



反弹：从周期到成长

——2011 年 11 月策略配置报告

逻辑起点

在经济运行至短周期底部区域，结构性的变化和政策的正面推动作用逐步显现，市场在 10 月份如我们预期产生反弹，市场后续的发展成为我们本月报告讨论的重点。

市场回顾：如期反弹。回顾 10 月份的市场，可以说与我们的判断非常吻合，市场走出较为明显的反弹行情。海外市场的稳定，国内政策微调的开启，使得市场从过度预期衰退的情绪中解脱出来，业绩靓丽的金融板块构成了反弹的基础，而信息服务、环保、文化等产业政策密集的行业则成为挖掘成长主题的重要行业。

经济运行：底部反复下的积极信号。10 月份的 PMI 指数为 50.4，比 9 月份的 51.2 下降 0.8 个百分点，为 2009 年 3 月以来的新低。但本轮 PMI 回落自 2010 年 12 月开始，已经持续 11 个月，持续时间已经超过 08 年衰退阶段。伴随着周期回落，通胀压力得到缓解，通胀的拐点确立，同时，反应生产环节和经济冷暖中小企业的 PMI 指数并没有继续下跌，经济正在低位逐步企稳。

政策：结构性放松如期而至。进入 10 月份，各种政策纷至沓来，围绕中小企业、新兴产业、地方融资平台、消费等领域展开的微调措施陆续出台，财政政策、产业政策和货币政策共同积极应对当前的国内外经济和金融形势。信贷作为最直接有效的工具，在政策调整的态势下，将在四季度迎来反弹，从而对经济基本面和市场流动性带来积极效果。

配置策略：从周期到成长

我们认为，反弹的第一阶段即超跌反弹阶段已经确立，而基于当前的周期运行的特征和政策推动方向的结构化，市场的反弹脉络将沿着各类成长的主题展开。因此，对于中上游的投资品行业，我们建议逢高减持，对于中下游的金融和可选消费，可以继续持有，而对于以 TMT、高端装备制造等新兴产业为代表的成长主题领域，建议积极关注。

投资策略

安尉

anwei@csc.com.cn
010-85130982

执业证书编号：S1440511030001

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn
010-85130211

执业证书编号：S1440510120031

发布日期：2011 年 11 月 03 日

上证指数走势图



深证指数走势图



相关报告

- 2011.4.18 《周期右侧 消费左侧》
- 2011.6.07 《选择确定性增长--6 月策略配置》
- 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》

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

目录

一、观点与市场回顾	1
1.1、策略观点：“2月周期复辟→4月周期右侧、消费左侧→8月黎明之前→9月周期见底→10月布局反弹”	1
1.2、市场回顾：如期反弹	2
二、短周期：9月或已触底，弹性待恢复	2
2.1、工业生产：原材料库存环比回升	4
2.2、PMI 生产指数季调趋势项回升趋势不改	5
2.3、去库存过程中的库存反弹	6
2.4、购进价格：显著回落	7
2.5、企业与行业特征显现积极信号	9
2.6、小结	11
三、政策：结构性放松如期而至	11
3.1、政策已然调整	11
3.2、信贷将反弹	12
四、行业配置：从周期到成长	12

图表目录：

图 1：策略观点回顾	1
图 2：10 月份行业表现	2
图 3：9 月产出缺口虽仍在回落，但已趋缓，或将形成底部	3
图 4：工业增加值季调趋势项（_TC）项环比连续回升	3
图 5：10 月 PMI 指数底部反复	4
图 6：工业生产，原材料为先：PMI 原材料库存环比回暖明显	4
图 7：原材料库存 VS 工业产出缺口	5
图 8：PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月	5
图 9：PMI 生产指数季调趋势项连续 2 个月回暖	6
图 10：PMI 生产指数季调及趋势项	6
图 11：产成品库存反弹	7
图 12：产成品库存环比反弹	7
图 13：购进价格继续回落	8
图 14：购进价格环比仍下降	8
图 15：2000 年以来产出缺口领先 CPI 3-4 个月的相关系数约 0.75	9
图 16：小型企业或率先复苏	10
图 17：集体企业或率先触底回暖	10
图 18：消费品和原材料回落较显著	11
图 19：新增人民币贷款和外汇占款（亿元）	12
图 20：不同层次货币供给和贷款的同比增速（%）	12

一、观点与市场回顾

1.1、策略观点：“2 月周期复辟→4 月周期右侧、消费左侧→8 月黎明之前→9 月周期见底→10 月布局反弹”

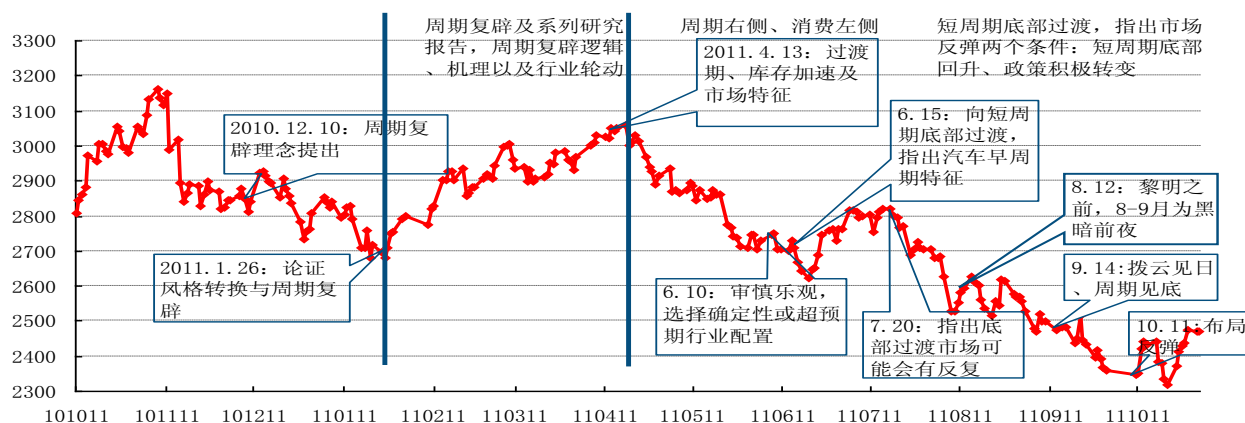
我们的研究体系依然以周期演进框架为内核，通过以产出缺口为核心指标体系的分析方法，于是就有了一季度的“周期复辟”、二季度“周期右侧、消费左侧”及 6 月份开始的“底部过渡的复杂性”，8 月的《黎明之前》中，我们认为 8-9 月或为本轮短周期调整的“黎明前的黑暗期”，10 月的《布局反弹》中，基于政策和周期的分析，我们认为“反弹的条件已经逐渐具备，因而建议逐渐转向积极配置”。

