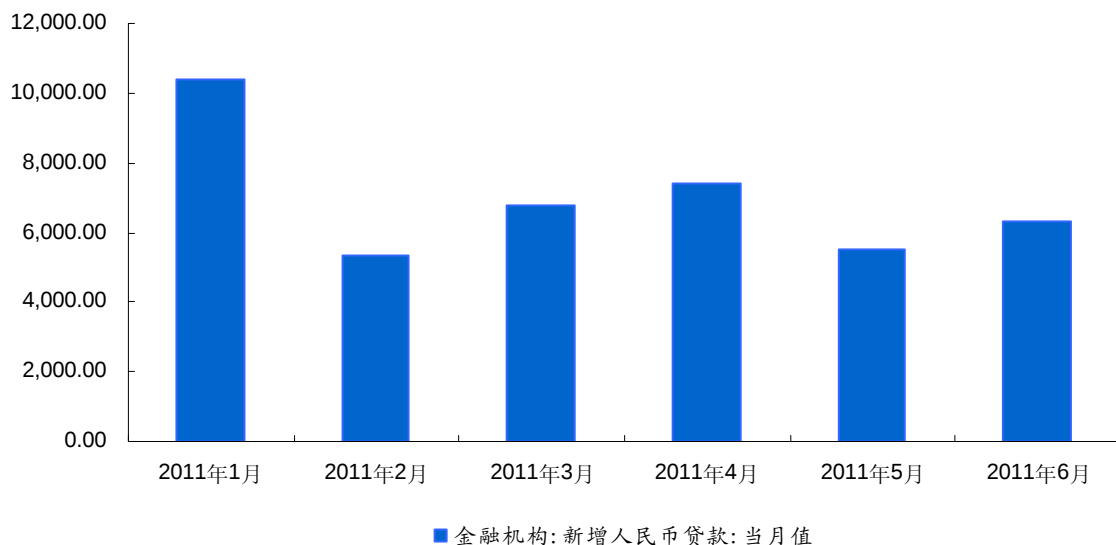
- 1.在三季度的 7-8 月仍旧以反弹为主，但是这与一季度末的行情不同，并不是一个指数上的拉伸过程，更多的体现在结构性的机会上，因此指数向上空间有限，这主要受到周期类，以及银行股在地方融资平台问题上的持续拖累，但回避周期下对消费股的配置，必然难以对指数产生明显的提振，但这并不影响是一个反弹的判断；
- 2.但是中期的情况仍存在诸多风险，因此对于三季度末开始的行情，我们相对较为谨慎。无论是对 CPI 四季度下滑幅度弱于预期的判断，还是中小企业根本问题的持续恶化，还是地方债务解决方案的两难，都是中期的隐患。
- 3.配置上，我们强调“均衡”配置，在当前的环境中，我们更加依赖于通过“自下而上”的行业监控体系来筛选子行业和主题的配置，例如铅酸蓄电池、化工中的醋酸和甲醇等等，这点可以关注我们每半个月发布的《“自下而上”行业监控机会》的报告，这种风格和一季度初通过“自上而下”可以有效配置的风格有所差异。

价格担忧的短期情绪扰动市场

从短期的市场情绪来看，中共中央政治局召开的会议成为了市场再度讨论 CPI 会否超预期的引发点，这也致使了今日市场情绪较为悲观的主要原因。

首先，大家都通胀担忧再起的源头，来源于中央政治局定调中，没有提到保增长而将防通胀继续放在第一位的态度，仅就官方态度而言是低于之前市场预期的。一方面，就信贷投放方面来说，今年上半年截至 6 月份投放额度已达 4.18 万亿元，从绝对值的角度按历年银行放贷规律 3:3:2:2 来计算，下半年的信贷供给量或较上半年更加“紧缺”。且 6 月在高拆借利率的情况下，当月信贷供给仅仅较 5 月份有小幅上升。一系列现象表明，货币政策或将依然偏紧。

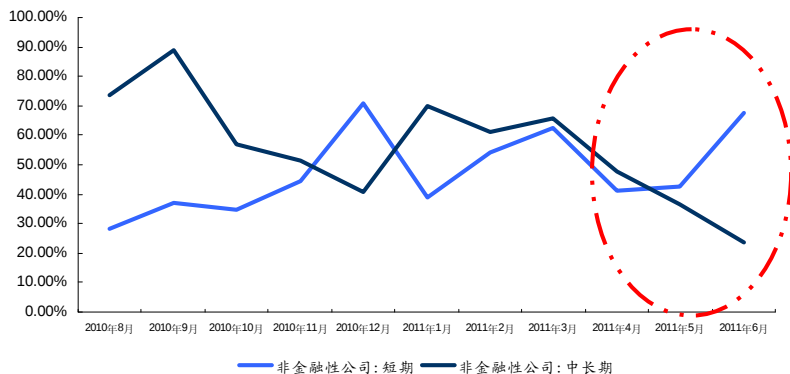
图 5：信贷投放仍然偏紧



资料来源：WIND，长江证券研究部

另一方面，政策也在一定程度上表示了对民间企业的担忧，局部的结构性放松更多的是指试图解决目前尤为关键的企业融资难的这一问题上。短期贷款占比的大幅提升，而中长期贷款持续下降，说明在企业在流动资金面上需求旺盛，但更反映出企业资金面上的紧迫，期望加大短期贷款量解决企业流动性问题。我们认为下半年中调控政策可能就解决企业流动性偏紧上体现出一定的灵活性、针对性，特别是面向中小型企业。

