

天色虽暗 但疑云渐散

基本结论

- 6月下旬，借助政策暖意东风，A股上演超跌反弹。但伴随估值修复进入尾声，7月下旬悲观预期的回归推动A股市场快速调整，考验6月下旬反弹前的低点。
- **短期内市场疑云继续笼罩。**投资者将中长期通胀中枢上升等同于中短期通胀走高，依旧担忧通胀上行；动车事故、地方政府债务困境、美国债务博弈等事件推动市场担忧积极政策进展不及预期；在通胀和政策疑虑之中，市场担忧中国经济下探幅度超出预期，海外经济的疲弱增添了些许悲观情绪，企业盈利下滑的预期空间也被放大。
- **等待预期修正。**
 - 8月中旬大概率看到CPI同比数据的首次回落。国金宏观预测7月份CPI可能位于6.3~6.4，较6月份略有回落，退一步说，即使CPI略微超预期，由于当前市场已经较为悲观，对市场的杀伤力也较为有限。
 - 政策只做不说，并非想象的严厉。虽然管理层一直强调管理通胀，但央行近期一直在维护市场流动性和资金价格平稳，“政策维稳只做不说”。从财政来看，管理层也表达融资平台向保障房等重点项目扶持的态度，财政政策进度低预期的概率并不大，超预期的因素在累计。
 - 经济下滑可能已经接近尾声。7月份官方PMI超预期达到50.7，数据显示下游的需求已经开始提升，经济下滑进入尾声。由于市场对经济趋势判断依旧较为悲观，未来经济如果出现缓慢回落，也仅是符合市场预期而已；但经济超预期走强的概率却在逐步积累，这是一个潜在的积极因素。
 - 工业盈利阶段性回升，缓和业绩下滑预期。日前公布的1-6月份工业企业经营数据显示，企业利润出现了今年以来的首次上升，另外银行业协会也表示今年银行利润增长将超20%，这些数据预示，企业盈利可能好于此前预期，我们预期A股中报盈利能够达到20%以上的增长。
- **配置建议：消费打底，周期胎动。**
 - 市场一直在期待“经济显著下滑+通胀明显回落+政策拐点”的组合，这种组合意味着市场的反转。在此之前，市场心态谨慎，以把握确定性+阶段性参与预期差交易机会为特征。
 - 短期内市场依旧纠结于通胀、紧缩、经济下滑的困扰以及中长期系统性风险的隐忧，从而压制市场表现；但我们认为这些疑云将在未来一段时间内逐渐散去，对市场的中期趋势并不悲观；如果市场出现急跌，建议投资者逐步增加仓位以等待疑云散去后的修复。
 - 在此判断基础之上，我们认为盈利平稳的消费依旧值得持有作为底仓，继续推荐商业和服装；另外一方面，近期的经济透露出筑底回升的信号，通胀和政策趋势也将改善，但依旧需要后续数据确认，我们认为这段时间周期股的行情处于孕育过程中，可以适当布局，推荐先行去库存的上游行业；就8月份而言，我们也观察到基于旺季临近以及国庆等特殊时点的临近，旅游和军工在过去10年大概率取得超额收益，我们建议8月份参与这一交易机会，9月份逐渐退出。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030030
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

冯宇 分析师 SAC 执业编号：S1130511040007
(8621)61038262
fengyu@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

内容目录

市场回顾：7 月份周期搭台，消费成长唱戏.....	3
二、短期市场疑云笼罩.....	3
通胀是否真的下行？	3
政策是否如期转向积极，进展如何？	3
经济和企业盈利下滑底部多深？	4
三、等待预期差的修正.....	4
8 月中旬大概率看到 CPI 同比数据的首次回落	4
政策维稳只做不说，并非想象的严厉	4
经济下滑可能已经接近尾声，但上行趋势尚待确认.....	5
工业盈利阶段性回升，缓和业绩下滑预期.....	5
四、投资建议：消费打底，周期胎动	6
消费依旧具有绝对收益空间.....	6
周期迎来布局期.....	7
把握旅游、军工热点	7

