

## 衰退临近可能加大，短期“多看少做”为宜

### 报告要点

#### ■ 经济基本面：等待“类”滞胀向衰退过渡的临界点

7 月应该已经是滞胀期的最后一个月，这意味着 9 月初公布的数据上 CPI 同比回落已概率较大，并且回落趋势已经形成，因此目前市场的焦点将再次回归经济增长，这决定了之后会进入衰退的过程，还是持续在“类滞胀”的状态，前者是一次下跌，但是之后是较好的买点，而后者是持续的震荡向下。但经济下滑已经是市场的共识，未来的预期差风险在下滑的速度和时间点上。目前有一定的数据迹象显示有在 9、10 月出现的可能，但仍不能确定。所以无论如何，下跌仍是目前的主旋律，9 月维持谨慎态度，少操作但保持对月初一系列宏观数据的确认观察。

#### ■ 政策干扰的滞后效应，去库存反复

由最新公布的 7 月工业库存数据，我们主要得到三点结论：1. 此次库存同比小幅回升，我们认为主要是由于前期工业生产在政策干扰下出现超预期上涨，而需求相对弱势，进而导致库存出现累积。2. 未来库存持续回补的概率较低，去库存仍将继续展开。并且，在库存处于历史最高水平的情况下，企业主动降低产出的动力将增加，未来几个月很可能是一个工业增加值与工业库存均快速调整的去库存加快的过程。3. 从行业上来看，权重行业多处在被动补库存阶段，这也是整体库存表现为小幅回升的主要原因。这些行业多处于中游偏上，在前期政策干扰下，产出回升较多，而其下游需求多处于夏季淡季，因此需求表现较弱，导致库存累积。进入主动补库存的行业继续增加，这也是我们认为此次库存回升不可持续的理由之一。

#### ■ 9 月行业配置建议

对市场整体趋势而言，不会有明显的好机会，动因上由前期海外因素在逐渐向国内因素上转移，因此对海外一波纠偏的程度能够有多大是有较大疑问的，保持谨慎态度。

在行业配置上，延续前面的逻辑，防御和谨慎依旧是当前的首选，至少在看到明确的确认经济下滑的信号发出之前。因此我们选择防御的方法是低估值，低估值的板块较具有吸引力，如重卡、房地产，而对于非周期的防御性，我们认为估值已经相对较高，这构成了其存在一定风险的原因，不看好的行业是建筑建材，白酒，工程机械。

#### 相关研究

《2011 年 8 月资产配置专题：经济趋缓下的平淡市场节奏》，邓二勇，吴邦栋，2011 年 7 月 31 日

《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

denggy@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

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 经济基本面：等待“类滞涨”向衰退过渡的临界点 .....</b> | <b>5</b>  |
| 工业生产回落超预期，CPI 见顶意义并不大 .....           | 5         |
| 美国大危机后二次回落的借鉴意义.....                  | 9         |
| <b>2 行业库存跟踪——政策干预的滞后效应，去库存反复.....</b> | <b>11</b> |
| 权重行业多处处在被动补库存阶段 .....                 | 11        |
| 更多行业进入主动去库存阶段.....                    | 12        |
| <b>3 流动性与市场供需 .....</b>               | <b>14</b> |
| 3.1 货币市场资金 .....                      | 14        |
| 3.2 股票市场供需情况 .....                    | 16        |
| 3.3 市场板块资金流动 .....                    | 18        |
| <b>4 九月投资策略.....</b>                  | <b>20</b> |
| 4.1 八月市场回顾 .....                      | 20        |
| 4.2 九月配置建议：以谨慎心态静待经济下滑加速是否确认 .....    | 21        |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1: 截止至 7 月数据的宏观周期运行状况.....               | 5  |
| 图 2: 工业增加值同比及环比走势 (%) .....                | 6  |
| 图 3: 1990 年以来工业增加值同比平均值 (%) .....          | 6  |
| 图 4: 工业增加值前五的行业 .....                      | 6  |
| 图 5: PPI 的翘尾因素分析 .....                     | 6  |
| 图 6: PMI 购进价格指数领先 PPI2-3 个月 .....          | 7  |
| 图 7: 整体的 CPI 和翘尾因素计算 .....                 | 7  |
| 图 8: 001 年 5 月至 2001 年 12 月上证指数日度数据 .....  | 8  |
| 图 9: 2004 年 6 月至 2004 年 10 月上证指数日度数据 ..... | 8  |
| 图 10: 2008 年 1 月至 2008 年 4 月上证指数日度数据 ..... | 9  |
| 图 11: 美国危机之后复苏的路径演示 .....                  | 9  |
| 图 12: 美国二战以后的经济周期 .....                    | 10 |
| 图 13: 93 年经济二次探底时消费者信心表现 .....             | 10 |
| 图 14: 03 年经济二次探底时消费者信心表现 .....             | 10 |
| 图 15: 五大类行业库存变化 .....                      | 11 |
| 图 16: 工业库存占比最大的十五个行业 .....                 | 12 |
| 图 17: 通信设备、计算机及其他电子设备 .....                | 13 |
| 图 18: 专用设备制造业 .....                        | 13 |
| 图 19: 金属制品业 .....                          | 13 |
| 图 20: 化学纤维制造业 .....                        | 13 |
| 图 21: 煤炭开采和洗选业 .....                       | 13 |
| 图 22: 黑色金属矿采选业 .....                       | 13 |
| 图 23: 饮料制造业 .....                          | 14 |
| 图 24: 纺织服装、鞋、帽制造业 .....                    | 14 |
| 图 25: 货币市场公开市场净投放/回笼情况 .....               | 14 |
| 图 26: 货币市场利率走势 .....                       | 14 |
| 图 27: 债券市场融资额变化 .....                      | 15 |
| 图 28: 债券融资结构 .....                         | 15 |
| 图 29: 月度解禁情况 .....                         | 17 |
| 图 30: 7 月份市场板块资金 (近 20 日) .....            | 18 |
| 图 31: 近 5 日市场板块资金净流向 .....                 | 19 |
| 图 32: 近 20 日资金净流入量前 20 的个股 .....           | 19 |
| 图 33: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股 .....            | 19 |
| 图 34: 八月市场行业涨跌幅情况 (%) .....                | 20 |
| 图 35: 中期市场判断的自上而下逻辑演绎 .....                | 21 |
| 图 36: PMI 产成品及原材料库存 .....                  | 22 |

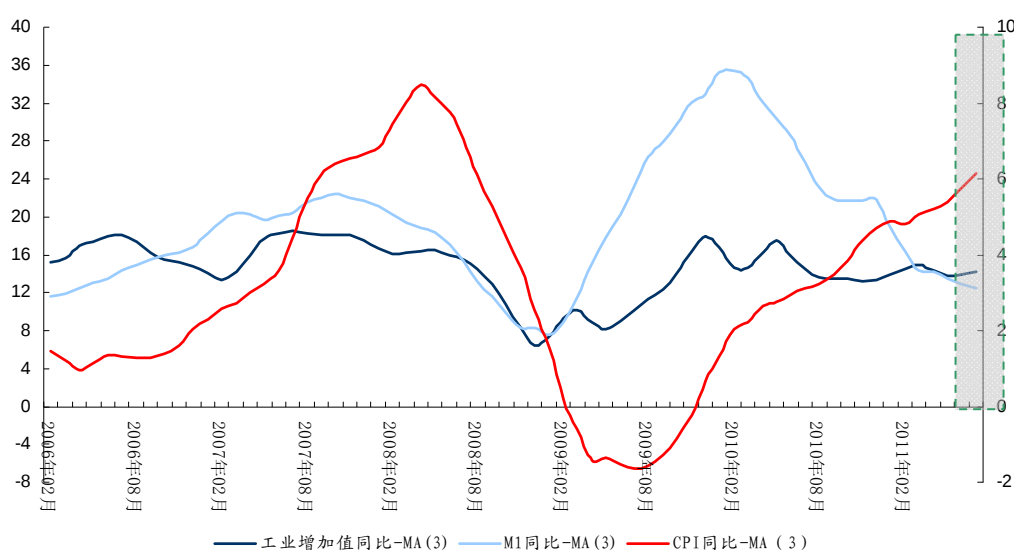
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1: CPI 见顶与翘尾因素见顶时间点.....   | 8  |
| 表 2: 月度股票市场发行情况.....         | 16 |
| 表 3: 审核通过尚未发行的前 20 大公司 ..... | 17 |
| 表 4: 工业增加值基数影响程度 .....       | 23 |
| 表 5: 九月行业配置表.....            | 23 |

## 1 经济基本面：等待“类滞涨”向衰退过渡的临界点

从7月份公布整体宏观经济数据来看，仍旧处在“类滞涨”的周期状态中，尽管判断8月开始CPI将见顶回落，但对市场企稳的角度来说，目前最为关心的变量仍旧是在经济下滑的速度上，小幅的经济波动尽管已是小周期衰退的开始，但不足以形成通胀的快速下降，从而带来盈利和政策的扭转。

在这个部分中，我们主要是从当前已有的宏观变量、以及大危机之后国外的历史经验两个角度，论证这种“类滞涨”状态向衰退或者说经济下滑加速过渡的必然性，当然尽管存在必然性，但是转换时间点的把握确是较难控制的，因此针对于此，在市场的操作策略上也是要分开讨论的，这个我们自第四部分做详细的描述。

