

等待清晰的通过信号

市场回顾与总结

7月份,市场结束反弹震荡回落。回顾市场自6月中旬以来的行情主要分两段:一是从沪指2610点至2800点左右的反弹。其宏观驱动力主要来是市场对保增长预期强于控通胀预期,加上超预期的二季度经济数据;二是市场在2800上方遇阻回落。这一阶段的回调主要是,财政政策放松的预期逐渐兑现,但可能再创新高的CPI使市场对通胀的担忧逐渐增强。7月份召开的政治局会议再次强调,下半年以控通胀为宏观调控的首要任务,并未提及保增长的问题,这使得市场货币政策放松的预期受阻。同时,沪指反弹至年线和2800点交织处也存在较重的技术压力,7月23日的高铁追尾事件激发空头力量的释放。

可以看出,对通胀、货币和财政政策的预期是沪指从2610点反弹以来的最大宏观驱动因素,即控通胀和保增长谁更紧迫的预期左右着市场的趋势。

增长无须保、通胀仍须控

7、8月份是生产的淡季,6月工业增加值的大幅反弹可能难以在7、8月份得以持续,在欧美经济受困于高债务的情况下,7月出口增速可能继续回落,预计8月上旬公布的宏观数据可能显示经济短期仍存在下行压力,但从环比来看经济已经趋稳,预计三季度GDP在9.3%左右,这种一增速可能减弱市场对保增长的预期。通胀方面,7月CPI有可能再创新高,预计三季度CPI增速继续创出新高,且不排除增速超过6%的可能,这将强化市场控通胀的预期。而美国债务上限的提高一方面可以促进中国出口,另一方面也会给国内通胀造成压力,这将使我们“增长无须保、通胀仍须控”的观点得到更多认可。

沪指在2600点-2850点之间运行

如上所述,国内外诸多因素都制约市场整体回升幅度。结合技术因素、估值水平等,我们认为,8月份沪指可能在我们中期策略报告中指出的3100点-2600点之间的下半区间运行,即可能在2600点-2850点之间运行

投资建议

总体仓位: 接近2650点附近时考虑适度加仓,接近2850点附近时可以考虑减仓。

配置建议: 风格上,关注中小盘股、新股。行业上,关注有色金属、煤炭、糖企、化工化纤、食品饮料、交运设备、家用电器;题材上,关注信息技术、卫星导航、生物医药、新能源、新材料、建材、水利工程、航母造船、航空航天等。

分析师: 周隆斌

执业证书号: S1490210030002

电话: 010-58568009

邮箱: zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师: 肖波

执业证书号: S1490208020001

电话: 010-58568163

邮箱: xiaobo@hrsec.com.cn

分析师: 范贵龙

执业证书号: S1490109091324

电话: 010-58568061

邮箱: fanguilong@hrsec.com.cn

目录

一、市场回顾与总结	4
1、政策放松预期受阻，市场反弹夭折	4
2、创业板超跌反弹后回调	4
二、增长无须保，通胀仍须控	5
1、经济有下行压力，但增速仍不低	6
2、通胀压力仍难得到有效缓解	7
3、国际环境影响中性偏负面	7
三、市场以整固底部为主	8
1、政策仍以控通胀为主，国际环境和偏紧的流动性制约向上空间	8
2、市场整固底部	9
3、投资策略	9

图表目录

图表 1: 6 月 20 日-7 月 18 日行业表现.....	5
图表 2: 6 月 20 日-7 月 18 日风格表现.....	5
图表 3: 7 月 19 日-7 月 26 日行业表现.....	5
图表 4: 7 月 19 日-7 月 26 日风格表现.....	5
图表 5: 控通胀预期强于保增长.....	5
图表 6: 先行指标继续下滑.....	6
图表 7: 6 月工业增加值增速的反弹不具有可持续性	6
图表 8: 猪肉价格继续大涨.....	7
图表 9: 农产品指数继续回升.....	7
图表 10: 美国提高债务上限.....	7
图表 11: 利率再上一个台阶.....	8

