

证券研究报告 • 策略深度 • 产出缺口观察

春江水暖

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”，三季度短周期底部过渡，周期演进与市场高度契合。进入四季度，市场纠结于经济衰退预期与海外冲击，最新的GDP数据更加强这种预期，任何周期触底的判断难为市场所接受。

主要观点：

工业增加值同比反弹

9月工业增加值同比增长13.8%，高于8月份的13.5%。行业看，专用设备、非金属矿物制品、通信设备计算机及其他电子设备制造、食品制造、饮料制造、煤炭开采、医药制造等行业的工业增加值同比增速高于平均水平，多数周期行业工业增加值环比回暖。

短周期：春江水暖，早周期行业回升

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月已经回升三个月，根据产出缺口滞后环比3-4个月的规律，10月或能观察到短周期回升。但早周期行业如汽车、化学原料等行业产出缺口已回暖。

产出缺口 VS 经济同比

如果我们将工业产出缺口与工业增加值同比以及GDP同比互相对照，可以发现一些有意义的现象：（1）首先是产出缺口的变化趋势基本能与工业增加值同比变化趋势相对应；（2）产出缺口底部或顶部基本能对应工业增加值同比的底部和顶部；（3）产出缺口与季度GDP并不严格对应，可能存在一个季度左右的时间差。如果这一次产出缺口真正在9月份见底，那么四季度或明年一季度GDP将见底。

政策将决定市场走出底部的方式

我们一直认为，市场重新向上取决于两个方面：一是短周期回升；二是政策的积极变化。目前看，政策逐渐趋于放松、经济实现软着陆，市场因过度预期衰退风险而出现的大幅下跌之后，基于估值修复的反弹可能性是比较大的。而反弹的高度则决定于政策放松的程度以及由此引致的对经济弹性的预期。

配置建议：关注“早周期”行业

配置上，可先期关注“早周期”行业及景气行业，如汽车、化工、医药、TMT等行业。详见《10月配置策略报告：布局反弹》。

吴启权

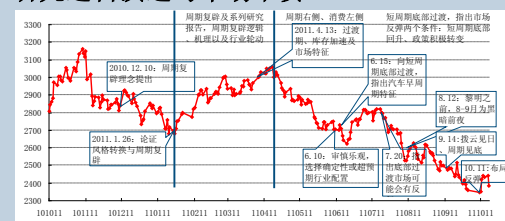
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440510120031

发布日期：2011年10月26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？》
- 2011.8.12 《7月产出缺口观察：黎明之前》
- 2011.8.12 《黎明：从滞胀博弈到周期弹性》
- 2011.9.02 《8月PMI：如期反弹与政策迷雾》
- 2011.9.05 《黎明：等待与抉择--2011年9月策略配置报告》
- 2011.10.11 《布局反弹--2011年10月策略配置报告》
- 2011.10.12 《9月PMI：夹缝中的反弹》

目录

一、观点回顾：“2月周期复辟→4月周期右侧、消费左侧→6月底底部过渡→9月周期见底”	1
二、9月工业增加值同比反弹	2
三、短周期或已见底	4
1、10月或短周期底部回升	4
2、底部的验证	6
(1) 原材料库存季调趋势项环比回升	6
(2) PMI 指数（季调）回升	7
(3) 汽车行业产出缺口先于工业生产底部回暖	8
3、去库存过程中的库存反弹	9
4、通胀：7月见顶、2012年2季度前顺周期回落	10
5、小结：期待10月短周期回升	12
四、影响周期弹性因素分析	13
1、货币供给	13
2、固定资产投资：房地产下滑、制造业及基建回暖	15
3、消费：环比回暖可期	17
五、行业产出缺口观察：早周期回暖	19
六、总结	26

图表目录：

表 1：固定资产投资完成额分布 单位：亿、%	16
表 1：行业产出缺口与 PMI	20
图 1：观点回顾及市场节奏	1
图 2：9月工业增加值同比反弹	2
图 3：9月主要行业工业增加值同比增速	3
图 4：9月 PMI 指数：夹缝中反弹	3
图 5：PMI 趋势项环比重回正轴	3
图 6：9月产出缺口虽仍在回落，但已趋缓，或将形成底部	4
图 7：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比连续四月回升	5
图 8：工业增加值同比与产出缺口	5
图 9：GDP 同比与工业产出缺口	5
图 10：工业生产，原材料为先：PMI 原材料库存环比回暖明显	6
图 11：短期贷款余额环比保持高位	6
图 12：PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月	7
图 13：PMI 生产指数季调趋势项连续 2 个月回暖	7
图 14：新订单：季调趋势项持续回升	8
图 15：采购量：季调趋势项底部回升	8
图 16：汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月	9



图 17: 9 月产成品库存继续回落	9
图 18: 产成品库存环比仍下降	10
图 19: 购进价格继续回落	10
图 20: 购进价格环比止滑	11
图 21: 2000 年以来产出缺口领先 CPI 3-4 个月的相关系数约 0.75	11
图 22: CPI 环比持续回落	11
图 23: PPI 环比持续下降	12
图 24: 物价环比滞后于工业增加值环比	12
图 25: M1 环比再次反复	13
图 26: M1/M2 同比或已反映短周期底部	14
图 27: 新增贷款非约束经济周期因素	14
图 28: 企业新增短期贷款显著回升	14
图 29: 固定资产投资累计同比小幅回落	15
图 30: 固定资产投资是工业生产的动力	16
图 31: 固定资产投资环比回暖	16
图 32: 消费同比恢复正常水平	17
图 33: 消费环比底部可滞后工业增加值环比底部 2-5 个月	18
图 34: 消费者信心指数虽有回落, 但仍保持较高水平	18
图 35: 汽车销售环比对工业增加值环比具有较强的领先效应	18
图 36: 汽车行业产出缺口	21
图 37: 汽车行业增加值环比	21
图 38: 交运设备制造业产出缺口	21
图 39: 交运设备制造业增加值环比	21
图 40: 食品饮料行业产出缺口	21
图 41: 食品饮料行业增加值环比	21
图 42: 医药行业产出缺口	22
图 43: 医药行业增加值环比	22
图 44: TMT 行业产出缺口	22
图 45: TMT 行业增加值环比	22
图 46: 机械行业产出缺口	22
图 47: 机械行业增加值环比	22
图 48: 石油加工业产出缺口	23
图 49: 石油加工业增加值环比	23
图 50: 化工行业产出缺口	23
图 51: 化工行业增加值环比	23
图 52: 有色行业产出缺口	23
图 53: 有色行业增加值环比	23
图 54: 钢铁行业产出缺口	24
图 55: 钢铁行业增加值环比	24
图 56: 煤炭行业产出缺口	24
图 57: 煤炭行业增加值环比	24



图 58: 纺织、服装、造纸业产出缺口	24
图 59: 纺织、服装、造纸业增加值环比.....	24
图 60: 金属、非金属制品产出缺口	25
图 61: 金属、非金属制品增加值环比	25
图 62: 电器机械、仪器仪表制造业产出缺口.....	25
图 63: 电器机械、仪器仪表制造业增加值环比.....	25
图 64: 电力、燃气、水生产及供应业产出缺口.....	25
图 65: 电力、燃气、水生产及供应业增加值环比.....	25

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→9 月周期见底”

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 月的《黎明之前》中，我们认为 8-9 月或为本轮短周期调整的“黎明前的黑暗期”。

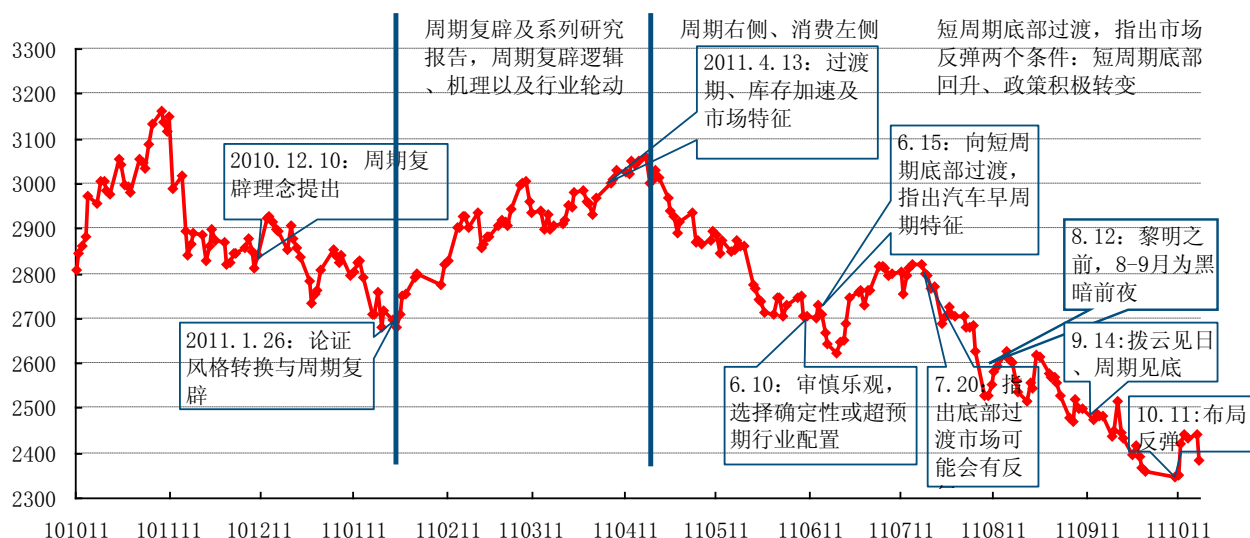
当前市场纠结于经济衰退预期与海外冲击，最新的 GDP 数据更加强这种预期。如果我们立足当前对未来展望时，经济下滑趋势不改、固定资产投资增速回落、出口下滑，通胀高企下政策放松预期落空，似乎前景一片悲观。因而，当前任何周期触底的判断难为市场所接受。

对于如何判断短周期底部，我们并没有依赖于某个指标，而是建立了一套比较完善的判断方法，这一指标体系是以产出缺口为核心，通过工业增加值环比、PMI 指数、领先行业、原材料库存及企业短期贷款以及中观行业周期波动等等，而上述指标越来越强烈地印证我们在上一期产出缺口观察报告《拨云见日 周期见底》中认为 9 月份短周期见底的判断，从这一角度看，经济衰退风险或被过度预期。

如果汽车、化工原材料等行业是经济运行的早周期行业，那么，我们已经看到这些行业的产出缺口如期底部回暖，强周期的钢铁行业也底部回暖，短周期底部回暖并非天方夜谭。

我们一直认为，市场重新向上取决于两个方面：一是短周期回升；二是政策的积极变化。当前这两个条件逐渐具备。目前看，政策逐渐趋于放松、经济实现软着陆，市场因过度预期衰退风险而出现的大幅下跌之后必然会出现修正，基于估值修复的反弹可能性是比较大的。而反弹的高度则决定于政策放松的程度以及由此引致的对经济弹性的预期。

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、9 月工业增加值同比反弹

9 月工业增加值同比增长 13.8%，高于 7 月份的 13.5%。从行业看，专用设备、非金属矿物制品、通信设备计算机及其他电子设备制造、食品制造、饮料制造、煤炭开采、医药制造业、金属制品以及仪器仪表等行业的工业增加值同比增速高于平均水平，而石油加工、纺织、电力、橡胶、塑料、燃气、交运设备、黑色金属等行业增速较低。

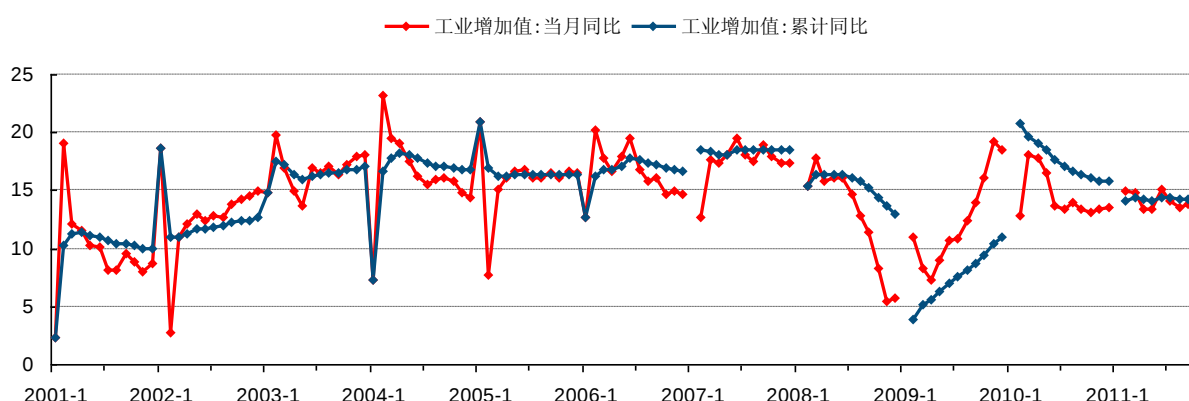
虽然我们在 7 月 PMI 观察报告《7 月 PMI：底部还是下滑中继？》中所指出，“7 月份有可能是 PMI 季调趋势项的底部”，8、9 月的 PMI 正如我们预期那样出现回升，但 9 月 PMI 指数呈现“旺季不旺”，仅 51.2。本轮 PMI 回落自 2010 年 12 月开始，已经持续 10 个月，而即便经济衰退期的 2008-2009 年间，PMI 持续回落的时间也仅仅持续 9 个月（2008 年 5 月-2009 年 1 月），区别是本次回落较为温和，而衰退期回落则较为猛烈。

在政策超调、紧缩持续背景下，容易引发经济衰退的担忧，如果认为未来 PMI 会出现急剧下滑，那么就不能排除经济衰退的可能性。但如果我们观察 2008 年 5 月-2009 年 1 月 PMI 显著下滑过程中，其环比在 2008 年 8 月已经触底，当年 12 月环比转正，对照当前 PMI 指数及其环比，我们会发现环比在 3 月份已经见底，7 月份开始环比已经转正，即使 9 月 PMI 指数低于预期，但季调趋势项及其环比仍然是回升的。

9 月工业增加值同比及环比反弹，尤其是环比，延续了 6 月以来的反弹趋势，虽然令市场“意外”，但在周期框架下却显得合情合理，与三季度 9.1% 的 GDP 增速并不相悖，后者则反映了三季度短周期回落的事实。当然，如果未来几个月内 PMI 持续回升乏力或显著回落，那么经济有可能会异常波动。但从目前我们的计算及观测的结果看，这种可能并不大，大概率是 PMI 在 7 月形成的底部（季调后）基础上缓慢恢复，经济增速小幅波动，但弹性恢复则仍需时日。

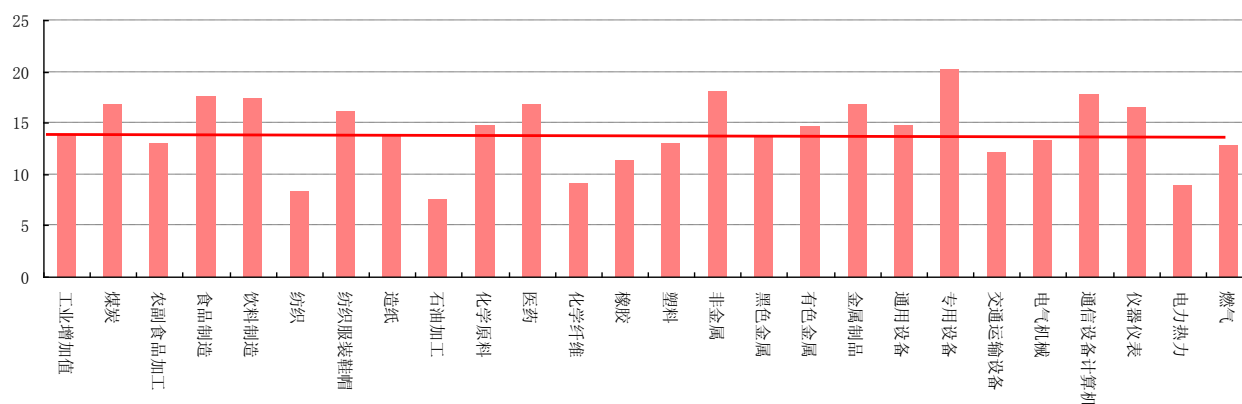
因此，如果经济周期运行是有效的，那么，从 10 月份开始我们将能观察到一些微观好转的迹象。

图 2：9 月工业增加值同比反弹



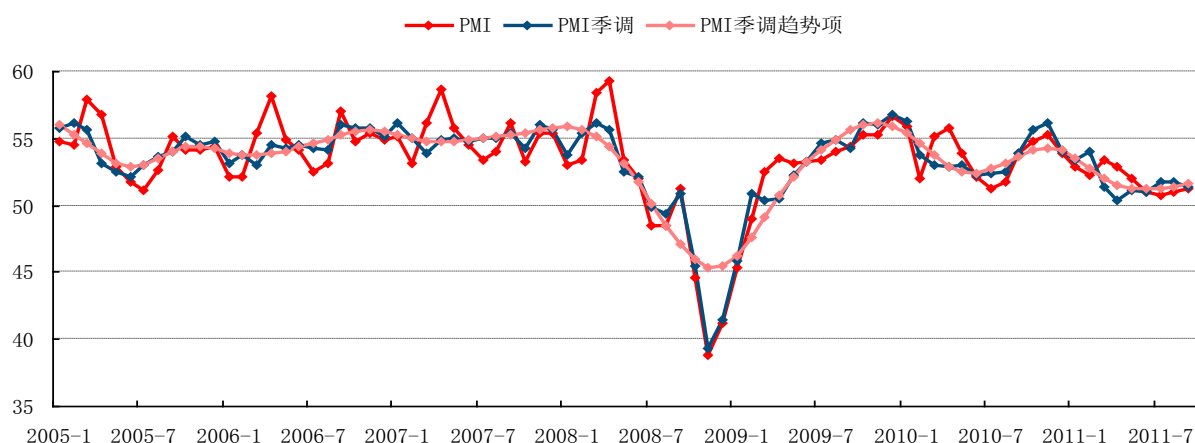
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3：9 月主要行业工业增加值同比增速



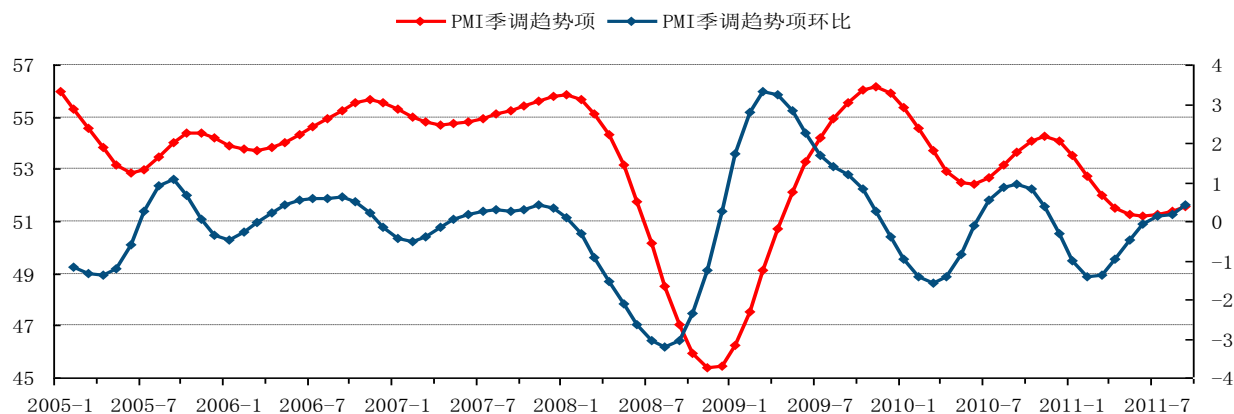
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 4：9 月 PMI 指数：夹缝中反弹



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 5：PMI 趋势项环比重回正轴



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部



三、短周期或已见底

1、10 月或短周期底部回升

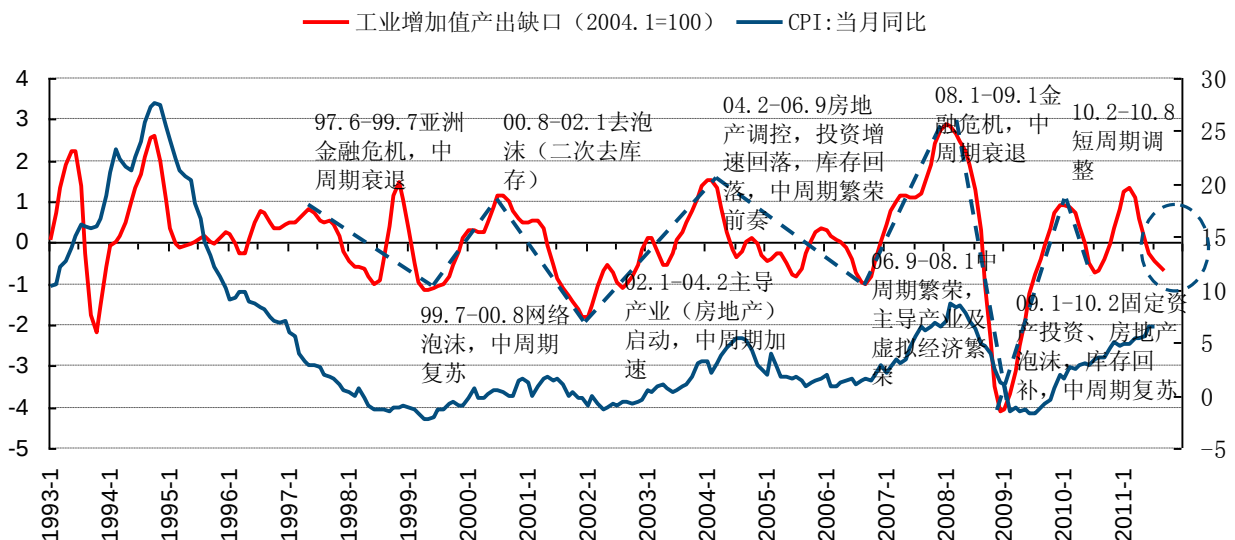
9 月份的工业增加值产出缺口仍在回落之中，但下行的斜率有所放缓，换言之，虽然周期仍运行在下行趋势，但很可能已经触到底部。而我们一直认为，在这样一个滞胀型的中周期约束下，短周期的调整是温和而短暂的，正如我们最初在《周期右侧、消费左侧》以及后续研究中，我们建立了观测和预测短周期运行的指标体系，判断短周期调整的底部 9 月份前后。

从工业增加值环比看，6 月份已出现回升，如果按照环比领先产出缺口 3-4 个月看，产出缺口将在 9-10 开始触底回升。

产出缺口并非是一个直观的指标，需要通过一系列计量的计算才获得。对投资者而言，更关心的是工业增加值同比、GDP 同比等数据。如果我们将工业产出缺口与工业增加值同比以及 GDP 同比互相对照，可以发现一些有意义的现象：（1）首先是产出缺口的变化趋势基本能与工业增加值同比变化趋势相对应（剔除由于节假日因素导致的异常波动）；（2）产出缺口底部或顶部基本能对应工业增加值同比的底部和顶部；（3）产出缺口与季度 GDP 并不严格对应，可能存在一个季度左右的时间差，例如 2008 年 12 月产出缺口见底，GDP 见底在 2009 年一季度，但基本能反映 GDP 的周期波动。

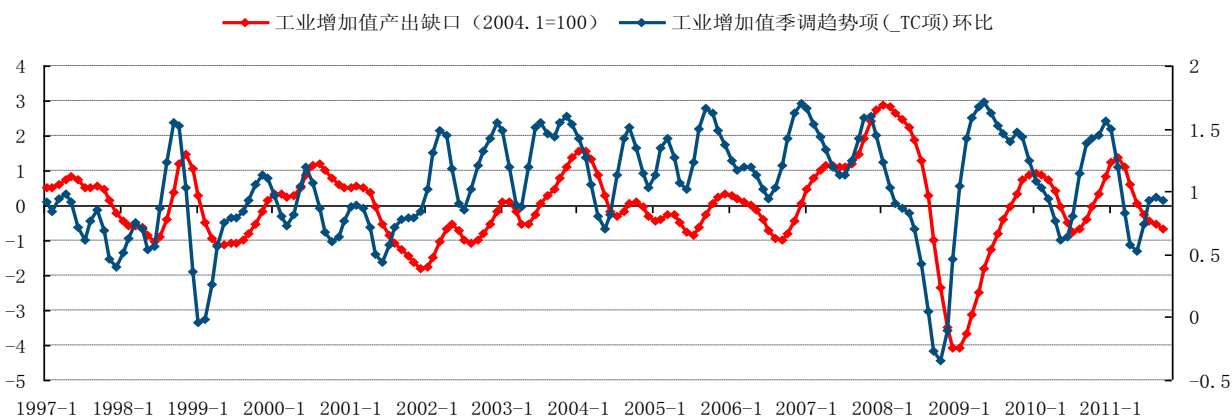
如果这一次产出缺口真正在 9 月份见底，那么，乐观地，四季度 GDP 见底，悲观的看法是明年 1 季度见底。即使我们认为本次周期下行（综合产出缺口与 GDP）从 2010 年 2 月开始，持续 19 个月，对应地，上一中周期中相类似的调整（2000 年 8 月至 2002 年 1 月）经历 18 个月，从调整时间看也相对充分，不尽一致的是，这次调整中物价并没显著回落。从外部冲击看，当时调整由于互联网泡沫破灭；而这一次则是从内部紧缩开始，后期则受海外信用危机的冲击，并没有对实体经济直接冲击，因而，当前经济内生力量要远胜于当时的调整。

图 6：9 月产出缺口虽仍在回落，但已趋缓，或将形成底部



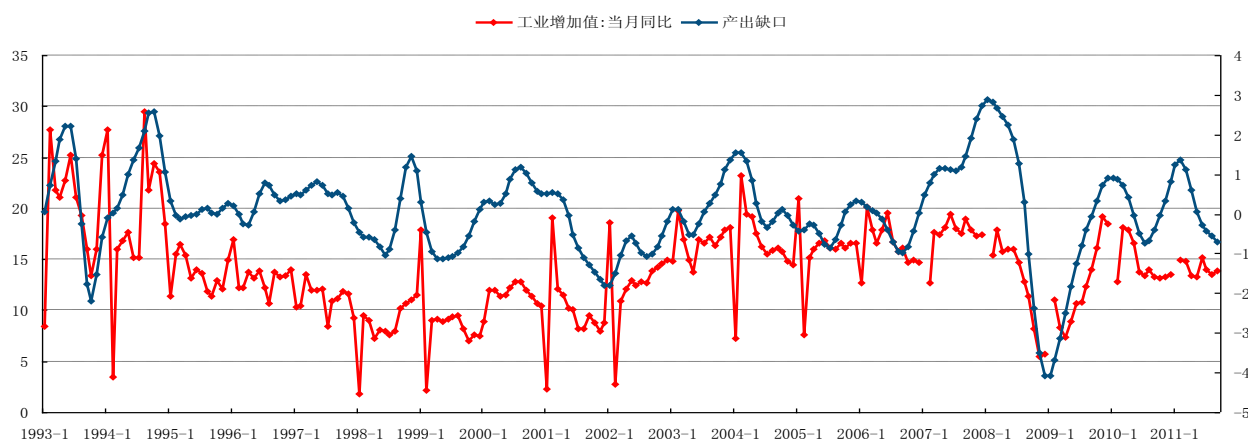
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 7：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比连续四月回升



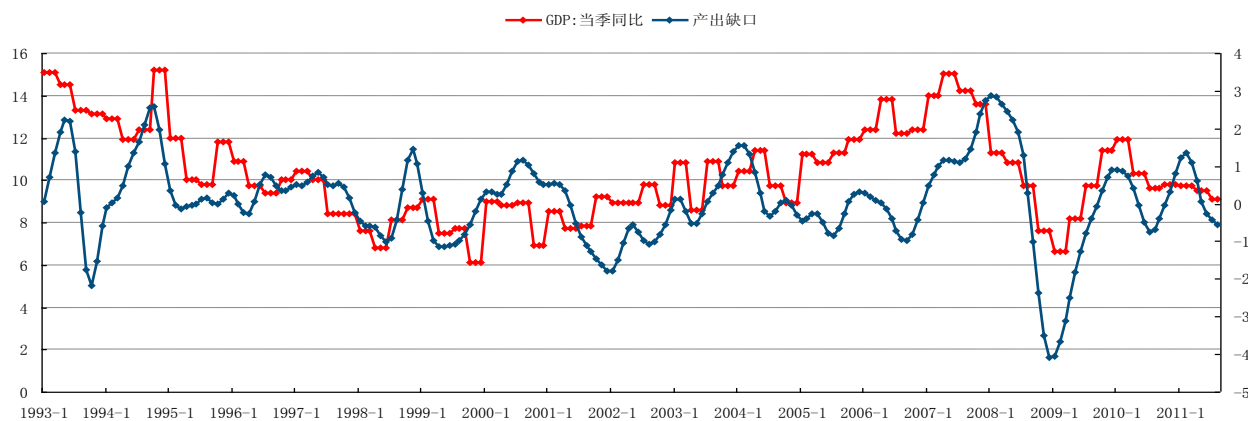
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 8：工业增加值同比与产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 9：GDP 同比与工业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

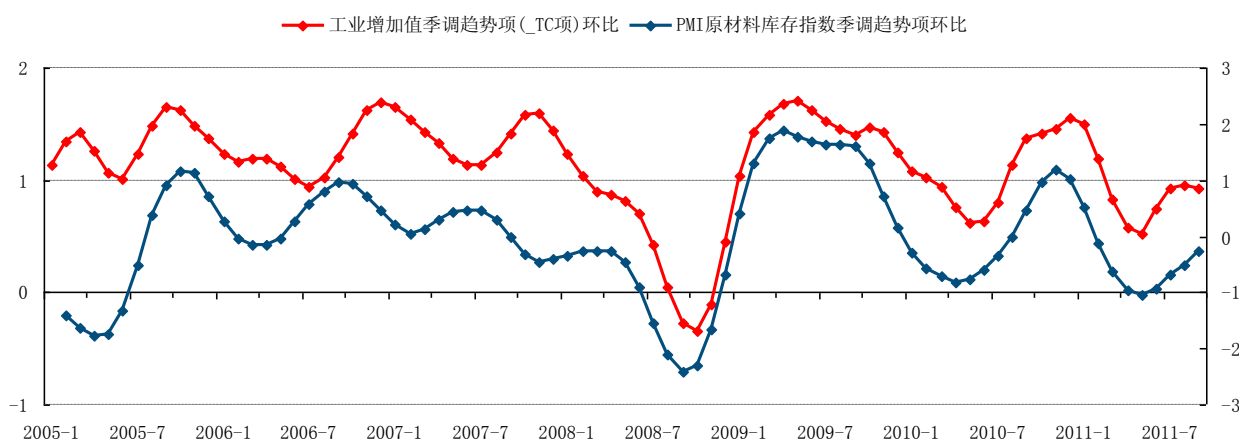
2、底部的验证

我们从逻辑上和工业增加值环比来判断短周期底部，这一判断是否正确，仍需其他指标来验证。

(1) 原材料库存季调趋势项环比回升

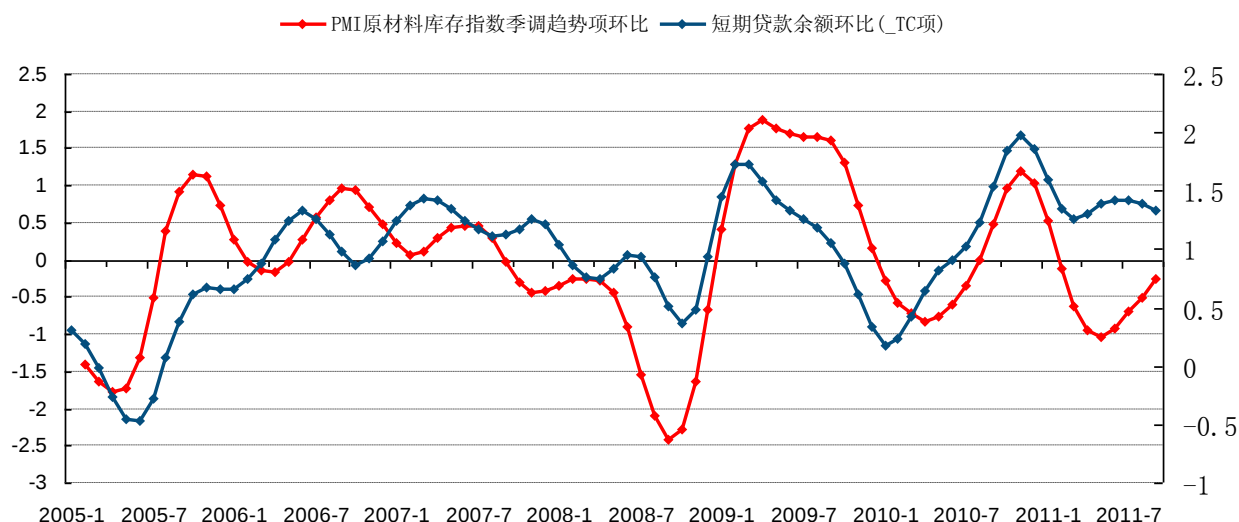
PMI 原材料库存环比从 6 月份开始回暖，意味着我们 6-7 月份工业增加值环比回升是比较坚实的。9 月份的 PMI 原材料库存指数季调趋势项环比-0.27%，已经接近零轴，按照这一趋势，未来 1-2 个月或能看到原材料补库存的开始，那么短周期弹性或适度恢复。

图 10：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 11：短期贷款余额环比保持高位



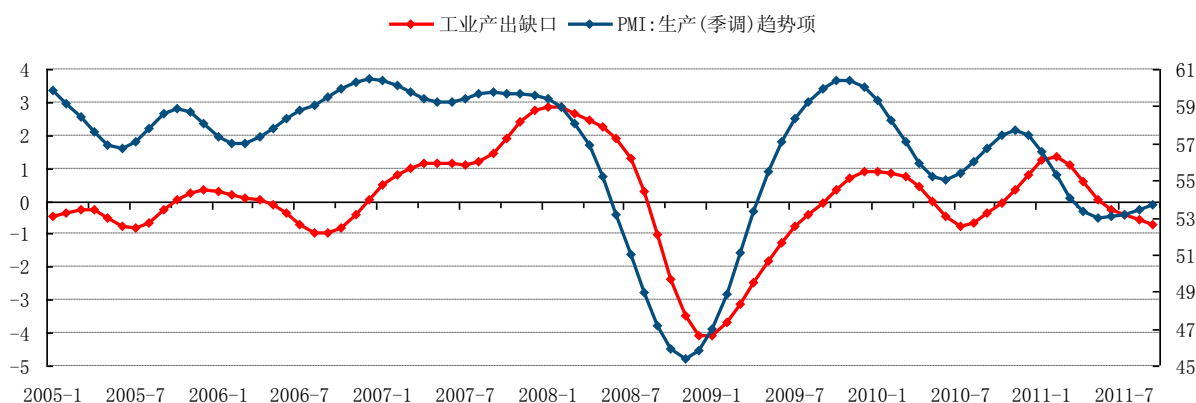
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

(2) PMI 指数（季调）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 5 个月触底回升，6 月份其环比甚至已为正值，PMI 指数季调趋势项底部在 5-6 月份，那么我们基本能确立 9 月份前后为本轮经济短周期调整的底部，而工业增加值环比底部在 5 月份左右。

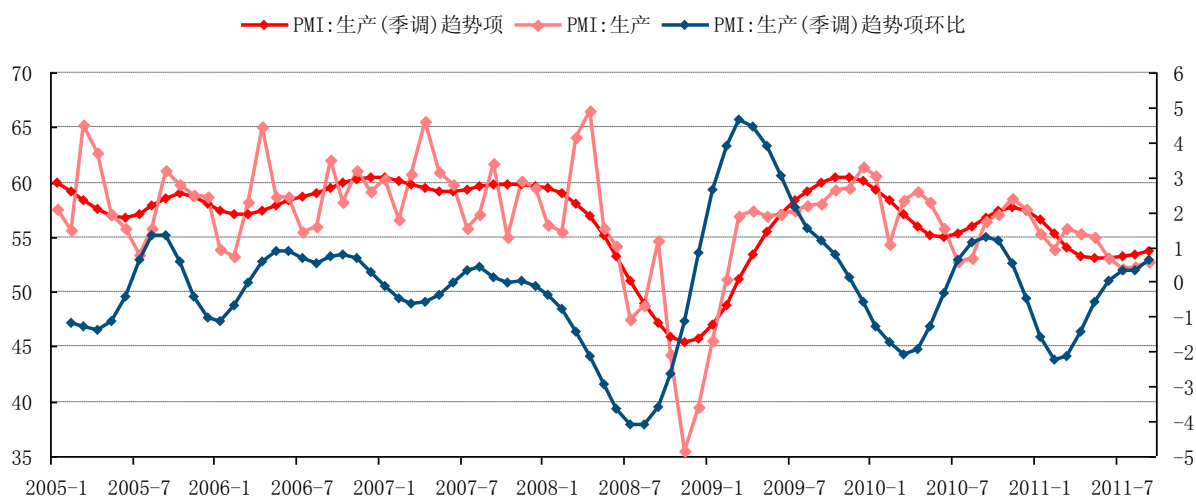
此外，PMI 的新订单指数、采购量指数也有所回暖。

图 12: PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月



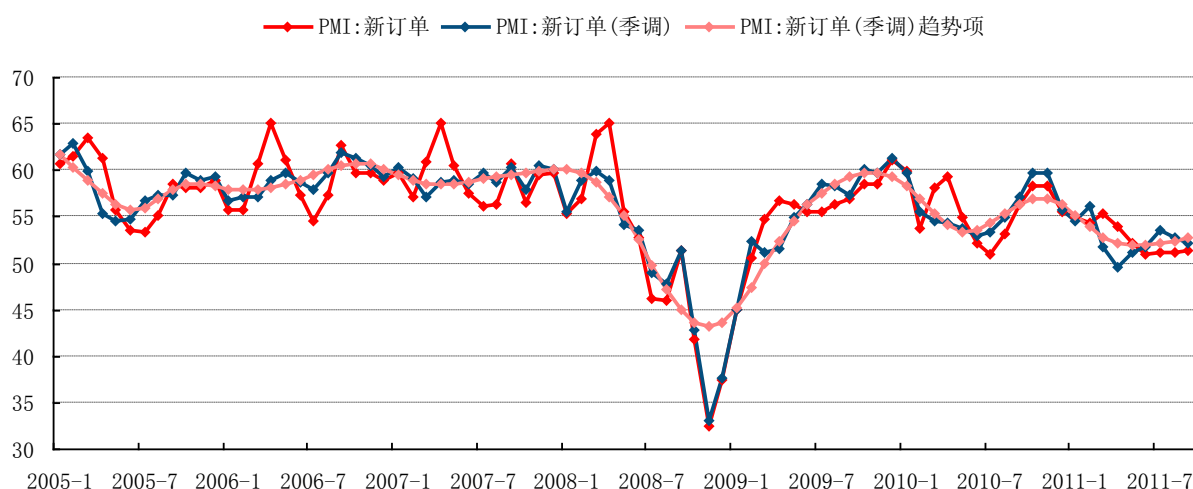
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 13: PMI 生产指数季调趋势项连续 2 个月回暖



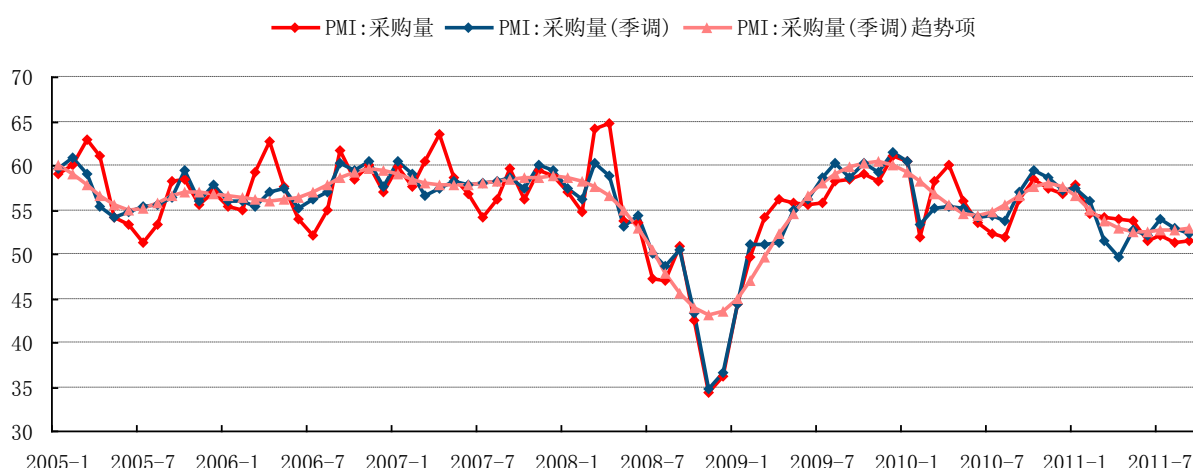
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 新订单: 季调趋势项持续回升



数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15: 采购量: 季调趋势项底部回升



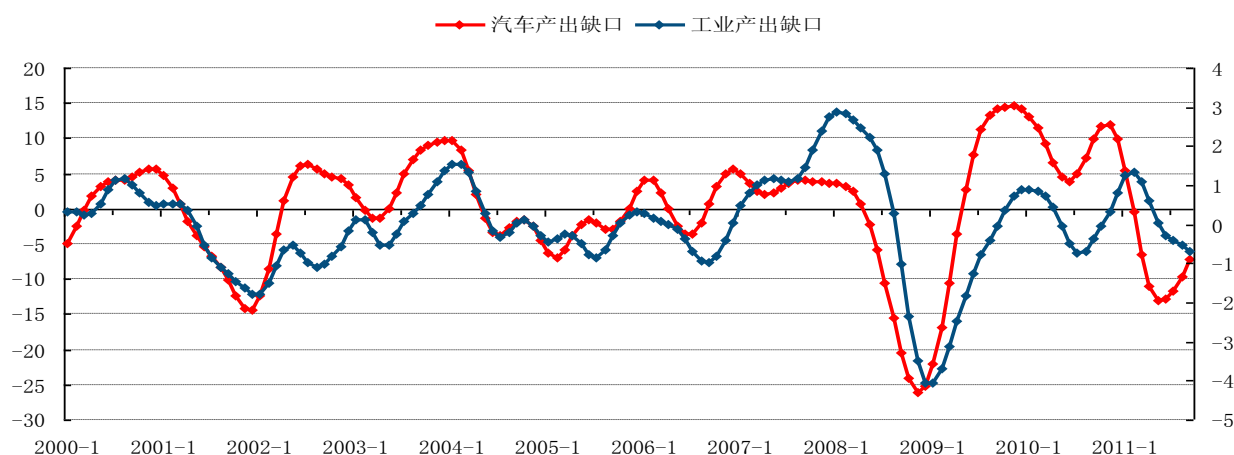
数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

(3) 汽车行业产出缺口先于工业生产底部回暖

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。

目前看, 汽车行业产出缺口已于 7 月回暖, 与我们之前判断完全一致, 根据工业增加值产出缺口滞后 2-3 个月的规律, 基本可以判断前者将于 10 月份回暖。

图 16: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月

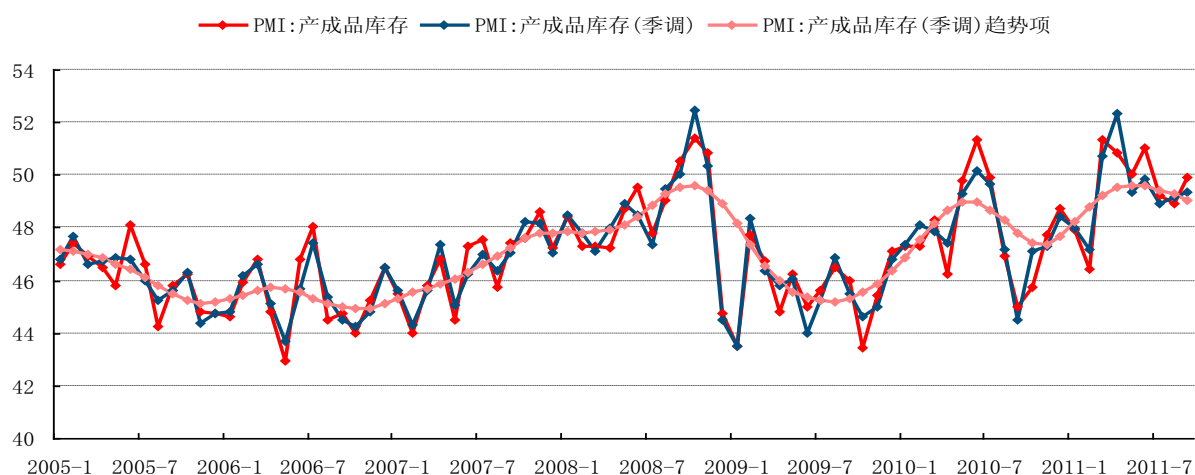


数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

3、去库存过程中的库存反弹

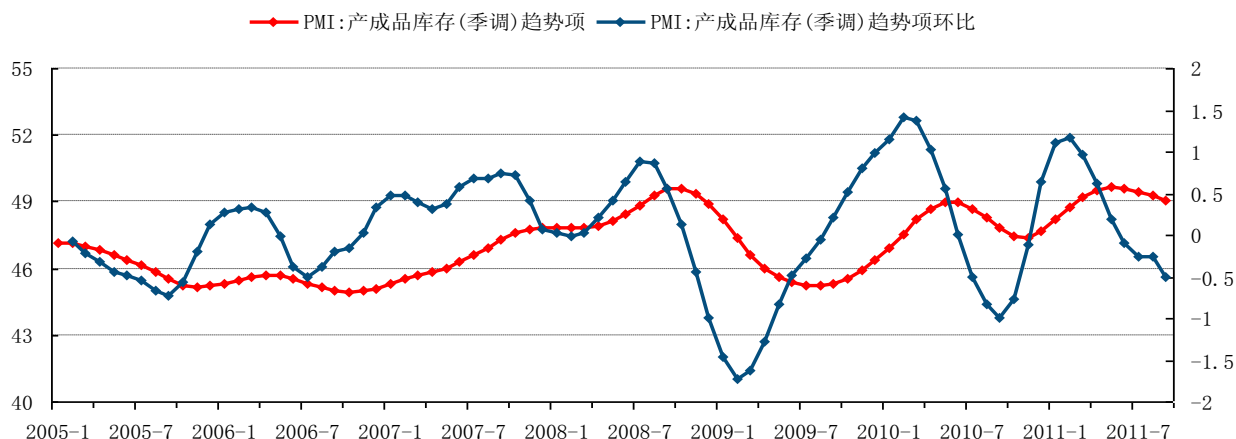
9 月产成品库存指数 49.9, 比上月 48.9 略有增加, 从季调趋势项看, 仍处于去库存过程中, 正如我们在《8 月 PMI: 如期反弹与政策迷雾》中所判断, 产成品库存趋势项 6-7 月份开始高位回落, 基于产出缺口 9-10 月份见底的判断, 去库存或始于 6-7 月份、终于 12 月。

图 17: 9 月产成品库存继续回落



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 18: 产成品库存环比仍下降



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

4、通胀：7 月见顶、2012 年 2 季度前顺周期回落

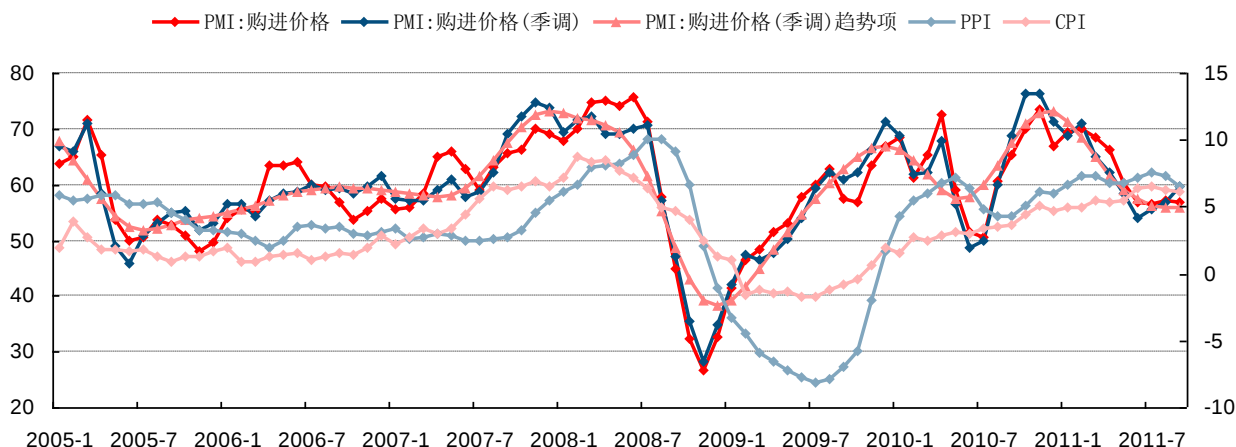
关于通胀，目前看来是制约市场的最大的不确定因素，市场也正是处于通胀与政策的夹缝中，只有通胀预期适度回落、政策紧缩预期松动背景下，经济的弹性才能逐渐释放（见《中游砥柱——周期弹性与行业弹性研究》）。

关于物价水平，我们之前曾指出，通胀滞后工业产出缺口大约 3-4 个月，那么 8 月份之后直到 2012 年 1 季度，通胀应逐渐开始反映 4 月份以来的短周期回落的经济基本面。

从环比角度看，CPI 环比加速的趋势基本上已经缓解，但环比下降仍需时间；PPI 环比回落趋势较 CPI 更为显著。从规律看，CPI 环比回落在随后一个季度会表现为同比回落，而工业增加值环比变化 3-4 个月后逐渐传导至物价环比，因而，物价环比回落或将持续到 11 月前后，表现在同比上，2012 年二季度之前亦应逐渐回落。

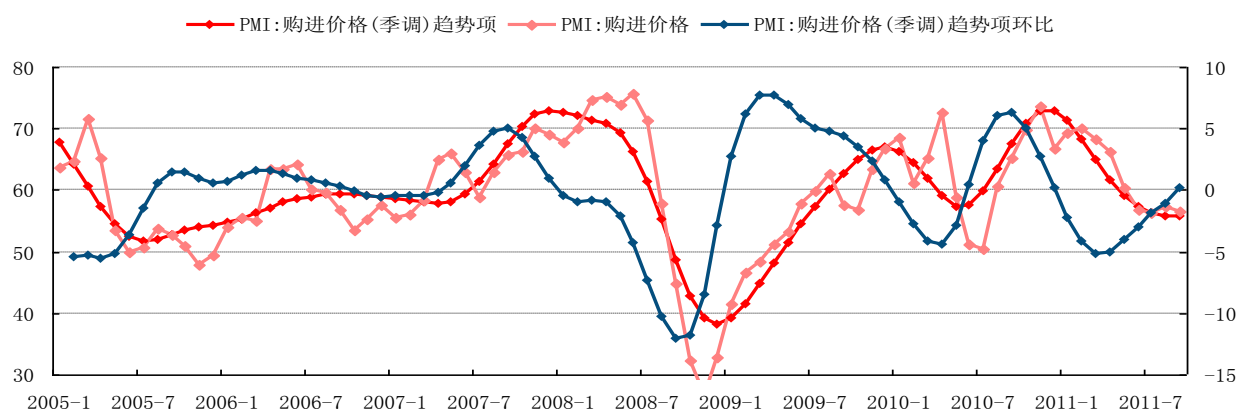
物价的顺周期回落正逐渐验证。

图 19: 购进价格继续回落



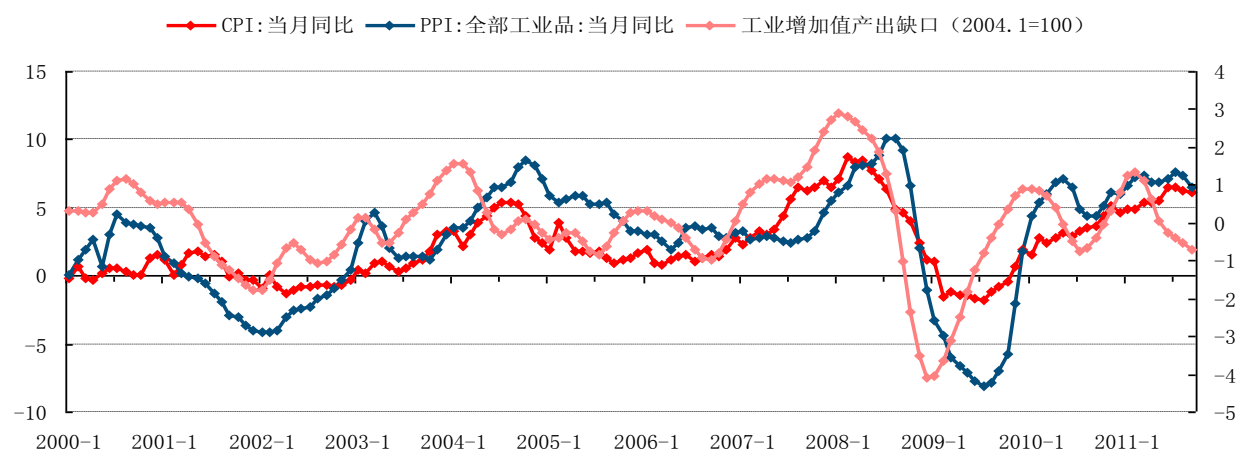
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 20: 购进价格环比止滑



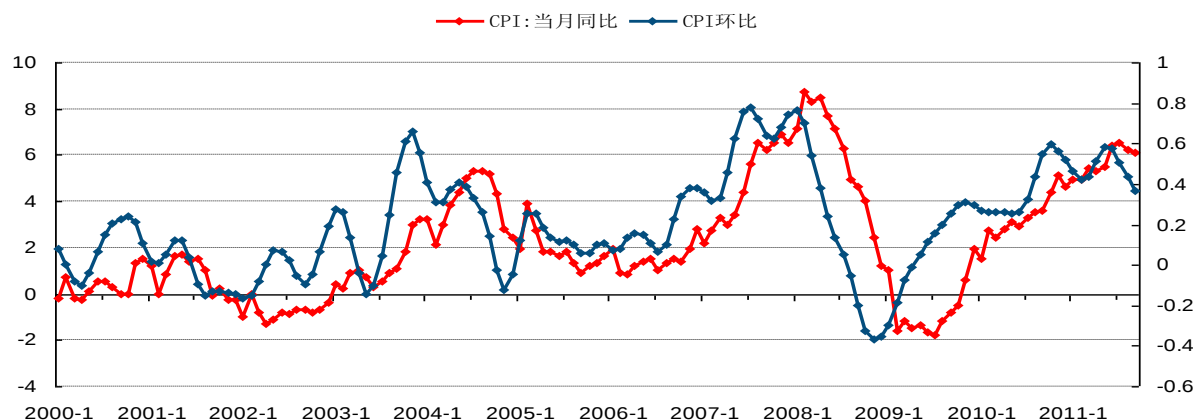
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 21: 2000 年以来产出缺口领先 CPI 3-4 个月的相关系数约 0.75



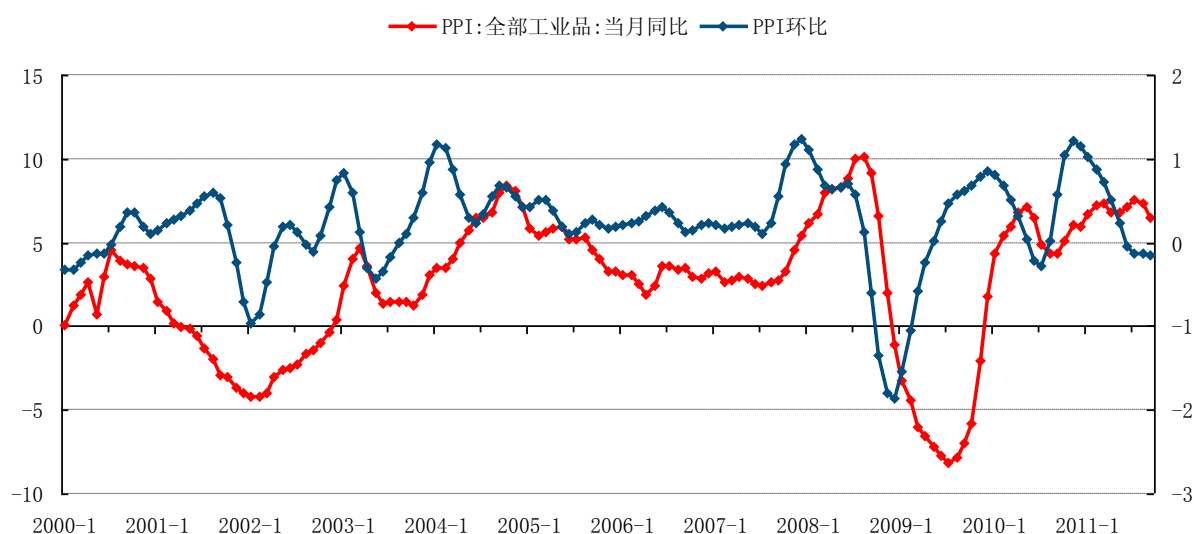
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 22: CPI 环比持续回落



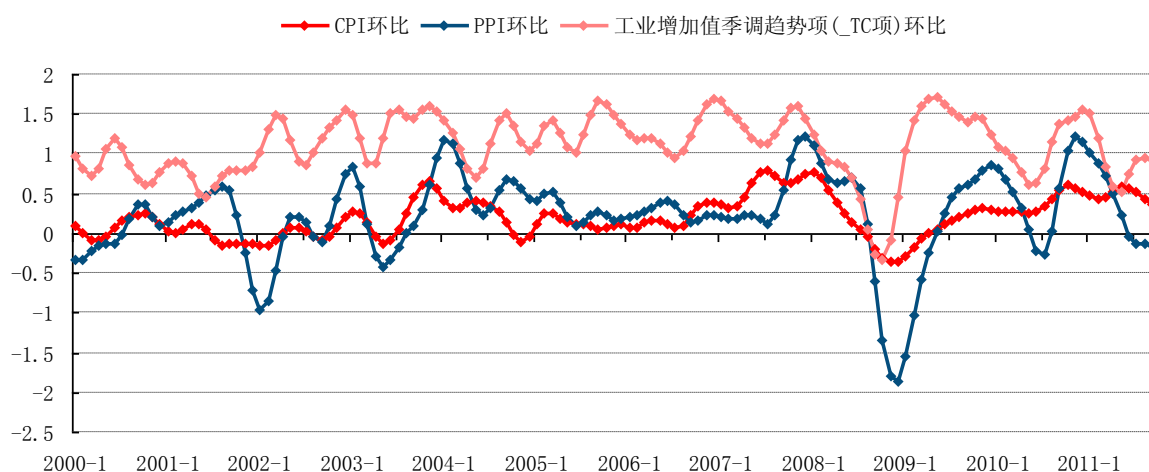
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 23: PPI 环比持续下降



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 24: 物价环比滞后于工业增加值环比



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

5、小结：期待 10 月短周期回升

无论是从周期演化规律，还是从领先指标如工业增加值季调趋势项环比、PMI 指数、领先行业等来看，9 月份或已经是本轮短周期调整的底部，但并非严格对应 GDP 的底部。

然而，自 7 月中旬以来，虽然短周期处于“底部过渡”阶段，但通胀高位、海外冲击、紧缩加码以及投资、出口下滑等等诸多负面因素不断涌现并强化，导致市场的大幅调整，虽然我们也指出市场在寻底过程中的脆弱性，但调整的幅度还是超出预料，这就不能完全用周期理论来解释了。

我们一直认为，市场方向取决于两个方面：一是短周期回升；二是政策的积极变化。虽然我们也看到了一些政策方面的积极，但这些变化并没有改变市场对政策的预期；而另一方面，市场对增长的担心逐渐增加，因此，在没有看到关于基本面和政策面的积极变化之前，仍将保持谨慎。虽然我们认为 10 月份短周期回暖，目前也还不能直接观测到，并不能给市场很强的信心。

四、影响周期弹性因素分析

1、货币供给

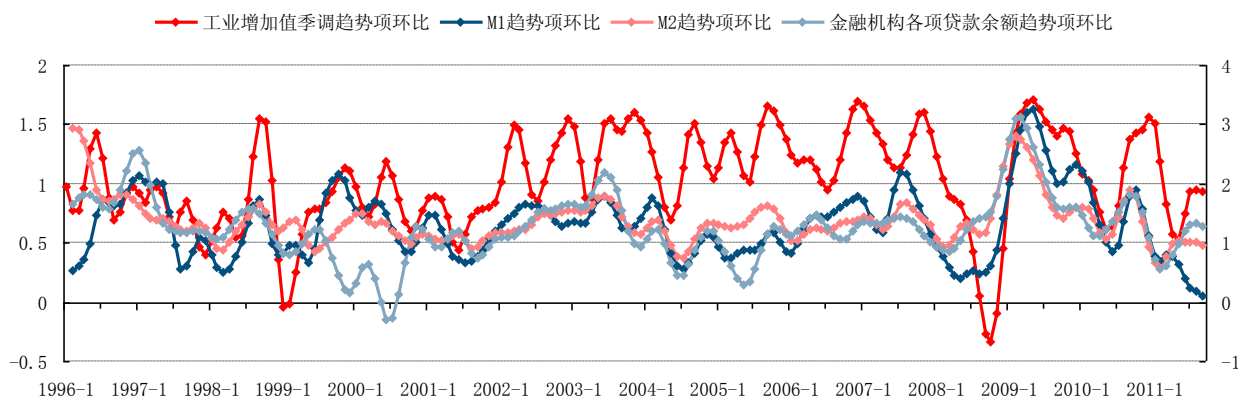
9 月为紧缩新政的第一月，货币供应显著下降。从环比看，M2 尚可，但 M1 环比几近负增长，8 月稍稍回暖之后继续向下。从同比看，M1、M2 均创复苏以来的新低，尤其是 M1，介于 2008 年 11 月至 2009 年 1 月的水平，而其时正是短周期调整的底部，但经济的调整并没有当时明显。在货币供给几近新低背景下，经济增长并没有出现相应显著下滑，显示经济内生动力尚可，一旦货币供应恢复，经济弹性也将较快恢复。

从新增贷款看，1-9 月新增贷款 5.69 万亿元，9 月当月新增贷款 4700 亿元，低于上月的 5485 亿元，但也完全在预期中。按照全年 7.5 万亿元，10-12 月将平均新增贷款约 6000 亿元，即使按全年 7 万亿计算，10-12 月将平均新增贷款 4400 亿元，不会出现显著下降，因而不会构成周期的约束因素，相反，适度增加的贷款，有助于周期弹性。

从新增贷款结构中，我们也看到积极的变化：企业贷款中，9 月新增短期贷款 2299 亿元，比上月 1588 亿元增加超过四成，回升是较为显著的，这与我们观测到的原材料库存以及工业生产环比回暖相一致。但中长期贷款仅 747 亿元，显著低于上月的 1011 亿元，与投资数据下滑相一致。

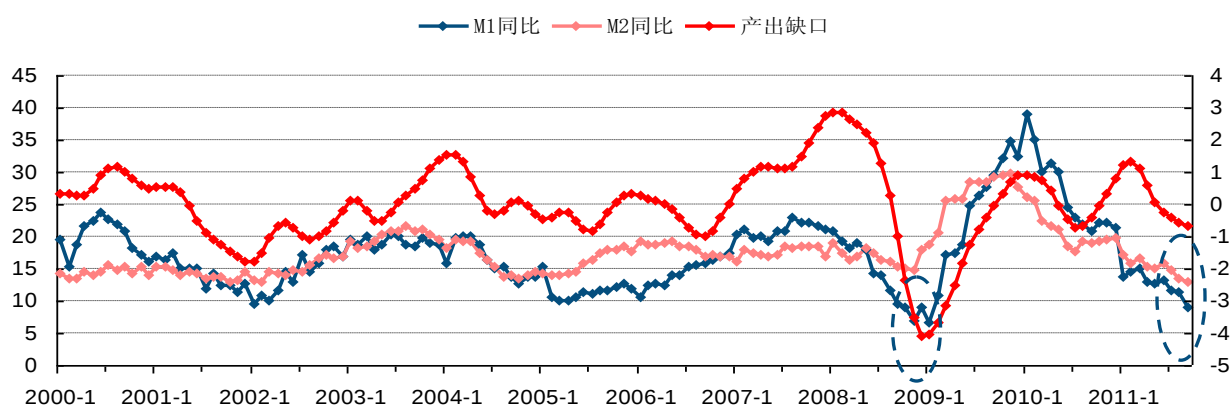
9 月份的货币数据已开始反映新政的冲击，但从经济的内生动力看，对货币的需求出现回升，经济周期正逐渐按其轨迹演绎。

图 25：M1 环比再次反复



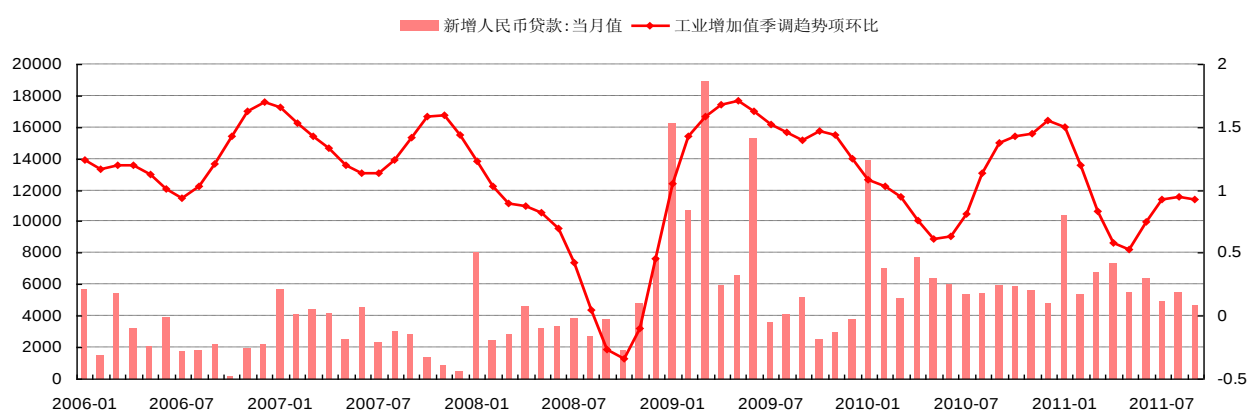
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 26: M1/M2 同比或已反映短周期底部



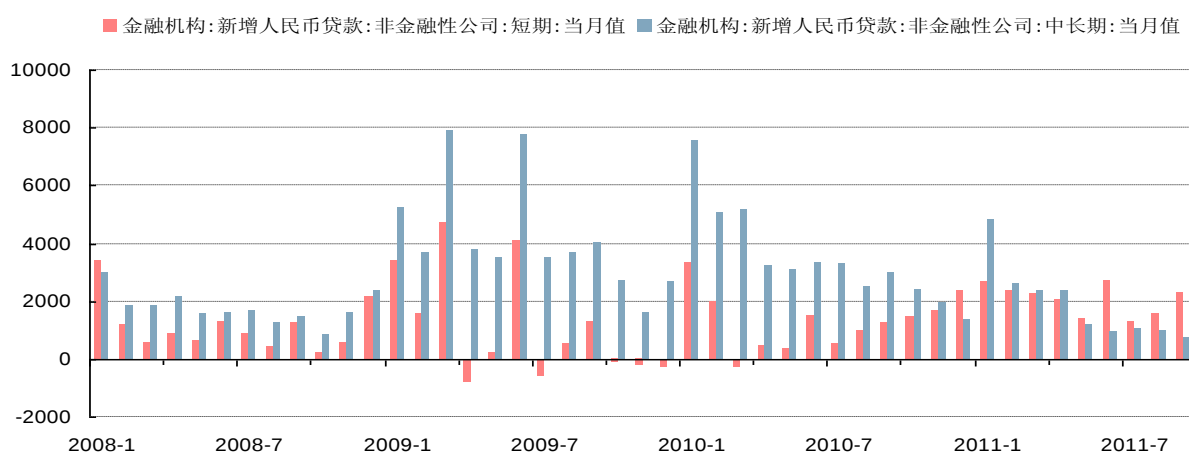
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 27: 新增贷款非约束经济周期因素



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 28: 企业新增短期贷款显著回升



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2、固定资产投资：房地产下滑、制造业及基建回暖

9 月份固定资产投资累计同比连续五个月回落，从我们测算的环比看，从 2011 年 1 月份开始逐月回落，二季度出现环比下降，9 月份出现环比负增长，但仍没有改变环比改善的趋势。

如果我们看整个固定资产投资的分布，1-9 月制造业所占比重最大，为 34.4%、房地产为 25.49%，与上月相比变化不大，其他交运仓储（主要为铁路 1.66%和 4.49%）为 8.74%、水利占 8.1%、电力为 4.66%以及采矿业占 3.55%。

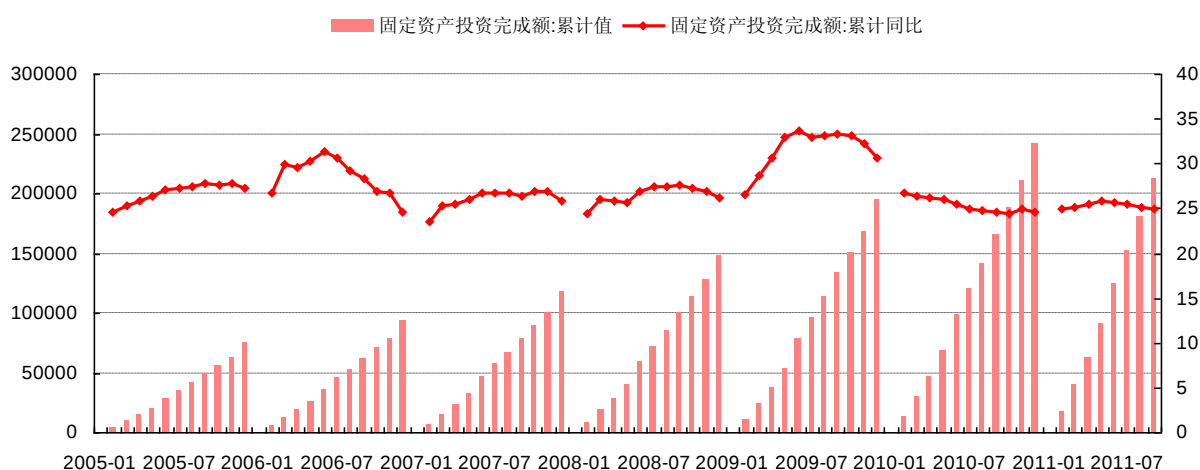
房地产：1-9 月累计完成投资 5.41 万亿元，占全部固定资产投资的 25.49%，累计同比增速 32.6%，高于 2004 年以来的均值；当月同比增速 22.04%，连续两月回落，从季调趋势项环比看，房地产投资环比增速出现回落，单仍然维持较高水平。

制造业：1-9 月整个制造业固定资产投资 7.29 万亿元，累计同比增速 31.50%，与近 7 年平均水平相近，9 月同比增速为 27.0%，与上月相比有所回落，从趋势项环比看，制造业固定资产投资预期形成回升趋势。

其他行业中，铁路投资继续萎缩，但公路投资逐渐恢复，这一现象反映在环比下滑放缓上，电力、水利、采矿等固定资产投资环比同样出现环比回升。

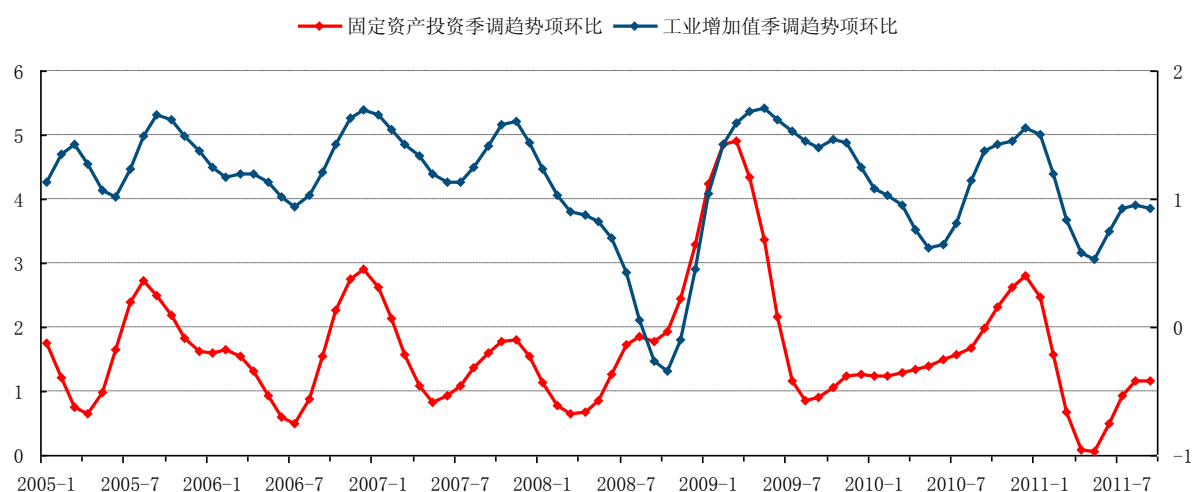
总体而言，虽然固定投资在房地产投资下滑影响下或适度回落，但从季调趋势项环比来看，制造业、交运仓储、采矿及电力等行业的投资的回暖，四季度固定资产投资勿需太过悲观。

图 29：固定资产投资累计同比小幅回落



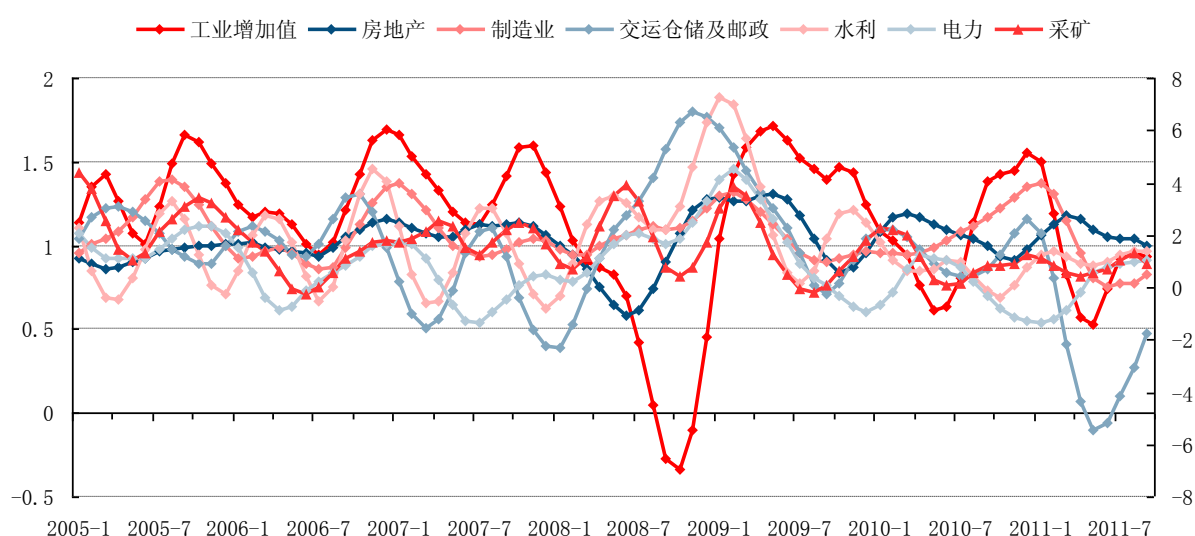
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 30：固定资产投资是工业生产的动力



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 31：固定资产投资环比回暖



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

表 1：固定资产投资完成额分布 单位：亿、%

行业	1-9 月完成额	占比	2010 年完成额	1-9 月累计同比	8 月当月 同比	9 月当月 同比	近 7 年均值
房地产	54113.19	25.49	4913.90	32.6	27.52	22.04	26.23
制造业	72941.25	34.36	5851.98	31.50	45.97	27.00	31.93
非金属制品	7471.80	3.52	501.51	28.20	53.54	22.82	38.87
化学原材料	6228.37	2.93	510.55	23.00	46.90	22.71	30.04
交运设备	6060.95	2.86	507.70	32.10	46.01	19.39	37.16
通用设备	5589.13	2.63	426.78	30.50	41.52	34.12	47.87

电气机械	5706.30	2.69	544.08	50.00	56.97	46.13	48.04
专用设备	4170.65	1.96	329.82	39.50	53.44	23.37	43.66
通信计算机	3705.26	1.75	423.29	39.40	41.99	7.78	26.63
交运仓储	18549.18	8.74	2048.25	5.70	-14.63	-10.95	24.30
铁路运输	3521.25	1.66	586.42	-19.00	-61.52	-44.40	40.64
公路运输	9530.95	4.49	872.81	11.60	3.18	-6.62	17.80
采矿业	7542.16	3.55	370.86	17.30	34.38	19.30	30.34
煤炭开采	3268.79	1.54	135.52	24.60	38.05	40.31	37.16
电力、燃气及水	9888.93	4.66	819.59	3.70	0.49	2.23	21.06

数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

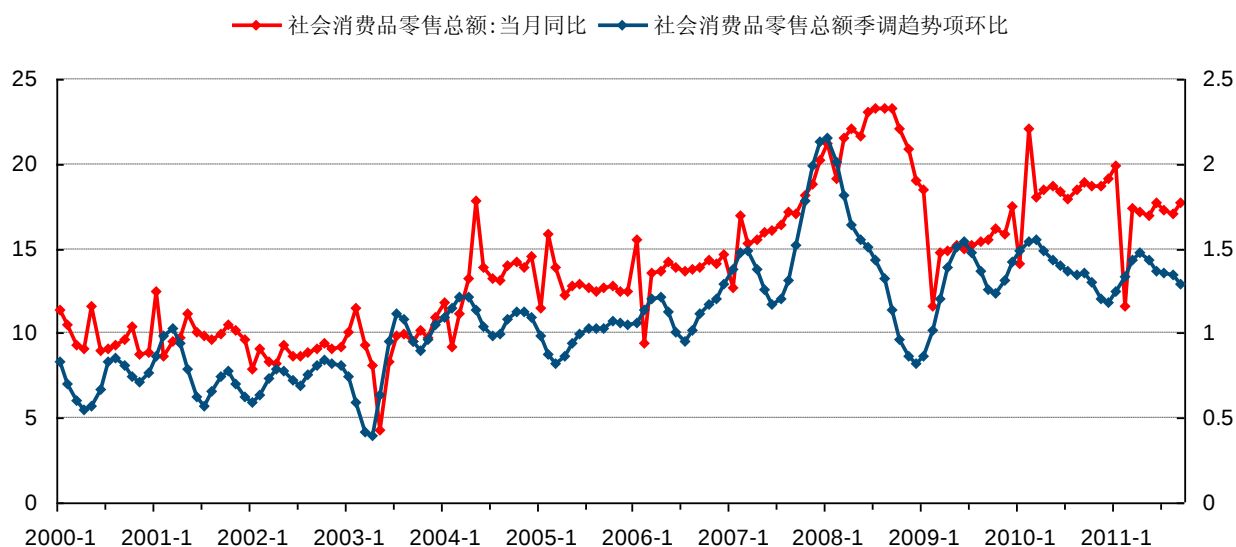
3、消费：环比回暖可期

目前看来，消费或为周期稳定的重要因素，虽然我们仍然看到消费环比回落，但从历史看，消费环比是滞后工业增加值环比 2-5 个月，5 月为工业增加值环比底部，那么消费环比底部或在 9 月前后出现，消费的环比回暖，成为周期弹性较为重要的一环。此外，8 月消费者信心指数 105，比 7 月有所回落，与环比相一致。

从汽车销售环比看，3 月份开始环比下滑趋势开始减缓，9 月份的季调趋势项环比继续正增长，且产出缺口也如期底部回升，只要汽车销售环比保持这种趋势，则利于周期弹性的稳定和恢复。

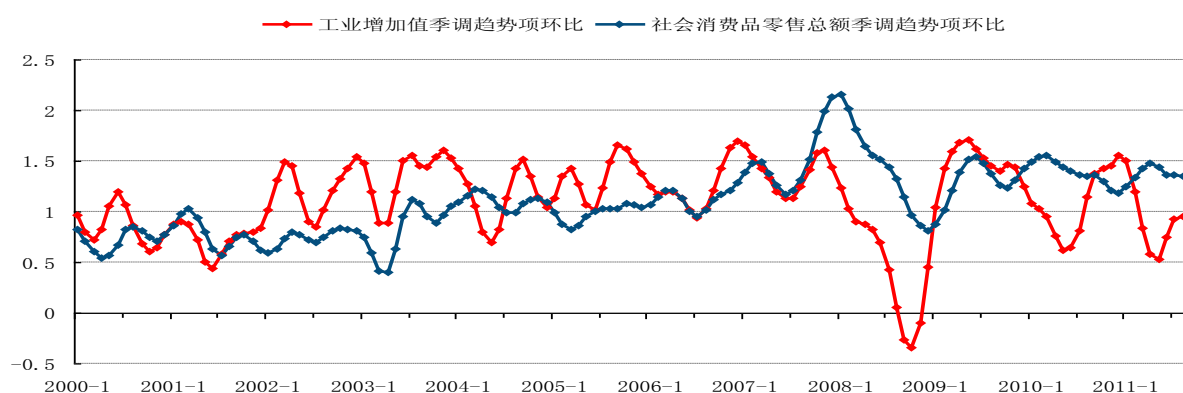
总体而言，对于下半年，消费领域应能保持稳定或有所回暖，对周期弹性而言，则是一个较为积极的因素。

图 32：消费同比恢复正常水平



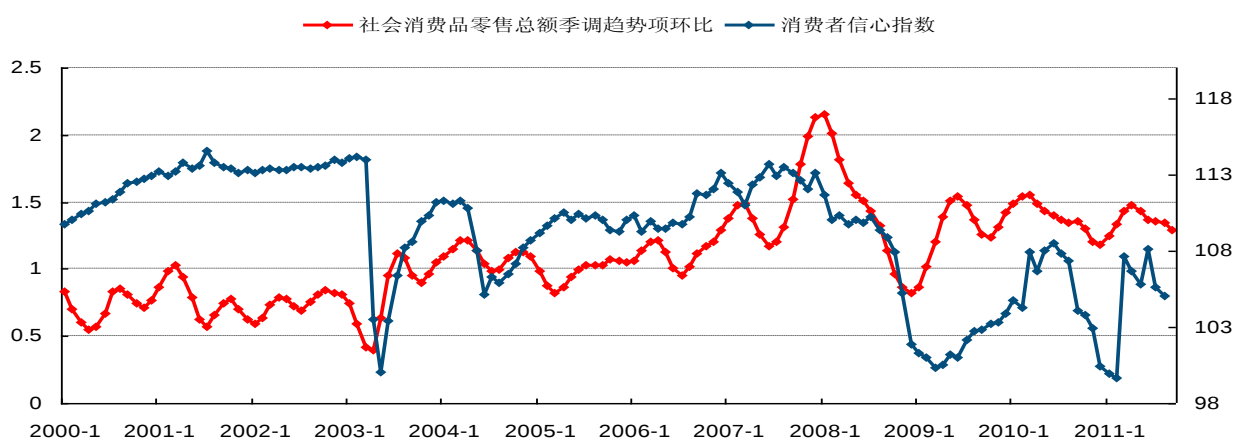
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 33：消费环比底部可滞后工业增加值环比底部 2-5 个月



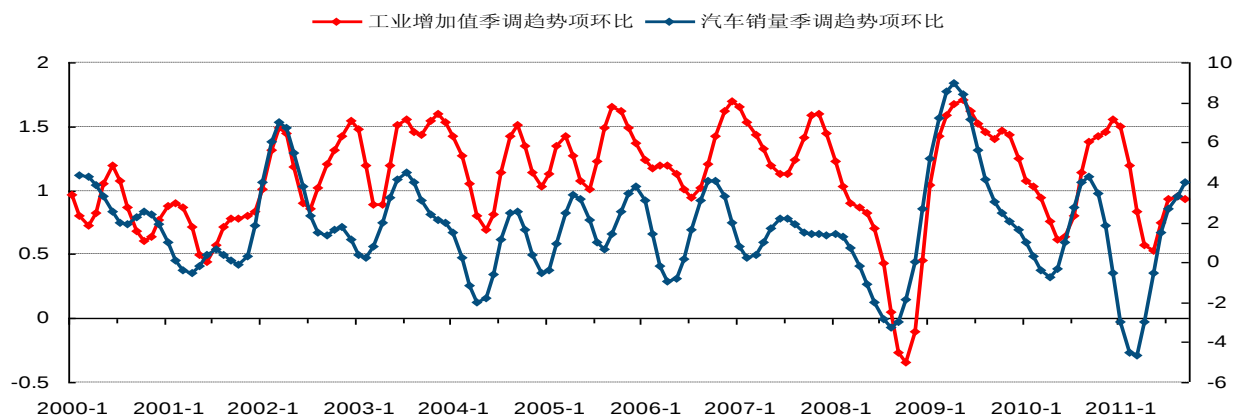
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 34：消费者信心指数虽有回落，但仍保持较高水平



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 35：汽车销售环比对工业增加值环比具有较强的领先效应



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

五、行业产出缺口观察：早周期回暖

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：化学原材料、化学化纤、塑料、黑色金属、金属制品（产出缺口底部）、交运设备（汽车）、石油加工（产出缺口底部）等。
- (2) 产出缺口向上，环比向下的行业包括：纺织业、医药、橡胶、TMT 等；
- (3) 产出缺口向下、环比向上：煤炭、通用设备、专用设备、电力（环比底部）等；
- (4) 产出缺口向下、环比向下：农副食品加工业、食品制造、饮料制造、纺织服装、造纸、非金属制品、有色金属、电气机械、仪器仪表。

早周期行业如汽车、化学原材料等行业继续景气回暖，食品饮料景气继续向下，强周期行业中，黑色金属、金属制品以及石油加工等率先底部回暖，而煤炭、机械、电力等强周期行业景气继续下滑但环比持续回暖，轻工制造景气发生变化，非金属制品的环比和产出缺口仍向下，TMT 虽然仍景气，但环比有所回落。

主要行业产出缺口变化及趋势进行分析（有关行业 PMI 分析，参见《9 月 PMI：夹缝中的反弹》）：

- (1) 医药行业：虽然环比高位回落且 PMI 高位略回落，但行业仍处于景气阶段；
- (2) 食品饮料业：9 月食品加工、食品制造、饮料制造景气显著回落，且环比仍然持续回落，行业 PMI 与产出缺口一致；
- (3) 汽车业：环比持续回升，PMI 及产出缺口行业景气如期回暖；
- (4) TMT：虽然环比高位回升，景气维持高位，虽 PMI 回落但其趋势项未变；
- (5) 机械：无论是通用机械还是专用机械，环比回暖显著，PMI 持续回落意味着行业景气回暖仍需等待，其产出缺口底部可能出现在 10 月左右；
- (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，9 月行业景气继续回暖，PMI 印证上述判断；
- (7) 有色：9 月有色行业产出缺口及环比回落，与 PMI 一致，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，本轮短周期调整，钢铁业景气先于工业产出缺口底部回暖，与 PMI 一致；
- (9) 煤炭：煤炭行业产出缺口继续回落，但环比触底回暖，我们判断行业景气底部在 10 月份左右；
- (10) 非金属制品：非金属制品业产出缺口及 PMI 继续回落，从行业与经济周期关系，其回落底部或在 10



月，因而本次景气回落也属于短周期调整；

（11）金属制品：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，PMI 回暖，判断其景气底部在 9 月。

表 1：行业产出缺口与 PMI

行业	产出缺口 变化方向	环比变 化方向	PMI 季 调	简单描述
煤炭开采和洗选业	↓	→	NA	煤炭行业产出缺口继续回落但环比触底回升，初步判断回落的底部在 10 月份左右
农副食品加工业	↓	↓	↓	与上一期判断一致，食品饮料景气持续回落，PMI 季调后大幅回落
食品制造业	↓	↓	↓	
饮料制造业	↓	↓	↓	
纺织业	↑	↓	↑	纺织业产出缺口仍然向上，行业景气较好，但环比高位回落；PMI 回升显著
纺织服装、鞋、帽制造业	↓	↓	↓	行业产出缺口及环比底部反复；PMI 仍回落
造纸及纸制品业	↓	↓	→	与上月判断一致，行业产出缺口及环比底部反复，PMI 低位徘徊
石油加工、炼焦及核燃料加工业	→	↑	↑	虽然行业产出缺口底部特征显著，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；PMI 提前回暖
医药制造业	↑	↓	↓	虽然环比高位回落，但医药行业景气仍向好；PMI 高位略回落
化学原料及化学制品制造业	↑	↑	→	化工各子行业 9 月份开始产出缺口继续回升；化学原材料 PMI 低位企稳，化纤 PMI 显著回升
化学纤维制造业	↑	↑	↑	
橡胶制品	↑	↓	NA	
塑料制品业	↑	↑	NA	与我们上一期判断一致，非金属制品业产出缺口及 PMI 继续回落，从行业与经济周期关系，其回落底部或在 10 月
非金属矿物制品业	↓	↓	↓	
黑色金属冶炼及压延加工业	↑	↑	↑	
有色金属冶炼及压延加工业	↓	↓	↓	强周期行业，产出缺口、环比及 PMI 如期回暖
金属制品业	↓	↑	↓	产出缺口、环比及 PMI 一致回落
通用设备制造业	↓	↑	↓	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，PMI 回暖，判断其景气底部在 9 月
专用设备制造业	↓	↑	↓	7 月份应该是其环比底部回暖，但 PMI 继续回落，初步判断产出缺口底部在 10 月份
汽车	↑	↑	NA	7 月份是汽车行业产出缺口底部，8 月行业景气回暖，与 PMI 一致
交运设备制造业	↑	↑	↑	
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，虽然 PMI 略回暖，但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	↓	↓	NA	与上月判断一致，9 月份出现景气回落
通信设备计算机及其他电子设备制造业	↑	↓	↓	景气及环比高位回升，好于预期，随 PMI 回落但其趋势项未变
电力、热力的生产和供应业	↓	→	NA	电力行业产出缺口仍处于回落阶段，其环比处于底部，判断景气底部在 9 月前后

数据来源：中信建投证券研究发展部

图 36: 汽车行业产出缺口

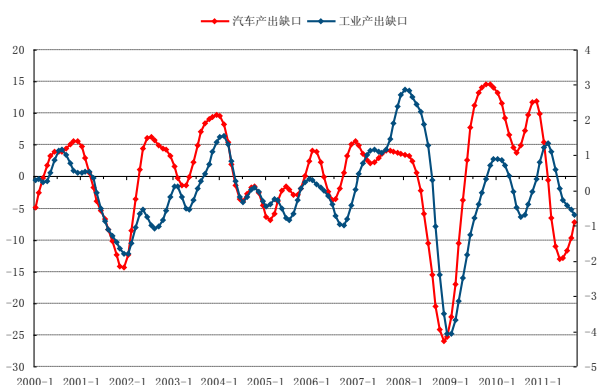
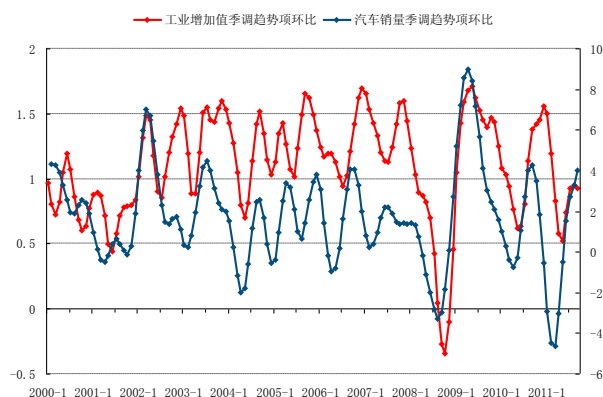


图 37: 汽车行业增加值环比



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 38: 交运设备制造业产出缺口

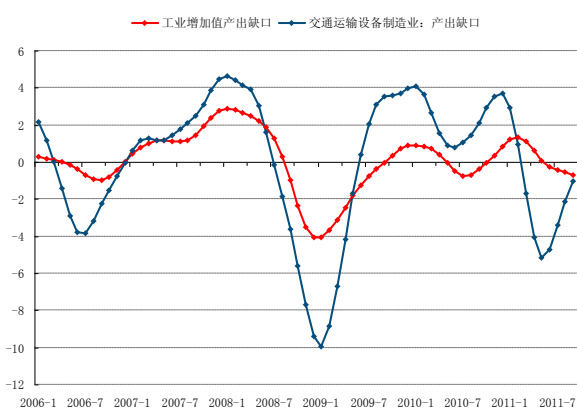
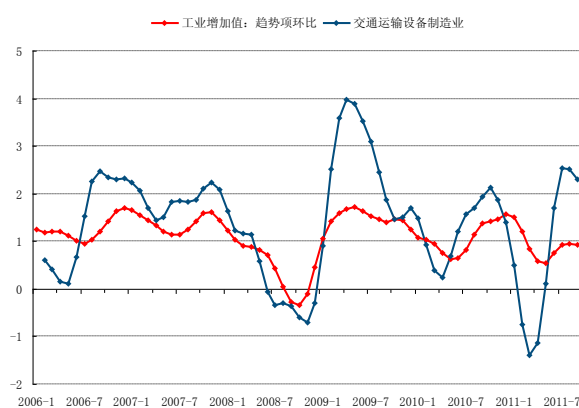


图 39: 交运设备制造业增加值环比



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 40: 食品饮料行业产出缺口

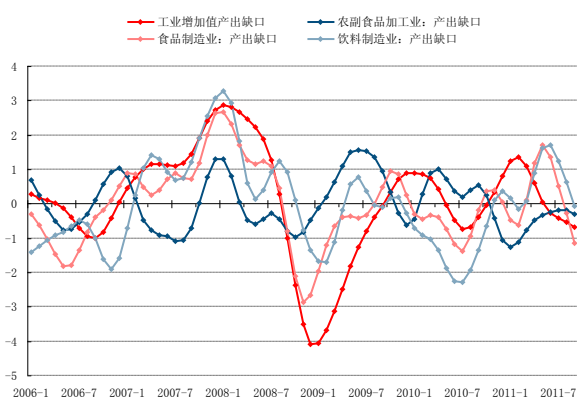
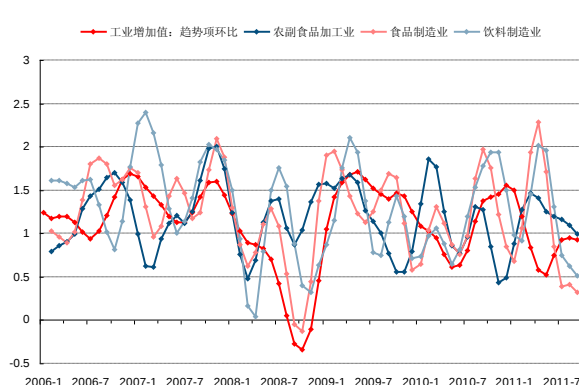
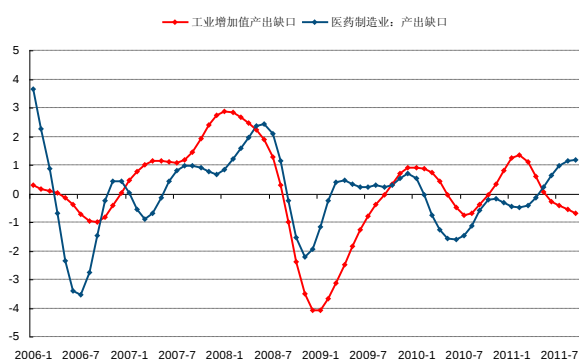


图 41: 食品饮料行业增加值环比



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 42: 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 43: 医药行业增加值环比

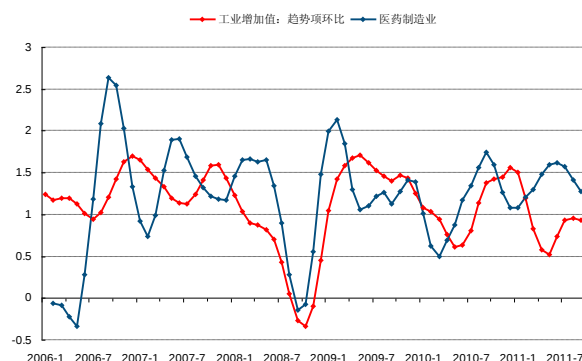
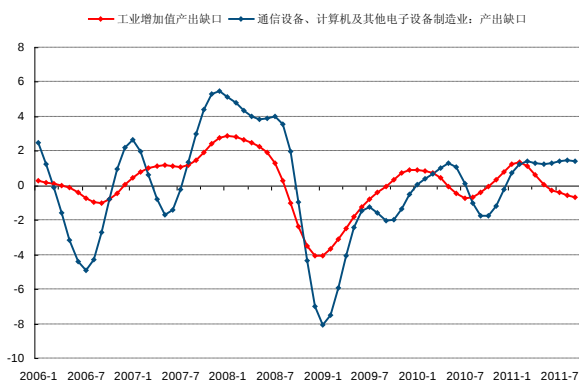


图 44: TMT 行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 45: TMT 行业增加值环比

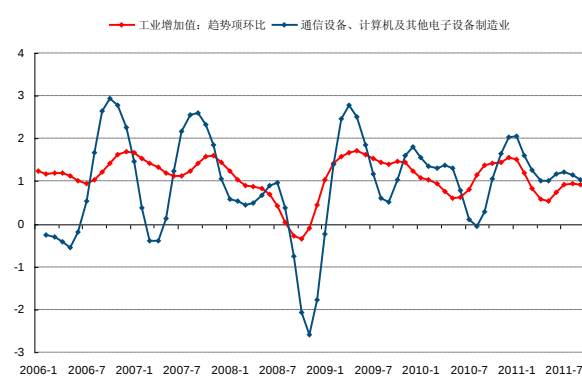
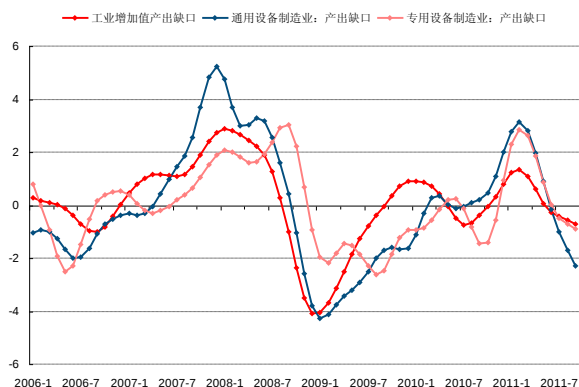


图 46: 机械行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 47: 机械行业增加值环比

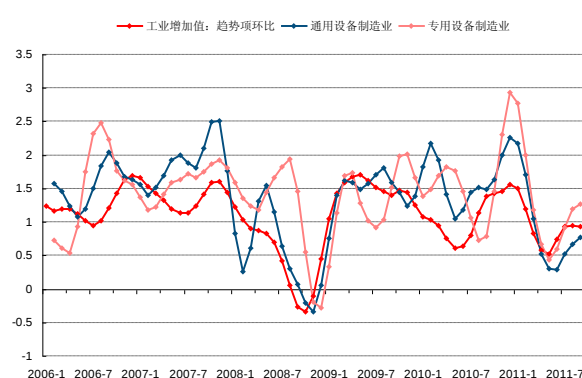
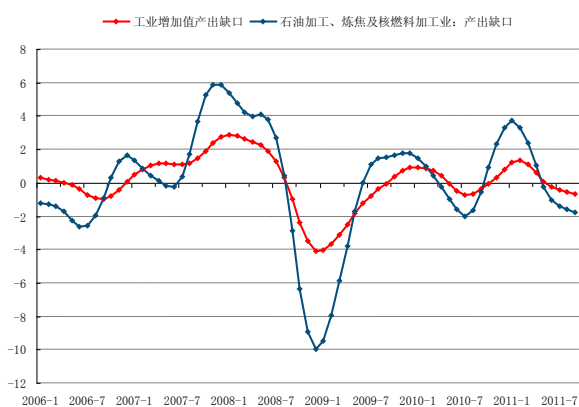


图 48: 石油加工业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 49: 石油加工业增加值环比

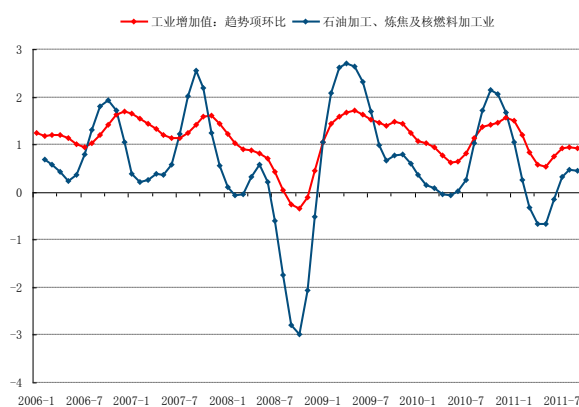
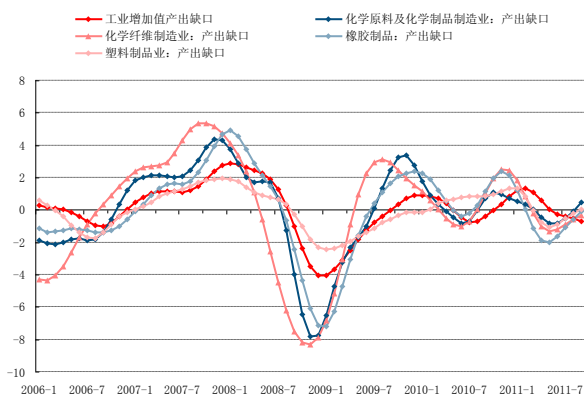


图 50: 化工行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 51: 化工行业增加值环比

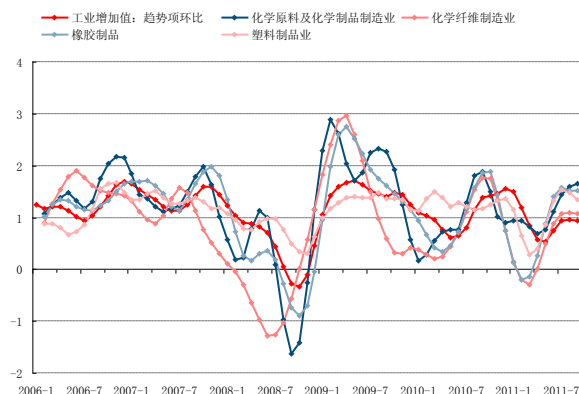
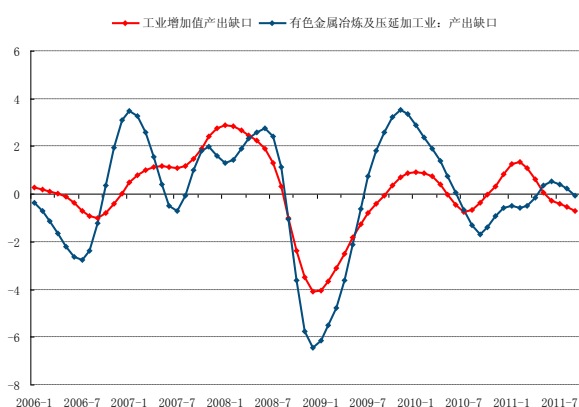


图 52: 有色行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 53: 有色行业增加值环比

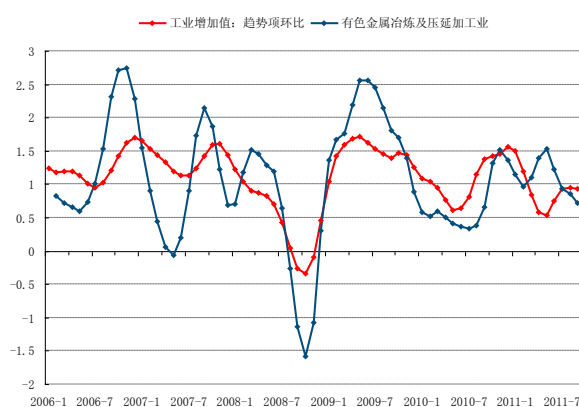
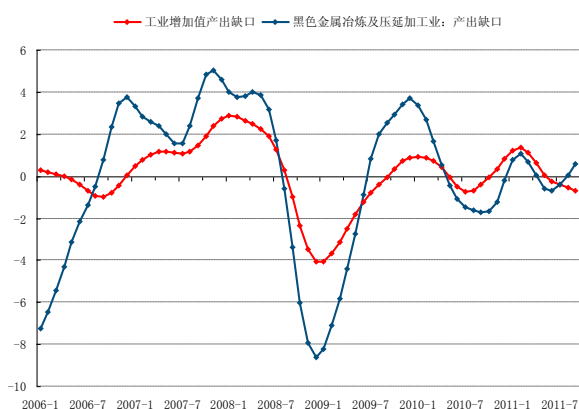


图 54: 钢铁行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 55: 钢铁行业增加值环比

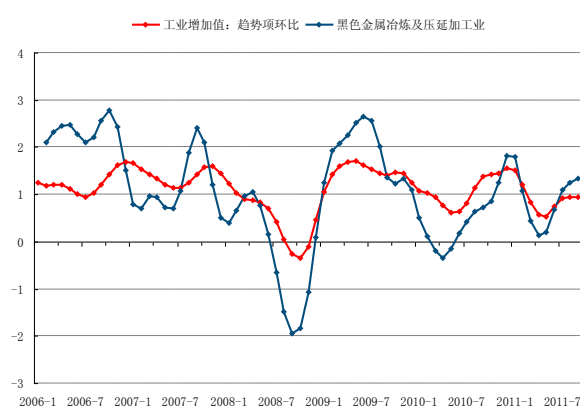
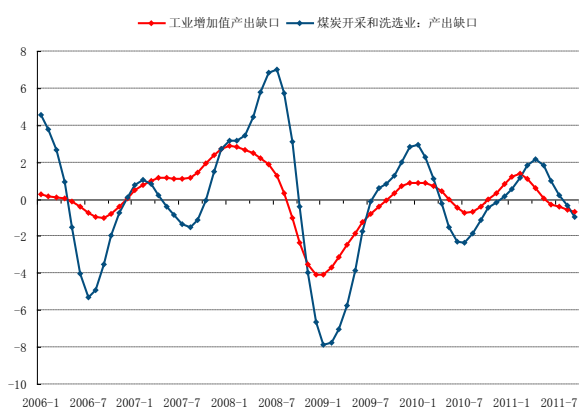


图 56: 煤炭行业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 57: 煤炭行业增加值环比

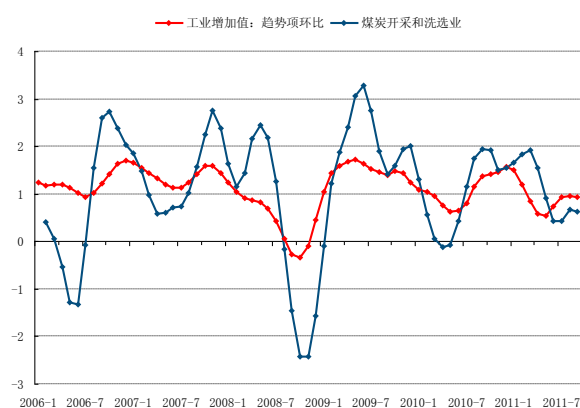
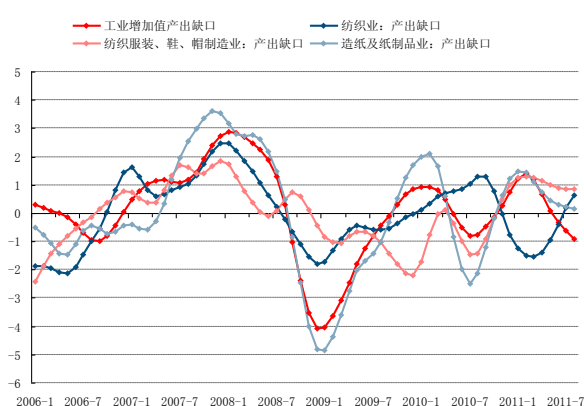


图 58: 纺织、服装、造纸业产出缺口



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 59: 纺织、服装、造纸业增加值环比

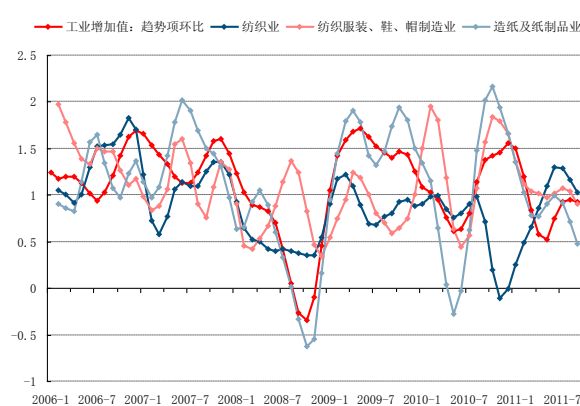
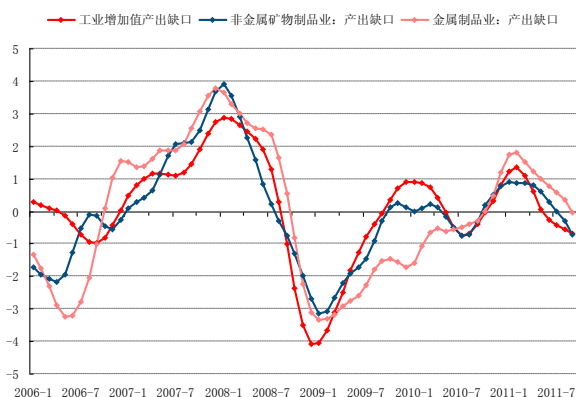


图 60：金属、非金属制品产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 61：金属、非金属制品增加值环比

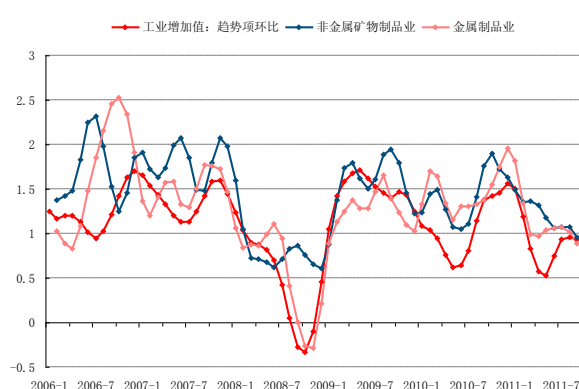
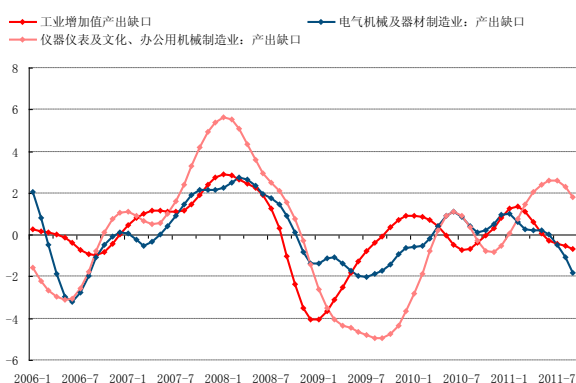


图 62：电器机械、仪器仪表制造业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 63：电器机械、仪器仪表制造业增加值环比

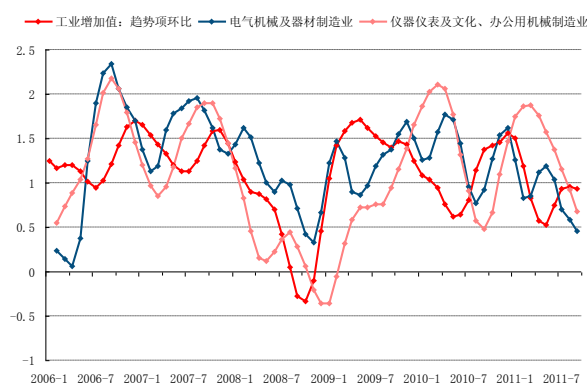
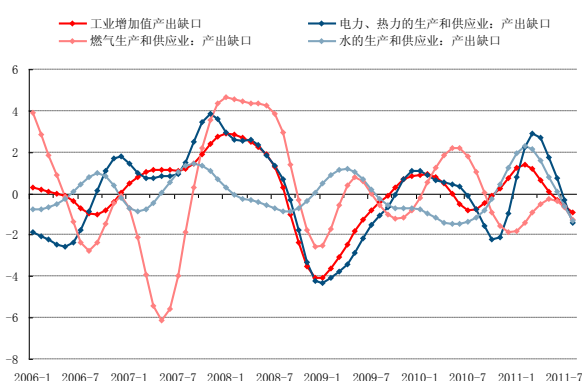
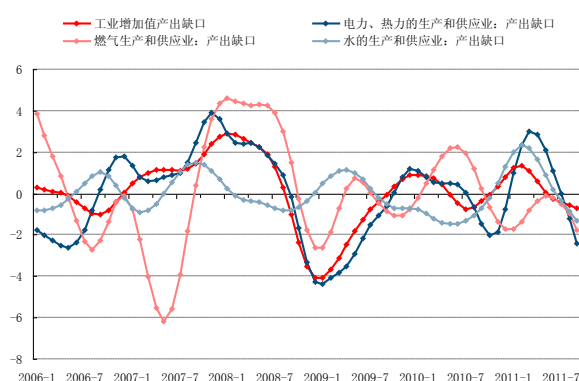


图 64：电力、燃气、水生产及供应业产出缺口



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 65：电力、燃气、水生产及供应业增加值环比



六、总结

对于如何判断短周期底部，我们并没有依赖于某个指标，而是建立了一套比较完善的判断方法，这一指标体系是以产出缺口为核心，通过工业增加值环比、PMI 指数、领先行业、原材料库存及企业短期贷款以及中观行业周期波动等等，而上述指标越来越强烈地印证我们在上一期产出缺口观察报告《拨云见日 周期见底》中认为 9 月份短周期见底的判断，从这一角度看，经济衰退风险或被过度预期。

诚然，在短周期底部，政策对短周期回升的弹性有着重要的影响，但并不意味着我们需要改变对周期运行规律的判断，在还没观测到直接推翻我们之前所做的一系列判断的证据之前，仍然倾向于认为短周期或 10 月份回暖，只不过，在政策尚未出现积极变化之前，市场的系统性机会仍难以出现。

我们一直认为，市场重新向上取决于两个方面：一是短周期回升；二是政策的积极变化。当前这两个条件逐渐具备。目前看，政策逐渐趋于放松、经济实现软着陆，市场因过度预期衰退风险而出现的大幅下跌之后必然会出现修正，基于估值修复的反弹可能性是比较大的。而反弹的高度则决定于政策放松的程度以及由此引致的对经济弹性的预期。

配置上，我们认为：

- 1) 可先期关注“早周期”行业，如汽车、化工、医药、TMT 等行业。
- 2) 政策紧缩预期扭转，如信贷放松、房地产政策松动，则布局反弹的重点是高增长弹性的行业，汽车、金融、地产、化工。
- 3) 资本市场受到直接利好刺激，如新股停发、央企增持等，布局反弹的重点是，低估值超跌，较高市场弹性的行业，如汽车、证券、化工、金融、地产等。

在短期反弹之后，放在更长的中期视角，我们需要思考的是，什么是促成未来中国经济稳定增长的因素，其核心的驱动力也就是所谓的新的增长点在哪里，这才是未来投资的核心逻辑，而根据我们的理解，某些技术扩散或者组织创新和模式创新可以通过拉动传统产业的改造而引致中周期繁荣，因此，对未来增长点的寻找还是要集中于更切实际的传统产业升级和消费升级，而医药、化工、TMT、装备制造等领域的成长股机会值得中期关注。

详细配置建议请参考《10 月配置策略报告：布局反弹》。



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

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。