



证券研究报告·策略深度·产出缺口观察

7月产出缺口：黎明前的黑暗

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，而8月上旬，在海外信用危机冲击下，市场出现大幅调整，究竟是漫漫长夜的开始还是黎明前的黑暗？

主要观点：

工业增加值同比略有回落

7月工业增加值同比增长14%，低于6月份的15.1%，其中医药、非金属矿物制品、煤炭、金属制品、专用设备等行业增速在17%以上，石油加工、医药、汽车、黑色金属、化工等行业环比回升。

短周期底部过渡：黎明前的黑暗

虽然工业增加值产出缺口仍处于回落过程，但工业增加值趋势项环比6月已经回升，比我们领先指标分析得到的结论提前1月。根据产出缺口滞后环比3-4个月的规律，那么8月将是短周期的底部，在欧美合力冲击下的大幅调整，充分演绎“黎明前的黑暗”，9月开始，周期弹性将逐渐恢复，黎明的曙光渐近。

行业产出缺口观察：环比渐暖

从产出缺口的角度看，7月仅有医药、纺织两行业产出缺口和环比同时向上，食品饮料及仪器仪表仍然景气向上但环比回落，石油加工、化学原料、化学纤维、黑色金属、金属制品、汽车等11行业虽然产出缺口回落但环比回暖，而煤炭、非金属、通用设备、专用设备等行业产出缺口及环比均回落。总体而言，多数行业处于环比回暖过程，印证工业增加值环比回升的可靠性。

市场或即将走出底部

8月是短周期“黎明前的黑暗”，随着9月周期弹性的恢复以及海外冲击的消退，市场或能逐渐走出底部，9月中旬的宏观数据验证短周期底部之后，市场渐将明朗。因而我们并不悲观。

配置建议：分阶段配置

(1) 配置景气上升的行业如医药，关注纺织业；(2) 中长期左侧布局景气底部行业：汽车、TMT、机械、化工；(3) 8月仍可持有景气高点的食品饮料，但需提防9月份景气高点回落风险；(4) 煤炭和非金属短周期回落，底部将出现在10月，可关注；(5) 有色景气出现波动，真正机会需等待其金融属性的恢复；对于钢铁，较佳的配置时机将在四季度末到明年一季度。

投资策略

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

发布日期：2011年8月15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》
- 2011.8.2 《7月PMI：底部还是下滑中继？》
- 2011.8.3 《电话会议纪要：产出缺口视角下的周期演进》

目录

一、观点回顾：“2月周期复辟→4月周期右侧、消费左侧→6月底部过渡”	1
二、7月工业增加值同比有所回落	2
三、短周期的曙光	4
1、短周期仍处于底部过渡	4
(1) 工业增加值产出缺口仍持续回落	4
(2) 工业增加值趋势项环比回升	5
2、领先指标观察：增加值环比见底的验证	6
(1) 短期贷款余额环比回升	6
(2) PMI 环比回升	7
3、未来两个季度将处于温和去库存过程	9
4、小结：黎明前的黑暗	10
四、行业产出缺口观察	10
五、总结	18

图表目录：

表 1：行业产出缺口	12
图 1：观点回顾及市场节奏	2
图 2：7月 PMI 指数为 2009 年 3 月以来最低	3
图 3：PMI 环比连续四月回暖	3
图 4：7月工业增加值同比有所回落	4
图 5：6月主要行业工业增加值同比增速	4
图 6：7月份工业增加值产出缺口仍在回落	5
图 7：工业增加值季调（_SA）项环比连续两月回升	5
图 8：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比回升	6
图 9：工业生产，原材料为先	6
图 10：短期贷款余额环比回升	7
图 11：PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月	7
图 12：PMI 生产指数环比连续 5 月回暖	8
图 13：7月新订单趋势项环比升至正轴	8
图 14：7月采购量趋势项环比升至正轴	8
图 15：7月产成品库存高位回落	9
图 16：7月库存环比负增长	10
图 17：汽车行业产出缺口	13
图 18：汽车行业增加值环比	13
图 19：交运设备制造业产出缺口	13
图 20：交运设备制造业增加值环比	13



图 21: 食品饮料行业产出缺口	14
图 22: 食品饮料行业增加值环比	14
图 23: 医药行业产出缺口	14
图 24: 医药行业增加值环比	14
图 25: TMT 行业产出缺口	14
图 26: TMT 行业增加值环比	14
图 27: 机械行业产出缺口	15
图 28: 机械行业增加值环比	15
图 29: 石油加工业产出缺口	15
图 30: 石油加工业增加值环比	15
图 31: 化工行业产出缺口	15
图 32: 化工行业增加值环比	15
图 33: 有色行业产出缺口	16
图 34: 有色行业增加值环比	16
图 35: 钢铁行业产出缺口	16
图 36: 钢铁行业增加值环比	16
图 37: 煤炭行业产出缺口	16
图 38: 煤炭行业增加值环比	16
图 39: 纺织、服装、造纸业产出缺口	17
图 40: 纺织、服装、造纸业增加值环比	17
图 41: 金属、非金属制品产出缺口	17
图 42: 金属、非金属制品增加值环比	17
图 43: 电器机械、仪器仪表制造业产出缺口	17
图 44: 电器机械、仪器仪表制造业增加值环比	17
图 45: 电力、燃气、水生产及供应业产出缺口	18
图 46: 电力、燃气、水生产及供应业增加值环比	18

一、观点回顾：“2 月周期复辟→4 月周期右侧、消费左侧→6 月底底部过渡”

我们的研究体系依然以周期演进框架为内核，通过以产出缺口为核心指标体系的分析方法，于是就有了一季度的“周期复辟”、二季度“周期右侧、消费左侧”及 6 月份开始的“底部过渡的复杂性”，我们较为准确地把握了市场的节奏，8 月 3 日电话会议纪要《产出缺口视角下的周期演进》对产出缺口分析方法下的周期演进规律做了一个很好的总结。

随着 7 月份数据的公布，PPI、CPI 在市场一致预期下创出新高，我们需要回答的是，7 月通胀是否已经见顶？正如我们在《7 月 PMI：底部还是下滑中继？》及更早的《过渡期、库存加速与市场特征》中所指出，“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。”通胀的预期回落，周期弹性的价格约束因素将得以舒缓。

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。**近期大宗价格在欧美信用冲击下大幅回落，成本压力回落已然成为现实。

在 8 月 3 日《产出缺口视角下的周期演进》中，我们对近期市场的观点主要总结为：

1、7 月份 PMI 指数创 2009 年 3 月以来新低，经济看似有“硬着陆”之虞，但我们认为 7 月份的 PMI 应是一个底部而非下滑中继，进一步印证 6 月、最迟 7 月为工业增加值环比底部的判断，9-10 月或是产出缺口底部。

2、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，但不存在系统性风险。

3、中长期看，9-10 月产出缺口底部反弹之后，周期进入弹性逐渐增加阶段，但弹性的强弱仍取决于政策；

4、配置上看，经济弹性恢复之后，制造业产能利用率将走向高点，有可能进入新一轮的产能扩张，中长期看，中游弹性最大，建议关注 TMT、化工、汽车、机械、有色、钢铁、煤炭及水泥等。但短期看煤炭、水泥存在短周期景气回落风险，医药制造业行业也进入景气提升阶段。

然而，我们所指的底部过渡阶段指数的反复，并没有预期到在外围市场强烈冲击下的大幅下挫，大幅下挫下的 A 股市场是否会出现以空间换取时间，在经济周期曙光微露之下，真正的市场底部正在构筑之中？

带着这样一个问题，我们开始对 7 月的产出缺口和短周期波动进行分析和预判。

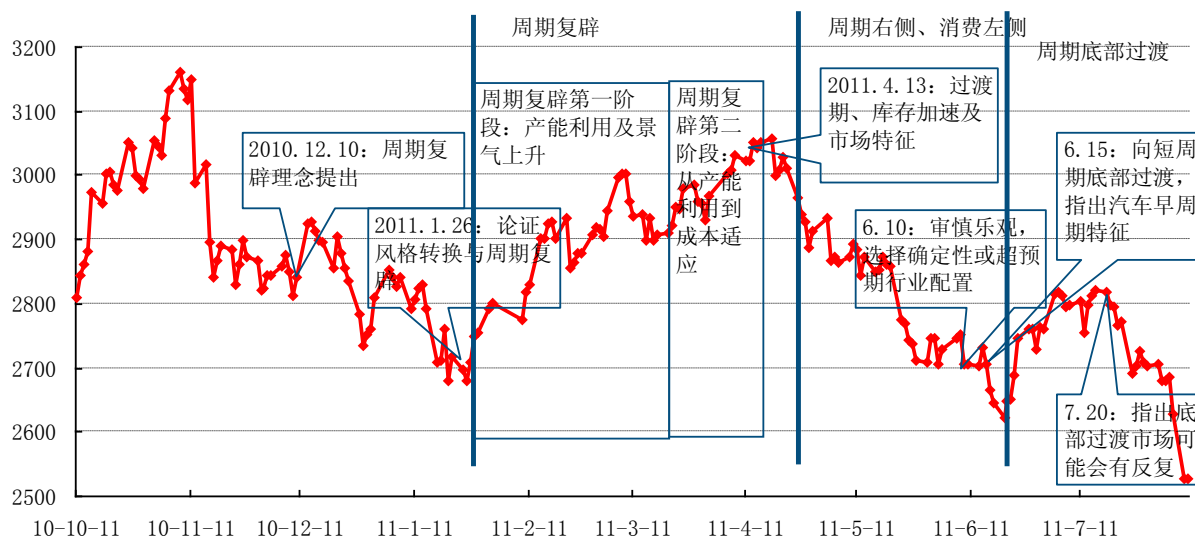
为了理解方便，重述产出缺口的简要规律是必要的：

（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)

