

证券研究报告 • 策略动态 • PMI 观察

7 月 PMI：底部还是下滑中继？

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、7 月短周期底部过渡及“中游砥柱”，鲜明地表明我们研究逻辑和观点的演变。现实是，7 月 PMI 创 29 个月新低，福兮祸兮？我们将揭开这一面纱。

主要观点：

PMI：本轮中周期复苏以来最低

7 月份 PMI 指数为 50.7，低于上月的 50.9，为 2009 年 3 月中周期复苏以来的最低值，如果从静态或者趋势来看，PMI 指数自 2011 年 4 月份以来一路回落，经济似乎有“硬着陆”之虞，但根据季调及季调趋势项以及趋势项环比，我们判断 PMI 已开始见底，工业生产将逐渐恢复。

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，短期贷款余额环比、原材料库存环比、PMI 生产指数环比等等，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。

去库存

我们在《周期右侧 消费左侧》预见 4-7 月份的库存加速期后进入去库存过程，将持续至四季度，但并不影响我们对短周期的判断。

通胀：预计 7 月见顶、2012 年 1 季度前适度回落

在《过渡期、库存加速与市场特征》我们指出“物价高点可能在 6 到 7 月份”，即 6 月或 7 月的通胀高点是可预期的，根据这样一种逻辑，从 8 月开始直到在 2012 年 1 季度，我们将能看到通胀的适度回落，那么，9-10 月的经济弹性恢复，通胀的约束将被弱化。

配置建议：振荡期的结构分化

我们依然认为工业增加值从环比底部向产出缺口底部过渡阶段指数仍将有所反复。配置上仍然建议关注 TMT、医药、化工、汽车、机械、有色等。对煤炭、非金属（水泥）行业，仅仅属于短周期景气回落，其景气回落的底部有可能出现在 10 月份前后。对于食品饮料，高景气意味着“右侧”机会。

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

安尉

anwei@csc.com.cn

010-85130982

执业证书编号：S1440209040343

发布日期：2011 年 8 月 2 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》
- 2011.7.20 《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》

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、PMI：本轮中周期复苏以来最低	2
三、短周期：从环比底部向产出缺口底部过渡	3
1、短周期仍处于底部过渡	3
2、短周期弹性的未来	4
四、PMI 指标剖析	5
1、工业生产：原材料补库存为先导	5
2、PMI 生产指数环比连续 5 个月回暖	6
3、新订单及采购量：7 月份环比正增长	7
4、去库存开始	9
5、通胀：7 月见顶、2012 年 1 季度前适度回落	10
五、结论及配置建议	11
1、关于市场趋势	11
2、配置建议	11

图表目录：

图 1：研究的逻辑演进及市场节奏	1
图 2：7 月 PMI 指数为 2009 年 3 月以来最低	2
图 3：PMI 指数有见底迹象	3
图 4：PMI 环比连续四月回暖	3
图 5：6 月份工业增加值产出缺口仍在回落	4
图 6：7-9 月：短周期从环比底部向产出缺口底部过渡	4
图 7：2011 年 10 月短周期回升的中期图景	5
图 8：工业生产，原材料为先：PMI 原材料库存环比回暖明显	6
图 9：短期贷款余额环比回升	6
图 10：PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月	7
图 11：PMI 生产指数环比连续 5 月回暖	7
图 12：新订单：季调趋势项底部回升	8
图 13：7 月新订单趋势项环比升至正轴	8
图 14：新订单：季调趋势项底部回升	8
图 15：7 月采购量趋势项环比升至正轴	9
图 16：7 月产成品库存高位回落	9
图 17：7 月库存环比负增长	10
图 18：购进价格继续回落	10
图 19：购进价格环比仍回落	11

一、逻辑演进：“2 月周期复辟→4 月周期右侧、消费左侧→6 月底部过渡”

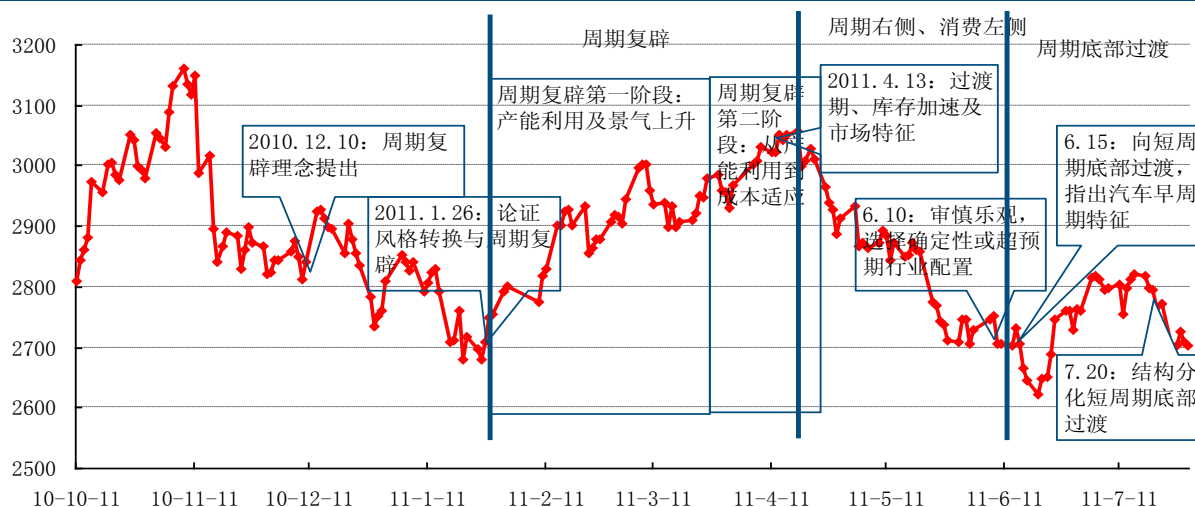
遵循周期演进的逻辑和框架，从 6 月《选择确定性增长--2011 年 6 月策略配置报告》我们开始论证短周期底部问题，6 月 15 日的策略深度《成本压力回落下的短周期底部过渡》一文中，我们明确指出，本轮经济短周期调整的底部或在 10 月份左右，从领先指标的分析看，已能初步推断环比底部在 6 月或 7 月，总而言之，6 月开始，经济将逐渐向环比底部过渡，在向短周期底部过渡过程中，成本压力回落将是一种必然和现实，我们建议的配置顺序是“食品饮料（6 月）→医药（6/7 月）→汽车（6/7 月）→TMT（8 月）→机械（8/9 月）”。

