

分析师： 邓二勇 (8621) 68751589 dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120005

联系人： 吴春杰 (8621) 68751589 wucj@cjsc.com.cn

经济快速回落未定，市场拐点继续等待

报告要点

■ 内外承压，A股创年内新低

昨日，上证综合指数收于2437.8点，创下年内新低。行业表现上，各行业均表现出不同程度的下跌。

近期，股市走势低迷。对欧洲债务问题与美国经济减速问题的担忧情绪此消彼涨，受此影响国际市场大幅下挫，这一风险情绪也传导至国内市场，A股多次跟随国际股市大幅下跌。而基于外围政策变化下的国际风险紧张缓解往往是短暂的、治标难治本的，因此，市场的反弹幅度小且难持续。

此次股指创新低，再一次验证了我们对于市场走势的观点。我们认为，外围因素是股市调整的直观触发因素，而市场的核心关注点终将向国内经济基本面回归。在经济快速下行确认之前，市场仍处左侧。内外压力下，市场中枢呈现出不断下移的情况。

■ 海外风险情绪传导为诱因

本周初，市场即大幅度下跌，与近期希腊债务问题的进展情况有关。上周末，9月16日至17日在波兰召开的欧盟财长会就加强成员国经济治理的改革计划达成了原则性一致，欧洲议会议定于9月全体大会上对此发起投票。但针对援助希腊方案、扩大欧洲金融稳定基金，及开征金融交易税等市场非常关注的问题，本次会议颗粒无收。欧盟财长会议宣布，有关是否拨付下笔援助希腊贷款决定将推迟到10月做出。这使得市场对于希腊债务问题的担忧再次加剧。

外围风险情绪的触发下，国内股市在没有数据公布的情况下依旧大幅下跌。我们一直强调的观点是市场终将回到对国内经济基本面的关注。而在经济快速下行没能得到数据确认前，国内市场对海外波动仍保持着一定的敏感度。

■ 国内经济运行方式是核心

基于我们对市场中中期运行的分析逻辑，未来的市场走势有两种可能，或中枢不断下移，或快速见底而产生中期行情。市场将选择哪一种走势将取决于经济下行的速度。我们认为目前两种运行方式发生的概率在向经济快速下行倾斜。

需关注未来的固定资产投资数据、工业增加值同比是否会出现明显下行，去库存是否能够快速展开、中小企业资金链紧张与成本压力下的累积效应是否会爆发；央行在货币市场操作上释放短期流动性的意愿如何。

■ 市场趋势与行业配置

此次市场如我们所预期的，创下了新低，“涅槃”的进程正在进行，而关于“重生”是否开始，还需要等待经济快速下行的确认。就当前的市场而言，无论未来经济运行沿着哪一种方式展开，在未得到经济数据确认前，市场都处在左侧，操作需持谨慎的态度。

在行业配置上，延续前面的逻辑，至少在看到明确的确认经济下滑的信号发出之前，防御和谨慎依旧是首选。因此低估值的板块较具有吸引力，如重卡、金融。对白酒、建材、工程机械、煤炭、有色板块持相对悲观的看法。

