

证券研究报告·策略深度·产出缺口观察

结构分化的短周期底部过渡

投资策略

逻辑起点：

一季度“周期复辟”、二季度“周期右侧、消费左侧”，6月短周期底部过渡、7月“中游砥柱”，鲜明表明我研究逻辑和观点的演变。现实是，6月工业增加值同比增速强劲增长，与PMI出现背离，是忧是喜？短期内，市场是系统性机会还是结构性分化？仍需我们理性分析。

主要观点：

工业增加值同比回升的动力

6月份工业增加值同比增速为15.1%，远高于5月同比13.3%的同比增速，其中煤炭、饮料制造、食品制造、非金属矿物制品、医药制造、通用设备制造等行业同比增速在18%以上，汽车、TMT、化工等行业环比回升，成为工业增加值同比回升的直接动力。

周期弹性源泉

更进一步地，经济回升动力来自于成本压力回落、流动性环比改善、电力产能扩张、消费回归正常、投资稳定增长，中长期看，经济向上的弹性仍然存在，但并非中周期中弹性最佳阶段，中游行业的弹性将在本论短周期回升中得以充分体现。

短周期观察：从环比底部向产出缺口底部过渡

虽然工业增加值产出缺口仍处于回落过程，但工业增加值环比回落趋势大大减缓，6月份或已是其底部。领先指标看，4月短期贷款余额环比回升、6月原材料库存环比回升、PMI生产指数环比连续回升3个月、汽车产销量环比连续回升3个月等等，均验证6月、最迟7月为工业增加值环比底部，9-10月或是产出缺口底部。

市场或进入震荡期

虽然短期经济最坏预期已过去，但不等于工业增加值环比见底之后市场就立即发生反转，工业增加值从环比底部向同比底部（产出缺口底部）过渡的阶段，未来两个月内大概率事件是指数仍将有所反复。

配置建议：短周期底部过渡的结构分化

短周期底部过渡阶段，行业周期表现此起彼伏，注定市场将处于结构化行情，按照我们一贯的风格，建议的配置路线可简化为“7月：TMT、医药、食品饮料、汽车→8月：机械、化工、有色”，此外，对煤炭、非金属（水泥）行业，需提防景气回落的风险。

吴启权

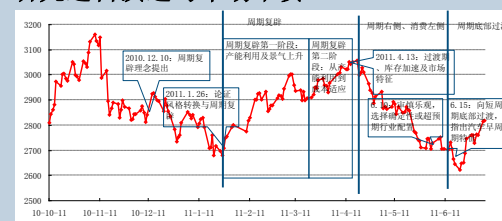
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

发布日期：2011年7月20日

研究逻辑演进与市场节奏



相关报告

- 2011.4.13 《过渡期、库存加速与市场特征》
- 2011.4.15 《消费品：周期演进与左侧布局》
- 2011.4.18 《周期右侧 消费左侧》
- 2011.5.13 《从周期复辟到周期右侧》
- 2011.6.07 《选择确定性增长--2011年6月策略配置报告》
- 2011.6.15 《成本压力回落下的短周期底部过渡》
- 2011.7.13 《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》

目录

一、逻辑演进：“2月周期复辟→4月周期右侧、消费左侧→6月底底部过渡”	1
二、工业增加值同比回升的动力	2
三、短周期观察：从环比底部向短周期底部过渡.....	5
1、短周期仍处于底部过渡	5
(1) 工业增加值产出缺口仍持续回落.....	5
(2) 工业增加值趋势项环比或已见底.....	5
2、领先指标观察：增加值环比见底的验证.....	7
(1) 短期贷款余额环比回升	7
(2) PMI 环比回升	8
(3) 汽车销售环比底部确立	9
3、小结：短期经济最坏预期已成过去	10
四、产出缺口观察：重点行业分析	11
1、汽车行业：早周期、早受益	11
2、食品饮料：享受行业高景气	12
3、医药制造业：进入景气上升阶段	13
4、TMT：中长期配置或始于7月	14
5、8-9月左侧配置机械	15
6、其他行业	17
(1) 化工业：环比回升	17
(2) 有色：需求好转	17
(3) 钢铁：环比开始好转	17
(4) 煤炭：景气或短暂回落	17
(5) 轻工制造业：纺织业景气回升、服装造纸环比底部回升.....	17
(6) 金属非金属制品业：非金属滞后回落、金属制品环比底部.....	17
(7) 仪器仪表及电器机械制造业：均处于景气阶段.....	18
(8) 公用事业：电力滞后回落非需求不足.....	18
五、总结	21

图表目录：

表 1：2007 年 42x42 投入产出表计算的影响力和感应力系数.....	4
图 1：研究的逻辑演进及市场节奏	2
图 2：6 月工业增加值同比强劲回升	3
图 3：6 月主要行业工业增加值同比增速.....	4
图 4：汽车、TMT、家电、化工等行业增加值环比回升	4
图 5：6 月份工业增加值产出缺口仍在回落.....	5
图 6：工业增加值季调（_SA）项环比连续两月回升.....	6



图 7: 工业增加值季调趋势项(_TC)项环比回落减缓.....	6
图 8: 工业增加值季调趋势项环比领先上证指数 0-2 个月	7
图 9: 工业生产, 原材料为先	7
图 10: 短期贷款余额环比回升	8
图 11: PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月	8
图 12: PMI 生产指数下滑环比 4 月份已回升	9
图 13: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月	9
图 14: 6 月份汽车生产环比连续三个月回暖.....	10
图 15: 6 月份汽车销售环比连续三个月回暖.....	10
图 16: 汽车销量季调环比与股价指数	12
图 17: 食品饮料制造业进入高景气阶段.....	12
图 18: 食品饮料制造业增加值环比保持高位.....	13
图 19: 医药制造业产出缺口显著回升	14
图 20: 医药制造业增加值环比保持高位.....	14
图 21: TMT 制造业产出缺口保持高位	15
图 22: TMT 制造业增加值环比回升	15
图 23: 机械制造业产出缺口随工业产出缺口回落.....	16
图 24: 机械制造业增加值环比触底	16
图 25: 化工行业产出缺口	18
图 26: 化工行业增加值环比	18
图 27: 有色行业产出缺口	18
图 28: 有色行业增加值环比	18
图 29: 钢铁行业产出缺口	19
图 30: 钢铁行业增加值环比	19
图 31: 煤炭行业产出缺口	19
图 32: 煤炭行业增加值环比	19
图 33: 纺织、服装、造纸业产出缺口	19
图 34: 纺织、服装、造纸业增加值环比.....	19
图 35: 金属、非金属制品产出缺口	20
图 36: 金属、非金属制品增加值环比	20
图 37: 电器机械、仪器仪表制造业产出缺口.....	20
图 38: 电器机械、仪器仪表制造业增加值环比.....	20
图 39: 电力、燃气、水生产及供应业产出缺口.....	20
图 40: 电力、燃气、水生产及供应业增加值环比.....	20

一、逻辑演进：“2 月周期复辟→4 月周期右侧、消费左侧→6 月底底部过渡”

回顾一季度的市场，是周期复辟的盛宴，是周期性行业轮动和弹性的狂欢，而我们的研究也从产能利用率提高到成本适应、再从成本适应到周期右侧，预判了这轮周期股行情从触发、上升、高峰直到阶段性终结。进入二季度，我们在 4 月中旬的配置报告《周期右侧 消费左侧》中通过对产出缺口周期变化规律研究，明确指出，产出缺口将于 4 月份高点回落，之后将进入过渡性质的短周期下行阶段，即“周期右侧”，温和“滞胀”将是二季度最主要的经济特征。而消费左侧更多的是消费行为的纠偏以及消费品行业在周期右侧的防御，目前来看，预测已经变成现实。在《周期右侧 消费左侧》中，我们更是预见性地指出，本轮市场调整的底部“有可能出现在 6 月份”，而 6 月份上证指数最低见到 2610 点之后迅速反弹印证了我们的判断。

从 6 月《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》，我们开始论证短周期底部问题，主要基调是，我们认为“6 月份依然处于短周期回落的阶段，但经济的短周期底部曙光微露，理应保持市场筑底过程中的积极心态，行业配置上首先选择确定性增长行业，煤炭、食品饮料、医药、非金属制品和通信等”。

在 6 月 15 日的策略深度《成本压力回落下的短周期底部过渡》一文中，我们明确指出，本轮经济短周期调整的底部或在 10 月份左右，从领先指标的分析看，已能初步推断环比底部在 6 月或 7 月，总而言之，6 月开始，经济将逐渐向环比底部过渡，在向短周期底部过渡过程中，成本压力回落将是一种必然和现实，我们建议的配置顺序是“食品饮料（6 月）→医药（6/7 月）→汽车（6/7 月）→TMT（8 月）→机械（8/9 月）”。

中期策略报告中我们从周期弹性和行业弹性的角度讨论中长期配置的问题，虽然我们提出“中游砥柱”的配置逻辑，但从短期配置角度看，我们并没有摒弃之前的配置建议，反而，就当下而言，我们认为配置的思路应该多样化：（1）从短周期向底部过渡过程中，我们关注业绩和行业景气拐点的投资机会，可关注汽车、医药、TMT，这是一种反转型的投资机会；（2）从中长期角度来看，我们建议关注中游行业，正如我们在中期专题报告《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》中的建议，“汽车（7 月）→TMT（7/8 月）→机械（8/9 月）→化工（8/9 月）→有色（8/9 月）→钢铁（四季度）”。

事实证明，我们的配置建议往往领先市场节奏 1-2 周的时间，而非顺应“趋势”的研究，对投资而言，获得宝贵的配置时间，准确性和前瞻性正是我们研究框架最具价值的部分。

随着 6 月宏观数据尤其是工业生产数据的公布，投资逻辑或我们的配置建议有没有发生变化？这也是市场所广为关注的问题，本报告我们将全面跟踪工业生产的动态变化以及经济短周期的变化，审视我们之前提出的配置建议和路线，以解市场之惑。

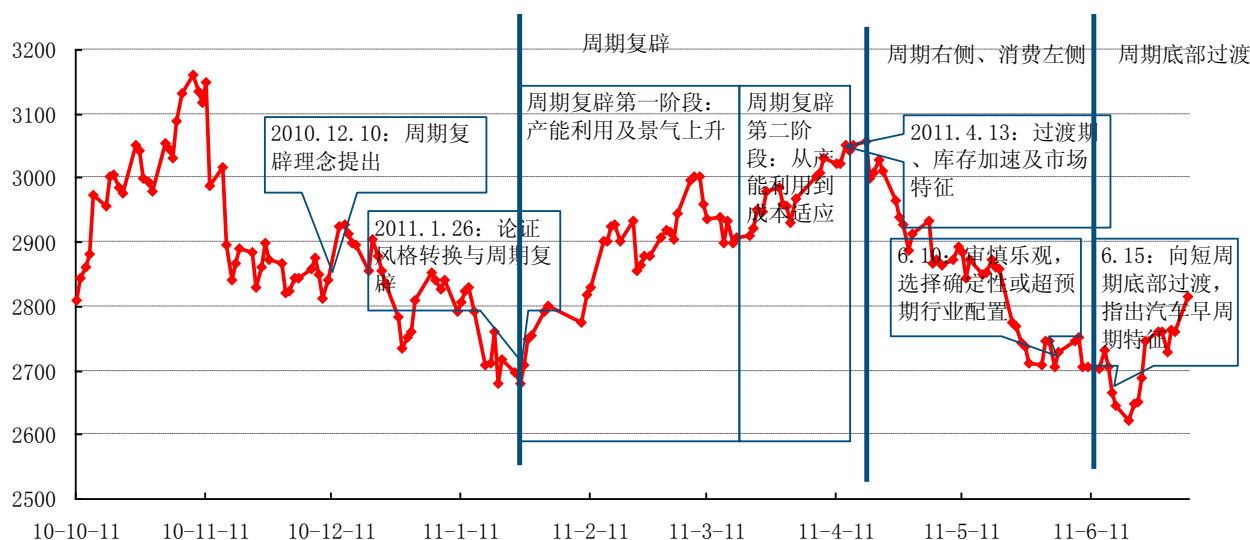
而在这之前，市场的更大的困惑是看似如此简单的产出缺口分析，为什么如此有效？要回答这一问题，我们需要深入理解产出缺口背后的意义：