详见 8 月 3 日电话会议纪要《产出缺口视角下的周期演进》。

图 1：观点回顾及市场节奏



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

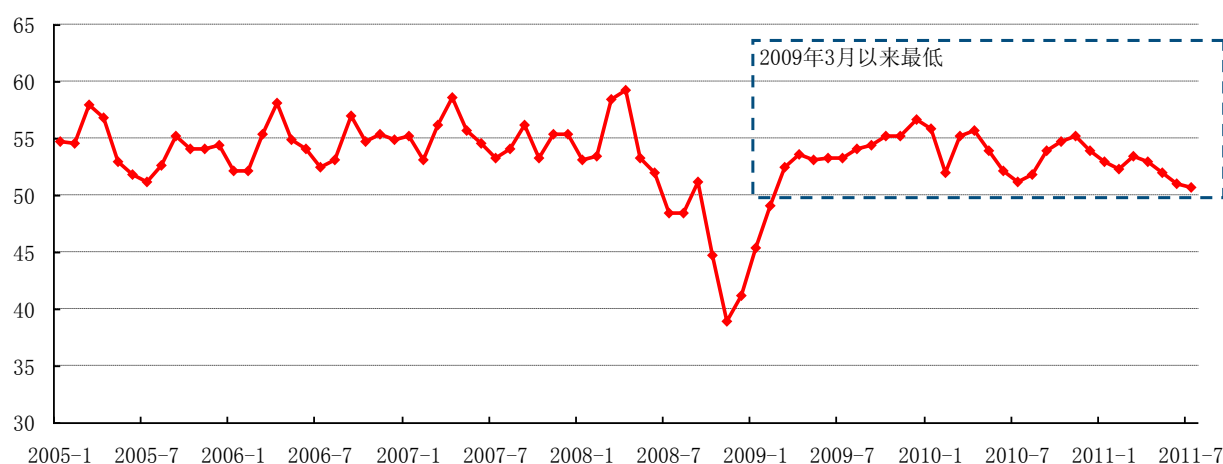
二、7 月工业增加值同比有所回落

7 月工业增加值同比增长 14%，低于 6 月份的 15.1%，与之相对应，7 月份的 PMI 指数创 29 个月新低，为 2009 年 3 月中周期复苏以来的最低值，经济真的要“硬着陆”了吗？

我们在《7 月 PMI：底部还是下滑中继？》明确指出，“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”。根据这样一个规律，8 月份的 PMI 应能小幅回升。

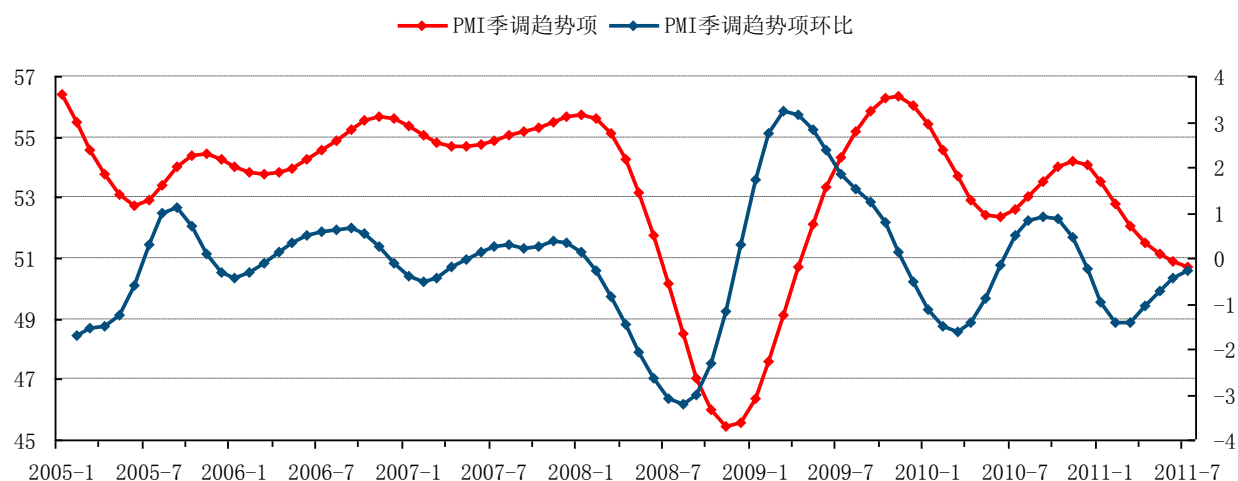
从行业看，医药制造业同比增速最高，达 19.5%，其他如非金属矿物制品、饮料制造、煤炭、造纸及纸制品业、金属制品、专用设备、食品制造、纺织服装鞋帽制造、仪器仪表及文化办公用机械制造、通用设备制造、通信设备计算机及其他电子设备制造、化学原料及化学制品制造以及有色金属冶炼及压延加工等行业的工业增加值同比增速高于平均水平，而塑料制品、燃气生产和供应、橡胶制品、电气机械及器材制造、交通运输设备制造、黑色金属冶炼及压延加工、电力热力的生产和供应、化学纤维制造、石油加工炼焦及核燃料加工、纺织、以及水的生产和供应等行业增速较低。

图 2：7 月 PMI 指数为 2009 年 3 月以来最低



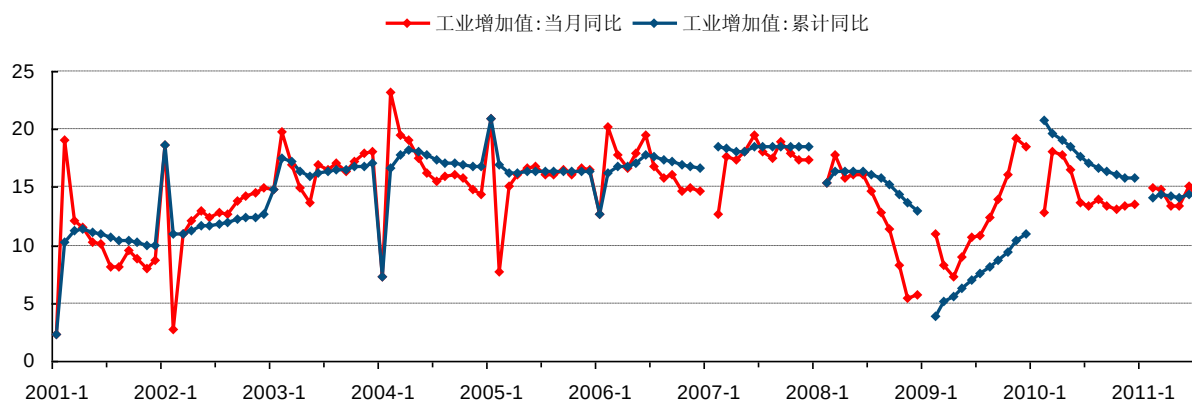
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：PMI 环比连续四月回暖



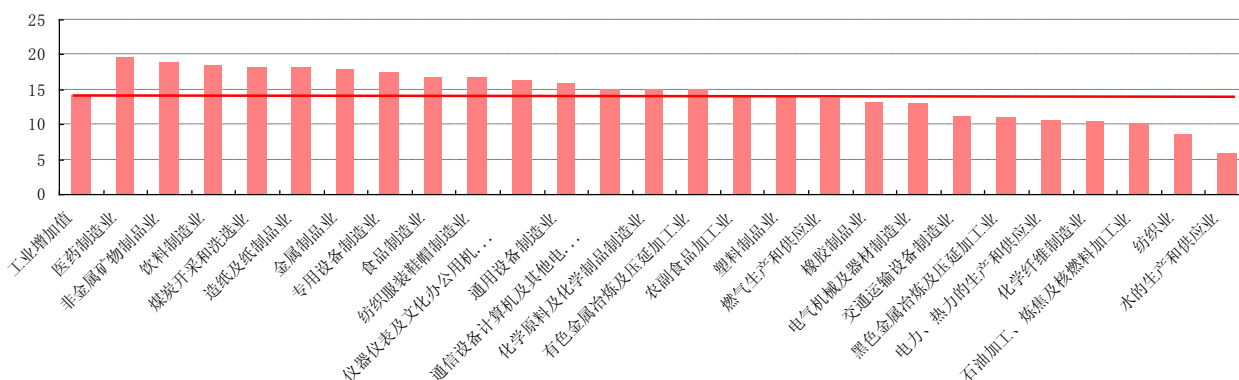
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 4：7 月工业增加值同比有所回落



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 5：6 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

