

风险因素“边际改善” 市场反弹有望延续

证券分析师：郭艳红
执业编号：S0360210030002
Tel：010-66500855
Email：guoyanhong@hczq.com
联系人：胡国鹏 钟青
Tel：010-66500819
Email：huguopeng@hczq.com

投资要点

各种风险因素“边际改善”，市场有望在11月份迎来反弹机会，但压制市场的深层次因素如出口、投资以及价格下行过程的业绩下滑未能有效缓解，同时从我们持续跟踪的货币、库存以及价格方面信号看，虽然正向良性方向发展，但未出现中期拐点信号，仍需等待。短期机会方面我们在9月份末《等待拐点(三)》中展望了10月份短期反弹机会，并准备了可能超跌反弹行业机会，主要集中在可选与周期股方面，目前正沿着该思路展开。

➤ **各种风险因素“边际改善”，市场有望在11月份迎来反弹。**负面因素出现“边际”改善，宏观经济微调预调的基调、小微企业财政金融支持、允许4地方发债以及融资平台新规缓解平台流动性担忧、增值税改革试点迈出了企业减负的关键一步、希腊债务减记以及EFSF杠杆化扩容使得欧债危机担忧缓，且市场近期跌幅巨大，又沐浴在政策暖风中，反弹有望在11月份延续。

➤ **行业超跌反弹机会。**短期行业机会方面，我们9月份末《等待拐点(三)》展望了10月份短期反弹机会，并准备了可能超跌反弹行业机会，目前正沿着该思路展开。行业配置层面：由于近期的市场反弹逻辑是政策的微调以及信贷的放松，在此背景下偏周期类行业较为收益，中期依然偏好可选消费类，例如受益于上游价格下滑的医药类特别是中药以及季调后产能有所扩张的汽车零部件。

➤ **深层次压制市场的因素仍未解决：出口、投资和价格下行过程的业绩下滑。**虽然政策出现结构性改善，但从紧基调依然维持，深层次问题并未有效解决。欧美经济放缓以及广交会惨淡反映出口下滑的趋势仍未止住；保障房基本开工以及房地产销量的下滑表明投资下滑的趋势刚刚开始；价格即将进入下行周期，下行周期中企业业绩将急速下滑。而政策仅能熨平周期而不能改变周期，结构性微调政策仅是防范经济“失速”风险。

➤ **货币、库存以及价格因素仍未出现中期拐点信号。**市场最大的乐观因素为我们在8月份提出的政策中性观察期得到确认，且有微调的举动，有效缓解了市场对经济失速下滑风险担忧。从8月份开始，我们追踪市场的3因素：资金、存货以及价格。从近期这3因素运行来看：资金依然偏紧，货币市场资金利率不时出现反复；库存方面出现了产成品积压的情形，显示了企业进入被动增库存阶段，随后必须经历去库存的痛苦过程；重要的原材料价格仍在下滑渠道中，目前依然看不到企稳的迹象。

目 录

一、各种风险因素“边际改善”，市场反弹有望延续.....	3
1、宏观经济政策微调预调确认.....	3
2、小微企业财税支持.....	3
3、地方政府融资平台担忧缓解.....	3
4、增值税改革试点迈出了关键的一步.....	4
5、希腊债务减记以及 EFSF 杠杆化扩容，欧债危机担忧缓和.....	4
二、行业超跌反弹机会.....	4
1、风险因素“边际”改善引起反弹.....	5
2、反转尚需等待.....	5
3、短期行业机会来自超跌反弹.....	5
三、深层次压制市场的因素仍未解决：出口、投资和价格下行过程的业绩下滑	7
1、出口下滑担忧未减.....	7
2、投资趋势性下滑刚刚开始.....	8
3、价格下行周期中的业绩加速下滑过程.....	9
四、货币、库存以及价格因素未出现中期拐点信号.....	10
1、库存：等待原材料库存回升的信号.....	10
2、货币：等待资金成本回落.....	11
3、价格：等待企稳回升.....	12
4、政策：属于外生变量，难以逆转周期.....	13

图表目录

图表 1 近期主要领导人近期表态.....	3
图表 3 大幅下滑阶段特征：14 次触底仅有 3 次接近估值下限.....	5
图表 4 大幅下滑后反弹中表现最好的 5 个行业.....	6
图表 5 反弹中表现良好行业：以可选和周期为主.....	6
图表 6 反弹中表现良好的大类行业.....	7
图表 7 出口下滑趋势明显.....	8
图表 8 部分城市 2011 年月均住房成交面积同比增幅.....	8
图表 9 价格下行周期中企业业绩也会下滑.....	9
图表 10 上市公司净利润继续下滑.....	9
图表 11 原材料继续去库存 产成品库存积压.....	10
图表 12 库存循环逻辑：目前属于被动增库存阶段.....	11
图表 13 工业企业正经历产成品库存积压阶段即被动增库存阶段.....	11
图表 14 临近月末，资金市场再度紧张.....	12
图表 15 钢材价格加速下滑刚刚开始.....	12
图表 16 主要原材料价格变动.....	13

一、各种风险因素“边际改善”，市场反弹有望延续

此前持续压制市场的因素出现了“边际”改善，温总天津考察确立了宏观经济微调预调的基调、小微企业财政金融支持政策有助于改善小微企业经营状况、允许 4 地方发债以及银监会关于融资平台新规缓解了融资平台流动性担忧、增值税改革试点迈出了企业减负的关键一步、希腊债务减记以及 EFSF 杠杆化扩容使得欧债危机担忧缓和，市场近期跌幅巨大，又沐浴在政策暖风中，反弹有望在 11 月份延续。