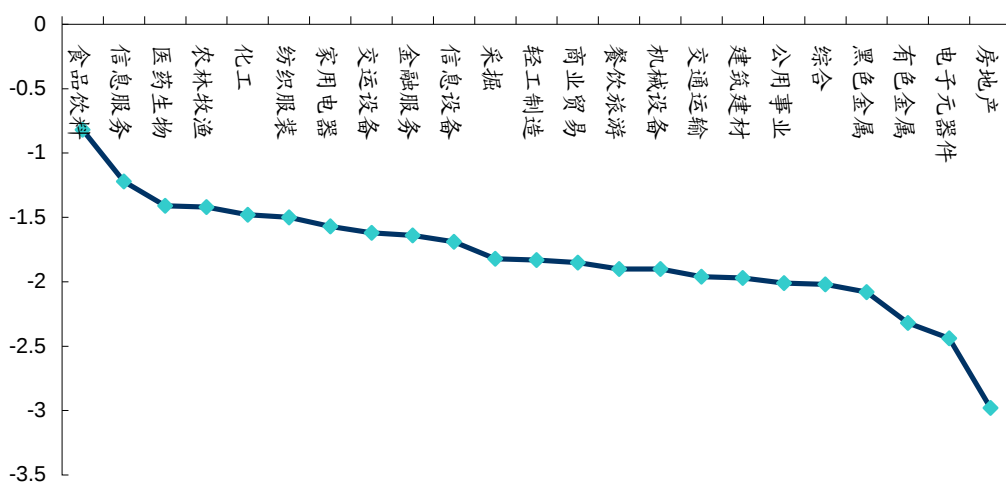
一、内外承压，A 股指数创年内新低

昨日，上证综合指数收于 2437.8 点，创下年内新低。行业表现上，各行业均表现出不同程度的下跌。

近期，股市走势低迷。对欧洲债务问题与美国经济减速问题的担忧情绪此消彼涨，受此影响国际市场大幅下挫，这一风险情绪也传导至国内市场，A 股多次跟随国际股市大幅下跌。而基于外围政策变化下的国际风险紧张缓解往往是短暂的、治标难治本的，因此，市场的反弹幅度小且难持续。

此次股指创新低，再一次验证了我们对于市场走势的观点。我们认为，外围因素是股市调整的直观触发因素，而市场的核心关注点终将向国内经济基本面回归。在经济快速下行确认之前，市场仍处左侧。内外压力下，市场中枢呈现出不断下移的情况。

图：行业涨跌幅（%）



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

二、海外风险情绪传导为诱因

本周初，市场即大幅度下跌，与近期希腊债务问题的进展情况有关。

上周末，9 月 16 日至 17 日在波兰召开的欧盟财长会就加强成员国经济治理的改革计划达成了原则性一致，欧洲议会计划于 9 月全体大会上对此发起投票。但针对援助希腊方案、扩大欧洲金融稳定基金，及开征金融交易税等市场非常关注的问题，本次会议颗粒无收。欧盟财长会议宣布，有关是否拨付下笔援助希腊贷款决定将推迟到 10 月做出。这使得市场对于希腊债务问题的担忧再次加剧。

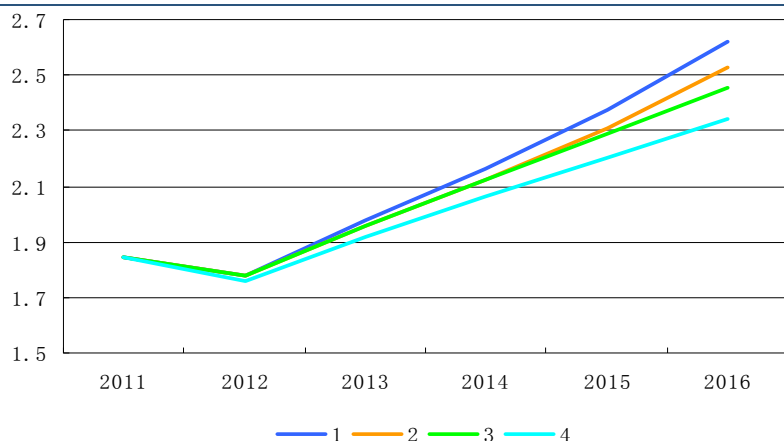
外围风险情绪的触发下，国内股市在没有数据公布的情况下依旧表现为大幅调整。我们一直强调的观点是市场终将回到对国内经济基本面的关注。而在经济快速下行没能得到数据确认前，国内市场对海外波动仍保持着一定的敏感度。

2.1 欧洲债务危机难以根治

总的来说，当前应对欧洲债务问题的手段主要是以拖延为主，并不能从根本上解决债务问题。两轮债务援助可以覆盖希腊短期的融资需求，但是却难以在中期解决赤字问题。从实体经济来看，我们认为希腊经济在未来 3 年内可以获得稳定的复苏，但是这种复苏的力度是较为疲弱的。这主要基于以下原因：（1）假设希腊还留在欧元区，那么汇率途径的调整是没有可能的，因此希腊的劳动力成本和竞争力将持续处于不利的位置；（2）在不离开欧元区的条件下，可以考虑进行劳动力市场的结构性调整，然而希腊国内的工会活动异常频繁，在财政缩减陆续推出以后，希腊国内暴力事

