

纠结的政策，震荡的市场

报告要点

■ 工业超预期不改实体衰退看法

最新的 9 月工业增加值出现超预期反弹，不仅与 GDP、PPI 以及 M1 的矛盾，本身甚至是超季节性的上行。但我们认为并未改变经济进入小周期衰退的看法，一方面三个月的移动平均仍是向下的，另一方面，库存的同时上升，说明企业的扩产并不是需求引致的，仅仅是与 PMI 对应的企业家预期有一定改善，所以持续性将非常有限，没有实质性大幅度放松的情况下，高库存将压制生产扩张的高度。

■ 要“看多”不能仅停留在政策预期上

对 11 月的行情：第一，10 月的反弹又是政策预期的推动，但相比 6 月，确实是有改善中期结构问题的政策，如增值税，小微企业等等，但**这些与传统意义的政策放松差别很大，与短期行情实质的相关性小**；第二，如果没有出现准备金率下调或者信贷达到 7000 亿/月以上的规模，我们并不定义为是拐点性的政策放松，不会促发参与性的反弹看多行情，而小于这一定义的传统放松，只会延缓经济下滑的趋势，对中期都非常不利；第三，11 月市场应以震荡为主，上旬仍存在政策想象的空间，但伴随更多数据的出台，基本面的纠结状态可能再度占据上风。

■ 中游带动库存继续累积

虽然由库存同比与工业增加值同比数据来看，当前经济处在主动补库存阶段，但考虑到最新的工业增加值同比的回升有部分去年同期节能减排压力下的低基数因素，我们倾向于认为当前为被动补库存阶段。当前的库存回补有两方面因素，其一，从行业所处库存周期阶段的差异来看，占工业企业库存比重较高的中游行业需求仍然较弱；其二，从领先指数 PMI 的两个库存分项指标来看，原材料库存开始回升，一般来讲，原材料库存是领先于产成品库存变化，原材料价格回落下的库存增加是工业企业库存向上的动力之一。

■ 11 月行业配置建议

我们认为 11 月整体以震荡为主，从板块上来说，并不会有明显的领先，上涨可能也是普涨的，关注重卡、券商、保险、低端零售。主题方面，继续看好传媒主题。

相关研究

《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：超预期经济数据的困惑	5
衰退判断不改	5
工业增加值与基本面的分歧	6
增加值反弹持续值得谨慎	7
2 行业库存跟踪——中游主导库存继续积压	8
五大行业跟踪：库存上行明显	9
中游多数属于需求弱勢的库存积累	9
上下两端仍有一些已经主动去库存	10
3 流动性与市场供需	11
3.1 货币市场资金	11
3.2 股票市场供需情况	13
3.3 市场板块资金流动	15
4 十一月投资策略	18
4.1 十月市场回顾	18
4.2 十一月月配置建议：要“看多”不能仅停留在政策预期上	18

图表目录

图 1: 战术经济周期宏观经济数据更新	5
图 2: 货币增速以及金融机构新增贷款	5
图 3: 主要行业工业增加值同比较上月增减 (%)	6
图 4: 轻工业与重工业工业增加值同比变化	7
图 5: 钢材日度产量及同比	7
图 6: 工业增加值同比与库存同比反映的库存周期	8
图 7: 汇丰 PMI 的反弹	8
图 8: 五大类行业库存变化	9
图 9: 电气机械及器材制造业	9
图 10: 有色金属冶炼及压延加工业	9
图 11: 塑料制品业	10
图 12: 橡胶制品业	10
图 13: 纺织服装、鞋、帽制造业	10
图 14: 造纸及纸制品业	10
图 15: 农副食品加工业	10
图 16: 饮料制造业	10
图 17: 通用设备制造业	11
图 18: 医药制造业	11
图 19: 皮革毛皮羽毛及其制品业	11
图 20: 煤炭开采和洗选业	11
图 21: 交通运输设备制造业	11
图 22: 仪器仪表及文化办公用机械制造	11
图 23: 货币市场公开市场净投放/回笼情况 (亿元)	12
图 24: 货币市场利率走势	12
图 25: 债券市场融资额变化 (亿元)	12
图 26: 债券融资结构 (%)	13
图 27: 月度解禁情况	14
图 28: 7 月份市场板块资金 (近 20 日)	15
图 29: 近 5 日市场板块资金净流向	16
图 30: 近 20 日资金净流入量前 20 的个股	16
图 31: 近 5 日资金净流入量前 20 的个股	17
图 32: 十月市场行业涨跌幅情况 (%)	18
图 33: 中期市场判断的自上而下逻辑演绎	19
图 34: 政策周期与经济周期的对比	19
图 35: 信贷额的情景假设	21

表 1: 月度股票市场发行情况.....	13
表 2: 审核通过尚未发行的前 20 大公司	14
表 3: 十一月行业配置表.....	21

1 经济基本面：超预期经济数据的困惑

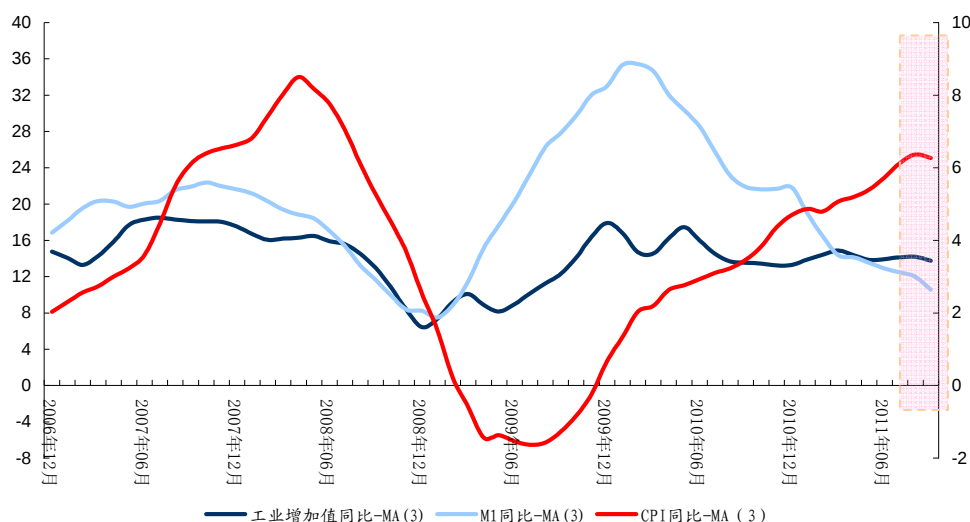
首先还是对本月的宏观周期做一定的总结，应该来说这个月的宏观数据是存在一定分歧和超预期的部分，主要的矛盾集中在工业增加值的反弹，同时 GDP、发电量、PPI 等数据却又下滑明显。工业增加值一直以来都是我们宏观周期中最主要的指标，而在上个月的月报中我们也已经认为经济已经开始向小周期衰退过渡，所以超预期的波动相当重要。在这个部分我们主要围绕它探讨三个问题：第一，本次的反弹会不会改变我们进入衰退的判断；第二，如何解释这个数据的超预期；第三，工业的反弹能否具有可持续性。

衰退判断不改

对于第一个问题，尽管本月出现了工业增加值的反弹，但是我们并不认为这影响了进入小周期衰退的判断，这主要有两个方面的原因。

第一，我们通过工业增加值和 CPI 所作出的宏观周期判断，往往采用的是三个月的移动平均值，为的就是防止单月的波动值过大，因此，从这个角度来说，单个月份的反弹还难以改变工业增加值同比已有的趋势。

