

2010 年 11 月 30 日

经济为本，资金助势

——对风格转换的若干理解

相关研究

《策略如何看银行——打造银行的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 10 月 29 日

《宏观缩影，择时为上——中游投资逻辑》—2010 年 9 月 16 日

《策略如何看化工——打造化工的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 8 月 27 日

分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)
lingpeng@swsresearch.com

冯宇（策略）(A0230210080006)
fengyu@swsresearch.com

刘敦（金融工程）(A0230210070002)
lipeng@swsresearch.com

黄鑫冬（策略）
huangxd@swsresearch.com

左俊义（策略）
zuojy@swsresearch.com

联系人

张潇潇
(8621)23297818x7294
zhangxx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要内容：

- 风格转换是策略研究的核心问题之一。当风格转向大盘周期股，市场迎来系统性上涨机会，当风格转向小盘成长股，概念和主题大行其道。因此，风格转换涉及大势判断和主题投资。
- 风格的标准是行业而非市值。我们将申万的三级行业进行梳理归纳，分成周期、成长和防御三类股票。市场风格在周期股和成长股间的转换构成风格转换的主旨，周期股的“买”和“卖”是风格转换的切入点。
- 经济景气预期是风格转换的源动力。当经济刚刚复苏、投资者对经济前景莫衷一是时，对经济和资金特别敏感的煤炭和有色率先上涨、场内资金开始活跃、换手率上升，风格开始转向周期和大盘。随着经济复苏渐成共识，煤炭有色等周期品的业绩出现上调，煤炭和有色等资源品会迎来上涨的第二波，场外资金受财富效应吸引流入场内。随着经济慢慢过热，银行、钢铁和石化等行业的基本面得到改善，资金开始追逐这些前期滞涨的大盘股，大盘加速上扬，情绪亢奋到极点。成本上升挫伤利润，国家的紧缩政策悄然而至，一旦经济预期改变，在汹涌而至的场外资金的掩护下敏感性资金开始撤退，周期敏感型行业（煤炭有色）率先下跌，市场进入反向循环，风格重回成长和小盘，直到产业资本增持、政策放松，经济预期重新改善，新的轮回开始。
- 既然经济预期是风格转换的第一源动力，那么如何把握宏观经济波动至关重要。跟踪中观和微观的数据是在当下把握经济方向的重要途径，特别适用于短期。宏观无法调研，但是微观和中观可以调研，只有宏观判断和中微观验证相结合才是比较理想的途径，中微观是宏观的具体内容。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 周期股“买”和“卖”是风格转换切入点.....	3
1.1 确认风格的标准是行业而非市值	3
1.2 周期股的“买”和“卖”是短期行业配置的关键	4
2. 经济为本、资金助势	5
2.1 煤炭、有色、钢铁、石化和银行走势值得关注	5
2.2 资金和情绪只强化趋势，不决定方向	7
2.3 经济预期是风格转换的源动力	9
3. 利用中观和微观把握当下经济波动.....	10

图表目录

图 1：2005 年来，周期股四次阶段性跑赢成长股	4
图 2：转换之末，银行跑赢保险、钢铁跑赢煤炭	6
图 3：换手率是同步指标	7
图 4：现有 A 股账户交易程度率先提高	7
图 5：指数型创新基金折价率反映市场情绪	8
图 6：新增股票账户反映场外资金流入意愿	8
图 7：07 年 10 月和 09 年 8 月股票基金巨量发行	8
图 8：07 年 10 月和 09 年 8 月储蓄搬家最剧烈	8
图 9：08 年上半年成本上升挫伤利润增长	8
图 10：经济预期变化是风格转换的源动力	9
图 11：经济从下游-中游-上游的传导路径	10
图 12：2010 年 4-7 月水泥和螺纹钢产量增速背离	11
图 13：2010 年上半年经济下滑为库存调整导致	11
表 1：A 股可分为周期、成长和防御三类股票	3
表 2：周期、成长和防御类股票的业绩增速和波动差异很大	4
表 3：风格转换之初，煤飞色舞、银行证券上涨	5
表 4：风格转换期间，保险、煤炭、有色、证券和银行超额收益最大	5
表 5：风格转换之末，石化、钢铁上涨、防御类股票上涨	6
表 6：09 年 7 月国家政策出现微妙变化	8

风格转换是策略研究的核心问题之一。当风格转向大盘周期股，市场迎来系统性上涨机会，当风格转向小盘成长股，概念和主题大行其道。因此，风格转换涉及大势判断和主题投资。

1. 周期股“买”和“卖”是风格转换切入点

1.1 确认风格的标准是行业而非市值

要解决复杂问题，选择良好的切入点是关键。风格转换的标准是什么？投资者通常将风格转换理解为大小盘之间的转换。按此标准，风格转向大盘，医药应跑赢房地产，因为房地产市值比医药小。这明显和投资者理解的风格转换不同，因此讨论风格应是行业概念而非市值概念。

研究风格转换，需要将行业进行重新分类。我们将申万的三级行业进行梳理归纳，分成周期、成长和防御三类股票。市场风格在周期股和成长股间的转换构成风格转换的主旨。从市值比重看，周期类占 56%、成长类占 24%，周期和成长的转换近似大盘和小盘的转换；但确认风格的标准应为行业。

表 1：A 股可分为周期、成长和防御三类股票

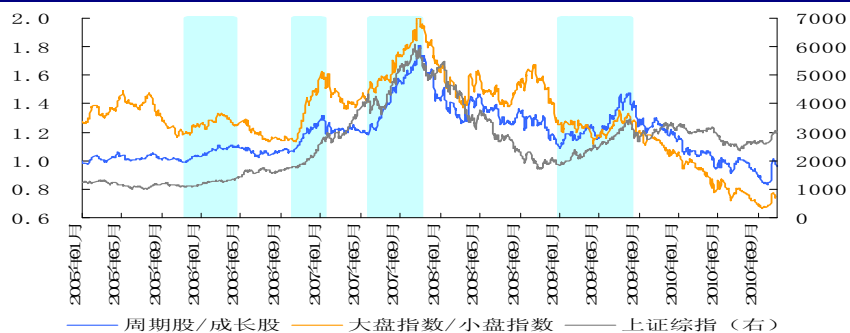
周期类			成长类			防御类		
申万行业名称	级数	A 股流通市值(%)	申万行业名称	级数	A 股流通市值(%)	申万行业名称	级数	A 股流通市值(%)
金融服务	I	25.67%	医药生物	I	4.78%	电力	II	2.56%
煤炭开采	II	5.91%	食品饮料	I	3.79%	铁路运输	III	0.95%
有色金属	I	5.16%	商业贸易	I	3.17%	港口	III	0.89%
房地产开发	II	4.28%	信息服务	I	2.80%	高速公路	III	0.60%
石油化工	II	4.12%	电气设备	II	2.50%	机场	III	0.20%
专用设备	II	2.37%	电子元器件	I	2.08%			
黑色金属	I	2.31%	信息设备	I	1.90%			
化学制品	II	1.70%	家用电器	I	1.39%			
乘用车	III	1.46%	服装	II	0.58%			
航空运输	III	1.33%	其他轻工制造	II	0.40%			
纺织	II	0.56%	装修装饰	III	0.18%			
化学纤维	II	0.56%						
造纸	II	0.39%						
纯碱	III	0.19%						
合计		56.00%	合计		23.56%	合计		5.21%

资料来源：申万研究

注：数据截至 2010 年 10 月 29 日。只选择了部分代表性强的行业，加总市值达到 85%，可以代表市场

我们将周期股、成长股和防御股编制成指数，2005 年来周期股共有四次阶段性跑赢成长股，与申万大、小盘比价指数类似。这四次分别是 2005 年 11 月 18 日-2006 年 4 月 6 日、2006 年 10 月 11 日-2007 年 1 月 4 日、2007 年 5 月 31 日-2007 年 10 月 30 日、2009 年 1 月 5 日-2009 年 7 月 31 日，期间大盘加速上扬。

