

“基数因素”干扰，不改“衰退周期”判断

-----2011 年 10 月宏观经济模型更新及周期判断

报告要点

■ 周期判断：“基数因素”干扰，不改“衰退周期”判断

结合价格与货币供应量延续下行趋势，且工业增加值三期移动平均较上月回落，我们认为当前经济仍处在衰退阶段。

■ 周期模型变量最新变化的解读

(1) CPI 在 7 月到达阶段性高点后的连续第二个月回落。

(2) 工业增加值同比增长 13.8%，较上月小幅上涨 0.3%。去年节能减排力度在 9 月加大导致的“基数较低”或为工业增加值同比回升的影响因素。

(3) 从货币供应量同比增速为 2009 年以来新低。9 月新增贷款余额为 4700 亿，较上月下降 785 亿。表明当前的流动性状况依然相对紧张。

■ 衰退期——在黑暗中等待黎明

通过分析 2000 年以来的这三轮经济周期可以看出，市场往往在一轮经济周期中的衰退中后期找到底部。

本轮经济周期自 7 月已进入小幅衰退阶段，市场也进入底部观察期。这一阶段或有积极的政策信号，如近期的汇金增持四大行、税收优惠支持小微企业、支持外贸企业五项内容，但这类似政策更多地是利于情绪的改善，进而支持一波小的反弹。而市场的中期底部最终需要经济见底回升来确认。

■ 趋势判断与行业配置建议

最新公布的 9 月工业增加值同比超预期上涨。去年同期大力推行的节能减排下基数回落或是影响 9 月工业增加值同比超预期的因素，但是，来自基数的干扰是否是工业增加值同比上涨的核心因素还需后续数据公布来跟踪验证。

政策对 9 月好于预期的工业增加值同比数据如何解读将对市场产生内在的影响。对经济硬着陆担忧的减弱使得货币政策短期难言放松。而如果 9 月的工业增加值同比除去年低基数的影响之外，还有来自政策潜在放松的影响，那么价格压力则可能再次抬头。对于未来的经济走势，我们更倾向于去跟踪。

9 月超预期上涨的工业产出使得市场预期变得更加复杂，而在经济底部得到确认之前，我们认为市场仍处于左侧。

行业配置上，建议关注银行、券商、重卡、低端零售。

相关研究

《基于宏观经济指标的战略资产配置》

2009 年 7 月，邓二勇

《高物价下的经济触底回升，“短利”与“中弊”？——2011 年 7 月宏观经济模型更新及周期判断》，2011 年 7 月 13 日，邓二勇

《小幅衰退如期到来，回落速率是关键——2011 年 9 月宏观经济模型更新及周期判断》，2011 年 9 月 13 日，邓二勇

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴春杰

(8621) 68751589

wucj@cjsc.com.cn

正文目录

一、九月宏观经济变量及周期阶段	4
周期判断：“基数因素”干扰，不改“衰退周期”判断	4
二、周期模型中各变量最新变化的解读	4
2.1 价格水平继续回落，	4
2.2 基数效应下，工业增加值同比数据与经济基本面现“分歧”	6
2.3 货币增速继续回落，紧缩基调不变	9
三、衰退期——黑暗中等待黎明	10
指数见底于每轮经济周期中的衰退中后期	10
四、经济与市场预判：经济回落速度仍需持续跟踪	12