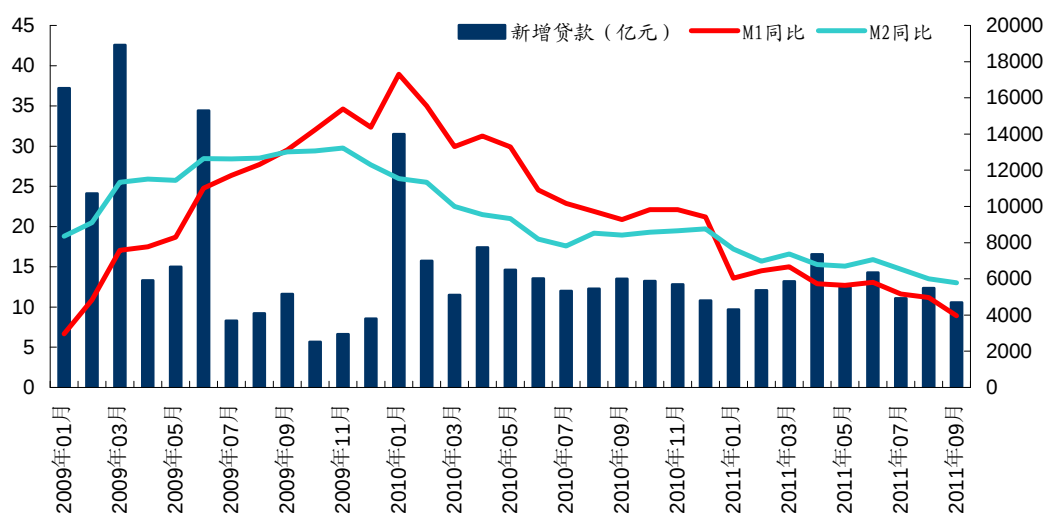
图 1：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

第二，在宏观周期中还有一个流动性的辅助指标，M1 同比，尽管抛开 GDP 的低预期，发电量的同比弱势不看，仅从辅助工业增加值的 M1 同比这一指标来看，也依旧处在下降通道中，所以这不能改变我们判断经济继续往下的趋势，综合这两点，我们仍旧认为小周期衰退将会继续。

图 2：货币增速以及金融机构新增贷款



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

工业增加值与基本面的分歧

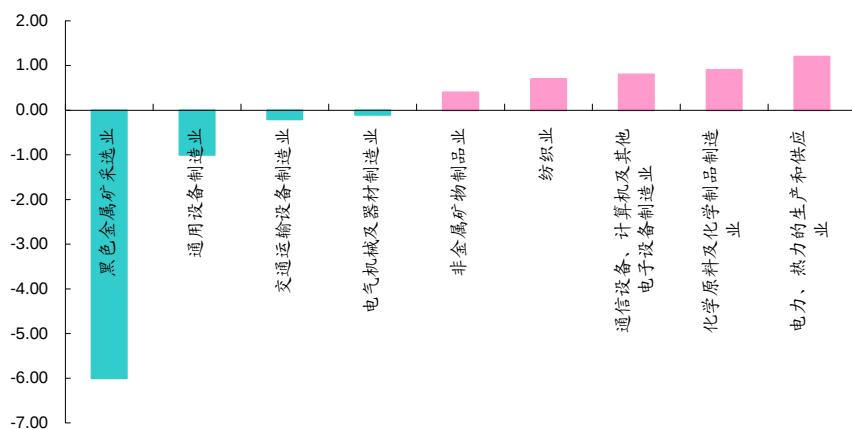
对于其与其他数据之间的矛盾并没有太好的解释,但是我们仍旧试图发现一些相对靠谱的原因。

首先从分行业上来看,存在一些行业下半年积极完成全年投资额的冲动,如增长较快的**通信设备**。从已经公布的占工业增加值总量比重较高的几个行业来看,各行业的工业增加值同比增减变化趋势存在较大差异。

其中工业增加值同比较上月增加的行业包括电力热力的生产和供应业、化学原料及化学制品制造业、通信设备计算机电子设备制造业、纺织业、非金属矿物制造业;工业增加值同比较上个月下降的行业包括黑色金属矿采选业、通用设备制造业、交通运输设备制造业以及电气机械以及器材制造业。

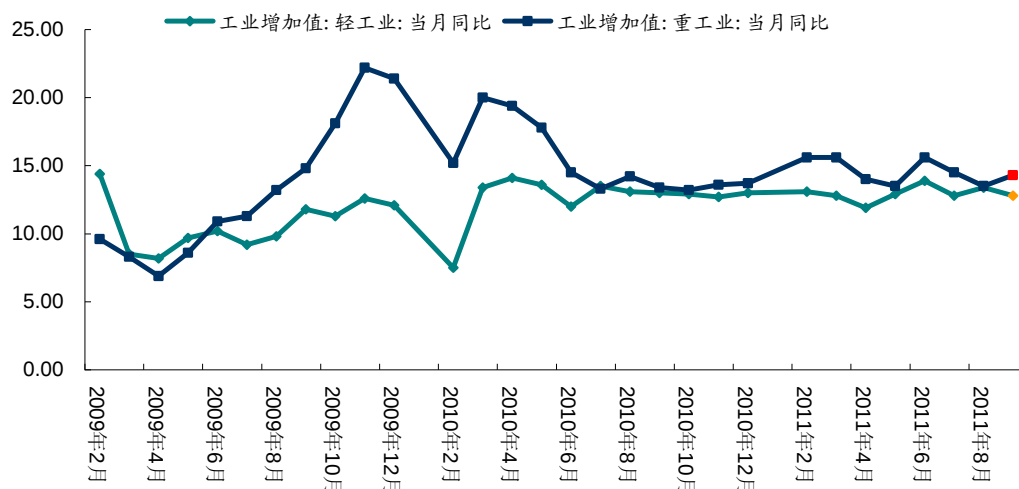
从轻工业与重工业的增加值同比来看,最新轻工业的工业增加值同比是回落的,由 13.4%降至 12.8%;重工业的增加值同比是回升的,由 13.5%升至 14.3%。

图 3: 主要行业工业增加值同比较上月增减 (%)



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究所

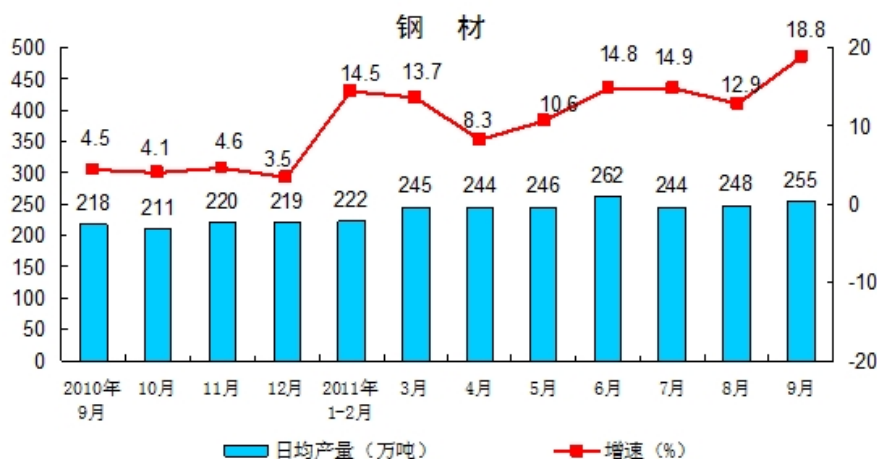
图 4：轻工业与重工业工业增加值同比变化



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

其次，还有部分是由于去年“节能减排”造成的行业低基数，如钢铁产量，尽管整体工业增加值基数并不低。去年9月，钢铁产量由8月的6968.31万吨降至6542.41万吨，钢铁同比同样表现为大幅度下降，由8.74%降至0.06%。而当前，虽然由于下游需求弱势的传导，钢材产量已有所回落，但由于今年的节能减排力度明显弱于去年，钢材产量回落的幅度是非常微弱的。这导致从同比数据上来看，钢铁产量上涨的幅度是非常大的。统计局公布的钢材日度产量由上月的12.9%升至18.8%。

