



经济底 通胀顶 政策底

“两底一顶”仍是A股命脉

■民生证券研究所策略团队

美国主权债务评级下调引发全球股市暴跌。我们认为评级下调难以撼动美债地位，外围压力只会在短期内显著影响A股，中期走势依然取决于经济、通胀和政策三大拐点”能否兑现以及时兑现。在下半年通胀缓慢回落、政策边际改善、以及三季度末经济实现“软着陆”的判断下，维持对中期市场的积极预期。短期内，外围市场和加息预期等将继续制约市场表现，关注大跌后的个股投资机会，推荐兼具防御及成长性相对明确的成长和消费板块，如果考虑到未来的阶段性行情，则可以考虑小仓位配置周期股。

A股短期承压美债评级下调

从标普公布的评级声明中可以看出，对美国两党政治担忧是导致美国长期债务评级下调的主要原因。在标普主权债务体系中，包括经济结构及经济增长预期、外部流动性及国际投资头寸、货币弹性等因素均未涉及，这意味着

标普对美国实体经济及美元货币地位并未持悲观预期。

美国长期信用评级下调，短期内或导致各种债券及金融衍生品的价格重新评估，但中长期不会对全球金融市场带来巨大冲击。尽管美元在全球储备货币中的占比逐步下降，但至2009年美元在全球储备货币中仍占35%，在没有更好的替代货币产生之前，美元仍将是最重要的配置货币，美债不会因可能被调降评级而被全球抛售。此外，从美国实体经济的复苏状况来看，无论是私人部门就业、居民消费还是制造业，都延续了低位复苏的态势，并未出现2008年下半年的衰退，因此市场过分夸大了对美经济的悲观情绪，外围市场对A股的影响更多表现为避险性恐慌情绪，不会产生实质性冲击。

部分行业需求结构性改善

7月我国PMI指数跌至29个月新低50.7%，较6月回落0.2%，PMI连续四个月回落，表明我国制造业经济增速继续放缓。但相比6月，7月PMI出现了一些积极的变化：一是7月环比跌幅较历

史均值有所缩窄，2005—2010年，7月PMI指数环比6月下降均值为1.32%，明显大于2011年的0.2%；二是新订单、采购指数、进口指数等分项指数均出现小幅回升，原因在于行业的结构性需求出现小幅改善。

在跟踪的20个行业PMI指数中，饮料制造业、农副食品加工及食品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业等10个行业高于50%，其中饮料制造、农副食品加工及食品制造业保持在60%以上的高位，行业需求改善较为明显。从产品类型看，原材料与能源、中间品和生活消费品企业高于50%；生产用制成品类企业低于50%。

预计7月经济数据将延续下滑态势，不过下滑幅度相对平稳，不会对市场产生太大影响。

资金面改善明显

政策预期或变化

截至上周末央行已连续三周净投放资金950亿元，紧绷的资金面随之趋于缓解。截至8月9日，7天SHIBOR和隔夜SHIBOR已经重回至3.0933%和2.7368%，回

落幅度明显。目前这种较为宽松的宏观资金面能否维持取决于后续政策预期的变化。

从数量型货币政策来看，一方面，央行可以待利率回落至正常水平后，重新通过公开市场实现资金净回笼功能；另一方面，央行也可以通过继续上调存款准备金率实现一次性回笼。目前来看，8月份公开市场到期资金规模不足3800亿元，随着资金面压力的明显缓解，公开市场操作回笼资金的功能正在逐渐恢复，央行依赖公开市场的可能性较大，短期内调高存准率的可能性较小。

从价格型货币政策来看，目前市场对于美国、欧洲和日本三大经济体的经济增速普遍持有悲观预期，同时欧洲加息阻力重重，在这样的全球格局下，国际资本流入新兴市场的可能性增大，加息无疑会助长国际资本流入的势头。

总体来看，我们认为央行对于加息等价格手段还是较为谨慎，将主要以公开市场等数量型手段为主。在政策稳健的背景下，目前较低利率格局短期之内能够维持，估值水平再次对股指构成明显支撑。