件频仍，因此难以期待其国内产生根本性的变革来解决前述的结构性问题。此外，由于国内的阻力，进一步的紧缩措施难以施行。希腊的债务违约只是时间问题。

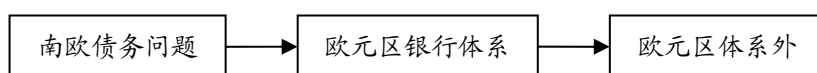
图 6：即使在乐观的假设下，希腊的债务负担率都难以收敛



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

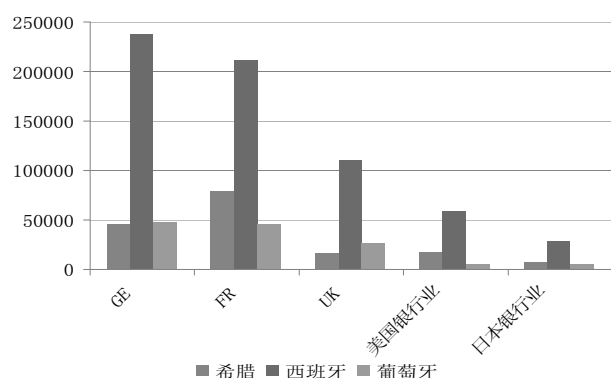
南欧债务问题不仅仅在于其国债违约的风险本身，其风险的传染可能会造成更大的问题。首先，南欧债务的违约可能会导致持有相关头寸的银行出现资产减值，这时流动性风险就可能在银行体系内传播。其次，该风险还可能传播到欧元区境外，本次 ECB 联合数家央行向欧元区银行体系注入美元流动性，显示欧元区银行体系与境外，特别是美国金融机构的关系相当密切，因此南欧债务问题的传染范围可能会超出市场预期。而对于这种可能的风险，市场可能会提前做出反应，欧元区银行体系的存款流出已经是一个非常普遍的现象。在这样的情况下，市场避险情绪会导致美元的上涨，这也是一个不利于国内市场的因素。