图 5：钢材日度产量及同比



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

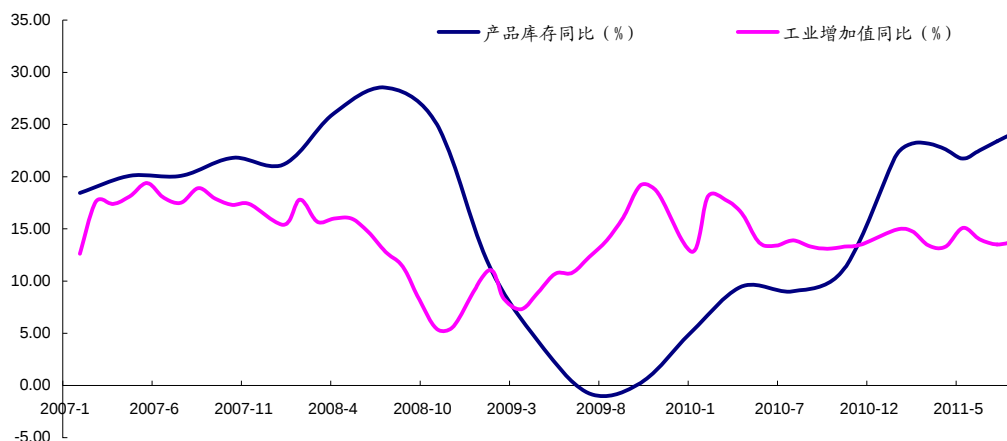
增加值反弹持续值得谨慎

尽管我们不能完全解释最新工业增加值的反弹，但是对于反弹的持续性问题，我们认为短暂的可能性很大。

在论及生产扩张的持续性时，最关键的还是源头在哪里。**最新的生产扩张并不是需求驱动的**

行为，仅仅是企业家预期改善的增加，库存的压力决定反弹的力度和空间都有限。从 10 月份的公布的最新库存来看，也继续出现了一定的反弹，这恰好揭示了工业生产之后的流向，部分扩张的产品并不是被需求所消化，而是成为了继续堆积的产成品库存。

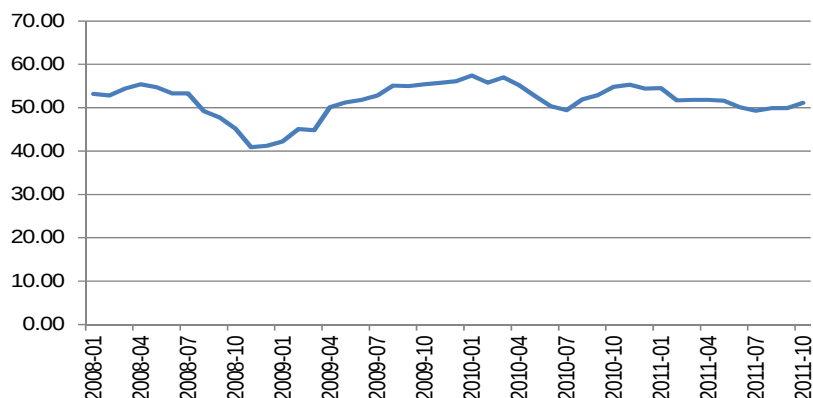
图 6：工业增加值同比与库存同比反映的库存周期



资料来源：CEIC，长江证券研究部

一方面，从更能反映企业家心理预期的 PMI 的反弹来看，我认为这是企业家预期改善所带来的扩产，非真实需求推动的。另一方面，目前的库存已经是很高的水平，如果没有大的实质政策刺激，那么需求起色的可能性很小，高库存的压制将完全限制工业继续的扩张，所以我们并不认为这是一个有一定持续性的工业扩张。

图 7：汇丰 PMI 的反弹



资料来源：CEIC，长江证券研究部

2 行业库存跟踪——中游主导库存继续积压

根据统计局最新公布的工业库存数据，最新同比增长 24.2%，较上月上涨 0.82%，上月为 23.38%。最新工业增加值同比 13.8%，较 8 月上涨 0.3%。虽然由库存同比与工业增加值同比数据来看，当前经济处在主动补库存阶段，但考虑到最新工业增加值同比的回升有部分去年同期节能减排压力下的低基数因素，我们倾向于认为当前为被动补库存阶段。

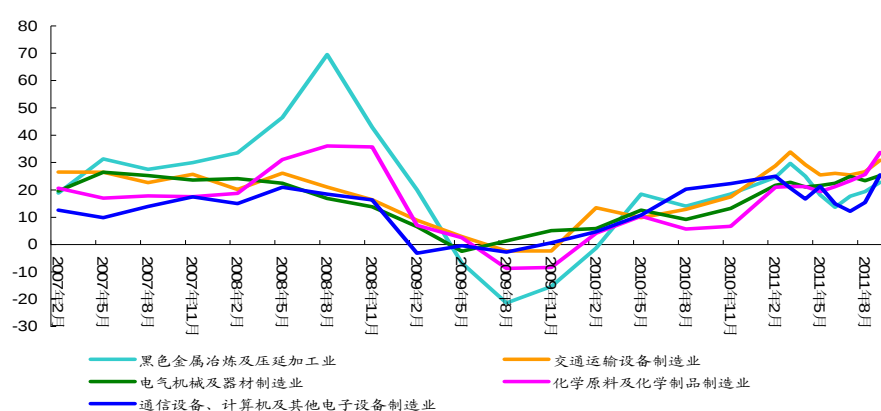
当前的库存回补有两方面因素，其一，从行业所处库存周期阶段的差异来看，占工业企业库

存比重较高的中游行业需求仍然较弱；其二，从领先指数 PMI 的两个库存分项指标来看，原材料库存开始回升，由 8 月的 48.8 升至 49，虽有积极变化，但指数仍在 50 以下。工业企业原材料购进价格 PPIRM9 月份半年来首次降至 10% 以下，为 9.96%，原材料价格水平的大幅回落可能增加企业补库存的动力。一般来讲，原材料库存是领先于产成品库存变化，原材料价格回落下的库存增加是工业企业库存向上的动力之一。

五大行业跟踪：库存上行明显

从库存占比最大的五个行业的最新库存同比变化来看，除电气机械及器材制造业以外，其它四个行业的库存同比均继续上涨，贡献了工业企业整体库存上涨的动力。

图 8：五大类行业库存变化

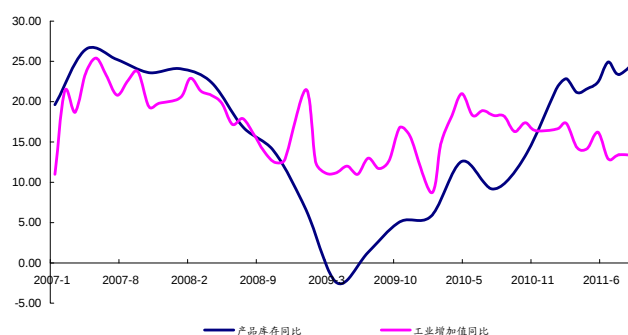


资料来源：CEIC，长江证券研究部

中游多数属于需求弱勢的库存积累

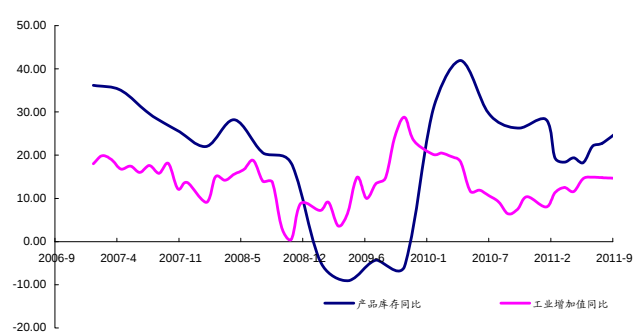
上月，在我们所考查的 39 个工业行业中，有 15 个行业处于产出下降、库存回升的被动补库存阶段。其中包括多数的中游制造业和部分消费类行业。从这最新的库存周期变化来看，一小部分中游制造业在高库存压力下开始转向主动去库存，而对于大多数中游制造业来讲，其仍处于需求不足的被动补库存阶段。