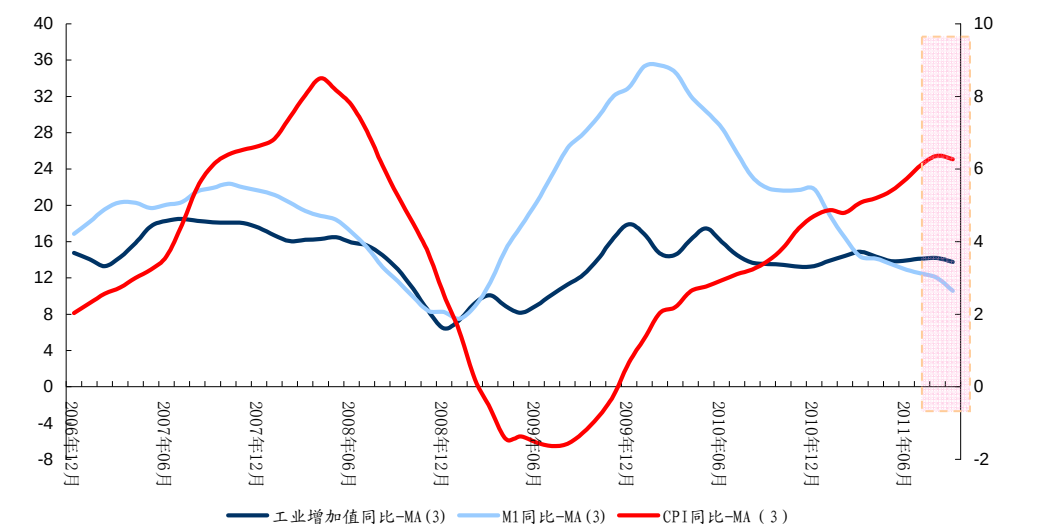
图表目录

图 1: 战术经济周期宏观经济数据更新	4
图 2: CPI 环比仍有上涨	5
图 3: CPI 同比小幅回落 0.1%	5
图 4: 大类行业 PPI 走势	5
图 5: 中国进出口季节性调整后同比	6
图 6: 固定资产投资持续回落	7
图 7: 主要行业工业增加值同比较上月增减 (%)	7
图 8: 轻工业与重工业工业增加值同比变化	8
图 9: 月度发电量及其同比	8
图 10: 钢材日度产量及同比	9
图 11: 货币增速以及金融机构新增贷款	9
图 12: 新增贷款与货币供应量于 2002 年 1 月见底	11
图 13: 第一轮经济周期中宏观经济周期变量的走势	11
图 14: 第二轮经济周期中宏观经济周期变量的走势	12
图 15: 第三轮经济周期中宏观经济周期变量的走势	12

一、九月宏观经济变量及周期阶段

周期判断：“基数因素”干扰，不改“衰退周期”判断

图 1：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

从最新公布的9月份经济数据来看，

（1）CPI 同比 6.1%，较上月回落 0.1%，为本轮通胀在 7 月到达阶段性高点后的连续第二个月回落。此前，市场预期 9 月居民消费价格指数可能会出现上涨，预测均值在 6.2%-6.3% 是，最终公布的 9 月 CPI 同比表现为回落是好于预期的。

（2）工业增加值同比增长 13.8%，较上月小幅上涨 0.3%。就 9 月工业增加值同比表现为上涨，我认为：去年节能减排力度在 9 月加大导致的“低基数”或是最新工业增加值同比回升的影响因素。

（3）从货币供应量上来看，M1 同比回落至 8.9%，上月为 11.2%。9 月新增贷款余额低于预期水平，为 4700 亿，较上月下降 785 亿。货币增速与新增贷款反映了当前的流动性依然相对紧张。

结合价格与货币供应量继续回落，且工业增加值三期移动平均继续回落，我们认为当前经济尚处在衰退阶段。基数效应带来的干扰不会改变我们对当前经济的判断。

二、周期模型中各变量最新变化的解读

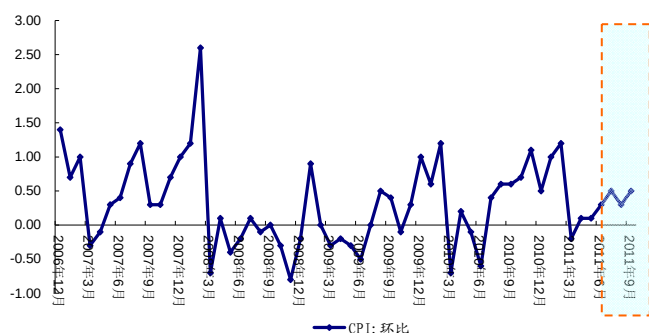
2.1 价格水平继续回落，

CPI 继续回落，价格拐点进一步确认

9 月 CPI 为 6.1%，为通胀高点后的第二个月回落。自去年下半年以来，通胀对市场的制约是非常明显的。随着居民消费价格水平连续两个月回落，CPI 同比数据对市场的影响力也随之减弱。而价格担忧的完全解除可由两个迹象的出现来判断：第一、价格环比出现负值；第二、价格出现快速回落。从目前的情况来看，9 月 CPI 环比为 0.5%，CPI 同比小幅回落 0.1%。

