

“Hit”契机接近

投资要点

海外经济预期恶化、四季度经济回落预期、流动性紧张接近临界点，可能使得紧缩政策的拐点提前到来。同时，根据我们之前托宾Q测算的底部以及基金仓位达到较低水平，策略上由此前的谨慎转向寻找短期积极因素。由于多重因素叠加，继续坚持我们在下半年策略报告中提出的“Hit And Run（见好就收）”策略，目前“Hit（见好）”契机接近。后续反弹中关注部分细分原材料行业。需要强调：市场中期拐点仍未出现，中期投资策略建议继续向非周期类消费行业过渡。

- **策略变化：从谨慎转向寻找短期积极因素。**5月，我们提出了紧缩政策“加时赛”延续，政策超调担忧加剧，市场继续寻底；6月，指出经济环比下滑最快时期到来以及政策放松预期将会出现阶段性反弹机会，但始终我们强调仅是反弹而非反转；7月，从再均衡角度解释策略上宜坚持“hit and run”。目前，在海外经济再次呈现极度悲观预期以及国内紧缩政策已经促使流动性接近拐点的情况下，策略由谨慎转向积极寻找乐观因素，阶段性“Hit”契机接近，但本周需关注标普调低美国评级带来的短期冲击。
- **实体经济：经济回落预期、外围预期恶化可能使政策拐点提前到来。**从实体看，7月份PMI数据显示目前经济软着陆逐渐得以确认，四季度将得到验证；从物价看，我们认为7月份CPI为6.3%，超过6月份的概率较小，随后物价将逐月小幅回落；从投资看，坚持下半年投资减速的判断，投资增速缓慢回落下的经济软着陆很可能在随后得到验证；在外围经济恶化的情形下，国内政策往往会出现结构性变动，此时政策一般无继续收紧，外围经济继续恶化可能成为国内政策拐点提前到来的催化剂。
- **调研显示流动性接近临界点，3季度可能接近最严峻时期。**微观调研显示今年以来的信贷紧缩政策正在发挥巨大作用，流动性风险可能已经集聚到比较危险地步，进一步的紧缩需要更多经济过热信号的出现，但目前看经济在4季度缓慢回落应可看到，随着投资增速的缓慢回落、通胀压力减缓，3季度企业流动性状况可能接近最严峻时期。
- **行业配置：反弹关注景气度较高的部分原材料细分行业。**依旧强调3季度为周期类原材料以及投资受益类行业向非周期消费类过渡时期，4季度或明年初为拐点性契机。短期看，去年10月份以来上游原材料及投资受益类顶点可能在9至11月份左右到来，目前反弹关注其中景气度较高的部分细分行业，如水利、装饰材料、特殊化学品材料等；中期继续积极布局消费类行业例如食品饮料特别是白酒、纺织服装、零售。

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 钟青
Tel：010-59370819
Email：huguopeng@hczq.com
zhongqing@hczq.com

目 录

一、 策略变化：从谨慎转向寻找短期积极因素	3
二、 实体环境：经济软着陆逐渐确认、通胀见顶、投资下滑	4
三、 海外经济预期恶化：国内政策拐点提前到来的催化剂	5
1、 海外经济复苏步伐放缓	5
2、 海外经济恶化预期往往是短期政策拐点到来的催化剂	6
四、 流动性接近临界点	7
1、 流动性接近临界点	7
2、 流动性状况叠加成本影响已经显著阻碍企业扩张	8
五、 行业配置：阶段性关注投资受益即原材料类中部分细分行业	8

图表目录

图表 1 基金仓位短期大幅降低	3
图表 2 当前可能处经济即将回落阶段，关键时间点在 10 月份前后	4
图表 3 PMI 领先 GDP1 季度，处于扩张末期	5
图表 4 物价水平将逐渐下移	5
图表 5 VIX 指数再度攀升显示恐慌情绪上升	6
图表 6 美国先行指数显示经济扩张动力衰减	6
图表 7 外围经济恶化时政策往往会观望甚至微调	7
图表 8 08 年末以来三次流动性拐点	8
图表 9 “hit” 跌幅较大且业绩良好的行业	9

一、策略变化：从谨慎转向寻找短期积极因素

5 月份提出了紧缩政策“加时赛”延续，政策超调担忧加剧，市场继续寻底；6 月份指出经济环比下滑最快时期到来以及政策放松预期将会出现阶段性反弹机会，但始终我们强调仅是反弹而非反转；7 月份从再均衡角度解释策略上宜坚持“hit and run”；目前，在海外经济再次呈现极度悲观预期以及国内紧缩政策已经促使流动性接近拐点的情况下，有可能出现拐点提前到来，即策略由谨慎转向积极寻找乐观因素，阶段性“Hit”契机出现。