图 7：风险传染的路径



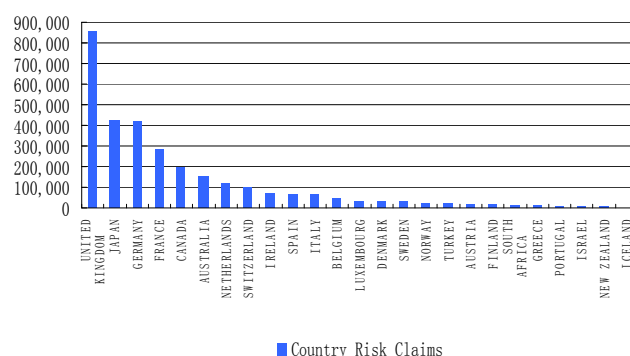
资料来源：长江证券研究部

图 8：法国银行体系对德国、西班牙风险敞口较大



资料来源：长江证券研究部

图 9：美国银行业对他国的风险暴露



资料来源：Federal Financial Institutions Examination Council, 长江证券研究部

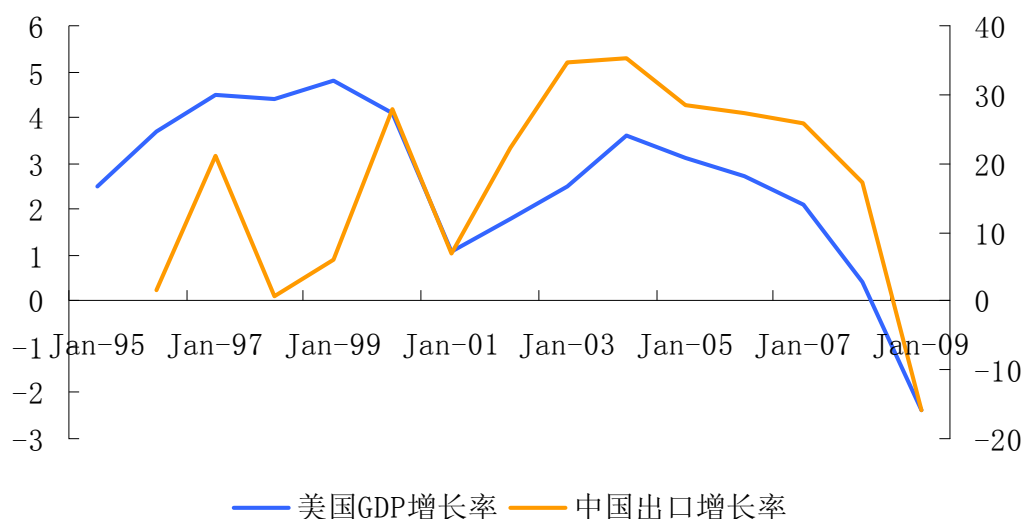
2.1 美国实体经济继续趋弱

当前美国实体经济最大的问题仍然是高通胀导致的消费信心低迷，这是我们近期一直强调的观点。通胀的上行导致了实际工资增长趋缓甚至回落，消费信心的回落使得前期累积的就业增长不能转化为强劲的需求。需求的疲弱又进一步抑制了就业市场的改善。这种情况近期并未改善。8月公布的CPI数据显示美国通胀仍在上行，该月CPI同比增3.8%，高于前三月的3.6%。8月实际时薪的回落幅度也有所扩大，考虑到工作小时数的回落，周薪的回落更为明显。当前消费信心也依旧处于低位，密歇根消费者信心指数虽然小幅反弹，但仍低于60。需求的疲弱最终抑制了就业市场的表现，8月非农就业0增长，远低于人口15万人的平均增速。

自00年起，美国实体经济对于中国的出口起着至关重要的作用。虽然前期中国的出口表现依然坚挺，日本的复苏也可能在一定程度上支撑中国的出口，但是美国需求的疲弱将会对中国的贸易造成抑制。我们预计下半年美国实体经济的增速会有所回落，出口增速也会有所下滑。