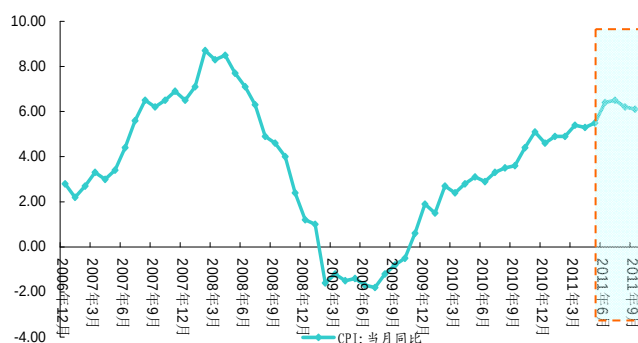
由这两点来看，确认价格拐点明确出现的时期尚待成熟。

图 2: CPI 环比仍有上涨



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 3: CPI 同比小幅回落 0.1%



资料来源: 专家访谈, 长江证券研究部

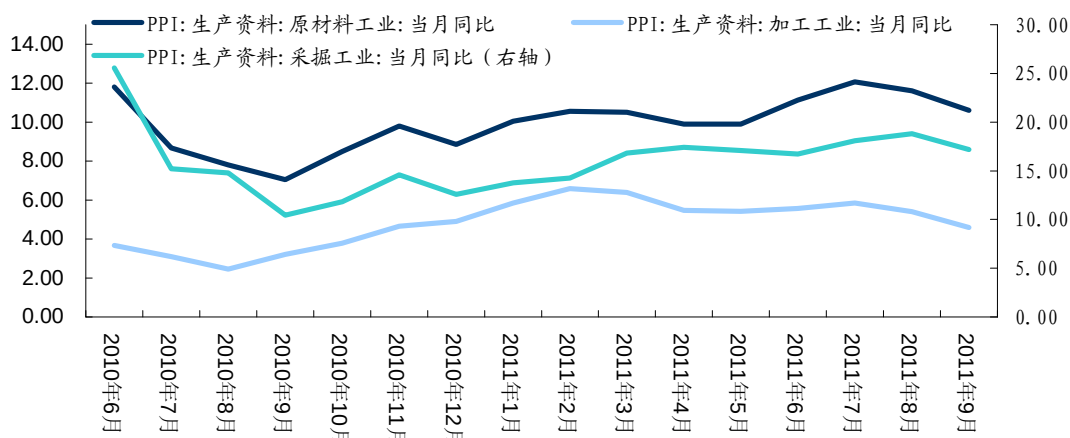
PPI 快速回落，工业产出变化的后验指标

9 月 14 日，统计局公布了最新的价格数据。CPI 同比 6.1%，略低于市场预期，但由于 CPI 食品项的上涨，CPI 总体环比仍有 0.5% 的上升。而实际上基于价格水平回落的预期改善是建立在 CPI 同比与环比均在下降趋势上得到确认的。当前，虽 CPI 同比数据连续二个月得到确认，但环比数据反复的情况下，对价格数据的解读短期难以明确转为乐观。

相比居民消费价格指数的高位回落，工业生产者出厂价格指数反映的工业生产链条上的价格压力有更大的缓解。PPI 由 8 月的 7.25% 大幅度回落至 6.5%。大类工业行业的出厂产品价格均呈不同程度的回落。这验证了此前我们对当前经济运行状况的判断，在高库存压力与弱势需求的双重压力下，产出的快速回落将是未来我们非常有可能看到的，而企业在采取减产行为的过程中，我们将看到工业产品价格水平的明显回落。

如果我们接下来看到工业增加值同比的快速回落，则市场对经济的担忧则得以及早兑现，从而有助于市场的阶段性底部的形成。

图 4: 大类行业 PPI 走势



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究所

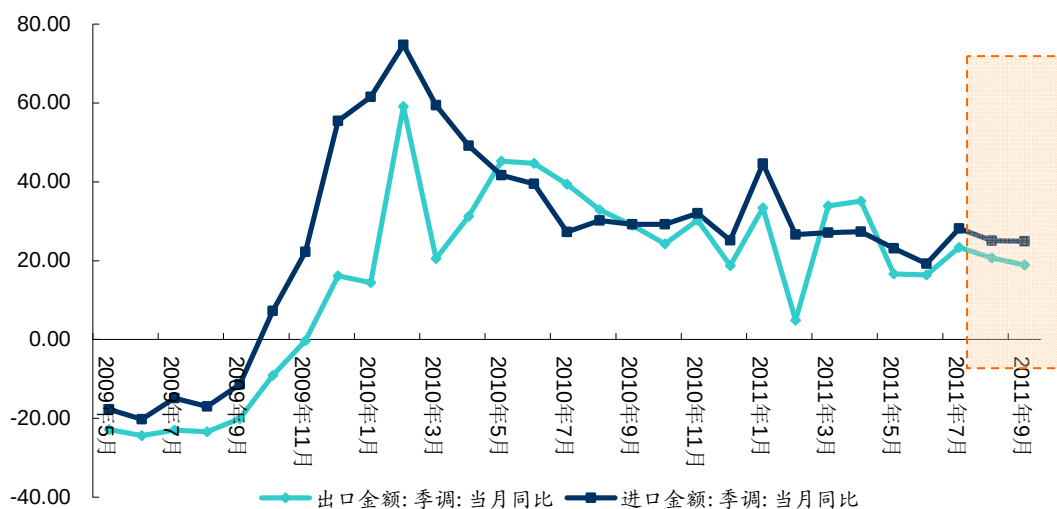
2.2 基数效应下，工业增加值同比数据与经济基本面现“分歧”

9月工业增加值同比增长，与出口大幅回落趋势背离

最新公布的9月工业增加值同比13.8%，较上月上涨0.3%。而此前市场对工业增加值同比的预期在13.3%左右。

从拉动经济增长的动力之一——“出口”来看，9月出口同比由8月的24.48%大幅回落至17.1%，进口同比由30.2%大幅回落至20.9%。当前，欧、美需求都有所回落，而且其经济增速仍未见底。美国方面受制于实际工资回落导致的消费信心低迷，其实体经济的下滑将会持续到四季度。欧元区方面，一方面全球经济放缓导致其出口增速大幅回落，另一方面，欧债危机也对实体经济产生打击，未来欧元区经济仍将低迷。在全球经济转暖之前，出口形势难有大的改观。出口需求的弱势也将对国内的经济增长产生一定负面影响。