- **5 月份：继续寻底。**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：反弹非反转。**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：反弹高度和力度将有限。**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，三四季度难以出现趋势性机会，目前仍然坚持该策略。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。
- **目前：不必过度悲观，寻找积极因素。**外围市场进一步恶化，使得危机以来对外部经济状况重视程度显著增加的国内政策取向再次受到冲击；国内方面，尤其是前期持续的紧缩政策导致的累积效果正在快速体现，我们 8 月初的调研显示，流动性风险很可能已经积聚到较高水平，在成本高企、流动性紧张的组合下，企业扩张意愿已经受到显著制约，后续经济的缓着陆应当可以看到。在此背景下，中期政策拐点有可能提前到来，这将是证券市场的重要积极因素之一，同时从我们之前测算的托宾 Q，和最近跟踪的基金仓位看，均支持接近底部的判断，策略上我们由谨慎转向相对乐观，即阶段性“Hit”契机正在接近，即阶段性反弹契机接近。

图表 1 基金仓位短期大幅降低



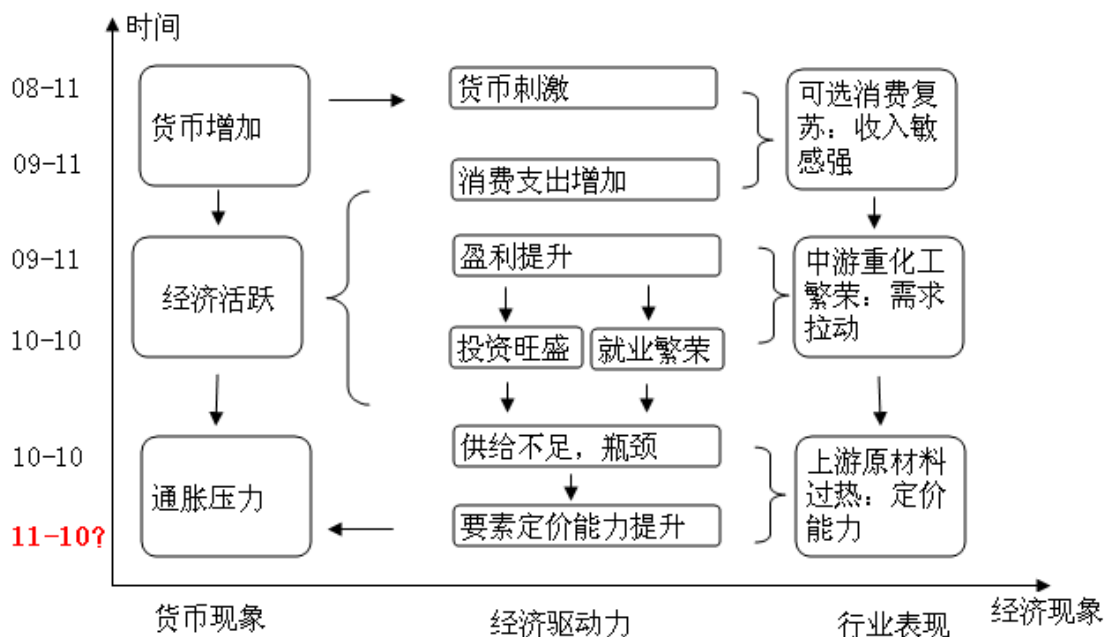
资料来源：wind

二、 实体环境：经济软着陆逐渐确认、通胀见顶、投资下滑

从实体看，二季度以及 7 月份 PMI 数据显示目前经济软着陆逐渐得以确认，四季度将得到验证；从物价看，我们认为 7 月份 cpi 为 6.3%，超过 6 月份的概率较小，随后物价将逐月小幅回落；从投资看，坚持下半年投资减速的判断，投资增速缓慢回落下的经济软着陆很可能在随后得到验证。

