

经济趋缓下的平淡市场节奏

报告要点

■ 短期“硬着陆”风险减弱

我们分别从工业增加值环比推算下的情景假设、旬度发电量数据的纵向对比、微观库存的缓慢下降三个角度，验证经过了6月的环比大幅反弹之后，即使在7、8月经济不增长的情况，工业增加值的同比水平，也很难回落到13%以下的水平。而这最能说明的问题就是——在短期内，经济将会变为缓慢下滑，“硬着陆”的风险尽管并不是已经度过，但存在了时间换空间的现象，整个小周期衰退的过程再被逐渐的拉长。

■ 市场核心变量在向通胀转移

由于短期内经济下滑的风险已经缓解许多，因此我们判断二季度对经济的担忧情绪将再度逐渐向通胀倾斜，短期内通胀将接过经济的接力棒，成为市场的核心变量，而三季度对通胀而言，最重要的就是“见顶”，从历史经验来看，见顶不会出现超预期，只会兑现预期，但同时兑现预期并不会给市场带来明显的提振。

■ 库存整体出现反复，景气度向上下游集中

6月库存主要有三点结论：1.印证了下滑速度的缓慢，所以短期经济也不会出现快速下滑；2.权重行业出现了反复，除钢铁、通信设备外，出现了补库存的情况；3.库存周期景气度较高的被动去库存，更多的是出现在上游的资源品行业和偏下游的必须消费品行业。。

■ 6月行业配置建议

我认为八月的上半个月仍旧能维持震荡向上，以及非权重板块的结构性反弹行情。但下旬市场须经受风险点的考验，一是物价周度的跟踪是否在下旬指示8月CPI存在超预期的情况；二是根据我们近期的调研，中小企业在下旬会否出现集中性的倒闭。

板块上，指数缺乏大变数的情况下，转向均衡配置更为有利。相对建议房地产、消费类中成长确定性较高的、家电；主题上看好铅酸蓄电池主题的持续性。

相关研究

《2011年6月资产配置专题：“涅槃凤凰”何时才能再度“重生”？》，邓二勇，吴邦栋，2011年5月31日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴邦栋

(8621) 68751256

wubd@cjsc.com.cn

正文目录

1 经济基本面：缓慢衰退的兑现和核心变量的变换	5
“硬着陆”风险短期逐渐弱化	5
通胀短期成关注：如期回落是否能与市场行情划等号？	8
2 行业库存跟踪——去库存节奏趋于缓慢	12
五大行业跟踪：权重行业贡献去库存进程出现反复	12
景气程度向上下游靠拢	12
3 流动性与市场供需	14
3.1 货币市场资金	14
3.2 股票市场供需情况	16
3.2 股票市场供需情况	17
3.3 市场板块资金流动	19
4 八月投资策略	21
4.1 七月市场回顾	21
4.2 八月配置建议：上半月仍能延续震荡向上，下旬存在风险点观察	22

图表目录

图 1: 今年工业增加值季调环比（柱状图）	5
图 2: 推算的过往工业增加值环比折年率	6
图 3: 印度全国发电量	7
图 4: 6 月工业库存同比继续下滑缓慢	8
图 5: 2010 年 CPI 同比	9
图 6: 整体的 CPI 和翘尾因素计算	9
图 7: 2001 年 5 月至 2001 年 12 月上证指数日度数据	10
图 8: 2004 年 6 月至 2004 年 10 月上证指数日度数据	11
图 9: 2008 年 1 月至 2008 年 4 月上证指数日度数据	11
图 10: 五大类行业库存变化	12
图 11: 煤炭开采和洗选业	13
图 12: 有色金属矿采选业	13
图 13: 黑色金属矿采选业	13
图 14: 有色金属冶炼及压延加工业	13
图 15: 黑色金属冶炼及压延加工业	13
图 16: 食品制造业	13
图 17: 饮料制造业	14
图 18: 农副食品制造业	14
图 19: 货币市场公开市场净投放/回笼情况	14
图 20: 货币市场利率走势	14
图 21: 债券市场融资额变化	15
图 22: 债券融资结构	15
图 23: 月度解禁情况	17
图 24: 月度解禁情况	18
图 25: 7 月份市场板块资金（近 20 日）	19
图 26: 近 5 日市场板块资金净流向	20
图 27: 近 20 日资金净流入率前 20 的个股	20
图 28: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股	20
图 29: 七月市场行业涨跌幅情况（%）	21

表 1: 工业增加值的情景分析	6
表 2: CPI 见顶与翘尾因素见顶时间点	10
表 3: 月度股票市场发行情况	16
表 4: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	17
表 5: 月度股票市场发行情况	18
表 6: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	19
表 : 八月行业配置表	23

1 经济基本面：缓慢衰退的兑现和核心变量的变换

尽管在我们对经济小周期的划分当中，已经从对市场影响的角度，将宏观经济变量进行了筛选，总体来说，不同的阶段当中，在经济变量方面，我们思考的问题依旧是当前经济的波动对市场的影响更大，还是通胀的走势是投资者更关心的。

总体来说，我们的结论是：在过去的二季度，非常显然的，经济增速的超预期下滑成为了影响市场的核心变量，并且情绪上更多的是对“硬着陆”风险的担忧。但是对于未来一、两个月而言，市场的影响变量已经发生了变化，投资情绪将再次切换到对通胀问题的看法上，因此通胀将成为三季度后面两个月的经济主线。

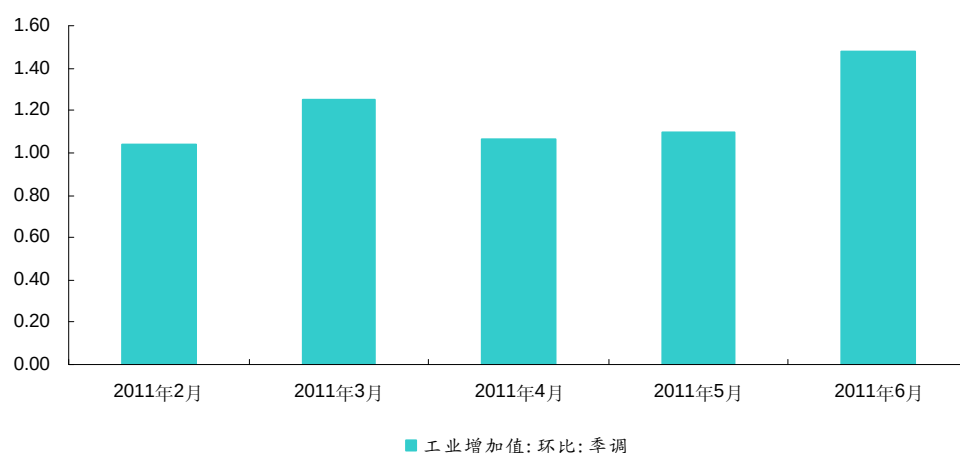
“硬着陆”风险短期逐渐弱化

在中期的报告中，我们为下半年的市场发展给出了两条投资路径，一条是政策不干预下“不破不立”的持续性行情，而另外一条是在政策有一定支撑的反弹行情，而从7月份很多的迹象已经在表明，越来越像后面一条设想的路径发展，这也就意味着短期经济“硬着陆”的风险已经消除许多，从这个角度来说，曾经在二季度让投资者颇为担忧的经济变量开始在三季度将趋于平稳，因此，核心变量的角色也不再适合。

首先，我们从本月公布的6月工业增加值数据入手。如果单单是观察工业增加值的同比数据反弹，那么这种说服力是相对较弱的，因为同比的反弹实际上是包括两个部分，即翘尾因素的干扰，以及今年的新增长，而我们更加关注的实际上是新增长到底有多大。因此，关注工业生产，最主要的是回答两个问题：1.单纯的从实际经济增长的角度来看，量化增长了多少（的幅度）是更加重要的；2.当前的这种增长幅度能否为未来几个月内的经济变化提供一定的预测力。

我们先来看第一个问题，实际上，关于工业增加值的环比，一方面，今年以来统计局已经有公布的季调数据，利用下面这一数据，可以看到6月是今年公布以来，单月环比上升最快的一个月，并且它也确认了在4月环比底部形成的向上趋势，因此，可以确认的是6月同比15.1%的回升并不是单一的翘尾因素影响，环比的贡献也是相当可观的。