1、宏观经济政策微调预调确认

在判断经济即将确认下滑后，9 月份认为提出货币政策进入中性观察期的判断，温总理在 10 月 25 日天津滨海新区调研讲话表示，要适时适度进行政策预调和微调。这表明政府注意到了宏观经济运行中的一些结构性风险，例如中小企业的融资和经营困难问题、出口下滑风险以及地方政府债务问题等。宏观经济政策的基调表明：稳定物价总水平和巩固物价调控的初步成果依旧是首要任务，政策难以出现转向和全面宽松；但是解决结构性问题的政策微调预调是为了防止经济增长过快下滑，不至于出现“失速”的风险。

图表 1 主要领导人近期表态

主要领导人	活动	重要观点
温家宝	10 月 4 日温州考察	我国经济增长正在由政策刺激向自主增长有序转变，继续朝着宏观调控的预期方向发展。必须充分估计形势的复杂性和严峻性，保持清醒头脑，冷静观察、科学判断，及时、果断做出正确的政策选择。
李克强	10 月 11 日湖南考察	扩大内需、调整结构 是加快转变经济发展方式的重大任务和主攻方向，也是应对国际经济环境复杂多变形势的重要措施。
温家宝	10 月 12 日国务院常务会议	研究确定支持 小型和微型企业发展的金融、财税政策措施
温家宝	10 月 16 日广交会外贸座谈	要 保持出口政策的基本稳定 ，稳定政策预期，增强企业信心，使中国经济再上新台阶
温家宝	10 月 24-25 日天津调研	要 准确判断经济走势出现的趋势性变化 ，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调。
温家宝	10 月 29 日国务院常务会议	切实把握好宏观调控的方向、力度和节奏； 继续采取有力措施稳定物价总水平 ；坚定不移地搞好房地产调控；积极支持企业特别是吸纳就业和科技创新的小型、微型企业发展；促进对外贸易稳定发展； 努力办好涉及民生的事情

资料来源：人民网、华创证券整理

2、小微企业财税支持

小微企业是经济中最具活力的部门，在带动就业增长、技术创新以及制度改进方面发挥了重要的作用。但往往在经济政策从紧的环境下受到的抑制最重，年初以来的一系列紧缩政策再叠加劳动力、原材料成本的上升，小微企业的经营受到了严峻的考验。10 月 12 日国务院常务会议确定对小微企业的金融和财政支持，10 月 24 日银监会发布了《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》，对于小微企业信贷支持以及税收优惠的财政金融政策有助于小微企业健康成长。

3、地方政府融资平台担忧缓解

地方融资平台 2011、2012 集中到期，再加上年初政府对于融资平台的严厉措施，以及云南、上海爆发的债务问题，使得投资者对于融资平台的担忧不断加剧，这也是外部唱空中国经济

的主要逻辑之一。融资平台短期内面临的主要问题是流动性风险，“短债长投”所带来的债务期限错配使得部分地方融资平台的现金流不足以还本付息。财政部允许上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点，释放了一个不错的信号，这有助于解决融资平台的短期流动性风险。

10月24日银监会副主席周慕冰表示，**银监会的新政策将重点推进存量平台贷款的风险缓释和整改增信**，主要通过如下四点措施：

- 针对到期的平台贷款本息“一律不得展期和以各种方式借新还旧”的政策有明显松动，新政策允许“对原有限期安排不合理的贷款，在其满足担保抵押落实、合同补正到位等条件，根据现金流与还本付息实际匹配情况，经批准可适当延长还款期限或展期一次”。
- 针对今年6月新增贷款流向“四不贷原则”中的第三条“不再接受公益性资产作为抵押品放贷”进行了调整 – 新政策允许“凡是以公益性资产作为抵质押的平台贷款，应以合法的非公益性资产进行全额置换”。
- 针对“四不贷原则”中的第四条“不再接受以无合法土地使用权证的土地出让预期收入作为承诺放贷”进行了调整 – 新政策允许“凡是以政府承诺担保以及以无土地使用权证的土地出让收入承诺抵押的平台贷款，应及时追加合法有效的抵押担保”。
- 新政策再次强调要确保信贷资金集中用于在建生产经营性项目的续建和收尾，切实防止出现“半拉子”工程，促进项目尽快完成经济建成。

允许地方政府发债以及银监会对于地方融资平台的政策支持，将有效地支持融资平台的健康发展，平稳过渡，缓解了投资者的担忧。

4、增值税改革试点迈出了关键的一步

从政策角度讲，我们对信贷放松一直持负面态度，认为非常不利于中期拐点的出现，而一直期盼的政策是“新非公36条”实质性的细则出台，以及实质性减税措施，这有利于资金进入实体领域，有利于真正转型。近期看，小微企业减税措施属于毛毛雨，而增值税改革试点措施虽然也是此前税制的修补措施，但由于未来普及面更广，且利于调结构大方向，具有相对较大意义。

明年起上海等地开展深化增值税改革试点，先行在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展，条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点，是国家针对现行税负进行结构性减负的举措。这项政策虽然目前仅在上海的部分服务部门开展，是发展现代服务业鼓励措施，而且从中长期看，如果增值税改革全面铺开，将有助于经济成功转型。