三、短周期的曙光

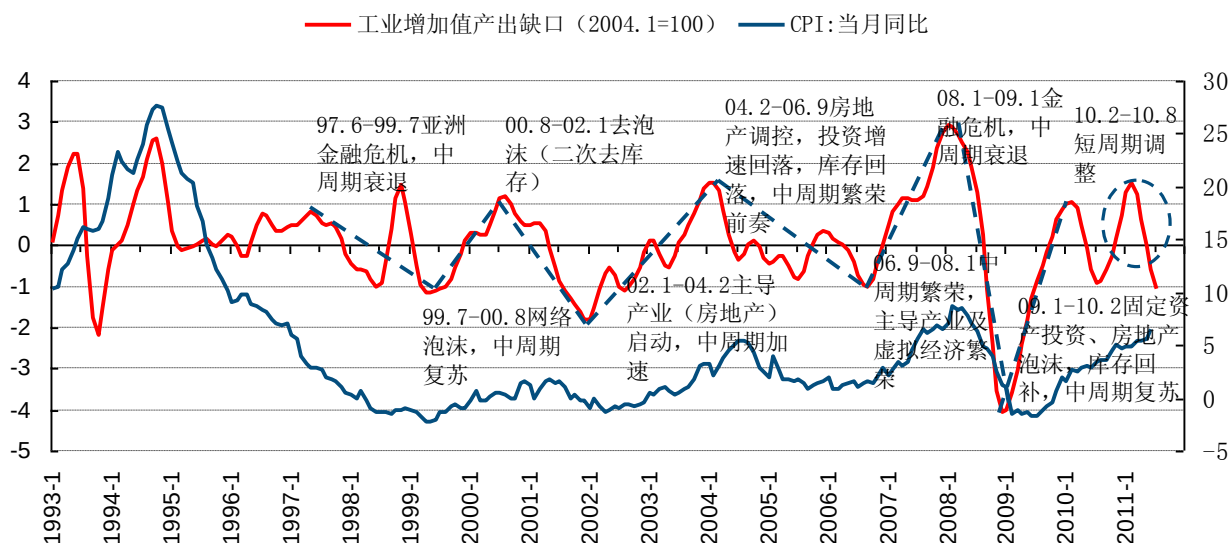
1、短周期仍处于底部过渡

(1) 工业增加值产出缺口仍持续回落

7 月份的工业增加值产出缺口仍在回落之中，换言之，目前周期仍运行在下行阶段。而我们一直认为，在这样一个滞胀型的中周期约束下，短周期的调整是温和而短暂的，正如我们最初在《周期右侧、消费左侧》中判断，判断短周期的底部将出现在 8 月份前后，而后从 6 月配置报告《选择确定性增长》开始，我们建立了观测和预测短周期运行的指标体系，预测短周期调整的底部 9 月份前后。

那么，短周期底部究竟是 8 月还是 9 月？

图 6：7 月份工业增加值产出缺口仍在回落



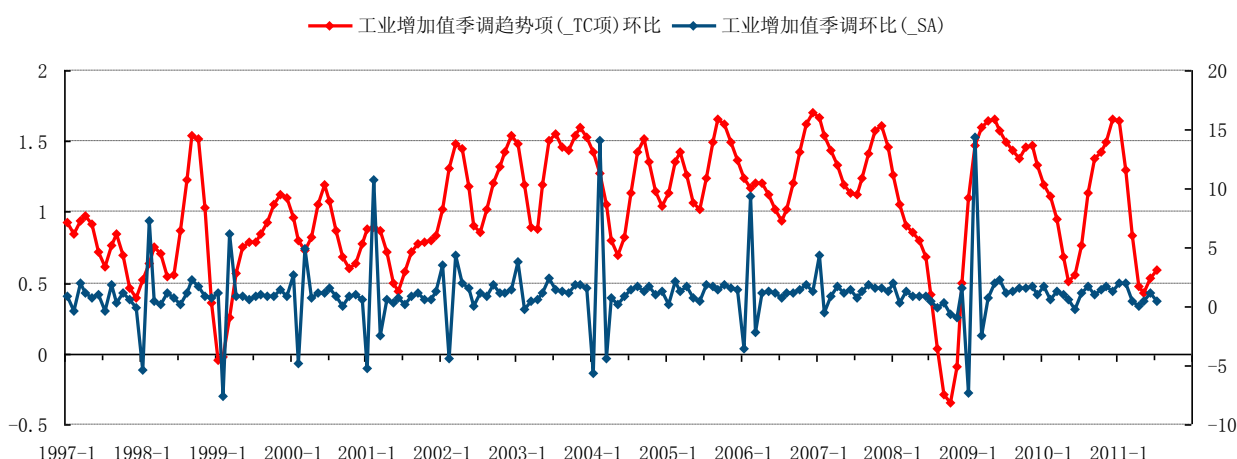
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

（2）工业增加值趋势项环比回升

上一期产出缺口观察中我们已经指出，6 月份工业增加值季调趋势项环比有见底的迹象，那么，最新的计算显著，6 月份工业增加值季调趋势项环比已经出现回升，虽然 7 月份的简单季调环比与上月比略有回落，但环比回升趋势已形成。如果按照环比领先产出缺口 3-4 个月看，产出缺口最早在 9 月份开始触底回升。

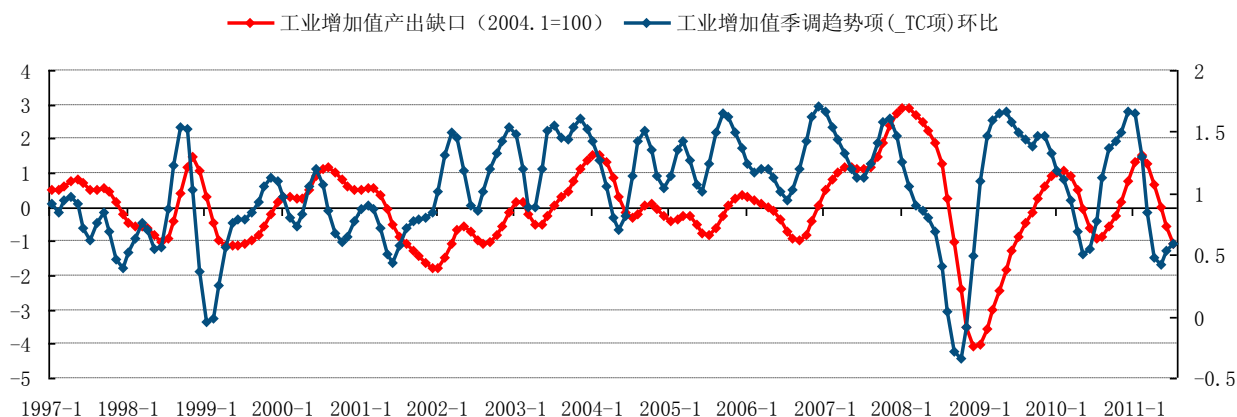
因此，8 月份或为“黎明前的黑暗”，9 月份开始我们或能观察到一些经济好转的迹象。

图 7：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 8：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比回升



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

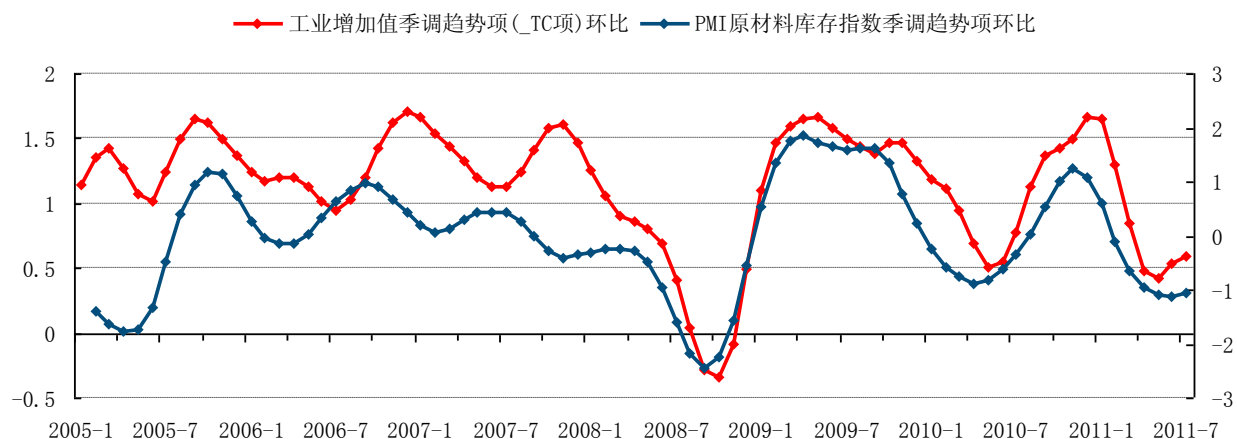
2、领先指标观察：增加值环比见底的验证

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

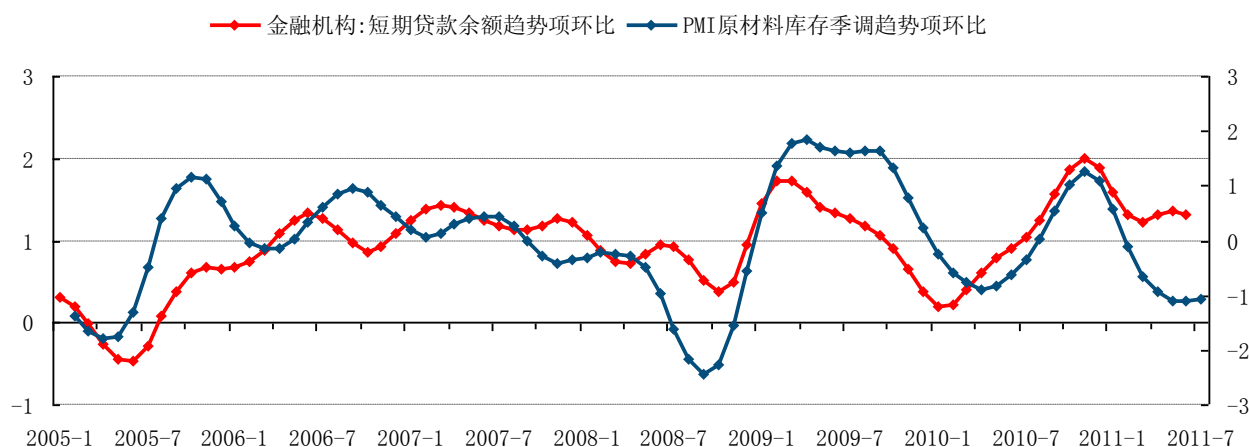
在工业生产中，原材料库存与工业增加值息息相关，原材料库存的底部回升，意味着工业生产的底部回升，从二者环比关系看，原材料库存环比稍稍领先工业增加值环比，而短期贷款余额最为工业生产活动灵敏性指标，短期贷款的增加意味着企业购进原材料、补充库存以备生产之需，从这一意义看，也能成为工业生产的领先指标。短期贷款、原材料库存环比回升，表明 6 月份工业增加值环比回升是较为可靠的。