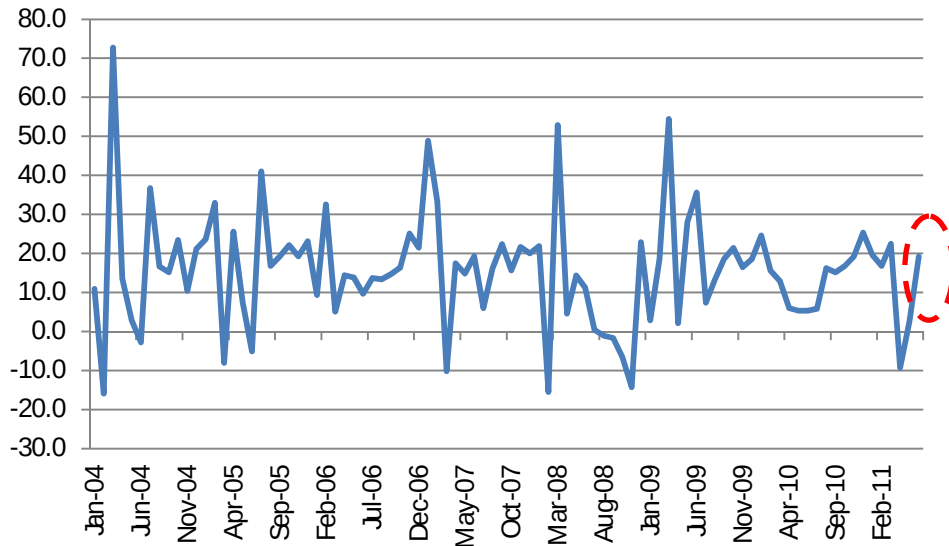
图 1：今年工业增加值季调环比（柱状图）



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

另外，由于统计局公布的工业增加值环比历史数据较少，所以其实我们难以纵向的、形象的去对比 6 月的环比高增速是怎样的概念，所以，这里我们还利用基期推算的方法自己计算了一套工业增加值的环比折年率情况，如下图。

图 2：推算的过往工业增加值环比折年率



资料来源：长江证券研究部

可以看到近两个月，特别是最后一个月环比上升速度是非常快的，而同时，6 月的环比折年率已经达到了近 20% 左右的水平，从历史水平的纵向对比中也可以看到，20% 处在明显的较高位置。

从这两个方面的环比数据，我们都可以证明一点，那就是 6 月的环比大幅提高，已经验证了 4 月份是一个局部的工业生产增长的底部月份。

其次，我们再来回答第二个问题，即未来两个月工业增加值的走势会是如何的。

表 1：工业增加值的情景分析

	工业增加值翘尾	年内新增长因素变化	假设未来零增长下的估计
1月	12.661	1.439	
2月	11.212	2.888	
3月	10.020	4.780	
4月	9.473	3.927	
5月	8.984	4.316	
6月	8.500	6.600	
7月	7.975		14.575
8月	6.531		13.131
9月	5.197		11.797
10月	3.747		
11月	2.114		
12月	2.114		

资料来源：长江证券研究部

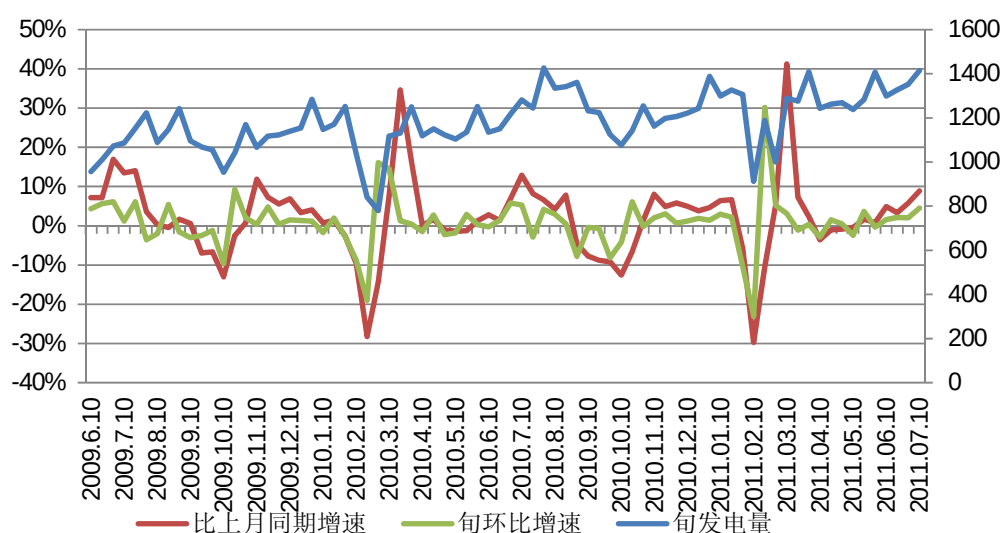
通过上面我们对工业增加值环比折年率的推算，我们不仅可以得到 6 月的环比增长情况，另

一方面，我们还可以利用推算出的基期，做一个类似对 CPI 预测的翘尾因素分析，当然与 CPI 不同的是，经济增长中新增长部分贡献的比重较大，不像 CPI 对翘尾的依赖更强，因此我们并不能根据翘尾就对未来两月的工业增加值走势给予预测，但是我们想要考察的是，在经历了 6 月的较快增速之后，假设即使保持两月的零增长（用我们检测的模型 4 月环比的最低点也仅是 0.74% 的负增长），工业的同比能够有多大的回落空间？

通过上表，我们需要提醒大家关注的就是对 7、8、9 三个月的假设分析，需要强调，我们这里是按照经济零增长的保守估计，进行的情景分析，并不是真正对这三个月的预测是这样的。通过上面的情景可以看出，经过了 6 月的环比大幅反弹之后，即使在 7、8 月经济不增长的情况，工业增加值的同比水平，也很难回落到 13% 以下的水平。而这最能说明的问题就是——在短期内，经济将会变为缓慢下滑，“硬着陆”的风险尽管并非已经度过，但存在了时间换空间的现象，整个小周期衰退的过程在被逐渐的拉长。

其次，第二个说明短期内“硬着陆”风险缓解，一度成为二季度核心变量的经济增速在短期逐渐被弱化的数据，是旬度跟踪的发电量数据。

图 3：旬度全国发电量



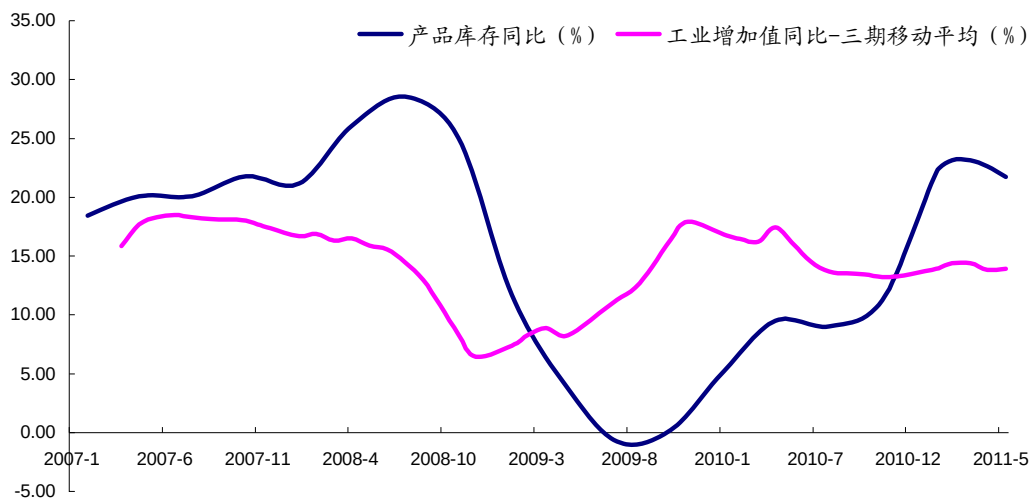
资料来源：长江证券研究部

通过上图，我们可以做出如下的判断，一方面从总量上来看，最新的 7 月上旬发电量已经几乎达到了 09 年以来的新高，和去年年中的水平一致；另一方面，从两个环比的表现来看，7 月往往是具有季节性因素向上的月份，因此 7 月环比的回升并不奇怪，再从回升的水平来看，实际上是略低于过往两年 7 月上旬的环比发电量水平的，但低下的幅度并不大，因此从这点上来看，再与前面的工业增加值推测相呼应，我们认为近期的几个月内经济增速的水平再如 6 月之快恐怕难以达到，但是却至少可以保证一定的经济正增长，而只要这一点得到保证的话，那么同比工业水平维持在 13.5% 以上就能够得到保证，因此经济大幅下滑的风险在短期内不太可能被兑现，更应存在的是经济波动的收窄。

最后，除了在宏观数据，和行业发电量方面的数据验证之外，近期公布的 6 月工业存在也从微观角度，验证了短期经济已经受到政策支撑，下滑趋缓的事实。下图可以看到，尽管 5 月的工业库存同比就出现了拐头向下，但是 5、6 两月的下降幅度都非常缓慢，过往快速的经济衰退期，微观上所对应的主动去库存过程也都仅有 3、4 个月，而本轮过程中 5、6 月已

有的下滑幅度非常微弱，高位仅累计了 2% 左右的下滑幅度，这也预示了本轮去库存的过程将会被拉长，甚至可能会中途“夭折”。宏观经济上的缓慢衰退期出现的可能越来越高。