- （1）产出缺口反映经济周期波动，最小的波动形式能反映库存波动，在熊彼特的三周期嵌套中得到解释；
- （2）产出缺口反映的是供需均衡问题，从这一层面，产出缺口构成经济和行业景气指示器；

- (3) 产出缺口与产能利用率相关联;
- (4) 产出缺口与物价、资金等宏观变量息息相关;
- (5) 产出缺口能反映利润的波动;
- (6) 产出缺口与股价指数关系密切;
- (7)

我们的研究也仅仅是揭示产出缺口应用的一些皮毛，但无论从哪个方面看，都对我们的投资有着重要的指导意义。

图 1：研究的逻辑演进及市场节奏



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

二、工业增加值同比回升的动力

6 月份工业增加值同比增速为 15.1%，远高于 5 月同比 13.3% 的同比增速，这一增速被市场所正面理解，然而，6 月份的 PMI 指数创 28 个月新低，仅比 2008 年 7 月至 2009 年 2 月经济衰退时高，这种现象为市场所不理解。那么，经济增长的动力究竟在何处？换句话说，周期的弹性在哪里？

从行业看，6 月增加值同比增速超过 15% 的行业包括煤炭、饮料制造、食品制造、非金属矿物制品、金属制品、专用设备制造、医药制造、通用设备制造、仪器仪表、造纸及纸制品、纺织服装鞋帽制造、电气机械及器材制造、化学原料及化学制品制造以及通信设备计算机制造等行业，而石油加工、纺织、交运设备制造、电力、黑色金属、有色金属等行业增加值同比增速较低。

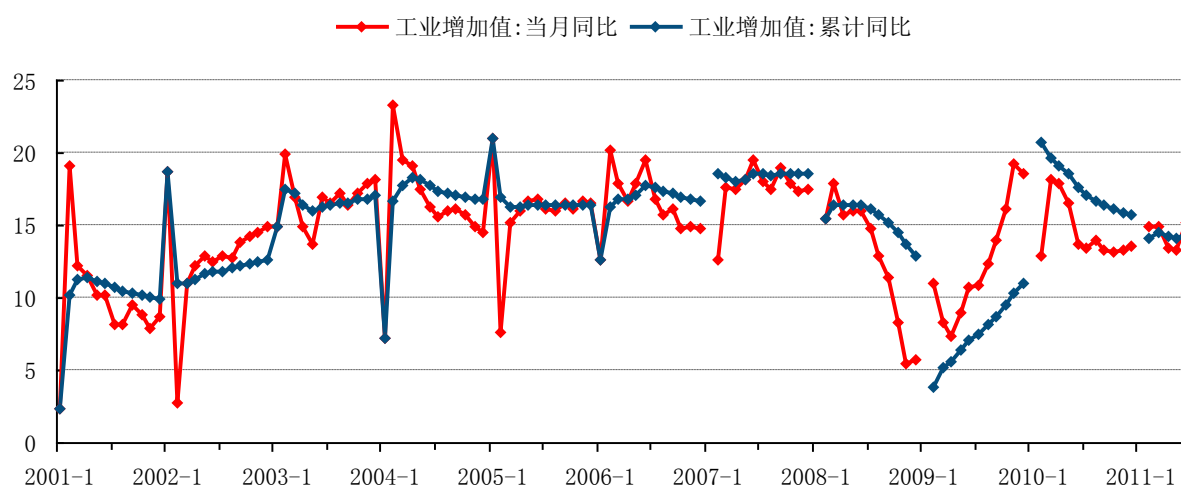
静态的同比增速不足反映经济增长动力，我们在《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》一文中对经济弹性做了详尽的研究，我们认为，经济弹性来自于以下方面：

- （1）成本压力回落，利于生产的复苏；
- （2）流动性环比回暖，是工业生产环比回升的前提；
- （3）电力约束的缓解，制约生产的瓶颈有所松解，工业生产恢复正常；
- （4）消费的弱周期波动，工业生产的最终需求端并没有被破坏；
- （5）固定资产投资、尤其是保障房开工的加速，是工业生产恢复的有力支撑；
- （6）另一个原因是，较低的基础（2010 年 6 月的同比增速相对较低）效应。

从中观的角度看，正如《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》一文从投入产出分析的结论看，经济底部过程中，影响力系数发挥作用，我们看到的汽车、TMT、家电、化工、黑色、有色以及纺织等行业工业增加值环比回升的拉动效应所致。

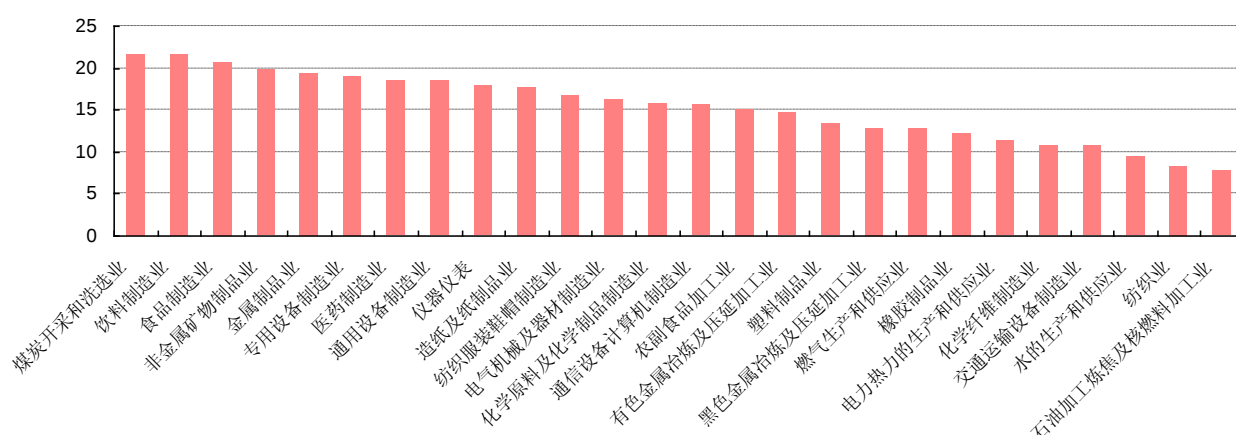
上述因素对短周期环比底部回升构成关键的动力。

图 2：6 月工业增加值同比强劲回升



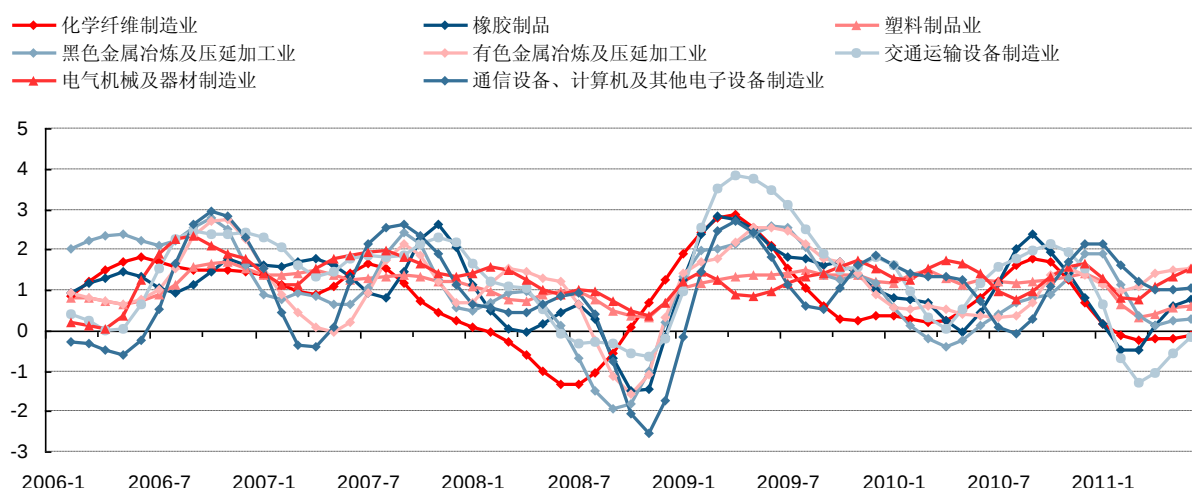
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3：6 月主要行业工业增加值同比增速



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 4：汽车、TMT、家电、化工等行业增加值环比回升



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

表 1：2007 年 42x42 投入产出表计算的影响力和感应力系数

影响力系数			感应力系数	
排序	行业	影响力系数	行业	感应力系数
1	通信设备计算机制造业	1.333	化学化工	3.793
2	家电	1.325	电力热力生产和供应业	2.578
3	汽车	1.268	黑色金属冶炼加工业	2.080
4	仪器仪表制造业	1.251	农林牧渔	2.011
5	电气机械制造业	1.249	通信设备计算机及制造业	1.877
6	其他交运设备制造业	1.185	其他服务业	1.797
7	文教体育用品制造业	1.184	石油和天然气开采业	1.608
8	金属制品业	1.177	石油加工、炼焦业	1.587

9	化学化工	1.175	有色金属冶炼加工业	1.580
10	专用设备制造业	1.163	交通运输及仓储业	1.472
11	通用设备制造	1.162	通用设备制造	1.368
12	纺织服装、鞋、帽制造业	1.149	纺织业	1.187
13	纺织业	1.142	电气机械及器材制造业	1.124
14	有色金属冶炼加工业	1.135	金融业	1.086
15	黑色金属冶炼加工业	1.127	造纸及纸制品业	1.077