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



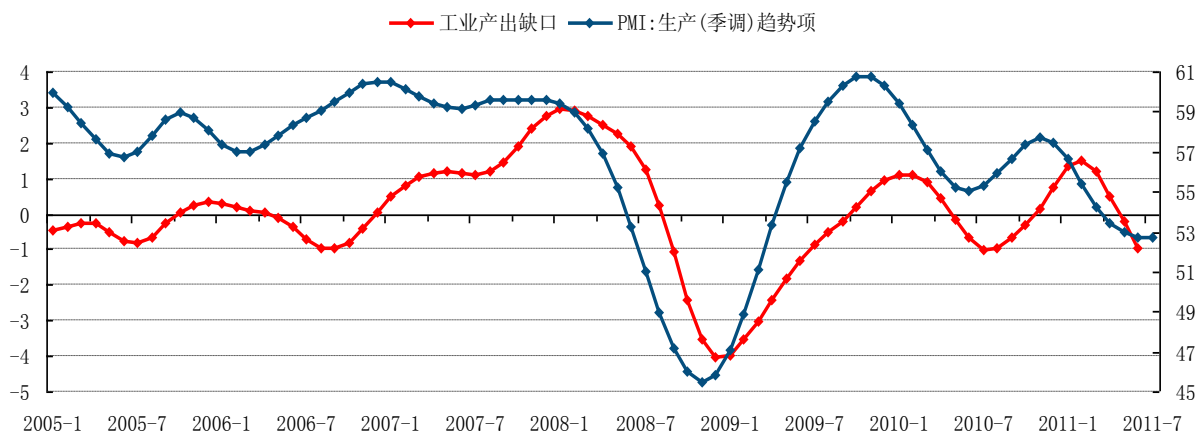
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

(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。

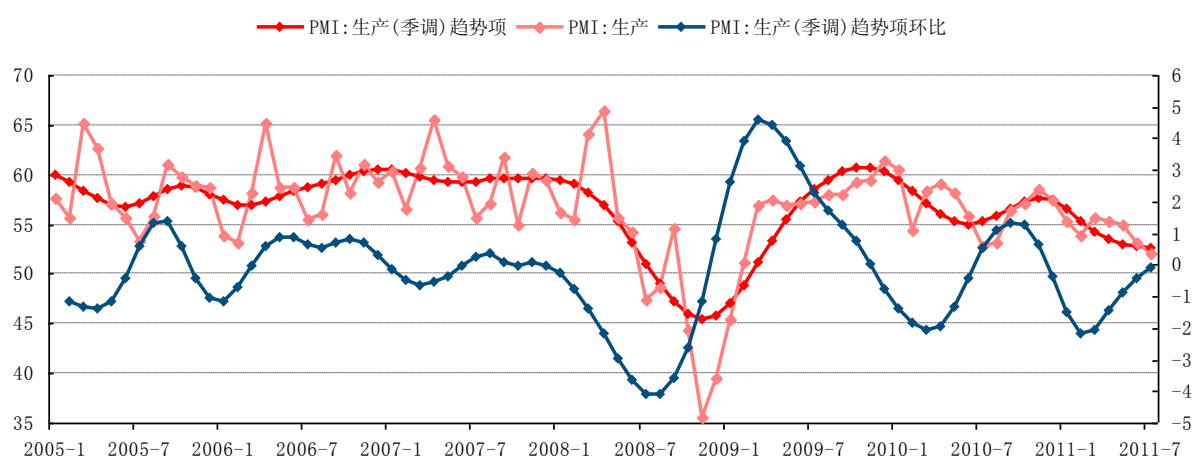
PMI 环比回升也验证了月份工业增加值环比回升的可靠性，若 9 月初的 PMI 数据能进一步回暖，短周期的底部将更为坚实可靠。

图 11: PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月



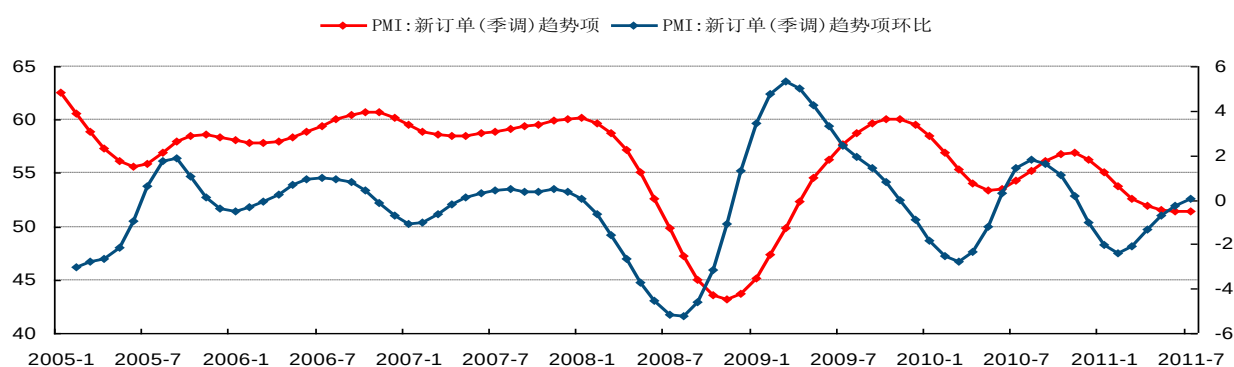
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 12: PMI 生产指数环比连续 5 月回暖



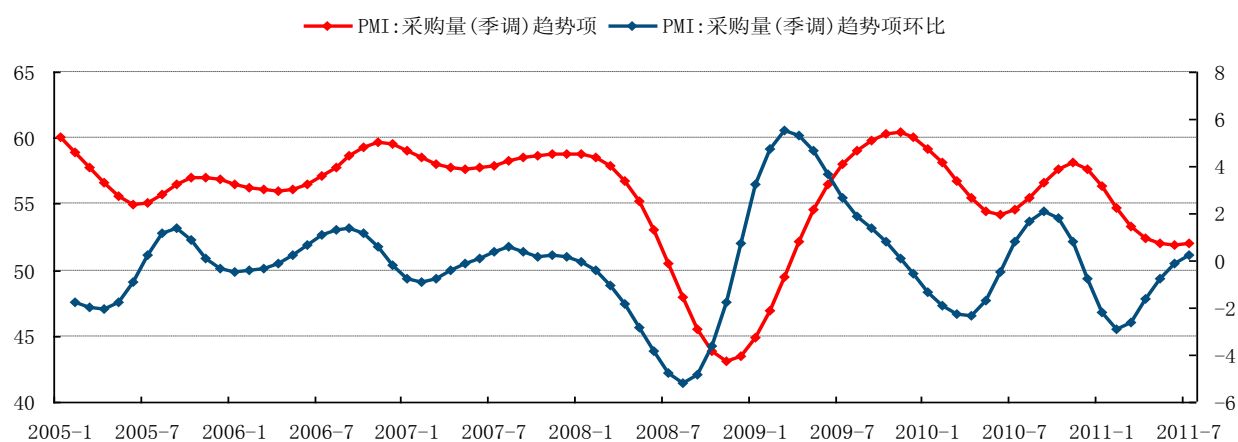
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

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: 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