美国实体经济的下滑，将通过影响中国的出口影响国内经济。叠加到内因导致的经济减速上，国内经济将以更快的速度减速。

图 5：美国 GDP 增长率及中国出口增长率关系密切



资料来源：IMF，长江证券研究部

三、国内经济运行方式是核心

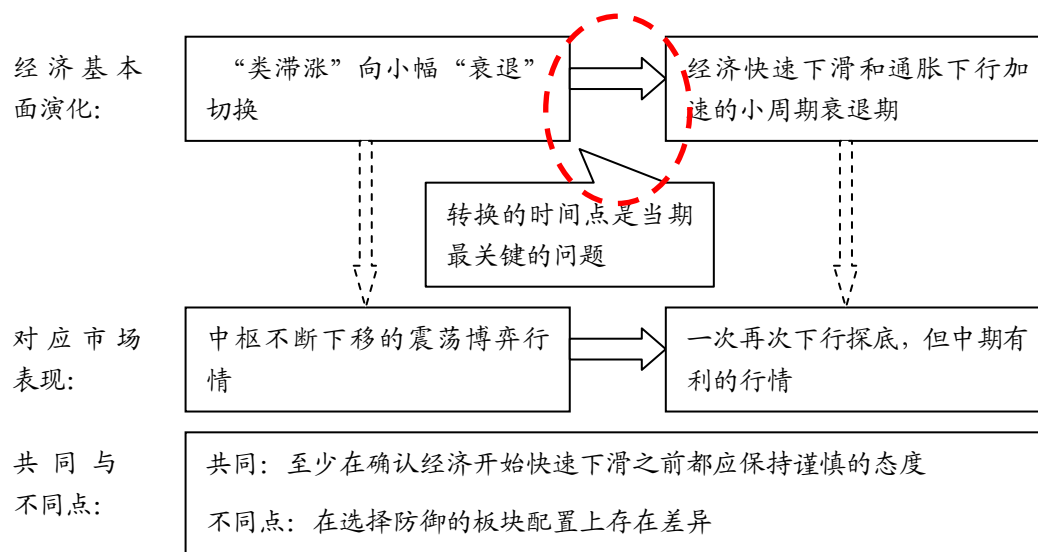
3.1 经济运行决定市场走势的两种演绎方式

结合价格回落、工业增加值同比回落，当前经济开始由“滞胀”向“衰退”切换。随着CPI同比拐头向下，经济也由“滞胀”向“衰退”阶段切换。

基于我们对市场中中期运行的分析逻辑，未来的市场走势有两种可能，或中枢不断下移，或快速见底而产生中期行情。市场将选择哪一种走势将取决于经济下行的速度。

我们认为目前两种运行方式发生的概率在向经济快速下行倾斜。

图 13: 中期市场判断的自上而下逻辑演绎



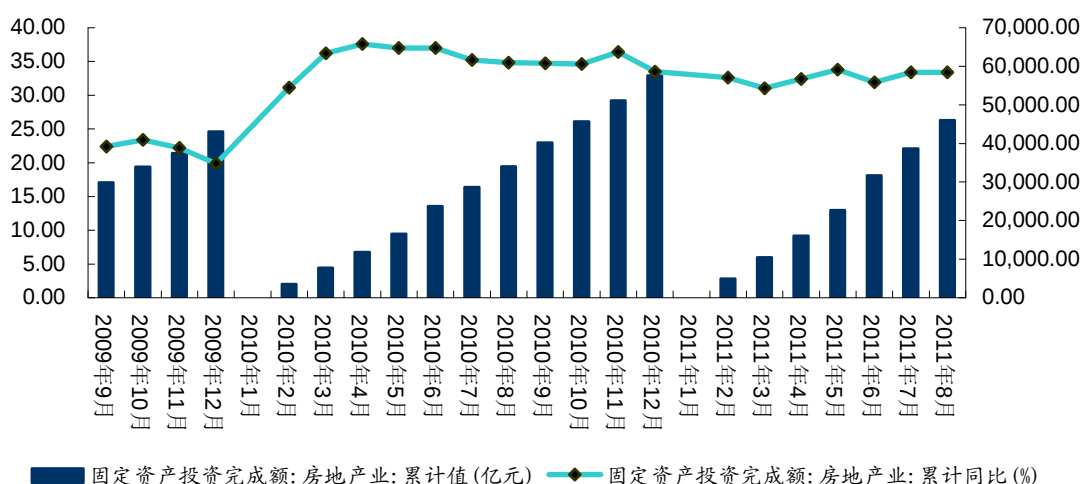
资料来源：长江证券研究部

3.2 验证经济是否会出现快速下行的信号

8 月经济数据的公布，表明经济开始由“滞涨后期”转入“小幅衰退”期。而对于未来经济是否会出现更加利好中期市场行情的快速下行，我们看到了一些迹象，但还需要未来的经济数据来对这一判断做进一步的确认。我们可以通过观察以下几方面数据：

其一、未来几个月的固定资产投资是否会出现较大幅度的下行。一方面，受高铁事故的影响，政府必然会反思追求速度的代价。从一些地区的情况来看，政府主导的基础设施建设拖延工期的现象非常明显，追求增速与追求质量这两个目标正在经历一个再平衡的过程。另一方面，从固定资产投资中占比较高的房地产投资来看，虽然当前仍以较快的同比增长速度增长，但是在房价开始停止上涨，部分城市房价下跌的情况下，房地产行业固定资产投资难以维持高速增长。