一、市场回顾与总结

1、政策放松预期受阻，市场反弹夭折

自沪指触及 2610 点以来，左右市场趋势的因素主要是对通胀形势和政策预期的变化。6 月底各机构较为一致的认为，6 月份 CPI 可能成为全年高点，下半年通胀压力有望逐渐缓解，货币政策或将出现微调。同时，财政政策更加积极，以确保经济增长，即下半年“保增长的力度会大于控通胀”。随后的事态也基本按照这一预期方向发展，加上二季度宏观数据超预期打消了市场对经济二次探底的担忧，期间虽然欧债危机的担忧一度高涨，但沪指仍然在国内因素的推动下从 2610 点反弹至 2800 点附近。

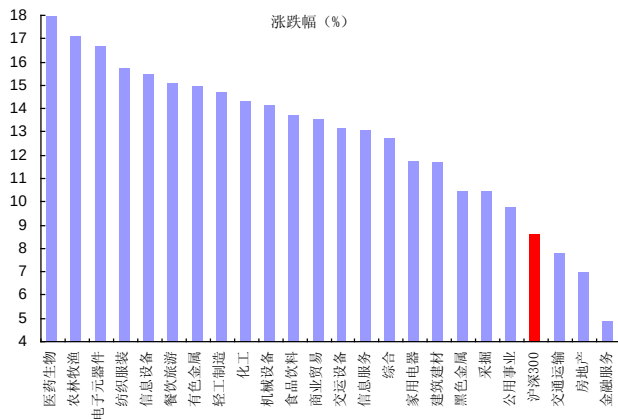
然而，7 月份的高频数据陆续公布后，CPI 走势似乎并未按照预期的那样在 6 月份出现全年高点，通胀压力似乎没有减轻的迹象，而 7 月份召开的政治局会议再次强调，下半年以控通胀为宏观调控的首要任务，并未提及保增长的问题，这使得市场货币政策放松的预期受阻，而国际上美国提高债务上限的问题也困扰着 A 股市场，如果美国债务上限提高幅度过大势必导致美元贬值，使全球大宗商品价格反弹，进而加剧国内通胀压力。从技术指标来看，沪指反弹至年线和 2800 点交织处也存在较重的技术压力，7 月 23 日的高铁追尾事件激发空头力量的释放，在反复争夺 2800 点之后市场最终以放量长阴线方式结束本轮反弹行情。我们可以看到，7 月上旬和中旬多空双方始终围绕 2800 点激烈争夺，但随着市场对物价走势以及货币政策的预期的逐渐变化以及重大利空时间的出现，市场在下旬破位向下。

2、创业板超跌反弹后回调

从市场角度来看，本轮反弹实际上是市场信心的恢复和情绪的变化，进而市场估值得到修复的过程，而对经济和企业基本面的反映较为有限。自 6 月 20 日沪指触及 2610 点至 7 月 18 日沪指创下本轮反弹新高，沪深 300 的整体估值水平从 12.9 倍提升到的 13.7 倍。从行业层面看，前期跌幅较大的医药生物、农林牧渔和电子元器件板块大幅反弹 17.9%、17.1%和 16.3%，同期沪深 300 上涨 8.6%，金融、地产、交运等低估值板块涨幅跑输沪深 300，煤炭板块涨幅也仅比沪深 300 高 1.8 个百分点。从风格上看，前期跌幅较深的创业板、中小板分别上涨 18.9%和 17.3%，大盘股仅上涨 5.4%；高估值板块上涨 13.8%，而低估值板块上涨 6.5%。这些特征均显示自 6 月 22 日至 7 月 18 日更多的体现了市场信心恢复中超跌板块的反弹，尚没有体现公司的基本面。

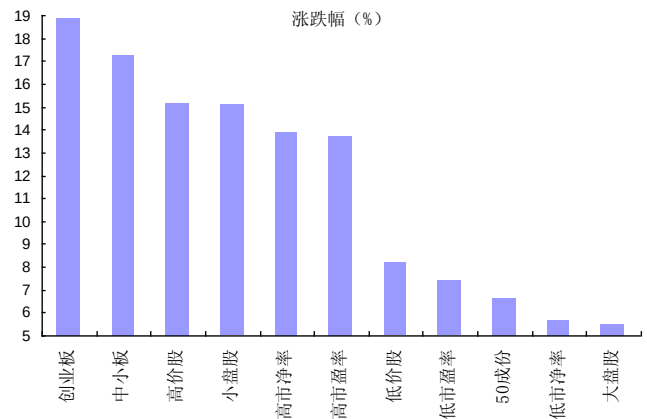
7 月 19 日之后，市场对通胀和宏观政策取向的预期发生变化，反弹幅度较大的板块也出现回调要求。同时，沪指也存在较重的技术压力，国际环境有出现美国提高债务上限等问题，高铁追尾促使这些利空因素集中爆发。7 月 18 日至 7 月 26 日的调整中，从风格上看，也以创业板和中小板调整幅度最大，分别下跌 5.7 和 5.3%，同期沪深 300 下跌 4.8%。行业方面，与投资相关度较高的建筑建材、钢铁和机械分别下跌 7.4%、7.1%和 6.4%，食品饮料、餐饮旅游以及商贸等消费板块调整幅度较小。但我们也看到，市场对经济以及企业基本面的预期并没有出现恶化迹象。因此，市场下跌深度也较为有限，沪指在 2650 点出现较强支撑。