图 1：截止至 7 月数据的宏观周期运行状况

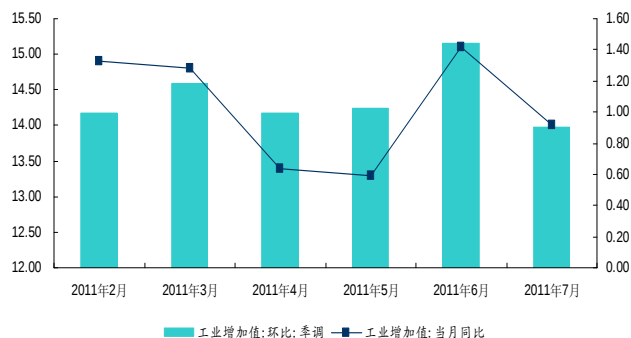


资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

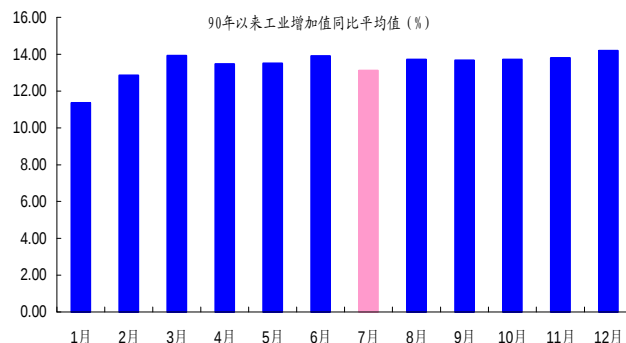
### 工业生产回落超预期，CPI 见顶意义并不大

首先，我们先来看工业生产方面的情况，我们认为今年二季度的工业下滑幅度是货币调控之后应有的正常反应，而6月份工业增加值同比的跳涨对我们的判断出现了一定的扰动。就7月的数据而言，再次回到了超预期下降的通道中，这让我们将中期提到的“涅槃重生”的逻辑再次进行了反思，使得警惕未来几个月工业增加值的继续超预期回落成为了必要。

从环比上看，7月工业增加值环比增长0.99%，同样较上月1.44%有所下行。但是结合历史数据，7月工业增加值有一个季节性的下行过程。统计1990年以来各月工业增加值的平均值，7月较6月下降0.8%。今年7月同比下降1.1%，降幅高于历史平均水平。

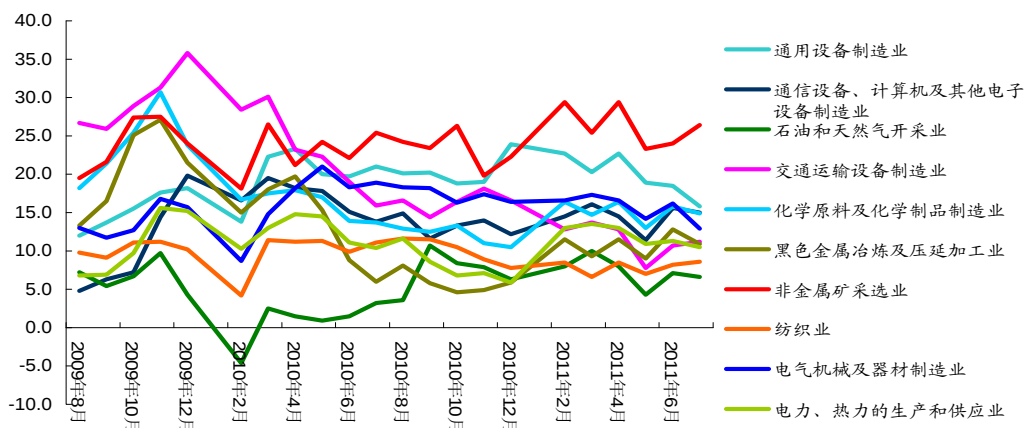
**图 2：工业增加值同比及环比走势（%）**


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

**图 3：1990 年以来工业增加值同比平均值（%）**


资料来源：wind，长江证券研究部

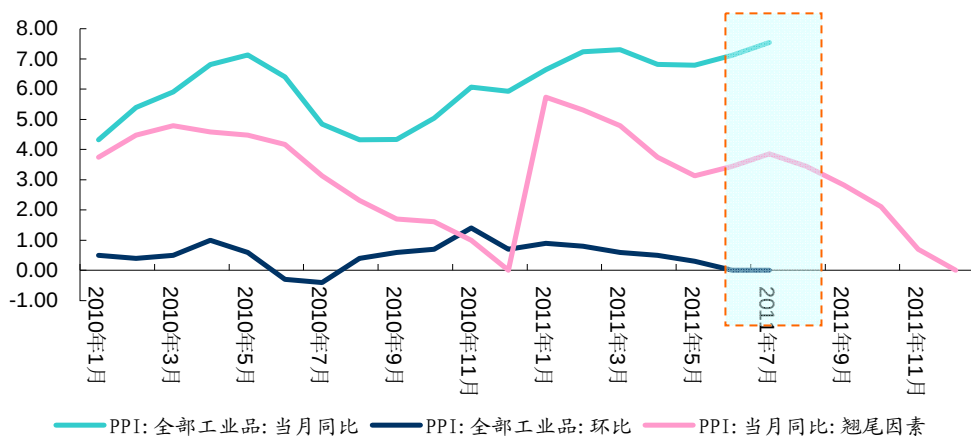
并且从分行业的结构上来看，权重行业的工业增加值同比多较上月有所下行，工业增加值同比上涨的行业仅有纺织业、交通运输设备制造业与非金属矿采选业。工业增加值同比回落的行业中尤其以电气机械设备制造业与通用设备制造业回落最多，分别下降 3.3%与 2.7%。权重行业中设备类行业工业增加值同比的大幅度下行是导致本次工业增加值季节性下行大于历史平均水平的主要原因。

**图 4：工业增加值前十五的行业**


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

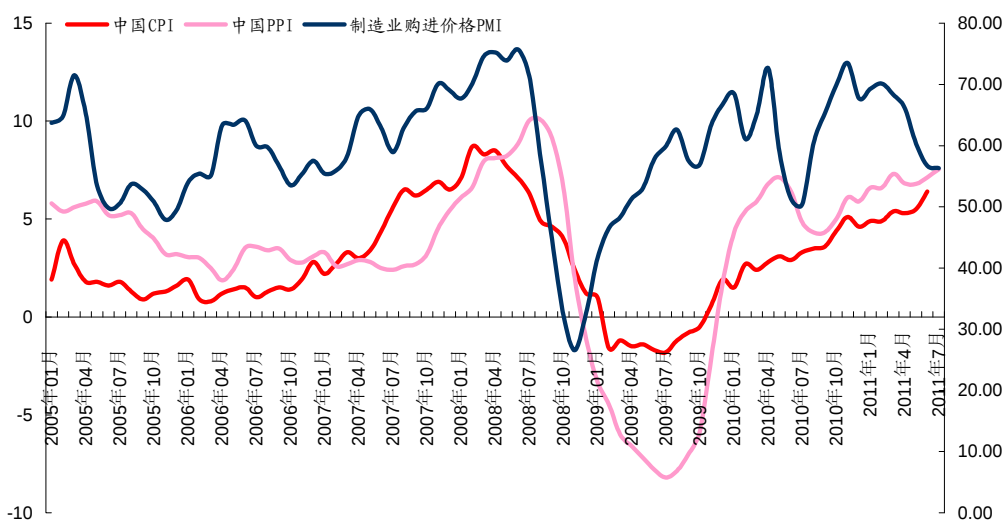
其次，我们再来谈谈对通胀的看法，这主要分两点。第一，我们认为 7 月的 CPI 同比见顶的概率是很高的，因此从 8 月来看通胀的回落是大概率事件。这最主要的一方面，当然是来自于去年高基数的翘尾影响，另一方面，从非食品的物价方面来看，PPI 在去年 8-10 月份经历了 QE2 带来的暴涨阶段，因此，从 PPI 的翘尾角度来看，下降的更为猛烈，并且，PMI 购进价格指数的显示，已经从高位有明显的下降。

**图 5：PPI 的翘尾因素分析**



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

图 6: PMI 购进价格指数领先 PPI 2-3 个月

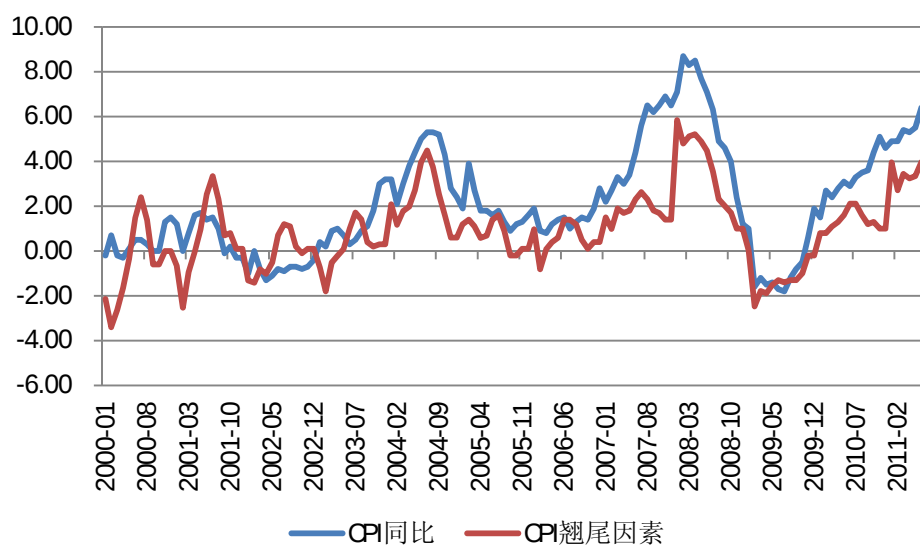


资料来源：长江证券研究部

但对于通胀的第二层次是说，在当前的阶段，通胀的见顶尽管存在但是对市场的意义并没有大家想象的那么强，这一点我们在上个月的月报中已经详细的分析，这里简单概括一下。这就决定了伴随CPI的回落，尽管是从滞涨进入了衰退，但是经济下滑的速度成为了本阶段的关键。

1.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，仔细来看的话，几轮两者相差的时间都不超过2个月。这也就表明每轮滞涨的末期，通胀的见顶只会存在符合预期而不会超预期。