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）”。

7 月 20 日《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》一文中，我们明确指出，“6 月份或已是工业增加值环比的底部”，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。

由于我们的领先指标体系中，PMI 指数扮演重要的角色，我们也将对这一组数据进行持续跟踪，以判断短周期的动态变化。

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、PMI：本轮中周期复苏以来最低

7 月份 PMI 指数为 50.7, 低于比上月的 50.9, 为 2009 年 3 月中周期复苏以来的最低值, 如何解读这一数据?

如果从静态或者趋势来看, 我们没有乐观的理由, 因为 PMI 指数自 2011 年 4 月份以来一路回落, 或者从更早的 2010 年 12 月以来一直处于回落过程, 经济似乎有“硬着陆”的风险。

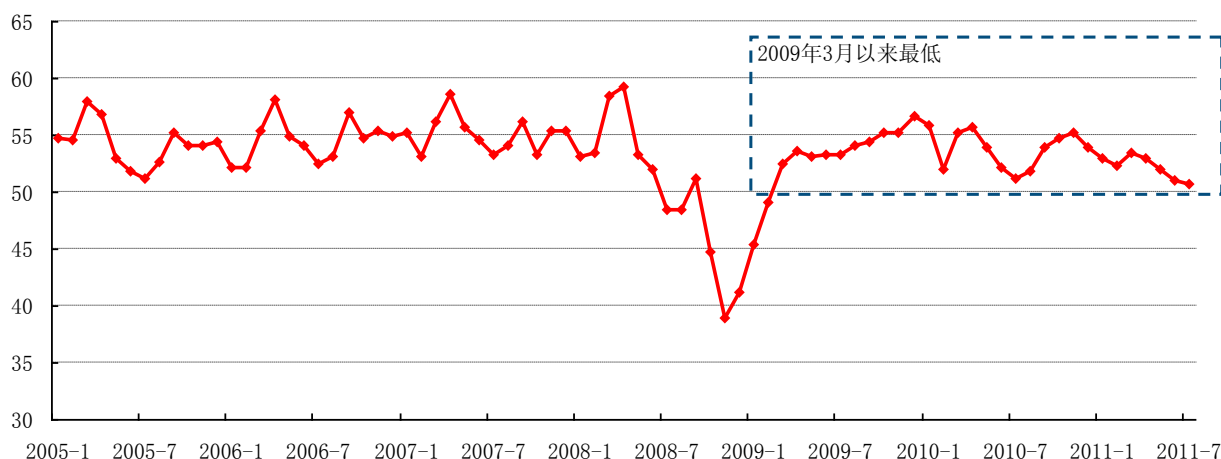
经济会不会硬着陆? 关键是如何看待 PMI 数据, PMI 是最坏还是仍处于下跌的中继? 进一步推衍开来, 就是对市场的多空态度, 单从数据看, 似乎得出做空市场的结论。

事实如此吗? 透过现象看本质, 我们的结论或许会与众不同。

虽然很多人认为, PMI 公布的数据已经是季节调整后的数据, 但并不妨碍我们进一步季调, 从简单季调后的数据我们得到的结论完全不一样, 7 月份的 PMI 季调后是回升的, 换言之, PMI 并没有直观看到的那么差。

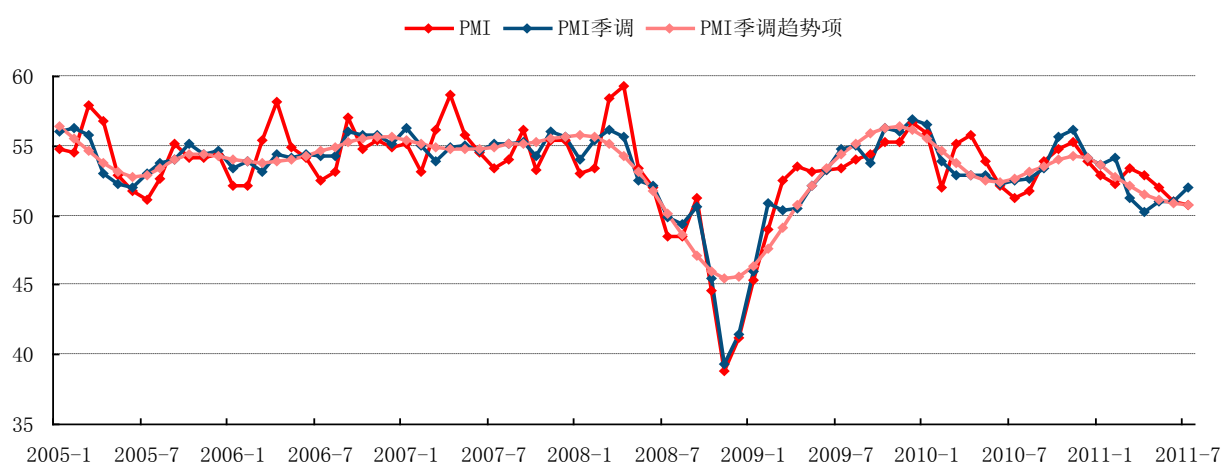
但简单季调有一个弊端, 因为 PMI 是波动的, 即使季调回升, 也并没有说明趋势是回升的, 因此, 我们还需要看季调趋势项, 7 月 PMI 季调趋势项与 6 月份基本持平, 这就意味着 6-7 月份 PMI 季调趋势项是个底部。是不是底部, 我们可以从季调趋势项环比来验证, 从数据关系看, 环比领先趋势项 3-4 个月不等, 且环比符号开始变化时, 往往表现为趋势项的拐点。7 月份 PMI 环比-0.27%, 但数值显著变小, 7 月份有可能是 PMI 季调趋势项的底部。