图 5：中国进出口季节性调整后同比



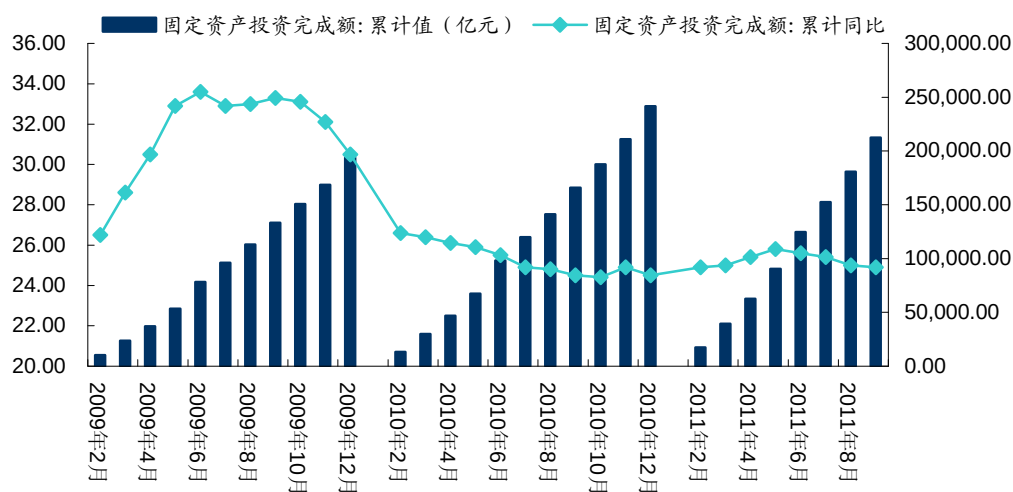
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

国内投资是拉动经济增长的另一动力，而近四个月固定资产投资完成额的同比持续向下。1-9月，固定资产投资累计完成额同比增速为24.9%，上月为同比增长25%。从占固定资产投资比重较高的房地产行业来看，销量已经开始回落。上周，“佛山解除限购”事件表明中央政府对房地产调控的坚决态度。四季度房地产投资大幅回落是大概率事件。由此来看，整个固定资产投资继续回落也是大趋势。房地产投资与水泥、钢铁、机械、化工等多个行业密切相关。受这一来自投资链条的负面因素影响，经济将继续下行。

对于第三个拉动经济增长的动力——消费，我们认为其将保持平稳的增长。

在两大动力尚不支持经济见底回升的情况下，短期经济下行的趋势仍将延续。而这似乎与我们观察到的9月工业增加值同比超预期上行背离。我们认为，工业增加值同比与当前中观数据反映的经济基本面出现背离的原因可能是由于去年节能减排导致的工业生产回落导致的“低基数”。我们将在后面部分详细阐述这一观点。

图 6: 固定资产投资持续回落



资料来源: 中国物流与采购联合会, 长江证券研究部

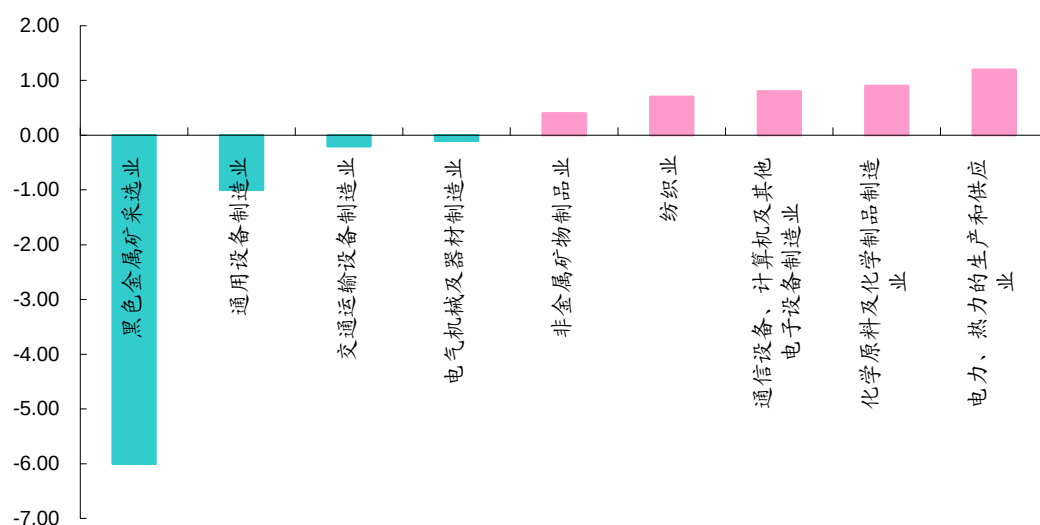
工业增加值增减趋势的行业分化

从已经公布的占工业增加值总量比重较高的几个行业来看, 各行业的工业增加值同比增减变化趋势存在较大差异。

其中工业增加值同比较上月增加的行业包括电力热力的生产和供应业、化学原料及化学制品制造业、通信设备计算机电子设备制造业、纺织业、非金属矿物制造业; 工业增加值同比较上个月下降的行业包括黑色金属矿采选业、通用设备制造业、交通运输设备制造业以及电气机械以及器材制造业。