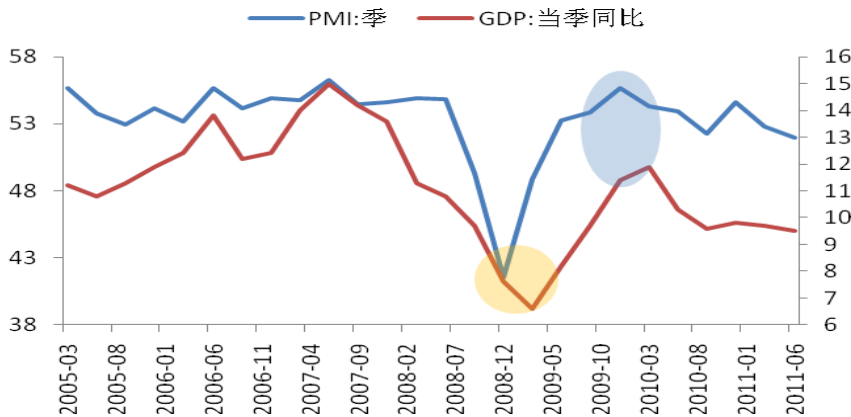
- **经济微幅回落得以确认。**09 年以来实体经济受到政策干预较多，呈现出短周期的特征，从货币现象、经济驱动力和行业表现上探讨不同阶段特征和经济现象，认为 08 年年底至 09 年 11 月前后为复苏期，随后到 10 年 11 月前后为繁荣期，目前处于即将回落前阶段，可能延续至 11 月前后。从二季度经济、工业、消费数据以及 7 月份 PMI 数据来看，不出意外，4 季度或明年初可能将看到经济软着陆得到确认。从增长趋势看，再均衡过程难以避免，政策效果逐渐释放完毕后，将重回自然增长之路。
- **物价见顶回落。**7 月份物价前高后低，尤其是最后一周食品价格环比回落 0.4%，主要食品类尤其是猪肉价格连续 2 周环比小幅回落，我们认为 7 月份 cpi 为 6.3%，高于 6 月份 6.4% 的概率不高。随后 8、9 月份为猪肉消费淡季，再加上紧缩政策的叠加和翘尾因素的减弱，物价将逐月回落，但是回落的幅度将有限，总体上，3 季度物价水平将与 2 季度持平，四季度物价下滑将加速，这与实体经济的发展阶段也基本吻合。
- **投资呈减速趋势。**固定资产投资自 6 月份就出现了小幅下滑的趋势，我们认为投资类下半年将出现缓慢回落的态势，即政策调控效果将进一步体现，在各类成本高企、信贷持续紧缩以及资金成本高企的情况下，多数投资主体的投资意愿将回落，从我们 8 月初最近的一次调研看，多数企业以维持现有规模为主，进一步扩大投资意愿的较少，当然此种市场化约束在民营企业方面更为显著。

图表 2 当前可能处经济即将回落阶段，关键时间点在 10 月份前后



资料来源：华创证券

图表 3 PMI 领先 GDP1 季度，处于扩张末期



资料来源：wind

图表 4 物价水平将逐渐下移



资料来源：wind

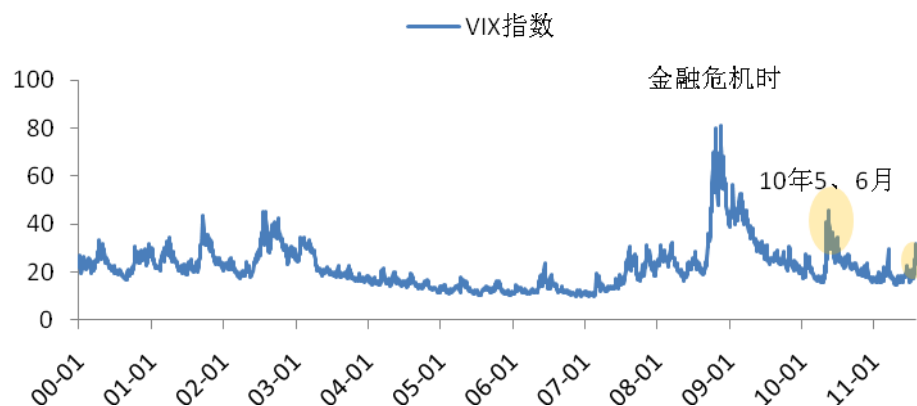
三、海外经济预期恶化：国内政策拐点提前到来的催化剂

近期海外经济预期恶化，美国债务问题虽然得以短期解决但是却存在种种问题，债务问题长期化；此外 QE2 结束后美国经济呈现了增长乏力的态势，先行指标的继续恶化显示美国经济下半年依然弱势；欧洲债务问题长期困扰市场，特别是近期西班牙和意大利的债务恶化使得欧债担忧升级。结合以往经验，在外围经济恶化的情形下，国内政策往往会出现结构性变动，此时政策一般无继续收紧，外围经济继续恶化可能成为国内政策拐点提前到来的催化剂。

