

衰退征兆渐突出，短期较为平静

报告要点

■ 经济基本面：衰退征兆渐突出，但短期存在平静

从最新的8月宏观数据来看，已经有了度过“滞胀”向小幅“衰退”的明显迹象，这主要体现在工业增加值的同比回落，以及环比的明显弱于季节性的增长，通胀对市场的核心地位在逐步下降。而历史的规律表明衰退的时间长度在1-2个季度，因此我们仍处在衰退的中前期，对于10月仍旧是进一步确认的时间点，抄底机会还尚早。但短期而言，10月公布的数据可能较为平静，唯一需要观察的在于出口同比会否在这个月兑现预期下降。

■ 累积去库存的压力

8月的工业企业库存继续出现了高位的反弹，针对当前工业企业去库存出现反复，我们认为有两方面原因：其一、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，并且从产业链的角度，弱势需求开始向一些工业库存占比较大的行业传导，进而导致库存出现累积；其二、工业库存统计的数据为价值，因此，工业库存的上涨也包括了一部分价格因素。但考虑到多数中游制造业面对产品库存累积的压力开始主动降低产出，接下来进入去库存是大概率事件。

■ 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9月资产配置专题：衰退临近可能加大，短期“多看少做”为宜》，邓二勇，吴邦栋，2011年8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

1 经济基本面：衰退征兆渐突出，但短期存在平静	5
小幅“衰退”已见端倪，四季度或是加速主要期	5
短期的整体平静和经济观察点	8
中报业绩看待上半年经济	10
2 行业库存跟踪——累积去库存的压力	13
上游行业多数进入主动去库存	13
部分中游以及消费库存状态较好	14
基于库存的景气判断	16
3 流动性与市场供需	16
3.1 货币市场资金	16
3.2 股票市场供需情况	18
3.3 市场板块资金流动	20
4 十月投资策略	22
4.1 九月市场回顾	22
4.2 十月配置建议：下降或能出现短期平稳	23

图表目录

图 1: 战术经济周期宏观经济数据更新	5
图 2: 工业增加值同比及环比走势 (%)	8
图 3: 1990 年以来工业增加值同比平均值 (%)	8
图 4: 10、11 月份的环比将是影响通胀的关键点	8
图 5: 美国 PMI 数据低迷	9
图 6: 欧、英 PMI 继续下滑	9
图 7: 其他主要发达经济体的生产也有所回落 (各经济体制造业 PMI)	9
图 8: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势	10
图 9: 全部 A 股与剔除金融行业后的净利润同比增长情况	10
图 10: 各板块一季度与中报净利润同比增速变化	11
图 11: 营业收入与营业成本同比变化走势	11
图 12: 剔除金融与地产行业后的存货周转天数	12
图 13: 工业企业库存同比与上市公司库存周转天数同比相关性	12
图 14: 工业增加值同比与库存同比反映的库存周期	13
图 15: 煤炭开采和洗选业	13
图 16: 非金属矿采选业	13
图 17: 有色金属矿采选业	14
图 18: 黑色金属矿采选业	14
图 19: 电力、热力的生产和供应业	14
图 20: 塑料制品业	14
图 21: 纺织业	14
图 22: 农副食品加工业	14
图 23: 电气机械及器材制造业	15
图 24: 化学纤维制造业	15
图 25: 专用设备制造业	15
图 26: 纺织服装、鞋、帽制造业	15
图 27: 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	15
图 28: 家具制造业	15
图 29: 工艺品及其他制造业	16
图 30: 印刷业和记录媒介的复制	16
图 31: 货币市场公开市场净投放/回笼情况	16
图 32: 货币市场利率走势	17
图 33: 债券市场融资额变化	17
图 34: 债券融资结构	18
图 35: 月度解禁情况	19
图 36: 7 月份市场板块资金 (近 20 日)	20
图 37: 近 5 日市场板块资金净流向	20
图 38: 近 20 日资金净流入量前 20 的个股	21

图 39: 近 5 日资金净流入量前 20 的个股.....	21
图 40: 九月市场行业涨跌幅情况 (%)	22
图 41: 中期市场判断的自上而下逻辑演绎.....	23

表 1: 滞胀下的央行货币政策操作.....	6
表 2: 工业增加值翘尾分析	7
表 3: 月度股票市场发行情况.....	18
表 4: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	19
表 5: EFSF 规模扩大至 4400 亿后的各国出资额	23
表 6: 九月行业配置表.....	24

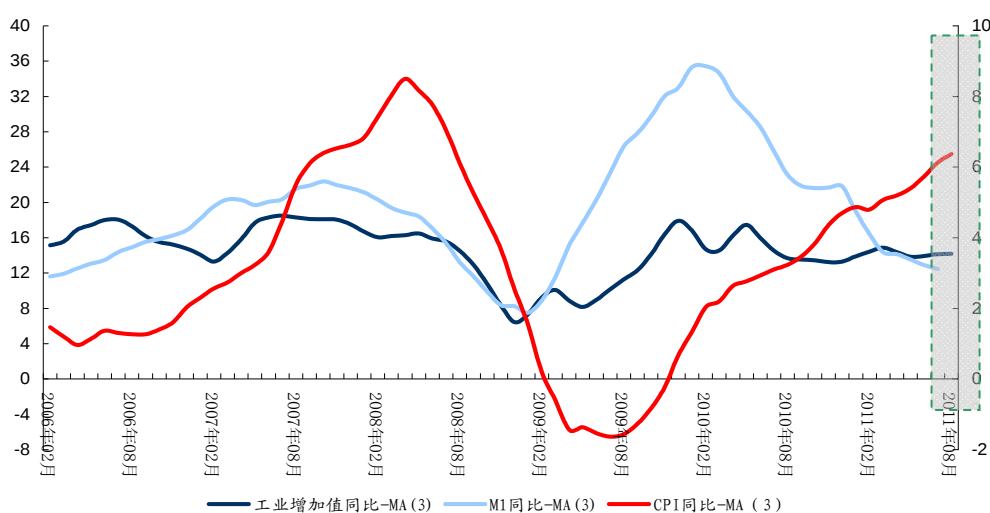
1 经济基本面：衰退征兆渐突出，但短期存在平静

在上个月的月报中，我们指出，7月的宏观经济数据还是处在“类滞涨”的周期状态中的，并且在9月的过程中，最关心的是伴随CPI同比的逐渐回落，经济回落速度能够加快，进入“衰退”阶段，如果这点经济基本面的条件不能够满足，任何的参与乃至博弈性的机会都是风险极大的，应保持“多看少做”态度，因此，时隔一月，我们在本月的经济基本面对讨论中，将从最新的数据分析中，看之前的周期状态是否发生了变化，这对于10月又会有怎样的影响。

小幅“衰退”已见端倪，四季度或是加速主要期

从9月初公布的8月宏观经济数据的更新情况来看，较7月的情况已经发生了较大的变化。尽管从CPI和PPI的回落幅度上来看，并没有过大的超预期情况，但是这个时候更加关注的指标以及集中到了工业增加值上，相较于之前典型的慢速增长，在传统的季节因素较强的8、9、10几个月中，却取得了0.5%的下降幅度，所以从这一点上来看，经济减速开始得到确认，这种下降的幅度，我们认为已经凸显出了小幅的“衰退”，不再是之前的“类滞涨”了。

图 1：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

首先，简单的评论一下价格方面的变化，CPI 同比正逐渐不再成为市场关心的核心变量，8月的数据也是如预期的见顶回落，因此意义不大。由于上月市场已预期7月为本轮通胀高点，因此市场对上月通胀的创新高并没有表现出过度的悲观，而是持谨慎观望的态度。8月CPI的确认回落，进一步验证了价格同比进入下行阶段的判断。这将来货币政策走向有一定

的影响。去年下半年以来，持续上涨的居民消费价格水平为政策调控的核心目标，为达到这一目标，央行采取了一系列紧缩的货币政策。去年下半年以来，央行曾 5 次上调金融机构人民币存款基准利率、8 次上调金融机构存款准备金率。CPI 高位回落，加上在海外需求弱势，国内高铁等事件影响下投资增速放缓的情况下，央行在是否继续推出紧缩的货币政策上将变得更加谨慎。

表 1: 滞胀下的央行货币政策操作

政策发布日期	货币政策工具	政策具体内容
2010 年 10 月 19 日	利率	自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.31% 提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。
2010 年 11 月 10 日	存款准备金	从 2010 年 11 月 16 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011 年 11 月 29 日	存款准备金	中国人民银行宣布，从 11 月 29 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是央行今年以来第五次全面提高存款准备金率，此时距上次宣布上调存款准备金率仅 9 天。
2011 年 12 月 20 日	存款准备金	中国人民银行决定，从 2010 年 12 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010 年 12 月 25 日	利率	中国人民银行决定，自 2010 年 12 月 26 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。
2011 年 1 月 20 日	存款准备金	中国人民银行宣布，从 2011 年 1 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是今年以来央行首次上调存款准备金率。
2011 年 2 月 8 日	利率	中国人民银行决定，自 2011 年 2 月 9 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。
2011 年 2 月 18 日	存款准备金	中国人民银行决定，从 2011 年 2 月 24 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011 年 3 月 18 日	存款准备金	中国人民银行决定，从 2011 年 3 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