3、未来两个季度将处于温和去库存过程

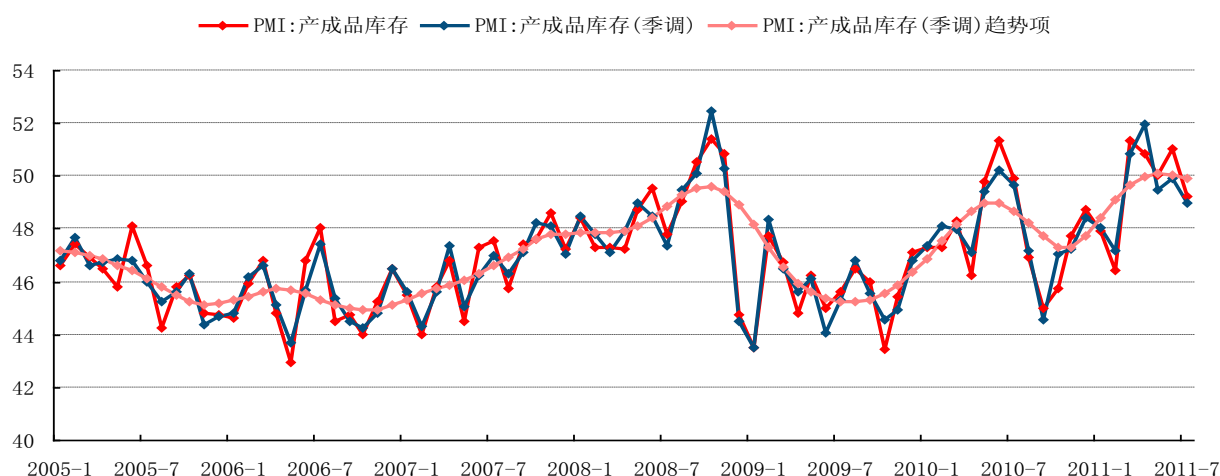
其实在《7月PMI：底部还是下滑中继？》中我们对库存行为进行了分析，为何要在这里重复讨论？因为这里面有一个逻辑，如果产成品库存进一步攀升，意味着需求恶化程度超乎想象，周期弹性恢复将延后。因此，我们需要回答产成品库存达到顶部了吗？8月份的产成品库存会攀升吗？

对于这样一个问题，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”。可见，7月份的产成品库存的高点是可以预期的，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。

退一步讲，8月份的PMI产成品库存会继续攀升吗？如果我们从产成品季调趋势项环比和季调趋势项之间的关系看，前者通常会领先2-3个月，而产成品库存趋势项环比从3月份之后一直是回落的，6月份开始环比甚至开始进入负轴区间，从这一意义看，产成品的去库存应是一个持续过程。

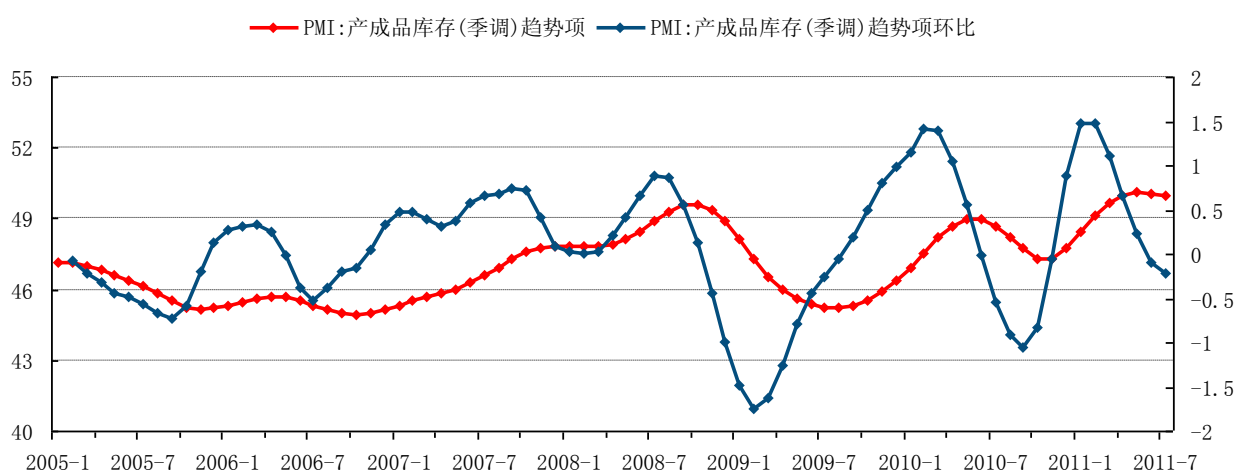
因此，我们认为，不必对库存水平太过担忧，当然，9月初的PMI数据将验证这一结论。

图 15：7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 16：7 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

4、小结：黎明前的黑暗

虽然我们一直在说，在短周期“底部过渡”阶段，市场将有所反复，这种判断是基于周期运行与市场运行的历史分析角度得出的结论，但欧美的信用冲击下，引发市场的过度担忧，一旦欧美出现新一轮衰退，中国将不可避免，A 股的大幅度调整也就顺理成章。

然而我们认为，对于美国来说，经济的下滑也仅仅是二次去库存而已，持续时间或在两个季度左右，而程度也将比较温和，信用危机难以引发新一轮衰退。

我们上述分析中，对短周期的判断是：6 月份环比回升、9 月份（最晚 10 月份）产出缺口回升，那么，8 月份将是最坏的时刻，在欧美合力冲击下，“黎明前的黑暗”或已开始在中演绎。

既然是“黎明前的黑暗”，曙光还会远吗？

四、行业产出缺口观察

从最新的产出缺口计算结果看，我们将行业产出缺口进行以下分类：

- （1） 产出缺口（或景气）及环比同时向上的行业包括：医药、纺织。
- （2） 产出缺口向上，环比向下的行业包括：农副食品加工、食品制造、饮料制造、仪器仪表、有色；
- （3） 产出缺口向下、环比向上：纺织服装、造纸印刷、石油加工、化学原料、化学纤维、橡胶、塑料、黑色金属、金属制品、汽车、电力等行业

(4) 产出缺口向下、环比向下：煤炭、非金属、通用设备、专用设备、电器机械、TMT 等行业。

我们对主要行业产出缺口变化及趋势进行分析：

(1) 医药行业：对医药行业配置时机始于 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。当前行业仍处于景气上升阶段，仍可以配置；

(2) 食品饮料业：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，上期产出缺口观察中我们认为食品饮料制造业行业景气能持续到 9 月份前后，8 月行业仍将处于高景气阶段，但 9 月份开始“右侧”风险渐显；

(3) 汽车业：环比持续回升，产出缺口底部特征在 7 月开始显现，仍建议关注；

(4) TMT：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；最新的产出缺口仍回落，环比虽然有反复，但亦初步显现底部特征，我们判断行业产出缺口底部在 10 月左右，左侧布局可关注；

(5) 机械：无论是通用机械还是专用机械，产出缺口和增加值环比仍在回落，但从这两个行业的强周期特征看，其产出缺口底部可能稍微滞后工业产出缺口 1-2 个月，底部应在 9-10 月，而环比底部在 7 月或已出现，配置角度看，左侧布局可关注；

(6) 化工：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 7 月或 8 月的可能性较大，从配置角度看，8-9 月可关注；

(7) 有色：7 月有色行业产出缺口保持较高水平，但环比出现回落，8 月产出缺口会否出现回落仍难以判断，随着工业产出缺口底部回升，有色景气将随着回升，2010 年 9 月之后的周期波动明显弱于工业周期波动，未来景气高点仍可期，但从配置看，仍需要看其金融属性；

(8) 钢铁：强周期行业，产出缺口、环比基本与工业产出缺口、环比同步，因此行业景气底部或在 8 月，9 月之后景气将回升，但从配置角度看，弹性最大当在经济弹性显著恢复之时，即明年四季度末到明年 1 季度。

(9) 煤炭：煤炭行业产出缺口及环比继续回落，判断回落的底部在 10 月份左右，与上期观点一致；

(10) 非金属制品：与我们上一期判断一致，非金属制品业产出缺口继续回落，环比也继续回落，从行业与经济周期关系，其回落底部或在 9-10 月，因而本次景气回落也属于短周期调整；

(11) 金属制品：金属制品业属于强周期行业，其产出缺口与工业产出缺口一样仍处于回落过程，但其环比从 4 月份开始触底，判断其景气底部在 8 月，9 月之后景气回升；