1、海外经济复苏步伐放缓

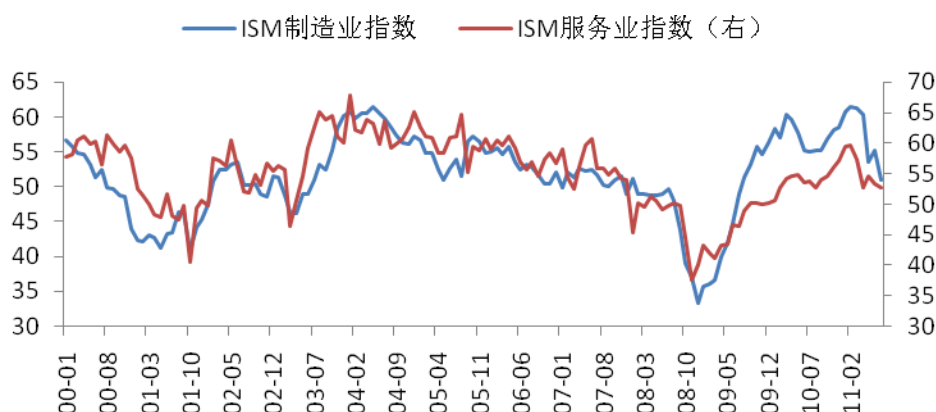
- **美国复苏放缓，债务问题长期化担忧。** ISM 制造业和服务业 PMI 指数近期出现了持续的下降，房地产市场和就业数据依然比较糟糕，经济在政策效果结束后重回再均衡过程。债务上限虽然在 8 月 2 号前达成协议，但是存在种种问题，减赤问题并未彻底解决，标普将美国长期评级从“AAA”下调至“AA+”，美国借贷利率上升担忧出现，融资成本上升拖累经济增长前景。
- **欧洲深陷债务泥潭。** 意大利、西班牙的加入使得欧债担忧加剧，欧洲国家除德国外经济增长均显疲弱，赤字不断，将使债务问题长期化，反复扰动资本和商品市场，即到目前为止欧洲市场并无良好举措有效化解债务担忧，这实质上反映了缺乏经济增长点后的不断再均衡过程。

图表 5 VIX 指数再度攀升显示恐慌情绪上升



数据来源：华创证券

图表 6 美国先行指数显示经济扩张动力衰减

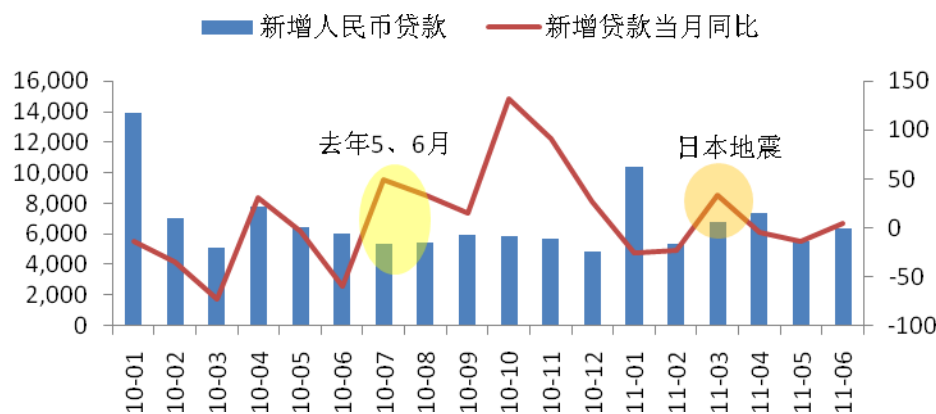


数据来源：华创证券

2、海外经济恶化预期往往是短期政策拐点到来的催化剂

- **2010 年的欧债危机成为国内政策短期拐点。**去年四月份后房地产调控新政的实施以及节能减排的加速推进，国内经济出现了一定程度的苦难，再叠加欧债危机的困扰，市场上关于经济“二次探底”的担忧加剧，政府也认为此时经济出现了多重“两难”的局面，6 月份货币信贷出现了放松的迹象。
- **今年 3 月份日本大地震时信贷有所放松。**3 月份日本地震对于全球的汽车产业和电子产业的冲击特别大，国内 3 月份之后也出现了汽车产销均低迷的情形，再加上出口相对较弱，3 月份的信贷政策出现了一定程度的改善，流动性出现了短暂的好转局面，市场出现了一定程度的反弹。
- **政策对海外敏感性显著增加主要在于吸取 08 年教训。**危机以来政策对海外敏感性增加主要在于 08 年超调教训，结合目前状况，政策进一步紧缩的概率在降低，特别是如果外围经济情况进一步恶化，政策拐点将有可能提前。需要注意的是国内政策将以维持现有政策为主，奢望政策全面放松并不现实。