图 7: 整体的 CPI 和翘尾因素计算



资料来源: wind, 长江证券研究部

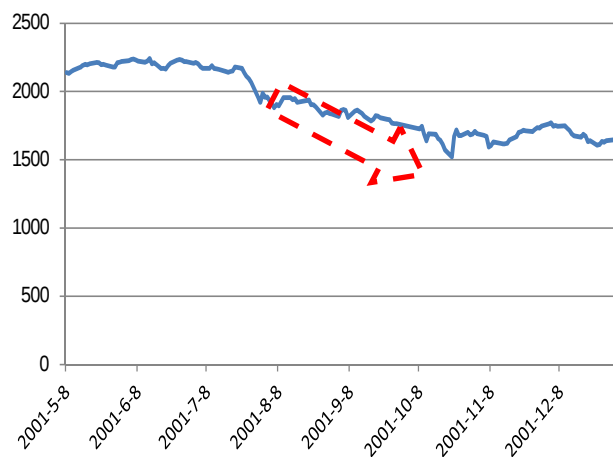
**表 1: CPI 见顶与翘尾因素见顶时间点**

|     | 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

2.在这种情况下,我们可以看到 2000 年来的三轮滞涨末期,CPI 的见顶回落期间市场的表现都是向下的,仅有很快速的小反弹,而真正的市场行情是要等到确认了货币政策的底部之后才会出现的。

**图 8: 001 年 5 月至 2001 年 12 月上证指数日度数据**



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

**图 9: 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

图 10：2008 年 1 月至 2008 年 4 月上证指数日度数据



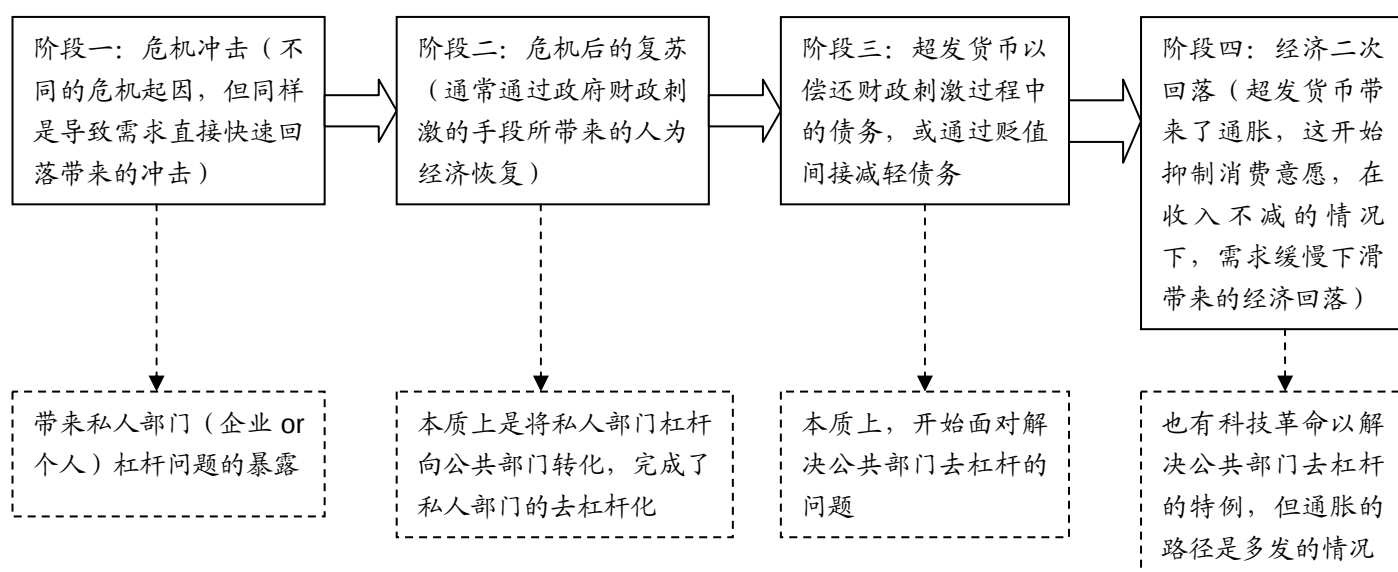
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

所以综合前面关于经济和通胀两个变量的判断之后，我们的结论是，**尽管在 8 月开始通胀将会如期的见顶回落，但是其实这对于市场而言是并没有提振效果，相反，正是开始进入了小周期的衰退阶段的初期，我们更加关心的是，工业生产所代表的经济状况下滑的速度有多快，因为按照我们已有的周期框架，在小周期内部寻找到市场中期底部，必须要经历这个过程中最快速下行的过程，这也是货币政策才会真正见到底部的时间点。**

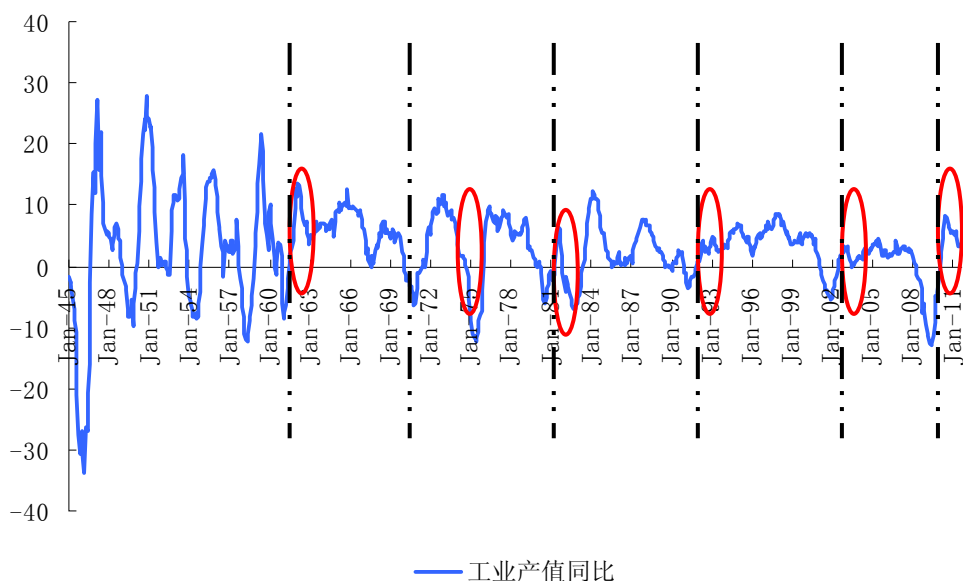
## 美国大危机后二次回落的借鉴意义

通过对美国大的危机冲击之后，经济恢复过程的研究，我们发现了一个二次回落的规律，并且这种回落的触发动因上与第一次的危机冲击是有着重大差异的。具体来说，在经历了危机冲击之后，美国的复苏模式经历的过程如下图所示。

图 11：美国危机之后复苏的路径演示

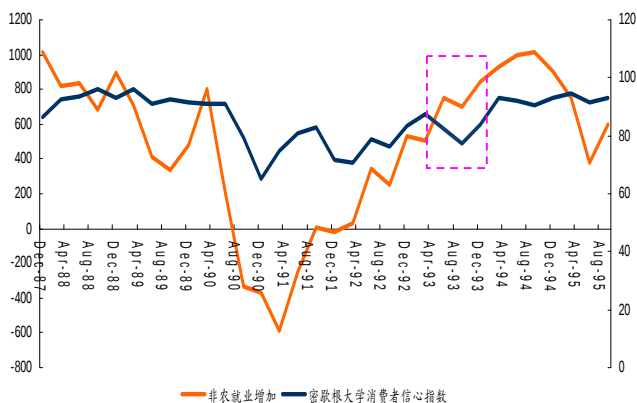


资料来源：长江证券研究部

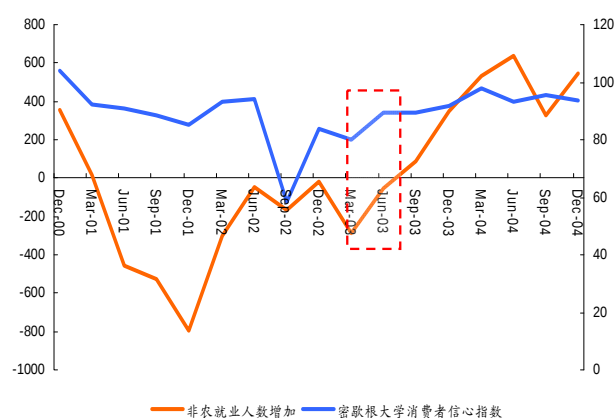
**图 12：美国二战以后的经济周期**


资料来源：Wind, 长江证券研究部

美国的这种消费意愿的降低很明显的可以从消费信心指数的表现上得到验证。以最近两次的93年和03年为例，可以看到都会经历一个3-6个月的过程，这个过程中，非农就业的表现并不是很糟糕，这表明消费者在收入端其实没有过大的冲击，但是消费信心指数上来看，会有明显的下滑或和其背离的走势，而这就是公共部门去杠杆过程中，通胀带来的负效果。

**图 13：93 年经济二次探底时消费者信心表现**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

**图 14：03 年经济二次探底时消费者信心表现**


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

最后，在分析了美国过去的历史经验之后，我们认为这一规律对中国的借鉴意义主要有两个方面：

1. 当前美国经济正在经历的就是这个第二次经济回落的过程，因此在外需方面，可能还会有持续3个多月的萎靡过程。数据上已经表明目前美国就业情况保持稳定，而消费信心持续低