5、希腊债务减记以及 EFSF 杠杆化扩容，欧债危机担忧缓和

从去年下半年开始，希腊债务危机就一直困扰着国际资本市场，特别是今年债务危机愈演愈烈，扩大到意大利、西班牙等，而且国际评级机构调降了希腊、意大利和西班牙的主权债务评级，无形中增加了还债成本。2011年10月28号，债务危机取得了新的突破，银行等私人部门让步，希腊债务减记50%，欲将2020年债务规模降至GDP的120%；以债务担保等形式将EFSF扩容至1万亿欧元。虽然这些措施尚有待于各国国会的审议通过，但救助计划最终逐步浮出水面，有效地缓解了投资者的担忧。且随着明年南欧国家债务到期规模的回落，欧洲债务问题对于市场的扰动逐步减弱，投资者后续担忧的是进一步财政紧缩引起的经济回落担忧。

二、行业超跌反弹机会

目前市场属于风险因素“边际”改善的反弹性质，压制市场的深层次因素依然未被完全消化或未被完全预期，需要继续等待中期拐点的信号。中期拐点源于资金、存货以及价格步入正循环效应，即货币市场资金下滑到4%-6%的水平、原材料出现补库存而产成品去库存以及重要原材料价格的企稳回升。行业配置层面：由于近期的市场反弹逻辑是政策的微调以及信贷的放松，在此背景下偏周期类行业较为收益，中期依然偏好可选消费类，例如受益于上游价格下滑的医药类以及季调后产能有所扩张的汽车零部件。

1、风险因素“边际”改善引起反弹

目前市场仍属于反弹性质，反弹源于此前压制市场的风险因素的“边际”改善：政策方面进入观察期并进行结构性微调预调；小微企业的财税支持政策；允许4地方政府发政府债券以及银监会的关于融资平台的新政策的重点推进存量平台贷款的风险缓释和整改增信；增值税改革试点；EFSF 杠杆化扩容以及希腊债务减记50%等。

2、反转尚需等待

市场目前并不具有反转的条件，一些深层次压制市场的问题仍未解决，例如出口大幅下滑的担忧、投资尤其是房地产投资趋势性滑落以及价格加速下行中企业业绩持续下滑的担忧，这些问题部分被市场预期但并没有完全预期。从我们持续追踪的3大因素来看，货币市场资金利率仍有反复，产成品库存出现了积压的情形以及价格仍在下滑渠道中并未企稳，市场并未迎来中期拐点。

3、短期行业机会来自超跌反弹

以下为我们9月份末《等待拐点三》中的原文，市场正沿着该思路演绎，短期行业机会可能来自以下方面。

等待市场反弹机会出现。短期市场的反弹机会来源于2个方面，首先是政策观察期拐点，准备金征缴范围扩大后，政策目前基本以公开市场操作和汇率调控为主，利率和准备金率政策位置显著后移；其次，基本面上货币、汽车以及地产迎来了同比底部，虽然我们认为同比回升可能性不大，但是从季度比较看，10月份前后三个月，很可能是货币供给、汽车以及地产销量同比底部区域，这使得短期反弹机会接近；

反弹中的行业选择：可选消费+周期。通过对2000年以来跌幅超过20%之后的14次反弹的梳理，采用wind4级行业分类标准，我们可以发现这14次反弹中，可选消费的广告、电影与娱乐以及医疗保健设备表现良好，周期品种中的黄金、贵金属与矿石、金属非金属以及煤炭与消费用燃料表现良好，多次取得了超额收益。

图表3 大幅下滑阶段特征：14次触底仅有3次接近估值下限

下跌阶段	跌幅	最低点估值	历史最低估值	是否接近估值下界
2001.6.14-2001.10.19	29.88	35.49	14.82	否
2001.12.4-2002.1.22	22.91	36.68	14.82	否
2002.6.28-2002.11.27	20.01	37	14.82	否
2003.4.15-2003.11.18	18.53	25.3	14.82	否
2004.4.5-2004.9.13	27.23	20.1	14.82	否
2004.11.23-2005.6.3	26.53	14.18	13.52	是
2007.10.31-2007.12.05	25.6	42	13.52	否
2008.1.15-2008.4.22	42.18	23	13.52	否
2008.5.7-2008.6.20	26.19	21.8	13.52	否

2008. 7. 30-2008. 11. 3	42. 56	12. 7	12	是
2009. 8. 6-2009. 9. 3	21. 02	21. 7	12	否
2010. 4. 15-2010. 7. 7	23. 25	14. 65	12	否
2010. 11. 9-2011. 2. 1	15. 69	16. 02	12	否
2011. 4. 22-2011. 6. 22	13. 16	13	12	是