2011 年 4 月 5 日	利率	中国人民银行决定，自 2011 年 4 月 6 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。
2011 年 4 月 17 日	存款准备金	中国人民银行宣布：从 4 月 21 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是央行今年以来第四次上调存款准备金率。今年以来，央行以每月一次的频率连续三次上调存款准备金率。
2011 年 5 月 13 日	存款准备金	中国人民银行宣布：从 2011 年 5 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011 年 7 月 12 日	利率	中国人民银行决定：自 2011 年 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。

资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

其次，我们更想说明的还是从工业增加值的角度来看，为什么我们认为小幅“衰退”的征兆已经在 8 月的数据中体现得很明显了。

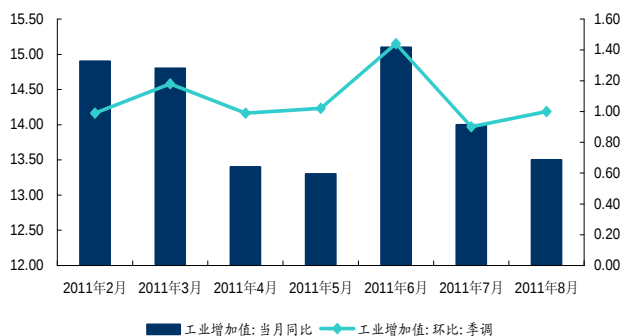
一个方面，从同比基数的角度来看，还是来看我们一直引用的翘尾因素的表，用来说明未来几个月翘尾的下降幅度。可以看到去年高基数的原因在 9、10、11 月三个月将体现的非常明显，每月基本上都会有 1.4% 左右的拖累，而即使按照当下的环比新增长，都已经可以看到同比的回落是难以抗拒的，而伴随着货币紧缩累积效应的逐渐体现，未来在经济新增长上只会速度逐渐变慢，这使得下滑速度加快变得更加有可能。

表 2：工业增加值翘尾分析

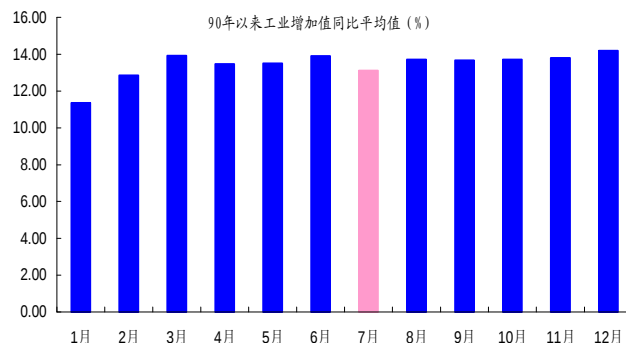
	工业增加值翘尾	基数带来的下降	年内新增长因素变化	假设未来零增长下的估计
1月	12.661		1.439	
2月	11.212	1.449	2.888	
3月	10.020	1.193	4.780	
4月	9.473	0.547	3.927	
5月	8.984	0.489	4.316	
6月	8.500	0.484	6.600	
7月	7.975	0.525	6.025	
8月	6.531	1.445	6.969	
9月	5.197	1.334		12.166
10月	3.747	1.450		10.717
11月	2.114	1.633		9.083
12月	2.114	0.000		9.083

资料来源：CEIC，长江证券研究部

另一方面，我们知道在非大周期的经济波动中，由于工业增加值的同比波动幅度非常有限，所以现在越来越多的投资者在这种过程中重视工业增加值的环比作用。从环比上看，8 月工业增加值环比增长 1%，同样较上月 0.9% 小幅上涨。但是结合历史数据，8 月工业增加值有一个季节性的回升的过程。而此次 8 月工业增加值回落幅度是高于历史水平的，如果说 7 月的工业增加值同比下滑还只是翘尾因素带来的，那么 8 月 0.5% 的下滑却大多可以归结为环比增速的下降，因此，这是我们判断经济减速已经开始在剔除季节因素的环比上得到趋势确认的最主要原因，也是为什么认为已经由“滞胀”进入小幅“衰退”的主要原因。

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：专家访谈，长江证券研究部

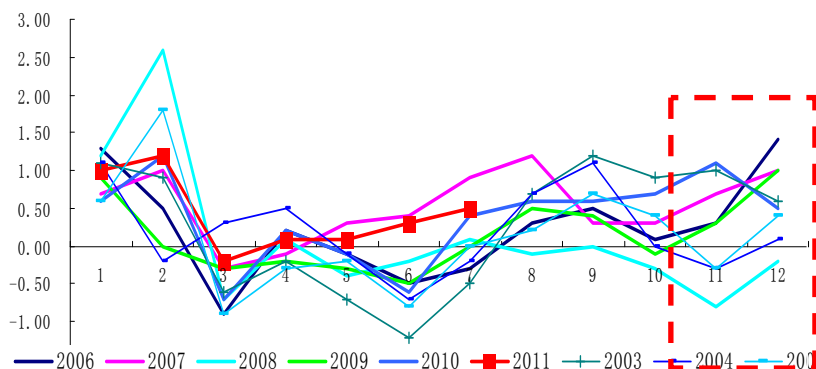
而从宏观经济周期的规律来看，一般快速的衰退阶段持续一个季度左右的时间，而慢速的衰退阶段在两个季度，同时市场的底部往往偏于衰退的后期，因此从经济基本面的角度来看，我们认为 10 月仍应当是确认衰退的继续和加速的阶段，而至于中期的抄底机会，没有那么快的到来。

短期的整体平静和经济观察点

在上面的部分我们更多的还是站在中期（三至六个月）的经济周期角度做出的界定，接下来，在具有了中期的判断之后，我们谈一下 10 月经济基本面对市场的意义。

首先，就四季度几个月之间的对比来说，10 月份可能是主要数据最为平静的时间点，这点主要是针对于 CPI 来说的，在 CPI 同比开始进入下降通道之后，对市场更加敏感的是 CPI 环比的情况，从历史经验来看，10 月由于经历了国庆节之后的歇息，CPI 环比水平往往呈现短暂的下行，但是就 11、12 月来说，面临春节因素的逐渐临近，环比往往会有二次冲高，因此，就主要数据而言，10 月的通胀情况是最为有利的。

另外，工业增加值的数据前面也已经有了较详尽的分析，10 月公布的 9 月数据可能还处在衰退的确认阶段，所以仅仅是衰退下跌过程的中段，低于 13% 心理底线的可能性很小。

图 4：10、11 月份的环比将是影响通胀的关键点


资料来源：WIND、长江证券研究部

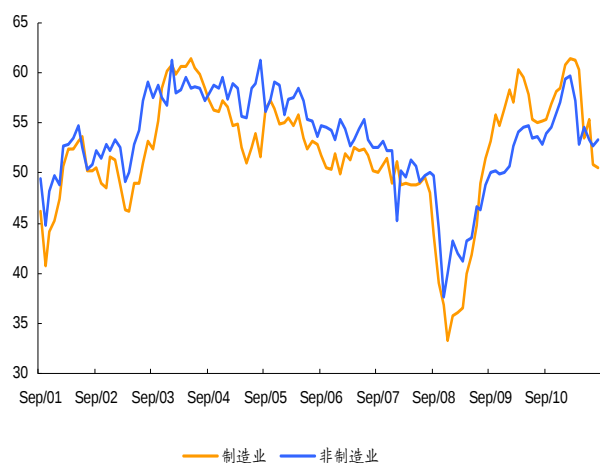
其次，唯一的风险和需要观察的点在于出口数据是否会兑现预期开始下降，进入下半年由于美国经济逐渐增速放缓，市场普遍放低了对出口的预期情况，但截止至 8 月的数据来看，尚

未出现出口同比的明显下滑，如果在 9 月的数据中兑现了这一预期，那么可能为 10 月整体的宏观面带来一定的冲击。

对于出口的依旧坚挺，我们认为回落的风险是仍旧存在的。第一，我们之所以看到出口同比的尚未回落，部分源于基数效应。本来环比来看，8 月份出口的走向并无明显的规律性，而 10 年和 11 年出口环比都出现了回落，其中 10 年环比回落幅度较大。因此在环比回落的情况下，出口的同比增速仍然上升，这不能说明外需的改善。

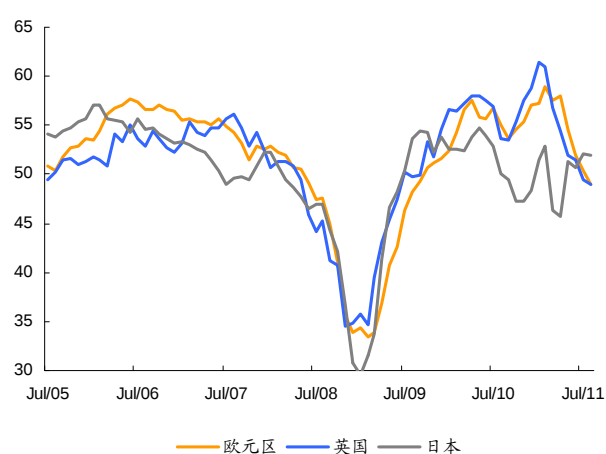
第二，从一些领先性的指标以及一直以来与出口联系紧密的海外数据来看，均存在明显的迹象。美国 8 月份制造业 PMI 回落至 50.6，已是连续两月回落。同时作为制造业 PMI 领先指标的“新订单/库存”分项之比继续回落，这表明未来美国制造业 PMI 可能会进一步逼近甚至进入收缩区间。其他主要经济体同样陷入低迷，欧元区、英国、日本与美国一样，制造业 PMI 都出现了回落，其中，欧元区和英国的制造业 PMI 都已经降到 49，这也就意味着两国的制造业活动可能会有所收缩，而日本的制造业 PMI 升势也暂时终止，8 月日本制造业 PMI 回落至 51.9。