图 2：7 月 PMI 指数为 2009 年 3 月以来最低



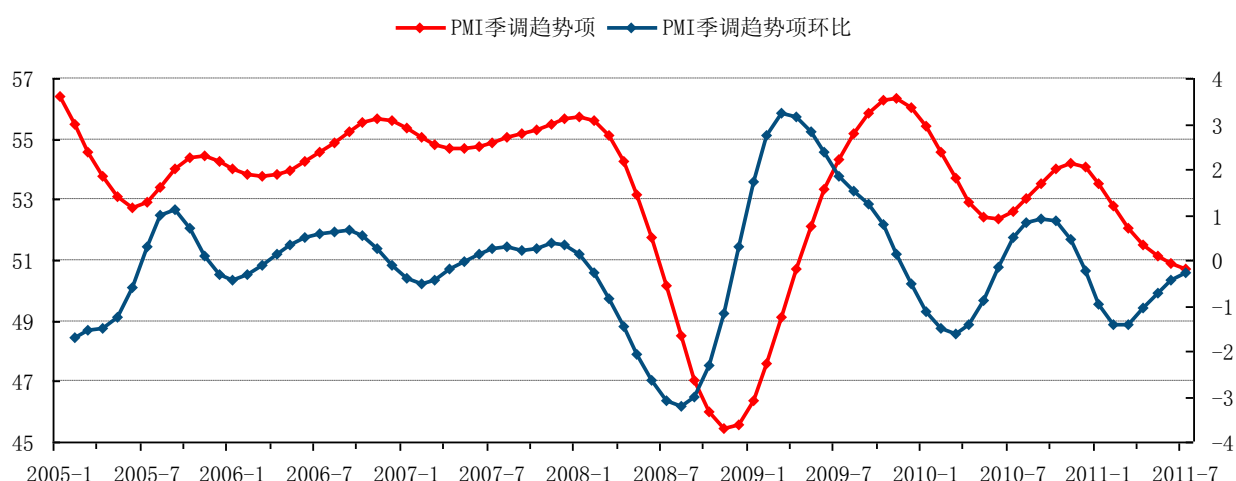
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3: PMI 指数有见底迹象



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 4: PMI 环比连续四月回暖



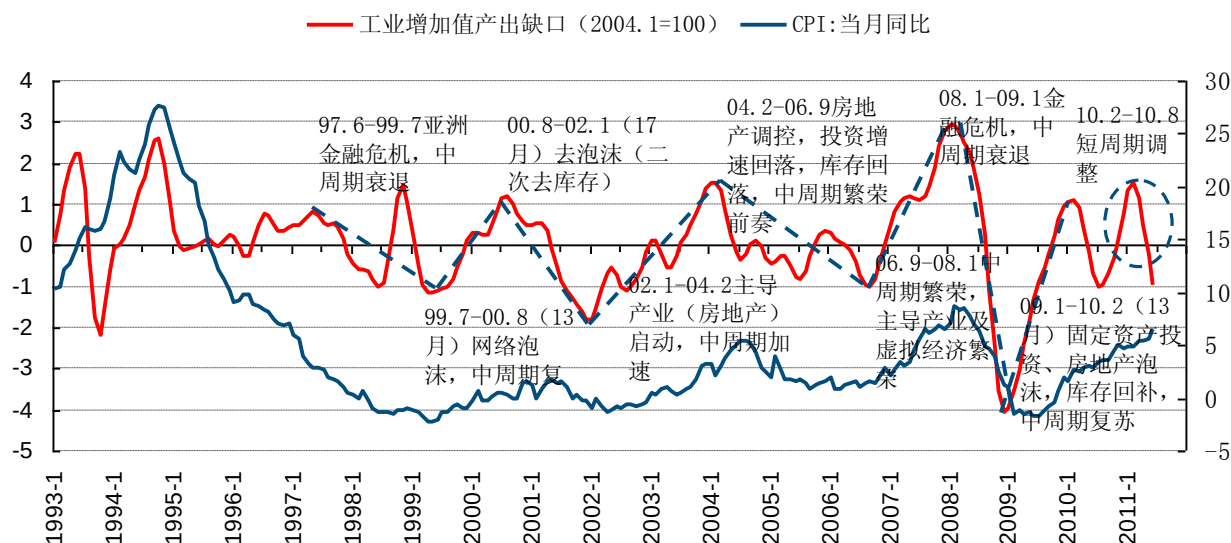
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

三、短周期：从环比底部向产出缺口底部过渡

1、短周期仍处于底部过渡

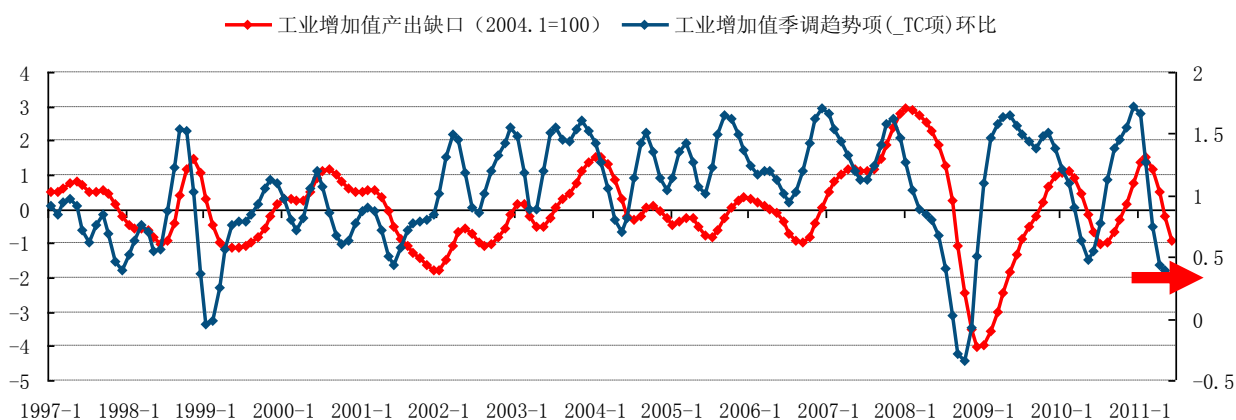
我们在 7 月 20 日《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》指出，工业增加值环比在 6 月份达到底部，之后将逐渐回升，但环比趋势性回升 3-4 个月之后产出缺口才会显著回升，因而，9-10 月份产出缺口才有可能达到底部，7-9 月份之间，将是经济从环比底部向产出缺口底部过渡阶段。