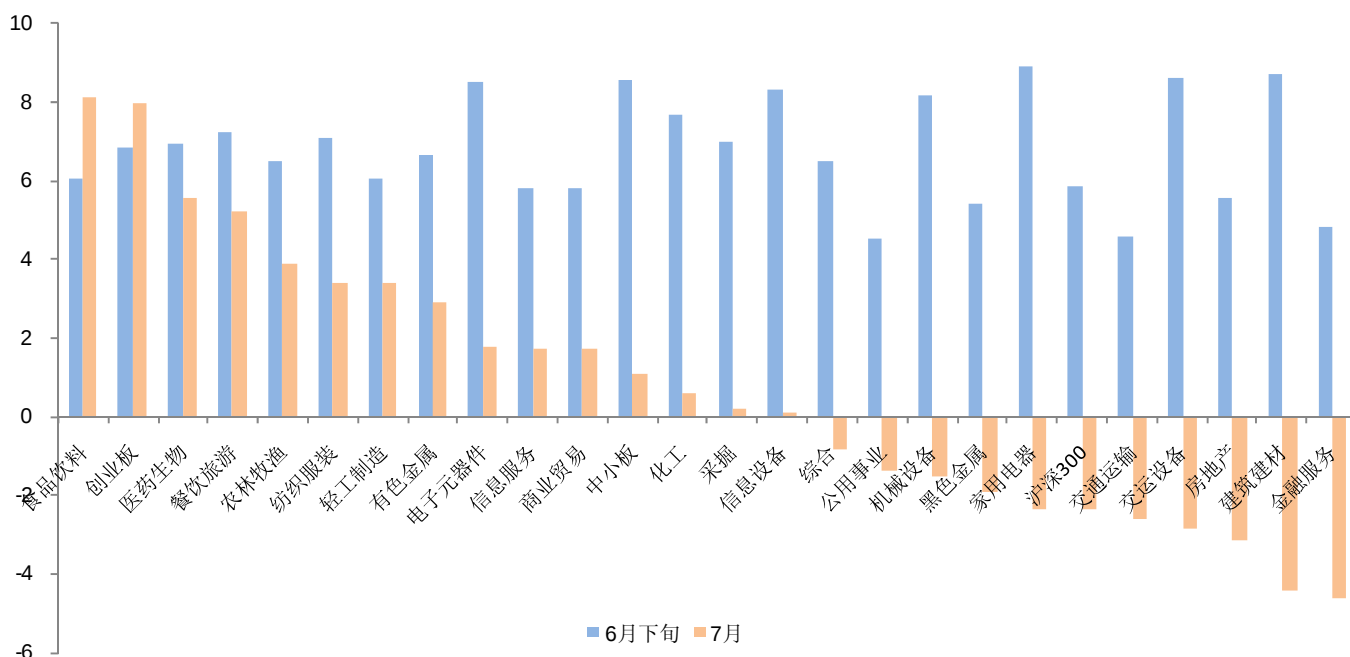
图表目录

图表 1：6 月下旬、7 月份市场/行业涨跌幅	3
图表 2： 全球经济下滑压制商品价格	4
图表 3： 猪肉价格下跌直接缓和 CPI 压力	4
图表 4： 央行近期持续投放货币	5
图表 5： 银行间市场资金价格保持平稳.....	5
图表 6： 7 月份 PMI 需求已然抬头	5
图表 7： 历史规律显示 8-9 月份 PMI 可能继续攀升	5
图表 8： 工业企业盈利 6 月份出现回升.....	6
图表 9： 通胀见顶有利于消费者信心回升	7
图表 10： 消费股估值依旧合理	7
图表 11： PMI 原材料去库存接近尾声	7
图表 12： 近期有色金属盈利预期上调	7
图表 13： 餐饮军工 8 月份跑赢市场概率大	7