图 5：美国 PMI 数据低迷



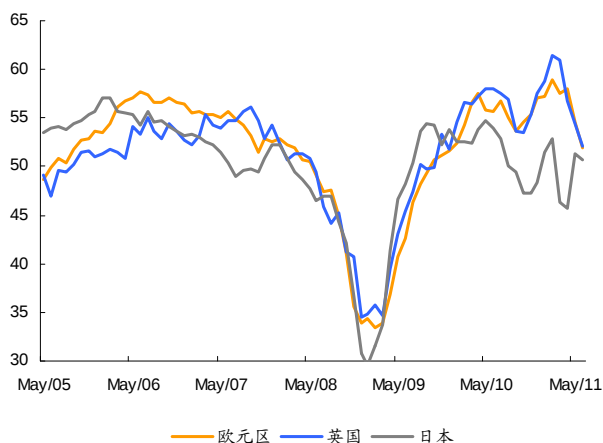
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：欧、英 PMI 继续下滑



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

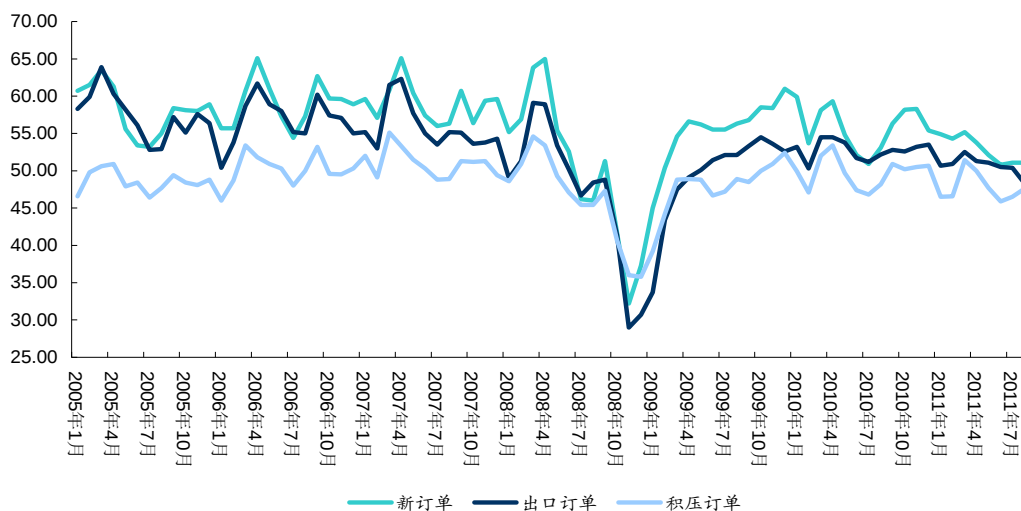
图 7：其他主要发达经济体的生产也有所回落（各经济体制造业 PMI）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

而国内 PMI 的出口订单指数方面也开始出现了下滑。8 月出口订单指数大幅度下降 2.1，由 50.4 降至 48.3。PMI 出口订单指数的大幅回落反映了全球经济增速放缓情况下，企业家对未来出口情况的担忧。来自国际需求降低对国内制造业的负面影响或将加深。

图 8：PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

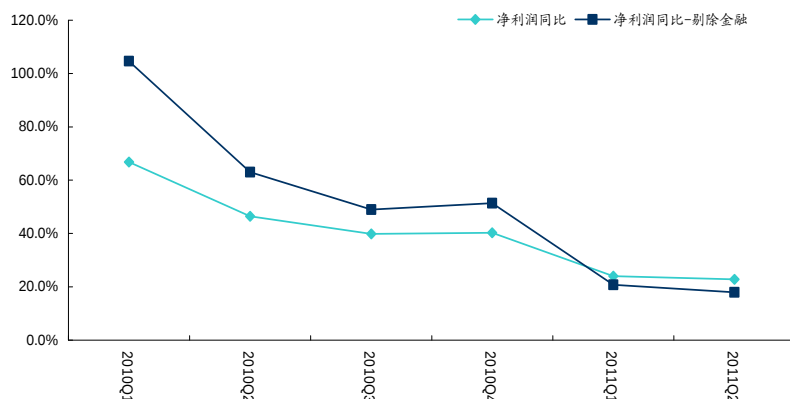
中报业绩看待上半年经济

2011 年上市公司中报已经全部披露完毕，我们在这里也进行了一定的规律梳理，以提供一个中观层面反映经济的角度。

盈利增速继续下滑，创业板为重灾区

从历史数据来看，自今年一季度以来，金融服务的净利润同比增速开始高于剔除金融服务板块后的净利润同比增速。在高成本压力下，制造业与非金融服务业的盈利水平不断下降。20% 左右的净利润同比增速较低，且从净利润同比的下降幅度来看，呈逐步企稳态势。考虑到当前国内仍以控通胀为首要政策目标，企业至少在三季度仍会面临来自原材料、人力、资金的成本压力，预计净利润增速将继续小幅小降。

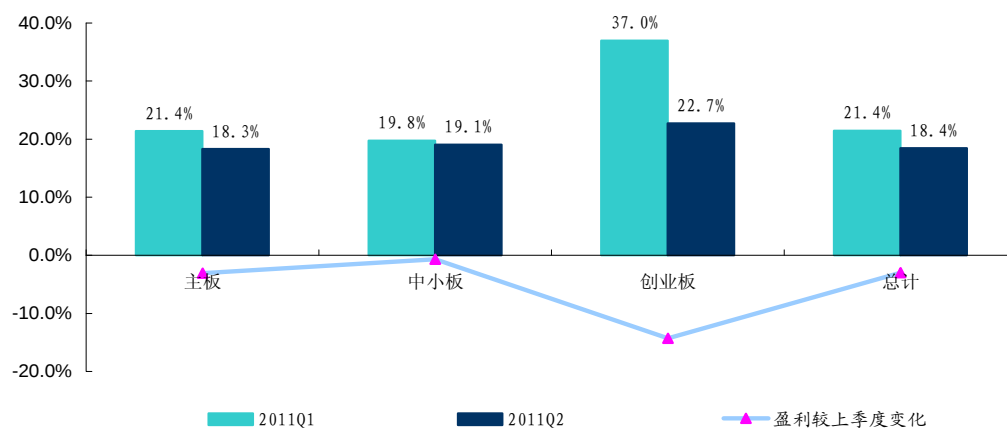
图 9：全部 A 股与剔除金融行业后的净利润同比增长情况



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

从板块上来看，中报披露的净利润同比增速下滑最多的为创业板（这里考查的可比公司为 2010 年 3 月 31 日后上市的公司）。创业板净利润同比增速由一季度的 37% 降为 22.7%。中小板的净利润同比基本与上季度持平，仅下降 0.7%；主板的净利润同比增速较一季度下降 3.1%。考虑到创业板成立的时间，这里的可比公司选取的是 2010 年 3 月 31 日以前上市的公司。

图 10：各板块一季度与中报净利润同比增速变化



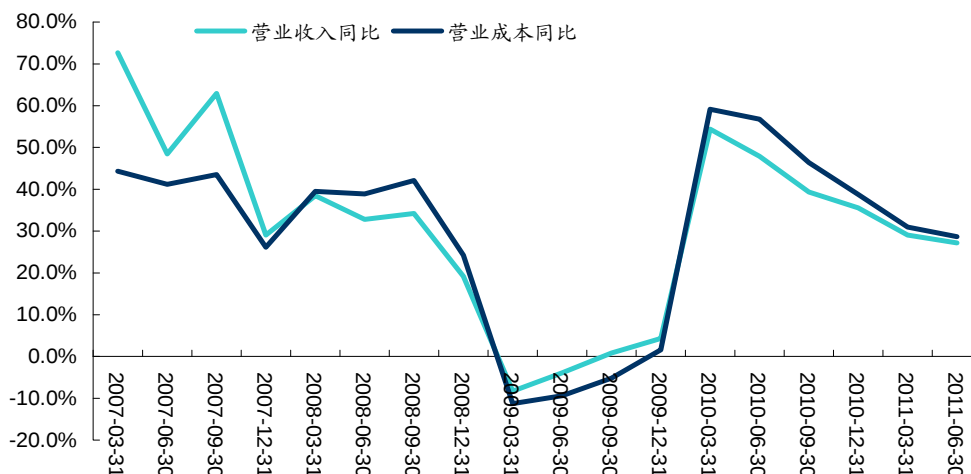
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