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

图 6：7-9 月：短周期从环比底部向产出缺口底部过渡



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2、短周期弹性的未来

我们在《中游砥柱》一文中指出：

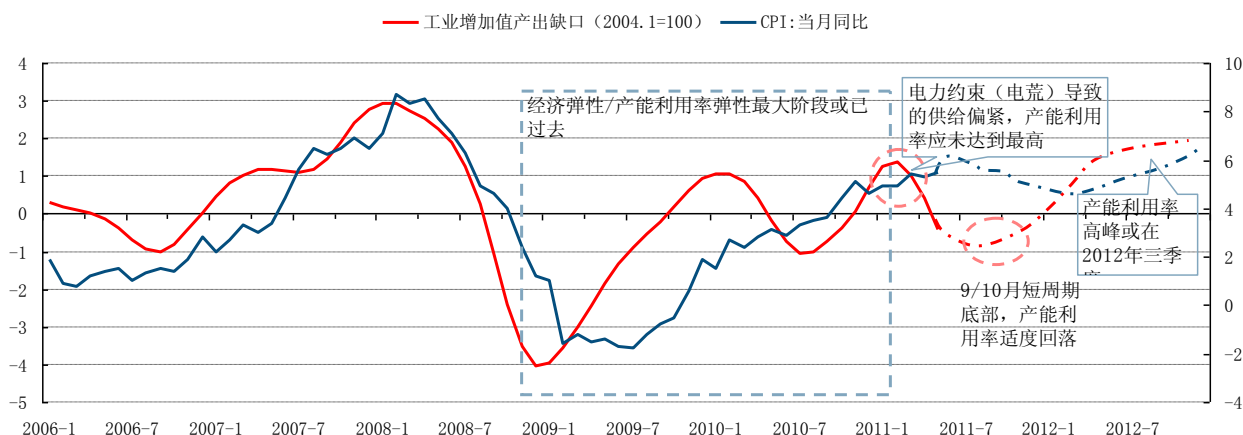
(1) 本轮经济短周期的环比底部有可能在 6 月或 7 月，产出缺口底部或将在 9 月或 10 月，短周期回落两个季度左右，其中的环比底部或已于 6 月出现；

(2) 2011 年 10 月之后的短周期回升至 2012 年一季度，物价表现将较为平稳，通胀或在 2012 年二季度重新抬头，短周期上升的后半段将有可能运行在高通胀水平；

(3) 10 月至后的短周期回升或至少持续 10 个月到 1 年的时间；

(4) 本轮短周期回升，制造业产能利用率将得到提升，其中以中游制造业以及上游采掘为典型，但以大幅提升产能利用率为标志的经济弹性最大阶段或已过去。

图 7：2011 年 10 月短周期回升的中期图景



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

四、PMI 指标剖析

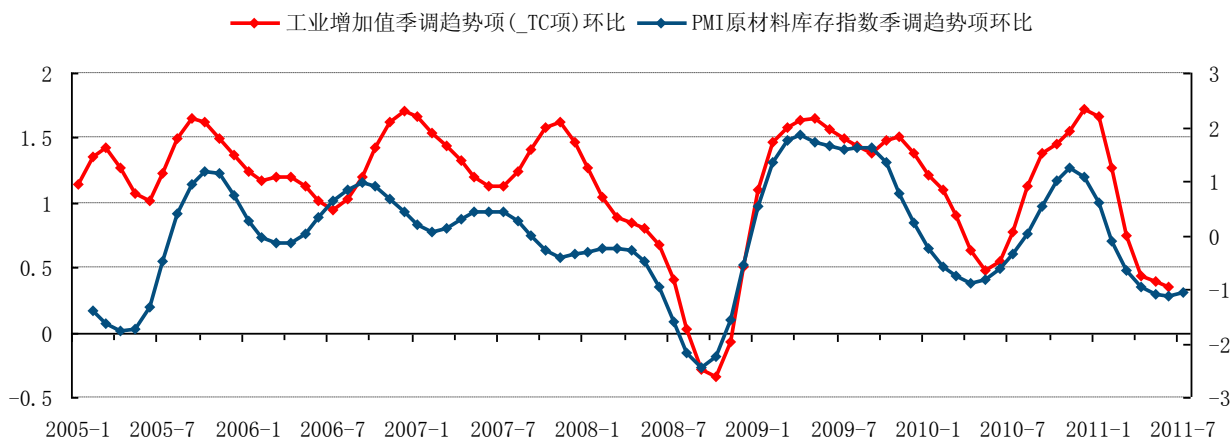
从《周期复辟的线索》系列报告开始，我们逐渐形成了观察经济短周期波动的领先指标体系，从目前看，这一指标体系具有较高的可靠性和有效性。

1、工业生产：原材料补库存为先导

7 月 20 日《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》的报告中，我们给出了从短期贷款余额、原材料库存到工业增加值环比之间的逻辑演进。PMI 原材料库存环比从 7 月份开始回暖，意味着我们推断的 7 月份、最晚 8 月份工业增加值环比回升也将是一个大概率事件。