首选成长和消费板块

外围市场压力只会在短期内显著影响A股市场，中期走势依然取决于经济、通胀和政策三大拐点”能否兑现、何时兑现。目前来看，7月份以后物价将缓慢回落，经济于三季度末实现“软着陆”的可能性很大，下半年货币政策不会显著放松，但会向公开市场等温和型手段调整，维持对中期市场的积极判断。

短期内，我们判断A股依然承受着外围市场以及内部经济放缓的压力，市场或延续调整格局。在此阶段之下，历史经验表明，当全部A股上市公司业绩处于下滑阶段，占经济比重较小的成长和消费类行业往往有比较优异的表现。这主要是因为该行业占比小，受经济下滑拖累也相对较小，在基金底仓配置的要求下资金将被调动由周期转向消费和成长类。因此，我们继续首推具备防御并兼具业绩成长性相对明确的成长和消费板块。如果考虑到未来的阶段性行情，则可以考虑小仓位配置周期股。

大盘逐渐企稳

隔夜美股下跌超过5%，A股市场开盘后一度表现不佳。上证综指早盘低开，盘中一度下行近100个点。但大盘在上午9点45分之后逐渐企稳走强，地产、银行等“大家伙”纷纷放量上涨，指数也受此带动逐级反弹。至收盘时，沪综指仅小幅下跌0.03%，企稳特征相当明显。

在国际方面，欧美股市隔夜都出现了相当幅度的下跌，而包括香港市场在内的亚洲股市，昨日普遍延续低迷；内地方面，周二公布了7月通胀数据，CPI增速同比增长6.5%，较6月份的6.4%进一步提高。那么，为什么在内外环境不利的情况下，股市却出现了较为明显的企稳迹象呢？

通胀压力有望缓解

股市当然不会无缘无故的企稳反弹。考察本周一和周二A股的市场环境，可以发现有相同处，也有不同处。相同点在于这两个交易日均受到外围股市大幅下跌的影响，不同点在于7月通胀数据从预期到明朗的变化。由此看，通胀预期的变化是导致本周前两个交易日走势迥异的重要原因之一。

通胀高企一直是制约市场上行的主要压力，随着7月CPI数据公布，投资者对通胀的担忧开始明显下降，这可能是导致昨日市场企稳反弹的主要原因之一。实际上，虽然7月CPI增速再创新高，但并未大幅超越市场预期，并且未来几个月逐渐下行的概率也在增加。一方面，从8月份开始，CPI翘尾因素将逐渐下降，通胀同比增速有望因此大幅下降；另一方面，伴随欧债危机以及美国经济重入衰退的担忧，以原油为代表的国际大宗商品价格明显下跌，如国际原油价格已经从每桶115美元回落至目前的80美元附近，对应于中国经济，就是输入型通胀压力的明显缓解；此外，最近两周猪肉价格出现筑顶小幅回落的态势，有利于农产品价格的回落。

系统性风险或明显降低

随着通胀压力的逐渐缓解，未来一段时间，市场关注焦点有望从通胀向经济增长转移，经济增长预期将成为短期内决定市场系统性风险高低的重要因素。

对于国内经济增长，7月不尽如人意的PMI数据表明，企业去库存还没有结束，在此背景下，经济下行进程或仍将在三季度继续。但是，这种下行演变成经济硬着陆的可能性并不大。首先，尽管总体经济数据不佳，但近期美国非农就业以及部分重点行业数据仍发出积极信号，美国经济再度进入衰退的可能性不大；其次，意大利、西班牙在欧元区经济中占有重要地位，对上述两个国家的主权债务问题，相信欧洲央行的重视程度以及解决动力都会更高，因此欧债危机再度爆发短期仍只停留在预期层面；再次，由于本轮国内企业库存程度不高，加之保障房建设等财政支撑，相信国内经济在下半年出现快速下行的概率不大。

历史经验表明，当经济预期主导股市运行的时候，市场不会出现长时间的快速起落，往往呈现震荡上行或震荡下行的特点。对于当前市场来说，由于经济软着陆仍是大概率事件，那么市场出现系统性快速下跌的可能性就会比较小。在经历了近期的大幅波动后，未来A股有望进入稳定运行阶段。