图 9：电气机械及器材制造业

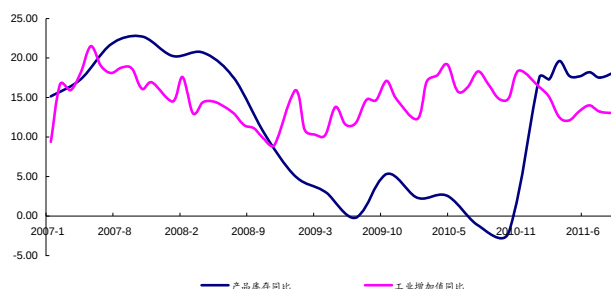


资料来源：CEIC，长江证券研究部

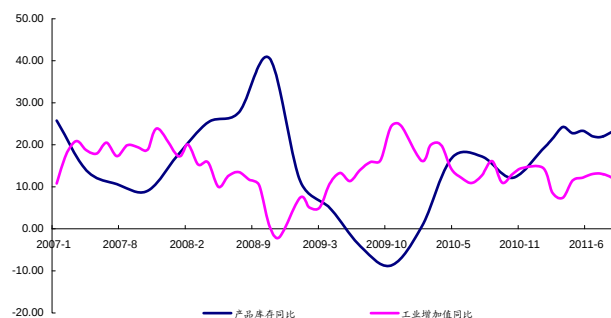
图 10：有色金属冶炼及压延加工业



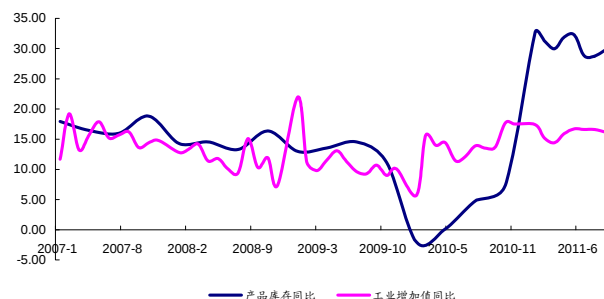
资料来源：长江证券研究部

图 11: 塑料制品业


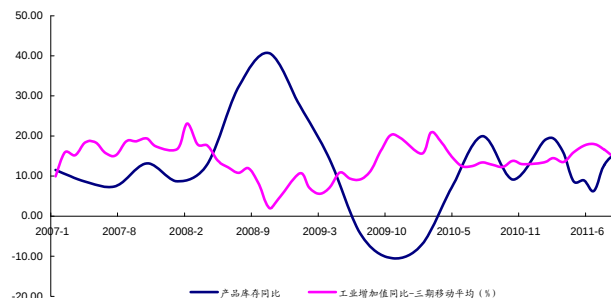
资料来源：长江证券研究部

图 12: 橡胶制品业


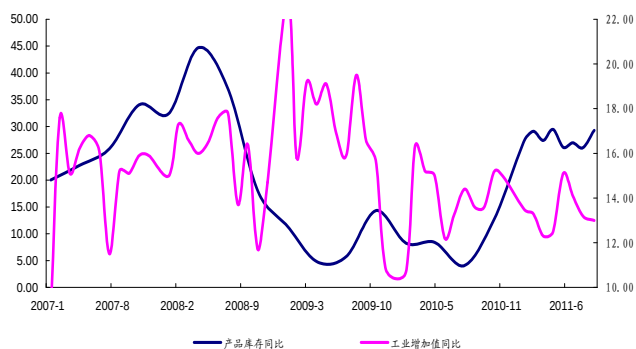
资料来源：长江证券研究部

图 13: 纺织服装、鞋、帽制造业


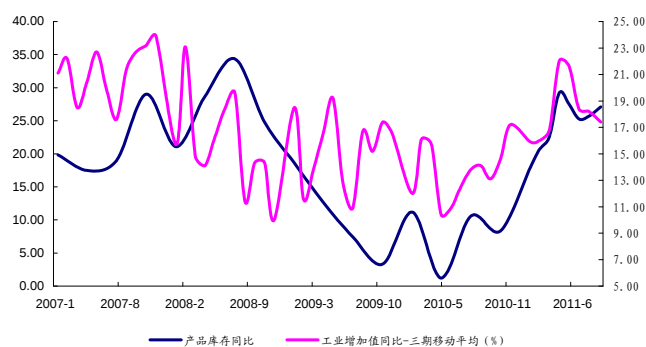
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 14: 造纸及纸制品业


资料来源：长江证券研究部

图 15: 农副食品加工业


资料来源：长江证券研究部

图 16: 饮料制造业


资料来源：长江证券研究部

上下两端仍有一些已经主动去库存

上月，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。由于下游需求并没有出现明显起色，这些行业的库存同比继续累积。

而对于上月处在被动补库存的低景气度阶段的中游制造业来讲，其中部分行业已经开始主动减少产出以降低库存压力。包括通用设备制造业、医药制造业以及废弃资源和废旧材料回收加工业。处于主动去库存阶段的还有交通运输设备制造业、煤炭开采和洗选业、仪器仪表及

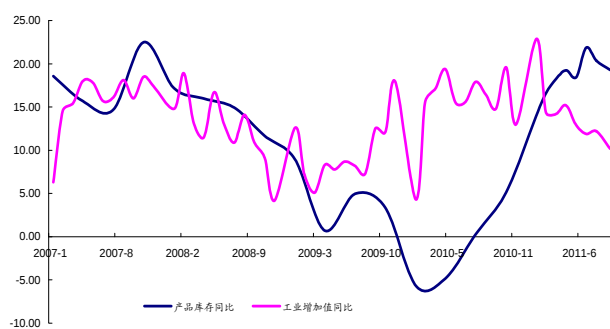
文化办公用机械制造、皮革毛皮羽毛及其制品业。

图 17: 通用设备制造业



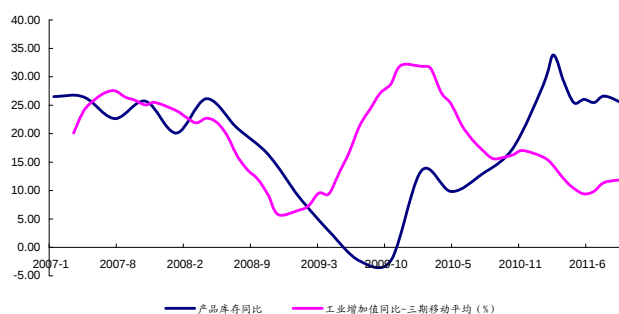
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 19: 皮革毛皮羽毛及其制品业