数据来源: wind 华创证券

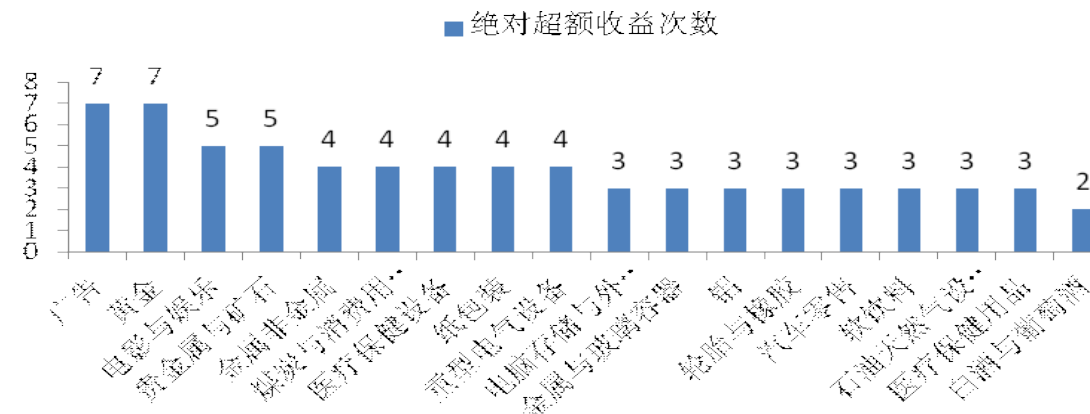
图表 4 大幅下滑后反弹中表现最好的 5 个行业

反弹最快行业	1	2	3	4	5
2001. 10. 19-2001. 11. 19	电影与娱乐	航空	广告	家庭用品	餐馆
2002. 1. 22-2002. 2. 22	摄影用品	投资银行业与经纪业	资产管理与托管银行	汽车零售	商业印刷
2002. 11. 27-2002. 12. 27	纸包装	餐馆	重型电气设备	西药	医疗保健设备
2003. 11. 18-2003. 12. 18	电影与娱乐	石油与天然气的储存和运输	纸包装	煤炭与消费用燃料	黄金
2004. 9. 13-2004. 10. 13	电影与娱乐	石油天然气设备与服务	半导体产品	电脑存储与外围设备	生物科技
2005. 6. 3-2005. 7. 3	有线和卫星电视	石油天然气设备与服务	重型电气设备	机场服务	白酒与葡萄酒
2007. 12. 1~2008. 1. 15	家庭用品	黄金	电影与娱乐	化肥与农用化工	农产品
2008. 4. 22~2008. 5. 09	水务	贵金属与矿石	投资银行业与经纪业	复合型公用事业	燃气
2008. 11. 4~2009. 1. 4	重型电气设备	休闲用品	电气部件与设备	黄金	通信设备
2009. 9. 1~2009. 9. 15	广告	轮胎与橡胶	金属非金属	生物科技	铝
2009. 10. 1~2009. 10. 26	电影与娱乐	煤炭与消费用燃料	金属非金属	房地产开发	轮胎与橡胶
2010. 7. 06~2010. 9. 30	贵金属与矿石	金属非金属	软饮料	黄金	航天航空与国防
2011. 2. 1~2011. 4. 22	特种化工	金属与玻璃容器	建材	住宅建筑	纸制品
2011. 6. 24~2011. 7. 28	广告	纸包装	软饮料	黄金	白酒与葡萄酒

数据来源: wind 华创证券

图表 5 反弹中表现良好行业: 以可选和周期为主

单位: 次

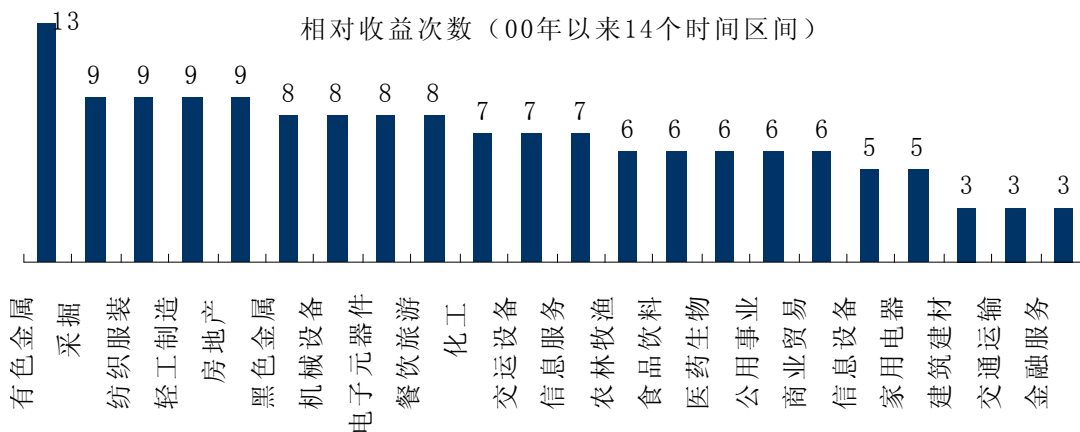


数据来源: wind 华创证券

注: 14 次反弹, 每次取表现优异的前 10 名处理所得

图表 6 反弹中表现良好的大类行业

单位：次



数据来源：wind 华创证券

注：14次反弹，每次取表现优异的前10名处理所得

行业配置层面：由于近期的市场反弹逻辑是政策的结构性微调以及信贷的放松预期，在此背景下偏周期类行业较为收益，中期依然偏好可选消费类，例如受益于上游价格下滑的医药类以及季调后产能有所扩张的汽车零部件。

三、深层次压制市场的因素仍未解决：出口、投资和价格下行过程的业绩下滑

虽然政策出现结构性改善，但从紧基调依然维持，压制市场的深层次问题并未有效解决。欧美经济放缓以及广交会惨淡反映了出口下滑的趋势仍未止住；保障房基本开工以及房地产销量的下滑表明投资下滑的趋势刚刚开始；价格即将进入下行周期，下行周期中企业业绩将急速下滑。而政策仅能熨平周期而不能改变周期，结构性微调政策仅是防范经济“失速”风险。