图 6：企业流动性需求旺盛



资料来源：WIND，长江证券研究部

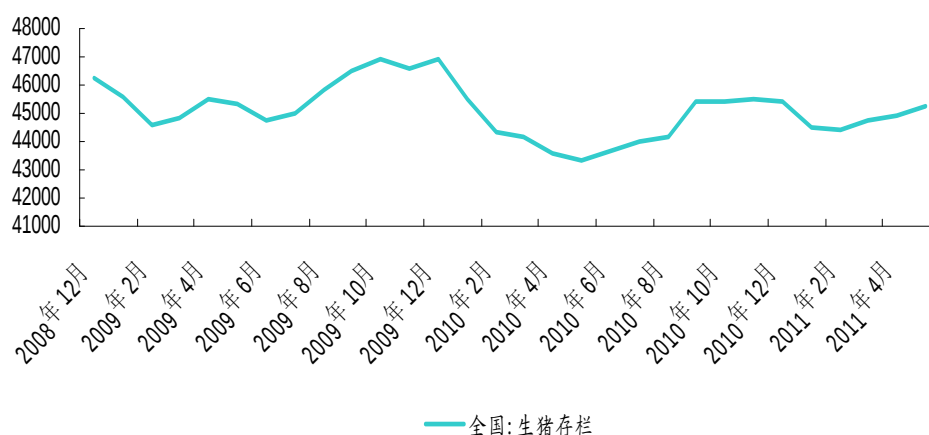
其次，基于政府对通胀的态度，市场对于7月以及后市通胀能否如期见顶开始产生了担忧情绪。一直以来，我们就认为7月的通胀存在创新高的可能，并且如果保持目前这种经济的下滑速度，那么四季度很有可能会下滑的速度弱于目前市场的预期。无论是从猪粮比、能繁母猪存栏以及猪周期的时间特征来看，都并非到了一个很乐观的情况。

图 4: 猪粮比



资料来源: WIND, 长江证券研究部

图 3: 生猪存栏数



资料来源: 财汇, 长江证券研究部

但是，需要强调的是，从基本面的分析上来看，我们是支持货币政策在下半年难有明显起色的，并且也认为 CPI 的问题并没有那么容易解决，更可能是高位运行，下半年缓慢下降的态势，但是对于市场而言，我们觉得当前仅是中央会议表态下脆弱情绪的再度短期反应，并不是真正到了开始兑现基本面的时点。

中小企业调研映射中期压力犹存

另外，近期广东地区新闻报道中小企业倒闭潮再起，对此我们也通过调研的方式有所了解，而这里我们只想通过这个调研的事实来进一步论证中期市场依旧存在的压力，经济和通胀的问题其实只是再被一步步的延长，完全没有解决。因此，从表面上看，反应的就是经济和通胀下滑均被放缓的过程，中期隐患的存在也决定了市场仅能存在反弹的机会，风险犹存。

我们在广东调研的对象主要是涵盖从国有到个体私营的各类企业。而集中的来说，结论如下：

对实体经济的核心结论：

- 1: 和 08 年金融危机的那轮周期相比，目前中小企业的倒闭情况还是存在差异的，本轮实体经济各个企业感受的需求下降（订单）并不是断崖式的，而是缓慢的持续的；因此从这个角度来看，实体经济调整也是个缓慢的过程，不太像快速衰退的情况；
- 2: 从 1-6 月的情况来看，目前让企业感受最困难的其实还是来自于成本端的压力以及其所导致盈利的下降，无论是融资成本的提高、原材料的涨价、人力成本的上升，但价格间接传导到需求仍是次要原因，这也是和 08 年重大的差别，正因为不是需求的冲击为主，所以并未体现出急跌的情况；
- 3: 资金面需求度及紧张程度，最近依然持续攀升，但是更多是中小企业压力，国有及大企业压力不大；
- 4: 对未来而言，实体企业家也在本轮调整预期，大家都是相机决策，我们更加需要关心三季度需求方面是否会产生冲击，如果继续保持我们调研的情况的话，市场就会持续无序的行情；
5. 财政投资的挤出效应和当期这种政策会导致中期企业活力降低，大多数企业的盈利应该都是可以看的见的稳定下降。

总体来说，广东的中小企业调研说明，一方面目前企业的中期盈利问题仍旧并没有得到解决，所以中期市场并不乐观；另一方面，目前中小企业的需求下滑是连续型的，因此并未呈现出一次性的冲击，这使得市场在短期并不会过于悲观，其他因素成为决定是否反弹的核心变量。

短期结构性反弹与中期风险

最后结合今日市场的走势，以及我们调研和以往的判断，重申一下我们对于下半年市场的几个核心观点：

1. 在三季度的 7-8 月仍旧以反弹为主，但是这与一季度末的行情不同，并不是一个指数上的拉伸过程，更多的体现在结构性的机会上，因此指数向上空间有限，这主要受到周期类，以及银行股在地方融资平台问题上的持续拖累，但回避周期下对消费股的配置，必然难以对指数产生明显的提振，但这并不影响是一个反弹的判断；
2. 但是中期的情况仍存在诸多风险，因此对于三季度末开始的行情，我们相对较为谨慎。无论是对 CPI 四季度下滑幅度弱于预期的判断，还是中小企业根本问题的持续恶化，还是地方债务解决方案的两难，都是中期的隐患。
3. 配置上，我们强调“均衡”配置，在当前的环境中，我们更加依赖于通过“自下而上”的行业监控体系来筛选子行业和主题的配置，例如铅酸蓄电池、化工中的醋酸和甲醇等等，这点可以关注我们每半个月发布的《“自下而上”行业监控机会》的报告，这种风格和一季度初通过“自上而下”可以有效配置的风格有所差异。

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。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级策略分析师，研究领域为投资策略及海外市场。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。