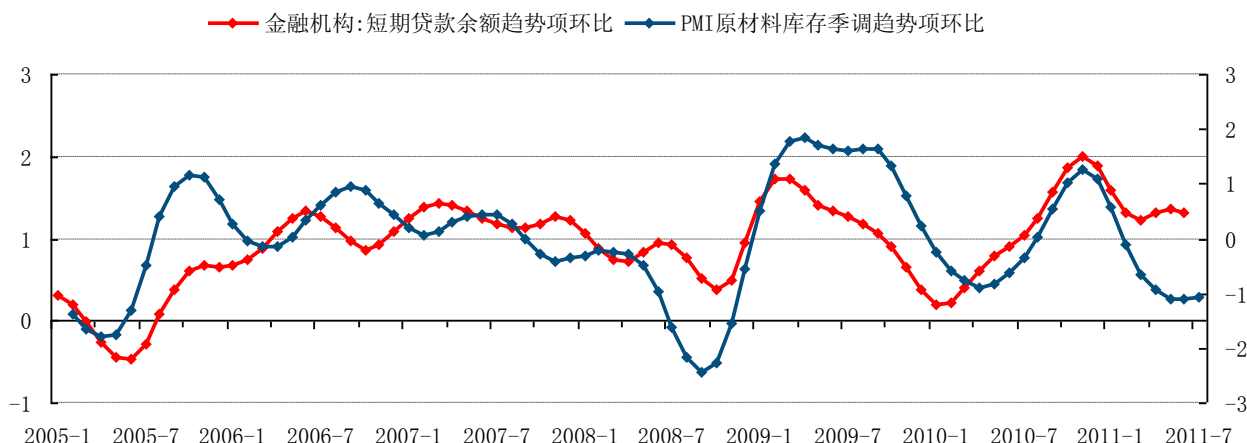
原材料库存环比回暖隐含着在工业生产环节中，将逐渐进入原材料环节的补库存阶段，与我们观测到的化工、有色基本面回暖也是一致的。

图 8：工业生产，原材料为先：PMI 原材料库存环比回暖明显



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 9：短期贷款余额环比回升

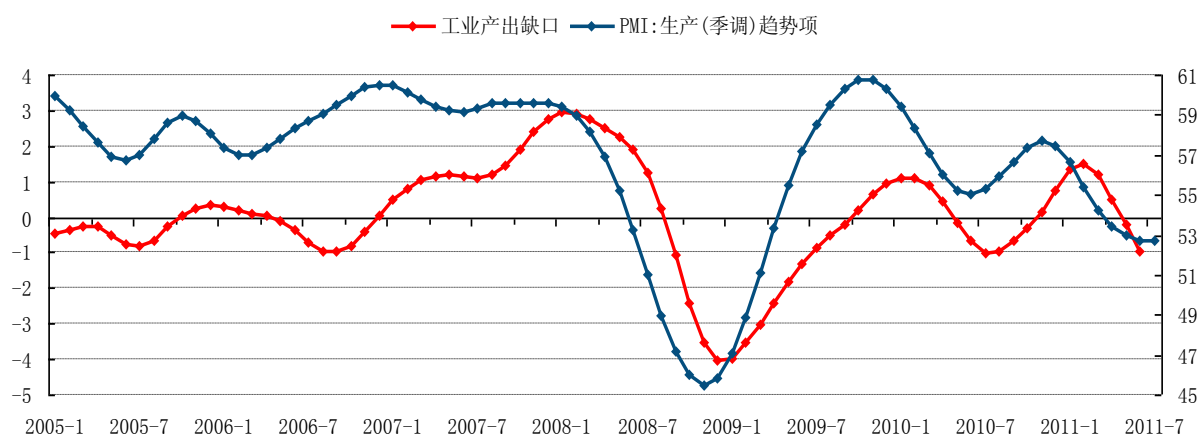


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

2、PMI 生产指数环比连续 5 个月回暖

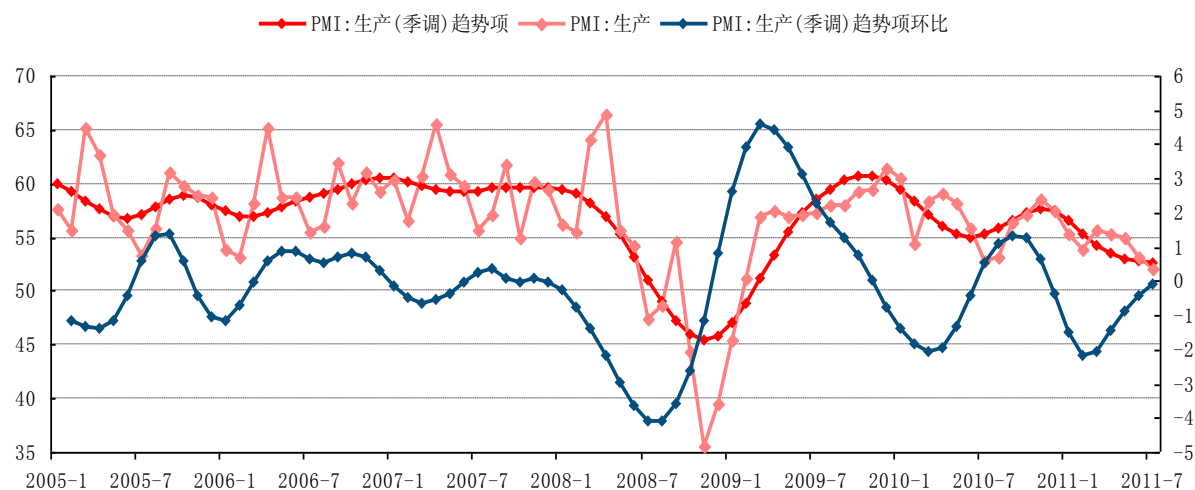
PMI 生产指数季调趋势项领先产出缺口 3-4 个月左右，而 PMI 生产指数季调趋势项环比则领先其季调趋势项平均 3 个月，我们看到 PMI 生产指数季调趋势项环比已连续 3 个月触底回升，7 月份其环比甚至已经接近正轴，意味着 PMI 指数（季调）的底部应在 6-7 月份，那么我们基本能确立 9-10 月份为本轮经济短周期调整的底部，而工业增加值环比底部在 6 月份左右。