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。

我们在《9 月产出缺口观察：春江水暖》中指出，如果汽车、化工原材料等行业是经济运行的早周期行业，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，因而，基于政策逐渐趋于放松、经济实现软着陆的判断，我们认为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。但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。

11 月 1 日公布 10 月份的 PMI 指数为 50.4，比 9 月份的 51.2 下降 0.8 个百分点，甚至比 7 月份的 50.9 还低，为 2009 年 3 月以来的新低，对此情形，我们在 9 月 2 日报告《8 月 PMI：如期反弹与政策迷雾》中也有清醒的认识，“如果没有更强力的紧缩政策出台，我们倾向于认为 7 月份的 PMI 阶段性的底部，或许未来 1-2 个月可能会有所反复”，基于这种情况，我们在《9 月 PMI：夹缝中的反弹》认为，“短周期的底部出现在 9 月前后是大概率事件，经济增速小幅波动，但弹性恢复则仍需时日。”

图 1：策略观点回顾



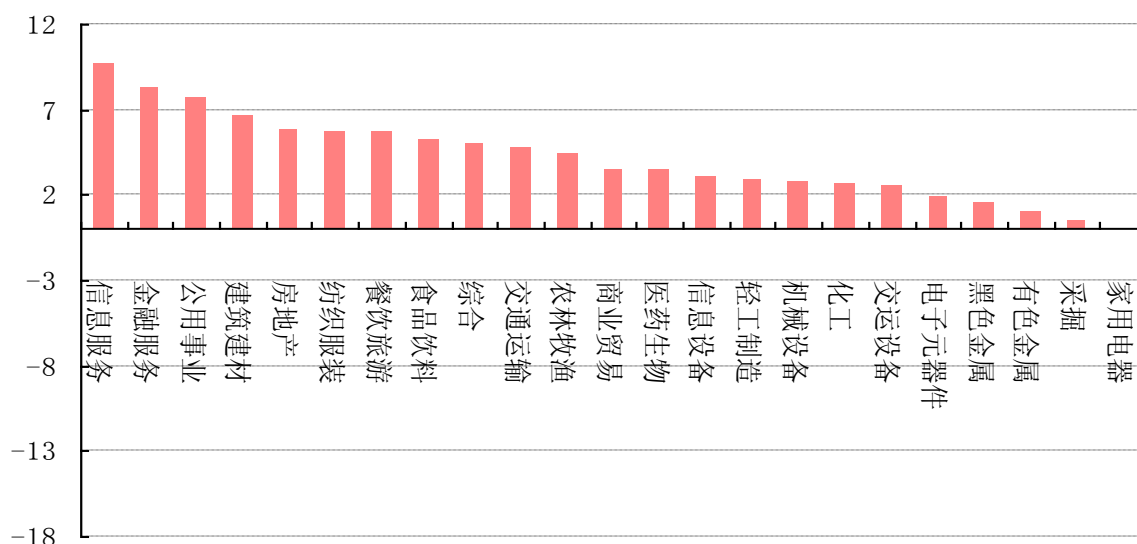
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

1.2、市场回顾：如期反弹

在 10 月份的配置报告《布局反弹》中我们明确指出，短周期的底部出现在 9 月前后仍然是大概率事件，政策面已经开始出现微调，我们认为市场已经处于估值底部，是布局反弹的较好时机，周期品种建议配置短周期回暖的汽车、以及弹性较高的证券；成长品种中，建议配置 TMT、化工和目前仍处于景气的医药。

回顾 10 月份的市场，可以说与我们的判断非常吻合，市场走出较为明显的反弹行情，上证指数弹升 4.62%，深圳综指上涨 3.63%，中小板指数上涨 4.19%，创业板指数大涨 7.79%。就行业表现来看，所有板块均录得正收益，信息服务、金融服务、公用事业表现居前，中游的钢铁和家电，以及上游的煤炭和有色金属行业表现落后。可以看出，海外市场的稳定，国内政策微调的开启，使得市场从过度预期衰退的情绪中解脱出来，业绩靓丽的金融板块构成了反弹的基础，而信息服务、环保、文化等产业政策密集的行业则成为挖掘成长的重要行业。

图 2：10 月份行业表现



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

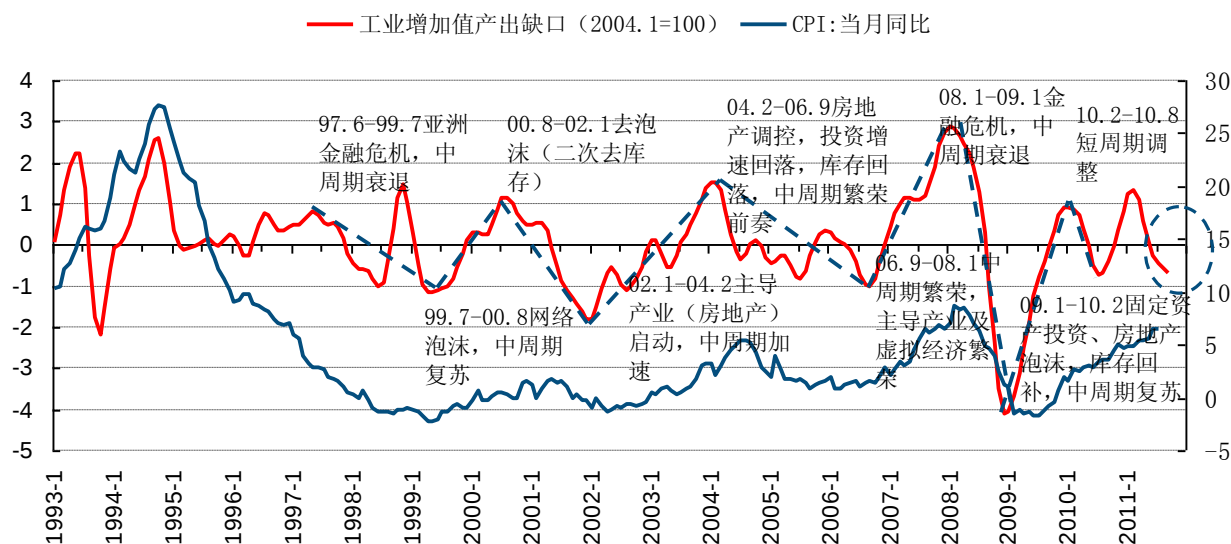
二、短周期：9 月或已触底，弹性待恢复

在《黎明：等待与抉择》、《8 月 PMI：如期反弹与政策迷雾》、《拨云见日 周期见底》以及《9 月产出缺口观察：春江水暖》中，通过对工业增加值季调趋势项环比、PMI 指数以及早周期行业的分析，我们认为，短周期或在 9 月已触底，但如果看经济的同比数据，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。