1、出口下滑担忧未减

从今年二季度开始，进出口贸易尤其是出口就呈现出不断下滑的趋势，尤其是对欧美的出口下滑比较明显。由于美国经济长时间的低速增长以及欧洲财政进一步紧缩引起的经济增长下滑担忧，广交会参会商的下滑以及订单的萎缩也显示出口受到考验，再加上贸易保护主义的再次抬头，未来我国出口将受到较大的冲击。

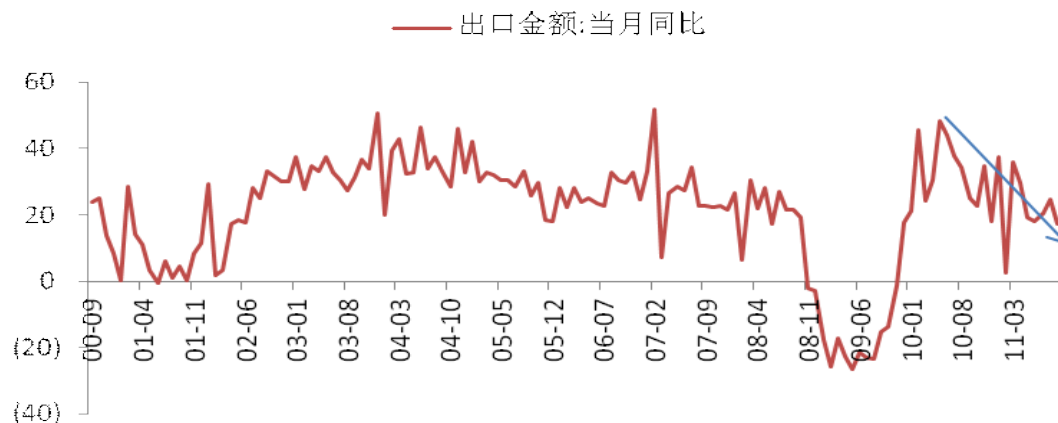
- **欧美经济低迷，出口受到抑制。**金融危机后，随着刺激政策的退出，目前依然处于消化刺激政策成本阶段，在欧美表现为债务问题，在新兴国家则表现为通胀问题。欧美债务危机则要求欧美采取财政紧缩政策，而这则加剧了经济增长的担忧，此外目前难以找到新的经济增长点，而欧美作为我国主要的贸易伙伴，其需求的下滑必然会使国内的出口面临挑战。
- **广交会惨淡，反映未来出口将继续下滑。**10月27日，第110届广交会二期结束，本期主要展出日用消费品类、礼品类以及家具装饰品类。据轻工商会提供的数据，截至25日，轻工商会成交总额为48.6亿美元，比去年同期增长7.1%。受当前欧美经济疲软影响，本届对欧美成交比上届均有所下降，对欧洲下降6.1%，对美国下降7.4%。而对亚洲和非洲国家和地区出口却分别增长16.3%和10.2%。从企业反馈情况看，轻工传统出口市场欧美采购商下单较为谨慎，大单长单少，仅占10%左右，短单小单多，占50%左右，中单占40%左右；新兴市场如中东及南美采购商增长较快，但是新兴市场订单总量偏小，不足以弥补欧美市场减少的订单。总体看，由于外需不振，企业普遍面临订单不足的问题。这显示出未来1-2个季度出口继续下滑的趋势仍难以扭转。
- **贸易保护主义抬头加剧出口难度。**在全球经济增长缓慢的情形下，贸易保护主义不断上升且形式多样。首先，在美国经济复苏缓慢、失业率居高不下的情形下，人民币汇率则

成为美国国内利益集团和政治势力转嫁矛盾的借口，成为中美经贸关系中的紧张因素。10月11日，美国参议院通过了《2011年货币汇率监督改革法案》。该法案的核心是判定贸易伙伴汇率是否被操纵以及是否提供了出口补贴，矛头直指人民币汇率。其次，新兴市场国家通过提高进口关税等手段来限制进口，例如巴西9月16日宣布将汽车进口税率上调30%等。

- **PMI 数据显示未来出口仍将疲弱。**物流与储备协会公布的10月份 PMI 新出口订单指数为48.6%，比上月回落2.3个百分点，回落到50以下，显示了出口开始萎缩，未来1-2个季度出口依然疲弱的态势目前难以改变。

图表 7 出口下滑趋势明显

单位：%



数据来源：wind

2、投资趋势性下滑刚刚开始

我们在三季度提出投资趋势性缓慢下滑的判断，目前基本上得到了市场的认可。展望四季度，保障房对冲效应减弱，多重紧缩政策的同向叠加导致房地产销售下滑显著，这将直接带动未来房地产投资增速下行。预计四季度到明年上半年投资增速下滑幅度将放大，四季度由于受到三季度资金来源增长的支撑，预计下滑幅度不会过深，预计压力最大的时间窗口可能在明年一二季度。

- 保障房截止9月底完工98%，四季度基本没有增量的提升。
- 多重紧缩政策的同向叠加冲击下，房地产销售加速下滑，这将影响到预售回款速度，从而危机未来房地产投资增速。进入十月，楼市成交持续走低，多数城市十月周均成交较上年同期大幅下降，“旺季不旺”的现象明显。
- 资金面方面：从当前的情况看，三季度资金来源同比增速23%，二季度为18%，虽然资金来源增速总体上仍小于投资增速，预示着四季度房地产投资仍将处于下滑趋势。