表 1：行业产出缺口

行业	产出缺口 变化方向	环比 变化方向	简单描述
煤炭开采和洗选业	↓	↓	煤炭行业产出缺口及环比继续回落，判断回落的底部在 10 月份左右
农副食品加工业	↑	↓	食品饮料制造业继续运行在高景气阶段，与上一期判断一致，但环比
食品制造业	↑	↓	均出现高位回落，我们判断 8 月份仍运行在高景气阶段，但“右侧”
饮料制造业	↑	↓	风险将渐显
纺织业	↑	↑	纺织业的环比和产出缺口仍然向上，行业景气较好
纺织服装、鞋、帽制造业	↓	→	行业产出缺口向下，但环比底部持平，预计 9 月或 10 月产出缺口底 部回升
造纸及纸制品业	↓	↑	行业产出缺口向下，但环比底部回暖，预计 8 月或 9 月产出缺口底部 回升
石油加工、炼焦及核燃料加工业	↓	↑	虽然行业产出缺口仍然向下，但其环比与工业增加值环比同时触底反 弹，判断行业景气 9 月份开始回升
医药制造业	↑	↑	医药行业产出缺口及环比仍处于向上阶段，行业仍然向好
化学原料及化学制品制造业	↓	↑	
化学纤维制造业	↓	↑	化工各子行业的环比比工业增加值环比早 1-2 个月触底，7 月份或为
橡胶制品	↓	↑	各子行业景气底部，8 月份开始产出缺口有可能触底回升
塑料制品业	↓	↑	
非金属矿物制品业	↓	↓	与我们上一期判断一致，非金属制品业产出缺口继续回落，环比也继 续回落，从行业与经济周期关系，其回落底部或在 9-10 月，因而本 次景气回落也属于短周期调整
黑色金属冶炼及压延加工业	↓	↑	强周期行业，产出缺口、环比基本与工业产出缺口、环比同步，因此 行业景气底部或在 8 月，9 月之后景气将回升，但从配置角度看，弹 性最大当在经济弹性显著恢复之时，即明年四季度末到明年 1 季度
有色金属冶炼及压延加工业	→	↓	7 月有色行业产出缺口保持较高水平，但环比出现回落，8 月产出缺 口会否出现回落仍难以判断，随着工业产出缺口底部回升，有色景气 将随着回升，2010 年 9 月之后的周期波动明显弱于工业周期波动， 未来景气高点仍可期
金属制品业	↓	↑	金属制品业属于强周期行业，其产出缺口与工业产出缺口一样仍处于 回落过程，但其环比从 4 月份开始触底，判断其景气底部在 8 月，9 月之后景气回升
通用设备制造业	↓	↓	机械制造业也属于强周期行业，产出缺口仍处于回落阶段，但环比仍 处于回落过程，从历史规律看，其环比最多滞后工业增加值环比 1-2
专用设备制造业	↓	↓	个月，那么 7 月份应该是其环比底部，产出缺口底部在 9-10 月份
汽车	↓	↑	汽车行业产出缺口仍回落、交运设备制造业产出缺口底部特征显著， 且环比均出现趋势性回暖，我们依然认为 7 月份是汽车行业产出缺口
交运设备制造业	→	↑	底部，8 月份之后行业景气回暖
电气机械及器材制造业	↓	↓	产出缺口和环比均处于回落阶段，其景气周期与工业产出缺口之间规 律并不明显，仍难以判断其景气底部
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	→	↓	仪器仪表行业产出缺口运行在高位，但其环比已开始回落，8 月份之

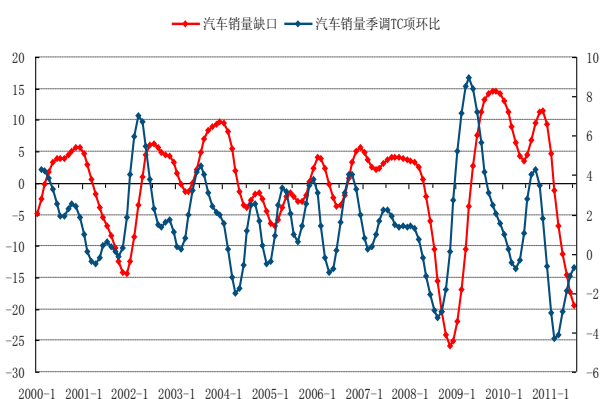
后或会出现景气回落

通信设备计算机及其他电子设备制造业	↓	↓
电力、热力的生产和供应业	↓	↑

产出缺口高位缓慢回落，环比略有反复，判断行业底部在 10 月左右
电力行业产出缺口仍处于回落阶段，但其环比与工业增加值环比同时触底回升，判断景气底部在 8 月-9 月

数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 17: 汽车行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 18: 汽车行业增加值环比

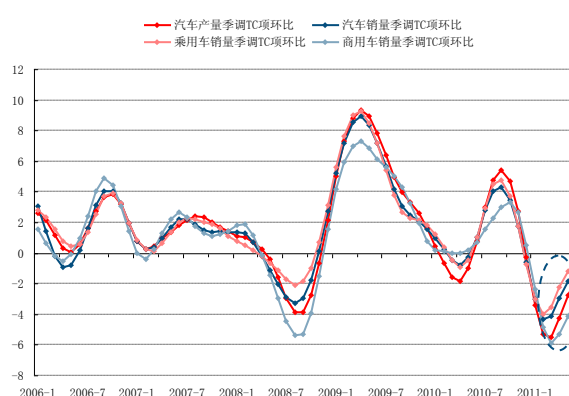
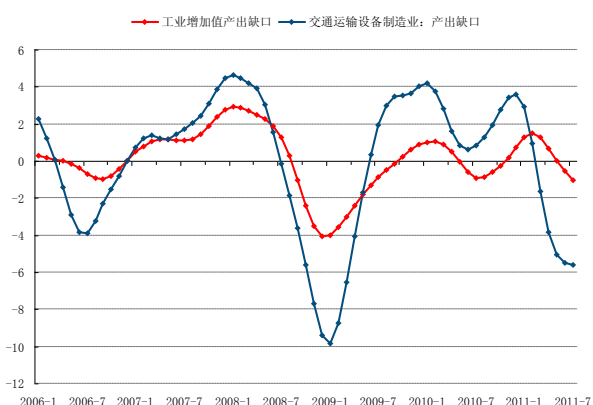


图 19: 交运设备制造业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 20: 交运设备制造业增加值环比

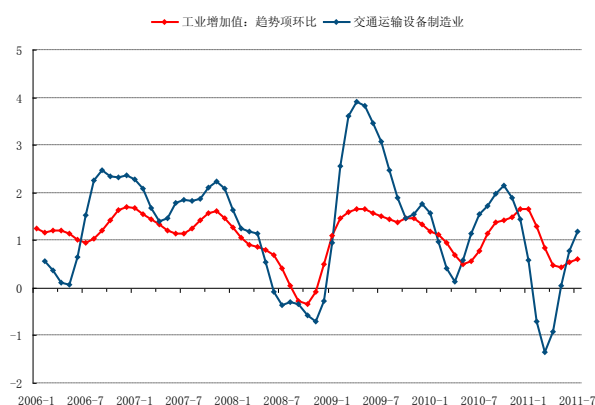
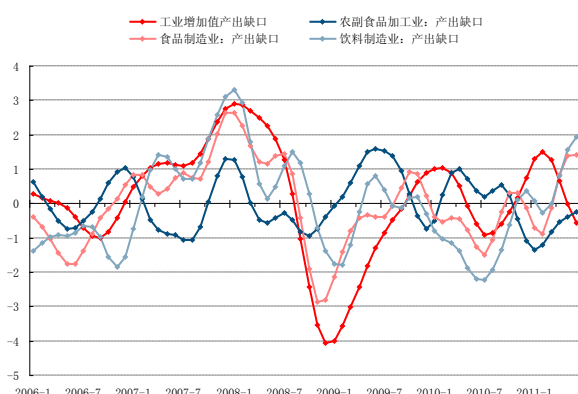


图 21：食品饮料行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 22：食品饮料行业增加值环比

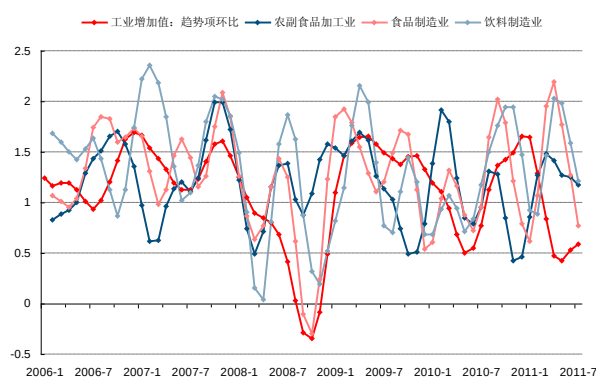
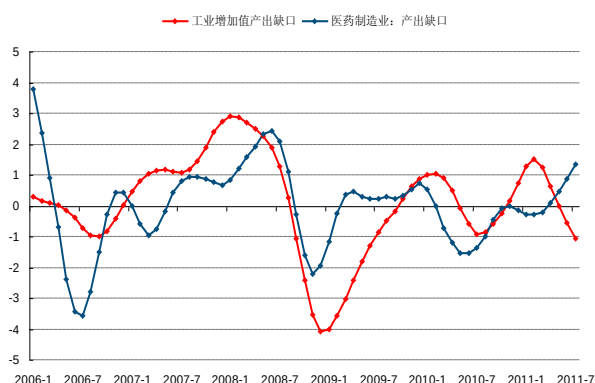


图 23：医药行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 24：医药行业增加值环比

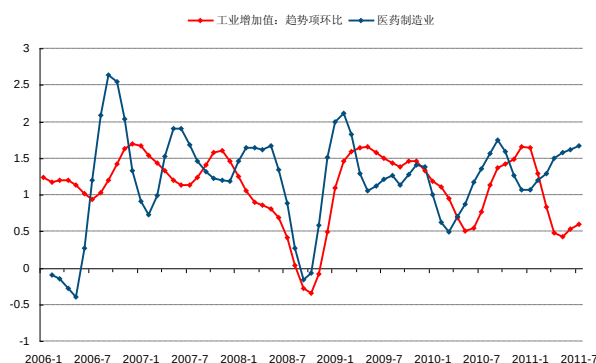
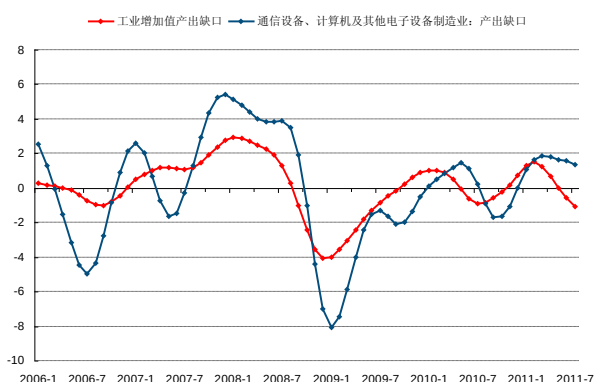