迷，通胀愈走愈高，非常符合二次经济回落表现，因此不能仅视为一个扰动因素。

2.本质上来说，这个过程是大危机之后去杠杆过程转移所带来的，因此**这种逻辑在中国也同样适用**，只不过在二次的经济回落过程中，并不是通胀对消费意愿抑制所带来的，这是两个经济体拉动力不同所导致的，对中国而言，原因是**在于高通胀带来的投资需求的减弱**，并且可以看到这一过程也是缓慢的，不同于大危机的爆发，这与今年以来经历的经济现状也极为相似。所以通过美国的经验，我们想论证的仍旧是，**经济二次回落的必然性，而这其中的逻辑其实也是存在必然的**。因此经历长期的滞胀或“类滞胀”之后，存在一个向下加速的过程是大概率事件，只是这个时间点的观察才是难点所在，我们在第四部分再接着阐述针对时间点不同的应对投资策略。

## 2 行业库存跟踪——政策干预的滞后效应，去库存反复

根据统计局最新公布的工业库存数据，7月同比增长22.51%，较上月上涨0.77%，上月为21.74%。结合7月工业增加值同比14.0%，较6月下降1.1%来看，从单月数据来看，持续了两个月缓慢去库存出现反复。由工业库存同比与工业增加值同比定义的库存周期阶段为被动补库存。

从领先指数PMI的产成品库存分项上来看，指数于6月出现反复，由50升至51，实际上也反映了7月库存调整可能出现的曲折。

但是，探究此次工业库存出现反复的原因，我们认为主要是由于前期工业生产在政策干扰下出现超预期上涨，而需求相对弱势，进而导致库存出现累积。

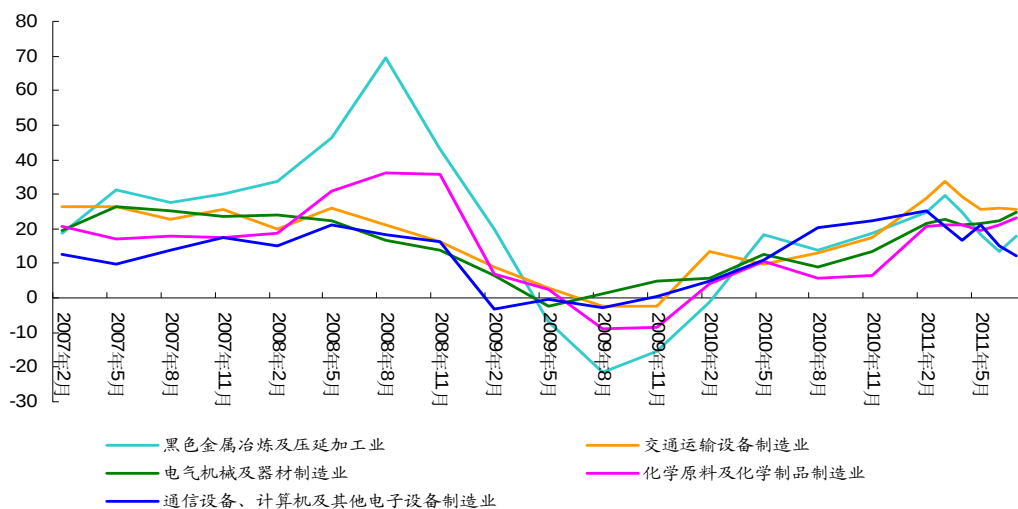
对未来工业企业的动态，有两点需要判断。一是此次库存同比回升是否能够持续？二是未来经济的走向如何？我们认为，**库存持续回补的概率较低，后续去库存仍将继续展开**。前期货币政策持续紧缩，虽然在7月通胀创年内高点后将逐步回落，但短期政策转向宽松的可能性不大。目前货币政策处于真空观察期，实体经济的流动性仍然比较紧张，因此，未来几个月经济仍将处于减速期。即使政策有结构性的放松，其对刺激作用反映在经济数据上也需要一定的时间。综合库存与生产未来的走势，我们认为工业企业主动去库存将继续展开。并且，在库存处于历史最高水平的情况下，企业主动降低产出的动力将增加，未来几个月很可能是一个工业增加值与工业库存均快速调整的去库存加快的过程。

### 权重行业多处被动补库存阶段

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，前十五大权重的行业中，七个行业库存均有所回升。且这些行业的产出多是下降的，即处在被动补库存阶段。

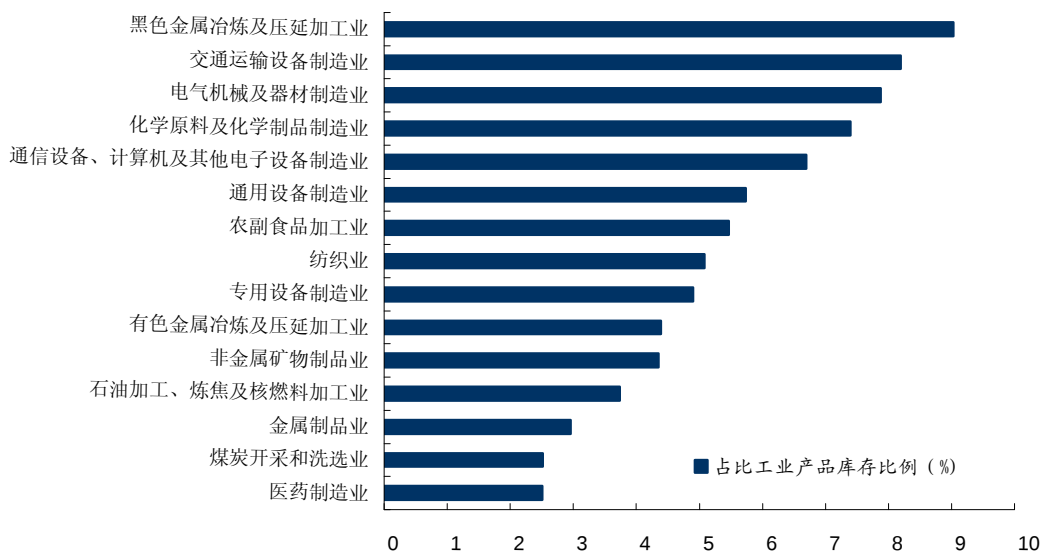
库存被动上升的权重行业包括电气机械及器材制造业、通用设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、化学原料及化学制品、有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业。这些行业多处于中游偏上，在前期政策干扰下，产出回升较多，而其下游需求多处于夏季淡季，因此需求表现较弱，导致库存累积。

图 15：五大类行业库存变化



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 16: 工业库存占比最大的十五个行业



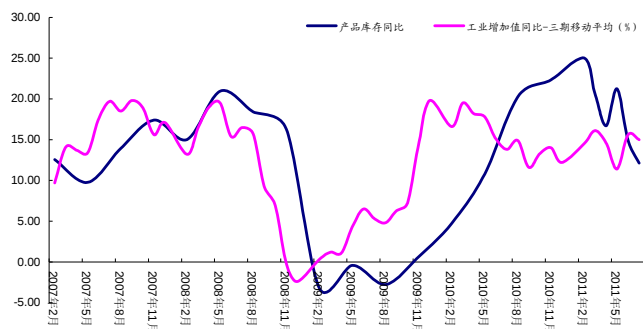
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

## 更多行业进入主动去库存阶段

与上月权重行业贡献去库存核心动力的情况不同, 本月初权重行业去库存进程在弱势需求下有所反复。但是, 6月有更多的中游制造业表现出了较强的主动去库存动力。包括延续上月主动去库存趋势的通信设备、计算机及其它电子设备以及金属制品业。而5、6月连续主动去库存的塑料制品业则转为主动补库存。

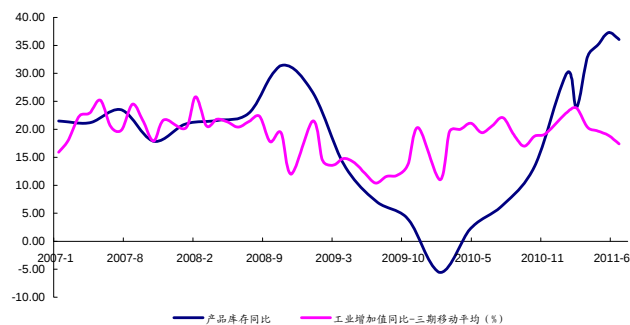
部分上游行业, 包括黑色金属采选业与煤炭开采与洗选业进入主动去库存, 上期这两上行业处在被动去库存阶段。对于具有定价权的上游行业来讲, 其主动降低产量从侧面反映了其下游需求可能将趋于平淡。

图 17: 通信设备、计算机及其他电子设备



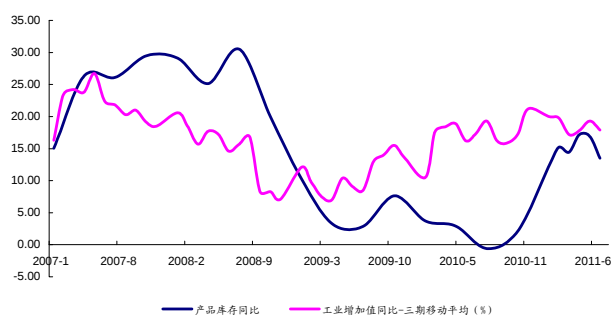
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 18: 专用设备制造业