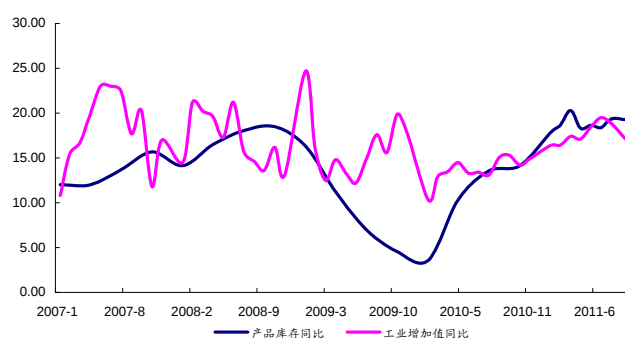
资料来源: 长江证券研究部

图 21: 交通运输设备制造业



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 18: 医药制造业



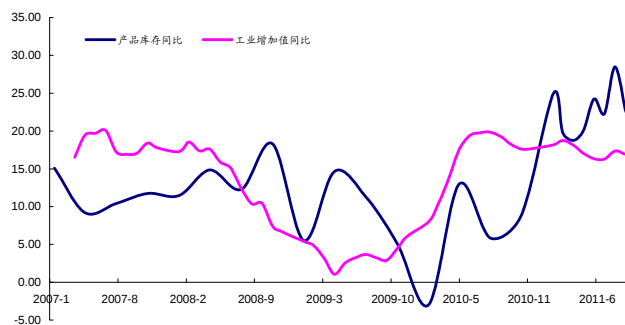
资料来源: 长江证券研究部

图 20: 煤炭开采和洗选业



资料来源: 长江证券研究部

图 22: 仪器仪表及文化办公用机械制造



资料来源: 长江证券研究部

3 流动性与市场供需

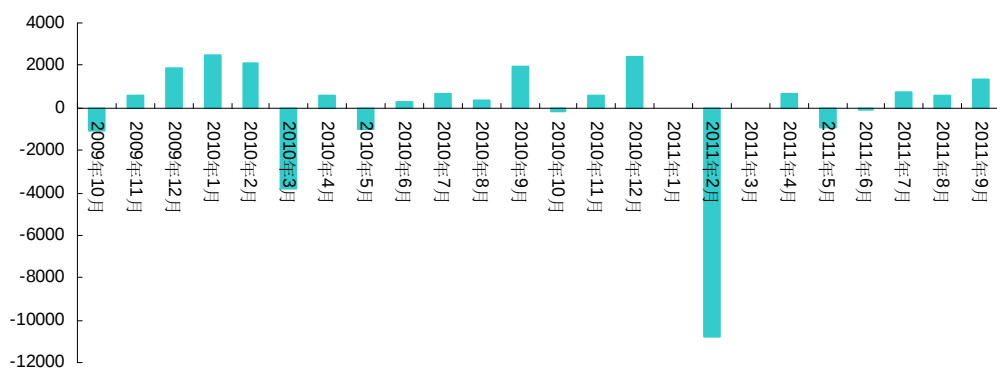
3.1 货币市场资金

最新的央行资金的净投放较7、8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,最新的货币净投放量有所回落,显示货币政策较去年仍然偏紧,尽管政策层面已经透露出微调的意图,但是具体落实还有待时日。

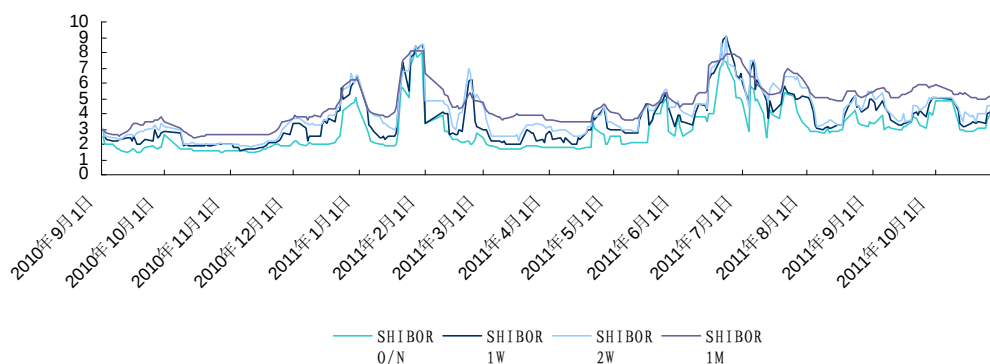
从银行间拆借利率来看,市场对于央行货币政策的预期有所变化,各期限的拆借利率都有所抬头,流动性可能在较短的时间内难以改善。

图 23: 货币市场公开市场净投放/回笼情况 (亿元)



资料来源: wind, 长江证券研究部

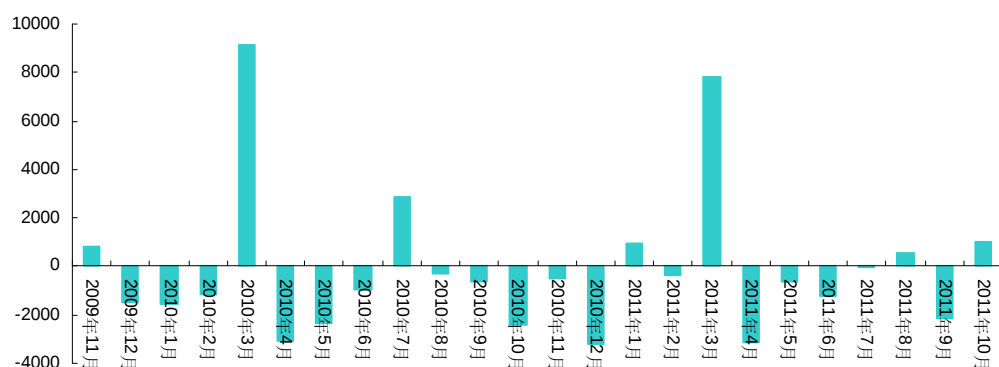
图 24: 货币市场利率走势



资料来源: wind, 长江证券研究部

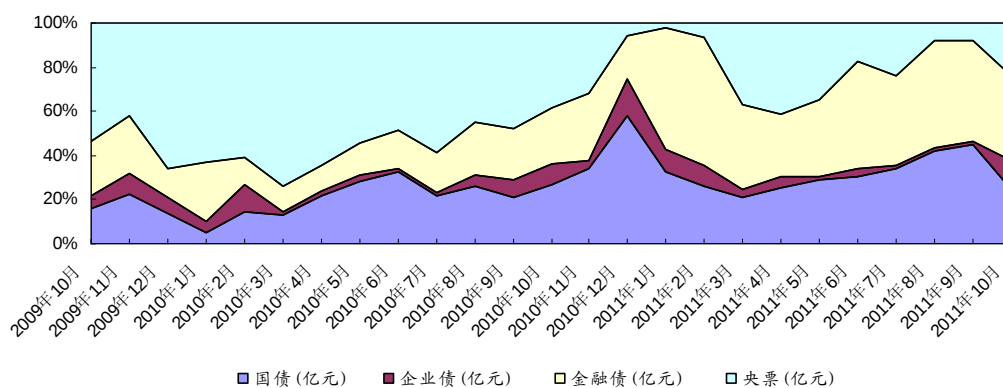
10月份债券融资额小幅回升了,去年10月同期的债券融资额却有大幅下降。目前,融资成本的高企仍然在抑制债券融资的需求。从结构上看,公司债和央票的占比有所扩大,国债、金融债的占比则有所回落。

图 25: 债券市场融资额变化 (亿元)



资料来源：wind，长江证券研究部

图 26: 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

10月份股市融资额有所下降，这与近期股市的低迷是相关的，9月份低迷的股市让上市公司不敢轻易的进行增发与配股。

表 1: 月度股票市场发行情况

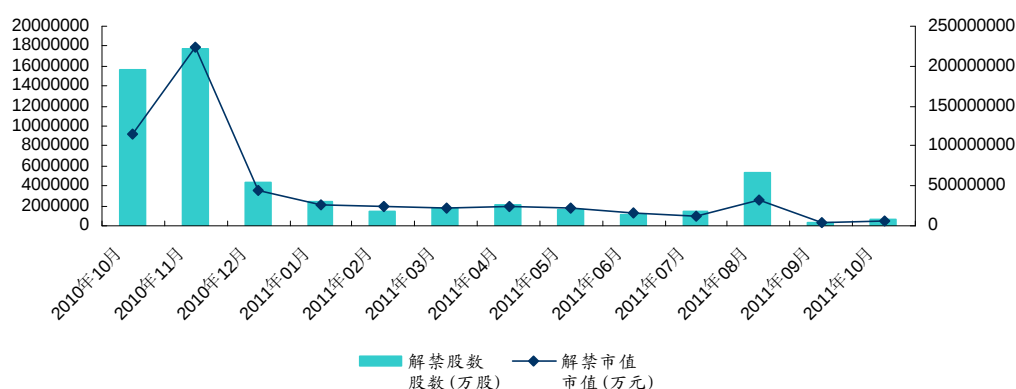
日期	首发 公司 家数	首发 实际募集资金 总额(万元)	增发 公司家数	增发 实际募集资金 总额(万元)	配股 公司家数	配股 实际募集资金总 额(万元)
2011-10	15	103.5004	4	61.44968	0	0
2011-09	21	278.181	15	281.949	0	0
2011-08	23	261.5565	15	372.337	0	0
2011-07	20	114.3808	19	518.1221	1	174.8781
2011-06	26	133.7273	15	259.2377	1	3.172505