图 4：6 月工业库存同比继续下滑缓慢



资料来源：长江证券研究部

通胀短期成关注：如期回落是否能与市场行情划等号？

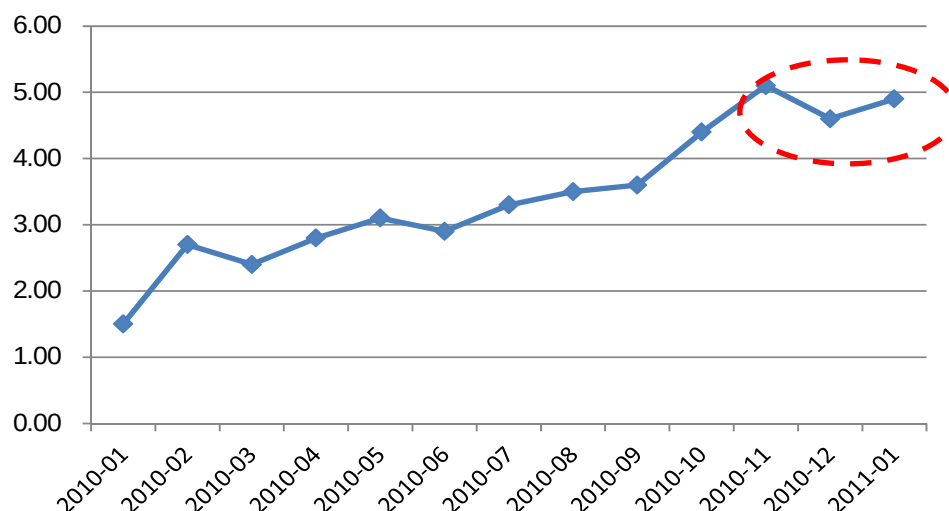
通过前面一个部分对于经济增速的剖析之后，我们认为当前“硬着陆”这一风险和担忧情绪将被近期一个又一个的缓慢变化数据逐渐消化，因此，对于 8 月的市场，经济在二季度的核心变量地位将会下降，而由于通胀翘尾的顶点出现在三季度，因此短期内通胀的变化将再次成为影响市场的核心因素。

关于通胀的预测，更多的是宏观上应该做的事，在这里的策略报告就简单介绍下我们的结论，短期认为 6、7 月能够实现通胀的如期见顶，但是三季度内高位运行，另外，对四季度的通胀下行速度并不乐观，认为并非像大家所认为的那样存在明显的下行，反而环比上还是能够看得到明显的上升，这将限制年内 CPI 下降的速度。

既然通胀成为了短期内的核心因素，并且在 8 月初即将公布的 7 月 CPI 中，仍有一定的可能出现见顶回落，因此我们更想要回答的问题是，在 CPI 兑现市场预期，见顶回落的过程中，是否会出现一波相当的市场行情？

首先，我们必须解决一个问题，即如何能够判断市场相信了当时的 CPI 回落是一个见顶回落的过程？我举一个很简单的例子，以去年年底为例，我们看到 CPI 同比在 12 月出现了明显的回落，然后在 1 月尽管反弹，但是反弹的高度低于 11 月的 CPI，那么两个月的数据公布过去了，我们能不能做出通胀见顶的判断？或者说，市场的大多数人在这个时候有没有相信通胀实现了见顶？我想大家都知道，在当时持有已经见顶判断的人并不占大多数。因此，我们需要解决的事情，并不在于选取 CPI 是不是真的事实上见顶，更重要的是选取大多数投资者认为通胀见顶的时间段，来对比当时的市场表现。

图 5: 2010 年 CPI 同比

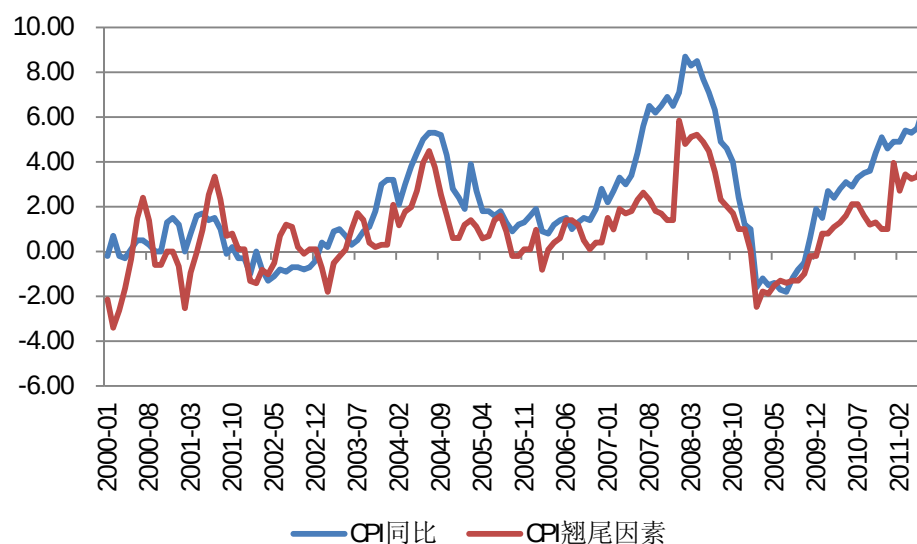


资料来源: wind, 长江证券研究部

因此, 在这种情况下, 我们认为不仅仅要看通胀本身见顶的时间点, 更加要看翘尾因素是在何时见顶的, 因为我们相信大多数的投资者都是按照翘尾因素来预测 CPI 见顶时间的, 所以我们将翘尾见顶看做投资者的预期时间点, 首先考察这两者之间在时间上是否相差过多。

其次, 在考察了 2000 年以来过去以往三次见顶的经验时, 非常庆幸的是, 通胀的见顶时间和翘尾因素见顶的时间点都是非常接近的。

图 6: 整体的 CPI 和翘尾因素计算



资料来源: wind, 长江证券研究部

仔细来看的话, 几轮两者相差的时间都不超过 2 个月。

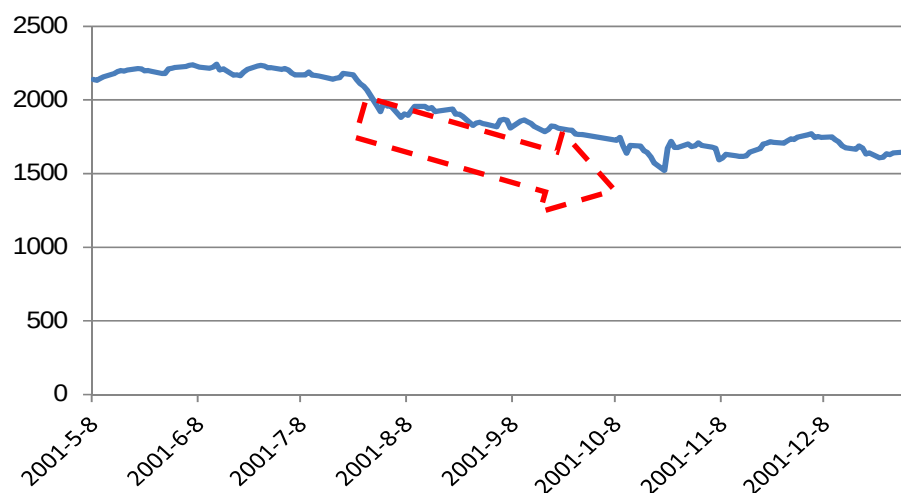
表 2: CPI 见顶与翘尾因素见顶时间点

	CPI同比确认见顶	翘尾因素确认见顶
第一轮	2001年6月	2001年8月
第二轮	2004年8月	2004年8月
第三轮	2008年3月	2008年2月

资料来源: wind, 长江证券研究部

所以, 这表明 **CPI 是存在一个兑现预期见顶的局面的, 也就是说通胀只有失控会超预期, 而见顶这个事情是不会出现超预期的, 只会是兑现预期。**那么最后, 我们就来看看, CPI 同比兑现见顶下, 市场是否真的会有行情呢?

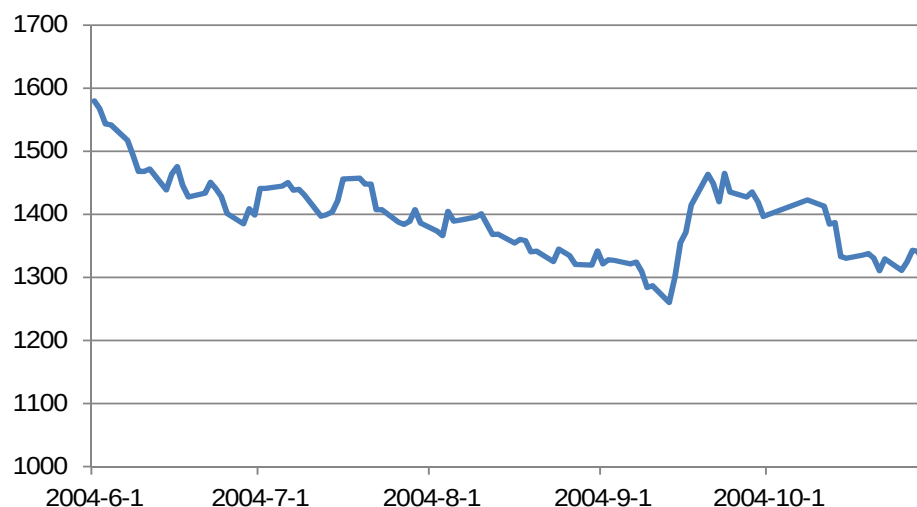
对于 2001 年的周期来说, 下图是从 2001 年 5 月至 2001 年 12 月的上证日度指数。可以看到 6 月至 8 月是事实见顶到预期兑现的阶段, 而无论是考察数据公布的滞后性, 还是不考虑, 这整段的时间内, 市场均不存在明显的机会。