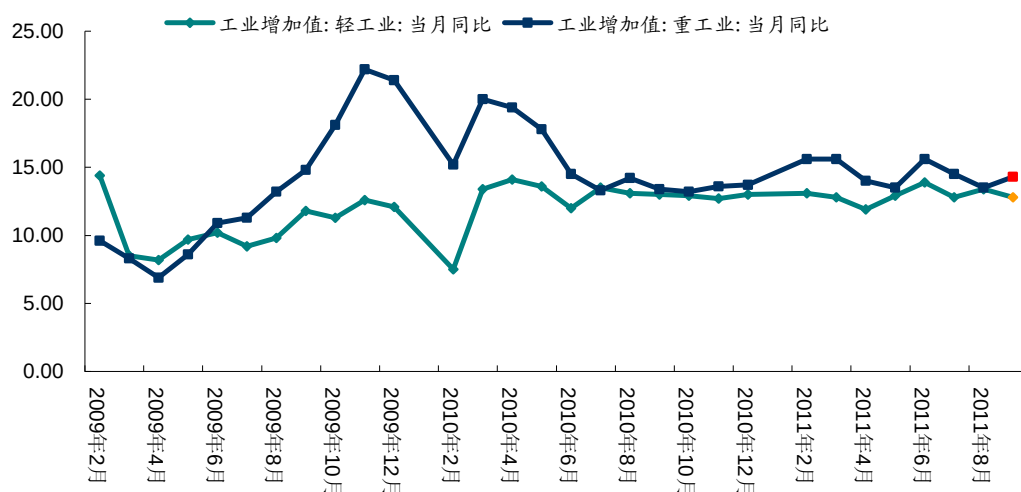
从轻工业与重工业的增加值同比来看, 9 月轻工业的工业增加值同比是回落的, 由 13.4% 降至 12.8%; 重工业的增加值同比是回升的, 由 13.5% 升至 14.3%。

图 7: 主要行业工业增加值同比较上月增减 (%)



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

图 8：轻工业与重工业工业增加值同比变化

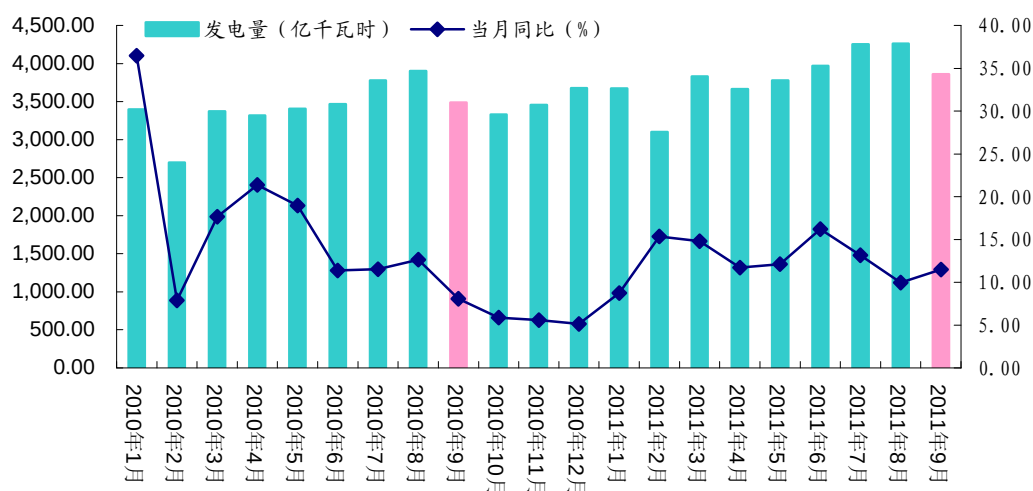


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

节能减排政策下，去年同期工业产出基数低

去年下半年正值“十一五”节能减排目录考核前期，各地积极采取措施降低能耗。其中也包括一些地区采取限电的措施来实现对高能耗行业生产的控制。去年 9 月发电量由 8 月的 3443.96 亿千瓦时降至 3203.31 亿千瓦时，从而导致今年在我们看发电量的同比数据时发现比较低的同期发电量的基数导致今年 9 月发电量同比的上涨。

图 9：月度发电量及其同比

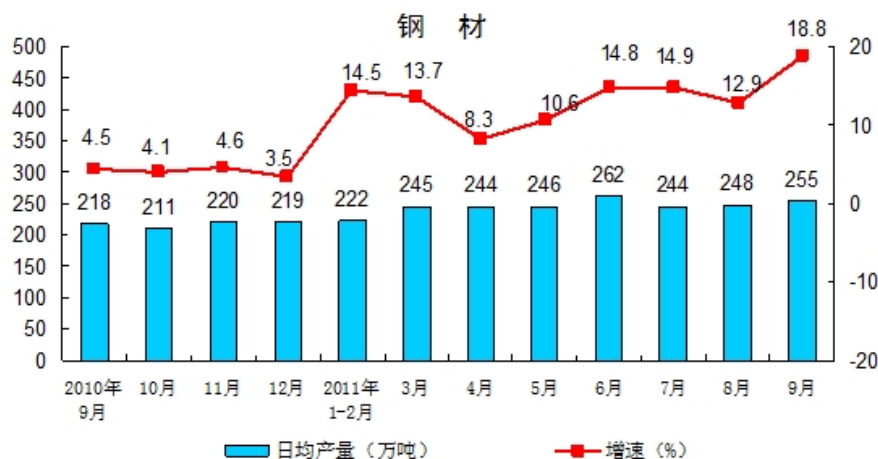


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

除电力行业之外，我们可以以具有代表性的高能耗行业钢铁为例，来说明基数效应对今年 9 月工业增加值同比出现的上涨。去年 9 月，钢铁产量由 8 月的 6968.31 万吨降至 6542.41 万吨，钢铁同比同样表现为大幅度下降，由 8.74% 降至 0.06%。而当前，虽然由于下游需求弱势的传导，钢材产量已有所回落，但由于今年的节能减排力度明显弱于去年，钢材产量回