图表 7 外围经济恶化时政策往往会观望甚至微调



数据来源: wind、华创证券

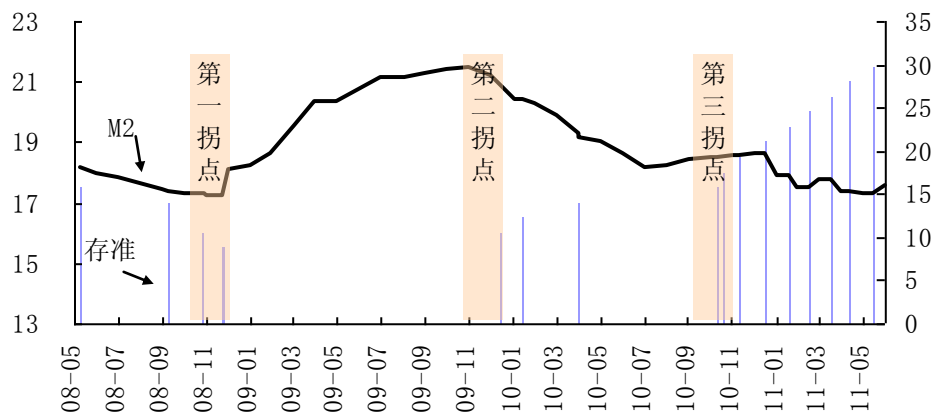
四、流动性接近临界点

微观调研显示今年以来的信贷紧缩政策正在发挥巨大作用,流动性风险可能已经集聚到比较危险地步,进一步的紧缩需要更多经济过热信号的出现,但目前看经济在 4 季度缓慢回落应可看到,随着投资增速的缓慢回落、通胀压力减缓,3 季度企业流动性状况可能接近最严峻时期。

1、流动性接近临界点

- **新增贷款少,流动性略显不足。**我们近期再次调研了浙江宁波、义乌和温州的企业经营状况和民间融资情况,并与当地各类金融机构和金融管理机构进行了深入交流。从微观角度的调研结果看,流动性处于临界点附近以及经济快速扩张尤其是投资需求得到有效抑制基本得到验证,相关内容请见调研报告。
- **流动性变化状况。**三个阶段,09 年 11 月之前;2010 年 10 月份之前,以及去年 10 月份之后,导致目前流动性风险异常积聚的原因在于政策过度干预。**第一阶段,供给过剩,需求无节制膨胀。**08 年至 09 年出现金融机构全面鼓励企业扩张投资的现象,导致企业总体投资意愿过旺,超出了正常经营过程力所能及的投资能力,即杠杆使用过大。**第二阶段,供给无显著抑制,需求转向各类金融机构。**随着 09 年末信贷开始转向,企业实际流动性状况已经开始恶化,但由于项目在建,出现资金需求逐渐转向非银行金融机构的现象,并进一步转向民间融资,但即便如此,主要信贷资金仍然来源与银行,即实业界规避监管获取银行资金。**第三阶段,供给上,去年 10 月份开始货币加速紧缩,需求上,通胀快速提升导致的流动性资金需求快速增加。**尤其是随着今年存款准备金率上调至 20%之上,金融杠杆被有效抑制,货币流通速度出现显著变化,供给角度的资金完全逆转。但此前扩大的投资规模无法终止,且去年 10 月份以来随着原材料价格的上涨,流动性资金需求却快速扩张,供需的不平衡达到极致。**当前看,仍处于严峻时期,只是无进一步恶化,**如跟踪的民间利率综合直基本维持在 23%左右,且多数金融机构尤其是小额贷、典当或担保公司均无进一步提高利率的意愿。
- **民间违约现象出现增多信号。**另外反映流动性状况的为信贷违约现象的出现,近期出现增加现象,这也是紧缩政策不宜继续紧缩的信号。从现象上看,信贷违约现象虽然有客观原因,如企业主管理不善、有赌博嗜好等等,但近期不管是企业违约,还是金融部门工作人员违法增多、或者法律纠纷增多等,均是正常周期所少见,均指向流动性处临界点的结论,从中期看,流动性风险累积仍在,如果政策上出现失误将导致风险显著升温。