数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

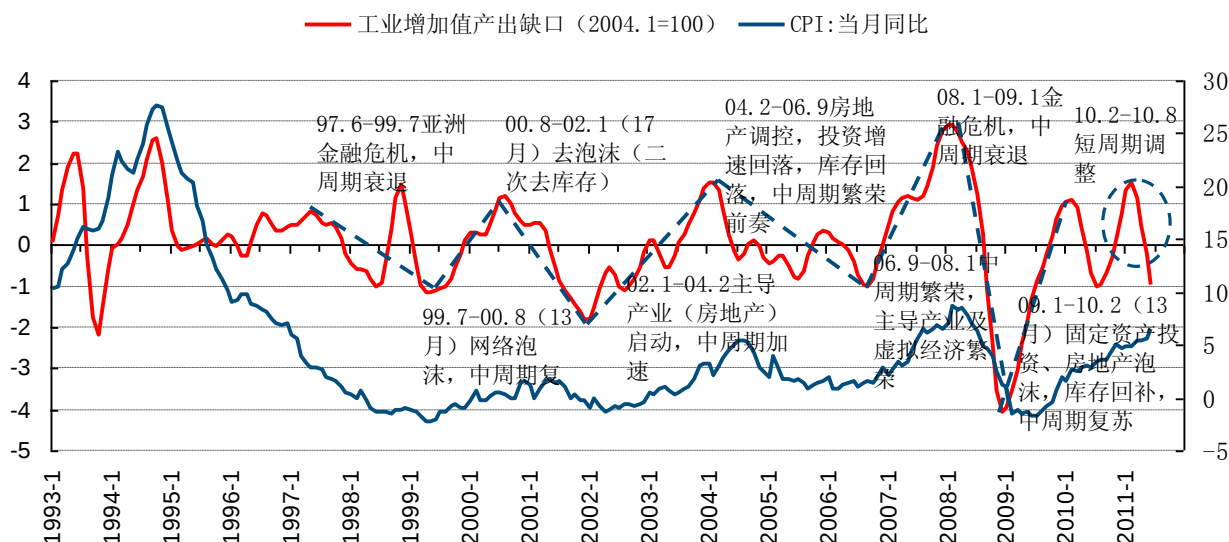
三、短周期观察：从环比底部向短周期底部过渡

1、短周期仍处于底部过渡

(1) 工业增加值产出缺口仍持续回落

虽然 6 月份工业增加值同比增速为 15.1%，远高于 5 月同比 13.3% 的同比增速，产出缺口有没有回升呢？理论上，工业增加值同比的短期回升不会使产出缺口即使回升，只有出现环比趋势性回升 3-4 个月之后产出缺口才会显著回升，因而认为 6 月份工业产出缺口回升是对产出缺口的误解，我们更关注的是环比的趋势性变化。

图 5：6 月份工业增加值产出缺口仍在回落



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

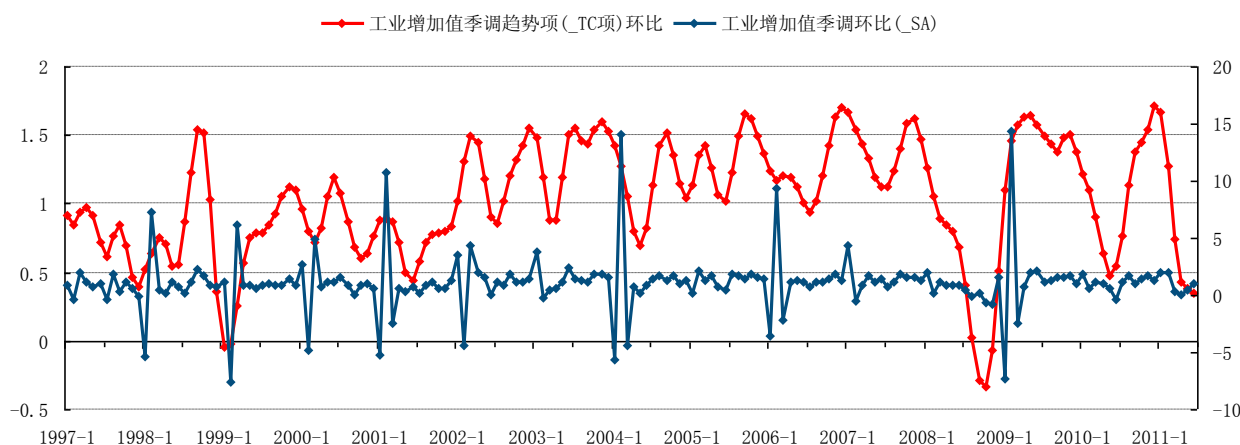
(2) 工业增加值趋势项环比或已见底

虽然增加值产出缺口仍为出现回升的迹象，但其季调趋势项环比有见底的迹象，我们可以从三个方面来判断：首先的趋势项环比回落的斜率大大减缓，其次是季调（_SA）项环比出现比较显著的回升。

第三个方面从市场与工业增加值环比之间的关系来验证，从历史经验看，工业增加值季调趋势项环比领先上升指数 0-2 个月，而上证指数 6 月份最低见到 2610 之后强劲反弹，或是对增加值环比见底的反应。

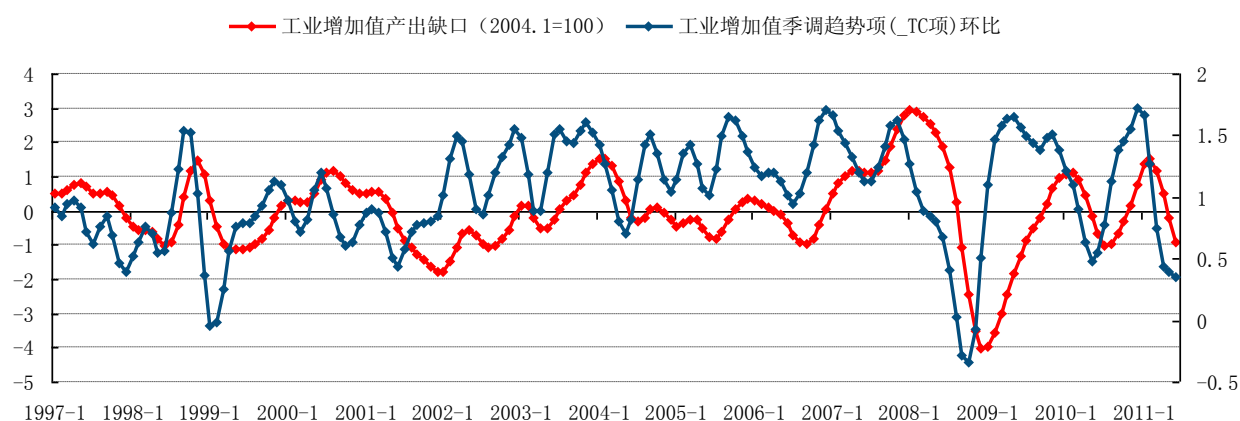
如果 6 月份是工业增加值环比底部，那么产出缺口底部将出现在 9 月或 10 月份。

图 6：工业增加值季调（_SA）项环比连续两月回升



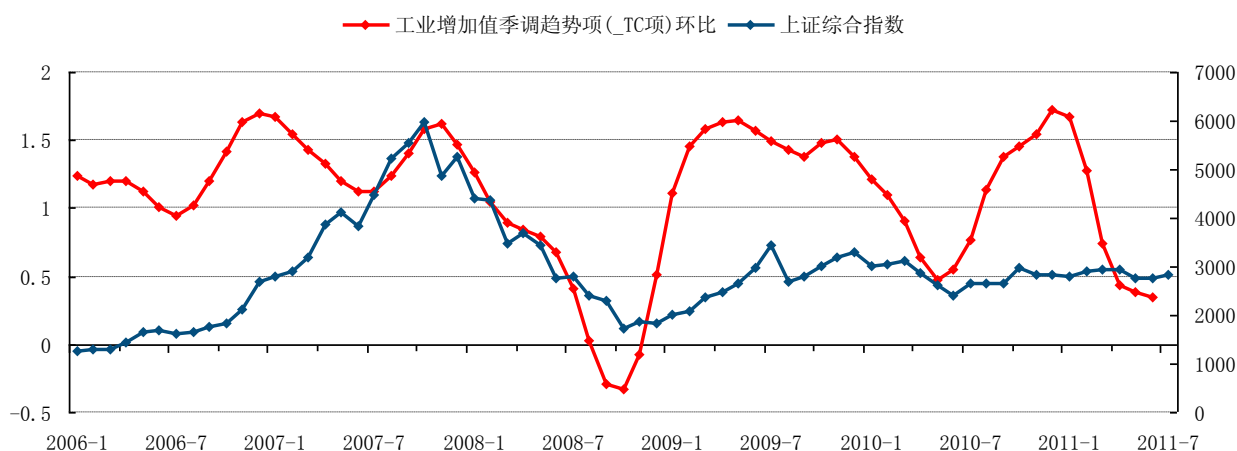
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 7：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比回落减缓



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 8：工业增加值季调趋势项环比领先上证指数 0-2 个月



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

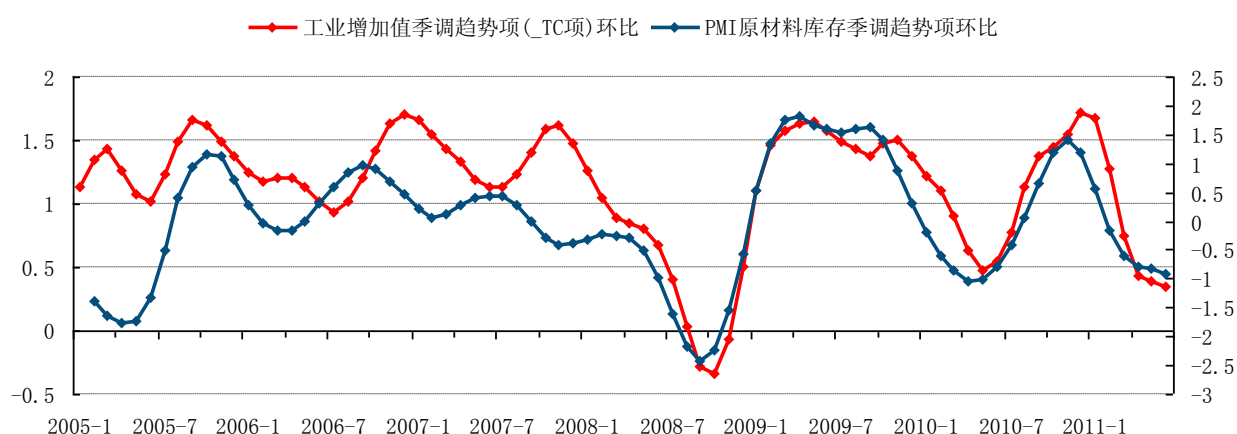
2、领先指标观察：增加值环比见底的验证

从《周期复辟的线索》系列报告开始，我们逐渐形成了观察经济短周期波动的领先指标体系，从目前看，这一指标体系具有较高的可靠性和有效性。

（1）短期贷款余额环比回升

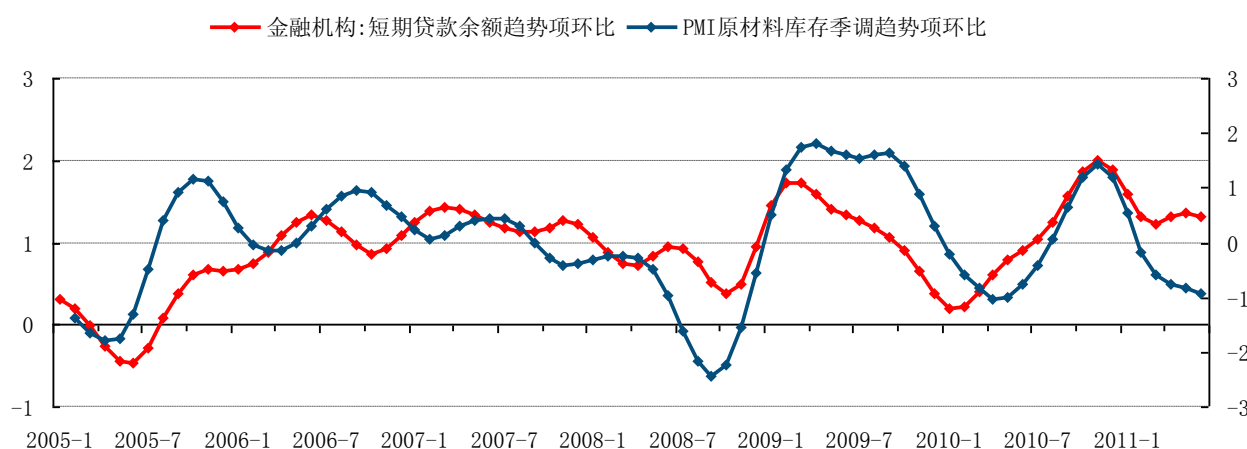
在工业生产中，原材料库存与工业增加值息息相关，原材料库存的底部回升，意味着工业生产的底部回升，从二者环比关系看，原材料库存环比稍稍领先工业增加值环比，而短期贷款余额最为工业生产活动灵敏性指标，短期贷款的增加意味着企业购进原材料、补充库存以备生产之需，从这一意义看，也能成为工业生产的领先指标。结合短期贷款、原材料库存与工业增加值之间的关系，基本上有以下传导规律：“4 月短期贷款余额环比回升→6 月原材料库存环比回升→7 月工业增加值环比回升”。