落的幅度是非常微弱的。这导致从同比数据上来看，钢铁产量上涨的幅度是非常大的。统计局公布的钢材日度产量由上月的 12.9% 升至 18.8%。

图 10：钢材日度产量及同比

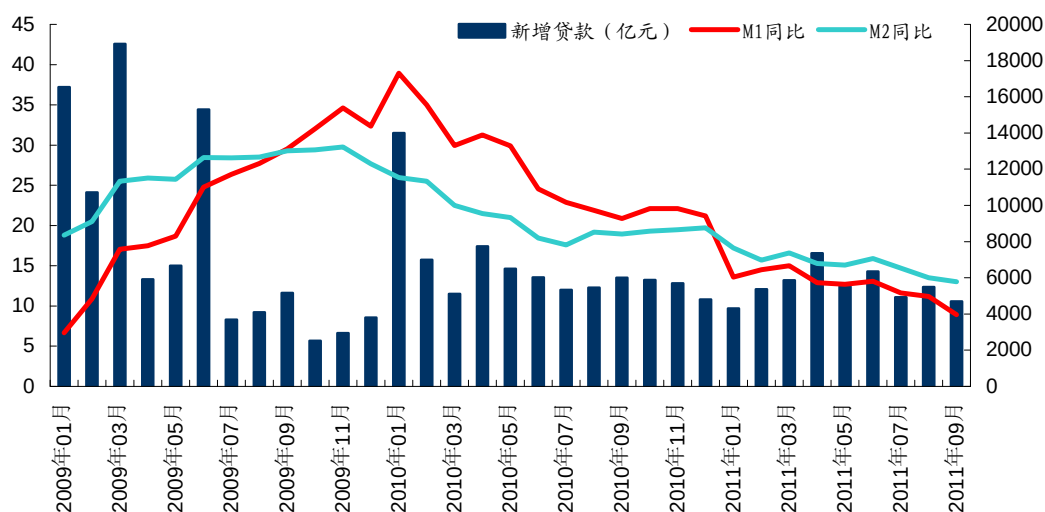


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

2.3 货币增速继续回落，紧缩基调不变

从货币供应量来看，M1 同比增速降至 09 年以来的新底，为 8.9%。9 月新增贷款余额低于预期水平，为 4700 亿，较上月下降 785 亿。货币增速与新增贷款反映了当前的流动性依然是相对紧张的。一方面，继续收紧的货币供应状况反映了央行继续以调通胀为目标的政策取向；另一方面，在货币政策工具的选择上，由于当前的货币供应量增速已经处在历史较低水平，央行继续采取数量型调控政策的可能性非常低。从其对周期判断的作用来看，当前经济处在衰退前周期，资金链紧张仍将对经济，尤其是中小企业的生产经营产生负面影响。

图 11：货币增速以及金融机构新增贷款



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

三、衰退期——黑暗中等待黎明

指数见底于每轮经济周期中的衰退中后期

经济运行状况一方面决定上市公司的盈利预期，另一方面，基于经济运行的政策博弈也对资本市场有着直接的影响。从以工业增加值、CPI、M1 划分的宏观经济周期的来讲，2000 年以来，国内经济经历了三轮完整的周期。其划分可参照下表。

表 1：经济周期阶段的划分

	第一轮周期	第二轮周期	第三轮周期
复苏		2002 年 3 月—2002 年 7 月	2005 年 3 月—2007 年 2 月
繁荣	——2000 年 8 月	2002 年 8 月—2004 年 3 月	2007 年 3 月—2007 年 6 月
滞涨	2000 年 9 月—2001 年 5 月	2004 年 4 月—2004 年 8 月	2007 年 7 月—2008 年 2 月
衰退	2001 年 6 月—2002 年 2 月	2004 年 9 月—2005 年 2 月	2008 年 3 月—2008 年 11 月

资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

通过分析 2000 年以来的这三轮经济周期中市场见底时的工业产出（工业增加值同比）、价格水平（CPI 同比）、货币供应（M1 同比）指标可以看出，市场往往在一轮经济周期中的衰退中后期找到该轮的市场底部。三轮经济周期中的衰退阶段都各自蕴育了一个持续 2-2.5 个月内市场指数上涨 15% 以上的投资机会。由历史数据来看，在市场下降趋势中的反转时期，三个宏观经济变量指标表现为如下几个特点：

（1）通胀水平拐头向下发生后，市场并没有马上见底，而是在 CPI 同比回落 4 个月左右之后，市场指数才开始触地回升。逻辑上讲，虽然通胀的持续上升会对市场的走势形成压力，以至于基于对货币政策紧缩的预期，市场在价格上涨阶段难有好的表现。但是在通胀刚刚开始回落时，市场对未来的价格走势并不能很快形成一致的预期。而往往在通胀水平在 CPI 同比、环比回落上均得到确认之后，预期才会好转。