图 10: 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 11: PMI 生产指数环比连续 5 月回暖

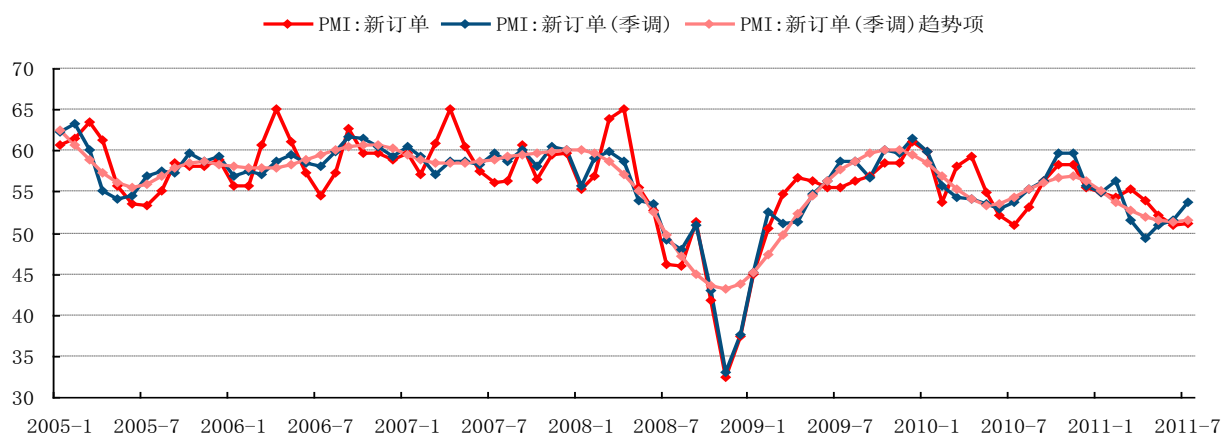


数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

3、新订单及采购量：7 月份环比正增长

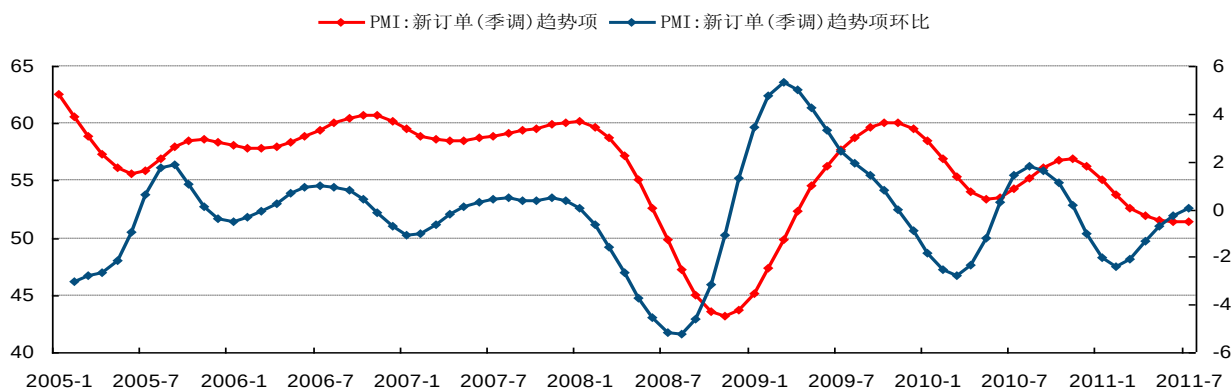
如果我们看新订单和采购量指数，这两个指数的季调趋势项环比 7 月份已经回到正轴以上，意味着，7 月份之后，企业生产活动逐渐开始恢复，这也是工业增加值环比触底的有力证据。

图 12: 新订单: 季调趋势项底部回升



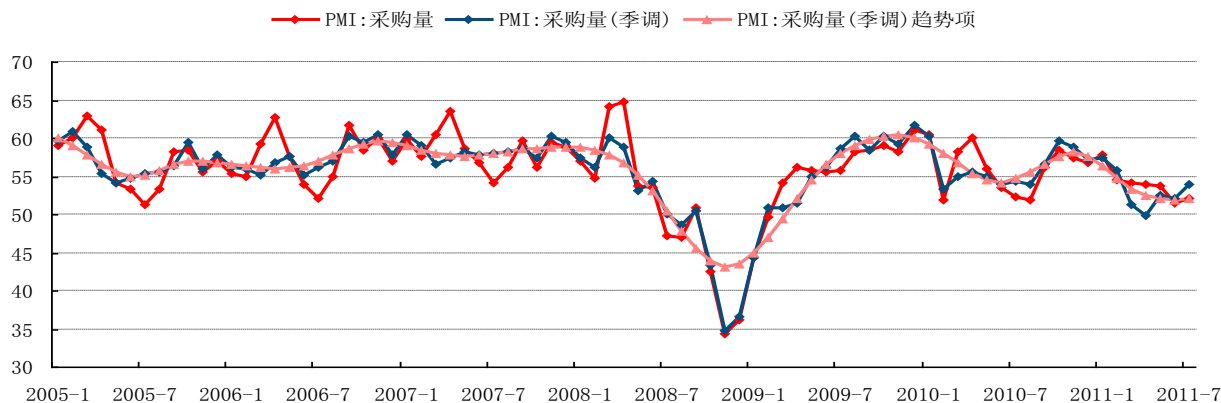
数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 13: 7 月新订单趋势项环比升至正轴