成本增速大于收入增速的局面逐步改善

去年二季度以来，上市公司营业收入与营业成本的同比增速均出现缓慢下行，但营业成本同比增速一直大于营业收入同比增速，成本端对企业盈利形成压制。领先指标 PMI 的购进价格指数在连续下降四个月 after 反弹，制造业企业成本压力的缓解尚需时日。在营业收入方面，低盈利水平下，企业扩张生产的动力不足，三季度继续下行的可能性较大。

但是考虑到营业收入同比与营业成本同比之前的差值在变小。企业盈利下行的趋势将变得更加缓慢，盈利处在筑底阶段。

图 11：营业收入与营业成本同比变化走势



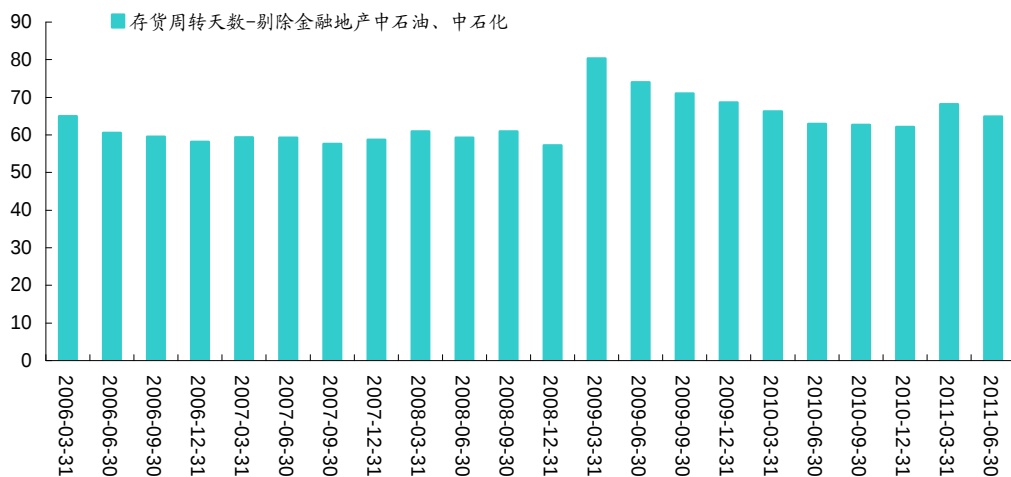
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

上市公司库存与工业企业库存的相关性

企业库存周转天数可以反映企业的库存累积状况。我们将金融服务、房地产以及中国石油与中国石化两家公司剔除，二季度上市公司库存周转天数较上季度下降，表明上市公司二季度库存有所降低。这与我们跟踪的统计局公布的工业企业库存同比数据所反映的情况是一致的。中报披露的上市公司库存周转天数为 64.9 天，仍为历史较高水平。预计去库存仍将继续展开。

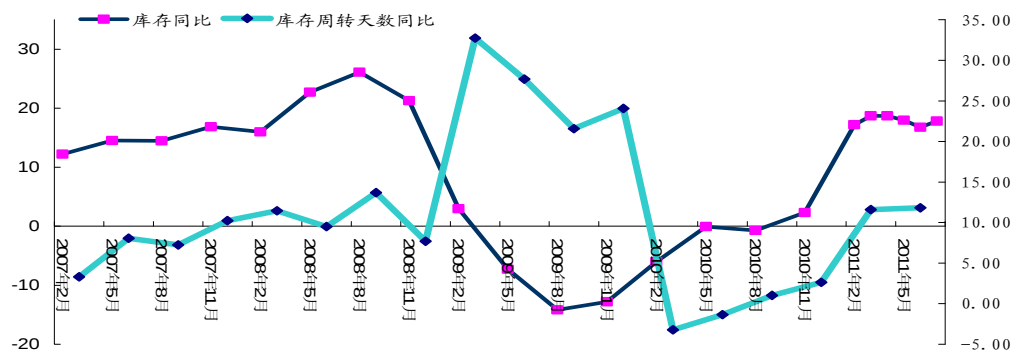
对比工业企业库存同比数据与上市公司库存周转天数同比的历史数据来看，上市公司在一定程度上可以反映工业库存的变化，但也存在两者出现较大差异的情况。如 2009 年一季度，上市公司库存周转天数大幅跳涨，而工业企业库存同比则快速下降。由于 2008 年底，四万亿投资计划公布，上市公司尤其从中受益，因此具备增加库存的动力。而由于 2009 年的高基数，2010 年一季度工业库存同比大幅下降。

图 12：剔除金融与地产行业后的存货周转天数



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 13：工业企业库存同比与上市公司库存周转天数同比相关性



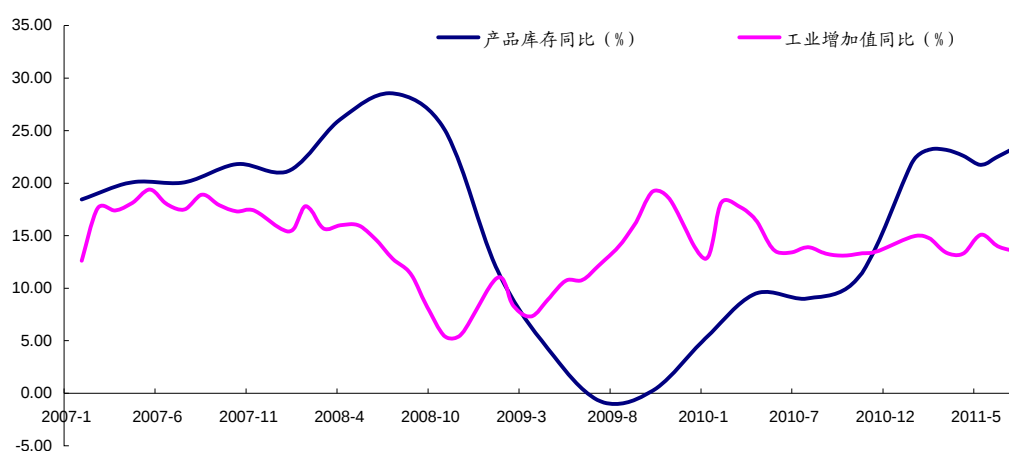
资料来源：WIND 资讯，CEIC，长江证券研究部

2 行业库存跟踪——累积去库存的压力

根据统计局最新公布的工业库存数据，8月同比增长23.38%，较上月上涨0.87%，上月为22.51%。8月工业增加值同比13.5%，较6月下降0.5%。由工业库存同比与工业增加值同比来看，当前工业企业所处库存周期阶段为被动补库存。

针对当前工业企业去库存出现反复，我们认为有两方面原因：其一、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，并且从产业链的角度，弱势需求开始向一些工业库存占比较大的行业传导，进而导致库存出现累积；其二、工业库存统计的数据为价值，因此，工业库存的上涨也包括了一部分价格因素。

图 14：工业增加值同比与库存同比反映的库存周期

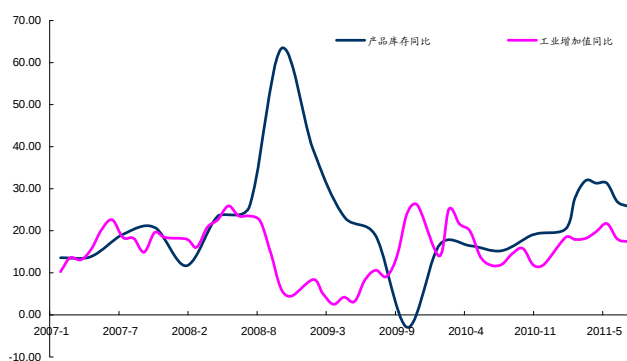


资料来源：CEIC，长江证券研究部

上游行业多数进入主动去库存

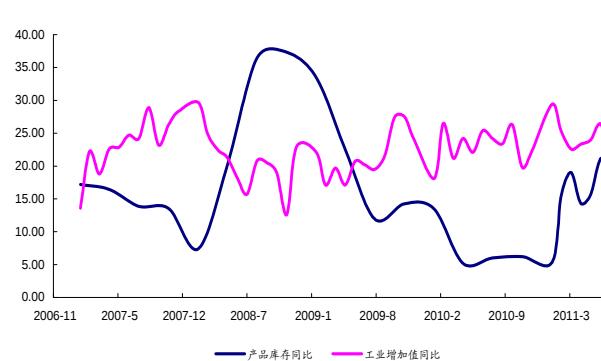
处在主动去库存阶段的多为上游行业，包括煤炭开采和洗选业、非金属矿采选业、有色金属矿采选业、黑色金属矿采选业、电力热力的生产与供应。