市场回顾：7月份周期搭台，消费成长唱戏

6月下旬，借助政策暖意东风，A股上演超跌反弹。对于经济周期更为敏感的周期股率先启动，但随着预期推动的反弹告一段落，进入7月份之后，市场重新回到担心通胀攀升、经济和企业盈利下滑的氛围中，转而追逐盈利稳定的消费股和被错杀的成长股上。我们的7月份月报《修复已现，积极等待》中指出，“市场需要更多的政策进展以及经济改善的证据来推动……保持消费品的配置，主要是零售、白酒、服装”，准确判断了这一趋势。

图表1：6月下旬、7月份市场行业涨跌幅



来源：国金证券研究所

二、短期市场疑云笼罩

7月下旬，周期股引领市场回调。通胀继续上行、政策进展落后、经济和企业盈利下滑担忧是主要因素。

通胀是否真的下行？

通胀从去年11月份就是市场的杀手。市场将中长期的通胀中枢上升等同于中短期的通胀走高，在未见到通胀的趋势性回落之前，市场很难形成一致预期。而当前的央行政策语调依旧是以“控制通胀”为第一要务，这使得市场反向猜测7月份CPI是否再创新高。

政策是否如期转向积极，进展如何？

一方面，通胀制约政策进展；另一方面，7月份动车事故、地方政府债务困境、美国债务困境等事件导致了国内对积极政策的反思和怀疑：动车事故引发了对政策推动投资大跃进的反思以及铁路投资进程的怀疑；地方政府债务到期所酝酿的银行坏账风险则加深了市场对投资后遗症的担忧，也对保障房、水利

投资等进程打上问号；而美国的债务困境似乎提供了“前车之鉴”。总体而言，市场担忧积极政策是否能够实施、实施的进度以及对经济的影响。

经济和企业盈利下滑底部多深？

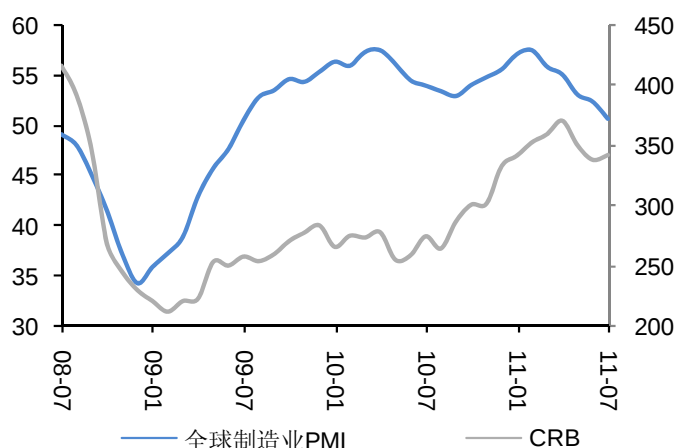
由于对通胀和政策进展的怀疑，市场担忧投资下滑超预期；并且近期的海外经济也显著走弱，市场担忧经济的下滑可能超预期，进一步，企业盈利下滑的想象空间也随之放大。

三、等待预期差的修正

8月中旬大概率看到 CPI 同比数据的首次回落

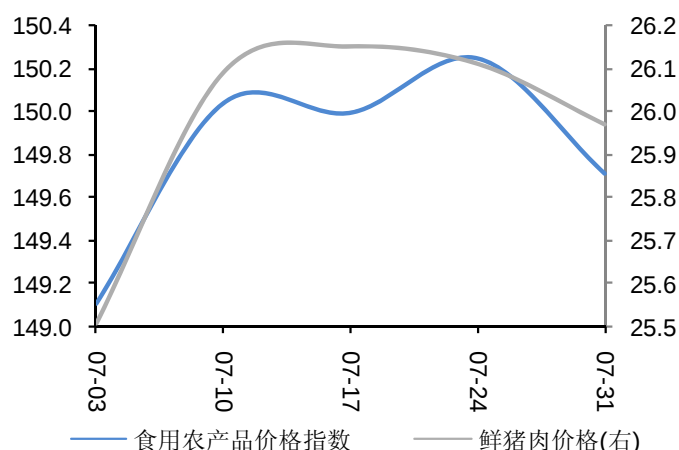
我们一直坚持认为，由于二季度以来全球经济的回调以及商品价格的下跌，输入性通胀压力趋势性缓解，通胀将在 7-8 月份回落。然而由于猪肉价格的上涨以及尽职的管理层不断提示打击通胀的意愿，市场对通胀的预期从来就没有消除过。好消息是，由于猪肉价格的下跌以及其他物价的疲弱，国金宏观预测 7 月份 CPI 可能落在 (6.3, 6.5) 区间内，较之 6 月份略有回落。虽然市场和管理层可能担忧这一趋势是否持续，但我们还是倾向于认为这将缓和市场对通胀的神经紧绷状态——不管如何，这是一个好的开始。退一步说，即使 CPI 略微超预期，由于当前市场已经较为悲观，对市场的杀伤力也较为有限。