2011-05	27	249.0549	16	285.6102	0	0
2011-04	23	225	17	424.9698	3	112.3479
2011-03	27	251.9697	19	973.1407	2	5.780697
2011-02	26	243.7674	10	266.1766	1	6.425753
2011-01	35	409.416	14	135.307	5	97.88704
2010-12	35	391.4227	34	725.6341	2	10.74461
2010-11	29	342.8795	14	264.9115	4	822.5711

资料来源: wind, 长江证券研究部

在解禁规模上, 10 月解禁股份数量和解禁市值规模与 9 月份相当。

图 27: 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, 有中国交通和陕煤两大航母级别的股票。在市场景气度不高的时候, 上市动力受到削弱。

表 2: 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
江苏凤凰出版传媒股份有限公司	2011-10-24	主板	50900	276157	上海
西安隆基硅材料股份有限公司	2011-7-25	主板	7500	137032	上海
浙江奥康鞋业股份有限公司	2011-9-23	主板	8100	102236	上海

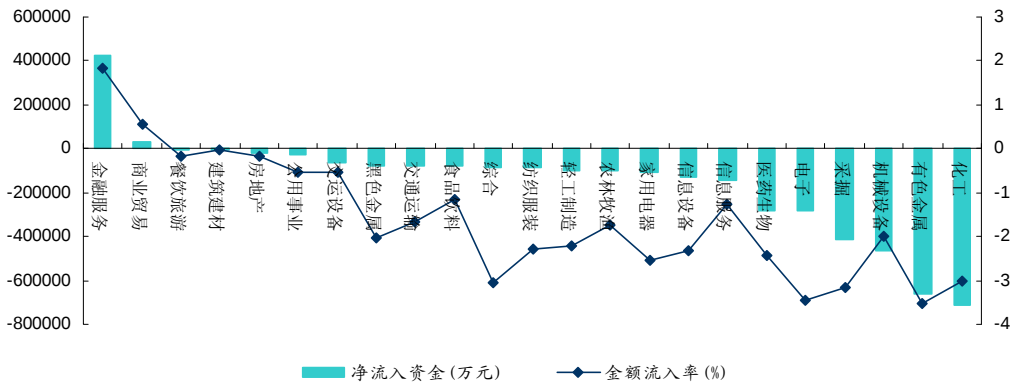
遵义钛业股份有限公司	2008-4-29	中小企业板	5500	99980	深圳
永高股份有限公司	2011-7-29	中小企业板	5000	81400	深圳
浙江卫星石化股份有限公司	2011-10-12	中小企业板	5000	76254.67	深圳
青海互助青稞酒股份有限公司	2011-10-19	中小企业板	6000	49229.6	深圳
东莞勤上光电股份有限公司	2011-10-26	中小企业板	4683.5	46343.33	深圳
木林森股份有限公司	2011-7-27	中小企业板	4385.25	42631.82	深圳
金安国纪科技股份有限公司	2011-9-7	中小企业板	7000	40956	深圳
浙江宏磊铜业股份有限公司	2011-10-26	中小企业板	4223	38910	深圳
福建雪人股份有限公司	2011-10-19	中小企业板	4000	38000	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
江西西林科股份有限公司	2011-3-15	创业板	3333.4	31400.08	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
温州宏丰电工合金股份有限公司	2011-8-19	创业板	1771	29909.03	深圳

资料来源：wind，长江证券研究部

3.3 市场板块资金流动

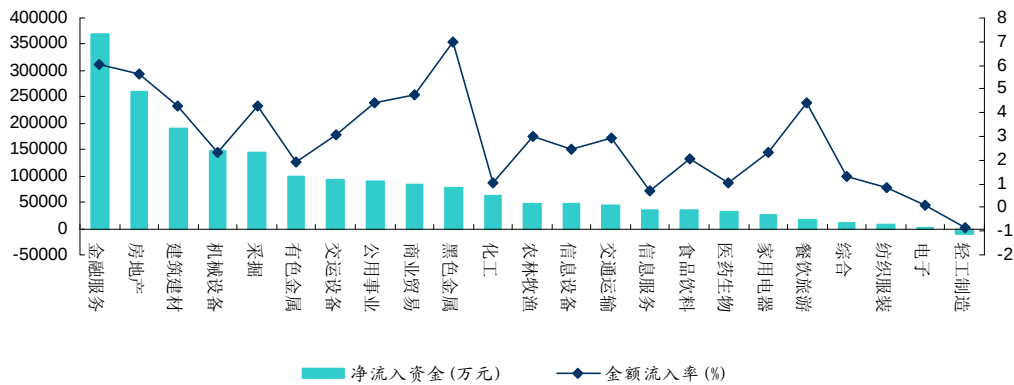
本月市场板块的资金流动仍然以流出为主，金融服务和商业贸易呈现资金净流入之外，其他板块皆为资金净流出。但是近 5 日的资金流动多呈现出净流入的情况，这也与上周股市五连阳的情况是相符合的。

图 28：7 月份市场板块资金（近 20 日）



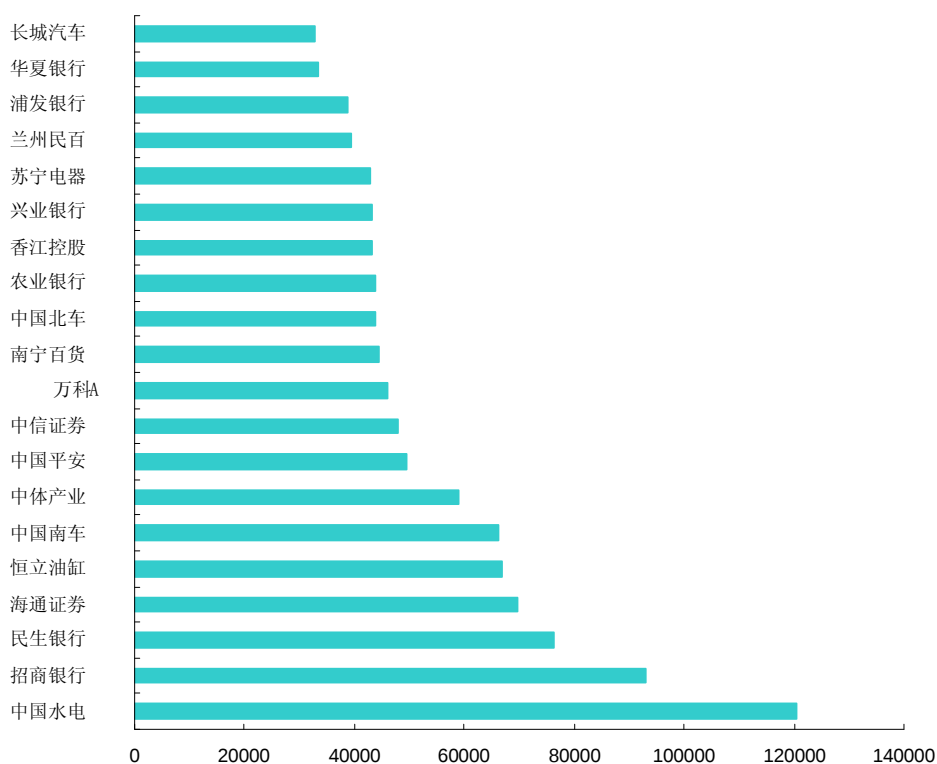
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 29: 近 5 日市场板块资金净流向