图 15：煤炭开采和洗选业



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 16：非金属矿采选业



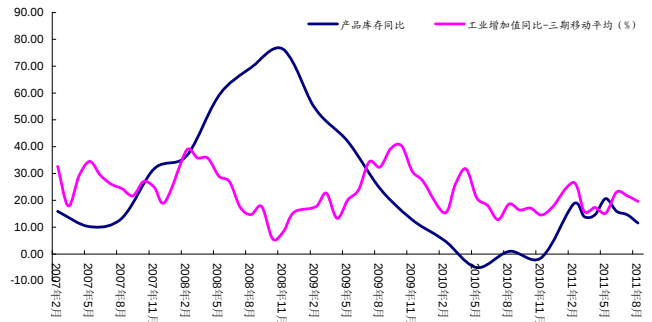
资料来源：长江证券研究部

图 17: 有色金属矿采选业



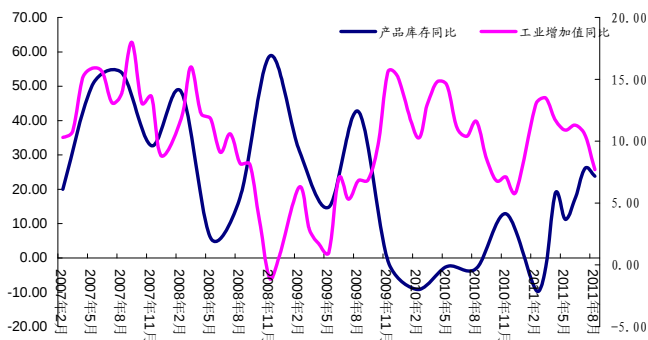
资料来源：长江证券研究部

图 18: 黑色金属矿采选业



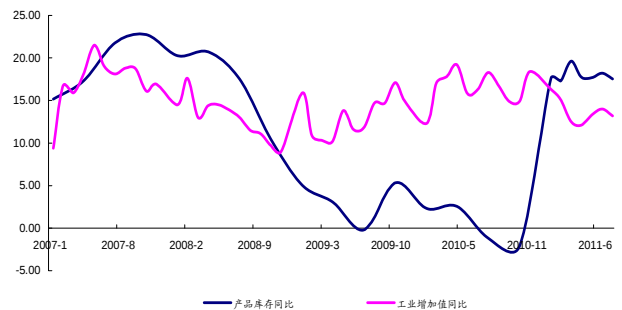
资料来源：长江证券研究部

图 19: 电力、热力的生产和供应业



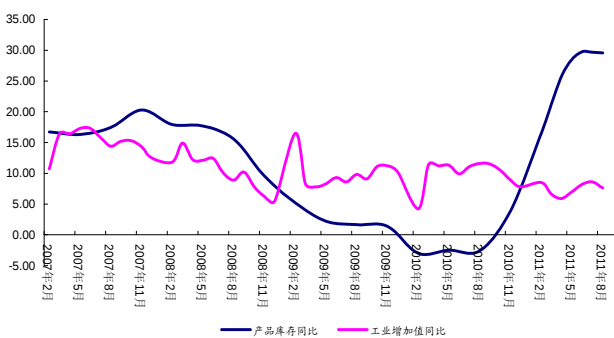
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 20: 塑料制品业



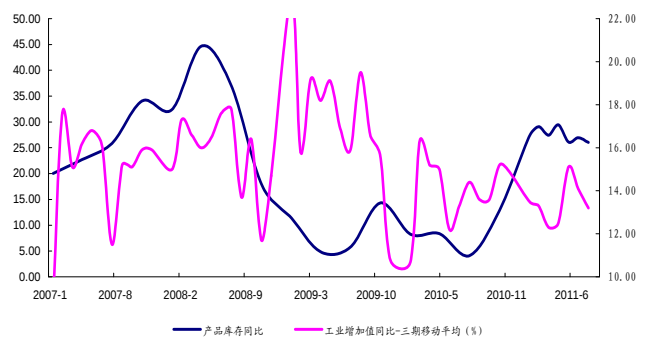
资料来源：长江证券研究部

图 21: 纺织业



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 22: 农副食品加工业

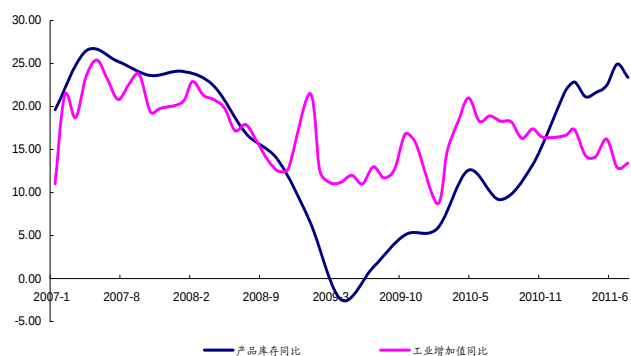


资料来源：长江证券研究部

部分中游以及消费库存状态较好

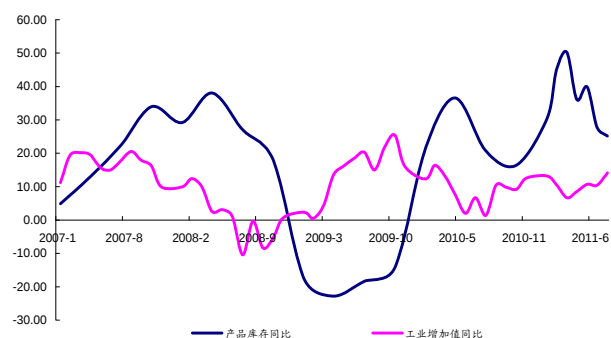
被动去库存的行业是景气度最高的行业，即处在产量增加、需求向好的阶段。处在这一阶段的行业包括电气机械及器材制造业、化学纤维制造业、专用设备制造业，以及多数的可选消费品行业，包括纺织服装、皮革毛羽制造业、家具制造业、工艺品制造业、印刷业及记录媒介。

图 23: 电气机械及器材制造业



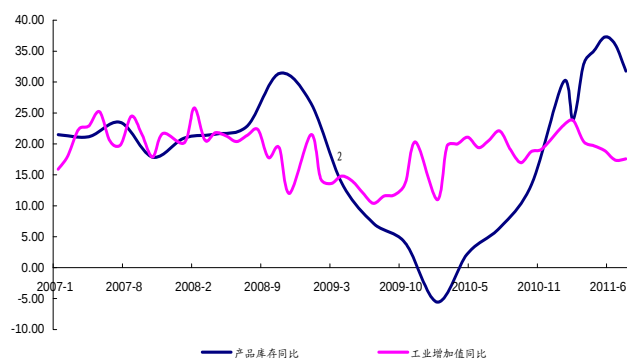
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 24: 化学纤维制造业



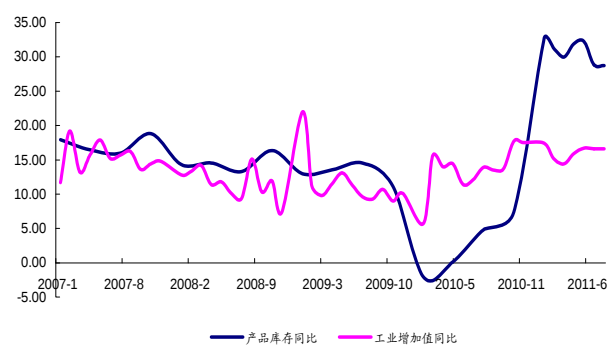
资料来源: 长江证券研究部

图 25: 专用设备制造业



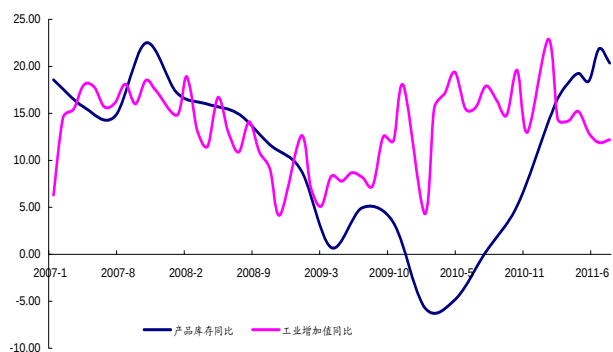
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 26: 纺织服装、鞋、帽制造业