图表2：全球经济下滑压制商品价格



来源：wind，国金证券研究所

图表3：猪肉价格下跌直接缓和 CPI 压力

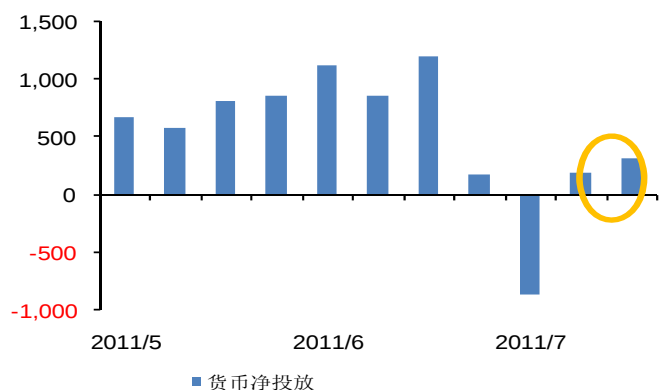


来源：wind，国金证券研究所

政策维稳只做不说，并非想象的严厉

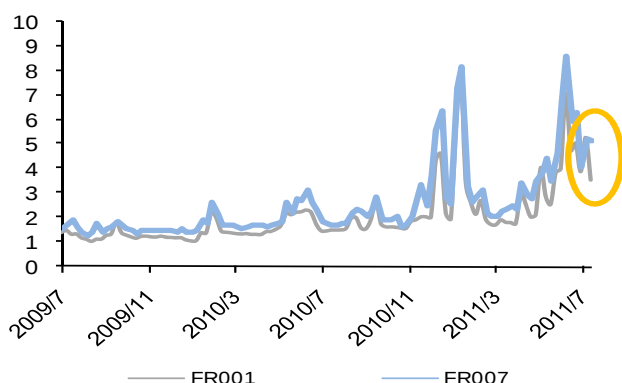
从货币政策来看，虽然管理层一直强调管理通胀，并引发货币信贷紧缩预期，但由于中小企业融资难、数量型政策持续收紧导致资金价格大幅飙升，央行近期一直在维护银行间市场流动性和资金价格的平稳，“政策维稳只做不说”。今年以来数量型工具对资金价格影响强于价格型工具，未来央行政策可能更加倚重价格型工具。加息等价格型工具对于管理通胀预期更加有效，但对流动性、资金价格的负面冲击反而较之数量型工具更轻。