图表 1：6月20日-7月18日行业表现

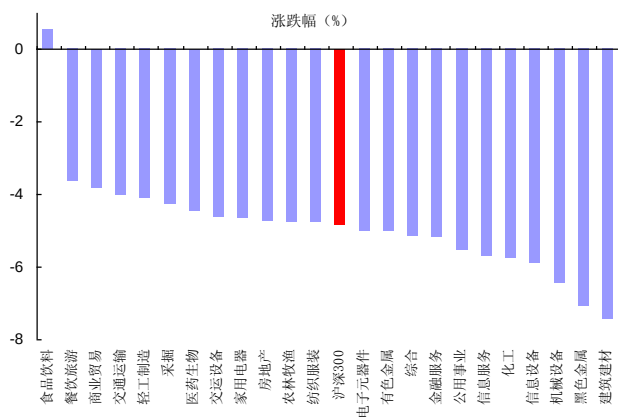


数据来源：Wind、华融证券

图表 2：6月20日-7月18日风格表现

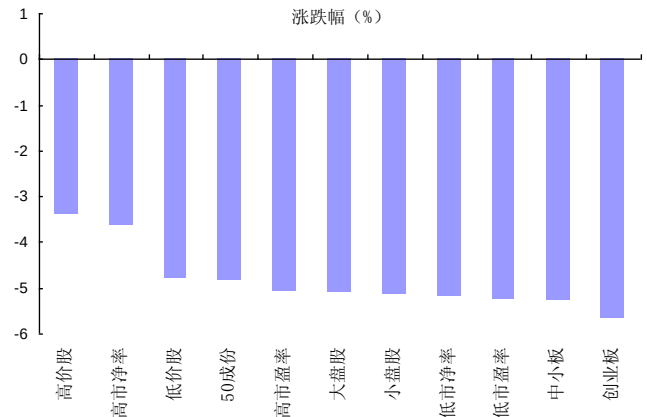


图表 3：7月19日-7月26日行业表现



数据来源：Wind、华融证券

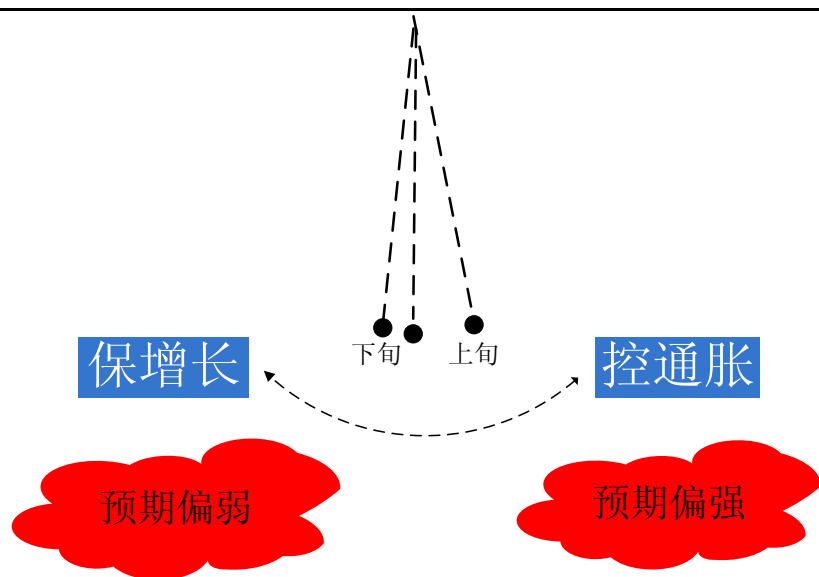
图表 4：7月19日-7月26日风格表现



二、增长无须保，通胀仍须控

7月份市场对政策取向的预期是“随着物价的回落，下半年保增长的迫切性大于控通胀”，由此触发了市场的反弹，随后控通胀的预期逐渐增强，保增长预期有所淡化，市场也随之回落。可以认为，市场基本上是在这两种预期的动态变化下运行的。8月份，市场在保增长和控通胀预期上的变化仍是左右市场运行的关键力量。