■资金流向监测

沪深两市资金净流入前十

股票代码	股票简称	近三个交易日涨幅(%)	相对大盘涨跌幅(%)	市盈率PE(TTM)	所属申万行业
002471.SZ	中超电缆	17.4453	23.3308	44.8661	机械设备
600759.SH	正和股份	16.9643	22.8498	42.5431	综合
002458.SZ	益生股份	14.7783	20.6638	65.6539	农林牧渔
300087.SZ	荃银高科	12.7179	18.6034	73.2734	农林牧渔
002300.SZ	太阳电缆	12.0594	17.9449	29.9099	机械设备
002041.SZ	登海种业	11.447	17.3325	56.8323	农林牧渔
300155.SZ	安居宝	10.3887	16.2742	53.133	信息服务
300251.SZ	光线传媒	9.5363	15.4218	65.2633	信息服务
600617.SH	*ST联华	9.4779	15.3634	59.2522	化工
002421.SZ	达实智能	9.3137	15.1992	68.2657	信息服务

近3个交易日涨幅前10个股

证券代码	证券简称	近三个交易日涨幅(%)	相对大盘涨跌幅(%)	市盈率PE(TTM)	所属申万行业
002471.SZ	中超电缆	17.4453	23.3308	44.8661	机械设备
600759.SH	正和股份	16.9643	22.8498	42.5431	综合
002458.SZ	益生股份	14.7783	20.6638	65.6539	农林牧渔
300087.SZ	荃银高科	12.7179	18.6034	73.2734	农林牧渔
002300.SZ	太阳电缆	12.0594	17.9449	29.9099	机械设备
002041.SZ	登海种业	11.447	17.3325	56.8323	农林牧渔
300155.SZ	安居宝	10.3887	16.2742	53.133	信息服务
300251.SZ	光线传媒	9.5363	15.4218	65.2633	信息服务
600617.SH	*ST联华	9.4779	15.3634	59.2522	化工
002421.SZ	达实智能	9.3137	15.1992	68.2657	信息服务

下跌，大消费概念股的补跌风险也不容小觑。

“强势”股成“落水狗”

在市场恐慌性下跌的氛围下，拒绝下跌的个股肯定是凤毛麟角，大多数个股都未逃脱抛售的命运。统计显示，近3个交易日，有多达805只个股累计下跌超过10%，累计跌幅超过15%的个股也多达70只，其中彩虹精化、天业通联、汇源通信期间跌幅均超过20%，位居跌幅排行榜前三名。

仔细观察这些接连跌停的个股就会发现，跌幅较大的多数是前期表现较好的强势股，天业通联及汇源通信均在7月底8月初的区间内创出股价的阶段性新高。除了前期强势股大幅补跌外，次新股也成为资金大肆逃离的领域，7月29日上市的新开普、7月15日上市的盛通股份及8月5日上市的姚记扑克均成为资金疯狂杀跌的对象，这三只股票期间分别累计大跌17.94%、17.82%及17.19%。分析人士指出，前期遭热炒的强势股抵抗不了恐慌性的暴跌潮，短期而言，其调整之旅仍未结束；不过，待海外债务危机略微平息之后，近日严重超跌的股票势必会迎来一波报复性反弹。

新浪财经逆市逞强，主要是基于其本身具备的防御特性及稳定的业绩支撑。本周二虽然A股顽强翻红，但欧洲主要股指开盘再现恐慌性大跌，恐慌性杀跌氛围暂时难消散，而这可能会扼杀掉A股刚现苗头的反弹行情。在此背景下，大消费概念或继续彰显其防御特性，不过A股一旦再现系统性

下跌，大消费概念股的补跌风险也不容小觑。

“中游制造”悄然发力

需要指出的是，在上述166只逆市上涨的股票中，除了占据三成比例的大消费概念股外，机械设备及化工这两大中游行业也跻身其中。

统计显示，在近三天的暴跌潮中，除了大消费概念顽强抗压外，还有21只机械设备股及14只化工股逆市走强。中超电缆及太阳电缆这两只机械股近3个交易日就分别逆市大涨17.45%及12.06%，桐昆股份及龙星化工这两只化工股期间也分别上涨7.31%及5.60%。