图表 8 部分城市 2011 年月均住房成交面积同比增幅

单位：万平方米

城市	10月周均成交面积	去年10月周均成交面积	同比增幅
北京	14.5	25.2	-42.2%
上海	20.2	42.3	-52.2%
天津	18.0	26.2	-31.3%
深圳	3.9	11.2	-65.0%
广州	16.8	41.6	-59.5%
南京	10.2	17.8	-42.9%
成都	11.6	26.9	-56.9%

福州	2.3	7.0	-67.4%
长沙	9.9	42.1	-76.4%
三亚	0.8	1.0	-18.2%
苏州	13.6	17.7	-23.1%
厦门	7.1	4.7	53.3%
贵阳	8.8	12.4	-29.1%
东莞	12.9	12.5	3.0%
惠州	6.2	9.2	-32.5%
温州	1.1	1.1	-1.8%
包头	7.4	12.3	-39.6%
重庆	33.7	65.7	-48.7%
杭州	5.5	9.6	-43.2%
武汉	28.0	29.1	-3.6%
海口	2.7	2.5	11.0%
兰州	2.6	2.7	-3.4%
昆明	9.7	11.2	-13.1%
哈尔滨	5.8	6.8	-14.4%
宁波	3.7	6.5	-42.9%
汕头	0.9	2.9	-67.9%
徐州	16.4	20.3	-19.2%
扬州	1.9	7.0	-73.0%
连云港	6.6	11.6	-43.3%
舟山	1.8	3.5	-49.6%
蚌埠	3.0	5.1	-41.7%

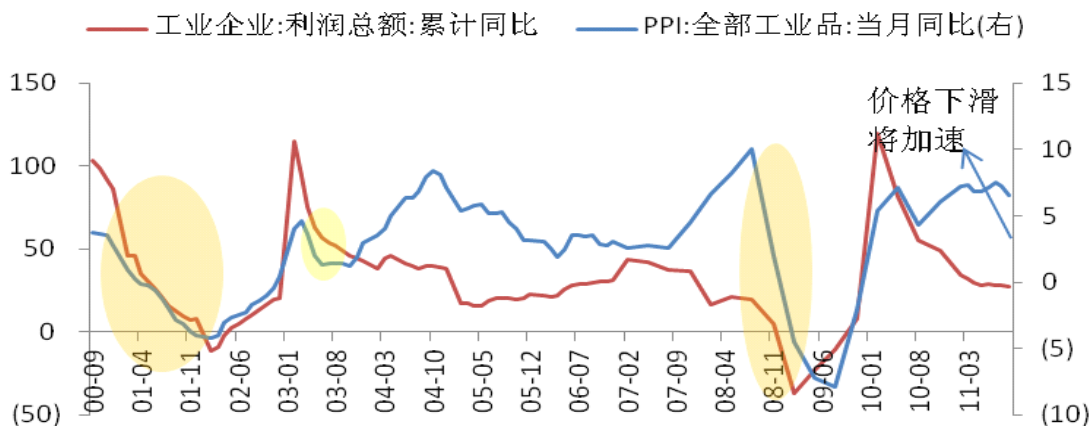
数据来源: CREIS 中指数据、fdc.soufun.com

3、价格下行周期中的业绩加速下滑过程

企业业绩的下滑首先来源于需求水平的下滑,年初以来持续的紧缩政策目前正在集中释放效果,需求端包括投资、出口都出现了下滑的趋势,需求下滑的进一步后果是价格的下滑,从而企业的需求端面临量价齐跌的局面。而伴随着价格下行,企业打折促销活动日益增多,而此阶段正是企业业绩加速下滑的过程,我们认为该阶段应该在明年1季度左右。