图：房地产固定资产投资累计额与累计同比增速



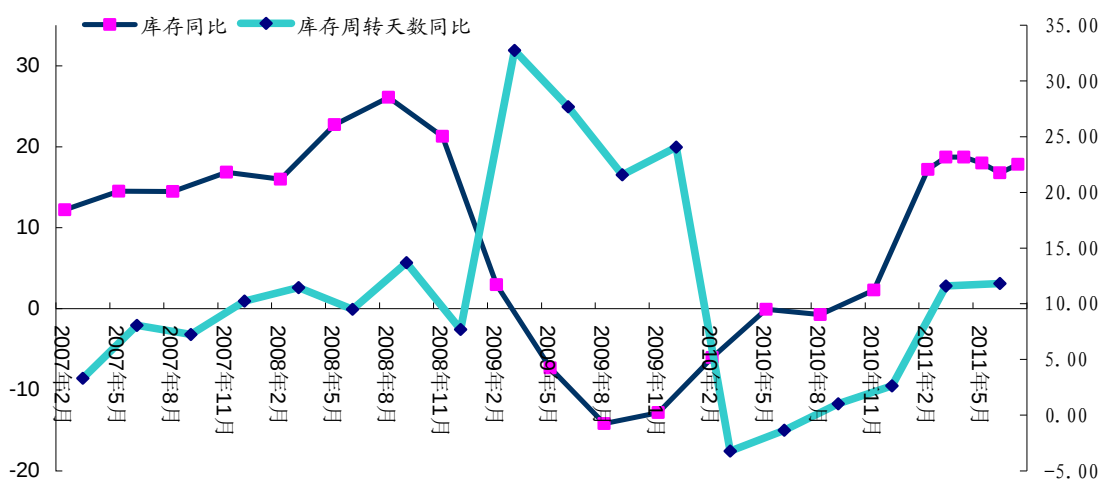
资料来源：WIND，长江证券研究部

其二、未来工业增加值同比是否会出现明显的下行，比如降至 10%左右的水平。工业增加值本身即为反应经济增长情况的直接指标。

其三、去库存是否会加速展开。最新的工业企业库存同比小幅上涨，但我们认为这一库存反复更多地反映了 6、7 月份政策干扰导致产出逆季节上涨，而没有在需要上得到充分消化的结果。后续去库存压力仍然很大。

对比工业企业库存同比数据与上市公司库存周转天数同比的历史数据来看，上市公司在一定程度上可以反映工业库存的变化，但也存在两者出现较大差异的情况。如 2009 年一季度，上市公司库存周转天数大幅跳涨，而工业企业库存同比则快速下降。由于 2008 年底，四万亿投资计划公布，上市公司尤其从中受益，因此具备增加库存的动力。而由于 2009 年的高基数，2010 年一季度工业库存同比大幅下降。除去 2010 年，当前的上市公司库存周转天数处于历史较高水平。因此，从上市公司库存情况来看，后续去库存动力仍然较大。

图 12：工业企业库存同比与上市公司库存周转天数同比相关性



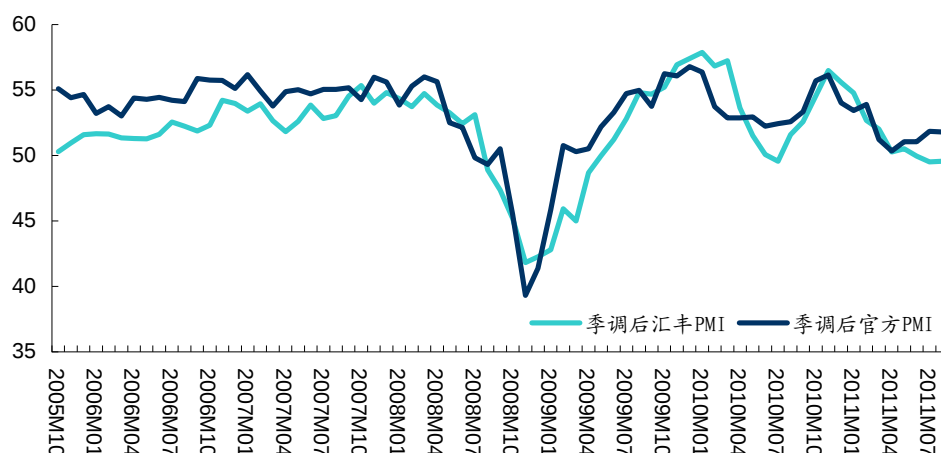
资料来源：WIND 资讯，CEIC，长江证券研究部

其四、从微观企业调研来看，中小企业在成本上涨压力下处于低盈利水平的生存边缘，需关注累计效应是否会在未来几个月发生。

本轮紧缩货币的调控实施以来，中小企业的资金链日益趋紧，到目前为止也没有得到明显的改善。资金是企业正常转的血液。资金链紧张，高拆借利率下企业资金成本大幅度增加，这一累积效应如果爆发，中小企业可能出现更为严重的生存危机。