图 7: 2001 年 5 月至 2001 年 12 月上证指数日度数据


资料来源: wind, 长江证券研究部

对 2004 年来说, 我们选择的是 2004 年 6 月至 2004 年 10 月的市场指数。可以看到, CPI 兑现的 8 月市场并无表现, 而如果考虑数据公布之后的话, 也仅在 9 月初有仅仅持续一周, 但幅度 200 点左右的反弹行情, 除此之外, 其余也均以下跌为主。

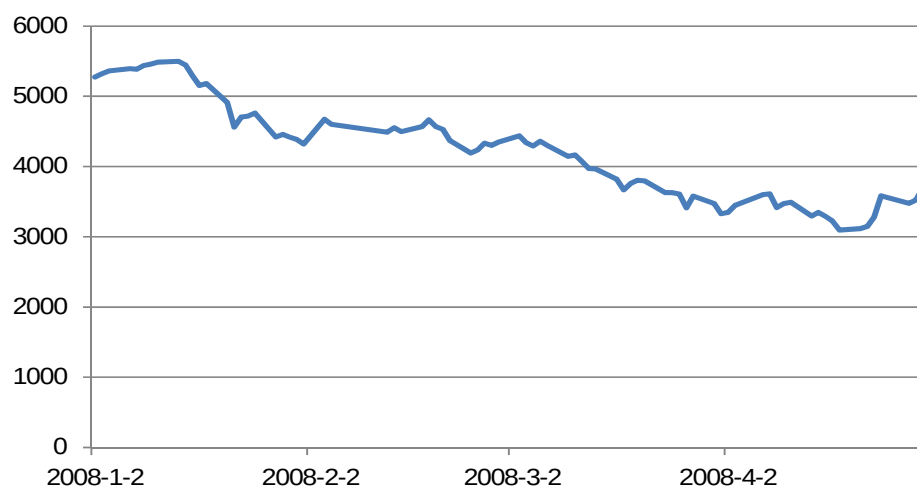
图 8：2004 年 6 月至 2004 年 10 月上证指数日度数据



资料来源：wind，长江证券研究部

对 2008 年来说，下图是 2008 年 1 月至 2008 年 4 月的上证指数。从这段时间也可以看出，市场几乎不存在较大的机会，仅有一些非常短的小反弹行情，甚至机遇还要低于 2004 年的 CPI 见顶。

图 9：2008 年 1 月至 2008 年 4 月上证指数日度数据



资料来源：wind，长江证券研究部

总的来说，既然我们通过前面的论证，认为短期内经济的下滑将会被延缓，而“硬着陆”很难成为当下再被担忧的重点，影响市场的核心变量也就自然向另一边——通胀而倾斜，而通胀在第三季度的核心问题就是“见顶”，因此进而我们最重要的是针对见顶和市场之间的关系做了一定的历史梳理。通过过去几轮通胀见顶的分析，我们可以得到如下两个结论：

1. 在通胀高企期间，仅会存在失控的超预期，但对于见顶的问题是不会有超预期的，只会是预期的兑现。
2. 在三轮兑现通胀见顶的过程中，市场并不会因为通胀的如期见顶而出现较持续的行情，历

史经验来看，最明显的一次也仅是维持一周的 200 点幅度的反弹，投资时点很难把握。

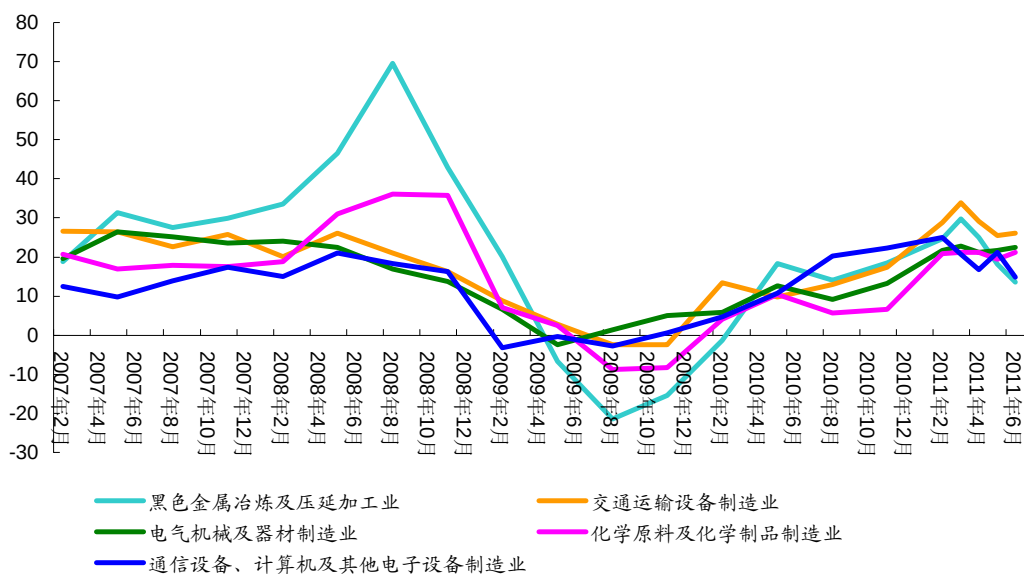
2 行业库存跟踪——去库存节奏趋于缓慢

根据统计局最新公布的工业库存数据，6 月同比增长 21.74%，较上月小幅下降 0.88%，上月为 22.62%。实际上，从 6 月工业增加值同比 15.1%，较 5 月回升 1.8% 来看，这一轮主动去库存周期在一定程度上是受到了政策放松的干扰的。此次的工业库存数据再次验证了这一点。库存并没有出现经济衰退期的快速下行，而是表现为缓慢调整。由此来看，三季度主动去库存将缓慢展开。

五大行业跟踪：权重行业贡献去库存进程出现反复

高权重行业库存的下降是整体工业库存下降的主要原因，从统计权重上来看，前五大权重的行业分别为黑色金属冶炼及压延、交运设备、电气机械、化学原料及通信设备计算机。其中黑色金属冶炼及压延、通信设备计算机库存同比大幅度回落，其它前五大权重行业库存同比有一定的反弹。但同比增速低于 4 月库存同比增长水平，预计在需求缓慢减弱的影响下，库存水平也将缓慢下行。

图 10：五大类行业库存变化



资料来源：CEIC，长江证券研究部

景气程度向上下游靠拢

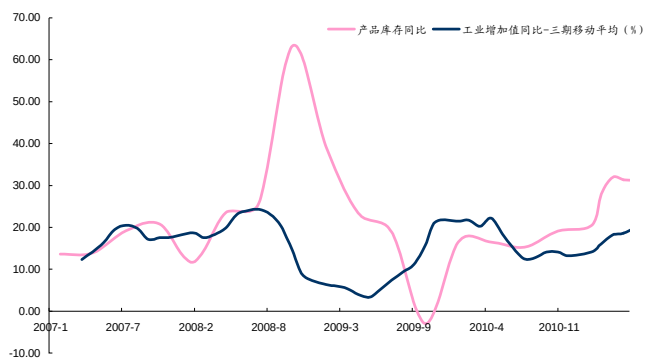
从库存状态的划分上来说，我们知道被动去库存和主动补库存的两种状态是景气程度相对较高的，而从最新的 6 月库存数据中可以看到，景气状态较好的行业比较开始集中在偏中上游的资源或偏中下游的必须消费。

上游煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业、黑色金属矿采选业均处在被动去库存阶段，其下游有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业同样相对景气。

此外，处在被动去库存阶段的还包括必需消费品行业。食品制造业、饮料制造业、农副食品

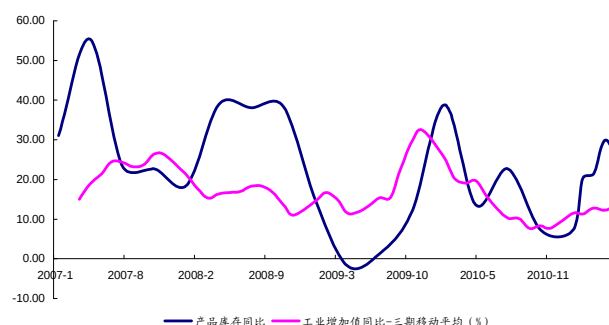
制造业延续了上月被动去库存状态。可见，必需消费品的需求在稳定增长。在接下来的三季度，价格高位缓慢回落的可能性较大。从这个角度来讲，必需消费品也是受益较大的板块。

图 11: 煤炭开采和洗选业



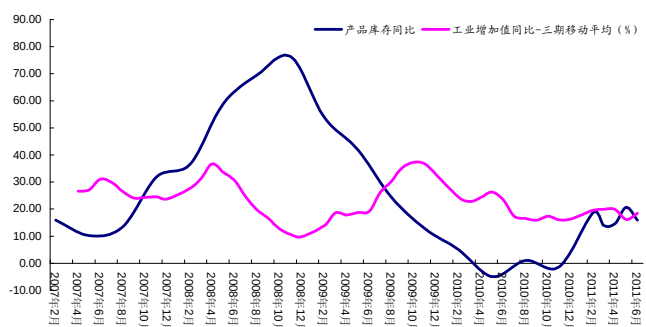
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 12: 有色金属矿采选业