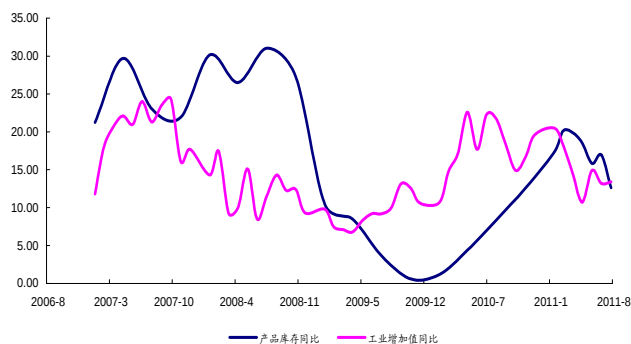
资料来源: 长江证券研究部

图 27: 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业

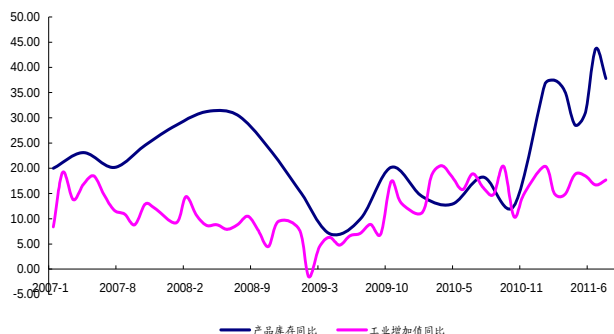


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

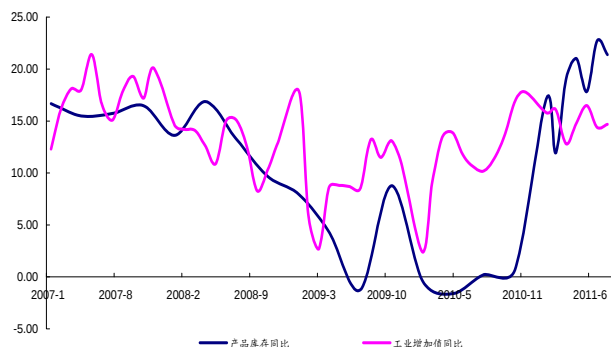
图 28: 家具制造业



资料来源: 长江证券研究部

图 29: 工艺品及其他制造业


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 30: 印刷业和记录媒介的复制


资料来源: 长江证券研究部

基于库存的景气判断

我们看待市场的中期基本逻辑认为, 如果没有经济的快速下行, 市场则会选择中枢不断下移的震荡行情。而如果经济出现快速下行, 工业库存数据也将表现为快速下行。因此, 当前库存数据更重要的意义在于观察到以其明显下行来确认经济是否出现了快速下行。在8月价格水平同比处于高位的情况下, 库存的高位震荡也是符合预期的。当然, 由于一些行业基于三季度进入季节性旺季的判断扩大的生产, 实际上并没有在需求层面上得到完全的消化, 所以整体工业企业库存处在被动补库存阶段。但考虑到多数中游制造业面对产品库存累积的压力开始主动降低产出, 接下来进入去库存是大概率事件。

从库存周期所反映的行业景气度来看, 处在景气度最高的被动去库存阶段的行业包括电气机械及器材制造业、化学纤维制造业、专用设备制造业, 以及多数的可选消费品行业, 包括纺织服装、皮革毛羽制造业、家具制造业、工艺品制造业、印刷业及记录媒介。而多数中游行业处在被动补库存阶段, 而最上游的开采行业多处在主动去库存阶段。

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。

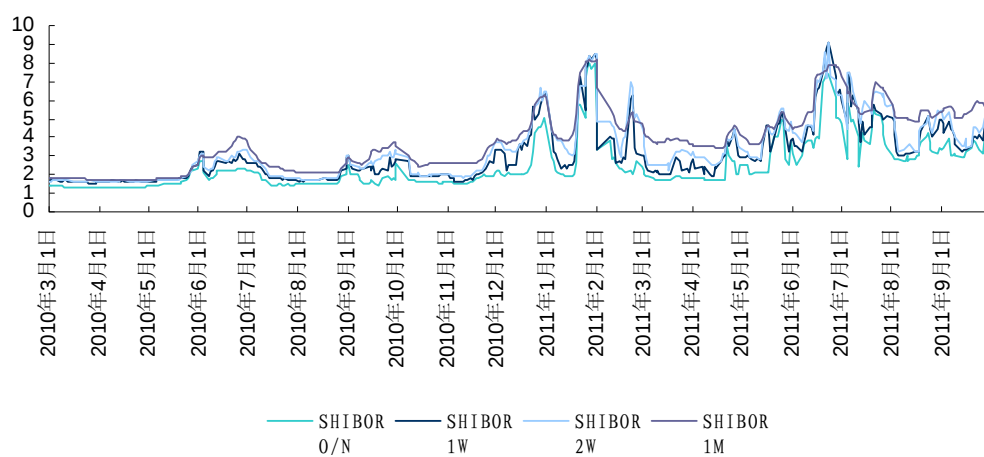
从银行间拆借利率来看, 市场对于央行货币政策的预期有所变化, 各期限的拆借利率都有所回落, 流动性可能在较短的时间内有所改善。

图 31: 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

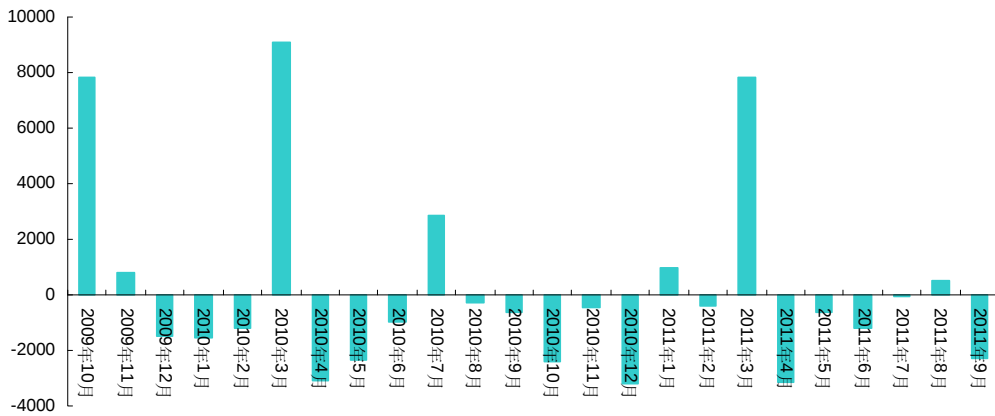
图 32: 货币市场利率走势



资料来源: wind, 长江证券研究部

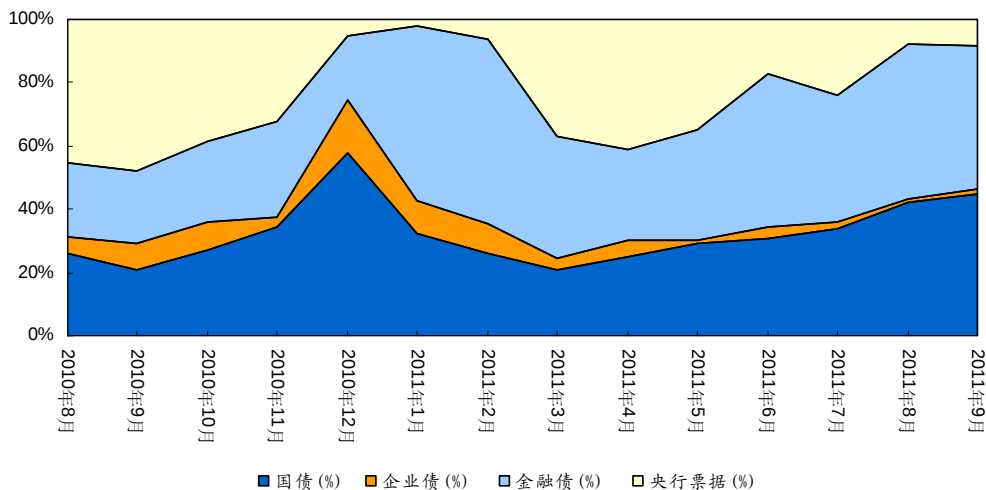
7月份债券融资额已是连续第四个月回落了，去年7月同期的债券融资额却有大幅上升。目前，融资成本的高企仍然在抑制债券融资的需求。从结构上看，公司债和央票的占比有所扩大，国债、金融债的占比则有所回落。

图 33: 债券市场融资额变化



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 34: 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

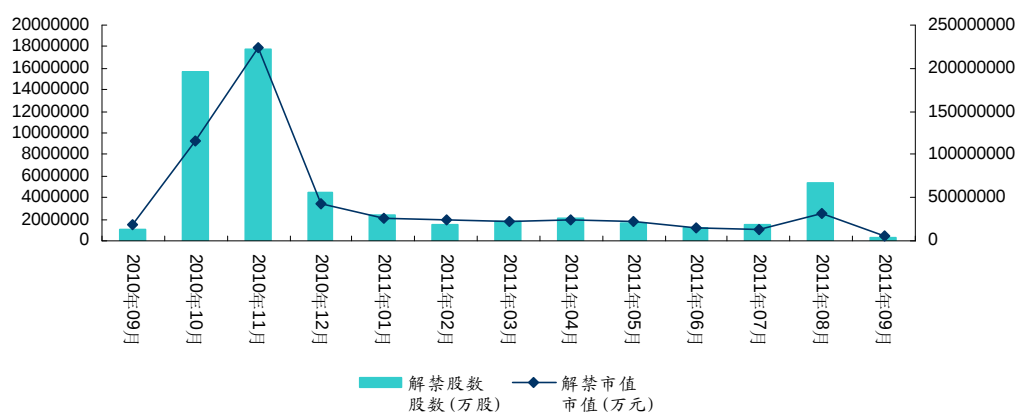
日期	首发 公司 家数	首发 实际募集资金 总额(万元)	增发 公司家数	增发 实际募集资金 总额(万元)	配股 公司家数	配股 实际募集资金总 额(万元)
2011-09	21	281.955621	10	168.1648	0	0
2011-08	23	261.5565181	15	372.337	0	0

2011-07	20	114.3808216	19	518.1221	1	174.878145
2011-06	26	133.7273133	15	259.2377	1	3.172505205
2011-05	27	249.0549271	16	285.6102	0	0
2011-04	23	224.999952	17	424.9698	3	112.347884
2011-03	27	251.9696502	19	973.1407	2	5.780696602
2011-02	26	243.7673677	10	266.1766	1	6.425752955
2011-01	35	409.4159886	14	135.307	5	97.8870447
2010-12	35	391.4226792	34	725.6341	2	10.74460686
2010-11	29	342.8795223	14	264.9115	4	822.5711415
2010-10	24	275.3840507	19	975.0297	1	5.967115819