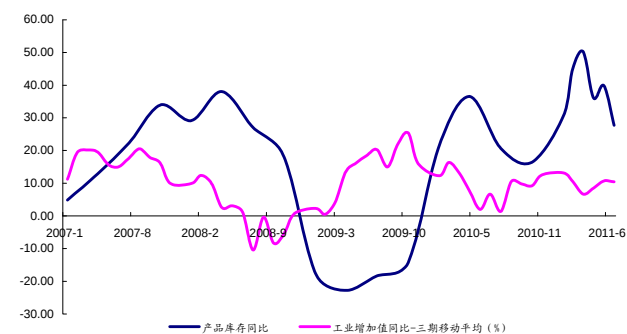
资料来源: 长江证券研究部

图 19: 金属制品业



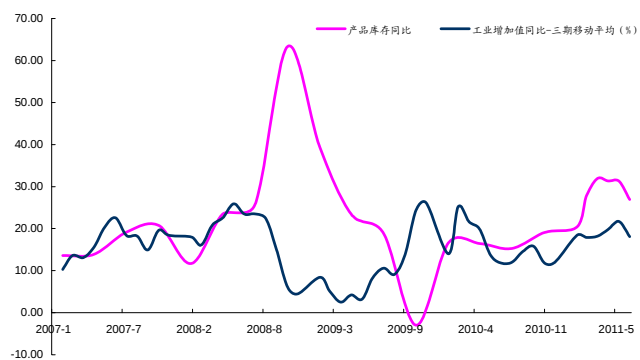
资料来源: 长江证券研究部

图 20: 化学纤维制造业



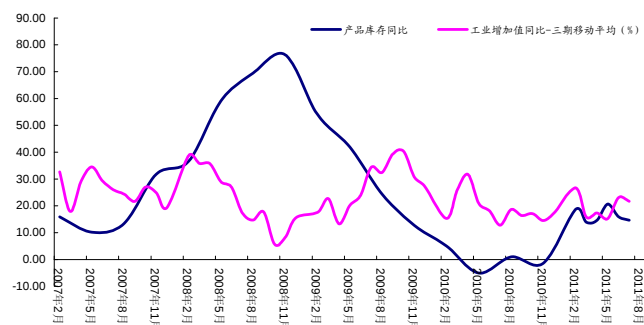
资料来源: 长江证券研究部

图 21: 煤炭开采和洗选业

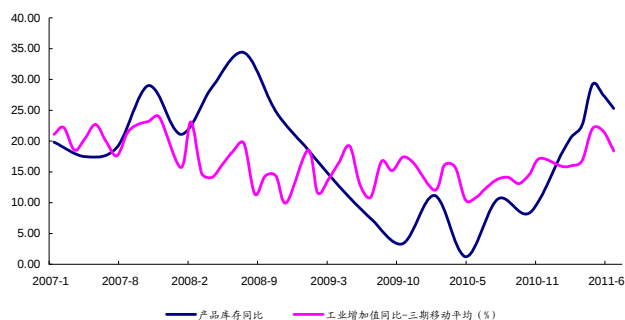


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

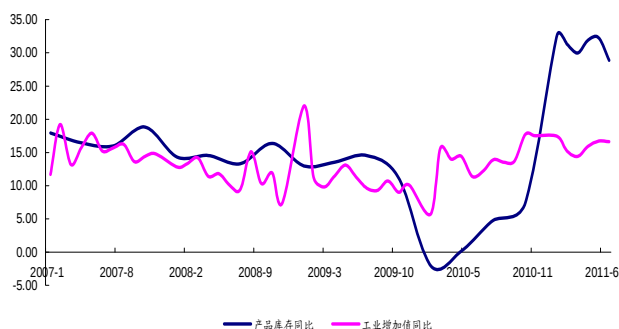
图 22: 黑色金属矿采选业



资料来源: 长江证券研究部

**图 23: 饮料制造业**


资料来源：长江证券研究部

**图 24: 纺织服装、鞋、帽制造业**


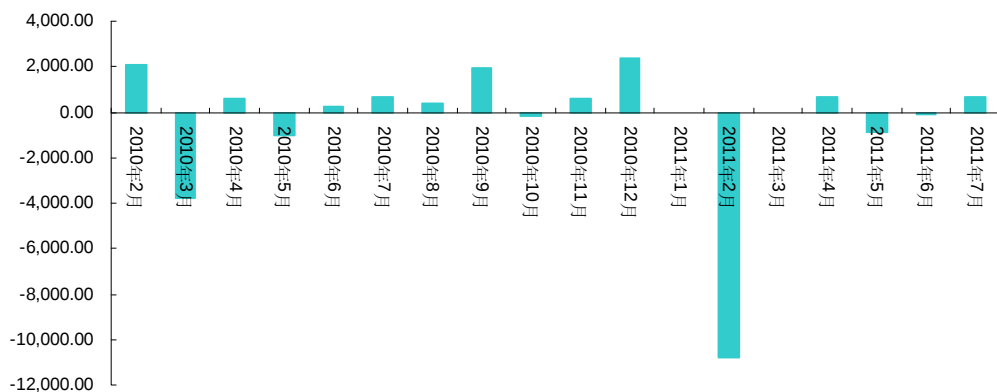
资料来源：长江证券研究部

## 3 流动性与市场供需

### 3.1 货币市场资金

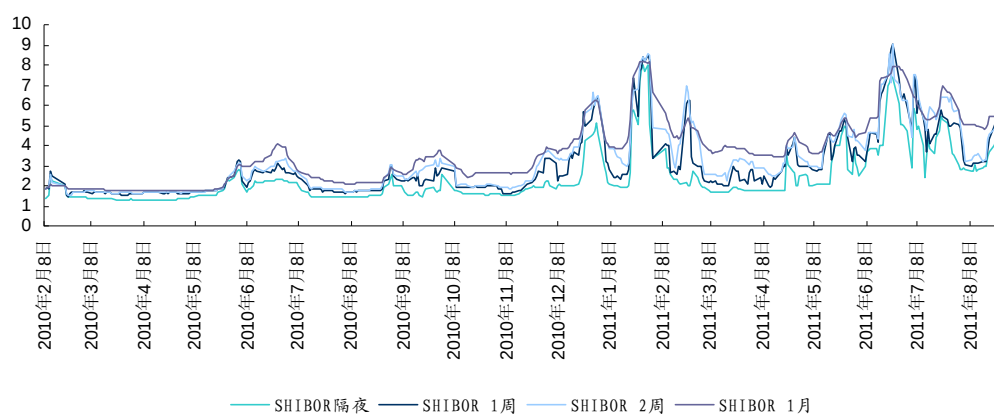
7 月份央行资金实现了净投放，改变了前两个月净回笼的情况，而从同期相比的角度来看，尽管趋势上符合季节因素，但是注意到 6 月份是弱于去年同期的，所以整体来说 7 月的货币政策相对好转，不过值得一提的是，即使货币政策没有加码，保持现有紧度，其对于实体经济而言也并不是如市场所看待的环比改善，相反是累积效应带来的边际效用增大。

从银行间拆借利率来看，尽管本月拆借利率呈下降趋势，但是从整体中枢来看，较上月有较明显的抬升，所以短期内我们认为虚拟经济内资金的紧张程度不会有明显减弱。

**图 25: 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

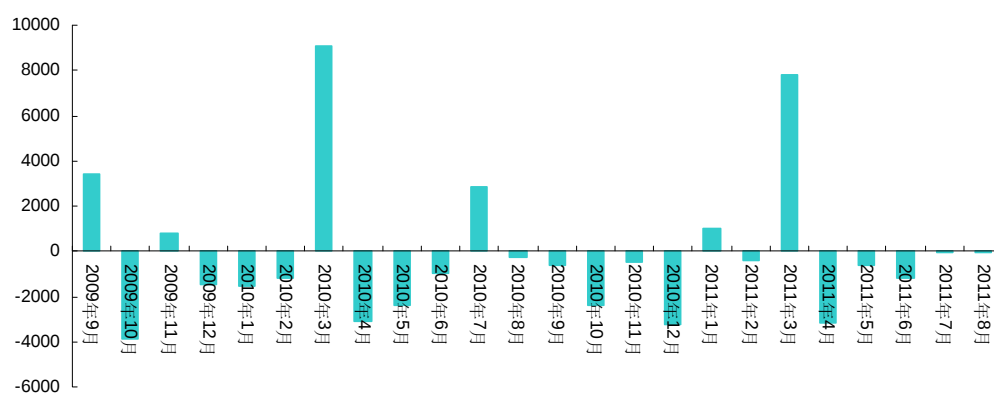
**图 26: 货币市场利率走势**



资料来源: wind, 长江证券研究部

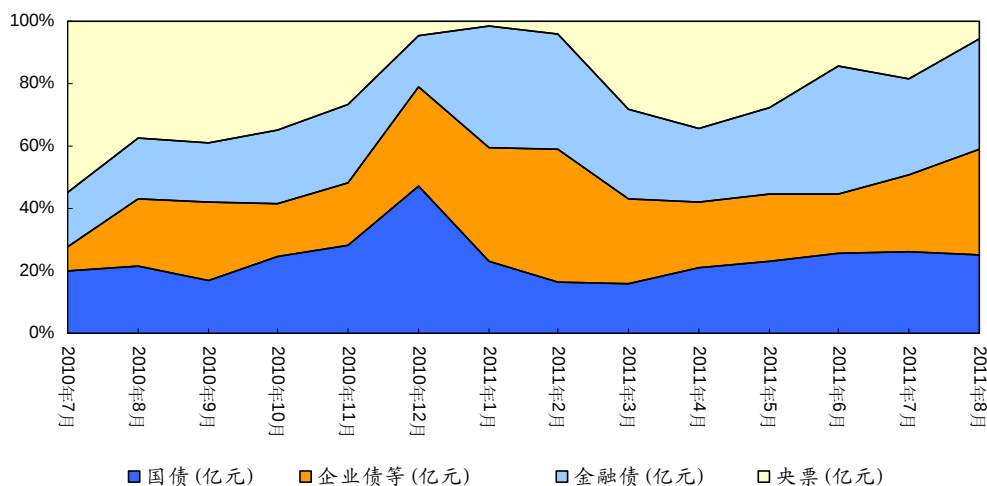
8月债券市场融资额继续维持微弱的下降, 印证了债券市场资金相对紧张的现状, 同时地方债务的阴霾也持续影响债券投资者的情绪。从结构上来看, 央票的占比下滑比较明显。

图 27: 债券市场融资额变化



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 28: 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