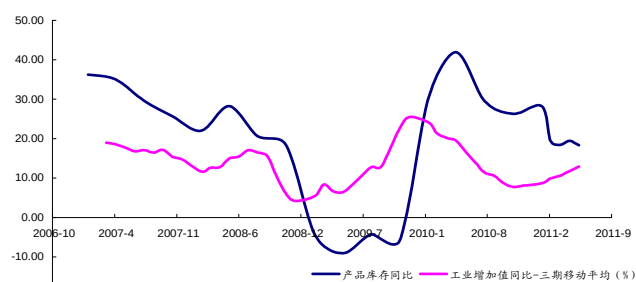
资料来源：长江证券研究部

图 13: 黑色金属矿采选业



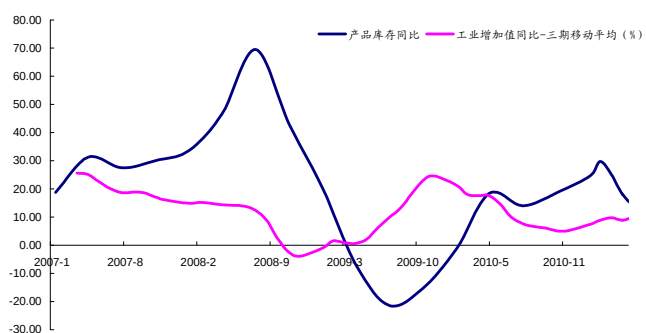
资料来源：长江证券研究部

图 14: 有色金属冶炼及压延加工业



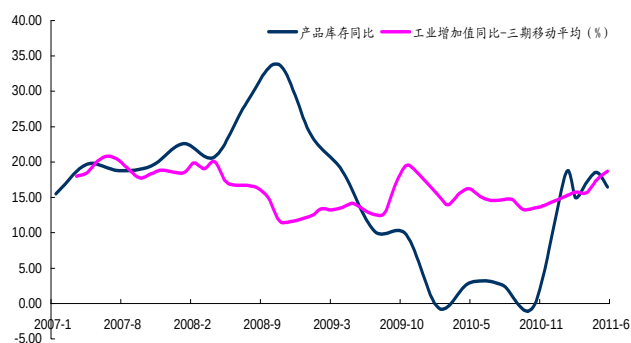
资料来源：长江证券研究部

图 15: 黑色金属冶炼及压延加工业

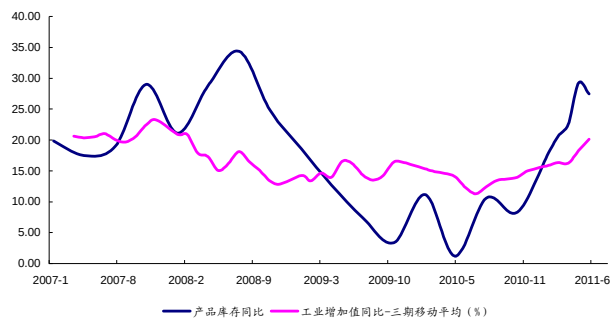


资料来源：CEIC，长江证券研究部

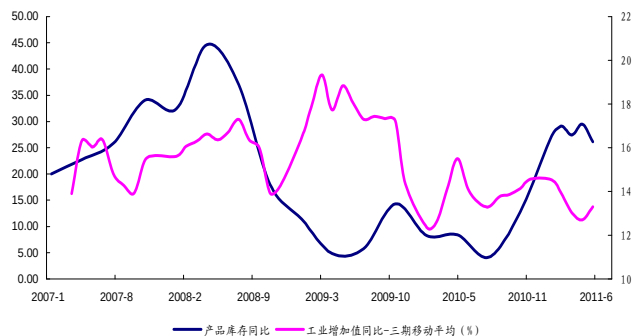
图 16: 食品制造业



资料来源：长江证券研究部

图 17: 饮料制造业


资料来源：长江证券研究部

图 18: 农副食品制造业


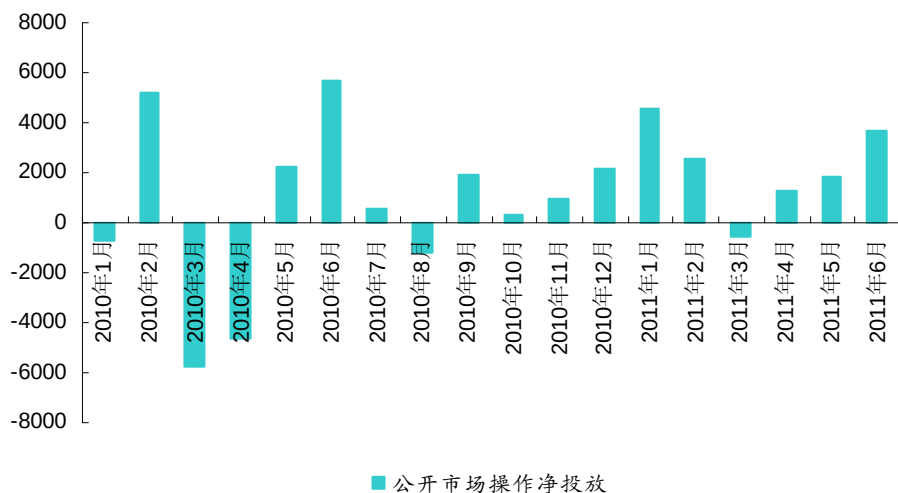
资料来源：长江证券研究部

3 流动性与市场供需

3.1 货币市场资金

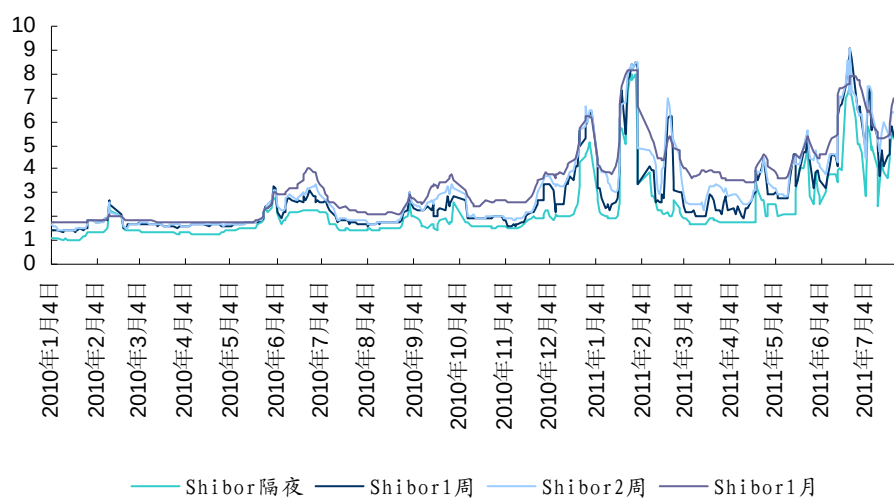
6 月份央行资金的净投放较 4、5 月份都有所上升，这主要是因为季节性因素的推升。与去年同期相比，6 月货币净投放量有所回落，显示货币政策较去年仍然偏紧，对于货币政策转向的预期也可能是昙花一现。