图表 9 价格下行周期中企业业绩也会下滑

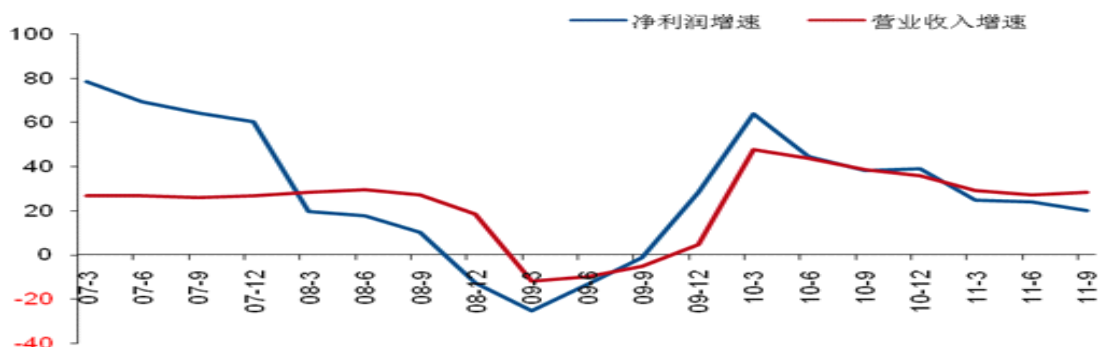
单位: %



数据来源: wind

图表 10 上市公司净利润继续下滑

单位：%



数据来源: wind

四、货币、库存以及价格因素未出现中期拐点信号

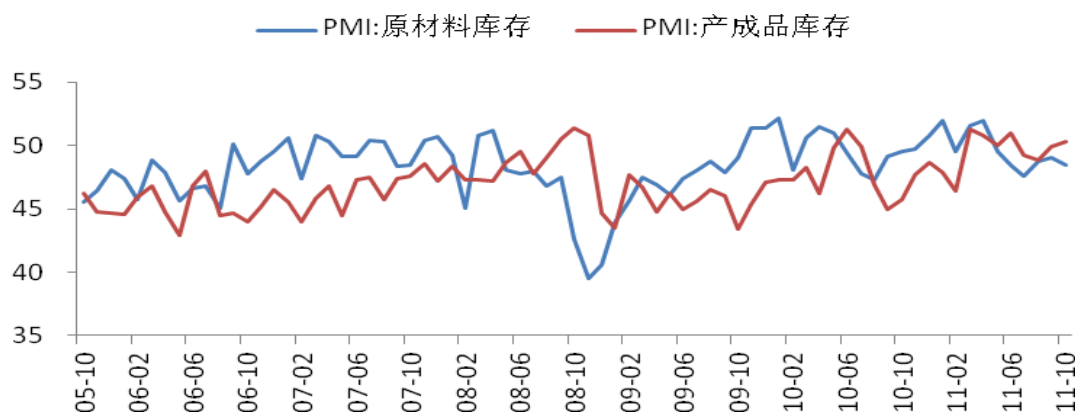
市场最大的乐观因素为我们在 8 月份提出的政策中性观察期得到确认，且有微调的举动，这有效的缓解了市场对经济失速下滑风险担忧。从 8 月份开始，我们提出了追踪市场的 3 因素：资金、存货以及价格。从近期这 3 因素运行来看：资金依然偏紧，货币市场资金利率不时出现反复；库存方面出现了产成品积压的情形，显示了企业进入被动增库存阶段，随后必须经历去库存的痛苦过程；重要的原材料价格仍在下滑渠道中，目前依然看不到企稳的迹象。

1、库存：等待原材料库存回升的信号

- **PMI 显示原材料库存继续回落，产成品积压。** 物流与储备协会公布的 10 月份 PMI 西分数据来看，原材料库存继续小幅回落至 48.5%，而产成品继续积压上升至 50.3%，显示了终端需求不旺，目前产成品处于消极增库存阶段。上游原材料价格近期出现了大幅回落，而厂商依然没有选择补原材料库存，显示了需求端异常疲弱。目前原材料去库存以及产成品被动增库存的组合属于库存周期中比较糟糕的情形，暗示经济未来将进一步下滑。随着需求水平的进一步滑落，伴随着打折促销的出现，产成品开始被动去库存。

图表 11 原材料继续去库存 产成品库存积压

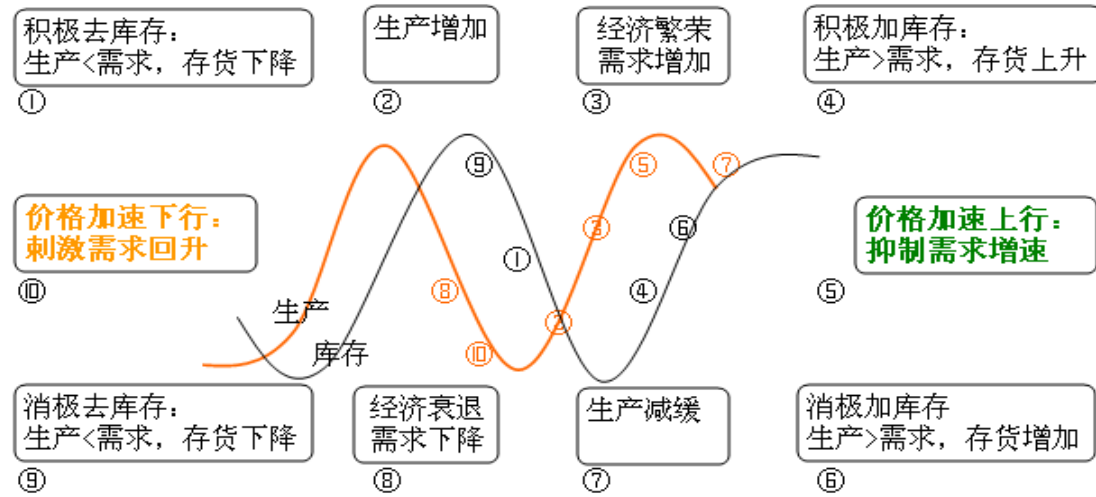
单位：%



数据来源: wind

- **工业企业产成品出现积压。** 从最新统计局公布的工业企业经济效益来看，工业企业利润继续下滑，产成品库存继续上升，出现了产成品积压的情形，企业出现了消极加库存的状况。由于需求水平的下滑，企业的产品出现了滞销，产成品出现了积压，库存提升。而随着经济进一步下滑和需求继续回落，必须打折促销，经历去库存的痛苦，才会迎来业绩回升“春天”。