分析人士指出，中游行业逆市走强的逻辑可能在于，在欧美债务危机持续加剧的背景下，上游大宗商品价格暴跌风潮难止，短期上游行业或仍是下跌重灾区；不过，上游原材料价格的暴跌，将大幅减轻中游行业的成本压力，反而会对中游行业的业绩形成一定利好，因而部分中游行业提前显示出抗跌性。

新浪财经逆市逞强，主要是基于其本身具备的防御特性及稳定的业绩支撑。本周二虽然A股顽强翻红，但欧洲主要股指开盘再现恐慌性大跌，恐慌性杀跌氛围暂时难消散，而这可能会扼杀掉A股刚现苗头的反弹行情。在此背景下，大消费概念或继续彰显其防御特性，不过A股一旦再现系统性

下跌，大消费概念股的补跌风险也不容小觑。

“中游制造”悄然发力

需要指出的是，在上述166只逆市上涨的股票中，除了占据三成比例的大消费概念股外，机械设备及化工这两大中游行业也跻身其中。

统计显示，在近三天的暴跌潮中，除了大消费概念顽强抗压外，还有21只机械设备股及14只化工股逆市走强。中超电缆及太阳电缆这两只机械股近3个交易日就分别逆市大涨17.45%及12.06%，桐昆股份及龙星化工这两只化工股期间也分别上涨7.31%及5.60%。

分析人士指出，中游行业逆市走强的逻辑可能在于，在欧美债务危机持续加剧的背景下，上游大宗商品价格暴跌风潮难止，短期上游行业或仍是下跌重灾区；不过，上游原材料价格的暴跌，将大幅减轻中游行业的成本压力，反而会对中游行业的业绩形成一定利好，因而部分中游行业提前显示出抗跌性。

新浪财经逆市逞强，主要是基于其本身具备的防御特性及稳定的业绩支撑。本周二虽然A股顽强翻红，但欧洲主要股指开盘再现恐慌性大跌，恐慌性杀跌氛围暂时难消散，而这可能会扼杀掉A股刚现苗头的反弹行情。在此背景下，大消费概念或继续彰显其防御特性，不过A股一旦再现系统性

下跌，大消费概念股的补跌风险也不容小觑。

“中游制造”悄然发力

需要指出的是，在上述166只逆市上涨的股票中，除了占据三成比例的大消费概念股外，机械设备及化工这两大中游行业也跻身其中。

统计显示，在近三天的暴跌潮中，除了大消费概念顽强抗压外，还有21只机械设备股及14只化工股逆市走强。中超电缆及太阳电缆这两只机械股近3个交易日就分别逆市大涨17.45%及12.06%，桐昆股份及龙星化工这两只化工股期间也分别上涨7.31%及5.60%。

分析人士指出，中游行业逆市走强的逻辑可能在于，在欧美债务危机持续加剧的背景下，上游大宗商品价格暴跌风潮难止，短期上游行业或仍是下跌重灾区；不过，上游原材料价格的暴跌，将大幅减轻中游行业的成本压力，反而会对中游行业的业绩形成一定利好，因而部分中游行业提前显示出抗跌性。

新浪财经逆市逞强，主要是基于其本身具备的防御特性及稳定的业绩支撑。本周二虽然A股顽强翻红，但欧洲主要股指开盘再现恐慌性大跌，恐慌性杀跌氛围暂时难消散，而这可能会扼杀掉A股刚现苗头的反弹行情。在此背景下，大消费概念或继续彰显其防御特性，不过A股一旦再现系统性

下跌，大消费概念股的补跌风险也不容小觑。

“中游制造”悄然发力

需要指出的是，在上述166只逆市上涨的股票中，除了占据三成比例的大消费概念股外，机械设备及化工这两大中游行业也跻身其中。

新浪财经逆市逞强，主要是基于其本身具备的防御特性及稳定的业绩支撑。本周二虽然A股顽强翻红，但欧洲主要股指开盘再现恐慌性大跌，恐慌性杀跌氛围暂时难消散，而这可能会扼杀掉A股刚现苗头的反弹行情。在此背景下，大消费概念或继续彰显其防御特性，不过A股一旦再现系统性

下跌，大消费概念股的补跌风险也不容小觑