图 9：工业生产，原材料为先



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 10：短期贷款余额环比回升

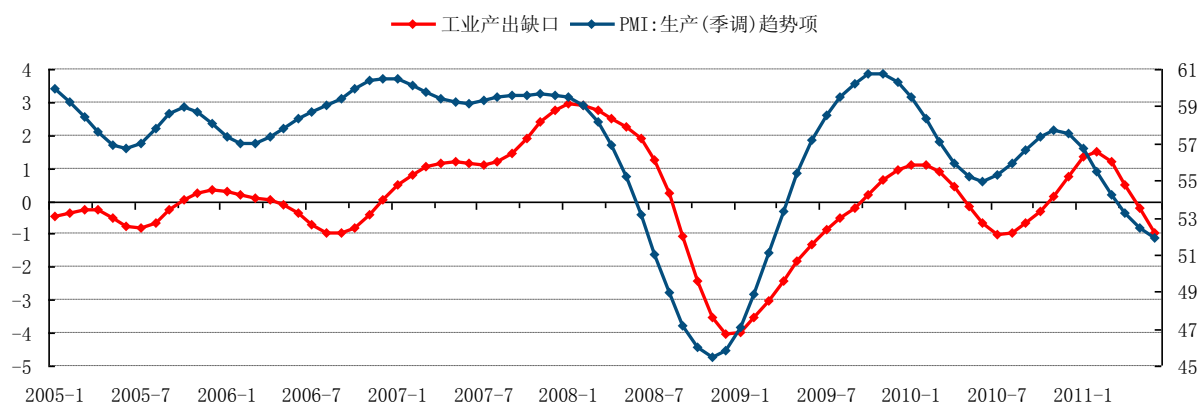


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

（2）PMI 环比回升

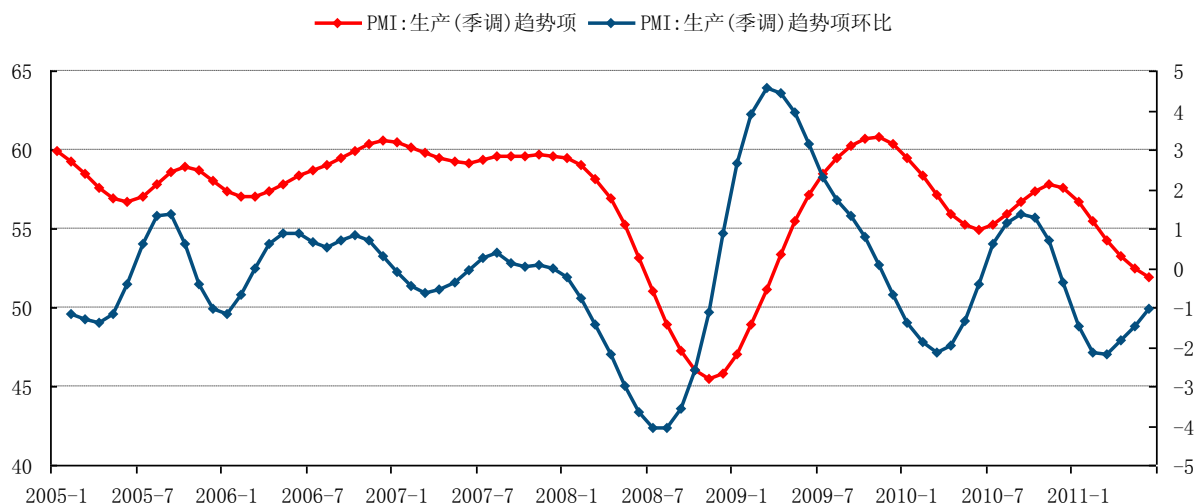
PMI 生产指数季调趋势项领先产出缺口 3-4 个月左右，而 PMI 生产指数季调趋势项环比则领先其季调趋势项平均 3 个月，我们看到 PMI 生产指数季调趋势项环比已连续 3 个月触底回升，那么，PMI 指数（季调）的底部应在 6 月份已经出现，那么我们基本能确立 9-10 月份为本轮经济短周期调整的底部，而工业增加值环比底部在 6 月份左右。

图 11：PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 12: PMI 生产指数下滑环比 4 月份已回升



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

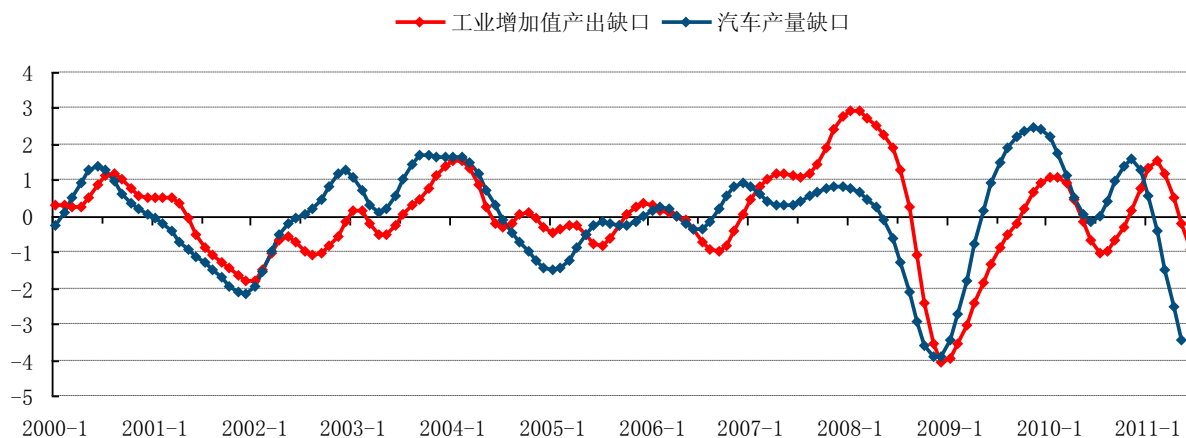
(3) 汽车销售环比底部确立

在经济周期波动的一般规律而言,耐用消费品包括汽车、地产、家电等是比较典型的早周期行业,最先上升也最先下降。从历史规律看,汽车产量(或销量)领先经济的周期性变化是很显著的,通常情况下,汽车行业的产出缺口领先工业增加值产出缺口 2-3 个月,这一轮短周期下滑,汽车行业从 1 月份就已经开始显著下滑,但工业产出缺口 3 月份才开始显著下滑。

汽车的产出缺口目前仍处于下行阶段,我们仍然难以推断工业短周期运行何时见底。但从汽车产量的季调趋势项环比来看,其底部特征已非常显著。

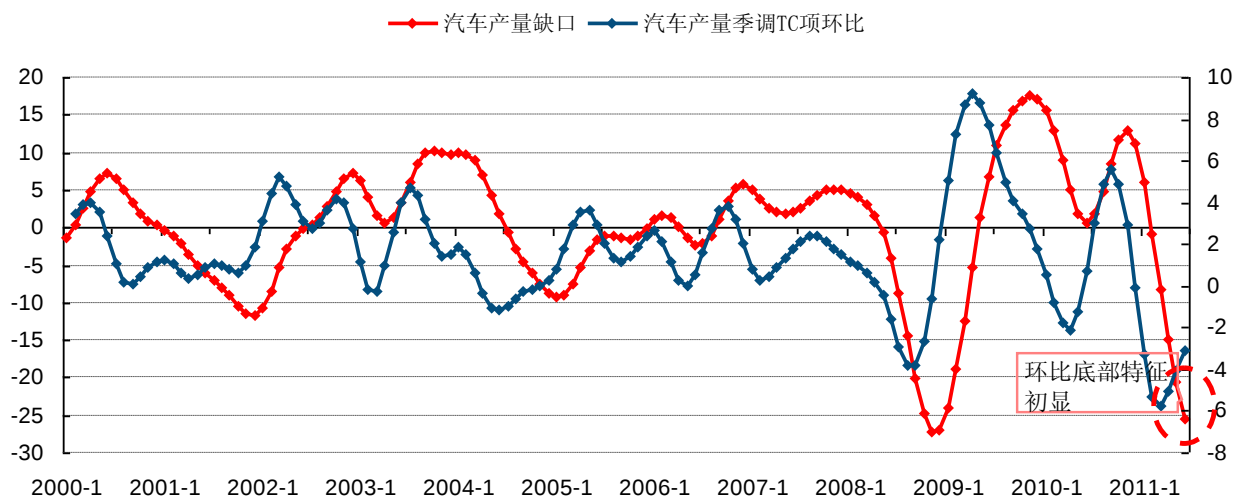
一般情况下,汽车环比变化领先其产出缺口 2-3 个月,4 月份汽车行业的环比连续三个月回暖,那么可以推断 7 月份前后为其产出缺口的底部,9-10 月份为工业生产短周期的底部。