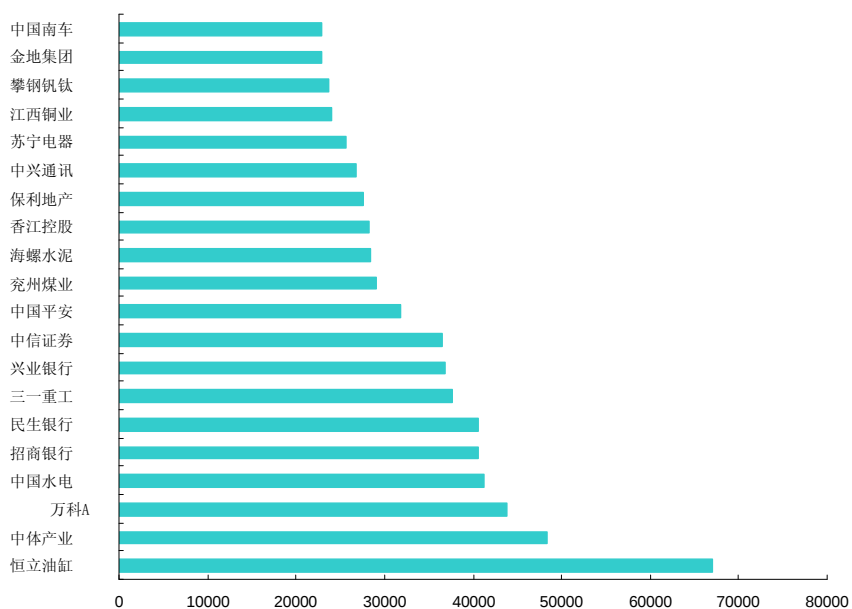
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 30: 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 31：近 5 日资金净流入量前 20 的个股

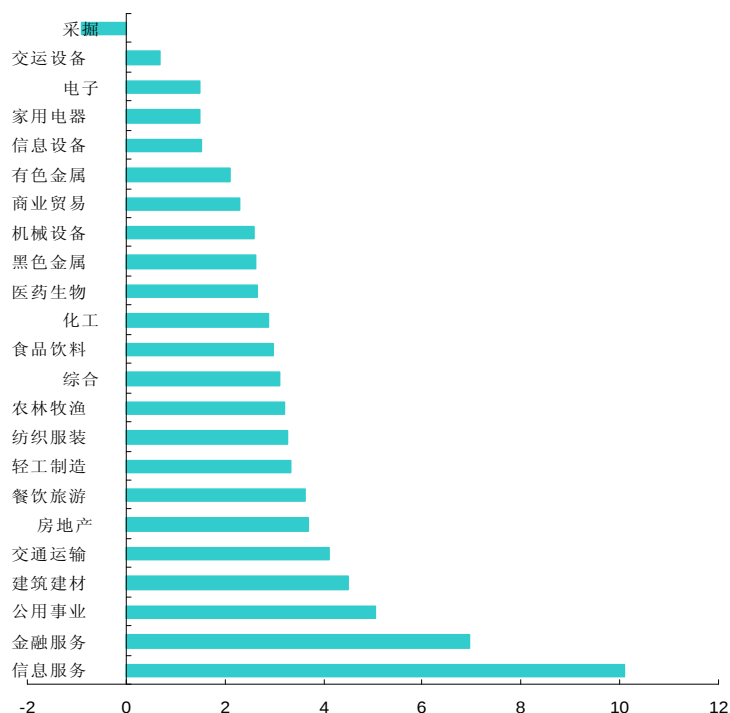


资料来源：wind，长江证券研究部

4 十一月投资策略

4.1 十月市场回顾

图 32: 十月市场行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

在 9 月对于 10 月的资产配置报告中, 我们重点看好的板块集中在券商、银行、低端零售以及重卡, 相对不看好的为机械设备与建筑建材。

从实际表现来看, 上月市场整体有一定的反弹, 大部分行业均以上升为主。我们看好的行业中, 金融服务表现较好, 排名第二, 交通运输设备也表现较好, 排名第五, 但商贸涨幅相对靠后。

我们不看好的机械设备涨幅相对较弱, 仅有不到 4% 的涨幅, 但建筑建材表现较好。

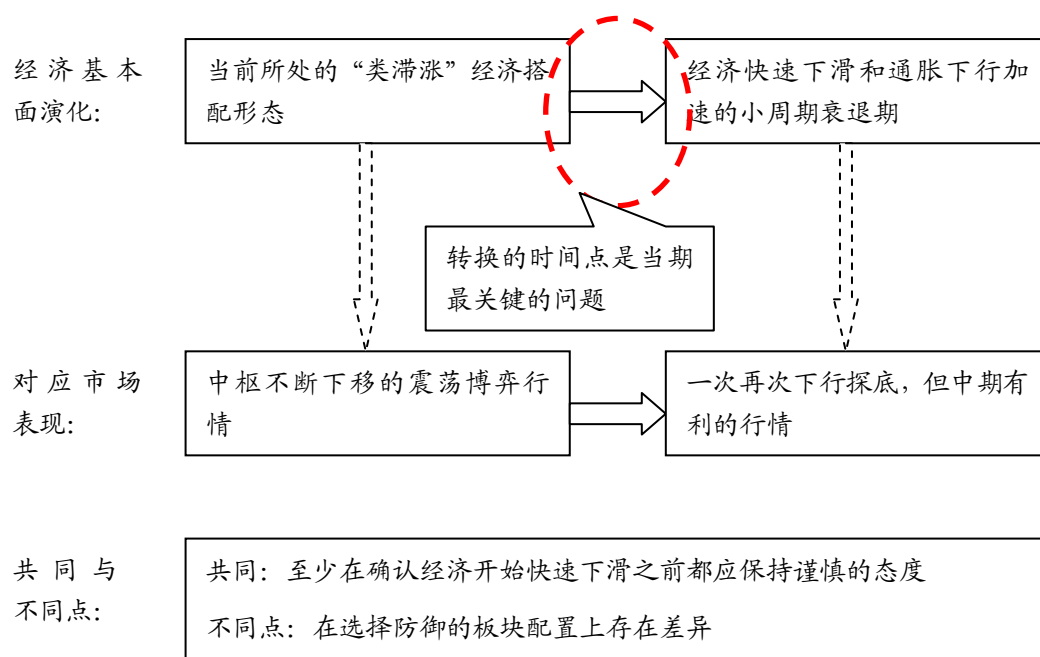
4.2 十一月月配置建议: 要“看多”不能仅停留在政策预期上

在第一部分我们已经一定程度上阐述了本月原有逻辑上遇到的困扰, 一方面来自宏观数据上出现的诸多背离, 这点前面论述的比较多, 但从根本上来说, 我们更为担心的是政策面在经济和通胀刚显拐头的情况下, 就开始出现放松和扰动, 这才是影响四季度“衰退期”中迎来中期底部的判断的核心。

对此, 我们总体的观点是: 1. 放松性的政策干扰对于原有观点的杀伤是很大的, 真的出现的话, 尽管不会改变经济向下趋势, 但是时间会进一步拉长, 中期其实不利市场; 2. 目前的政策仍旧集中在解决中期中问题上, 言之为放松尚早; 3. 当前政策面仍旧停留在预期的改善上, 这样的局面不足以支撑看多, 必须要明确的货币信号, 这主要有两个, 一是降低存款准备金