图 25：TMT 行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 26：TMT 行业增加值环比

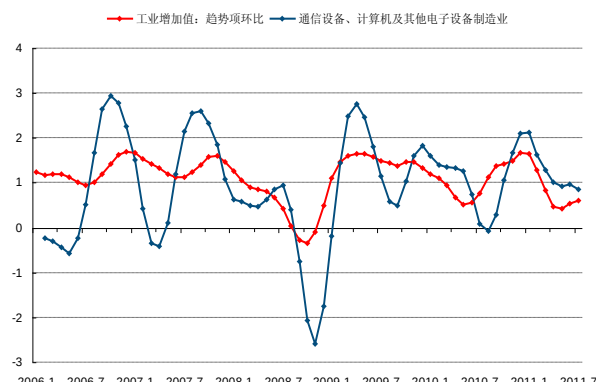
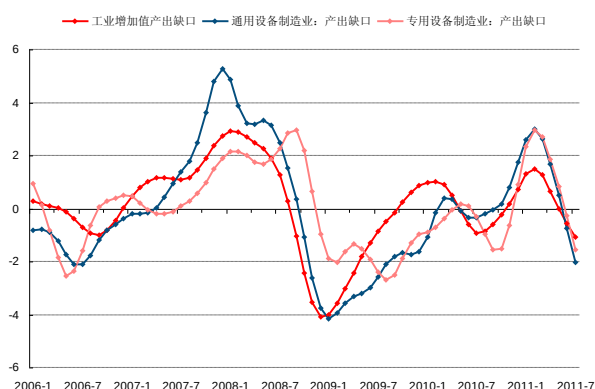


图 27：机械行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 28：机械行业增加值环比

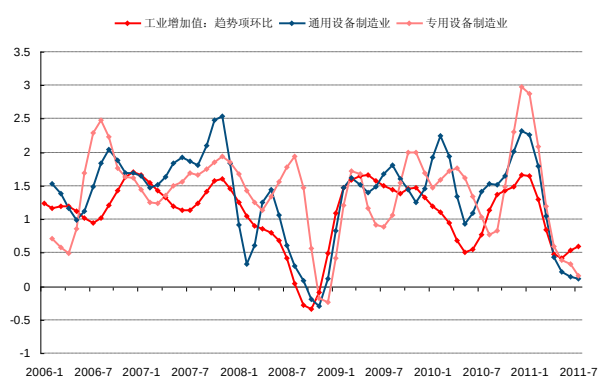
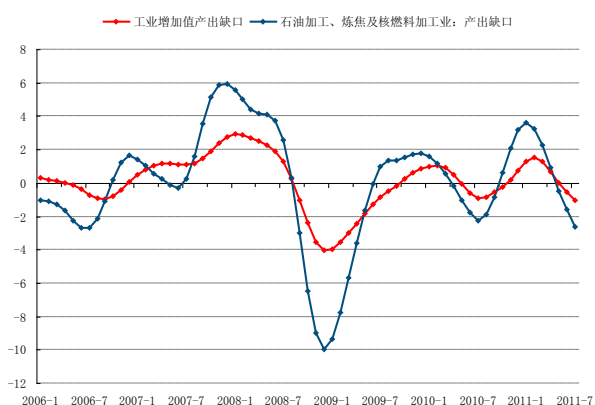


图 29：石油加工业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 30：石油加工业增加值环比

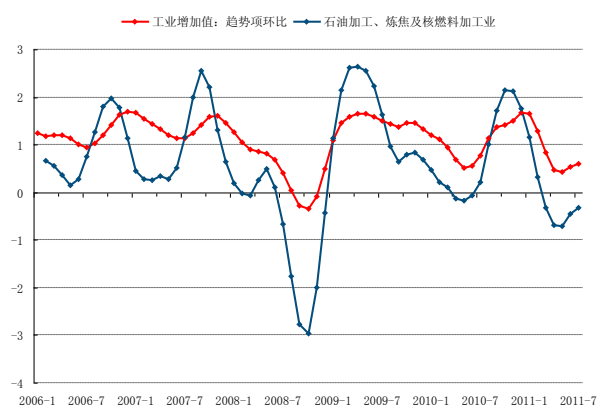
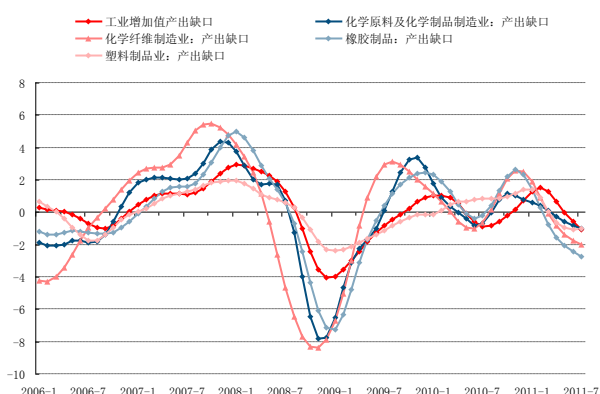


图 31：化工行业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 32：化工行业增加值环比

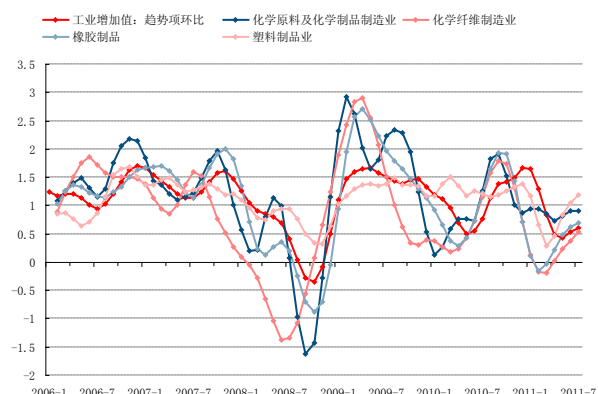


图 33：有色行业产出缺口

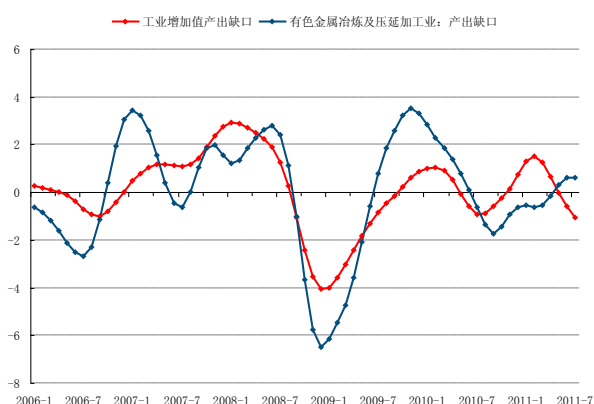
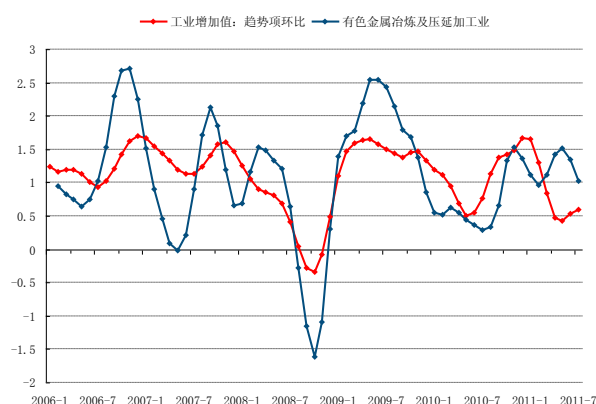


图 34：有色行业增加值环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 35：钢铁行业产出缺口

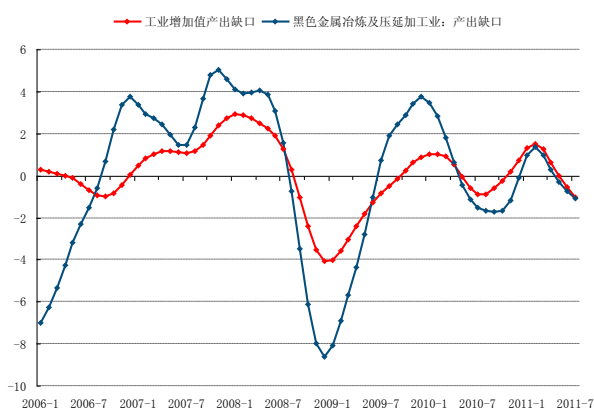
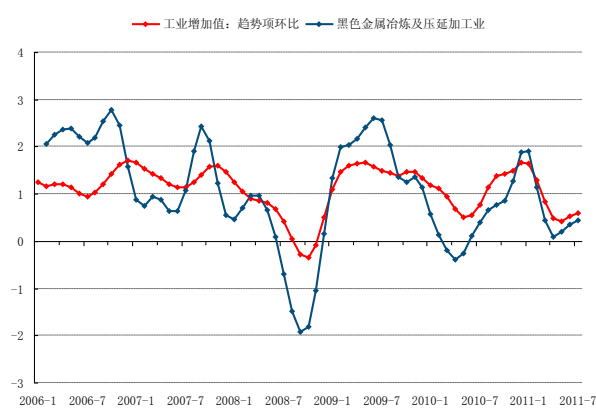