图表 5：控通胀预期强于保增长



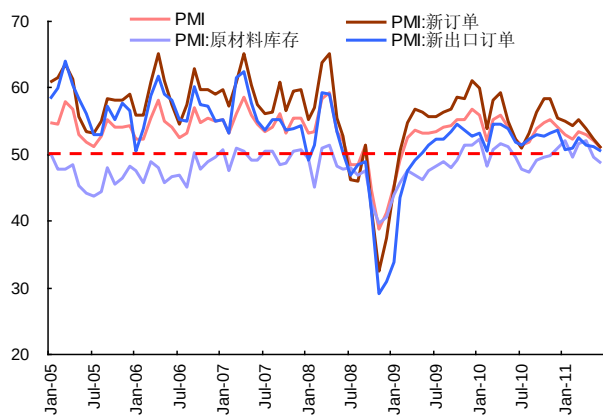
数据来源：Wind、华融证券

1、经济有下行压力，但增速仍不低

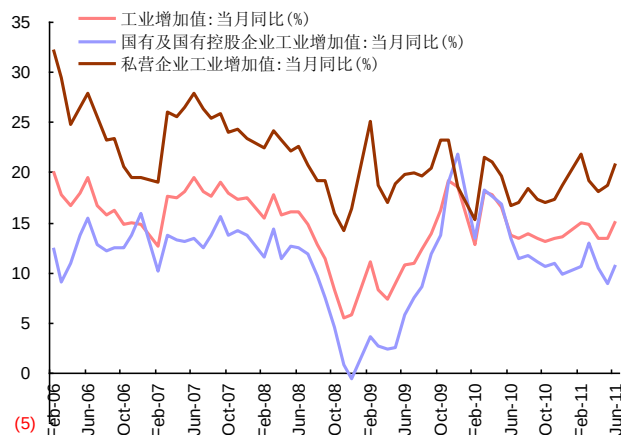
7、8 月份是生产的淡季，6 月工业增加值的大幅反弹可能难以在 7 月份得以持续，在欧美经济受困于高债务的情况下，7 月出口增速可能继续回落，预计 8 月上旬公布的宏观数据可能显示经济短期仍存在下行压力，届时，市场对经济回落的担忧将增强，对市场构成短期冲击。随着市场对经济指标回落的消化，8 月中下旬，保增长的预期有望再次引起市场关注，但由于 7 月份政府已经针对保障房、水利等重大投资项目出台了一系列政策，未来政府保增长的政策可能不会太明显，对市场的刺激也不及 6 月底、7 月初那么明显。

从环比来看，经济增长已经开始趋稳，预计三季度 GDP 增速在 9.3% 左右，三季度数据陆续公布后，部分前期预计四季度 GDP 会低于 8% 的机构可能上调其对经济增长的预期，这一 GDP 增速有望使市场形成“增长无须保”的观点。