图表 8 08 年末以来三次流动性拐点



数据来源: wind

2、流动性状况叠加成本影响已经显著阻碍企业扩张

从近期持续对中小企业调研发现，一般状况下，原材料、劳动力以及土地成本的上升一般对应流动性资金需求增多，但由于信贷控制银行无法满足，则不断被挤出到社会融资，随着融资成本的不断提高，扩张意愿显著降低，大多数企业选择维持现状。从上市公司数据看，近期上市公司为子公司以及对外提供委托贷款的案例较往年有明显上升，显示了企业资金面确实紧张，与 5 月份调研相比，企业依旧处于走钢丝状态，过度膨胀的需求被抑制程度较深。

五、 行业配置：阶段性关注投资受益即原材料类中部分细分行业

我们认为目前不必过度悲观。下半年策略认为国内外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，宜见好就收，目前宜积极布局。行业配置上，依旧强调 3 季度为周期类原材料以及投资受益类行业向非周期消费类过渡时期，4 季度或明年初为拐点性契机。去年 10 月份以来上游原材料及投资受益类顶点即将到来，目前反弹关注其中景气度较高的部分细分行业，如水利、装饰材料、特殊化学品材料等；二是积极布局消费类行业例如食品饮料特别是白酒、纺织服装、零售。

- **市场方面：不必过度悲观。**我们在下半年策略中指出：国内外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），认为指数核心运行区间在 2600-3000 点之间窄幅波动，目前不过度悲观，积极布局。
- **行业配置方面：周期类原材料行业和投资受益类行业向非周期消费类过渡。 短期关注高景气的部分原材料行业。**去年 10 月份以来处于典型的快速扩张期，由此导致的供给不足使得上游原材料获取利润的能力显著增强，判断此种情形可能延续至 11 月份左右，随后多数该类行业的景气顶点将到来。站在目前时点，随着市场企稳，部分投资受益和原材料类细分行业依然值得关注，关注确定性较强且有一定抗回落能力的行业，如水利投资、装饰材料、特殊化学品材料、部分稀有金属材料等。**中线继续关注非周期消费类行业拐点的到来。**趋势上看，去年 10 月份以来的原材料和投资类高景气将在 3 季度逐渐转变，随着 4 季度经济缓慢回落得到确认，非周期类消费类行业将迎来较好投资机会，实际上，近期相关行业已经跃跃欲试，有所表现，反映市场对随后即将出现的轮换有所关注，消费类行业例如食品饮料特别是白酒、纺织服装、零售等业绩稳定，是中线配置的优先选择。

图表 9 “hit” 跌幅较大且业绩良好的行业

行业	7.6 日收盘价	8.5 日收盘价	区间涨跌幅
农林牧渔	2,282.48	2,266.83	-0.69
采掘	6,340.43	6,149.73	-3.01
化工	2,552.23	2,422.32	-5.09
黑色金属	3,060.78	2,797.49	-8.60
有色金属	4,937.49	4,674.97	-5.32
建筑建材	3,390.57	3,120.98	-7.95
机械设备	4,848.90	4,544.65	-6.27
电子元器件	1,831.14	1,733.11	-5.35
交运设备	3,591.00	3,296.78	-8.19
信息设备	1,436.37	1,360.64	-5.27
家用电器	2,725.93	2,543.35	-6.70
食品饮料	5,887.46	6,147.35	4.41
纺织服装	2,362.16	2,320.19	-1.78
轻工制造	2,002.04	1,955.59	-2.32
医药生物	4,327.06	4,324.03	-0.07
公用事业	2,014.15	1,891.31	-6.10
交通运输	2,258.47	2,087.35	-7.58
房地产	2,951.77	2,751.15	-6.80
金融服务	2,275.72	2,070.89	-9.00
商业贸易	4,364.98	4,250.38	-2.63
餐饮旅游	2,798.45	2,811.01	0.45
信息服务	1,783.25	1,745.82	-2.10
综合	2,207.14	2,077.03	-5.89
上证指数	2,810.48	2,626.42	-6.55
沪深 300	3,113.71	2,897.42	-6.95

数据来源: wind

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