图 36：钢铁行业增加值环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 37：煤炭行业产出缺口

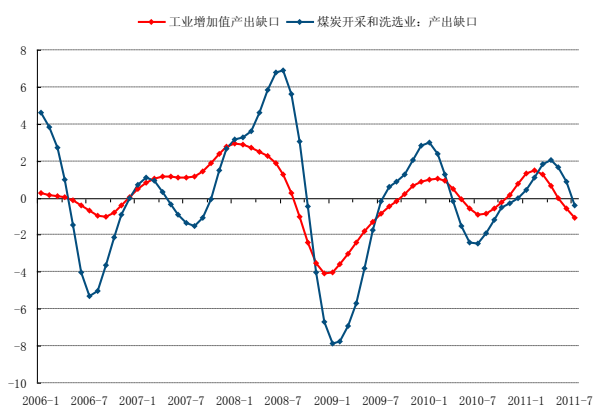
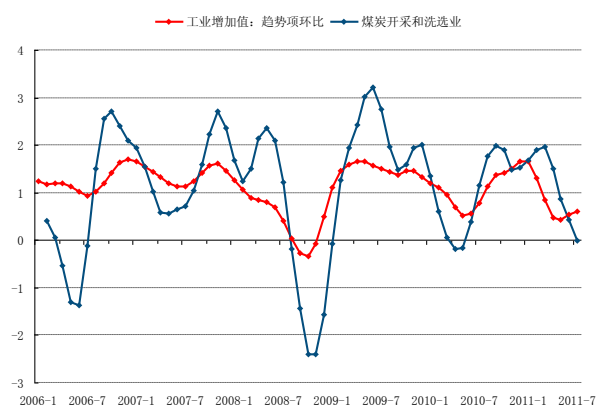
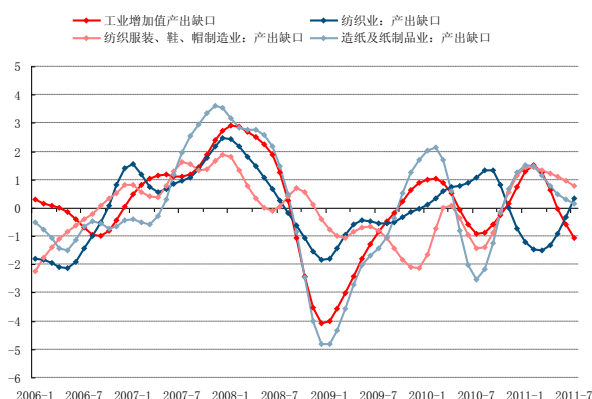


图 38：煤炭行业增加值环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 39：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 40：纺织、服装、造纸业增加值环比

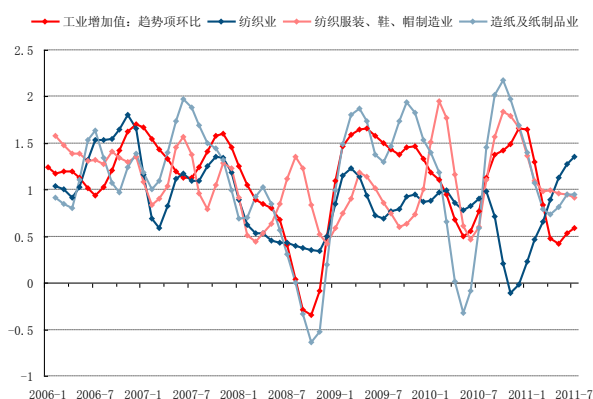
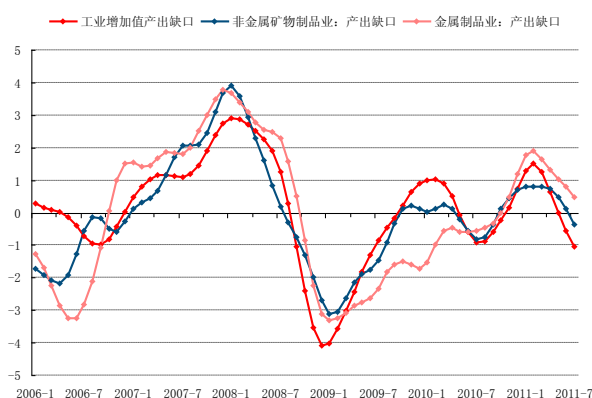


图 41：金属、非金属制品产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 42：金属、非金属制品增加值环比

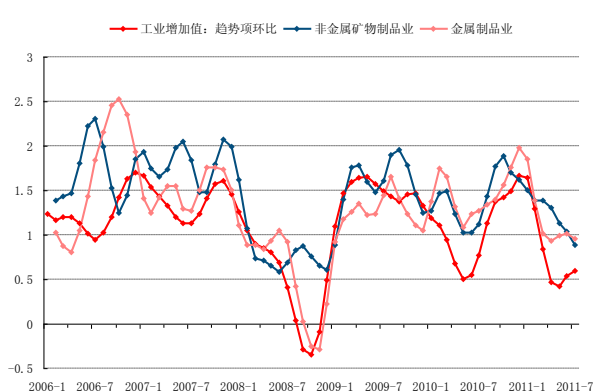
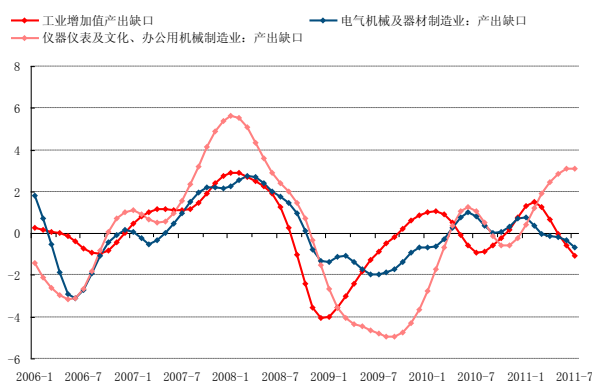


图 43：电器机械、仪器仪表制造业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 44：电器机械、仪器仪表制造业增加值环比

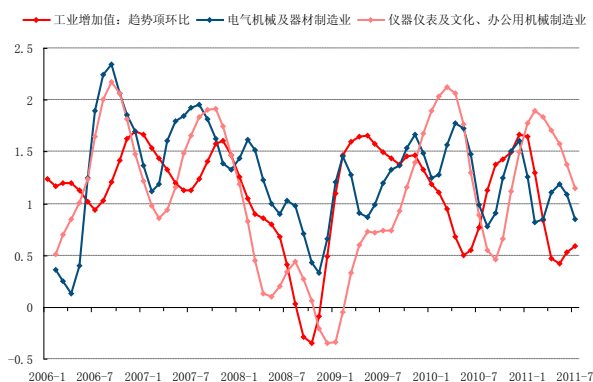


图 45：电力、燃气、水生产及供应业产出缺口

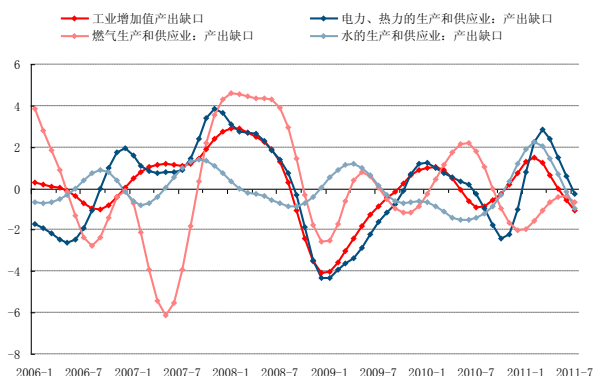
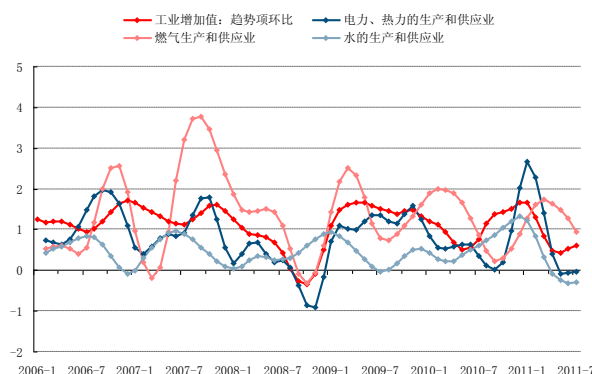


图 46：电力、燃气、水生产及供应业增加值环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

五、总结

对短周期的判断是：6 月份环比回升、9 月份（最晚 10 月份）产出缺口回升，那么，8 月份将是最坏的时刻，在欧美合力冲击下，“黎明前的黑暗”或已开始在市场中演绎。在经济周期曙光微露之下，真正的市场底部或正在构筑之中。

总体而言，对于趋势和经济周期，我们并不悲观。

从配置的角度看，我们有以下配置建议：

一是配置景气上升的行业如医药，可适度关注纺织业；

二是中长期的角度看，配置景气底部的行业如：汽车、TMT、机械、化工，这一逻辑是周期弹性逻辑；

三是对于处于景气周期高点的食品饮料，8 月份仍可持有，但需注意 9 月份之后的景气高点回落风险；

四是煤炭和非金属的短周期回落，底部将出现在 10 月，届时可关注；

五是对有色和钢铁行业：前者景气出现波动，真正机会需等待其金融属性的恢复；对于钢铁，较佳的配置时机将在四季度末到明年一季度。



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。