（2）工业产出方面，在经济底部得到确认之后，市场则会发生趋势性的转变。

（3）流动性改善是为股市上涨提供资金支撑，多数情况下，在股市见底之前，已经可以看到货币供应量的回升。

当然，上面的三点股市见底的经验总结并不是在每一轮经济周期中都相同。2002 年初市场的反弹来主要来自于流动性的改善。当时，价格水平较低，工业增加值处于减速通道，这两方面的积极因素较弱。M1 同比于 2002 年 1 月见底，流动性则是推动这一波市场反弹的核心。

在 05 年 6 月股市见底时，工业增加值同比实际上已经开始复苏，且 M1 也已回升 3 个月，但由于这一轮的通胀压力相对较大，股市见底的时间相对延后。

而对于 08 年底的股市见底，政策刺激下的预期一致性促使股市提前工业生产见底，并且这一轮经济周期中，来自价格水平的压力实际上是非常低的。

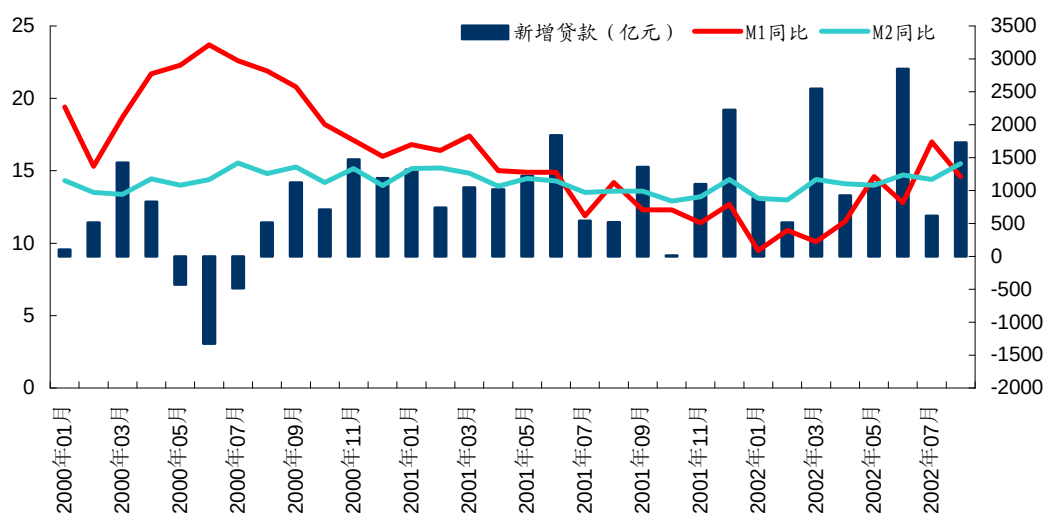
从当前的这一轮经济周期来看，自 7 月已进入小幅衰退阶段。从历史经验来看，市场也进入底部观察期。衰退期，通胀回落趋势完全确认前对价格的担忧，以及市场对经济下行的担忧，都是制约指数上涨的压力。这一阶段或有积极的政策信号，如近期的汇金增持四大行、税收优惠支持小微企业、支持外贸企业五项内容，但这类似政策更多地是利于情绪的改善，进而支持一波小的反弹。市场的中期底部最终需要经济见底回升来确认。

表 2: 股市见底阶段宏观经济指数的特征

	第一轮周期	第二轮周期	第三轮周期
	2002/1/28-2002/3/21	2005/7/11-2005/9/19	2008/11/4-2009/2/16
CPI 同比	提前 4 个月见顶 (快速回落至通缩)	提前 4 个月见顶	持续回落中
工业增加值同比	提前股市 2 个月见底	经济缓慢调整	与股市同时见底
M1 同比	提前股市 1 个月见底	提前股市 3 个月见底	滞后股市一个月见底