图表4：央行近期持续投放货币



来源：wind，国金证券研究所

图表5：银行间市场资金价格保持平稳



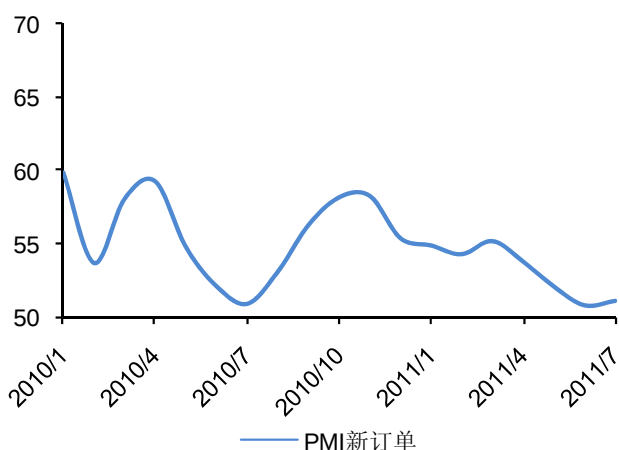
来源：wind，国金证券研究所

从财政方面来看，近期管理层也表达了地方政府融资平台向保障房等重点项目的扶持态度，财政政策进度低于预期的概率并不大，相反一旦出现超预期，对市场情绪将是积极的提振。

经济下滑可能已经接近尾声，但上行趋势尚待确认

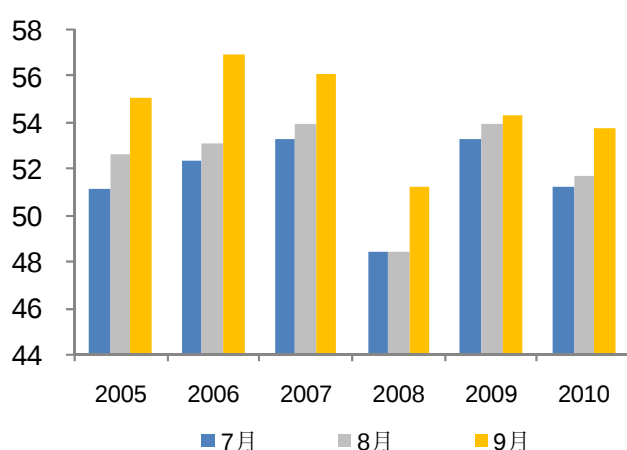
早在 6 月份超预期的工业增加值和信贷数据披露之后，我们便指出经济可能进入向上的脉冲中。7 月份官方 PMI 超预期达到 50.7，印证了我们的判断。由于数据显示下游的需求已经开始提升，去库存也接近尾声，意味着即使经济继续下滑，其幅度也不会太深。如果按照历史的观察规律，8-9 月份 PMI 可能继续往上，从而意味着经济环比探底回升。但是，由于夏季电力供应瓶颈以及高温影响施工，经济向上脉冲持续性有待观察，上行趋势尚待后续数据确认。从这一点来看，经济如果出现缓慢的回落，也就是符合市场预期而已；但经济超预期走强的概率却在逐步积累，这是一个潜在的积极因素。