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 35：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。在市场景气度不高的时候，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
中国交通建设股份有限公司	2011/9/28	主板	350000	2000000	上海
陕西煤业股份有限公司	2011/8/29	主板	200000	1725100	上海
西安隆基硅材料股份有限公司	2011/7/25	主板	7500	137032	上海
江苏恒立高压油缸股份有限公司	2011/8/12	主板	10500	102479.61	上海

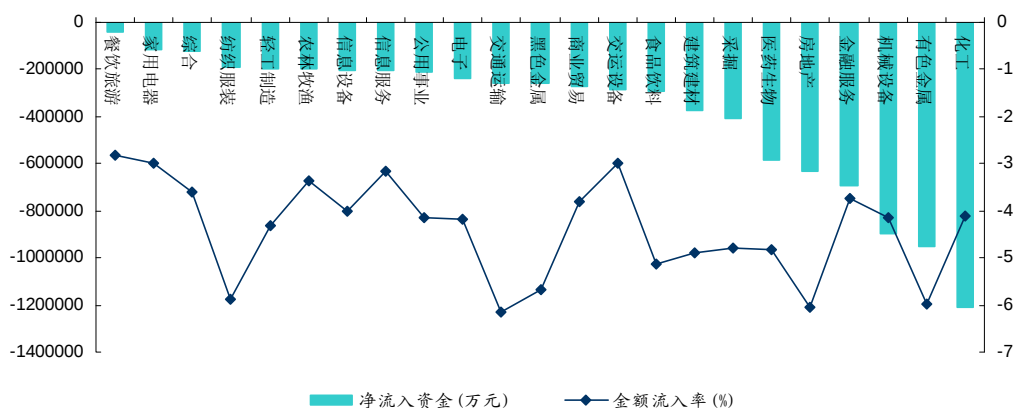
浙江奥康鞋业股份有限公司	2011/9/23	主板	8100	102236	上海
遵义钛业股份有限公司	2008/4/29	中小企业板	5500	99980	深圳
江苏玉龙钢管股份有限公司	2011/8/31	主板	7950	92080	上海
永高股份有限公司	2011/7/29	中小企业板	5000	81400	深圳
华西能源工业股份有限公司	2011/7/29	中小企业板	4200	64500	深圳
德尔国际家居股份有限公司	2011/9/19	中小企业板	4000	57620.74	深圳
木林森股份有限公司	2011/7/27	中小企业板	4385.25	42631.82	深圳
金安国纪科技股份有限公司	2011/9/7	中小企业板	7000	40956	深圳
烟台万润精细化工股份有限公司	2011/9/28	中小企业板	3446	35924	深圳
湖北宜昌交运集团股份有限公司	2011/6/20	中小企业板	3350	35811	深圳
阳光电源股份有限公司	2011/8/9	创业板	4480	32635.43	深圳
江西西林科股份有限公司	2011/3/15	创业板	3333.4	31400.08	深圳
成都市路桥工程股份有限公司	2011/8/24	中小企业板	4200	30854.5	深圳
南通锻压设备股份有限公司	2011/9/20	创业板	3200	30770.35	深圳
中国交通建设股份有限公司	2011/9/28	主板	350000	2000000	上海
陕西煤业股份有限公司	2011/8/29	主板	200000	1725100	上海

资料来源: wind, 长江证券研究部

3.3 市场板块资金流动

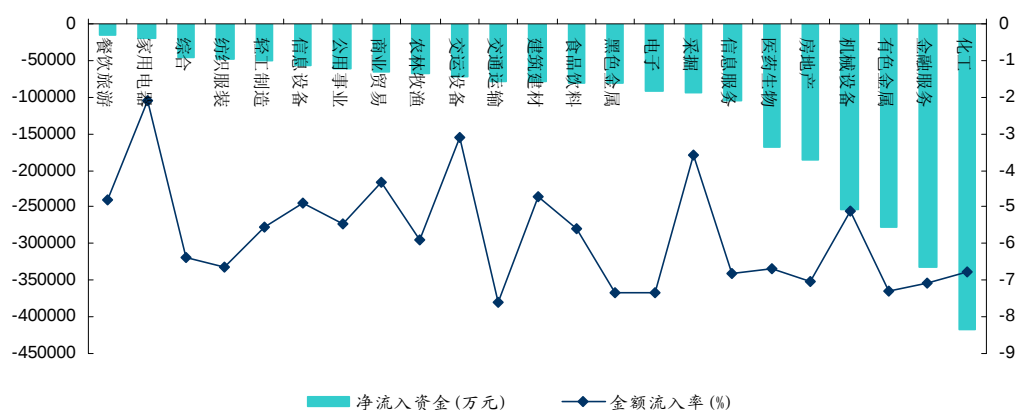
本月市场板块的资金流动仍然以流出为主, 食品饮料、农林牧渔和餐饮旅游呈现资金净流入之外, 其他板块皆为资金净流出。由此看来, 市场反弹仍然较为疲弱。

图 36: 7 月份市场板块资金 (近 20 日)



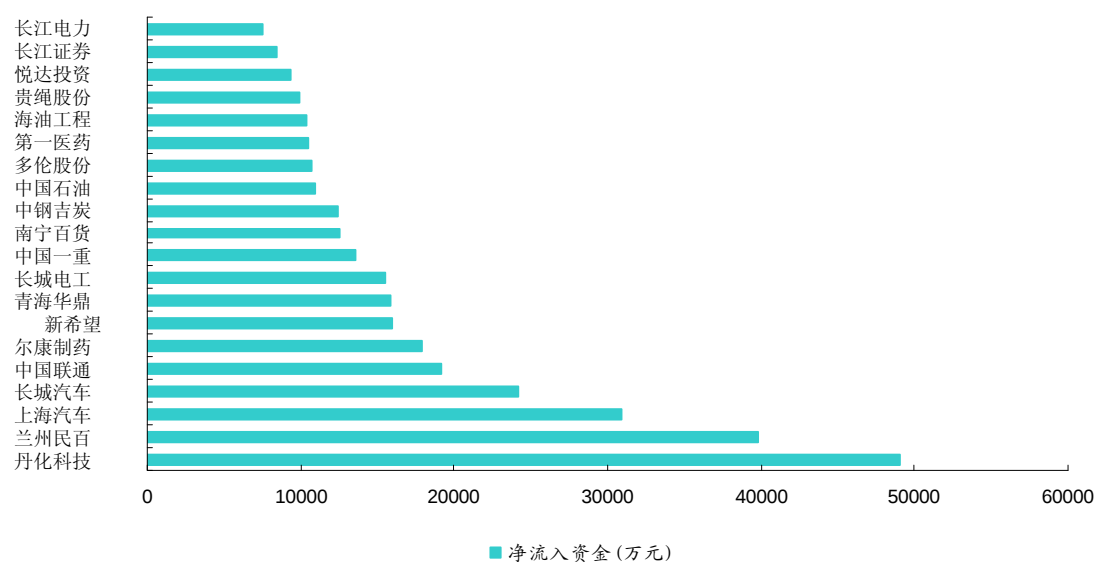
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 37: 近 5 日市场板块资金净流向



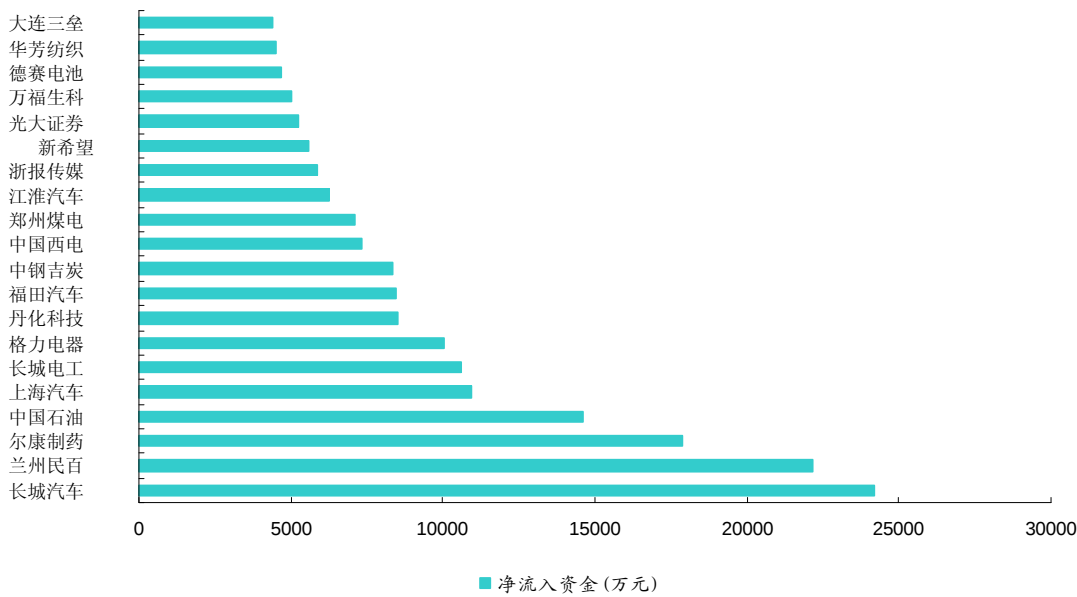
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 38: 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 39: 近 5 日资金净流入量前 20 的个股

