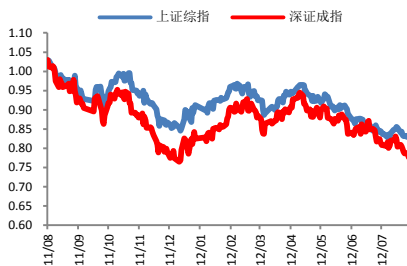


策略研究报告

探底延续

核心观点:



汇丰 PMI 初值创 9 个月新低，显示当前经济仍面临较大的下行压力。中国 8 月汇丰制造业 PMI 预览值 47.8，创下九个月新低，且为连续第十个月处在荣枯分水岭下方，目前的汇丰 PMI 数值已经接近于 2008 年 9 月份，表明中国经济调整幅度加大，调整态势延续。相对官方 PMI 来说，汇丰 PMI 样本中中小企业所占比重较大，反映了在目前经济调整阶段，中小企业承受的冲击更大。从分项指数来看，新订单指数创 9 个月新低以及新出口订单指数创 41 个月低点表明需求非常萎靡，而这将使得产出的调整过程延长。对于投资占比较高的中国经济来说，终端需求不振将促使投资加速收缩，加大经济滑落的幅度。走出困境的唯一出路是紧抓需求调整经济结构，而不是只有一时效果的政策刺激。

经济呈现生产下滑、需求回落、库存增加的格局。经济呈现生产下滑，生产指数为 47.9%，比上月下滑 3 个百分点；需求继续低迷，高产成品库存继续制约产出，新订单指数回落反映需求继续放缓，新出口订单继续回落，新出口订单指数下滑至 44.7%，创 41 个月以来的新低，显示外需疲弱，出口面临较大压力，这与 7 月全球 PMI 表现乏力相一致。从库存周期来看，原材料库存回落，产成品库存回升，经济仍在继续探底。一般来讲，原材料库存是业格顺周期变化的，而产成品增加更多体现为生产与销售共同作用下的被动改变，具有一定的滞后性。企业产出大幅回落，而产成品库存回升，反映产品销售状况恶化，以原材料库存减产成品库存来衡量企业销售状况亦下降。受购进价格下降影响，以新订单减购进价格衡量的企业利润趋势仍向好。

政策方面，汇丰 PMI 数据显示，中国经济仍比较低迷，在政策迟迟不发力的情况下，经济继续下滑的压力较大。就业指数在本月虽然没有进一步恶化，但是经济如果进一步下滑，必然会带动失业率的提升，当前正面临大学生毕业找工作的时点，从实际情况看，就业压力已经明显加大。从该角度讲，政策需要做进一步的放松，尤其是在投资领域。

投资策略：汇丰 PMI 初值创 9 个月新低，经济呈现生产下滑、需求回落、库存增加的格局，显示当前经济仍面临较大的下行压力。政策需要做进一步的放松，尤其是在投资领域，但降准一再延后，房地产政策舆论方面依然偏严，都将制约目前股市。我们认为大盘短期依然延续跌势，等待政策放松的信号。建议投资者依然保持谨慎，股票配置 5 成以内，行业看好黄金和化工。

策略分析师

张海东

证书编号 S0120512020001

021-68761616*8168

zhanghd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

境外市场：

7月新屋销量超预期增3.6%，二手房销量447万幢则坏于预期。7月新屋销量超预期环比增长3.6%，但房价出现同比下滑。对美国刚刚显露复苏势头的房地产市场来说，这份报告可谓喜忧参半。7月的新屋库存环比降0.7%，降至14.2万幢的历史低点。依据7月的销量计算，这些库存需4.6个月就能完全售出，低于6月的4.8个月。7月新屋销量的超预期增长，以及两年来最高纪录利益于美国东北部的新屋销售大幅攀升76.5%。尽管如此，7月的新屋售价仍出下滑，售价的中位值同比下降了2.5%，至22.42万美元。7月的二手房销量为447万幢(季调年化值)。据彭博社的调查，经济学家对此的平均预期为450万幢。6月的二手房销量为437万幢。

美股

上周五美股收盘走高，不过道指全周仍累计下跌0.88%，主要是因为市场预计美国联邦储备委员会准备采取措施提振经济。电信、医疗等以及非必需消费品类股的表现最佳；材料类股的表现则较差一些。美国7月零售销售与PPI增长均超出预期，零售销售环比增长0.8%，为2月份以来最快；PPI环比增长0.3%，过去5个月最快。同时，7月非农数据和ADP就业数据也远超预期，显示就业市场正在回暖。上周五《华尔街日报》报导称，美联储主席伯南克在致信美国共和党议员、众议院监管委员会主席Darrell Issa时对Fed采取的经济支持措施进行辩护，信中还称，Fed有采取进一步行动来支持经济增长的空间，受此鼓舞上周五美股大幅上涨。美国经济复苏状况好于预期，且政策进一步预期升温，美股依然处于上升通道之中。

美元

上周美元指数报收于81.62点，与前一周相比下跌1.43%。经济方面，美国8月制造业PMI初值为51.9，高于上月的51.4，说明美国制造业呈加速扩张之势，新订单的加速上升增加预示着美国第三季度的制造业将继续回暖，带动经济回升。而上周首次失业人数上涨超预期，达5周来新高，显示美国就业市场复苏缓慢。而欧洲经济仍处于加速下滑的阶段，尽管综合PMI轻微上升0.1，而制造业PMI初值为45.3，创4个月新高，但依然低于50基准水平，说明8欧元区的工业生产可能依然低迷。政策方面，因伯南克表示联储有提供更多刺激措施的空间，令市场对于QE3的预期进一步升温。而欧元区方面通胀稳定，货币宽松仍有空间，据消息人士称，欧洲央行正在考虑为其新一轮的国债购买计划设定收益率目标区间，以对其政策工具形成保护作用并防止投机势力的介入，据称德拉基将在德国宪法法院就欧洲稳定机制(ESM)的合法性进裁决后，公布其国债购买计划的所有细节。若美联储主席伯南克(BenBernanke)下周在怀俄明州杰克森霍尔举行的美联储年会上的讲话证实可能进一步放宽政策，且如果欧洲没有“糟糕的负面冲击”，则欧元可能进一步上升，美元将进一步走弱。

表一：德邦 2012 年三季度资产配置表

总体仓位比例 60%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	标配
2	B 采掘业	回避
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	标配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	轻仓
	C5 电子	超配
	C6 金属、非金属	回避
	C7 机械、设备、仪表	轻仓
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	回避
5	E 建筑业	标配
6	F 交通运输、仓储业	回避
7	G 信息技术业	标配
8	H 批发和零售贸易	标配
9	I 金融、保险业	超配
10	J 房地产业	标配
11	K 社会服务业	回避
12	L 传播与文化产业	超配
13	M 综合类	回避
	合计	100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。