图 1：2005 年来，周期股四次阶段性跑赢成长股



资料来源：Wind，申万研究

1.2 周期股的“买”和“卖”是短期行业配置的关键

三类股票的业绩增速和波动差别很大。一般而言，周期股业绩增速变动最大，景气时可超过 100%，差时负增长；成长股的业绩增速较高并且稳定；防御股业绩增速也很平稳，但增速太低，远不及市场平均水平。

表 2：周期、成长和防御类股票的业绩增速和波动差异很大

	类别	累计利润增速均值 (1Q03-3Q10)	累计利润增速标准差 (1Q03-3Q10)	累计利润增速均值 (1Q07-3Q10)	累计利润增速标准差 (1Q07-3Q10)
煤炭开采	周期类	30.50%	0.37	29.45%	0.27
房地产	周期类	40.95%	0.44	46.34%	0.40
医药生物	成长类	22.84%	0.22	39.13%	0.18
食品饮料	成长类	29.32%	0.27	35.41%	0.20
港口	防御类	12.59%	0.21	5.61%	0.26
高速公路	防御类	16.58%	0.15	13.94%	0.16
A 股整体(剔除 ST)		26.41%	0.28	26.42%	0.33

资料来源：Wind，申万研究

业绩增速和波动的不同决定了三类股票的投资逻辑迥异。周期股的业绩波动和经济景气变动息息相关，随经济景气变动买入卖出；成长股可长期持有，除非基本面恶化；防御股不受青睐，唯有突发事件（如电价上调）带来短暂机会。一旦构造投资组合，考虑到资金的最有效配置，周期股的“买”和“卖”决定了其他两类股票的仓位。成长股可以一直持有，但一旦周期股买点出现，部分投资者会卖掉成长股、增配周期股，恰如 2010 年 10 月；防御股投资机会不大，但一旦经济极度恶化，投资者抛弃周期股和成长股，仓位降无可降，避险情绪暂时推高防御股股价，恰如 2008 年 8 月-10 月。

对于投资时限为 3-6 个月的组合，把握周期股的买点和卖点是关键。一旦买点或卖点出现，配置需要发生变化；倘若没有变化，配置也不用大变，自下而上精选成长股、寻找主题投资和挖掘周期股外延式增长机会是更优的策略。

至此，风格转换研究的切入点转移到“把握周期股的买点和卖点”。当周期股买点出现，增配周期减配成长使风格转向周期，大盘系统性上涨；当周期股卖点出现，减配周期增配成长使风格转回成长，主题投资盛行。

2. 经济为本、资金助势

周期股还可以继续细分，情绪和资金也是投资者讨论风格转换经常涉及的话题。我们分析了2005年来四次风格转换¹中行业板块表现和资金情绪变动，系统描绘风格转换过程中的一系列特征。

2.1 煤炭、有色、钢铁、石化和银行走势值得关注

我们选择有色、煤炭、石化、钢铁、纯碱、电力、汽车、房地产、证券、银行、保险、高速公路、医药、食品饮料和港口等15个行业，观察这些行业在风格转换前后两周的表现，若一周连续五天跑赢市场则计为1。依此类推，若该行业在05年来四次风格转换前后两周均连续跑赢市场，则计为8次。总结代表性行业跑赢市场的概率，可以揭示风格转换期间行业轮动特征。

风格转换之初，煤炭和有色大概率上跑赢大盘，银行和证券也会有所表现。

表3：风格转换之初，煤飞色舞、银行证券上涨

行业名称	风格转换初期	风格转化前2周	风格转化后2周	行业类型
有色金属	5/8	2/4	3/4	周期类
煤炭开采	5/8	2/4	3/4	周期类
证券	5/8	2/4	3/4	周期类
银行	4/8	1/4	3/4	周期类
保险	2/4	1/2	1/2	周期类
纯碱	3/8	1/4	2/4	周期类
汽车	3/8	2/4	1/4	周期类
房地产	2/8	2/4	0/4	周期类
食品饮料	4/8	3/4	1/4	成长类
医药生物	3/8	3/4	0/4	成长类
黑色金属	2/8	2/4	0/4	周期类
石油化工	2/8	2/4	0/4	周期类
高速公路	1/8	1/4	0/4	防御类
电力	1/8	1/4	0/4	防御类

资料来源：Wind，申万研究

风格转换期间，保险、煤炭、有色、证券、银行超额收益最大。

表4：风格转换期间，保险、煤炭、有色、证券和银行超额收益最大

	阶段 I	阶段 II	阶段 III	阶段 IV	各阶段平均	行业类型
保险			126.60%	109.25%	117.93%	周期类
有色金属	70.72%	20.16%	90.15%	188.86%	92.48%	周期类
煤炭开采	37.31%	26.69%	85.25%	195.30%	86.14%	周期类
证券	56.80%	78.83%	75.38%	123.24%	83.56%	周期类
银行	32.02%	68.76%	76.12%	114.26%	72.79%	周期类
房地产	42.00%	51.08%	33.96%	134.92%	65.49%	周期类

¹ 这里将“风格转换”定义为周期股跑赢成长股，因此风格转换之初就是周期股开始跑赢成长股。

汽车	23.94%	41.80%	24.70%	168.90%	64.83%	周期类
石油化工	24.04%	49.46%	60.08%	103.04%	59.15%	周期类
黑色金属	21.84%	65.03%	32.53%	107.74%	56.79%	周期类
食品饮料	38.73%	34.22%	24.41%	68.56%	41.48%	成长类
港口	11.49%	33.13%	-3.73%	79.91%	30.20%	防御类
纯碱	28.57%	2.95%	2.50%	82.96%	29.25%	周期类
电力	6.95%	21.71%	9.83%	55.16%	23.41%	防御类
高速公路	7.00%	24.03%	-3.73%	57.20%	21.12%	防御类
医药生物	11.47%	6.41%	-9.66%	51.94%	15.04%	成长类

资料来源：Wind，申万研究

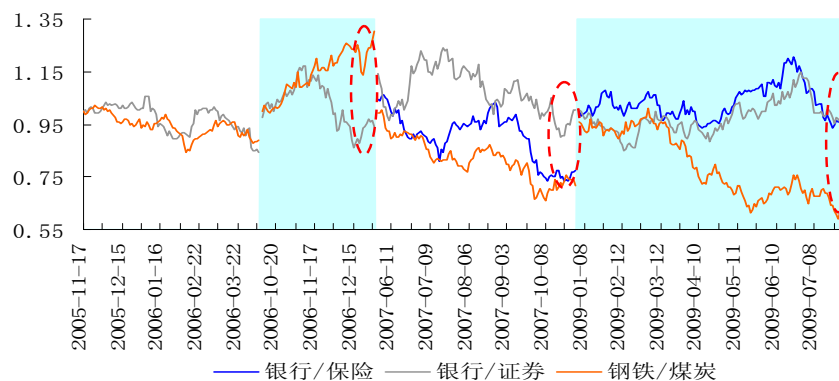
风格转换之末，石化、钢铁等中游行业跑赢，高速等防御类股票大幅上涨，钢铁跑赢煤炭、银行跑赢保险²。

表 5：风格转换之末，石化、钢铁上涨、防御类股票上涨

行业名称	周期跑赢成长后期	结束前 2 周	结束后 2 周	所属类型
石油化工	6/8	2/4	4/4	周期类
食品饮料	6/8	2/4	4/4	成长类
高速公路	5/8	1/4	4/4	防御类
纯碱	5/8	2/4	3/4	周期类
黑色金属	4/8	1/4	3/4	周期类
医药生物	3/8	0/4	3/4	成长类
汽车	3/8	0/4	3/4	周期类
房地产	5/8	3/4	2/4	周期类
证券	4/8	2/4	2/4	周期类
港口	2/8	0/4	2/4	防御类
电力	2/8	0/4	2/4	防御类
银行	4/8	3/4	1/4	周期类
保险	3/8	2/4	1/4	周期类
有色金属	3/8	2/4	1/4	周期类
煤炭开采	2/8	2/4	0/4	周期类