图表 6：先行指标继续下滑



图表 7：6 月工业增加值增速的反弹不具有可持续性



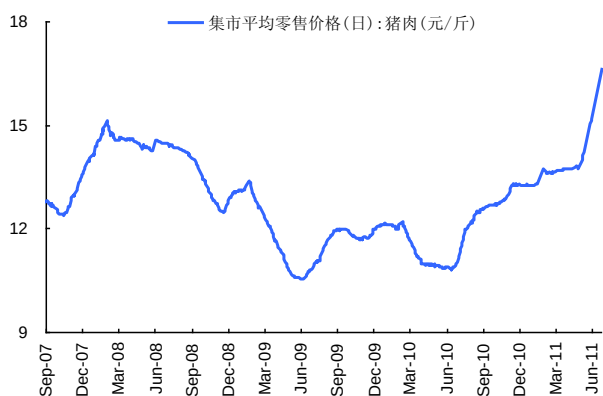
数据来源：Wind、华融证券

2、通胀压力仍难得到有效缓解

在中期策略报告中多数机构均预测 6 月 CPI 可能成为全年高点，下半年物价逐渐回落，但根据已公布的高频数据来看，7 月前四周商务部监测的粮、油、肉、蛋、禽以及水产品环比继续上升，仅有蔬菜出现回落，农业部公布的农产品价格指数同比上涨 17.6%，比 6 月份扩大 1.3 个百分点。非食品价格中的房租也有所上升。虽然翘尾因素在 6 月份达到高点，但新增因素的影响仍在扩大，非食品价格上涨压力仍然很大，通胀压力仍没有得到有效缓解。

统计局公布 7 月 CPI 可能再次创出新高，届时，控通胀将占据上风，市场难免出现震荡。预计三季度 CPI 可能继续创出新高，且不排除增速超过 6% 的可能，这将强化市场“通胀仍须控”的预期。

图表 8：猪肉价格继续大涨



数据来源：Wind、华融证券

图表 9：农产品指数继续回升



3、国际环境影响中性偏负面

国际方面，欧债危机向意大利等国蔓延的势头并没有持续，对希腊的援助也能使其度过偿债高峰期，欧债危机的担忧暂时得到缓解，其对市场的影响逐渐趋于中性。但美国债务上限提高对全球和中国的影响仍不明朗，无论民主党和共和党最终达成什么样的协议，最终提高债务上限是确定无疑的，只是提高的幅度和频率不确定而已。

美国债务上限的提高，一方面会压低美元，导致以美元标价的大宗商品价格上涨，加大国内输入型通胀的压力，另一方面，可以促进美国经济的恢复，有利于中国对美出口，但短期内，国内控制物价的迫切性要大于经济增长的需求。从资本市场角度来看，国际大宗商品价格的上涨可能会给有色、煤炭等板块带领一定的投资机会，但这种投资机会较为短暂。因此，国际环境整体上对 A 股形成的行业是中性偏负面。

图表 10：美国提高债务上限

政府债务总额
每一财年年底 以万亿美元计



数据来源：路透、华融证券

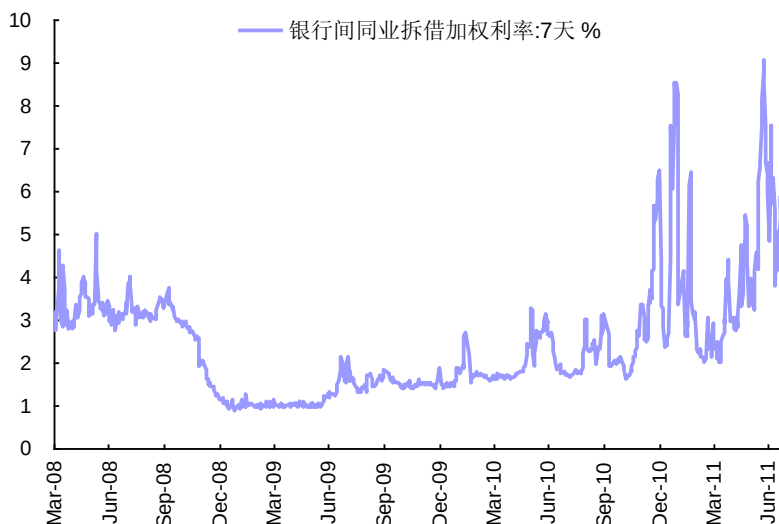
三、市场以整固底部为主

1、政策仍以控通胀为主，国际环境和偏紧的流动性制约向上空间

如上所述，对保增长和控通胀的预期左右着市场的趋势，目前 9.5% 的 GDP 增速尚谈不到保增长的问题，而高企的 CPI 却是实实在在的压力。因此，短期内政府政策重点仍在控通胀，虽然市场对保增长的预期会时而出现，但并不会持续太久。在整个宏观政策基调以控通胀为首要任务的情况下，央行的货币政策也不会出现明显的松动，以防止货币供给的反弹再次给物价造成压力，因此，控制流动性依然是货币政策的方向之一。对于货币政策工具的选择，我们认为，在经济处在下行通道的情况下，央行连续两个月加息的概率并不大，如果 7 月 CPI 再超预期、外汇占款有所增加，不排除央行在 8 月份上调存款准备金率的可能。我们维持中期策略报告中指出的“货币政策保持现有力度的判断”。