从银行间拆借利率来看，市场对于央行货币政策的预期有所变化，各期限的拆借利率都有所回落，流动性可能在较短的时间内有所改善。

图 19: 货币市场公开市场净投放/回笼情况


资料来源：wind，长江证券研究部

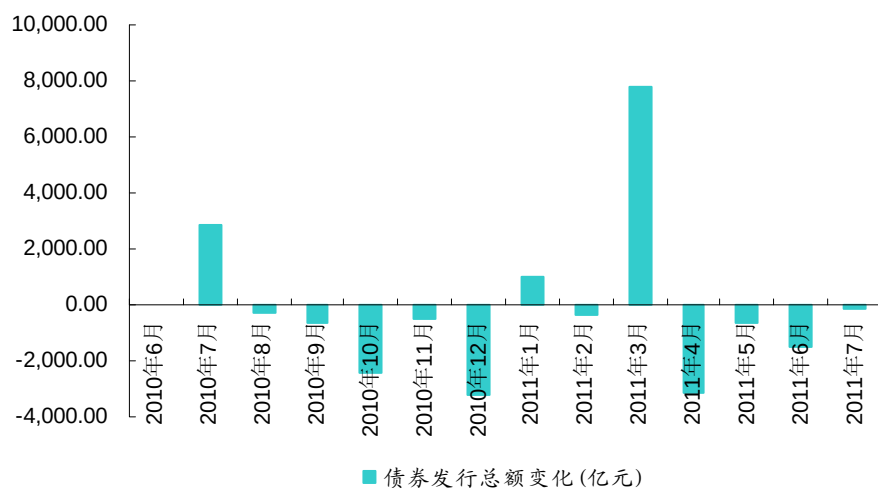
图 20: 货币市场利率走势



资料来源: wind, 长江证券研究部

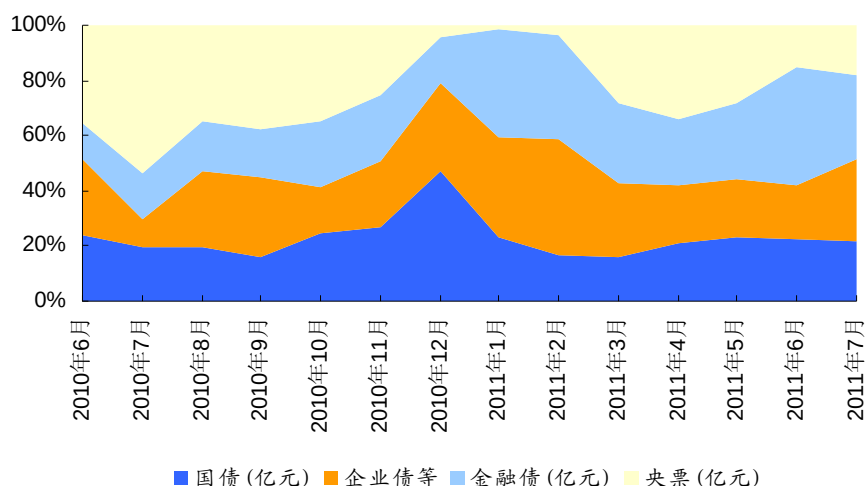
7月份债券融资额已是连续第四个月回落了, 去年7月同期的债券融资额却有大幅上升。目前, 融资成本的高企仍然在抑制债券融资的需求。从结构上看, 公司债和央票的占比有所扩大, 国债、金融债的占比则有所回落。

图 21: 债券市场融资额变化



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 22: 债券融资结构



资料来源: wind, 长江证券研究部

3.2 股票市场供需情况

7 月份股市融资额有所反弹, 扭转了股市融资规模下滑的颓势, 这与近期股市的反弹是相关的。但是基于 8 月份下半月反弹难以持续的判断, 下月的股票市场融资规模可能又会有所回落。

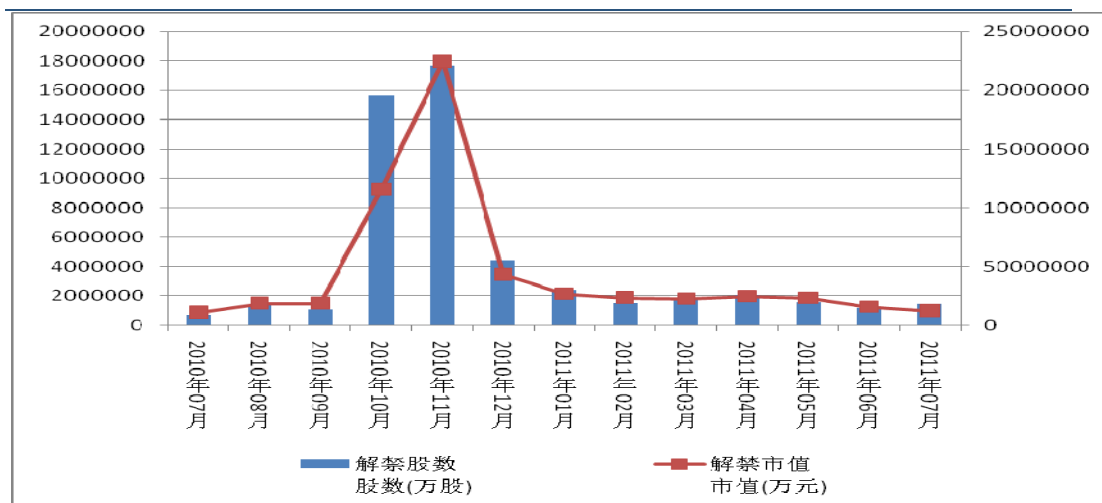
表 3: 月度股票市场发行情况

日期	募集资金	首发家数	首发募集资金	首发PE	增发家数	增发募集资金	配股家数	配股募集资金
2011-07	511.78	20	117.842	36.256	17	218.327	1	175.612
2011-06	408.57	26	143.813	27.728	15	261.428	1	3.325
2011-05	553.70	27	264.406	36.390	16	289.295	0	0.000
2011-04	783.03	23	239.622	55.605	17	429.675	3	113.736
2011-03	1,252.28	27	268.561	55.585	19	977.653	2	6.065
2011-02	534.17	26	259.413	55.416	10	268.010	1	6.750
2011-01	670.02	35	431.939	72.907	14	138.348	5	99.733
2010-12	1,162.93	35	414.825	75.601	34	737.051	2	11.055
2010-11	1,454.61	29	361.152	67.458	14	267.831	4	825.623
2010-10	1,282.06	24	290.195	59.258	19	985.720	1	6.142
2010-09	470.77	27	359.827	61.480	12	94.503	2	16.444
2010-08	617.51	32	497.602	55.479	5	119.909	0	0.000
2010-07	1,022.45	23	859.615	42.826	9	133.902	3	28.931
2010-06	816.00	23	210.149	45.250	21	255.954	2	349.893
2010-05	564.10	36	439.604	54.909	15	124.497	0	0.000
2010-04	449.07	28	349.415	62.899	11	99.651	0	0.000
2010-03	638.99	35	309.451	51.943	11	149.045	2	180.489
2010-02	823.03	20	394.790	57.376	7	408.597	2	19.640
2010-01	819.80	35	424.706	66.866	12	395.095	0	0.000

资料来源: wind, 长江证券研究部

在解禁规模上, 7 月解禁股份数量和解禁市值规模低于 6 月份。

图 23: 月度解禁情况



资料来源: wind, 长江证券研究部

已通过证监会审核尚未发行的公司中，大盘股的数量仍然较为有限，即使是主板上市的也是规模相对较小的公司。在市场景气度不高时，上市动力受到削弱。

表 4: 审核通过尚未发行的前 20 大公司

公司名称	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数(万股)	预计募集资金(万元)	交易所
西安隆基硅材料股份有限公司	11/7/25	主板	7,500.00	137,032.00	上海
北京江河幕墙股份有限公司	11/7/13	主板	11,000.00	119,845.60	上海
遵义钛业股份有限公司	08/4/29	中小企业板	5,500.00	99,980.00	深圳
北京京运通科技股份有限公司	11/7/13	主板	6,000.00	90,000.00	上海
朗姿股份有限公司	11/7/22	中小企业板	5,000.00	85,099.82	深圳
河南明泰铝业股份有限公司	11/7/22	主板	6,000.00	70,290.00	上海
浙江开山压缩机股份有限公司	11/3/29	创业板	3,600.00	67,858.00	深圳
江苏太平洋精锻科技股份有限公司	11/5/24	创业板	2,500.00	65,628.00	深圳
洛阳北方玻璃技术股份有限公司	10/3/19	中小企业板	6,700.00	59,708.58	深圳
洛阳北方玻璃技术股份有限公司	11/5/30	中小企业板	6,700.00	59,708.58	深圳
浙江星星瑞金科技股份有限公司	11/6/21	创业板	2,500.00	58,753.00	深圳
广东长青(集团)股份有限公司	11/7/20	中小企业板	3,700.00	53,603.63	深圳
河北常山生化药业股份有限公司	11/6/24	创业板	2,700.00	52,626.35	深圳
湖南尔康制药股份有限公司	11/7/5	创业板	4,600.00	50,046.00	深圳
厦门蒙发利科技(集团)股份有限公司	11/7/25	中小企业板	3,000.00	43,759.63	深圳
广东东方精工科技股份有限公司	11/7/18	中小企业板	3,400.00	42,547.00	深圳
深圳丹邦科技股份有限公司	11/7/6	中小企业板	4,000.00	42,500.00	深圳
万福生科(湖南)农业开发股份有限公司	11/7/19	创业板	1,700.00	37,925.00	深圳
湖北宜昌交运集团股份有限公司	11/6/20	中小企业板	3,350.00	35,811.00	深圳
江西西林科技股份有限公司	11/3/15	创业板	3,333.40	31,400.08	深圳

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.2 股票市场供需情况

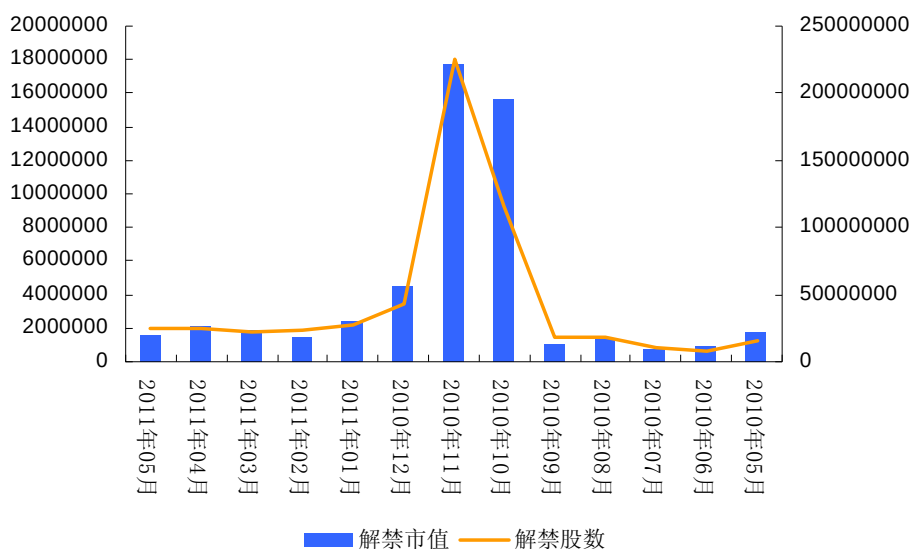
5月总体股票市场融资规模较4月份又有所回落。从结构上来看，首次募集仍旧表现有所回升，增发募集资金则继续大幅下滑。