8月总体的股市发行金额较多，但结构上来看，更多的是增发募集资金带来的，从首发上来看，最近几个月都没有过大的波动，并且处于历史水平以下的位置。

表 2：月度股票市场发行情况

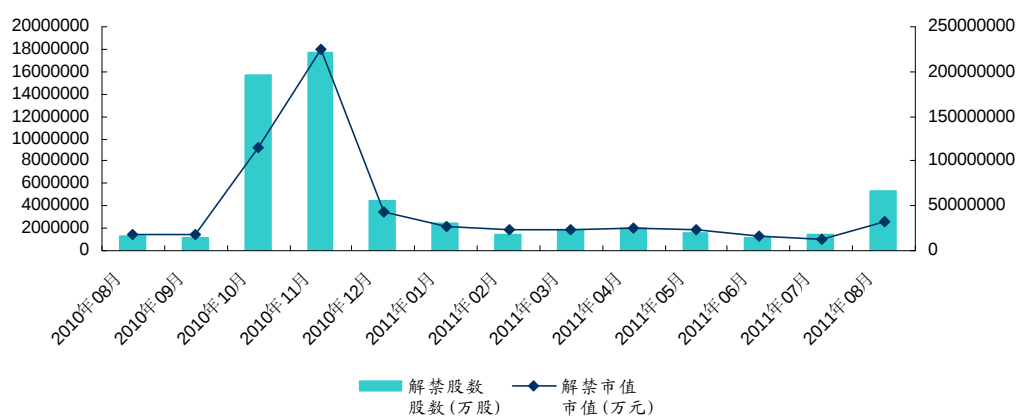
| 日期          | 首发<br>公司<br>家数 | 首发<br>实际募集资金<br>总额(万元) | 增发<br>公司家数 | 增发<br>实际募集资金<br>总额(万元) | 配股<br>公司家数 | 配股<br>实际募集资金总<br>额(万元) |
|-------------|----------------|------------------------|------------|------------------------|------------|------------------------|
| 2011 年 08 月 | 13             | 1182612                | 14         | 6304421.1              | 0          | 0                      |
| 2011 年 07 月 | 22             | 1947590                | 24         | 3752934.8              | 0          | 0                      |
| 2011 年 06 月 | 26             | 1438128.8              | 16         | 3459428.2              | 1          | 1756116.3              |
| 2011 年 05 月 | 27             | 2644062                | 13         | 1659304                | 1          | 33251.546              |
| 2011 年 04 月 | 23             | 2396215.1              | 15         | 4108865.1              | 2          | 302779.64              |
| 2011 年 03 月 | 27             | 2685614.5              | 21         | 7895264.1              | 1          | 834582.17              |
| 2011 年 02 月 | 26             | 2594130                | 7          | 2045225.3              | 2          | 60652.309              |
| 2011 年 01 月 | 35             | 4319385.4              | 20         | 2991923.1              | 4          | 570803.49              |
| 2010 年 12 月 | 35             | 4148249.6              | 30         | 8386495                | 3          | 557592.98              |
| 2010 年 11 月 | 29             | 3331014.6              | 16         | 2802634.6              | 5          | 8303213.1              |
| 2010 年 10 月 | 24             | 2901954.3              | 21         | 9318278.5              | 1          | 61423.328              |
| 2010 年 09 月 | 27             | 3598266                | 9          | 1824633.6              | 0          | 0                      |
| 2010 年 08 月 | 32             | 4976016.7              | 6          | 1233785                | 2          | 164443.92              |

|          |    |           |    |           |   |           |
|----------|----|-----------|----|-----------|---|-----------|
| 2010年07月 | 23 | 8596130.6 | 15 | 1648524.5 | 3 | 289312.1  |
| 2010年06月 | 23 | 2101490.9 | 13 | 1162689.7 | 1 | 1712514.4 |
| 2010年05月 | 36 | 4396040.9 | 15 | 1267323.6 | 1 | 1786411.1 |
| 2010年04月 | 28 | 3494149.6 | 10 | 964683.13 | 0 | 0         |
| 2010年03月 | 35 | 3094508.8 | 11 | 1493388.2 | 2 | 1804894.1 |
| 2010年02月 | 19 | 2807896.6 | 8  | 6191777.2 | 0 | 0         |

资料来源：wind，长江证券研究部

在解禁规模上，8月解禁股份数量和解禁市值规模相较于7月有明显回升。

图 29：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 3：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 |
|----------------|-----------|-------|------------|------------|-----|
| 中国水利水电建设股份有限公司 | 2011/7/29 | 主板    | 350,000    | 1,731,680  | 上海  |
| 长城汽车股份有限公司     | 2011/8/3  | 主板    | 30,424     | 316,586    | 上海  |
| 西安隆基硅材料股份有限公司  | 2011/7/25 | 主板    | 7,500      | 137,032    | 上海  |
| 江苏恒立高压油缸股份有限公司 | 2011/8/12 | 主板    | 10,500     | 102,480    | 上海  |
| 遵义钛业股份有限公司     | 2008/4/29 | 中小企业板 | 5,500      | 99,980     | 深圳  |
| 永高股份有限公司       | 2011/7/29 | 中小企业板 | 5,000      | 81,400     | 深圳  |
| 河南明泰铝业股份有限公司   | 2011/7/22 | 主板    | 6,000      | 70,290     | 上海  |

|                    |           |       |       |        |    |
|--------------------|-----------|-------|-------|--------|----|
| 华西能源工业股份有限公司       | 2011/7/29 | 中小企业板 | 4,200 | 64,500 | 深圳 |
| 广东长青(集团)股份有限公司     | 2011/7/20 | 中小企业板 | 3,700 | 53,604 | 深圳 |
| 湖南尔康制药股份有限公司       | 2011/7/5  | 创业板   | 4,600 | 50,046 | 深圳 |
| 木林森股份有限公司          | 2011/7/27 | 中小企业板 | 4,385 | 42,632 | 深圳 |
| 深圳丹邦科技股份有限公司       | 2011/7/6  | 中小企业板 | 4,000 | 42,500 | 深圳 |
| 露笑科技股份有限公司         | 2011/7/29 | 中小企业板 | 3,000 | 40,586 | 深圳 |
| 万福生科(湖南)农业开发股份有限公司 | 2011/7/19 | 创业板   | 1,700 | 37,925 | 深圳 |
| 湖北宜昌交运集团股份有限公司     | 2011/6/20 | 中小企业板 | 3,350 | 35,811 | 深圳 |
| 大连三垒机器股份有限公司       | 2011/7/27 | 中小企业板 | 2,500 | 34,600 | 深圳 |
| 阳光电源股份有限公司         | 2011/8/9  | 创业板   | 4,480 | 32,635 | 深圳 |
| 江西西林科股份有限公司        | 2011/3/15 | 创业板   | 3,333 | 31,400 | 深圳 |
| 浙江金磊高温材料股份有限公司     | 2011/7/25 | 中小企业板 | 2,500 | 31,253 | 深圳 |
| 成都市路桥工程股份有限公司      | 2011/8/24 | 中小企业板 | 4,200 | 30,855 | 深圳 |

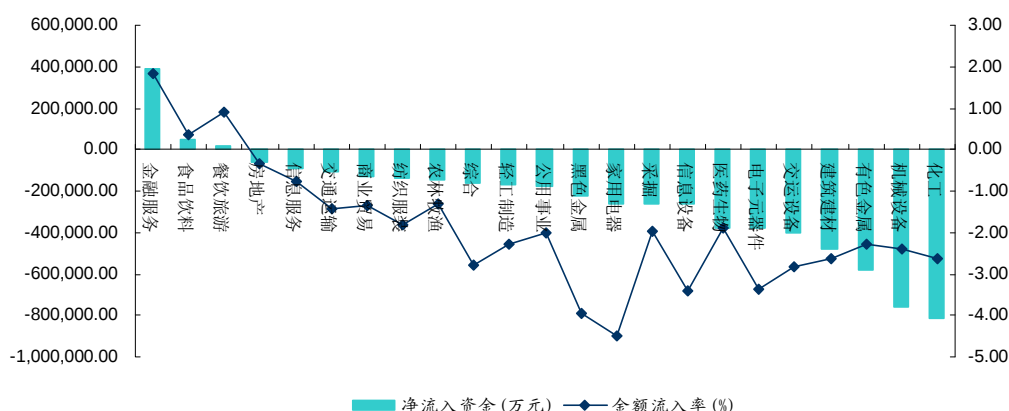
资料来源: wind, 长江证券研究部

资料来源: wind, 长江证券研究部

### 3.3 市场板块资金流动

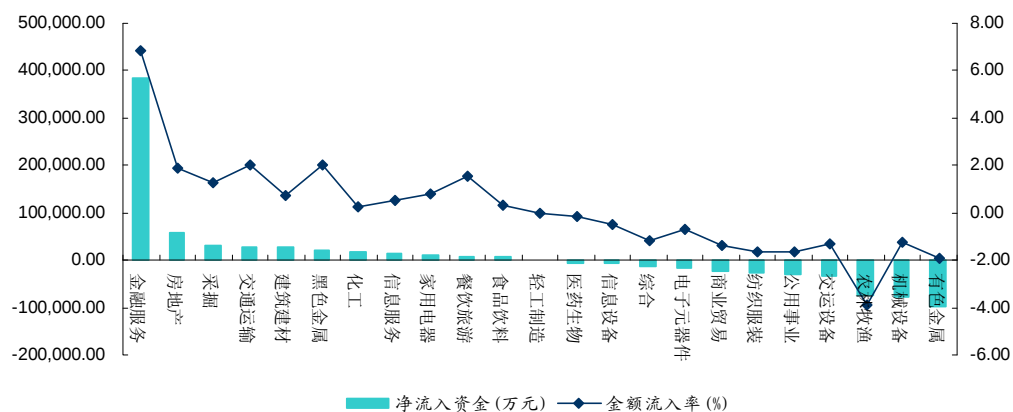
本月市场板块的资金流动仍然以流出为主, 值得一提的是金融服务的资金净流入较为明显, 另外食品饮料有一定的净流入。

图 30: 7 月份市场板块资金(近 20 日)