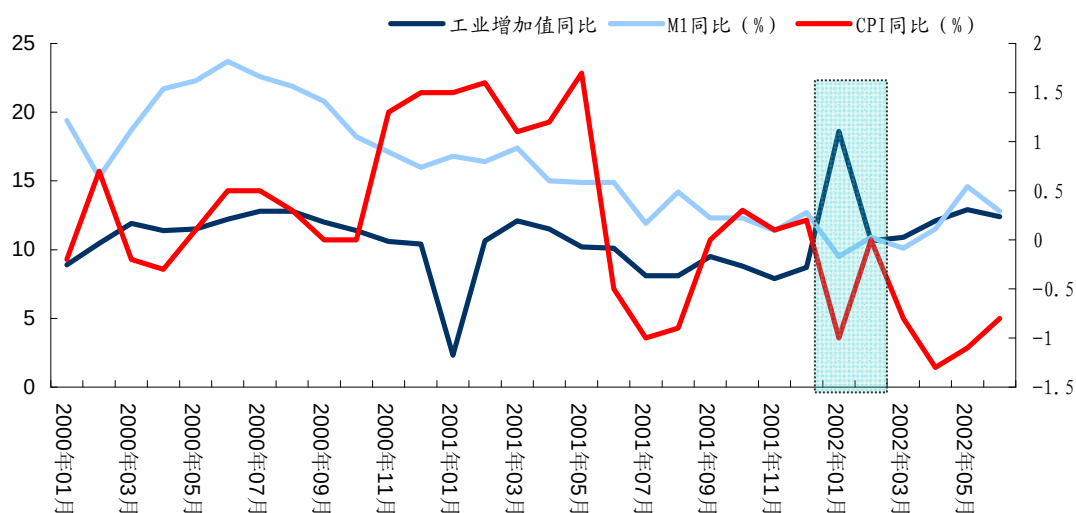
资料来源: 长江证券研究部

图 12: 新增贷款与货币供应量于 2002 年 1 月见底

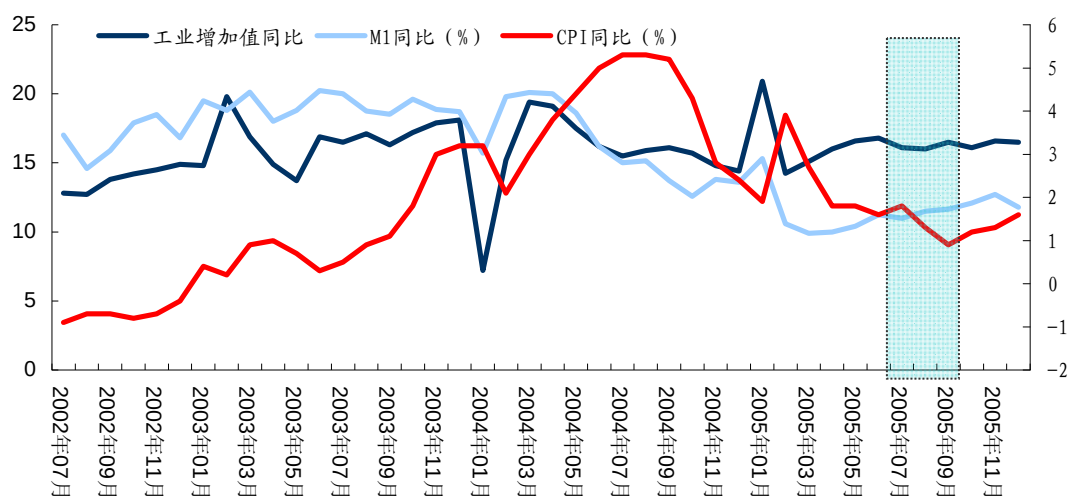


资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

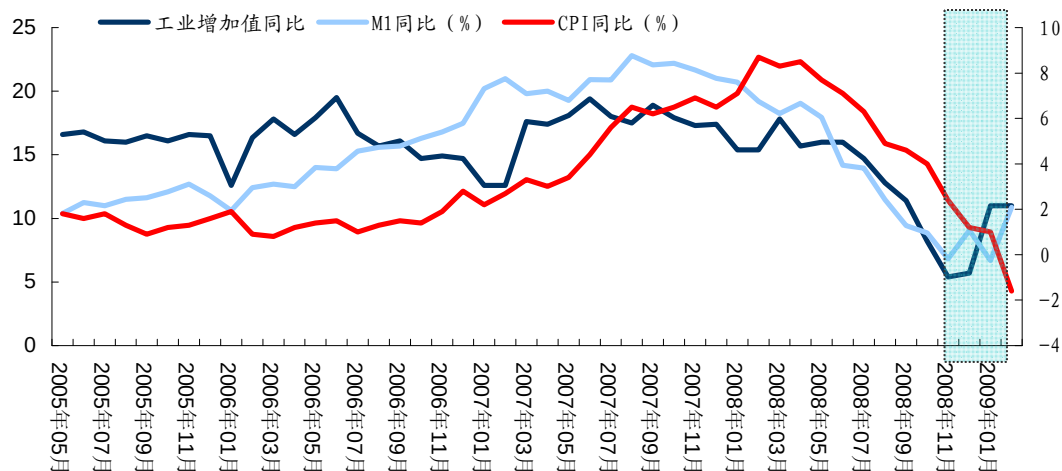
图 13: 第一轮经济周期中宏观经济周期变量的走势



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 14：第二轮经济周期中宏观经济周期变量的走势


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 15：第三轮经济周期中宏观经济周期变量的走势


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

四、经济与市场预判：经济回落速度仍需持续跟踪

根据我们此前的逻辑，出口、发电量、房地产投资的下降，以及库存高位的去库存压力都使得我们判断经济出现快速下行出现的概率增加。但是，最新公布的9月工业增加值同比超预期上涨。虽然去年同期大力推行的节能减排下基数回落或是9月工业增加值同比超预期的理由之一，但是，来自基数的干扰是否是工业增加值同比上涨的核心因素还需后续数据公布来跟踪验证。

同时，政策对9月好于预期的工业增加值同比数据如何解读将对市场产生内在的影响。对经济硬着陆担忧的减弱使得货币政策短期难言放松。而如果9月的工业增加值同比除去年低基

数的影响之外，还有来自政策潜在放松的影响，那么价格压力则可能再次抬头。**对于未来的经济走势，我们更倾向于去跟踪。**

9月超预期上涨的工业产出使得市场预期变得更加复杂，一方面，货币政策短期难言放松；另一方面，对未来价格形势的担忧很有可能再起。未来经济回落速度有待跟踪验证，而在经济底部得到确认之前，市场仍处于左侧。

行业配置上，建议关注银行、券商、重卡、低端零售。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学经济学硕士，南开大学金融学学士，长江证券宏观策略研究助理，主要研究领域为行业比较。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。