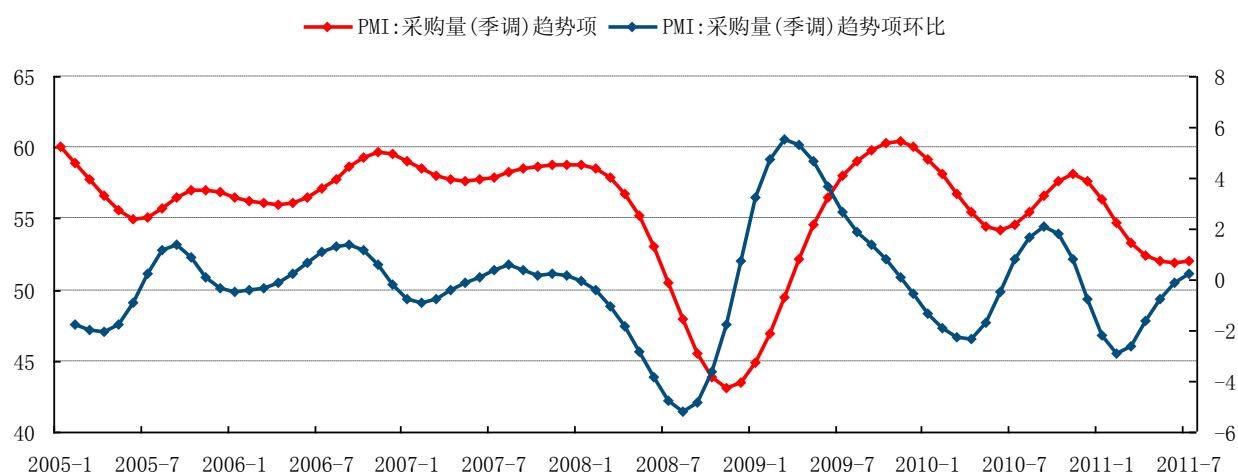
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 新订单: 季调趋势项底部回升



数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15：7 月采购量趋势项环比升至正轴



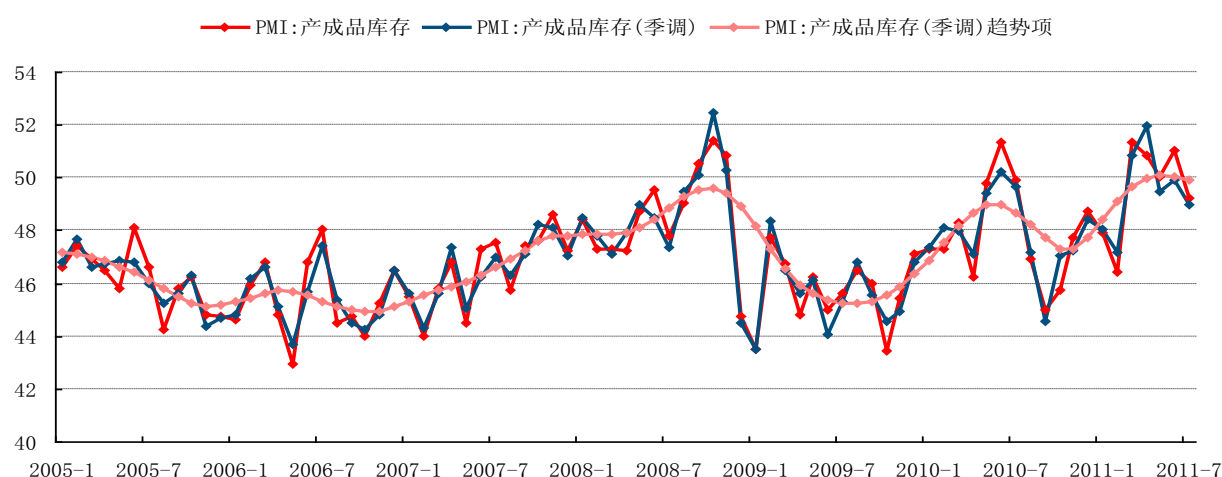
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

4、去库存开始

我们在 4 月 13 日《过渡期、库存加速与市场特征》以及《周期右侧 消费左侧》中对库存行为做了描述，“在工业生产高位回落、物价上升、需求回落背景下，4 月份到 7 月份之间可能会出现因产品滞销导致的库存积压，库存也将进入加速期。”

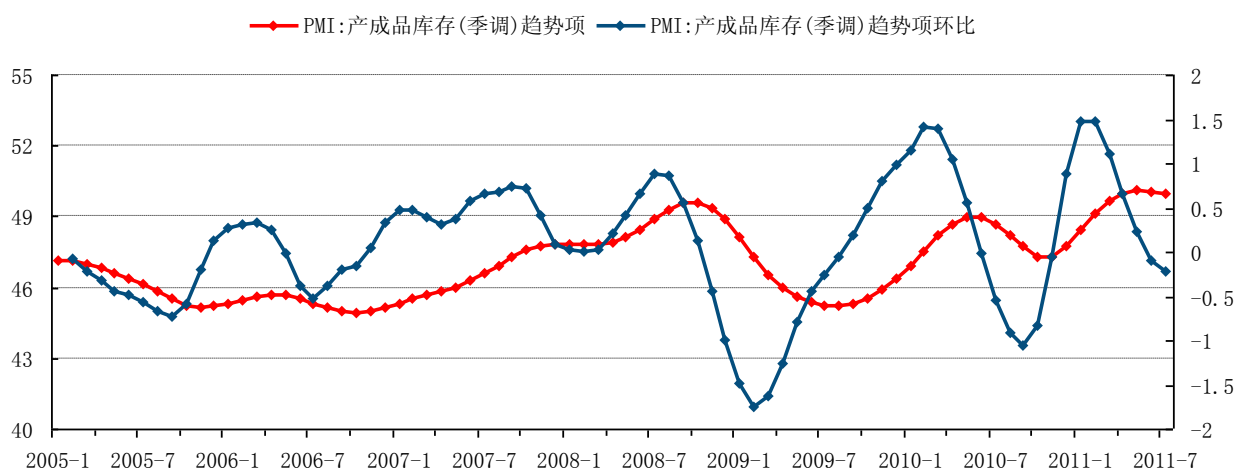
从 7 月份开始，产成品库存趋势项 7 月份开始高位回落，基于产出缺口 9-10 月份见底的判断，去库存或始于 7 月份、终于 12 月。但在我们的框架下，库存行为显得无足轻重。

图 16：7 月产成品库存高位回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 17：7 月库存环比负增长