图 13: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月



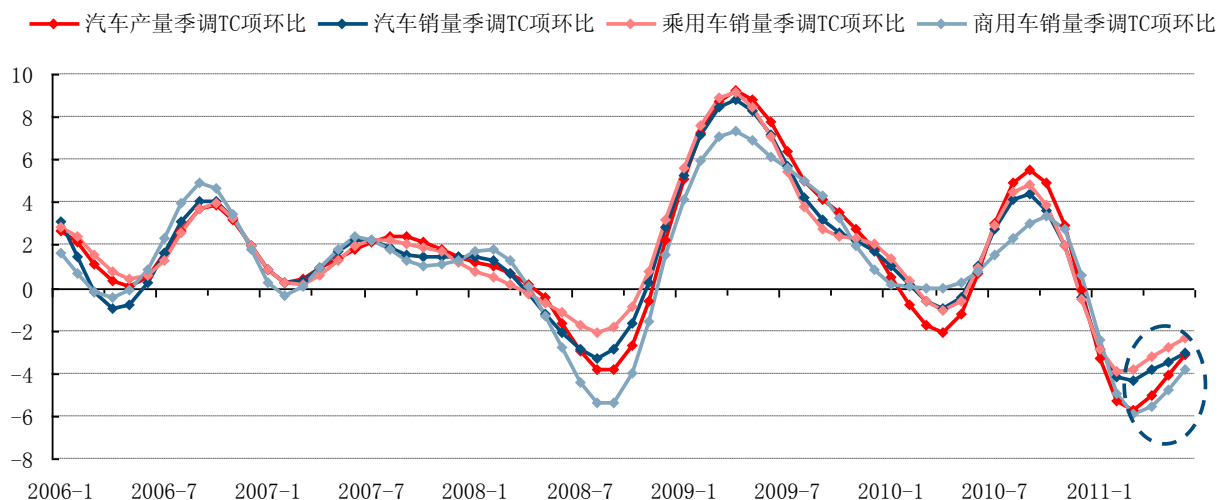
数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 6 月份汽车生产环比连续三个月回暖



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15: 6 月份汽车销售环比连续三个月回暖



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

3、小结：短期经济最坏预期已成过去

虽然 6 月份的工业增加值环比和产出缺口还处于回落之中，而工业增加值环比底部特征已开始显现，从我们构建的工业生产领先指标体系来看，基本可以推断本轮短经济短周期环比底部有可能在 6 月或 7 月出现（乐观地看，6 月份或已经出现，市场的强势反弹或是对这一经济基本面的反应），而产出缺口（或同比）的底部将在 10 月份前后可以看到。

因此，从经济短周期运行来看，目前处于向短周期底部演进过程，短期经济最坏预期已过去。但我们也应

该保持清醒的认识，经济环比见底只是市场底部的必要条件，并非说环比见底之后市场就立即发生反转，正如 2010 年的市场，工业增加值 5 月份环比见底，6-8 月是经济从环比底部向同比底部（产出缺口底部）过渡的阶段，而 6 月底 7 月初市场见底，7 月到 9 月市场处于盘整阶段，换言之，从两个底部过渡阶段，市场难以出现反转，更大的概率是，经济向同比底部过渡过程中，市场仍将反复。

四、产出缺口观察：重点行业分析

一直以来，除了市场趋势，我们用行业产出缺口来研究行业轮动和行业配置时机：

2.1-2.14《周期复辟线索》系列报告指出周期复辟的顺序将沿着“汽车→机械→煤炭→钢铁→建材→家电→化工”演进；

3.1《周期复辟：从产能利用到成本适应》投资逻辑从中下游转向成本适应能力较强的中上游周期行业；

4.18《周期右侧 消费左侧》建议关注确定性增长行业如采掘、建材、家电等周期行业以及消费品行业；

5.13《从周期复辟到周期右侧》建议关注消费品行业；

6.7《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》行业配置上首先选择确定性增长行业，煤炭、食品饮料、医药、非金属制品和通信等，同时，战略上逐步关注早周期汽车行业；

6.15《成本压力回落下的短周期底部过渡》建议的配置顺序是“食品饮料（6 月）→医药（6/7 月）→汽车（6/7 月）→TMT（8 月）→机械 TMT（8/9 月）”，事实表明，这一配置建议获得了较高的超额收益；

7.13《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》建议的中游配置节奏为“汽车（7 月）→TMT（7/8 月）→机械（8/9 月）→化工（8/9 月）→有色（8/9 月）→钢铁（四季度）”，这一配置建议正在接受市场检验。

事实证明，我们的配置建议往往领先市场节奏 1-2 周的时间，而非顺应“趋势”的研究，对投资而言，获得宝贵的配置时间，准确性和前瞻性正是我们研究框架最具价值的部分。

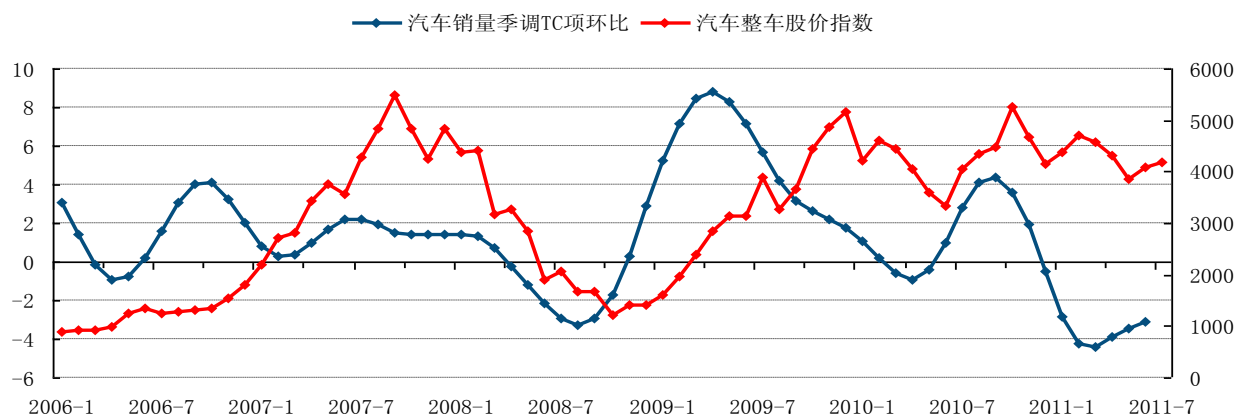
1、汽车行业：早周期、早受益

近期我们对汽车行业的研究和推荐，包括 6 月 7 日《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》、6 月 15 日《成本压力回落下的短周期底部过渡》以及 6 月 23 日《成本压力回落系列之二：汽车行业：早周期、早受益》，我们从周期、成本与利润的角度，将汽车行业定义为“早周期、早受益”的行业，正如我们在领先指标观测体系中分析，汽车行业产销数据的环比已连续三个月回暖，这也是工业生产回暖的先行指标。

本轮上证指数反弹从汽车行业发起证明了汽车行业的早周期特性，汽车销量季调环比往往领先行业股价指数，而这一领先关系，正是通过汽车行业验证经济周期波动的时间。

“早周期、早受益”的行业特性，仍可关注汽车行业。

图 16: 汽车销量季调环比与股价指数



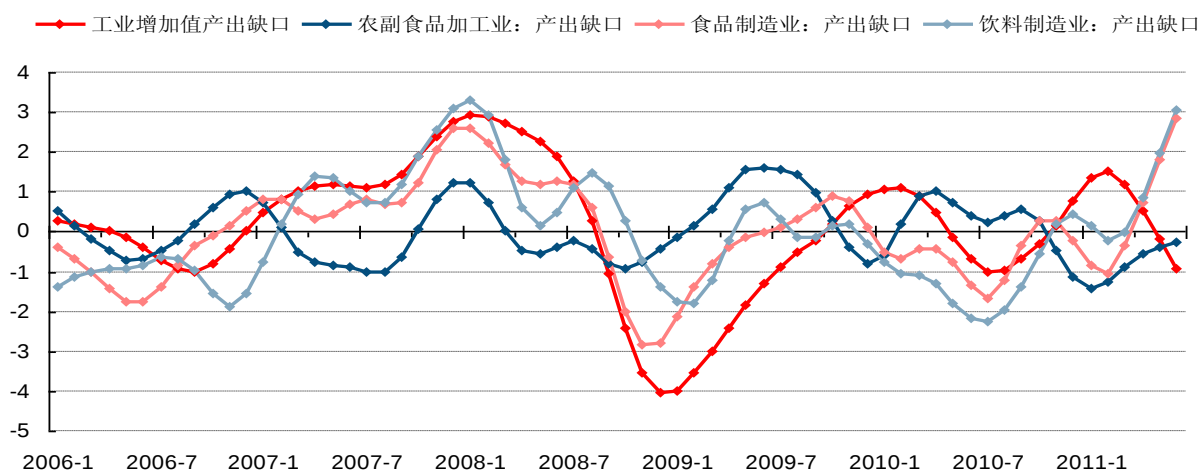
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2、食品饮料：享受行业高景气

我们对食品饮料行业研究的历程始于4月18日《周期右侧 消费左侧》，提出消费行业的左侧配置逻辑，但并没有给出配置的时机，6月的《选择确定性增长--2011年6月策略配置报告》以及《成本压力回落下的短周期底部过渡》明确建议配置食品饮料，关键的逻辑是，无论是食品制造业还是饮料制造业，在成本压力回落、行业景气回升下，业绩保持高增长或至少稳定性是比较确定的，正是基于这样一个逻辑，当6月底反弹之后，市场普遍不看好消费时，我们认为食品饮料仍具有配置价值。

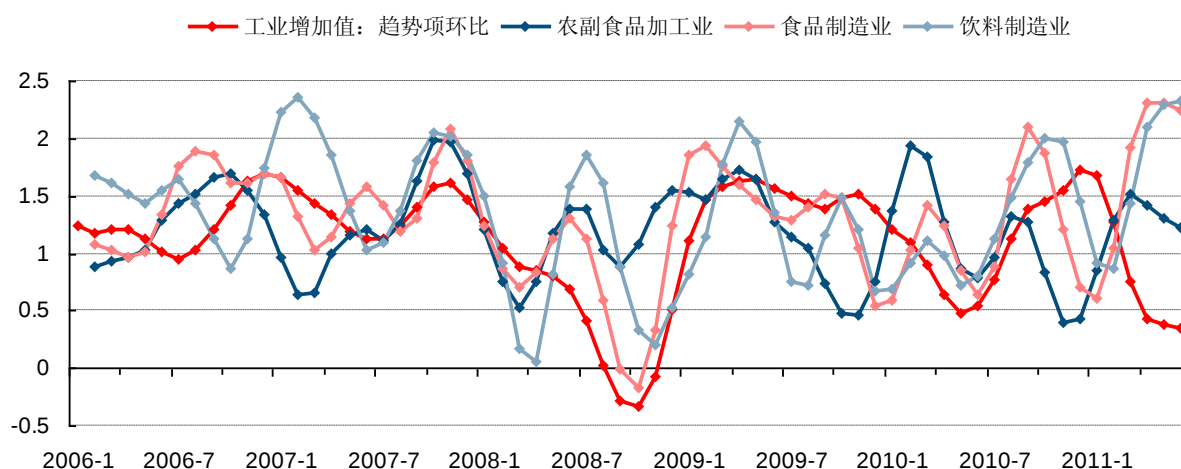
从行业工业增加值产出缺口看，食品饮料制造业5-6月加速上升，进入行业高景气阶段，行业的高景气意味着利润增速超预期的可能性（二者关系见《成本压力回落下的短周期底部过渡》），从更领先的指标—增加值趋势项环比看，食品饮料制造业的环比仍然处于较高的水平，也就是说，行业景气仍然能维持一个季度左右的时间。

图 17: 食品饮料制造业进入高景气阶段



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 18：食品饮料制造业增加值环比保持高位



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

3、医药制造业：进入景气上升阶段

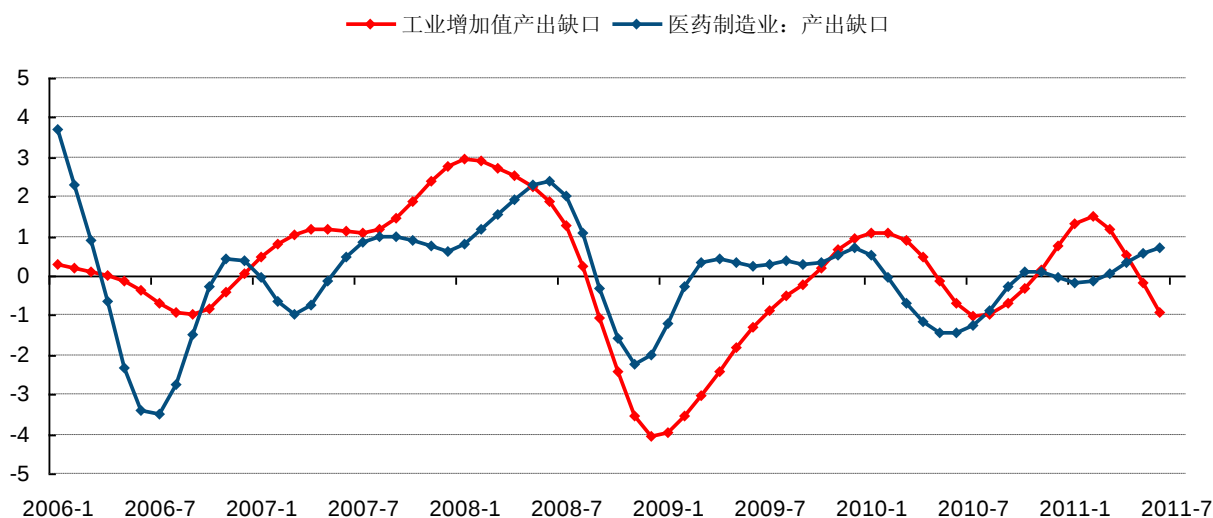
我们对医药行业研究的历程始于 4 月 18 日《周期右侧 消费左侧》，提出左侧配置逻辑，配置时机始于 6 月的《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》，在《成本压力回落下的短周期底部过渡》明确提出，6 月或 7 月或是行业股价的底部，真正医药行业左侧配置机会出现。

作为必需消费品的医药制造业，行业的波动也具有显著地周期性，只不过其波动的幅度比工业周期要小，也与汽车行业一样，通常也具有“早周期”特征，但也有例外，如经济衰退时，医药制造业周期下滑的时间要滞后于工业生产，但比工业生产提前复苏。医药制造业周期波动的特性体现了必需消费品的“刚性”，平均而言，医药制造业底部回升领先工业生产 3 个月左右，目前处于行业周期景气回升阶段，虽然 6 月份其环比出现回落，但在经济环比底部向产出缺口底部过渡过程中，医药行业环比应不会出现显著下滑。

我们也看到，本轮短周期回落过程中，医药行业回落并不明显，也验证了行业需求的稳定性。

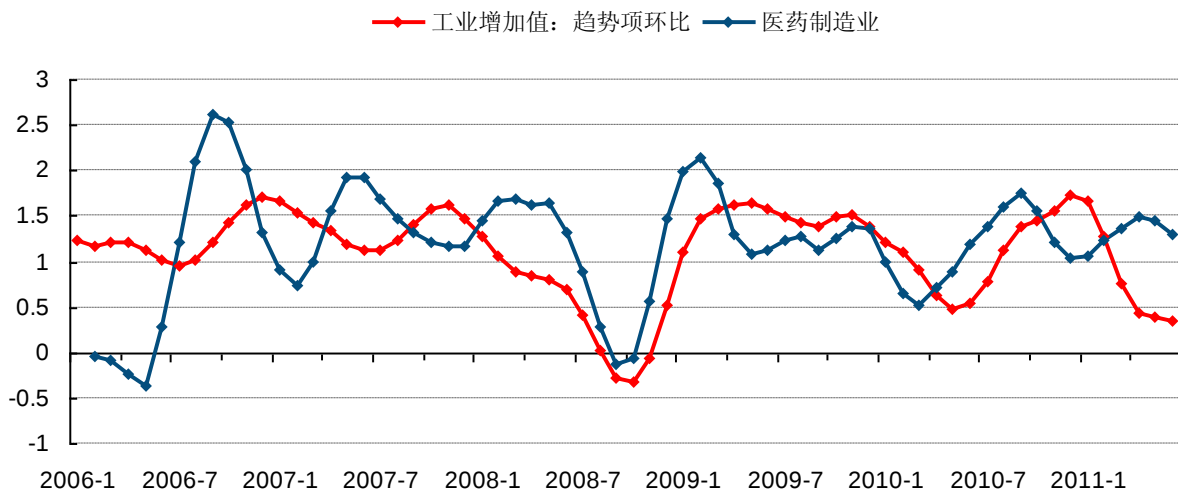
从利润和毛利率的周期波动来看，医药行业的盈利情况处于比较稳定阶段，这与其周期波动性质相一致，但毛利率仍处于 2010 年 5 月短周期底部回升以来的上升通道，可见，去年下半年以来原材料成本上升并没有影响医药行业的毛利率，随着成本边际压力缓解，医药行业毛利率仍将进一步上升，而盈利情况也将得到改善（见《成本压力回落下的短周期底部过渡》）。对于股价而言，通常与行业景气周期同步或稍稍领先 1 个月左右，当前仍可配置。

图 19：医药制造业产出缺口显著回升



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 20：医药制造业增加值环比保持高位



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

4、TMT：中长期配置或始于 7 月

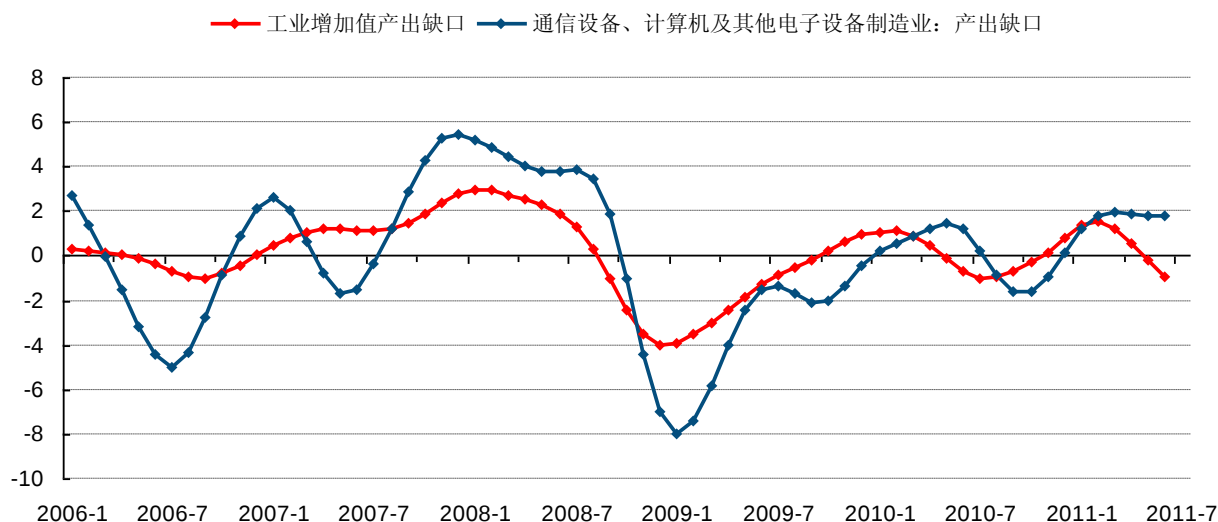
对 TMT 的跟踪我们可追溯到《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》，在《成本压力回落下的短周期底部过渡》明确提出，6 月可左侧行业配置，较佳的机会有可能在 8 月前后。

从利润情况来看，一季度行业利润率同比增长只有 7% 多一点，远远低于全年 25.7% 的一致预期，也远低于历年 25.5% 的历史平均水平。但一季度利润总额同比增速比 2010 年四季度还是有所回升的，与行业景气周期运行规律是一致的。而二、三季度行业景气仍将向上，随着成本边际压力下降，毛利率将持续得到改善，利润情

况也将会有所好转，因此，从全年来看，一季度有可能利润有可能是全年的低点。

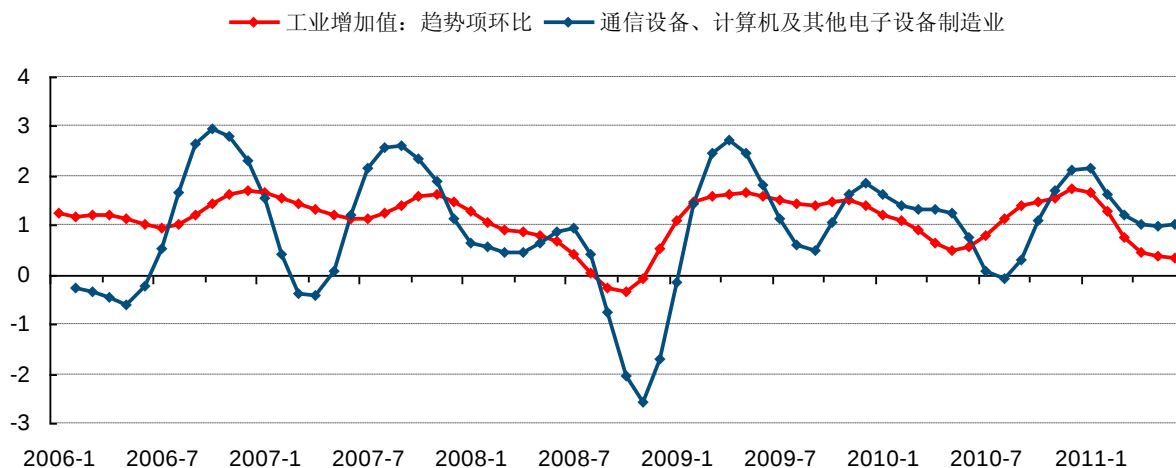
《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》中我们明确指出，作为主导产业的 TMT 行业，行业的弹性决定未来经济的弹性，在估值重归理性、成本压力缓解、行业景气回升下具有中长期配置价值。

图 21：TMT 制造业产出缺口保持高位



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 22：TMT 制造业增加值环比回升



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

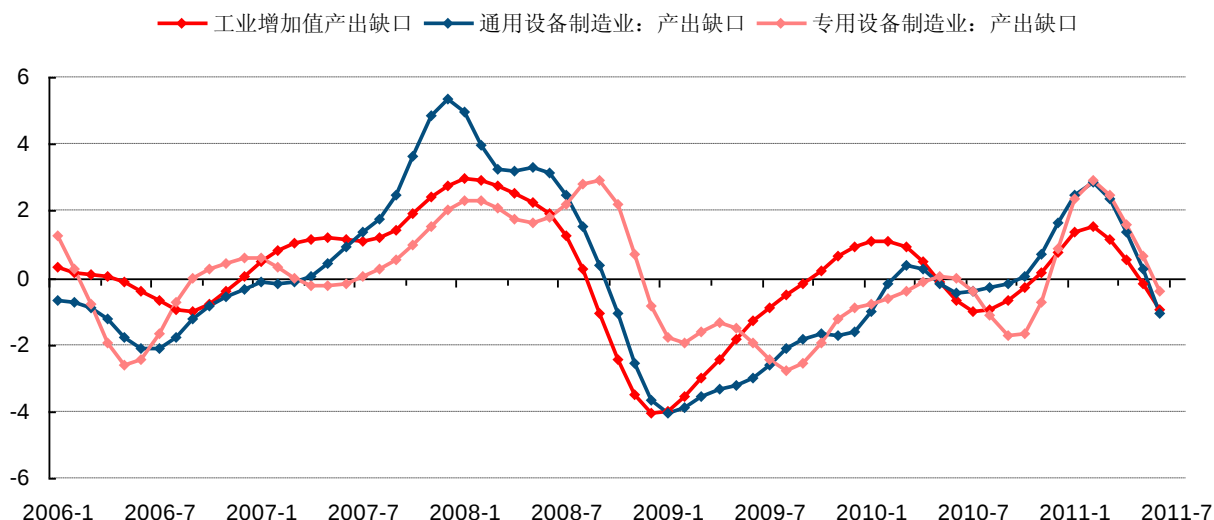
5、8-9 月左侧配置机械

从周期变化来看，通用设备制造业与产出缺口基本同步或略滞后一个月，本次短周期回落是同步的，也就是说，9 月或 10 月有可能是行业短周期的底部，虽然利润周期波动与行业短周期波动较为一致，二季度甚至三

季度利润情况不会显著改善，但我们也看到，行业毛利率在短周期波动底部的之前，由于成本压力的缓解，毛利率是存在改善可能的，随着行业景气底部回升，盈利预期也将回升。

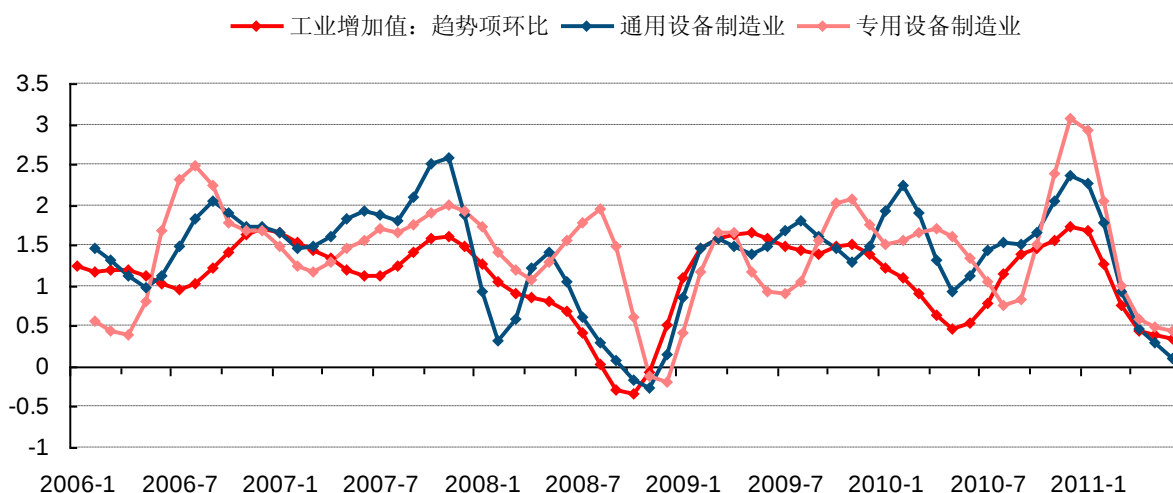
从股价表现看，基本也行业增加值产出缺口同步，而工业增加值产出缺口的底部在 9-10 月份，初步可推断机械制造业景气地点也在 9-10 月份，对于配置而言，较佳时机或在 8-9 月。

图 23：机械制造业产出缺口随工业产出缺口回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 24：机械制造业增加值环比触底



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



6、其他行业

（1）化工行业：环比回升

化工行业的细分子行业较多，影响因素较为复杂，我们很难将其作为一个大行业来讨论，当然，对子行业景气周期分析是对问题的一种简化。

从周期变化来看，化学原材料、化学化纤的股价指数表现基本与其行业产出缺口波动基本一致，而行业产出缺口却有具有较显著的早周期特征，比工业增加值产出缺口提前 1-2 个月触底，而多数化工子行业工业增加值环比已经开始回升，从这个角度看，行业产出缺口底部出现在 8 月或 9 月的可能性较大，从配置角度看，8-9 月份应该也是化工行业的配置时机。

（2）有色：需求好转

行业的工业增加值环比从 4 月份开始略有回升，但环比的绝对数并不低，其产出缺口也有回升趋势，从行业基本面来看，应处于好转趋势，6 月份股价的反弹或是开始反映行业基本面，7 月或 8 月或逐渐进入配置时机，但行业工业增加值季调趋势项环比是否已是趋势性上升将是制约行业机会的主要因素。

（3）钢铁：环比开始好转

钢铁行业股价指数也基本与行业工业增加值趋势项环比一致或甚至略为落后，目前行业增加值环比虽略有回升，但最佳的配置时机仍需等待需求的恢复，即经济弹性的恢复。

（4）煤炭：景气或短暂回落

6 月份煤炭行业的产出缺口滞后工业产出缺口 3 个月出现高位回落，而其环比从 4 月份开始已经连续回落 3 个月，煤炭行业从 2010 年 7 月以来的景气上行阶段或暂时中断，从历史规律看，煤炭行业的产出缺口的底部基本与工业产出缺口底部一致，从这一点来看，煤炭行业景气将面临短期回落，底部或在 10 月前后。

（5）轻工制造业：纺织业景气回升、服装造纸环比底部回升

对纺织、服装以及造纸等轻工制造业来说，产出缺口显著并不同步，纺织业的产出缺口从 4 月份开始回升，而服装和造纸两个行业的产出缺口随工业产出缺口回落而回落，但从环比看，纺织业达到环比高点，而服装和造纸的环比或开始底部回升。

（6）金属非金属制品业：非金属滞后回落、金属制品环比底部

从与工业产出缺口及工业增加值环比关系角度看，金属、非金属制品两个行业与工业生产均较为密切，尤其是金属制品与工业生产二者 2011 年 1 月环比回落、产出缺口 3 月回落，5、6 月份金属制品环比底部特征较为明显，也从侧面验证工业增加值环比底部。

对非金属制品来说，其实也与工业生产密切相关，但本轮短周期回落过程中，直到 5 月之前非金属制品业产出缺口一致维持在高位，而其环比已显著回落，可以推断，非金属制品业景气周期下行或至少持续到 10 月前后。

(7) 仪器仪表及电器机械制造业：均处于景气阶段

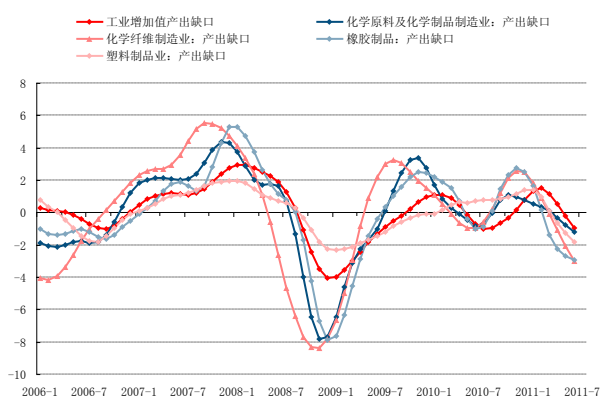
这两个行业的周期波动显著与工业生产周期波动并不同步，虽然仪器仪表制造业和电器机械制造业的产出缺口均处于向上阶段，但从环比看，前者或已经是产出缺口的高点，而后者则是从低点回升。

(8) 公用事业：电力滞后回落非需求不足

公用事业中，电力的周期波动也工业产出缺口的周期波动最为密切，但本轮短周期回落过程中却并不同步，电力的回落有所滞后，正如我们在《中游砥柱》中所分析，这种现象至少说明了两点：一是工业生产是“被动”回落的，在电力供应紧张下，企业无法进一步提高产能，也就是说，工业的产能利用率仍有提升空间；二是需求仍然是比较旺盛的，因为产出缺口的回落是由于供给端受限的原因，而非需求不足的原因。

水生产行业的产出缺口与工业产出缺口同步处于回落过程、燃气生产虽然呈现景气回升，但其产出缺口仍然为负值，仍然处于供需失衡状态。

图 25：化工行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 26：化工行业增加值环比

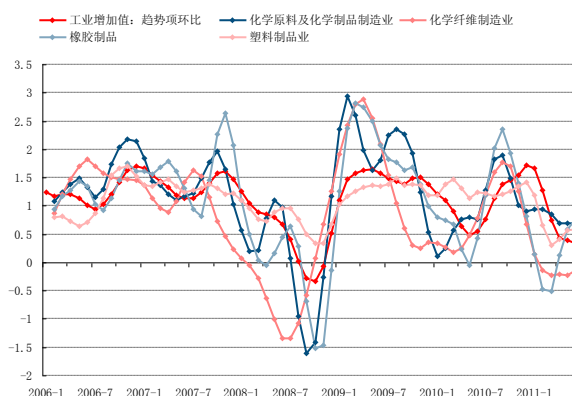
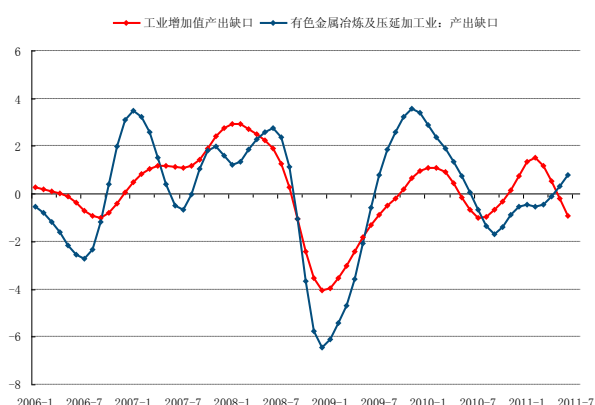


图 27：有色行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 28：有色行业增加值环比

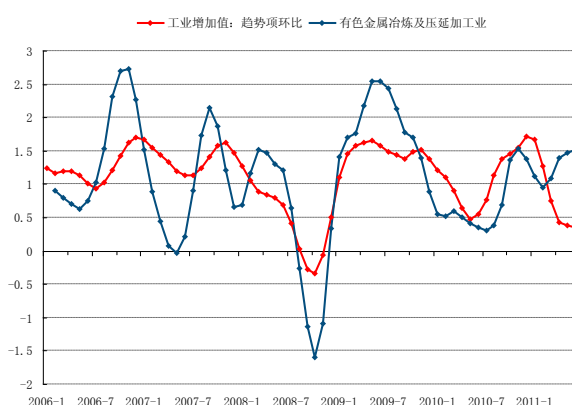
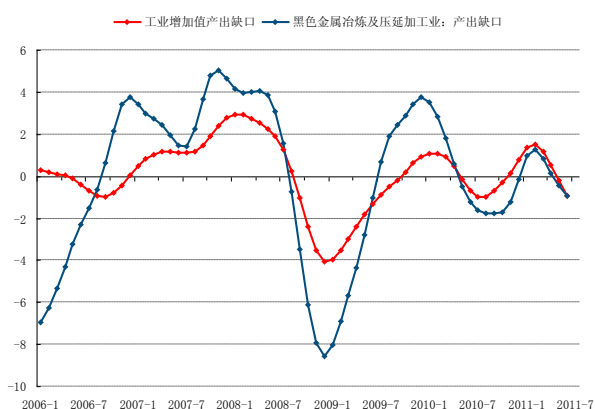


图 29：钢铁行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 30：钢铁行业增加值环比

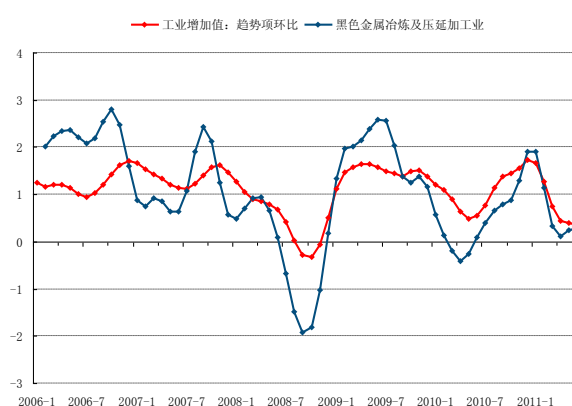
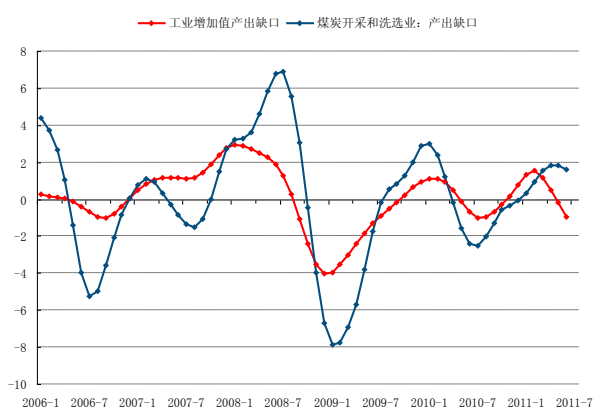


图 31：煤炭行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 32：煤炭行业增加值环比

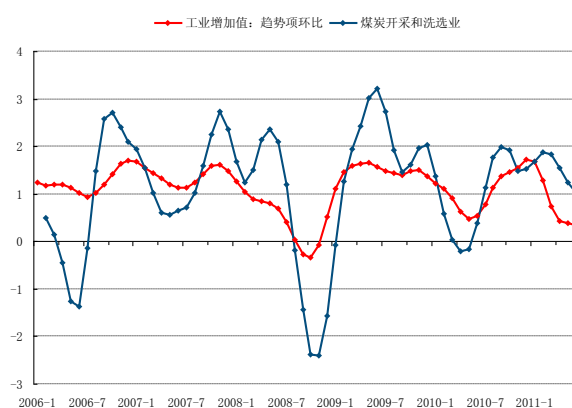
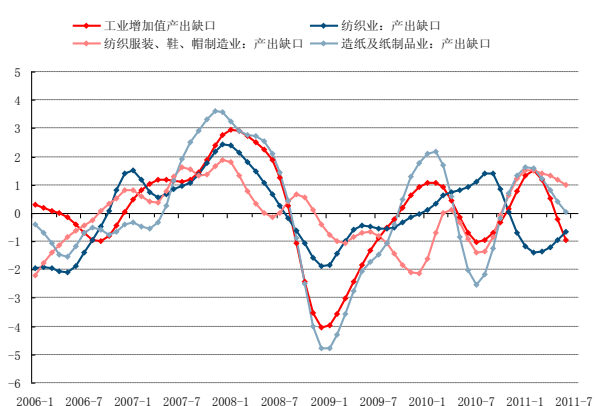


图 33：纺织、服装、造纸业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 34：纺织、服装、造纸业增加值环比

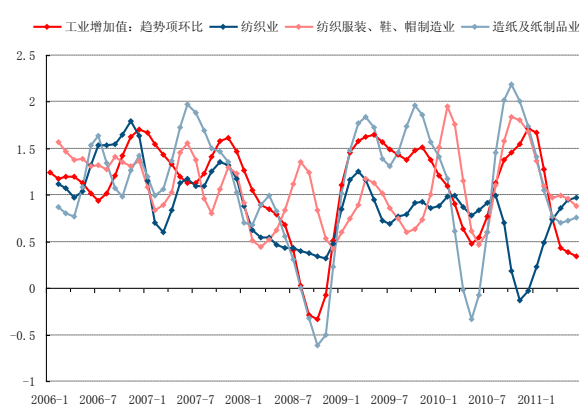
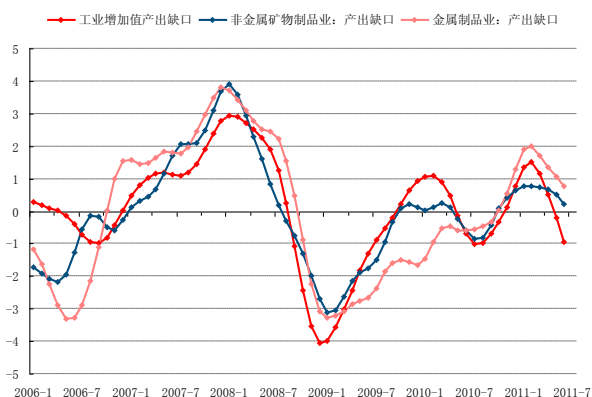


图 35：金属、非金属制品产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 36：金属、非金属制品增加值环比

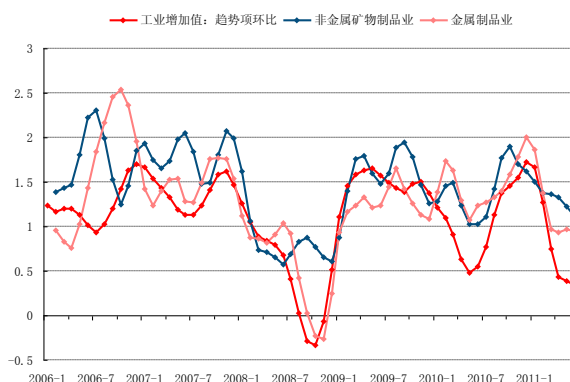
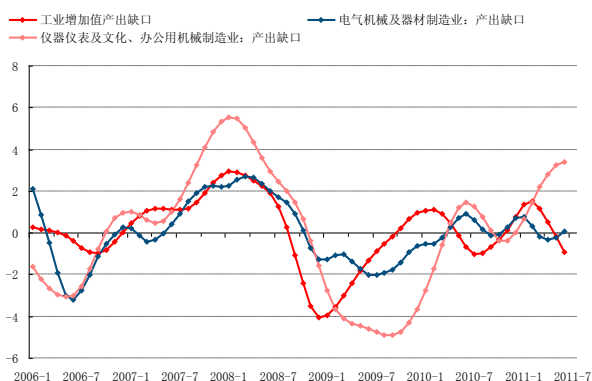


图 37：电器机械、仪器仪表制造业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 38：电器机械、仪器仪表制造业增加值环比

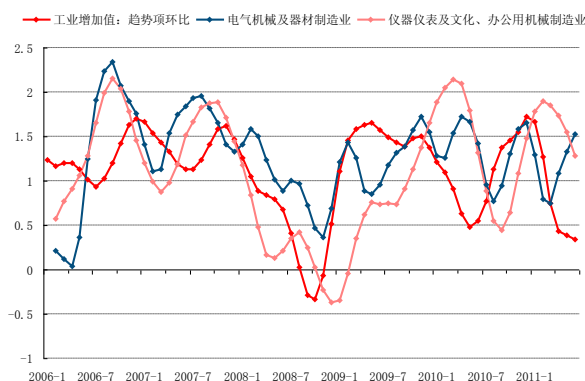
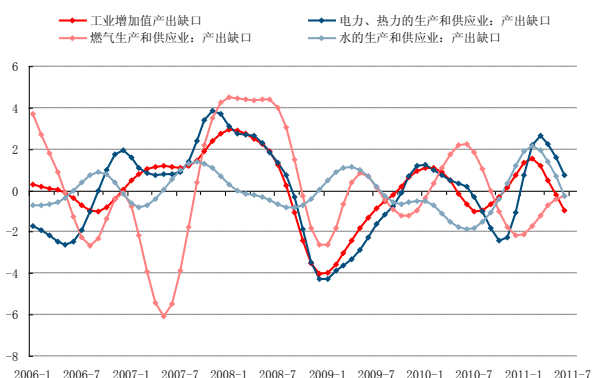
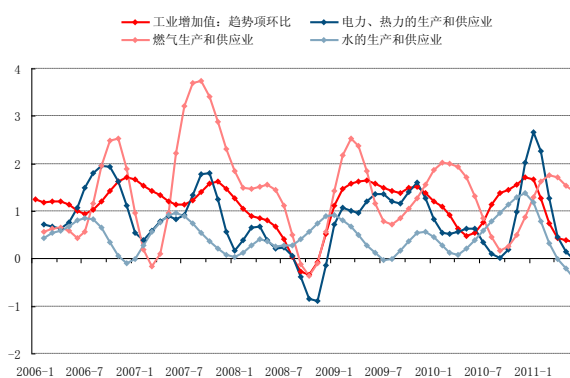


图 39：电力、燃气、水生产及供应业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 40：电力、燃气、水生产及供应业增加值环比





五、总结

从2月初的《周期复辟线索》系类报告，到《周期右侧 消费左侧》，直至近期《成本压力回落下的短周期底部过渡》以及最新的《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》，我们研究的理论体系保持了一贯性，而在这过程中，这一体系也在不断完善，总体而言，这一体系对市场节奏的把握是准确且有效的。

虽然本报告是《产出缺口观察》的跟踪报告，但我们比较完整地回顾和检视这一以产出缺口为核心——或者说是以库存周期波动为核心的周期研究体系，通过对6月产出缺口的观察，我们得到的结论应该还是比较明确的：

首先，从周期演进角度看，分析的结果，我们认为：

(1) 6月份工业增加值同比显著回升有其内在动力（详见《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》），中游弹性的恢复则是主因；

(2) 6月或已是工业增加值环比底部，这一结论可从领先指标体系来验证；

(3) 虽然短周期经济最坏预期已成过去，但市场并非一蹴而就，仍需要较长时间的底部过程。

其次，从行业产出缺口观察看，我们有以下配置建议：

(1) “早周期、早受益”的汽车行业仍将是配置的重要标的；

(2) 食品饮料仍可享受行业高景气，未到摒弃之时；

(3) 医药制造业处于景气回升阶段，7月仍可配置；

(4) TMT的中长期配置始于7月；

(5) 机械的左侧配置，较佳时机或在8-9月；

(6) 化工、有色阶段机会，煤炭、非金属进入高景气回落阶段。

根据我们一贯的风格，上述配置路线可简化为“7月：TMT、医药、食品饮料、汽车→8月：机械、化工、有色”，这一配置建议与《成本压力回落下的短周期底部过渡》以及《中游砥柱--周期弹性与行业弹性研究》是一致的，此外，对煤炭、非金属（水泥）行业，需提防景气回落的风险。



分析师介绍

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于数量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。