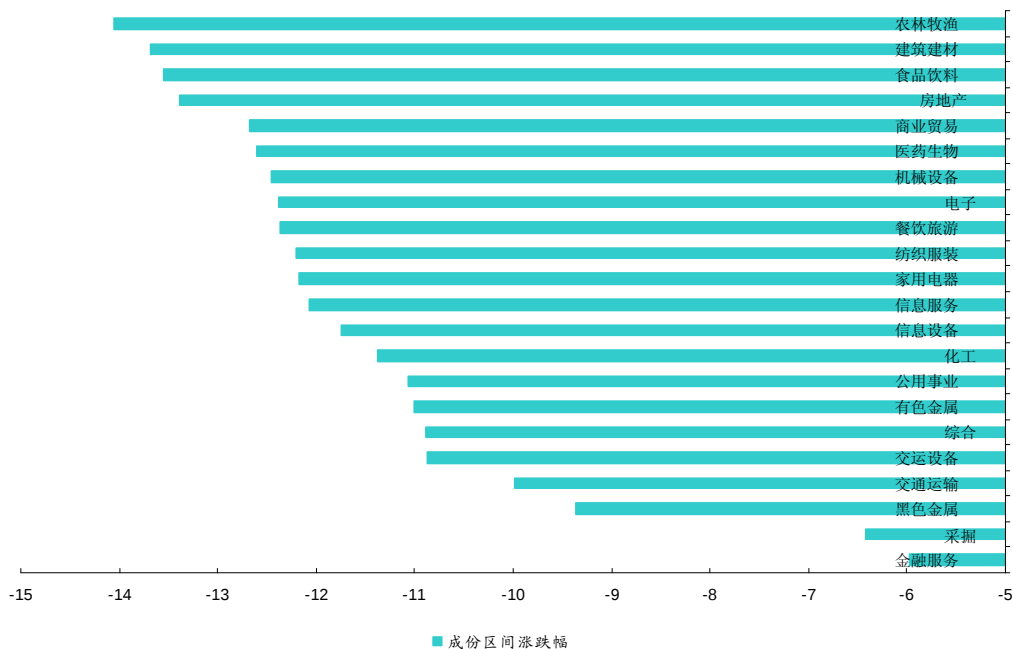


资料来源: wind, 长江证券研究部

4 十月投资策略

4.1 九月市场回顾

图 40: 九月市场行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

在 8 月对于 9 月的资产配置报告中, 我们重点看好的板块集中在商贸零售、轻工制造, 重卡, 相对不看好的为机械设备与建筑建材。

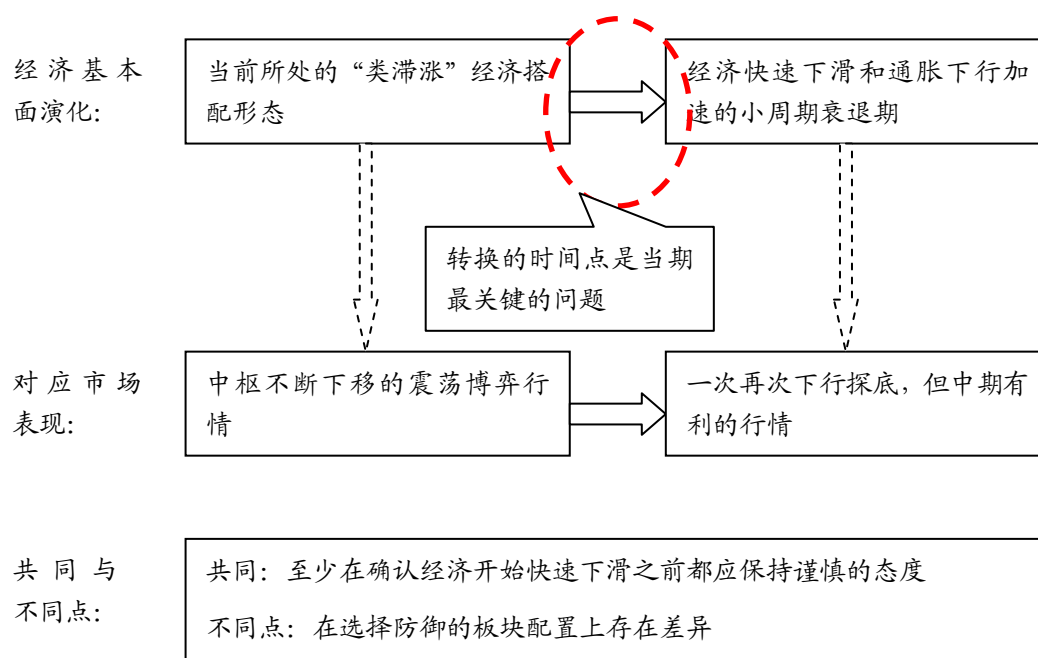
从实际表现来看，上月市场大幅度调整，所有行业均普遍下跌。我们看好的行业中，交运设备表现相对较好，家电也表现出了一定的防御性，但商贸零售上月的表现不佳。

我们不看好的建筑建材大幅下跌，跌幅超过-14%，机械设备出现了较大幅度的调整，下跌幅度也达到-12%以上。

4.2 十月配置建议：下降或能出现短期平稳

当然还是要列出我们目前的市场逻辑框架，这个在上个月的配置中已经做过详细的分析了，我们这里就不展开了，仅列出下图。

图 41：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，尽管逻辑相同，但是发生变化的是宏观周期的情况，可以看到目前已经越来越接近于小周期衰退的阶段了，因此去年持续至今的长期类滞涨情况，很可能在长期的宏观调控之后在四季度结束。不过值得一提的是，尽管这是我们更愿意看到的情形，但当下全面配置仍旧较早，主要原因是在于市场的底部往往来自于衰退的中后期，而目前仅仅能视为进入衰退的第一个月，所以市场的底部很可能在四季度末寻得。

最后，对于 10 月可能相对较为平稳，除了前面第一部分提到的国内主要数据的趋于平稳之外，9 月份的市场仍旧受到海外因素的压制是较为明显的，而从国庆期间海外包括美国的经济数据，以及欧债救助的进展来看，相对环比是有明显改善的，并且大宗商品上表现出的情绪也有一定改观。因此，海外问题在 10 月的改善将使得国内外整体的环境相加是相对较好的。

表 5：EFSF 规模扩大至 4400 亿后的各国出资额

国别	扩大至4400亿后的各国出资额			最终扩大至7500亿	
	出资额	占总额	人均出资额	出资额	占总额
奥地利	12241.43	2.78%	1464.86	21639.19	2.78%
比利时	15292.18		1423.71	27031.99	3.47%
塞浦路斯	863.09	0.20%	1076.68	1525.68	0.20%
爱沙尼亚				1994.86	0.26%
芬兰	7905.2	1.80%	1484.51	13974.03	1.79%
法国	89657.45	20.38%	1398.6	158487.53	20.32%
德国	119390.07	27.13%	1454.87	211045.9	27.06%
希腊	12387.7	2.82%	1099.9	21897.74	2.81%
爱尔兰	7002.4	1.59%	1549.97	12378.15	1.59%
意大利	78784.72	17.91%	1311.1	139267.81	17.86%
卢森堡	1101.39	0.25%	2239.95	1946.94	0.25%
马耳他	398.44	0.09%	965.65	704.33	0.09%
荷兰	25143.58	5.71%	1525.6	44446.32	5.70%
葡萄牙	11035.38	2.51%	1037.96	19507.26	2.50%
斯洛伐克	4371.54	0.99%	807.89	7727.57	0.99%
斯洛文尼亚	2072.92	0.47%	1009.51	3664.3	0.47%
西班牙	52352.51	11.90%	1141.75	92543.56	11.87%

资料来源：EFSF, 长江证券研究部

不过，海外好消息的提振仅能构成短期效用，随着衰退期的一步步确认，相信国内因素在四季度将会逐渐显示出越来越重的地位。

所以总体来说，我们认为 10 月份，特别是中旬的市场行情相对平稳和安静，可能会有小幅的反弹，但是参与性不强，比较大的干扰点在于出口数据的低于预期。

而从板块上来说，并不会有明显的领先，很可能是普涨的，**低估值的金融板块**可能会表现的相对较好一些，配置上较大的变化，在于**降低了房地产的配置权重**，另外持续关注**重卡**板块。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。

表 6：九月行业配置表

行业	建议评级	建议比重	主要逻辑
采掘	标配	7.77%	行业基本面向上支撑不足，但盈利调整尚未可见。
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	标配	5.49%	波段机会已过，量价齐跌担忧的开始。
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	3.96%	估值尚可。
黑色金属	标配	5.08%	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	3.59%	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	5.66%	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	28.45%	银行低估值对资产组合有一定缓冲。
农林牧渔	标配	2.57%	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	低配	2.90%	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： 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。