另外，银监会主席刘明康表示，下半年要完善原有地方融资平台续建项目的规范工作，禁止用信贷资金支持不符合要求的新平台和新项目；对于到期的地方融资平台贷款本息，不得展期和贷新还旧，这说明下半年银行对平台贷款“收”的力度大于“放”。从二级市场来看，国际板的推进、创业板和中小板 IPO 持续进行等因素，都对市场流动性构成压力。总体上看，市场向上的空间仍受到宏观政策和流动性偏紧的制约。

图表 11：利率再上一个台阶



数据来源：Wind、华融证券

2、市场整固底部

我们在中期策略报告中对下半年市场运行节奏的判断中，第一阶段基本完成，即“财政政策放松推动市场转折、市场信心恢复提升估值水平、中小板和创业板反弹”。8 月份，将是市场对经济、通胀和政策预期的判断和重构的过程，这一阶段市场对基本面的预期仍难以转向乐观、对通胀的担忧仍然存在、流动性也处在偏紧状态、国际环境依然动荡，市场面临的宏观环境仍不是十分宽松。

从技术上看，2850 点附近不仅是 3100 点-2600 点之间的中间点位，也是半年线的交织处，半年线是投资者判断市场中期走势的重要技术关口，是市场自今年以来反复震荡的中枢，半年线有着特殊的意义。因此，市场向上空间较为有限。

我们维持中期策略报告中提出的“沪指底部区域在 2500 点-2650 点之间”的判断。从整体估值水平来看，沪深 300 目前 PE 在 13.7 倍，这一水平比沪指 1664 点时的估值水平高 7%，比历史最低水平（2005 年 7 月）高 11%，比沪指在 2319 点时的估值水平低 7.3%。因此，市场目前整体估值水平已经接近几次历史底部区域，处在相对较低的水平；技术面看，2009 年 8 月沪市于 3478 点暴跌低点 2639 点，与 2010 年 7 月 2 日沪市于 2319 点反弹以来的颈线位 2650 点（也是 2319 点反弹以来的黄金中位线），以及 2011 年 1 月 25 日沪市起涨低点 2661 点基本重合，四线交汇重合，对沪指构成较强支撑，本轮调整也在 2650 点附近遇到较强支撑；与历史估值水平对比，假定行业 PE（PB）回到沪指在 1664 点的水平，则对应上证综指点位为 2567 点（2598 点）。

综上所述，我们认为，8 月份沪指可能在我们中期策略报告中指出的 3100 点-2600 点之间的下半区间运行，即可能在 2600 点-2850 点之间运行。

3、投资策略

由于控制通胀仍是 8 月货币政策的焦点，虽然通胀或现拐点，但美国即将实施的提债计划势必加剧通胀压力，货币政策不会松动，市场预期的货币政策松动或将继续

滞后，因此，市场流动性受限，市场不具备发动趋势性行情的条件。

鉴于市场总体估值偏低，同时，上市公司中报好坏存在结构性差异，并且，经过下跌后的中小板、创业板 IPO 估值都有较大幅度的下调，在上述市场环境下，市场活跃资金将是市场的主导力量。从活跃资金的流动特点看，题材炒作将是主流特征。估值低、行业价格上涨、需求回升、政策主导、通胀驱使、国防、中小盘、新股等都会成为轮动炒作的理由。

总体仓位建议：由于市场整体上行和下跌空间都较为有限，因此，在总体仓位上，建议接近 2650 点附近时，可以考虑适度加仓，接近 2850 点附近时可以考虑适减仓。

操作建议：震荡行情中题材股往往表现的十分活跃，注意跟随市场热点快进快出，控制好市场轮动节奏。

风格方面：建议更多关注中小盘股、新股。

配置建议：

1、在估值偏低、行业价格上涨、需求回升等题材方面：建议关注有色金属、煤炭、糖企、化工化纤。

2、在政策主导方面：建议关注战略新兴产业中的信息技术、卫星导航、生物医药、新能源、新材料；水利建设和保障房建设中重点关注建材、水利工程等相关公司。

3、在通胀驱使方面：建议关注食品饮料、交运设备、家用电器等。

4、在国防军工方面：建议关注航母造船、航空航天等。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn