

向“衰退后期”演进，观“政策风向”变化

-----2011 年 11 月宏观经济模型更新及周期判断

报告要点

■ 周期判断：经济逐步向“衰退后期”演进

10 月价格与产出有较大幅度的回落，我们认为当前经济处在衰退阶段。预期年底信贷数据有所回升，经济将逐步向“衰退后期”转变。

■ 周期模型变量最新变化的解读

(1) 价格回落趋势得到确认。CPI、PPI 同比均有较大程度下降。

(2) 工业增加值同比较上月回落 0.6%。9 月工业增加值同比回升与去年同期节能减排导致的低基数有关，随后基数的影响将逐步减弱。

(3) 从货币供应量上来看，尽管 10 月的货币增速与信贷数据还没有公布，年底信贷有所回升的可能性是非常大的。

■ 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。

■ 进入底部观察期，观政策风向变化

1) 结合历史经验来看，当前市场已进入底部信号的重要观察期。

2) 尚未确定的因素：本轮经济的底点。对于当前的经济的运行，我们一直坚持的观点是：10 月以来出台的结构性微调政策对经济的影响更多地体现在中长期，而不会改变当前的经济运行方式，短期经济仍处在减速通道。而经济将于何时见底是决定市场底部的一个重要因素。

3) 尚待观察的因素：政策取向。信贷数据拐点对股市有着重要意义。此外，财政政策的变化也需密切跟踪。

■ 趋势判断与行业配置建议：

短期来看，基于预期改善市场展开了一波反弹，在经济仍处下行通道的情况之下，反弹的延续还需积极政策信号的刺激。如果接下来，信贷放松在数据上得到验证，并且陆续有财政政策或针对资本市场运行的其它利好政策出现，市场或有继续上行的空间，反弹的力度取决于政策的强度。否则，市场将回到经济寻底过程中的震荡筑底行情。

当前的行业配置上，关注银行、房地产、保险、券商、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

《“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》，2011 年 10 月 19 日，邓二勇

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

denggy@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、十月宏观经济变量及周期阶段	4
周期判断：经济逐步向“衰退后期”演进	4
二、周期模型中各变量最新变化的解读	4
2.1 价格回落趋势得到确认	4
2.2 工业增加值同比下降，弱势需求下企业减产动力增强	6
2.3 信贷放松的预期强烈	10
三、衰退期——黑暗中等待黎明	11
指数见底于每轮经济周期中的衰退中后期	11
四、经济与市场预判：进入底部观察期，观政策风向变化	13

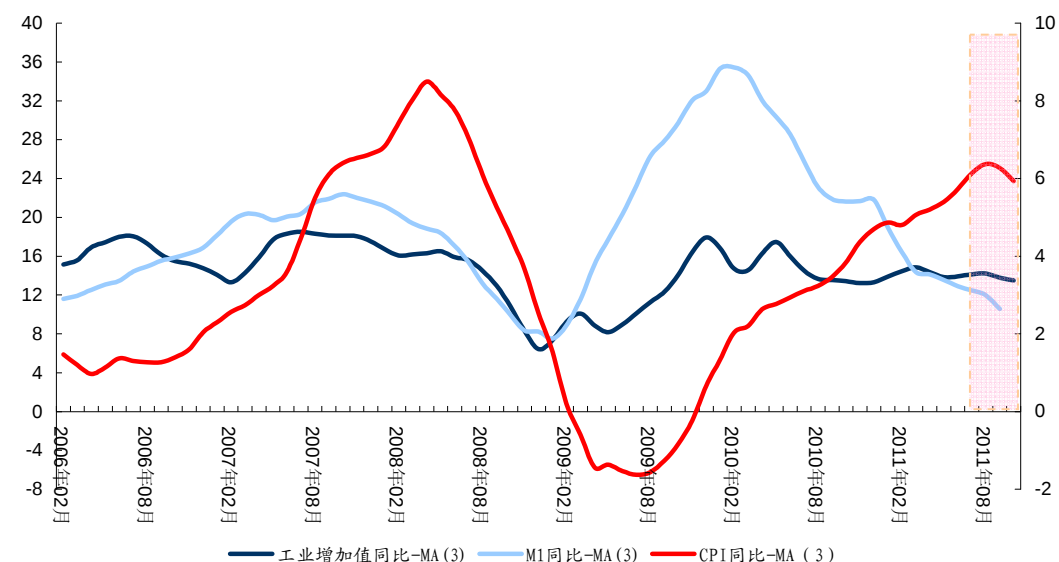
图表目录

图 1: 战术经济周期宏观经济数据更新	4
图 2: CPI 同比与环比均较上月回落	5
图 3: PMI 购进价格指数与 PPI 走势	5
图 4: 大类行业 PPI 走势	6
图 5: 工业增加值同比与环比变化	7
图 6: 9 月库存周期情况	7
图 7: 工业增加值与工业库存同比够建的需求指数	7
图 8: 塑料制品业	9
图 9: 通用设备制造业	9
图 10: 月度发电量及其同比	10
图 11: 货币增速以及金融机构新增贷款	10
图 12: 新增贷款与货币供应量于 2002 年 1 月见底	12
图 13: 第一轮经济周期中宏观经济周期变量的走势	12
图 14: 第二轮经济周期中宏观经济周期变量的走势	13
图 15: 第三轮经济周期中宏观经济周期变量的走势	13

一、十月宏观经济变量及周期阶段

周期判断：经济逐步向“衰退后期”演进

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 10 月份经济数据来看，

（1）CPI 同比 5.5%，较上月回落 0.6%，为本轮通胀在 7 月到达阶段性高点后的连续第三个月回落。10 月 CPI 同比回落较大，确认进入下降周期。

（2）工业增加值同比增长 13.2%，较上月回落 0.6%。我们在上月曾判断 9 月产出指数回升受去年同期节能减排导致的低基数干扰有一定的联系，最新工业增加值同比的回落符合我们上月对产出将继续回落的预期。

（3）从货币供应量上来看，虽然 10 月的货币增速与信贷数据还没有公布，但是从市场上所流传的一些信息来看，年底信贷有所回升的可能性是非常大的。

结合价格与产出回落，我们认为当前经济处在衰退阶段，自 8 月首次确认衰退以来，已为第三个月。我们预期信贷数据有所回升，经济将逐步向“衰退后期”转变。

二、周期模型中各变量最新变化的解读

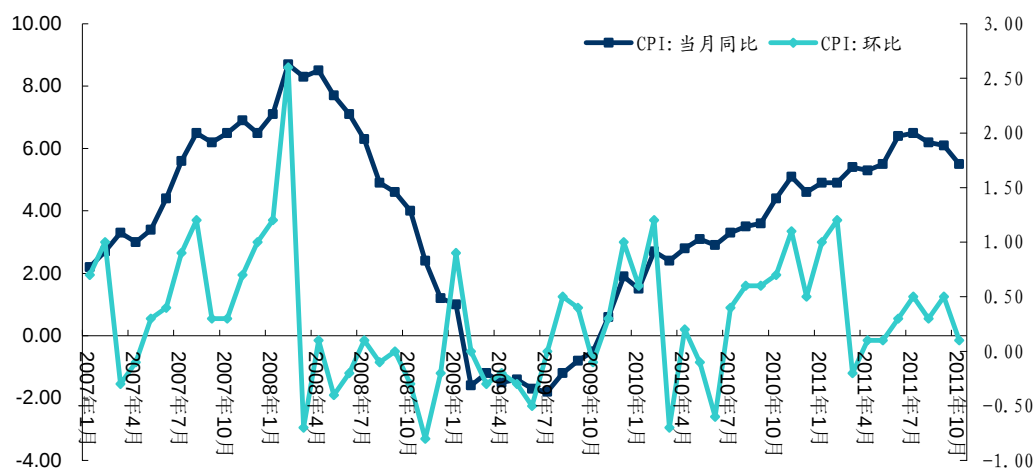
2.1 价格回落趋势得到确认

CPI 同比与环比均较上月明显下降

10 月 CPI 同比 5.5%，较上月回落 0.6%，从降幅上来看，价格压力有明显减弱迹象。我们一直强调，确认价格的拐点需要同比与环比数据的相互印证，10 月 CPI 环比 0.1%，为近年以来的最低值，短期来看，价格回落的趋势基本得到确认。

通胀与增长是政策调控的两个目标，随着 CPI 同比增长水平降低，基于以调通胀为核心目标的紧缩政策将进入观望，甚至适度放松的时期。目前，关于年底信贷放松的预期日益增强。

图 2: CPI 同比与环比均较上月回落



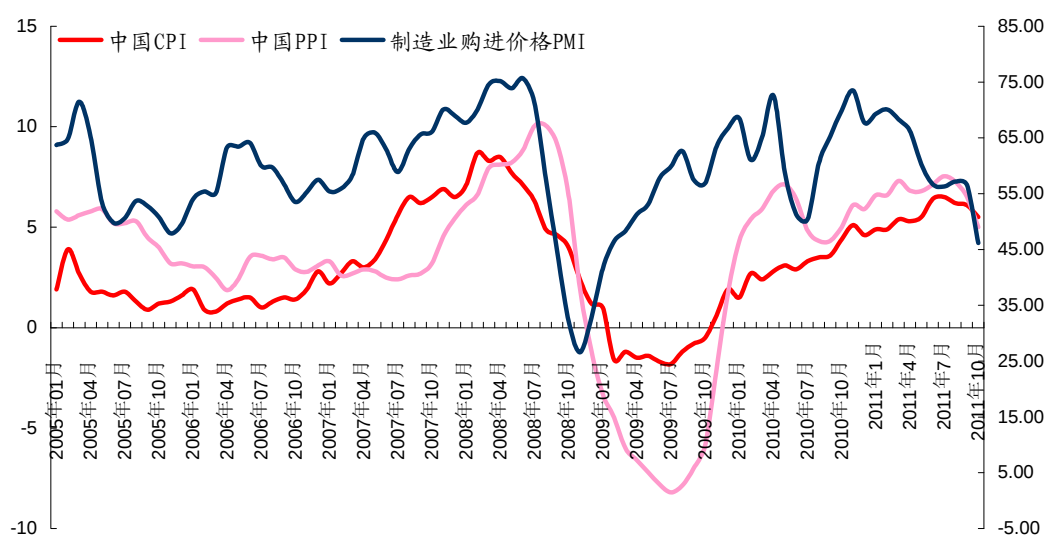
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

PPI 快速回落, 工业产出变化的后验指标

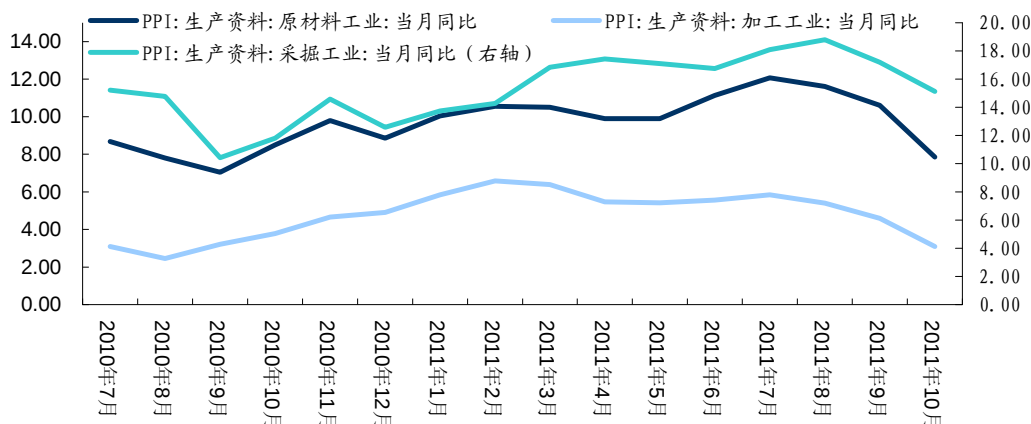
10 月工业生产者出厂价格指数 PPI 延续自 7 月见顶以来的回落趋势, 并且较上月大幅下降。9 月 PPI 同比 6.52, 最新的 PPI 同比数据为 5%。从月初公布的领先指标 PMI 购进价格指数的超预期大幅回落, 我们已经能够预见 PPI 的回落速度将会加快。

从大类行业 PPI 的走势可以看出, 采掘类、加工类、原材料类行业的 PPI 与上月相比均继续回落, 其中, 上游原材料类行业出厂价格的回落最为明显, 由 10.6% 降至 7.86%。这主要是由中游需求不足向上游的传导所致。

图 3: PMI 购进价格指数与 PPI 走势



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究所

图 4：大类行业 PPI 走势


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

工业生产者出厂价格下降有两个直接且重要的影响。第一、出厂品价格的大幅回落将直接导致企业的营业收入下降，10 月工业企业的利润将受到负面影响；第二、从量与价的关系来看，当价格从高水平回落时，需求仍处于价格低弹性区，因此价格回落对需求的激发是不充分的，而当 PPI 继续回落，以至一个较低的水平时，需求释放将使企业盈利得到逐步改善。

由于库存是一个并没有剔除价格因素影响的指示，因此，我们预期 10 月库存同比出现拐点的概率非常大，企业将进入主动去库存阶段。对资本市场来讲，这是一个积极的信号。

2.2 工业增加值同比下降，弱势需求下企业减产动力增强

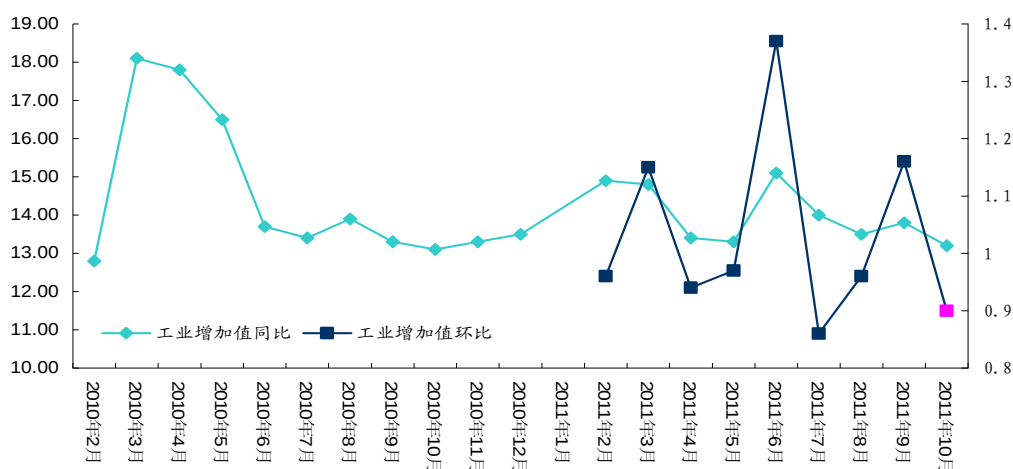
工业增加值同比回归至下降通道

工业增加值同比回落符合预期，对于上月工业增加值同比的超预期上行，节能减排下的低基数是重要的影响因素。进入 10 月后，“低基数”的影响明显减弱。从剔除季节因素影响后的工业增加值环比数据上业看，10 月环比 0.9% 为年内较低水平，仅略高于 7 月的环比 0.84%，可见，工业企业产出的增长动力弱化。整体经济仍处在减速阶段。

10 月工业增加值同比回落更多的是建立在当前需求不足基数上的主动降低产出行为，9 月工来企业库存同比继续上涨，为 23.38% 上涨至 24.2%。同时，由工业增加值同比与工业库存同比相减得到的销量指数来看，9 月该指标仍然为负，为 -10.4%，较上月的 -9.88% 继续下降。这表明当前需求增长慢于生产的增长，反映了当前的需求状况并不乐观。

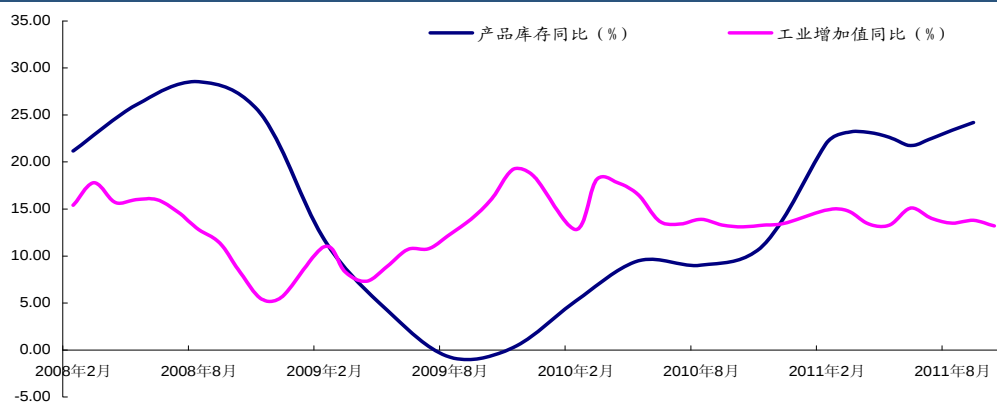
短期来看，产出回落将影响企业的盈利，并且出厂品价格回落导致的利润水平下降将加剧产出回落过程。在没有实质性宽松政策干扰的情况下，未来经济可能加速下行。

图 5: 工业增加值同比与环比变化



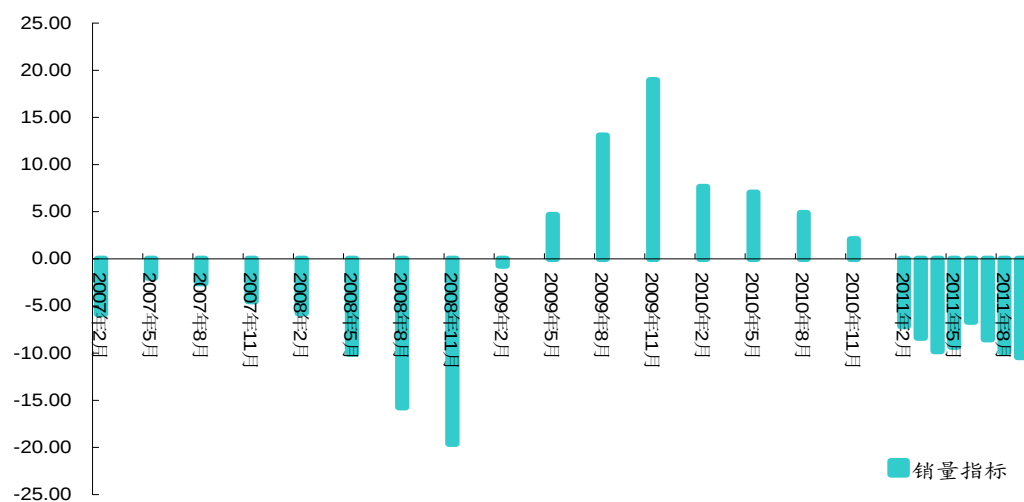
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 6: 9 月库存周期情况



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 7: 工业增加值与工业库存同比够建的需求指数



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

从产业链的角度来分析工业行业产出变化能够使我们更清晰地把握经济趋势。通过观察不同产业链上各子行业的工业产出变化，我们可发现：

在重工业中，上游采掘行业的产出同比均较上月回升，需求的弱势向上游的传导尚不充分；结合行业的库存周期来看，中下游中工业增加值同比增加的塑料制品业与通用设备制造业在经历主动去库存之后，产出开始增加，可见，其下游需求开始有一定转暖。

但是，对于大多数中游原材料、燃料动力行业与下游加工工业来讲，产出较上月回落，表明需求弱势与库存积累的压力下，多数中游行业主动降低产出的动力较强。

轻工业不同子行业的下游需求存在较大分化。

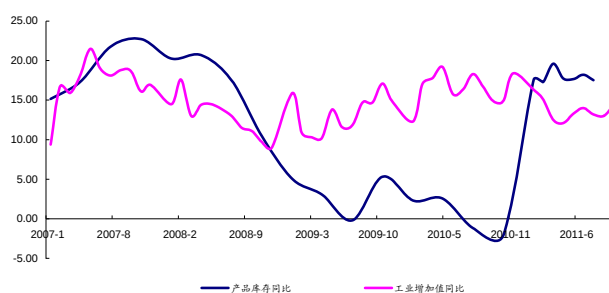
表 1：主要行业工业增加值同比较上月增减（%）

产业链划分	子行业	10 月较 9 月变化
采掘（上游）	煤炭开采和洗选业	0.10
	石油和天然气开采业	0.90
	黑色金属矿采选业	3.90
	有色金属矿采选业	4.60
	非金属矿采选业	1.90
	其他采矿业	16.00
原材料、燃料动力（中游）	石油加工、炼焦及核燃料加工业	(3.70)
	化学原料及化学制品制造业	(1.70)
	黑色金属冶炼及压延加工业	(2.90)
	有色金属冶炼及压延加工业	2.50
	废弃资源和废旧材料回收加工业	17.90
	电力、热力的生产和供应业	(0.90)
	燃气生产和供应业	(0.80)
	水的生产和供应业	(4.40)
加工工业（下游）	橡胶制品业	(0.80)
	塑料制品业	1.40
	非金属矿物制品业	(1.00)
	金属制品业	(1.10)
	通用设备制造业	1.10
	专用设备制造业	0.40
	交通运输设备制造业	(0.90)

轻工业（以农产品为原料）	电气机械及器材制造业	(2.50)
	农副食品加工业	0.90
	食品制造业	(0.60)
	饮料制造业	2.20
	烟草制品业	(2.90)
	纺织业	(0.20)
	纺织服装、鞋、帽制造业	(1.70)
	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	2.40
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	(2.50)
	家具制造业	2.00
轻工业（以非农产品为原料）	造纸及纸制品业	0.00
	印刷业和记录媒介的复制业	1.90
	文教体育用品制造业	0.10
	工艺品及其他制造业	(1.70)
	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	(2.10)
	化学纤维制造业	0.40
	医药制造业	1.50
	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	(2.20)

资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

图 8：塑料制品业



资料来源：长江证券研究部

图 9：通用设备制造业



资料来源：长江证券研究部

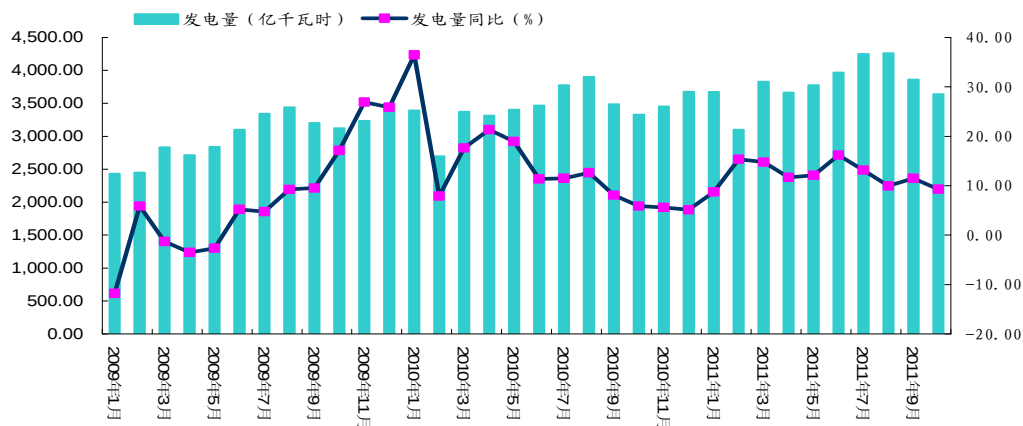
节能减排政策下，去年同期工业产出基数低

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 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。去年同期，随着政府对合理限电政策的关注和治理，10 月发电量的下降趋势较 9 月弱化。

最新公布的今年 10 月发电量同比为 9.3%，上月为 11.52%。受季节性因素影响，一般 10 月发电量数据均呈回落。可以说，当前的发电量回归到合理的增速水平。

图 10：月度发电量及其同比

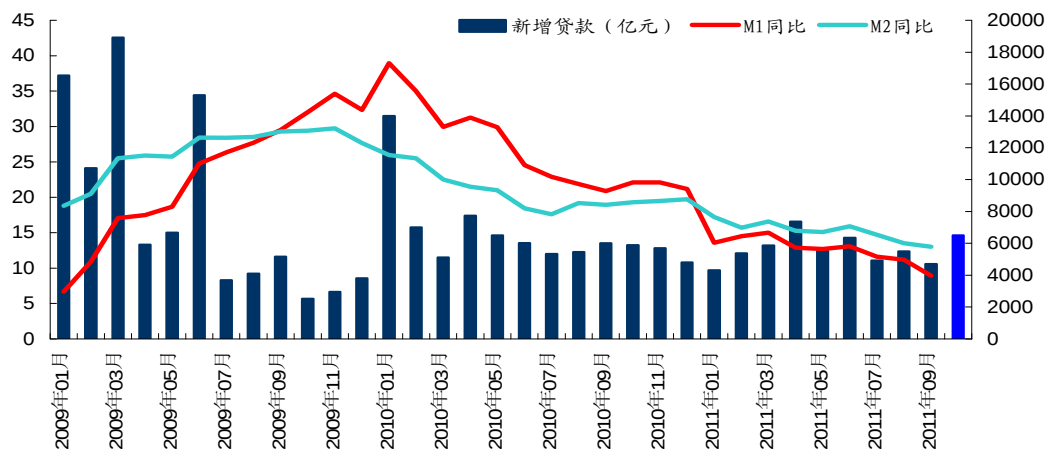


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

2.3 信贷放松的预期强烈

在微调政策信号逐一释放之后，市场开始期待其它货币放松的信号。市场上关于信贷放松的传闻不绝于耳。有消息称，10 月前 20 天新增贷款规模在 800 亿元左右，而在后十个工作日，信贷开始突然增长，新增放款接近前 20 天的信贷量，10 月四大行新增贷款约 1600 亿元。对此，我们认为，年底信贷的确有较强的政策放松动力。政策角度，结构性放松又调整经济结构是放松的一方面因素；此外，银行也有出于自身盈利的考虑。而对于信贷放松的程度如何，我们不得而知。如果出现月新增信贷超过 7500 亿，股市的反弹将在流动性上得到支撑。从划分经济周期三个变量的变化上来看，如果信贷、倾向见底回升，则表明当前经济已处在衰退的后期。

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 2：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
滞胀	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。

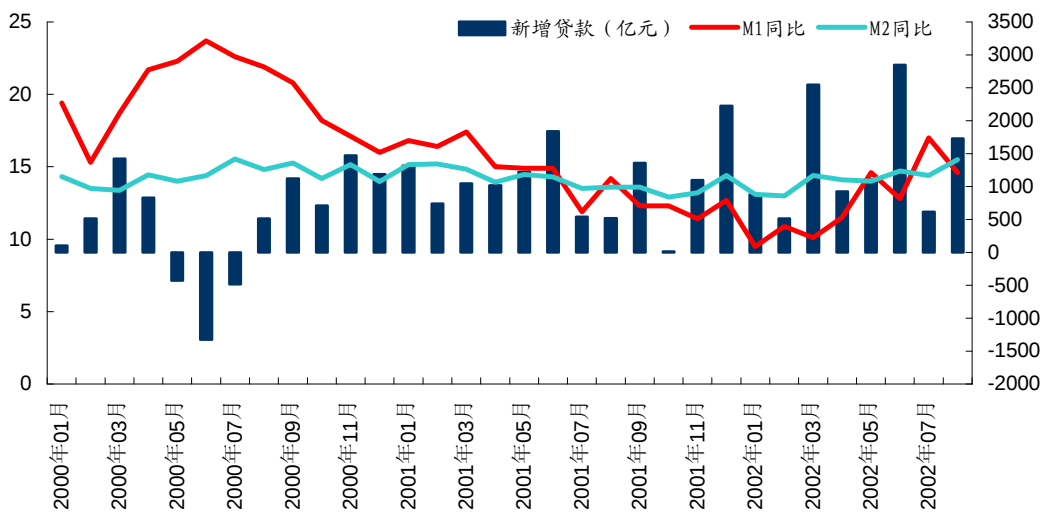
而对于 08 年底的股市见底，政策刺激下的预期一致性促使股市提前工业生产见底，并且这一轮经济周期中，来自价格水平的压力实际上是非常低的。

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。

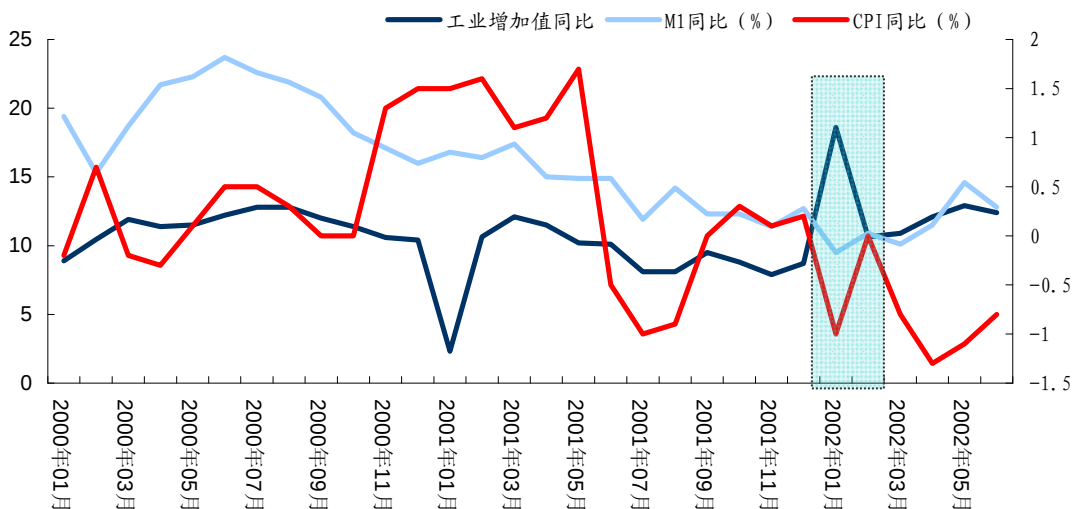
表 3: 股市见底阶段宏观经济指数的特征

	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
	提前 4 个月见顶	提前 4 个月见顶	持续回落中
CPI 同比	(快速回落至通缩)		
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

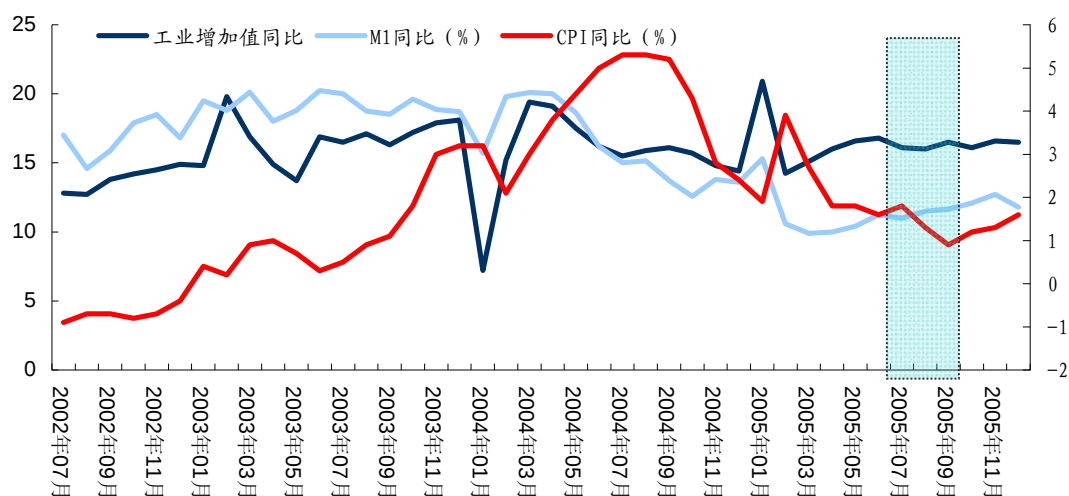
图 12: 新增贷款与货币供应量于 2002 年 1 月见底


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


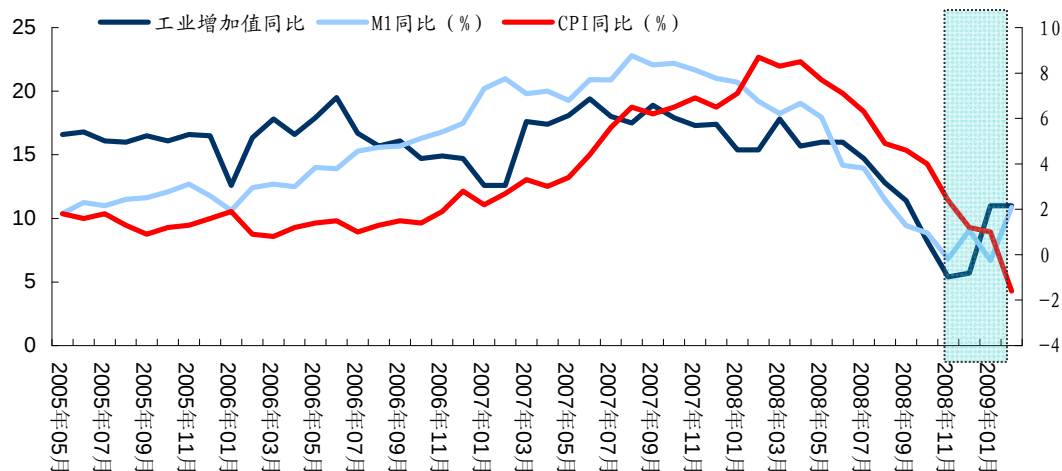
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

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：进入底部观察期，观政策风向变化

通过对最新的宏观经济周期模型分析，我们得到以下几点结论和思考：

- 4) **结合历史经验来看，当前市场已进入底部信号的重要观察期。**这一轮经济已进入衰退周期三个月。从我们重点观察的指标变化来看，价格拐点确认、产出回落，更有信贷出现松动概率的增加，积极因素正在逐步累积。
- 5) **尚未确定的因素：本轮经济的低点。**对于当前的经济的运行，我们一直坚持的观点是：10月以来出台的结构性微调政策对经济的影响更多地体现在中长期，而不会改变当前的经济运行方式，短期经济仍处在减速通道。而经济将于何时见底是决定市场底部的一

个重要因素。从前期跟踪的数据来看，工业企业库存同比数据仍在累积，这一压力将通过企业主动减产得到缓解，因此，我们还需首先看到主动去库存的展开。另一方面，PPI 刚刚开始快速回落，其对企业营业收入的负面影响开始兑现，在 PPI 回落到需求高弹性区间之前，企业尚没有扩大生产的动机。

- 6) **尚待观察的因素：政策取向。**信贷数据拐点对股市有着重要意义。一方面，信贷现拐点是货币政策转向的重要信号；另一方面，流动性紧张的预期也将在一定程度上得到改善。因此，年底几个月的信贷是否会超预期是需要重点关注的。此外，财政政策的变化也需密切跟踪。

短期来看，基于预期改善市场展开了一波反弹，在经济仍处下行通道的情況之下，反弹的延续还需积极政策信号的刺激。如果接下来，信贷放松在数据上得到验证，并且政府还会不断有其它的财政政策或针对资本市场运行的利好政策出现，市场或有继续上行的空间，反弹的力度取决于政策的强度。否则，市场将回到经济寻底过程中的震荡筑底行情。

当前的行业配置上，关注银行、房地产、保险、券商、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。