率，二是每月信贷超过 7000 亿。

图 33：中期市场判断的自上而下逻辑演绎

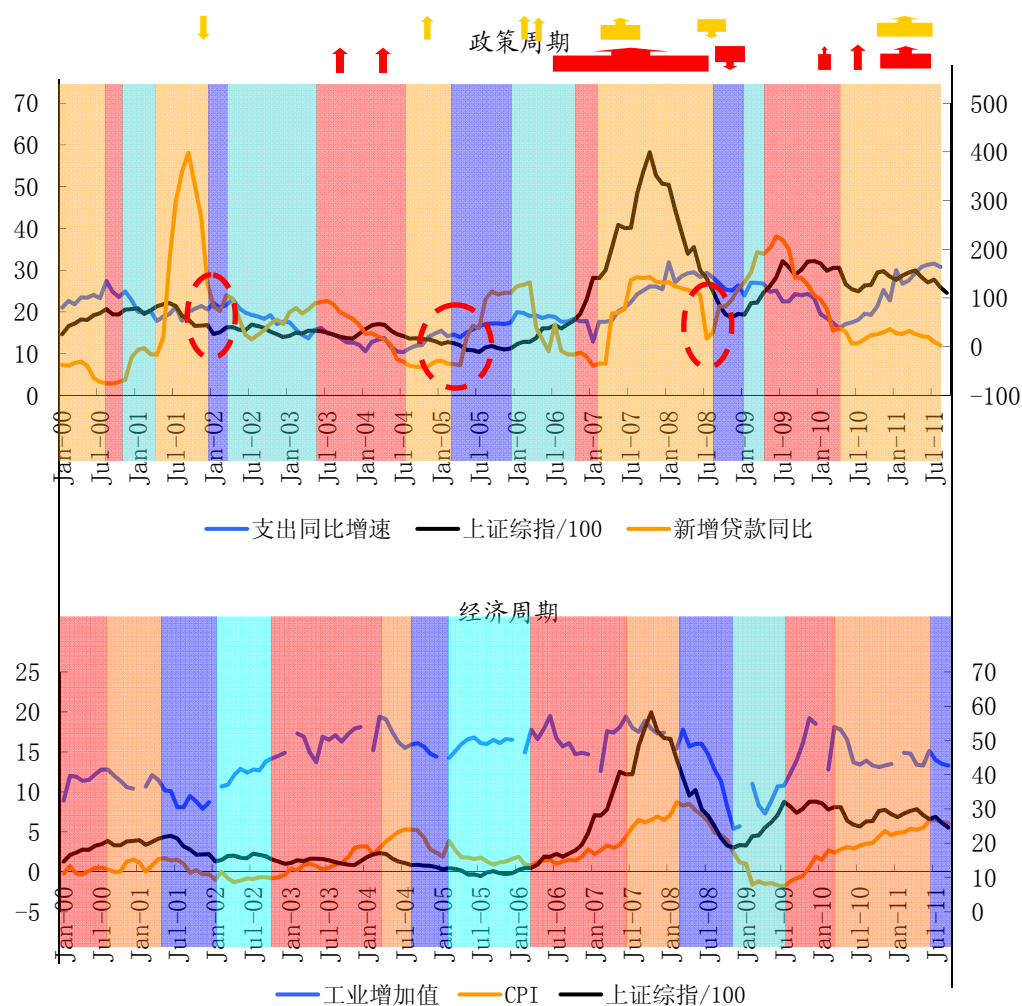


资料来源：长江证券研究部

首先，从我们传统上跟踪的政策周期而言，在此刻如果政策选择放松也已经是处在了可能的范围，这提供了警惕这一风险的必要。在之前介绍方法论的报告中，已经多次提到，政策周期相对于宏观经济周期而言，存在滞后性，所以我们看到针对衰退的政策周期（宽财政+宽货币）往往会在宏观经济进入小周期衰退之后出现，这表明的主要就是一片规律，货币政策转向是在 CPI 趋势见顶之后出现的。

在下图中，我们已经看得非常清楚，针对衰退的财政、货币组合，或者说以“新增信贷同比增速+准备金率或利率”衡量的货币政策拐点，全部出现在经济进入小周期衰退之后，即 CPI 同比开始趋势性向下。而在上个月的月报中，我们已经明确的提到，9 月是经济衰退的第一个月，所以从这个角度来看，货币的放松真的是需要警惕的。

图 34：政策周期与经济周期的对比



资料来源：长江证券研究部，浅蓝色表示复苏、深红色表示繁荣、橘色表示滞胀、深蓝色表示衰退，红色箭头表示准备金加/减，黄色箭头表示利率加/减。

并且，中期的底部往往和货币政策底部有较好的对应性，这在过去的三轮周期中都得到验证，所以不得不考虑货币转向的问题。

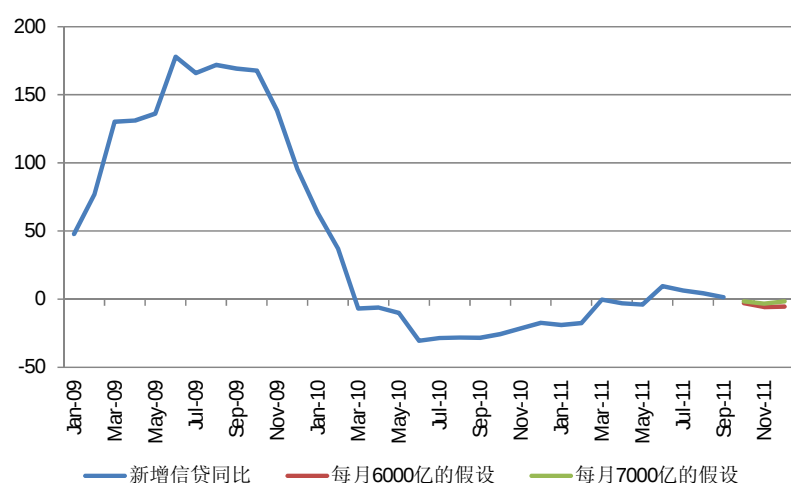
最后，需要说的就是，针对于近期温总理一系列的讲话，是否意味政策已经在放松的看法，并且 10 月的市场也由此出现了一定的行情。我们认为目前仍是针对中长期的结构调整政策较多，我们承认如果在这个时点上放松，的确会改变之前经济步入快速下降后的小周期衰退判断，短期反弹的时、空间被放大，而中期更加悲观。但是目前的反弹还仅停留在政策预期的改善上，对于这种局面我们准备改变原有的观点，唯有真正对经济基本面走势产生影响的政策变化才是做多的动力，而细化看来主要有这两个指标。

第一，存款准备金率的下调。很高的准备金率已经降低了货币乘数，而利率的下调目前来看可能性很小。然后再回归到我们政策周期对于货币政策的衡量标准，新增信贷同比，和准备金率、利率都是并列判断货币取向的变量。因此从第一个方面来说，能够判断货币真正转向的条件之一是，存款准备金率的下调。

第二，往后几个月额度新增信贷在 7000 亿每月以上。这里谈到的是衡量货币政策的另外一个指标，新增信贷同比，在上图 34 中我们看到，在过去几轮的周期当中，02 年和 08 年的

货币放松标准是符合第一条标准的，即利率或准备金率的下调，而针对于更像本轮周期走势的 04-05 年的周期，就是通过新增信贷传递的货币拐点。按照当前的信贷情况来看，我们给予一个相对宽松的每月新增信贷假设（每月 6000 亿），在下图可以看到，整体的新增信贷同比仍旧将会呈下降趋势，因此对今年而言，小幅的信贷增加，也难以视为货币拐点，根据当前同比的倒算，至少四季度每月保持在 7000 亿以上的规模，货币同比的拐点可以在 11 月出现，这样能够与 10 月的政策预期改善顺利衔接。所以第二个可能看多反弹行情的参与性的条件是，每月新增信贷金额达到 7000 亿以上。

图 35：信贷额的情景假设



资料来源：wind，长江证券研究部

最后，综合的阐述一下对 11 月的市场观点。第一，**10 月的反弹又是政策预期的推动**，但与 6 月的相比，确实是有改善中期结构问题的政策，如增值税，小微企业等等，但**这些与传统意义的政策放松差别很大，与短期行情的实质相关性小**；第二，如果没有出现准备金率下调或者信贷达到 7000 亿/月以上的规模，我们并不定义为是拐点性的政策放松，不会促发参与性的反弹看多行情，而小于这一定义的传统放松，只会延缓经济下滑的趋势，对中期都非常不利；第三，11 月市场应以震荡为主，上旬仍存在政策想象的空间，但伴随更多数据的出台，基本面的纠结状态可能再度占据上风。

而从板块上来说，并不会有明显的领先，很可能是普涨的，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、保险、券商**板块。同时，关注自下而上的子行业配置及主题机会，如传媒，具体可见我们行业跟踪半月报。

表 3：十一月行业配置表

行业	建议评级	建议比重	主要逻辑
采掘	标配	6.27%	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%	服装行业基本面有积极信号，估值不便宜。

公用事业	标配	3.96%	估值尚可。
黑色金属	标配	4.08%	库存已开始堆积，基本面需求在恶化。
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，看好券商、保险。
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	标配	5.40%	低端品种量能有一定保障，中期看好。
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。