图表 12 库存循环逻辑：目前属于被动增库存阶段



数据来源：华创证券

图表 13 工业企业正经历产成品库存积压阶段即被动增库存阶段

单位：%



数据来源：wind

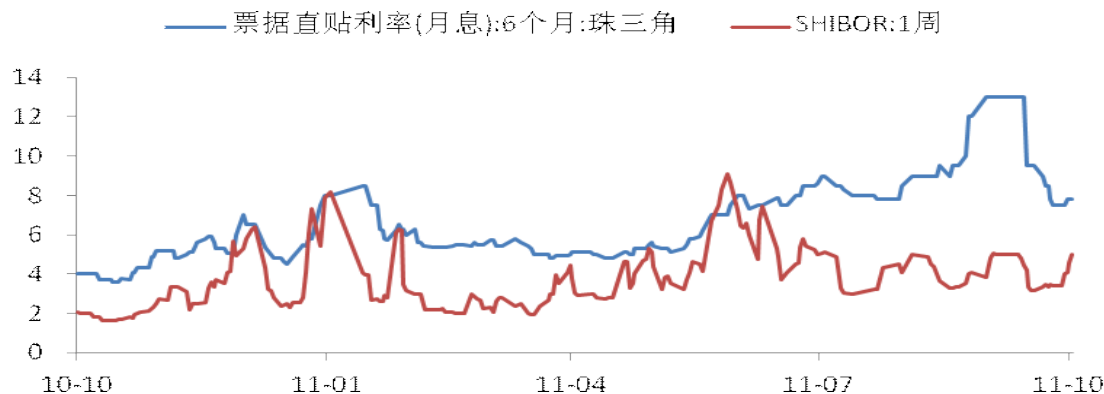
2、货币：等待资金成本回落

- **总量不变的条件下货币将继续抑制。**短期看，近期经济下滑可能超出管理层预期，后续出现信贷微调的可能性在增加，以防止经济下滑过快，这有利于缓解短期资金紧张局面，我们维持 8 月份预期，资金需求最紧张的局面可能在 3 季度已经出现，但后续偏紧状况将持续较长时间。
- **政策趋向在于结构微调，货币回归的总趋势难以逆转。**目前管理层对于货币政策大基调并未不变，仅是结构性微调，在信贷总量控制的前提下微调的效果有待继续观察，效果可能微小。而一旦信贷总量有所放松，例如将全年的新增贷款放宽到 7.5 亿，那么 11、12 月份的增量资金将有改观，市场反弹持续的时间将会延长。从中期看，一方面经济活跃度不断降低，货币流动速度将进一步缩减，且 08 年以来的大量信贷仍处于持续回收期，我们应该可以看到 M2/GDP 峰值在今年出现，否则将带来更大通胀问题，货币继续回归的趋势难以逆转。
- **货币市场资金利率出现反复。**临近月末，由于存贷比考核等因素，货币市场资金再度出现了紧张的情况，一周 shibor 利率接近 5%，票据贴现利率也从 7.5% 回升至 7.8%，这显示了资金面依然偏紧。特别是在特殊时点，有上冲的迹象，如果从企业直接融资的情形考察票据直贴利率回升 4%-6% 的区间内，则企业的资金成本将会大幅下行，有利于业绩的改善，从而资本市场也将有持续的机会，目前尚需等待。

- **等待房地产去库存和投资增速继续下滑。**从历史经验看，流动性改善，实际利率的下行与两大关键因素相关，即投资增速下滑与去库存，目前看尤其是房地产去库存，而当前情况看，房地产投资以及大的项目投资的挤出效应仍很明显，资金占用较多。在保障房无增量贡献、房地产销售萎缩，以及制造业投资将缓慢下滑的情况下，预期明年 1 季度可以看到投资下滑相对较快。

图表 14 临近月末，资金市场再度紧张

单位：%



数据来源: wind

3、价格：等待企稳回升

- **cpi 将趋势性地回落到 6 以内。**价格上升周期在一系列紧缩政策叠加下已是强弩之末，目前处于下行周期中，目前有加速滑落趋势。根据 10 月前三周食品价格数据，测算出 10 月 CPI 食品环比上涨 0.3%，较 9 月回落 0.8 个百分点，维持我们之前 CPI 同比增速有望回落到 5.5% 的判断，CPI 将趋势性地回落到 6 以内。
- **主要原材料下滑的趋势仍未结束。**从上游重要原材料来看，目前正处于加速回落的过程，钢材上周由于铁矿石价格的下降加速下滑，主要有色金属铜、锌、镍等也处于下降通道中，而这些重要原材料价格的企稳，将是需求见底的重要信号，一旦出现企稳信号，证券市场将有积极的表现。
- **价格持续下滑为中期拐点带来希望。**从价格与实体的关系看，在价格突破一定水平后，体现出欣欣向荣的特征，但从价格与实体关系看，价格对需求的抑制作用也不断加大，去年 10 月份之后便呈现出繁荣或过热迹象，同时也是需求即将见顶的信号，近期开始的各类价格的下滑对后续需求的重启带来希望。

图表 15 钢材价格加速下滑刚刚开始



数据来源: wind

图表 16 主要原材料价格变动

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

主要原材料	7 月份以来价格变动	8 月份以来价格变动	9 月份以来价格变动
铜	-20%	-23%	-19%
铝	-2%	-9%	-5%
铅	-8%	-13%	-9%
锌	-12%	-17%	-11%
锡	-3%	-11%	-6%
镍	-16%	-22%	-15%
钢铁	-3%	-4%	-2%
塑料	-9%	-6%	-1%
橡胶	-2%	-1%	0

数据来源: wind

4、政策：属于外生变量，难以逆转周期

政策变量属于外生变量，宏观经济政策的微调可以平缓周期但不能改变周期的方向，目前宏观政策总的基调依然是从紧取向，只是不继续增强紧缩力度，结构性的微调主要是为了防止经济“失速”风险，使经济增长平稳下滑，实现“软着陆”。

策略组分析师介绍

郭艳红：策略组组长，策略高级研究员，西南财经大学硕士研究生，07年供职于平安证券，09年供职于华创证券

胡国鹏：策略研究员，西南财经大学硕士研究生，2010年供职于华创证券

钟青：策略研究员助理，对外经济贸易大学硕士研究生，2009年供职于华创证券

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558