表 5: 月度股票市场发行情况

月份	募集资金	首发家数	首发募集资金	首发 PE	增发家数	增发募集资金	配股家数	配股募集资金
2011-05	343.52	27	264.406	36.390	8	79.115	0	0
2011-04	506.36	23	241.806	55.876	7	150.815	3	113.736
2011-03	1159.643	27	228.6157	57.48217	15	924.9623	2	6.065231
2011-02	534.1731	26	259.413	55.41577	10	268.0102	1	6.749932
2011-01	670.02	35	431.94	72.91	14.00	138.35	5.00	99.73
2010-12	1168.75	36	420.64	75.88	34.00	737.05	2.00	11.05
2010-11	1454.61	29	361.15	67.46	14.00	267.83	4.00	825.62
2010-10	1282.06	24	290.20	59.26	19.00	985.72	1.00	6.14
2010-09	470.77	27	359.83	61.48	12.00	94.50	2.00	16.44
2010-08	617.51	32	497.60	55.48	5.00	119.91	0.00	0.00
2010-07	1022.45	23	859.61	42.83	9.00	133.90	3.00	28.93
2010-06	816.00	23	210.15	45.25	21.00	255.95	2.00	349.89
2010-05	564.10	36	439.60	54.91	15.00	124.50	0.00	0.00
2010-04	449.07	28	349.41	62.90	11.00	99.65	0.00	0.00
2010-03	643.15	36	313.61	52.68	11.00	149.05	2.00	180.49
2010-02	823.03	20	394.79	57.38	7.00	408.60	2.00	19.64
2010-01	819.80	35	424.71	66.87	12.00	395.09	0.00	0.00

资料来源: wind, 长江证券研究部

在解禁规模上, 5 月解禁股份数量和解禁市值规模略低于 4 月份。

图 24: 月度解禁情况


资料来源: wind, 长江证券研究部

已通过证监会审核尚未发行的公司中, 大盘股的数量没有明显的继续增加, 但较之前几个月的水平还是显著上升, 尽管其对市场的冲击尚不十分明显, 但已有显著提高。

表 6: 审核通过尚未发行的前 20 大公司

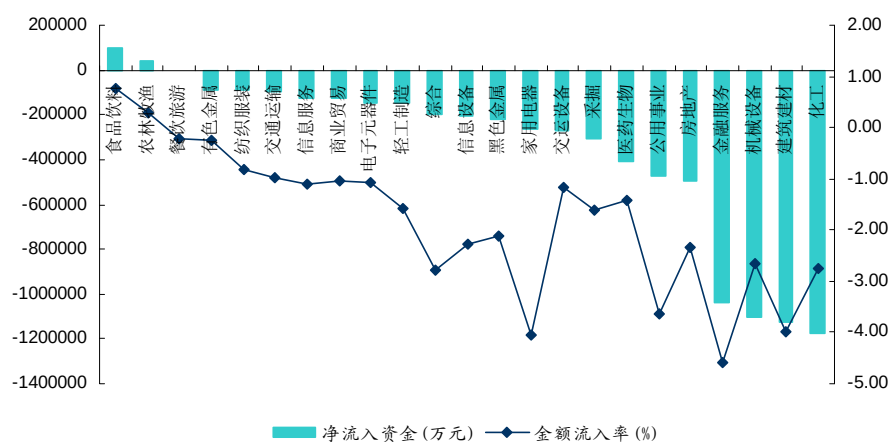
公司名称	审核通过会议日期	上市板	预计发行股数(万股)	预计募集资金(万元)	交易所
比亚迪股份有限公司	2011/5/9	中小企业板	7,900.0000	219,240.0000	深圳
甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司	2011/4/18	主板	8,000.0000	139,000.0000	上海
遵义钛业股份有限公司	2008/4/29	中小企业板	5,500.0000	99,980.0000	深圳
江苏林洋电子股份有限公司	2011/3/30	主板	7,500.0000	80,577.8000	上海
山东豪迈机械科技股份有限公司	2011/4/8	中小企业板	5,000.0000	71,782.0000	深圳
安徽金禾实业股份有限公司	2011/5/23	中小企业板	3,350.0000	71,639.0000	深圳
浙江开山压缩机股份有限公司	2011/3/29	创业板	3,600.0000	67,858.0000	深圳
江苏太平洋精锻科技股份有限公司	2011/5/24	创业板	2,500.0000	65,628.0000	深圳
河南佰利联化学股份有限公司	2011/5/20	中小企业板	2,400.0000	64,319.0000	深圳
赛轮股份有限公司	2011/5/18	主板	9,800.0000	60,286.0600	上海
厦门日上车轮集团股份有限公司	2011/5/11	中小企业板	5,300.0000	60,075.0000	深圳
洛阳北方玻璃技术股份有限公司	2010/3/19	中小企业板	6,700.0000	59,708.5800	深圳
大连电瓷集团股份有限公司	2010/11/5	中小企业板	2,500.0000	46,970.0000	深圳
宁波建工股份有限公司	2010/12/27	主板	10,000.0000	42,376.0000	上海
广东江粉磁材股份有限公司	2011/5/20	中小企业板	7,950.0000	41,363.5600	深圳
上海姚记扑克股份有限公司	2011/5/4	中小企业板	2,350.0000	36,263.0000	深圳
深圳市洲明科技股份有限公司	2011/4/18	创业板	2,000.0000	35,491.0000	深圳
海南瑞泽新型建材股份有限公司	2011/5/16	中小企业板	3,400.0000	35,255.5800	深圳
山东龙力生物科技股份有限公司	2011/5/9	中小企业板	4,660.0000	34,628.1800	深圳
山东省章丘鼓风机股份有限公司	2011/5/23	中小企业板	4,000.0000	33,448.0000	深圳

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.3 市场板块资金流动

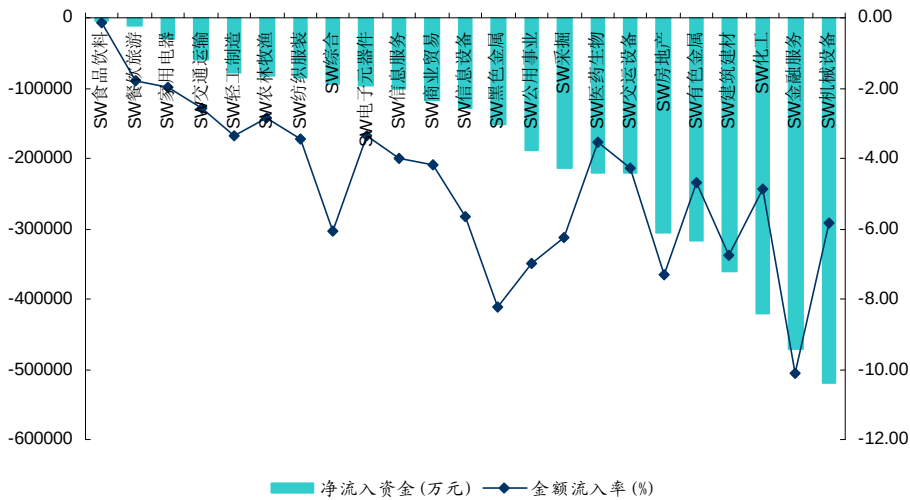
本月市场板块的资金流动仍然以流出为主, 食品饮料、农林牧渔和餐饮旅游呈现资金净流入之外, 其他板块皆为资金净流出。由此看来, 市场反弹仍然较为疲弱。

图 25: 7 月份市场板块资金 (近 20 日)



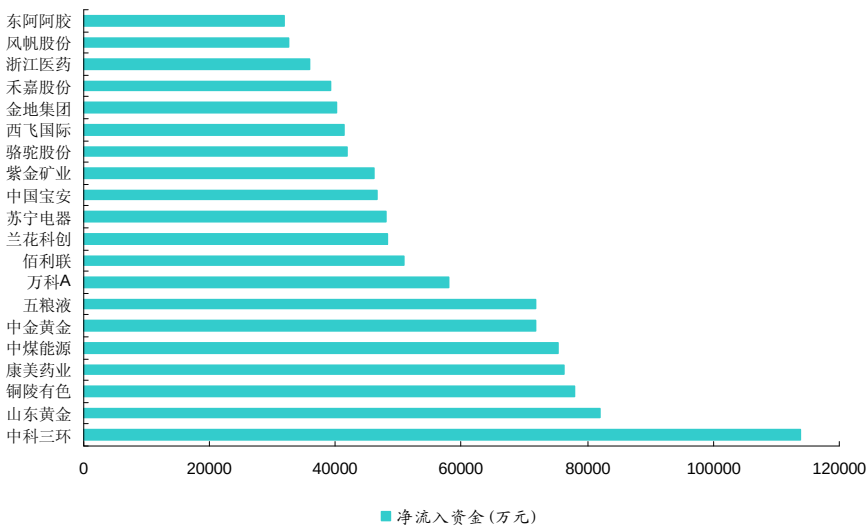
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 26: 近 5 日市场板块资金净流向