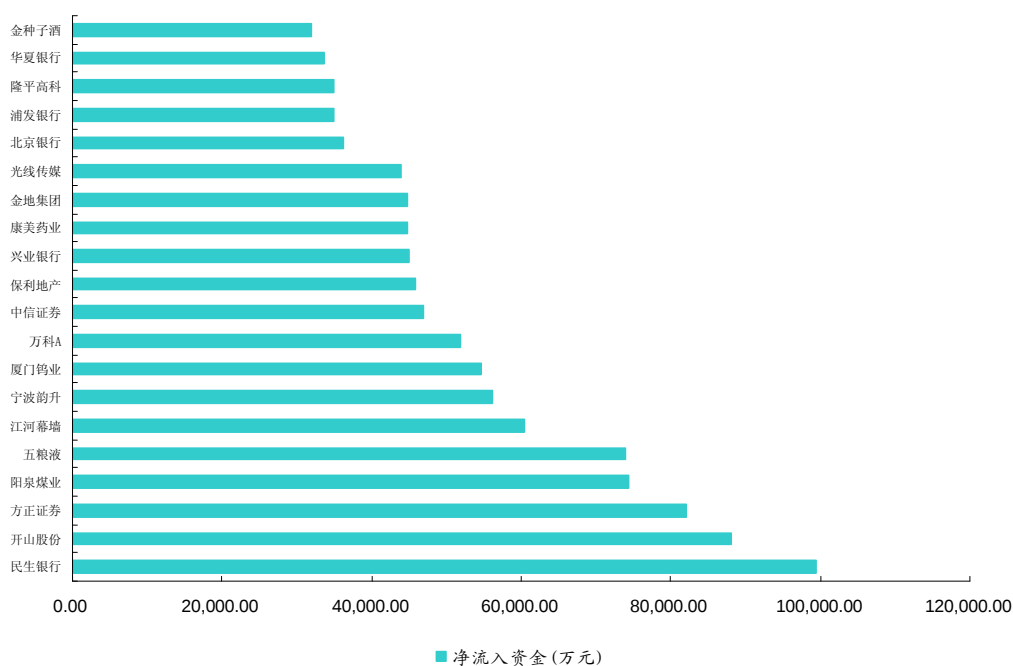
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 31: 近 5 日市场板块资金净流向



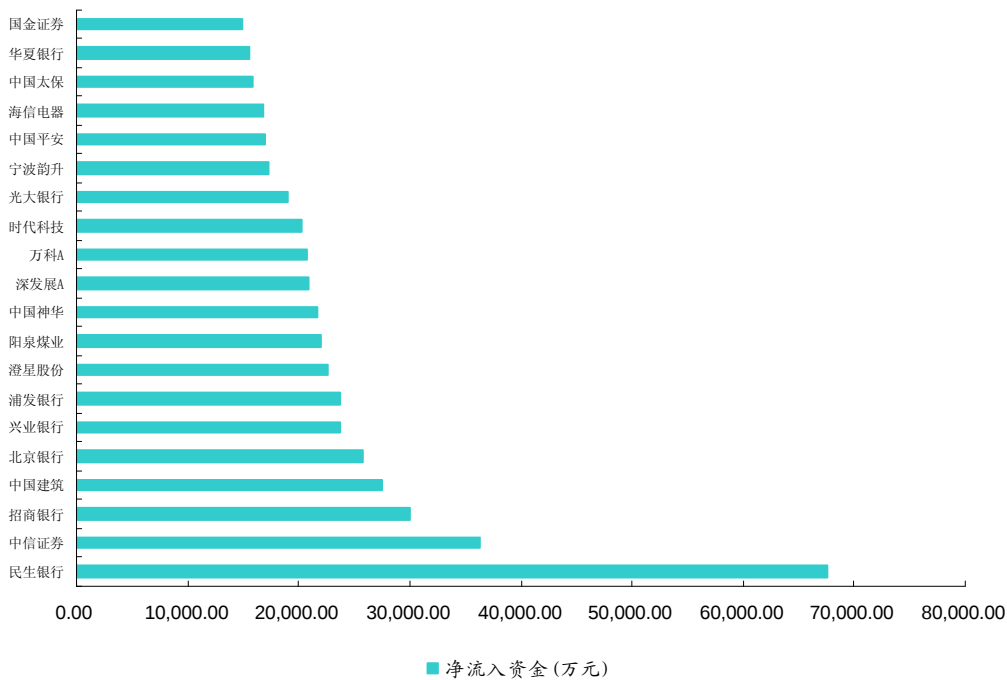
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 32: 近 20 日资金净流入量前 20 的个股



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 33: 近 5 日资金净流入率前 20 的个股

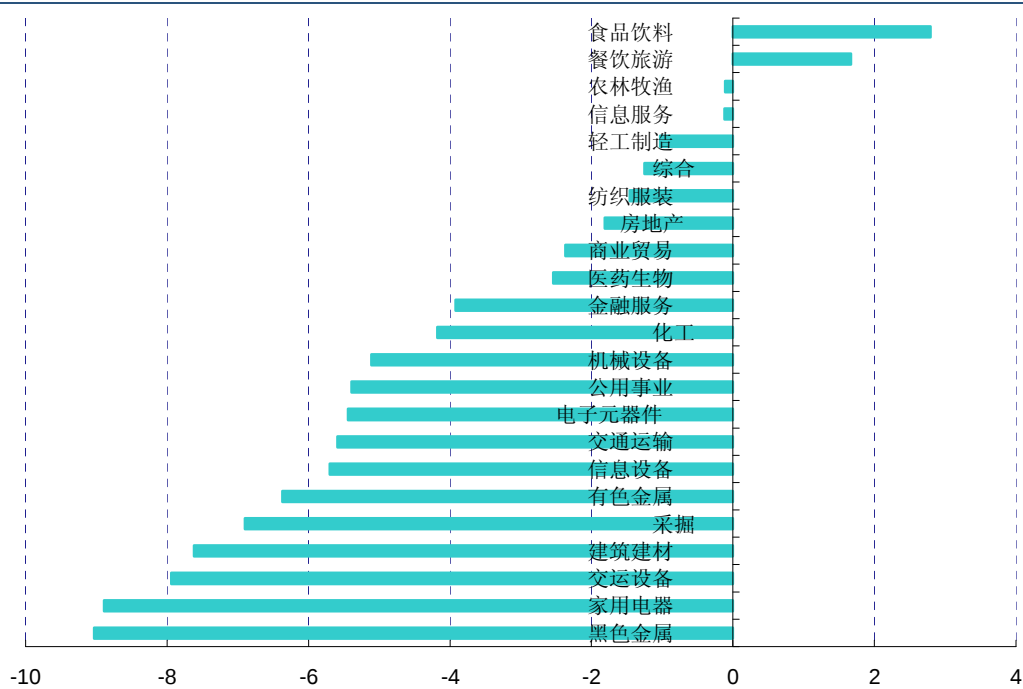


资料来源: wind, 长江证券研究部

## 4 九月投资策略

### 4.1 八月市场回顾

图 34: 八月市场行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

在7月对于8月的资产配置报告中,我们重点看好的板块集中在房地产以及消费类中的低估值品种,具体来讲超配行业还有商贸零售、轻工制造、家电;不看好机械设备与建筑建材。

从实际表现来看,上月市场大幅度调整,多数行业均表现为下跌。我们看好的行业中,房地产、商贸零售、轻工制造体现了一定防御性,虽没有绝对收益,但有相对收益。家电行业,由于前期涨幅较高,加上投资开始担忧其长期增长潜力,上月表现不佳。

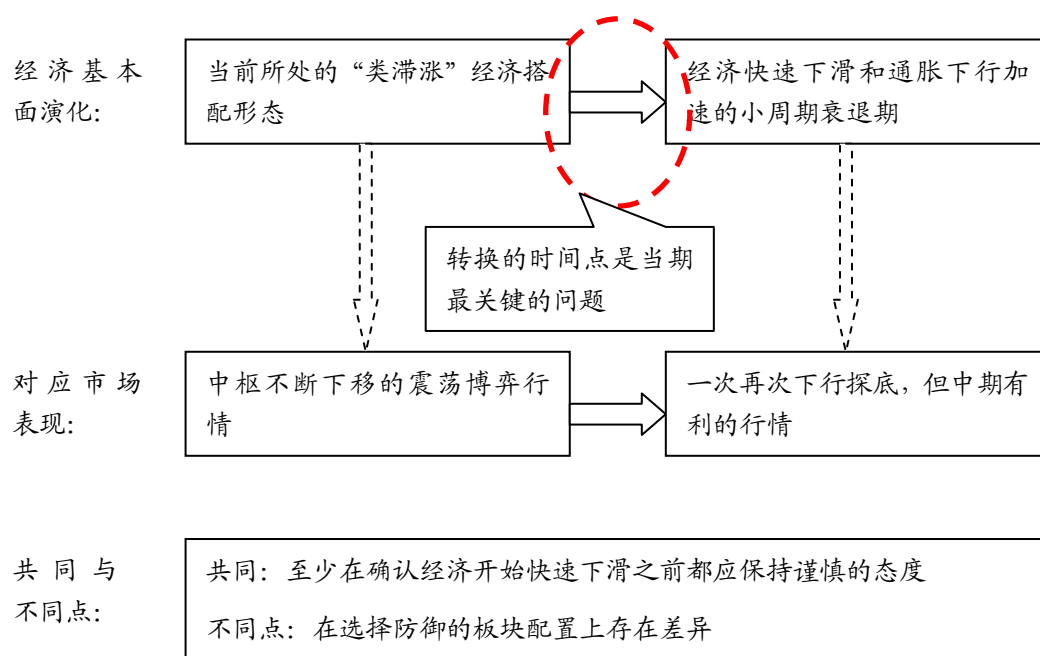
我们不看好的建筑建材大幅下跌,跌幅达到-7.62%,机械设备出现了较大幅度的调整,下跌幅度也达到-5.11%。

## 4.2 九月配置建议：以谨慎心态静待经济下滑加速是否确认

首先,还是总体上阐述我们看待市场的基本逻辑,从中期的逻辑上而言,并没有较上月发生太大的变化,仍旧认为,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去库存行为的加速,市场则会选择中枢不断下移的震荡行情。

但更为核心的是,从历史上小周期轮动的经验来看,目前这种“类滞涨”的情形并不是一个具有持久力的稳态,换句话说,“类滞涨”的最终宿命一定将走向快速经济下滑所带来的小周期衰退,而这种经济下滑加速的行为即是打破我们前面所说的中枢不断下移的震荡行情的突破点,这样反而会存在最后一跌的买入机会,是有利于中期的,因此,我们认为当前去判断市场整体走势差异的关键就在于这个“类滞涨”向衰退期转换的时间点,这是决定了到底是一直震荡博弈下去,还是不破不立,回归我们中期策略的观点“凤凰涅槃”?