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

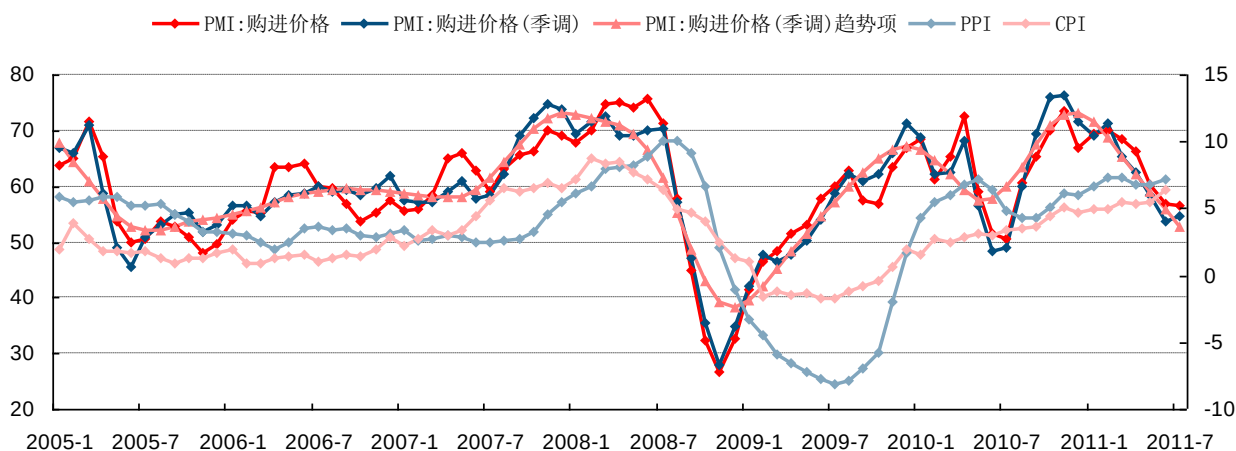
5、通胀：7 月见顶、2012 年 1 季度前适度回落

关于通胀，目前看来是制约市场的最大的不确定因素，市场也正是处于通胀与政策的夹缝中，只有通胀预期适度回落、政策紧缩预期松动背景下，经济的弹性才能逐渐释放（见《中游砥柱——周期弹性与行业弹性研究》）。

那么，在我们的框架下，通胀又是如何表现？

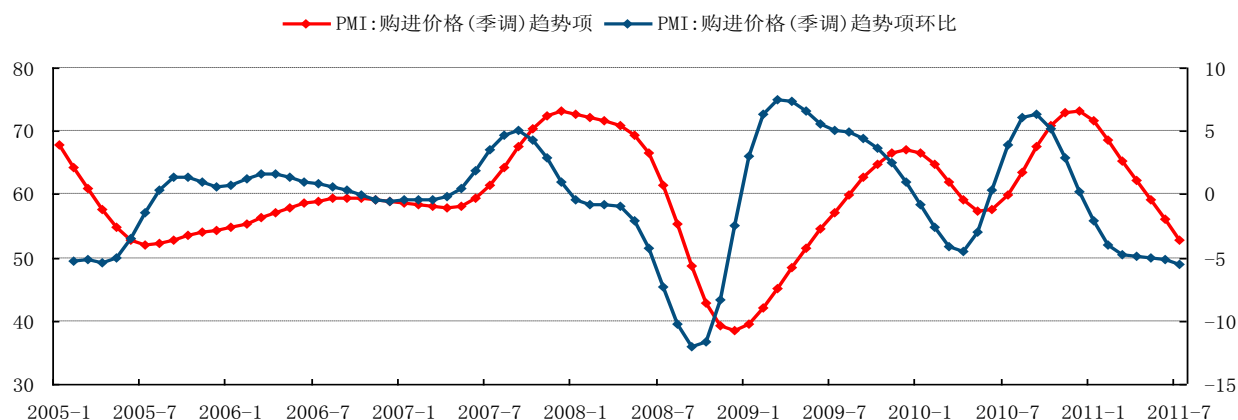
4 月 13 日《过渡期、库存加速与市场特征》以及《周期右侧 消费左侧》中我们对通胀的描述为“从产出缺口、PMI 购进价格趋势项，推断出来物价高点可能在 6 到 7 月份”，也就是说，6 月或 7 月的通胀高点是可预期的，根据这样一种领先滞后关系，从 8 月开始直到在 2012 年 1 季度，我们将能看到通胀的适度回落，那么，9-10 月的经济弹性恢复，通胀的约束将被弱化。

图 18：购进价格继续回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 19：购进价格环比仍回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

五、结论及配置建议

1、关于市场趋势

我们在 7 月 20 日《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》的报告中对市场趋势有明确的描述“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。”

9 月份之后市场能否出现系统性机会，关键在于经济弹性恢复的程度，关键在于流动性和政策放松的程度，就周期而言，只是这样一个拐点的必要而非充要条件。从我们的研究结论而言，我们是看好这样一个跨年度机会的（《中游砥柱—周期弹性与行业弹性研究》）。

2、配置建议

我们关于配置的建议与《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》相比并没有发生太大的变化，8 月之后仍然建议关注 TMT、医药、汽车、机械、化工、有色等。

对煤炭、非金属（水泥）行业，需提防景气回落的风险，但我们需要澄清的是，这两个行业仅仅属于短周期景气回落，其景气回落的底部有可能出现在 10 月份前后，因此，我们可以将这两个行业“扛”到 9-10 月份、或者 10 月后再介入。

关于食品饮料，我们在《6 月产出缺口观察：结构分化的短周期底部过渡》中指出，8-9 月份这两个行业仍将处于高景气阶段，背后的含义是，未来有可能面临景气回落，因此，这种机会，也是一种“右侧”机会——即“消费右侧”。



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。

安 尉：英国斯旺西大学金融数学专业硕士，工学学士，策略分析师。密切跟踪研究经济与资本市场周期趋势，专注于中观视角下的行业比较分析及配置研究。

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。