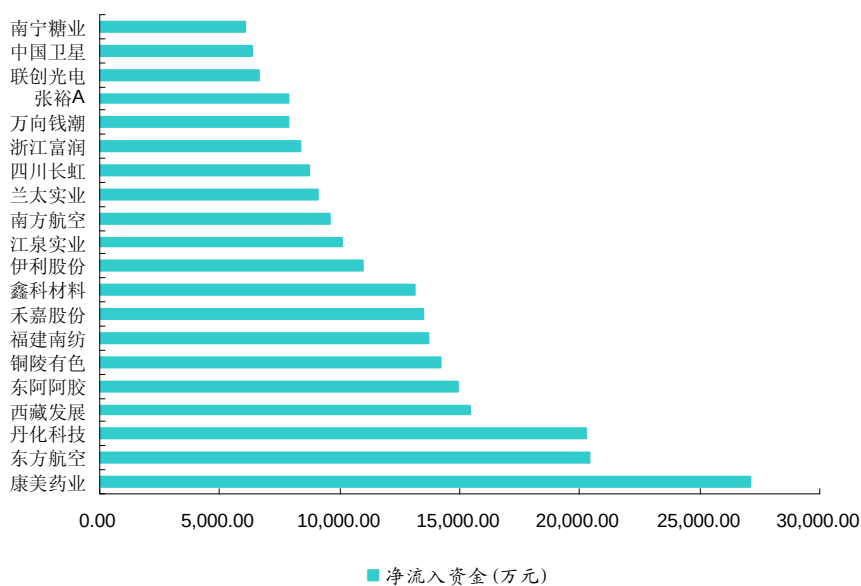
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 27: 近 20 日资金净流入率前 20 的个股



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 28: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股

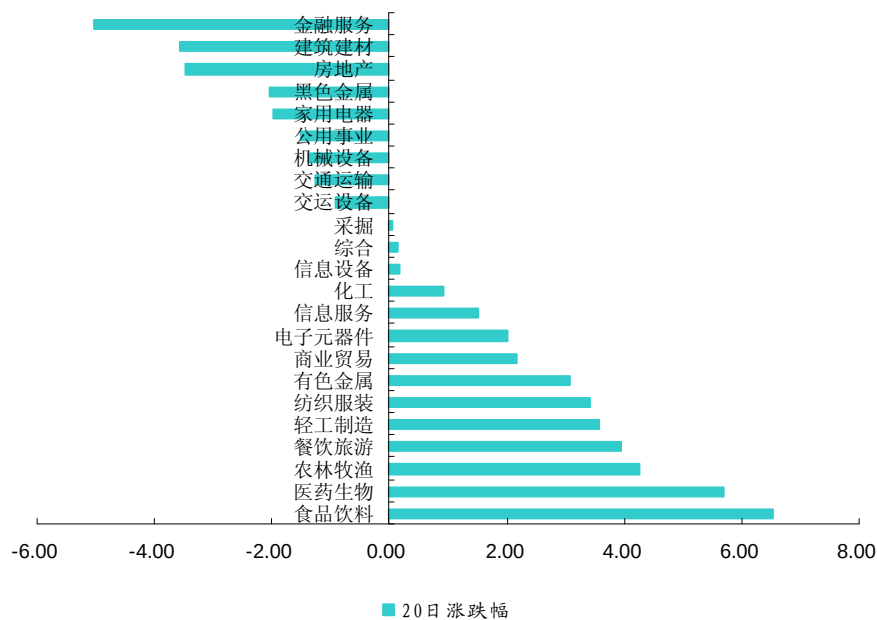


资料来源: wind, 长江证券研究部

4 八月投资策略

4.1 七月市场回顾

图 29: 七月市场行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

在中期的策略报告中, 我们主要看到的是地产、商贸零售中的低估值品种, 而最不看好的是机械、建筑建材。

从本月的表现来看，其中商贸零售表现较好，排名第八，涨幅为 2.65%，而地产表现相对较差，排名倒数第三，跌幅为 3.28%。

我们不看好的行业均表现相对较差，排在相对靠后的位置，建筑建材排名倒数第二，跌幅 4.87%，机械设备跌幅 0.81%。

4.2 八月配置建议：上半月仍能延续震荡向上，下旬存在风险点

观察

首先，先强调我们在逻辑上所发生的改变，在中期报告《2011 年中期投资策略报告：经济“破”局与规模增长——“睡美人”行情的延续》中，我们强调的最重要的风险就是政策特别是财政政策在年中经济下滑的时候是否会进行支撑，这一外生变量的存在与否，对市场行情的节奏把握是完全不同的两条路径。

从逻辑上来说，我们有一个核心的基础是没有发生变化的，那就是：**当前的周期运行阶段，如果没有一次较大幅度的经济下滑，或者去库存行为，通胀问题不会取得实质性的解决，而市场也仅存在博弈性的机会，没有持续行情。**

而目前变化的是，短期内的各方数据都表明，政策的确在这个时候给予了经济支撑，因此，原本应当出现在当下的快速经济和通胀下滑，被熨平和延后，前面的部分也已经论证的非常充分，经济将会在短期出现缓慢下滑的过程，因此，这种情况下，我们认为将会影响到本波行情的持续性，影响的是三季度末期和四季度向上的持续性。

其次，陈述我们对于 8 月整体市场的走势判断，我认为八月的上半个月仍旧能维持震荡向上，以及非权重板块的结构性反弹行情。这主要来自于上旬公布的 7 月宏观经济数据将不会有过多的超预期成分，而工业增加值甚至可能的再度小幅上行，给市场确认了“硬着陆”风险的消除。

但是，对八月下半月来说，我认为市场将会经受以下几个风险点的考验，因此是存在结束这波反弹行情的可能的：

1.8 月 CPI 的回落幅度能否达到市场预期想象，在下旬基本就可以得到验证，一方面当下的市场核心变量已经开始向通胀倾斜，另一方面，根据周度跟踪的价格数据，8 月 CPI 在下旬就能够基本得到预测，如果继续保持 6.2%左右的水平，相信如期兑现见顶的 CPI 很有可能复制过去三轮的老路。

2.近期我们对广深地区的中小企业倒闭潮进行了调研，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。

但是同时我们也发现经过较长时间的持续累积效应，在三季度的下游需求开始出现了一定恶化的状况，因此，8 月下旬是否会是中小企业订单需求下滑出现集中释放的时刻，也是一个重要的风险点，很值得关注。

最后，在行业配置上，我们将前周期配置的思路，转向了“均衡”配置思路，在市场整体并不存在大机会的过程中，过多的板块权重倾斜，以及过于频繁的操作都是可能事倍功半的，相反，均衡的配置安全性更高。

相对看好的板块主要有房地产、消费类板块中具有成长确定性的品种，家电，重卡建议可以关注，相对不看好的是机械设备以及建筑建材。

主题上，建议关注铅酸蓄电池主题，以及一些小行业存在的短期基本面改善，如化工中的醋酸、甲醇，玻璃等。

表：八月行业配置表

行业	建议评级	建议比重	主要逻辑
采掘	标配	10.51%	行业基本面向上支撑不足，但短期大幅回调空间也不大。
餐饮旅游	标配	1.43%	旅游业面临政策性利好，但涨幅不小、估值不低。
电子元器件	低配	1.50%	行业基本面一般，估值仍不具备吸引力。
房地产	超配	7.50%	估值逐渐开始具有优势，具有波段性机会，量上有一定保障。
纺织服装	标配	3.06%	服装行业基本面有积极信号，估值不便宜。
公用事业	标配	2.83%	估值尚可。
黑色金属	标配	4.36%	工业企业中库存相对较低，具有优势。
化工	标配	5.00%	机会可能只集中在局部小产品的涨价轮动上，近期如醋酸、甲醇。
机械设备	标配	8.98%	中期受益品种，但短期基本面仍不太理想。
家用电器	超配	3.00%	销售超预期，维持看好。
建筑建材	标配	4.27%	基本面良好，但涨幅较大，有一定风险。
交通运输	标配	4.45%	海外局势动荡有负面影响。
交运设备	超配	5.77%	行业基本面尽管较差，但市场预期反映已在底部，建议开始关注。
金融服务	标配	18.48%	银行低估值对资产组合有一定缓冲。
农林牧渔	低配	0.50%	估值太高。
轻工制造	超配	1.50%	行业较好，尤其是造纸印刷类。
商业贸易	超配	5.63%	稳定增长行业，估值已回落至合理水平。
食品饮料	标配	4.50%	估值较高，可配置其中低估值增长稳定的品种。
信息服务	低配	0.50%	估值太高。
信息设备	标配	2.00%	需求面及估值都较为一般。
医药生物	标配	2.50%	更强调自下而上的个股筛选。
有色金属	低配	1.00%	海外大宗商品风险开始加剧。
综合	标配	0.73%	跟随策略。
合计		100.00%	

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毕业，现为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毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师。主要的研究方向为市场策略、行业配置及海外市场。

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。