图表6：7 月份 PMI 需求已然抬头



来源：wind，国金证券研究所

图表7：历史规律显示 8-9 月份 PMI 可能继续攀升



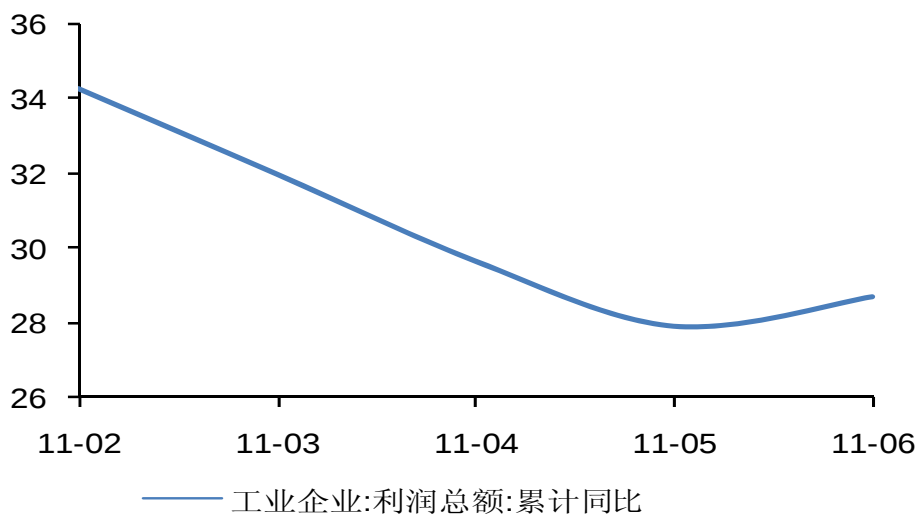
来源：wind，国金证券研究所

工业盈利阶段性回升，缓和业绩下滑预期

盈利下滑早在 5-6 月份就冲击过市场，而中报盈利下滑的趋势也一直是压制市场的重要负面因素。我们认为伴随经济同比数据的滑落和通胀的下滑，企业盈利同比增速也不可避免的下降，但我们分析，盈利的下滑并没有市场担忧的那么严重，这一点早在 7 月初我们的行业比较报告《A 股盈利：没那么糟糕》中即给予过分析预测。刚刚公布的 1-6 月份工业企业经营数据显示，企业利润出

现了今年以来的首次上升，上半年工业企业收入、利润分别累计同比增长 29.7%、28.7%，均较前 5 个月小幅上升。另外，日前银行业协会也表示今年银行利润增长将超过 20%，这些数据预示，企业盈利可能好于此前预期。

图表8：工业企业盈利 6 月份出现回升



来源：国金证券研究所

四、投资建议：消费打底，周期胎动

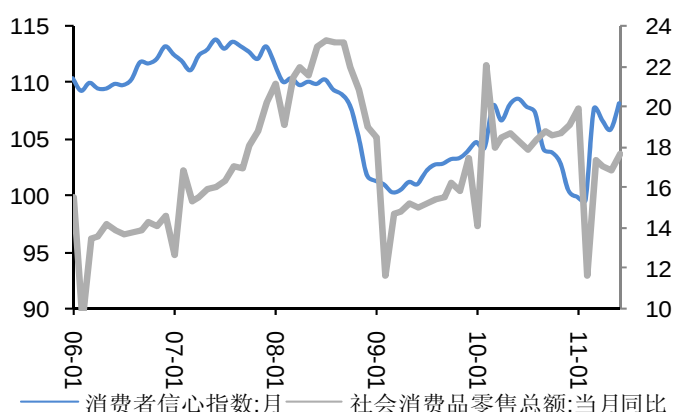
市场一直在期待“经济显著下滑+通胀明显回落+政策拐点”的组合，这种组合意味着市场的反转。在此之前，市场心态谨慎，以把握确定性+阶段性参与预期差交易机会为特征。

短期内市场可能还将纠结于通胀、紧缩、经济下滑的困扰以及中长期系统性风险的隐忧。我们认为通胀和紧缩处于最高点，而经济也进入筑底阶段，中长期系统性风险压制情绪但爆发的概率依旧较低，对市场的中期趋势并不悲观。在此判断基础之上，我们认为盈利平稳的消费依旧值得持有作为底仓持有，继续推荐商业和纺织服装；另外一方面，近期的经济透露出筑底回升的信号，通胀和政策趋势也将改善，但依旧需要后续经济数据的确认，我们认为这段时间周期股的行情处于孕育的过程中，可以适当布局，推荐先行去库存的上游行业；就 8 月份而言，我们也观察到基于旺季临近以及国庆等特殊时点的临近，旅游和军工在过去 10 年大概率取得超额收益，我们建议 8 月份参与这一交易机会，9 月份逐渐退出。

消费依旧具有绝对收益空间

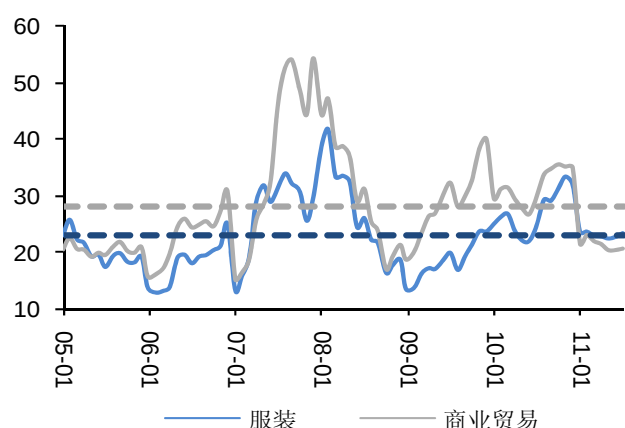
一是，从大的经济格局来看，经济增长尚未见到显著的上升趋势，但通胀下滑有助于改善消费者信心，消费和投资、出口的 pk 中相对突出；二是，消费股盈利依旧平稳，估值合理。因此，中期来看，盈利的增长带动股价的上升依然可期。我们相对看好纺织服装、零售。对于前期持续推荐的白酒，由于股价上涨基本反映了白酒提价和中报业绩的良好预期，从推荐行业中剔除。