但从 7 月份以来的 PMI 指数基本上都处于底部过程，并没有出现显著的波动，也就意味着，短期内经济增

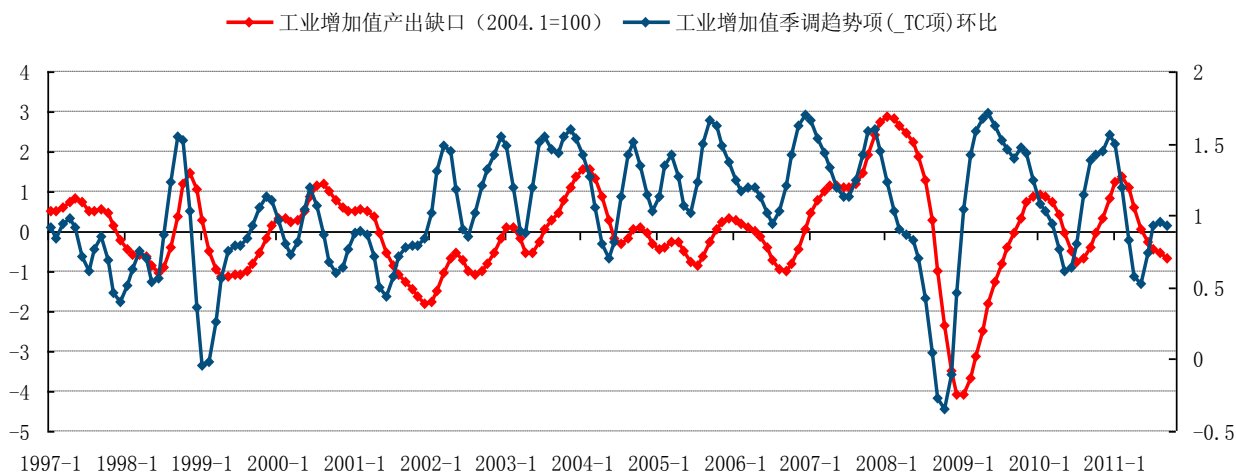
速小幅波动，但弹性恢复则仍需时日。

图 3：9 月产出缺口虽仍在回落，但已趋缓，或将形成底部



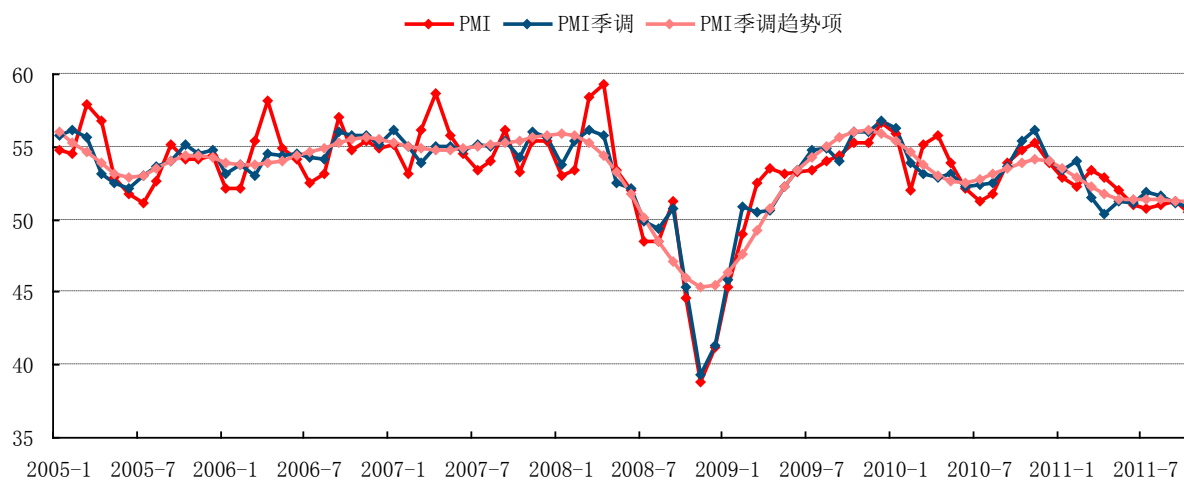
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 4：工业增加值季调趋势项 (_TC) 项环比连续回升



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 5：10 月 PMI 指数底部反复

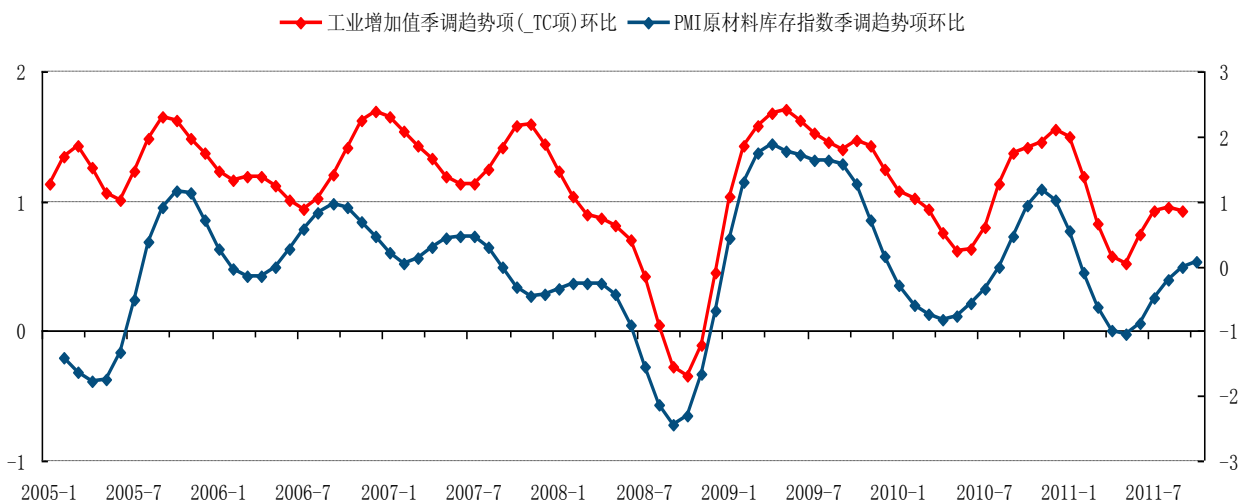


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

2.1、工业生产：原材料库存环比回升

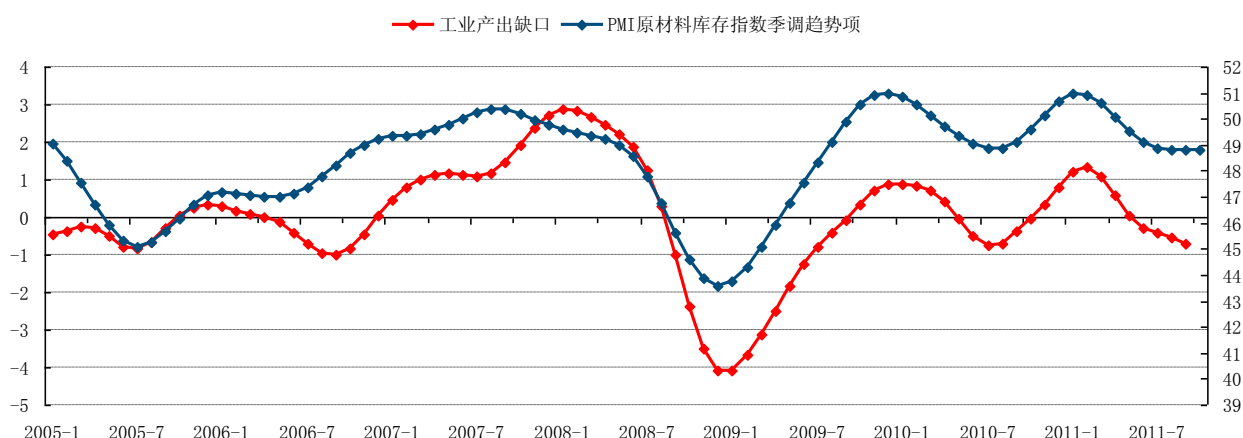
10 月份的 PMI 原材料库存指数季调趋势项环比 0.06%，为 6 月份环比触底以来首次回到正轴，原材料库存指数（季调）也开始触底反弹，如果环比的趋势能够维持，那么原材料补库存，而从其与工业产出缺口之间的关系来看，原材料补库存意味着短周期调整的结束。

图 6：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 7: 原材料库存 VS 工业产出缺口

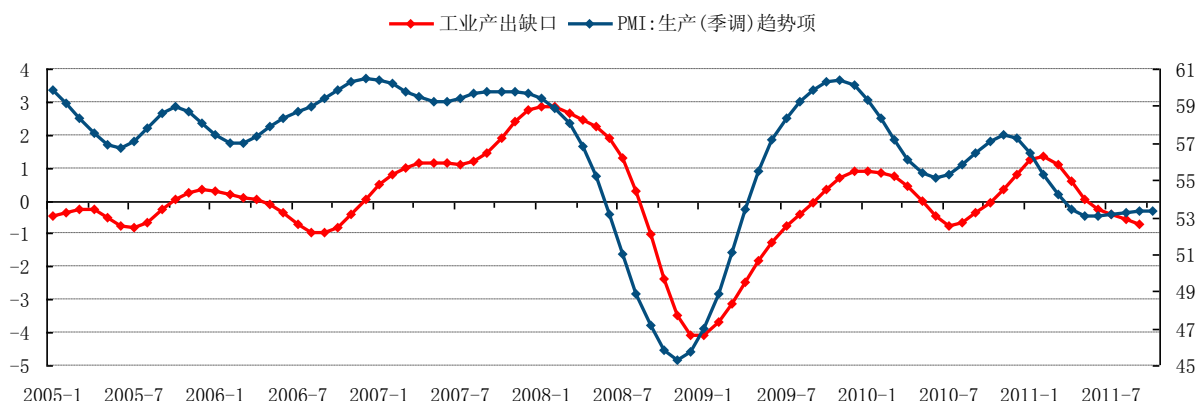


数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2.2、PMI 生产指数季调趋势项回升趋势不改

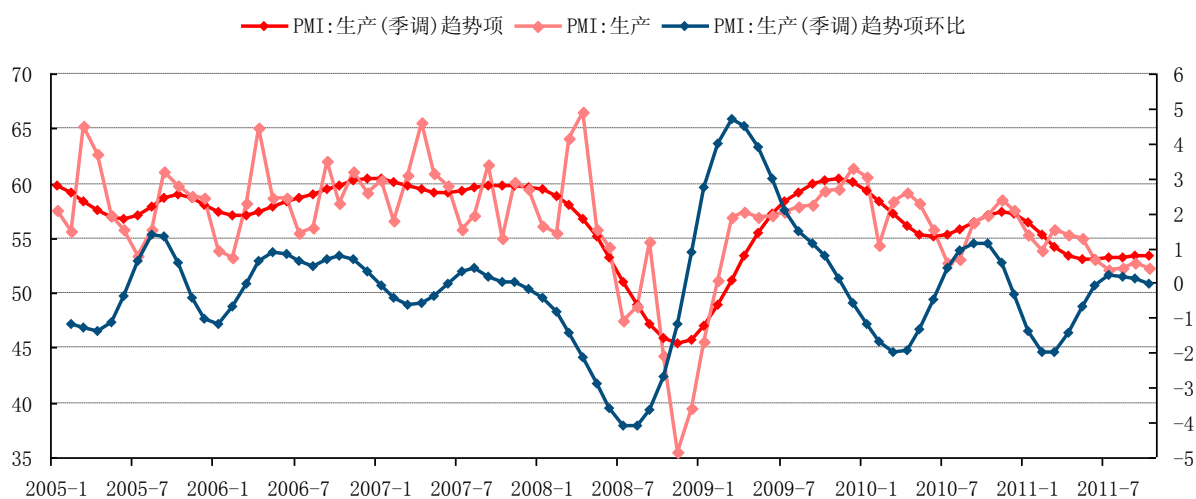
1 月份生产指数 52.3, 比 9 月份的 52.7 下降了 0.4 个百分点, 其环比略有回落, 虽然如此, 其趋势项仍在 6 月份形成的底部之上缓慢恢复。PMI 生产指数季调趋势项领先产出缺口 3-4 个月左右, 而 PMI 生产指数季调趋势项环比则领先其季调趋势项平均 3 个月, 我们看到 PMI 生产指数季调趋势项环比已连续 5 个月触底回升, 6 月份其环比甚至已为正值, PMI 指数季调趋势项底部在 5-6 月份, 那么我们基本能确立 9 月份前后为本轮经济短周期调整的底部。

图 8: PMI 指数季调后领先工业产出缺口 3-4 个月



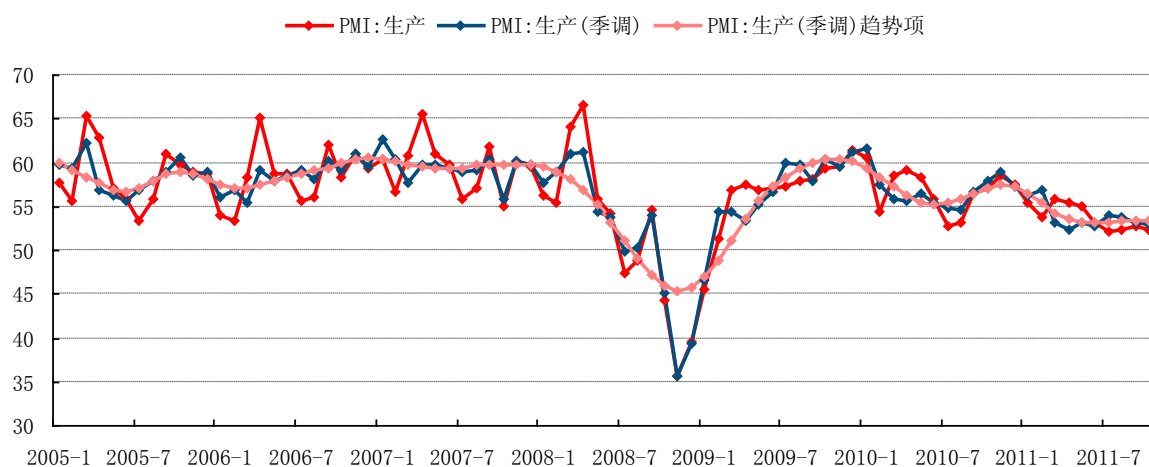
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 9：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 10：PMI 生产指数季调及趋势项

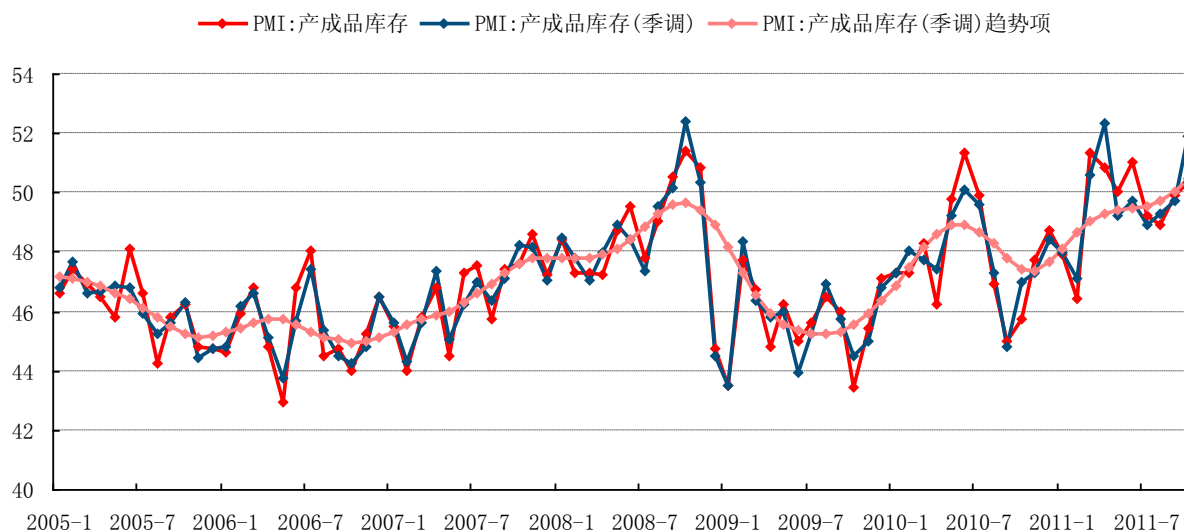


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

2.3、去库存过程中的库存反弹

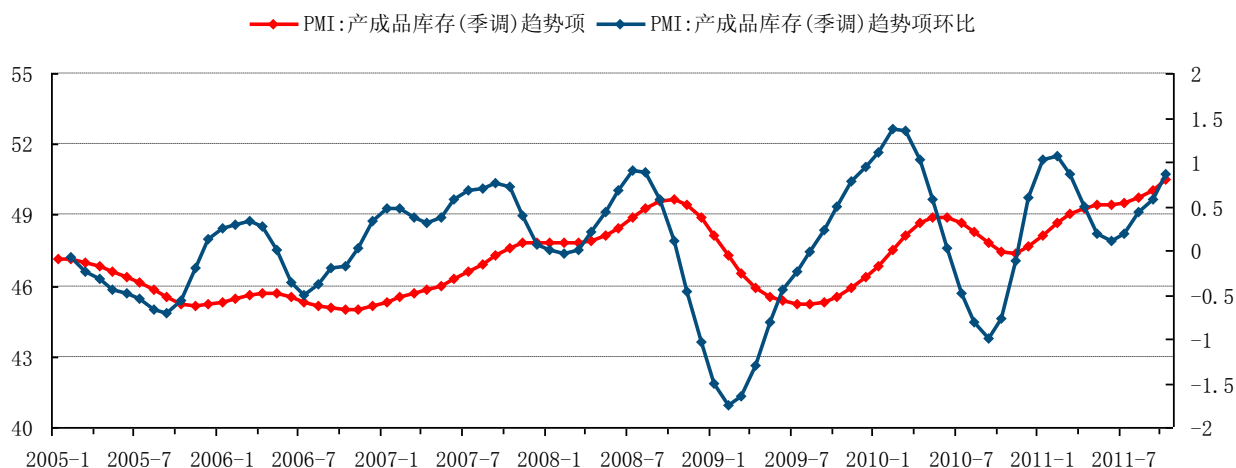
10 月产成品库存指数 50.3，比上月 49.9 略有增加，从季调趋势项看，虽然仍处于去库存过程中，但出现一定的反复，这种情况或意味着，去库存过程或将有所延缓。

图 11: 产成品库存反弹



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 12: 产成品库存环比反弹

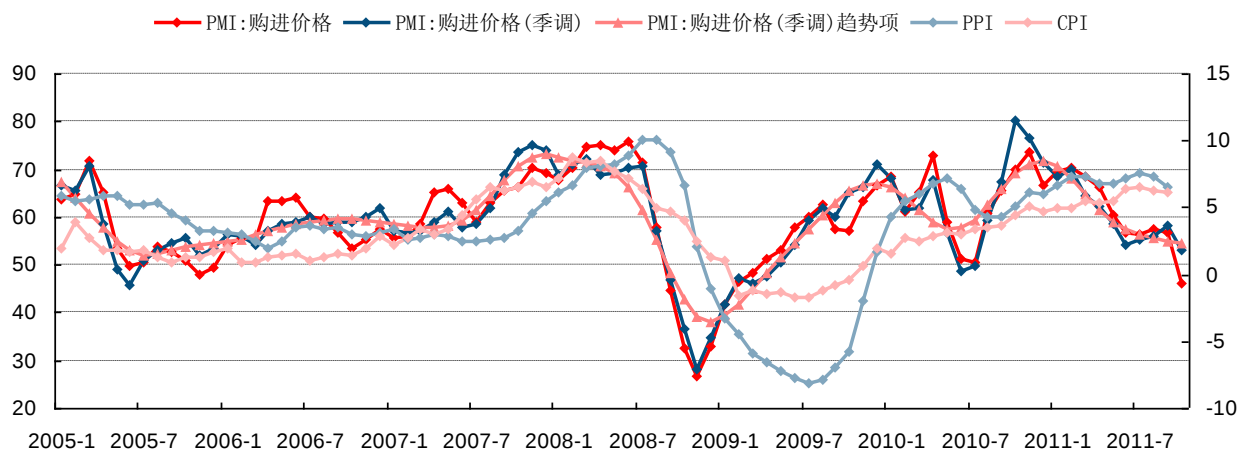


数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2.4、购进价格：显著回落

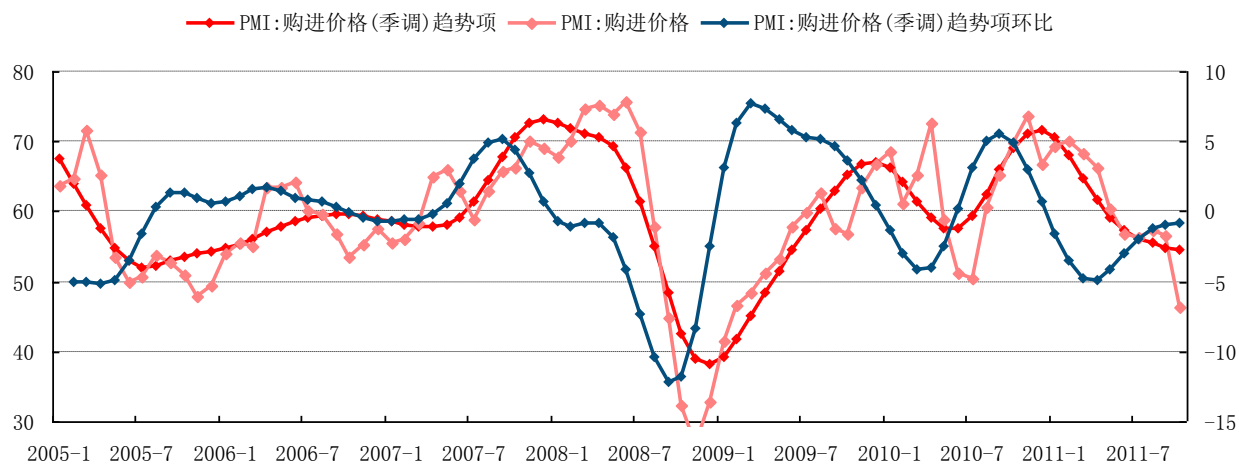
10月购进价格指数由上月的56.6大幅下降至46.2，下降超过10个百分点，这种情况在2008年8月到2008年10月也曾经出现过，主要因上游资源价格大幅下跌所致。购进价格的显著下跌，或意味着未来物价的显著回落，正如我们一致认为的，2012年2季度前，物价将顺周期回落。而通胀拐点的确立，一方面缓解了生产成本压力，另一方面将对持续的调控预期产生明显的改善。

图 13: 购进价格继续回落



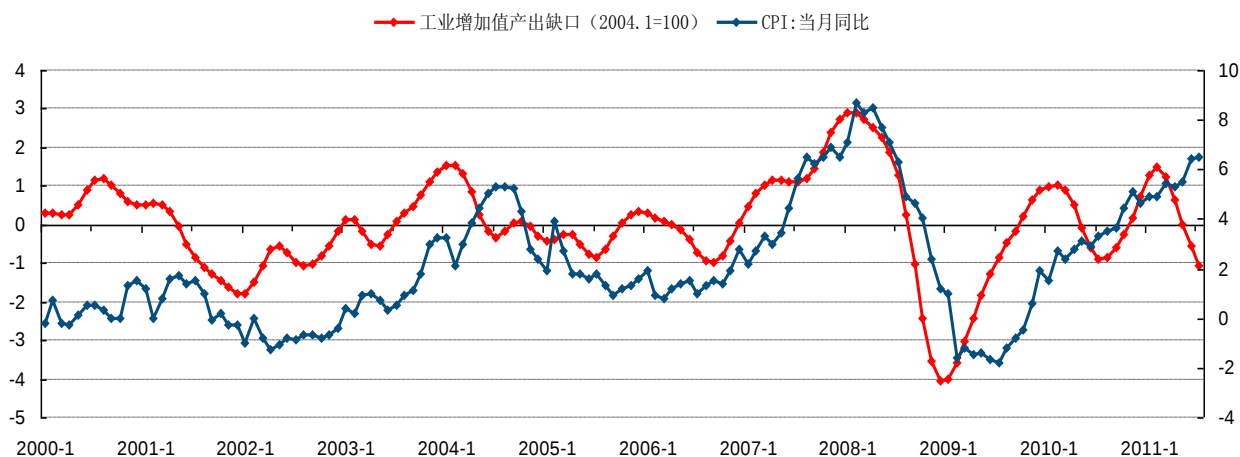
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 购进价格环比仍下降



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 15：2000 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

2.5、企业与行业特征显现积极信号

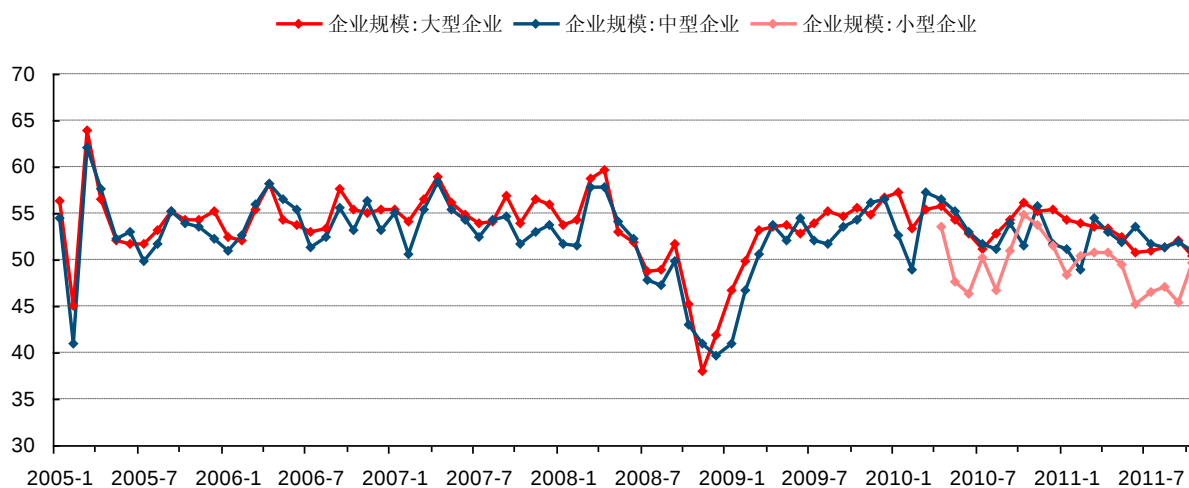
从企业规模看，大中型企业 PMI 指数回落，但小企业的 PMI 回暖比较显著，在经济周期运行过程中，小企业虽然下滑更快，但也往往先触底回暖。

从企业类型看，集体企业的 PMI 大幅回落后有所反弹，国企和私营企业小幅回落，但并没有低于前期低点，上市公司 PMI 指数则仍在回升过程。从历史看，国有企业 PMI 指数波动要小于其他类型企业，因此，经济企稳回升，主要看其他类型的企业，集体企业 PMI 的企稳回升或是一个比较积极的信号。

从生产环节看，消费品和原材料 PMI 显著回落，后者的回落或因上游大宗价格下跌所致，而消费品的回落往往略为滞后，生产用制成品和中间品 PMI 的回暖意味着中间品部门对经济预期并没有过于悲观。

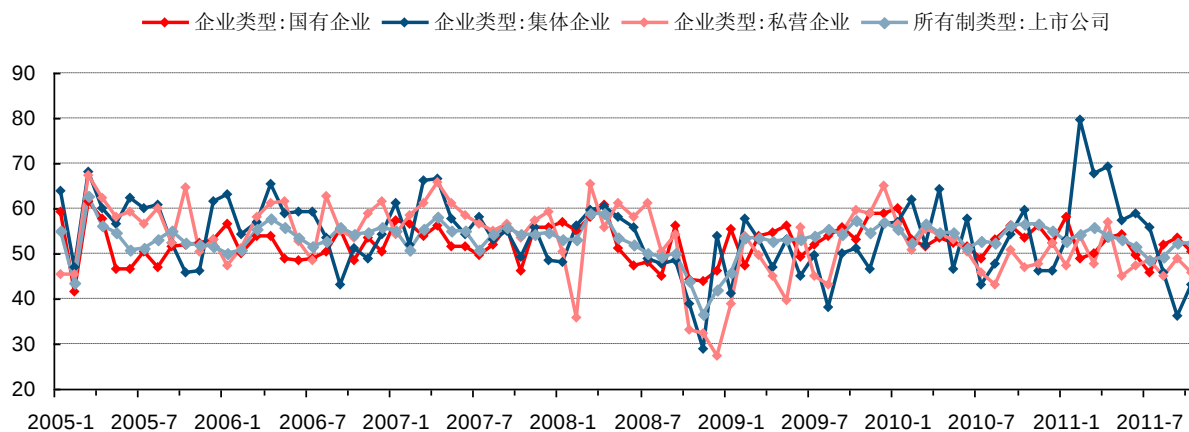
因此，虽然 10 月份 PMI 出现回落，但反应生产环节和经济冷暖的 PMI 指数并没有继续下跌，也是经济企稳的证据。

图 16：小型企业或率先复苏



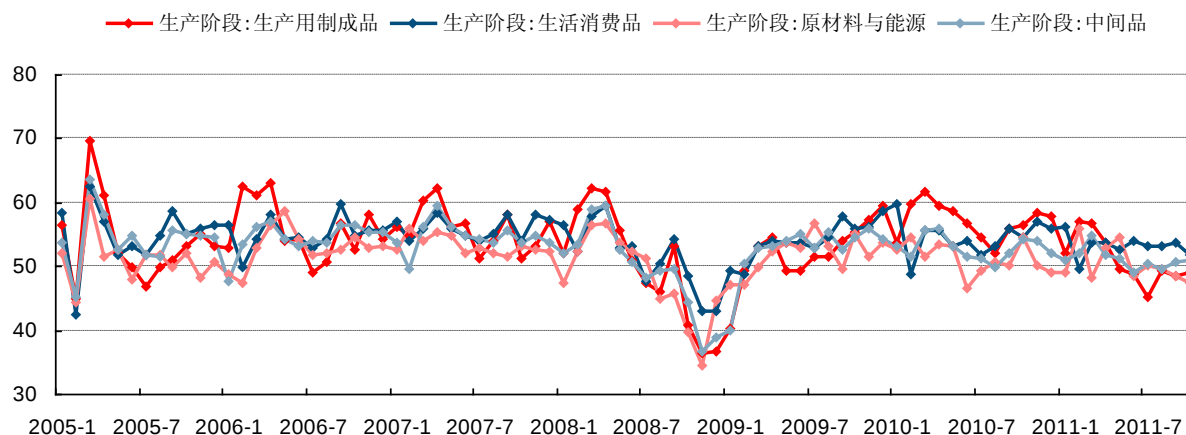
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 17：集体企业或率先触底回暖



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 18: 消费品和原材料回落较显著



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2.6、小结

本轮 PMI 回落自 2010 年 12 月开始, 已经持续 11 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)。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, 虽然 9 月、10 月 PMI 季调趋势项及其环比略有回落, 但并不算猛烈。从目前政策导向看, 正逐渐从从紧缩逐渐过渡到正常甚至适度放松, 因而, 不会出现 2008 年 10 月到 2001 年 1 月 PMI 大幅下滑的情形。