图 35：中期市场判断的自上而下逻辑演绎



资料来源：长江证券研究部

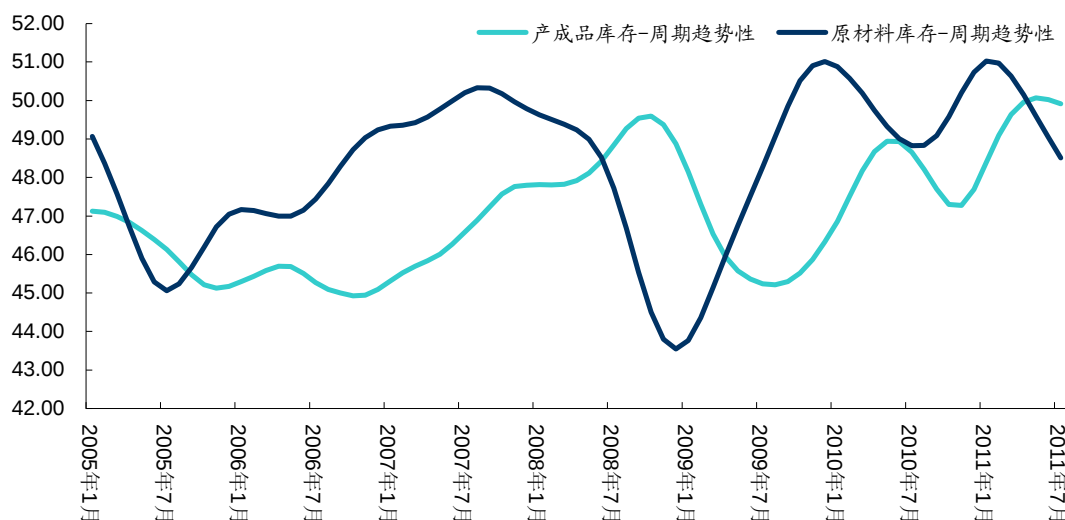
其次,在详细阐明了中期对市场的看法之后,对9月份的判断就有了一个清晰的思路,即解决经济两阶段切换的时间点是否已经到来的问题。对此,我想从两个层面来谈这个问题。

第一,在9月份思考这个问题的必要性。尽管这是个中期极为观点的时间点,但是如果现有

的迹象并没有提供给你一个月内发生变化的信号，边际概率上并没有加码的判断，那么可能我们在 10 月或者更后期去思考这个问题比较合适，这是讨论必要性的原因。我们认为从目前不断公布的数据来看，9 月份去确认这个事实的可能性是存在的并且不断增加的。简单的来说，有这几个方面：

1. 水泥在 9、10 月的旺季之前价格的下降，这或许已经在暗示未来 2-3 个月会看到房地产投资增速的快速下降；
2. 关于保证金存款将纳入存款准备金缴存范围的消息，这对表外业务-信托-到房地产投资的链条会产生较明显的抑制；
3. 8 月的汇丰 PMI 预览指标 49.8，虽较上月上涨 0.5，但剔除季节性后环比是微降的，中小企业的生存状况可能出现继续恶化的情况；
4. 从真实库存的角度来说，5、6、7 月份都下降的太慢了，而仅以最长的半年去库存时间来看，目前堆积的仍旧较高的库存都有可能在短期经历加速去的过程，风险随着时间推移越来越高。

**图 36：PMI 产成品及原材料库存**



资料来源：wind，长江证券研究部

最后，既然在可以看到一些边际贡献增加的信号在表明着经济增速下滑有可能在 9 月兑现的情况之下，我们第二个层次要探讨的就是如何从策略上应对。我们的看法是：由于即使出现经济破局带来中期可参与的行情，这种状态切换的初期还是应当先以下跌为主，而若未出现破局，中枢向下的行情也是谨慎的，所以可以先保持谨慎的态度对待市场，这种看法，是不见经济下滑加速在数据上确认不轻易改变的，等到能够确认了之后再选择新的买入时机，但是值得强调的是，本轮的把握性会比在 6 月中期去看“涅槃重生”的把握性更大。而对 9 月而言，需要关注的确认数据主要由以下几个：

1. 月初的 PMI 产成品以及原材料的库存。本轮 PMI 的库存在下降速度上是与工业企业库存有着较大差异的，其下滑速度已经较快。因此我们认为这是对原材料库存的观测更加具有意义，如果其仍继续快速下滑，那么预示着真实库存可能进入去库存加速的状态。当然月末的工业企业库存也是很重要的变量，但是其滞后性还是比较强。

2.工业增加值以及固定资产投资的数据。从基数的角度来看，8月的数据已经开始进入了一个去年高基数的阶段，近期每个月的翘尾影响都在1.4%左右，因此，只要环比上稍有低于季节性增长的情况，那么都可能造成工业生产数据的超预期下滑，这值得关注。

表 4：工业增加值基数影响程度

|     | 工业增加值翘尾 | 基数带来的下降 |
|-----|---------|---------|
| 1月  | 12.661  |         |
| 2月  | 11.212  | 1.449   |
| 3月  | 10.020  | 1.193   |
| 4月  | 9.473   | 0.547   |
| 5月  | 8.984   | 0.489   |
| 6月  | 8.500   | 0.484   |
| 7月  | 7.975   | 0.525   |
| 8月  | 6.531   | 1.445   |
| 9月  | 5.197   | 1.334   |
| 10月 | 3.747   | 1.450   |
| 11月 | 2.114   | 1.633   |

资料来源：wind，长江证券研究部

3.PPI 价格。对工业企业而言，与其更相关的是工业品的价格 PPI 而非 CPI，因此如果 PPI 出现较大的回落，那么价格下降带来的企业快速去库存的行为可能会爆发，而同时去年 9、10 月份 PPI 的基数又较高，因此这种可能也较大。

4.紧密跟踪发电量的月度和旬度数据。就旬度数据而言可能波动性较大，但贵在实时性强，7、8 月的发电量数据均偏弱，但并不构成大幅下滑，因此跟踪 9 月中旬公布的 8 月月度发电量和 9 月上、中旬的发电量是否会发生异动也是很重要的。

另外，在行业配置上，延续前面的逻辑，防御和谨慎依旧是当前的首选，至少在看到明确的确认经济下滑的信号发出之前。因此低估值的板块较具有吸引力，如重卡、房地产，而对于非周期的防御性，我们认为估值已经相对较高，这构成了其存在一定风险的原因，相对不看好的是建筑建材，白酒，工程机械。

同时，关注自下而上的子行业配置机会，具体可见我们行业跟踪半月报。主题投资机会上，建议关注各地方国资资产证券化主题，目前，我们已经梳理出广州、安徽、重庆三个地区的情况。

表 5：九月行业配置表

| 行业    | 建议评级 | 建议比重   | 主要逻辑                        |
|-------|------|--------|-----------------------------|
| 采掘    | 低配   | 6.77%  | 行业基本面向上支撑不足，估值对经济预期反映也不充分。  |
| 餐饮旅游  | 标配   | 2.02%  | 旅游业面临政策性利好，但涨幅不小、估值不低。      |
| 电子元器件 | 标配   | 2.09%  | 部分个股具有投资意义，但须警惕“地雷”。        |
| 房地产   | 超配   | 12.49% | 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   | 3.73%  | 服装行业基本面向积极信号，估值不便宜。         |
| 公用事业  | 标配   | 2.96%  | 估值尚可。                       |

|      |    |         |                               |
|------|----|---------|-------------------------------|
| 黑色金属 | 标配 | 4.57%   | 工业企业中库存相对较低，具有优势。             |
| 化工   | 标配 | 5.24%   | 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 | 低配 | 2.31%   | 短期工程机械或低于预期，存在风险。             |
| 家用电器 | 标配 | 2.09%   | 防御性相对较好。                      |
| 建筑建材 | 低配 | 1.33%   | 风险加大，对经济预期的调整不够。              |
| 交通运输 | 标配 | 4.66%   | 海外局势动荡有负面影响。                  |
| 交运设备 | 超配 | 6.54%   | 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 | 23.45%  | 银行低估值对资产组合有一定缓冲。              |
| 农林牧渔 | 标配 | 1.57%   | 通胀短期仍较高，但中期须警惕风险。             |
| 轻工制造 | 标配 | 0.52%   | 行业较好，尤其是造纸印刷类。                |
| 商业贸易 | 标配 | 5.90%   | 前期以积累一定程度涨幅。                  |
| 食品饮料 | 标配 | 2.71%   | 白酒估值较高，绝对收益已有风险，相对收益空间已有限。    |
| 信息服务 | 低配 | 0.52%   | 估值太高。                         |
| 信息设备 | 标配 | 2.09%   | 需求面及估值都较为一般。                  |
| 医药生物 | 标配 | 2.62%   | 更强调自下而上的个股筛选。                 |
| 有色金属 | 标配 | 2.05%   | 海外大宗商品风险开始加剧。                 |
| 综合   | 标配 | 0.76%   | 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。