图表9：通胀见顶有利于消费者信心回升



来源：wind，国金证券研究所

图表10：消费股估值依旧合理

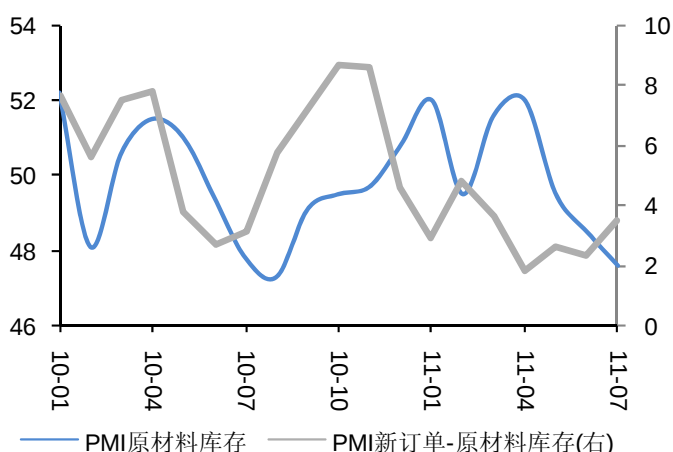


来源：wind，国金证券研究所

周期迎来布局期

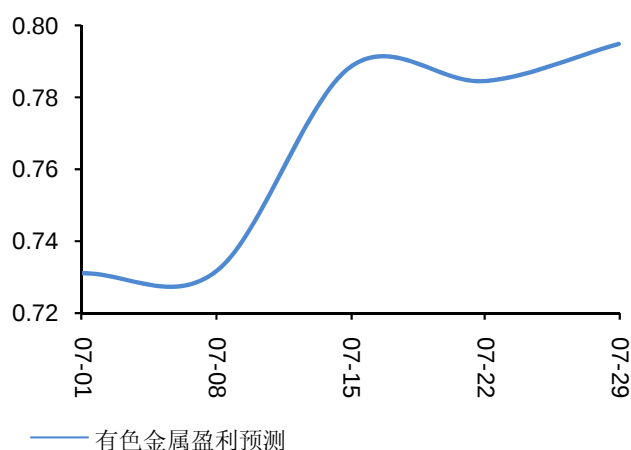
由于经济接近底部，周期股迎来布局期。从 PMI 指数来看，去库存已经持续了一个季度以上，同时需求出现回升迹象，我们认为去库存接近尾声，尤其是上游的库存有望率先回补。相对看好盈利预期上调的有色股。

图表11：PMI 原材料去库存接近尾声



来源：wind，国金证券研究所

图表12：近期有色金属盈利预期上调



来源：wind，国金证券研究所

把握旅游、军工热点

鉴于市场短期还将受到一些不明朗因素制约，但中期趋势并不悲观的判断基础之上，把握阶段性热点依旧可以期待。我们统计了过去几年的市场数据，显示旅游和军工能够在 8 月份跑赢市场，我们推测这可能与季节性旺季和国庆等特定社会氛围预期相关，鉴于今年的旅游消费依旧强劲以及复杂的军事政治环境，我们建议投资者在 8 月份利用这一季节规律参与阶段性行情。

图表13：餐饮军工 8 月份跑赢市场概率大

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	获得正超额收益的概率
餐饮旅游	1.87	0.11	2.44	2.52	2.99	10.93	-2.00	-12.09	8.83	12.67	80%
国防军工					2.84	1.46	-3.68	-11.28	15.78	8.04	67%

来源：国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室