三、政策：结构性放松如期而至

3.1、政策已然调整

我们在十月份的策略报告中, 根据对短周期运行的把握, 已经预期到在短周期底部产生政策调整的可能性非常之大, 而进入 10 月份, 各种政策纷至沓来, 围绕中小企业、新兴产业、地方融资平台、消费等领域展开的货币和财政政策等微调措施陆续出台, 财政政策、产业政策和货币政策均开始积极应对当前的国内外经济和金融形势。

表: 10 月政策调整一览

时间	部门	政策	市场预期
10 月 7 日	国务院	《关于支持河南省加快建设中原经济区的指导意见》	区域规划的深入
10 月 10 日	财政部	《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》	利好铁路建设板块
10 月 12 日	国务院	支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施	结构调整拉开帷幕
10 月 20 日	国务院	《关于加强环境保护重点工作的意见》	利好环保板块
10 月 20 日	财政部	《2011 年地方政府自行发债试点办法》	缓解地方债务担忧
10 月 20 日	发改委等 10 部门	关于促进战略性新兴产业国际化发展的指导意见	利好战略新兴产业

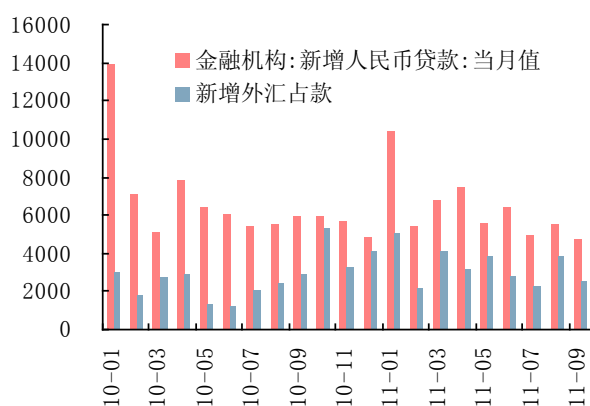
10月25日	商务部、财政部	《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》	利好消费物流板块
10月26日	国务院	开展深化增值税制度改革试点	减轻企业负担
10月29日	国务院	切实把握好宏观调控的方向、力度和节奏	政策调整确立

数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

3.2、信贷将反弹

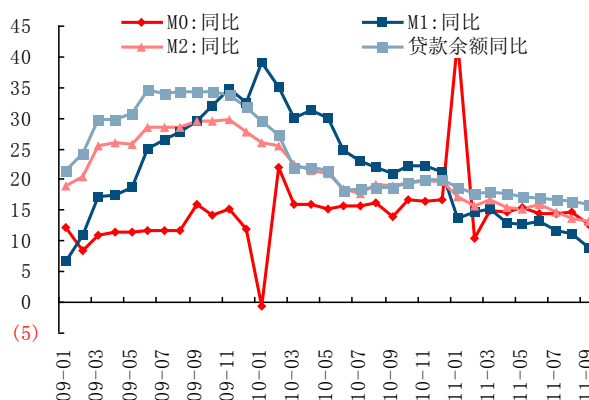
9月M2、M1和贷款余额的同比增长再创新低,分别为13%、8.9%和15.9%;新增人民币贷款和新增外汇占款分别比上月萎缩近800亿元和近1300亿元。新增信贷按去年7万亿元计算,则四季度每月可以有4363亿元;按7.5万亿元计算,则每月6029亿元;如按每月4700亿元,则全年7.1万亿元;这意味着四季度的新增信贷有较大的弹性。而从当前来看,信贷作为政策调整的工具最为有效直接,四季度维稳性的政策在逐渐加强,信贷也将迎来反弹,从而对经济基本面和市场流动性带来积极效果。

图 19: 新增人民币贷款和外汇占款 (亿元)



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 20: 不同层次货币供给和贷款的同比增速 (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

四、行业配置：从周期到成长

在上个月的配置报告《布局反弹》中我们通过不同的情景假设来布局反弹行情,而从现实的演绎来看,市场的反弹已经如期展开,而反弹的第一阶段即超跌反弹阶段,也是从对经济周期最为敏感的周期性行业展开,这也是我们在 10 月份见到的金融、汽车等的反弹逻辑,但是需要注意的是本次短周期底部的政策推动不具备类似于 2008 年底的总量刺激,因此对于固定资产投资的中期前景依然谨慎,因此,作为中游偏上的投资品如水泥煤炭而言,我们认为其弹性最大的阶段已经在今年的一季度过去,并非反弹的首选,在投资品行业中,我们更加应该重视已经在前期持续探底且将来极有可能存在供给约束的行业,按照我们的行业产出缺口的测算,这包括化工等。

回到当前的市场,我们认为在周期品的估值修复之后,市场的反弹脉络将沿着各类成长的主题展开,原因在于,从经济的基本面来看,全面的货币政策和房地产政策放松显然是不可预期的,而放松更多的将着力于修补政策过度紧缩中的负面影响,稳增长和调结构是当前政策的主基调,诸如中小企业问题,铁路水利建设的融资等。而关于非公 36 条细则的即将出台也可以视为是政府投资动能趋弱之后的一种结构优化,所以,这个方向



一定是正确的，不确定性在于政府推进非公 36 条的力度和决心，这可以成为寻找成长的线索，但不会成为扭转经济趋势的力量。除了此类政策之外，一个显然的可以做的事情仍然是从经济转型的角度出发重新审视我们的新兴产业政策，所以，着力点重回新兴产业当然是一种无可避免的选择。对于年末行情的性质而言，我们更倾向于它是一种修复式自救行情，而上面的这些政策着力方向可能会对此有所推动。这里，我们的产出缺口显示 TMT 等行业依然是较好的选择标的。

关于对消费品的态度，我们前期曾反复提示，8 月份是产出缺口所显示的部分消费品行业的短期高点，而较高的估值也使消费品行业在反弹中缺乏弹性，这都是不争的问题，消费的机会已经不是对于短期趋势的讨论，而是一种中期成长和防御性问题，这个问题的来源就是对中国经济中枢下移的预期。

同时，伴随着周期运行的相互衔接，中期投资的逻辑与本次反弹是一以贯之的，即思考未来中国经济的核心驱动力在哪里，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 TMT、装备制造、医药、化工等领域的成长股机会值得中期关注。



分析师介绍

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。

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。