汇丰公布的上月制造业 PMI 预览为 49.9，较上月虽下降 0.6，但仍处于 50 以下，表明中小企业的生存状况仍在继续恶化。今年 5 月至 7 月，季节调整后的官方制造业 PMI 与汇丰制造业 PMI 走势相反，规模以上企业与中小企业生存状况出现了明显的结构性差异。汇丰 PMI 新订单近一年来首次降至 50 以下。表明中小企业的生产需求较差。中小企业中从事出口加工贸易较多，新订单下降在一定程度上反映了在海外经济增速低于预期、人民币升值影响产品的国际市场竞争力的情况下，中小企业未来需求可能面临较大的下降风险。

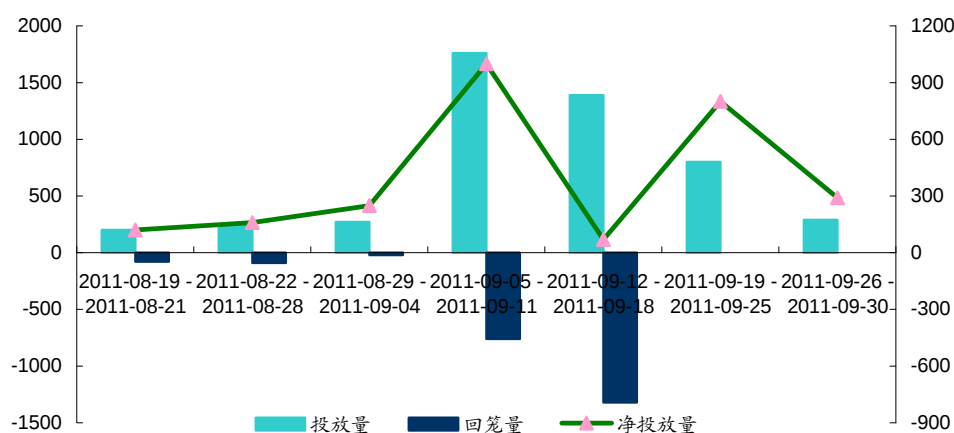
图 2：汇丰 PMI 与官方 PMI 走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

第五、市场情绪还会受到流动性的影响，在扩大商业银行存款准备金基准的政策影响下，需关注央行公开市场操作释放流动性的意愿。从这几周的货币市场资金投放情况来看，上上周，资金净投放较大，上周也有微量的资金净投放。在央行提高商业银行准备金基准的同时，公开市场上央行有意愿来做适当的平衡，以使短期流动性不至于太紧。但从净投资的规模上来看并不大。因此，需持续关注央行的公布市场操作以及其它货币政策的取向。

图：央行公布市场操作回笼资金量



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

四、市场趋势与行业配置

此次市场如我们所预期的，创下了新低，“涅槃”的进程正在进行，而关于“重生”是否开始，还需要等待经济快速下行的确认。就当前的市场而言，无论未来经济运行沿着哪一种方式展开，在未得到经济数据确认前，市场都处在左侧，操作需持谨慎的态度。

在行业配置上，延续前面的逻辑，至少在看到明确的确认经济下滑的信号发出之前，防御和谨慎依旧是首选。因此低估值的板块较具有吸引力，如重卡、金融。对白酒、建材、工程机械、煤炭、有色板块持相对悲观的看法。

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，关注各地方国有资产证券化主题，目前，我们已经梳理出广州、安徽、重庆三个地区的情况。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学经济学硕士，南开大学金融学学士，从事宏观策略研究。主要的研究方向为行业比较。

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。