资料来源：Wind，申万研究

图 2：转换之末，银行跑赢保险、钢铁跑赢煤炭



资料来源：Wind，申万研究

² 钢铁和煤炭、保险和银行的相对走势非常值得关注，详见策略思考第九篇和第十二篇。

从风格转换不同阶段行业板块的表现，我们可以得到如下启示：

第一，煤飞色舞³现象值得关注。几乎每次成长转周期、大盘大幅上涨时，煤炭和有色总是率先剧烈上涨，可将煤炭有色大幅上涨视为风格转换的确立。

第二，一旦风格转换确定，金融和资源成为强势板块，轻易不要卖出。煤炭和有色会不断上涨，估值界线一次次被打破，直至最后疯狂；保险和证券⁴在牛市氛围中也会受到追捧。

第三，一旦钢铁⁵、石化等中游异动、跑赢煤炭，银行跑赢保险和证券，就要警惕风格转换的结束，成长股可能会重新受到青睐。

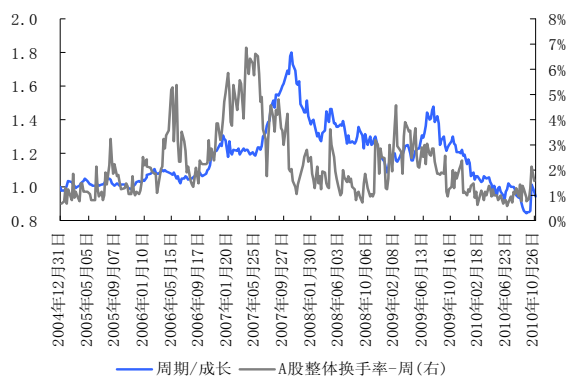
综合而言，风格转换始于煤炭、有色，终于钢铁、银行和石化。当然行业轮动并非每次如此，但之中有内在逻辑，和经济基本面、市场情绪、投资者行为均相关。我们时常为一个问题所困扰：股市反映了怎样的经济预期？市场当前一致预期是什么？其实 Wind 或者朝阳永续统计的卖方分析员盈利预测不代表市场一致预期，众多大、小投资者的“看法”也不太重要，直接观察股市估值和代表性行业的表现更有意义。市场一致预期是投资者“做了什么”而不是“说了什么”，所有做的行为均已经反映在股价中了。

2.2 资金和情绪只强化趋势，不决定方向

周期股大涨需资金配合，所以情绪和资金成为研究风格转换的重点之一。

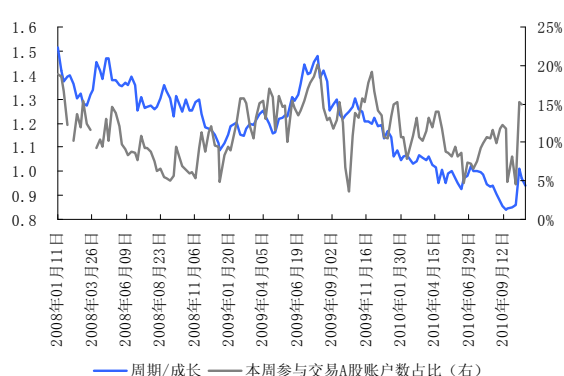
一般而言，当风格转向周期股时，换手率同步提高、代表场内资金的现有 A 股账户交易变得活跃、以大盘指数为标的的创新型基金折价率缩小甚至出现溢价、最后新增股票账户增加、场外资金流入。

图 3：换手率是同步指标



资料来源：Wind，申万研究

图 4：现有 A 股账户交易程度率先提高



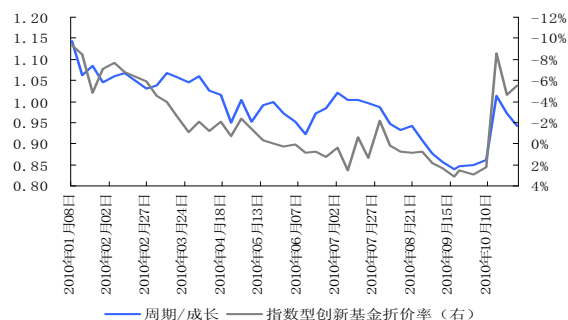
资料来源：Wind，申万研究

³ 关于煤炭、有色的上游投资逻辑参见策略思考第五篇。

⁴ 关于保险和证券的投资逻辑参见策略思考第十二篇。

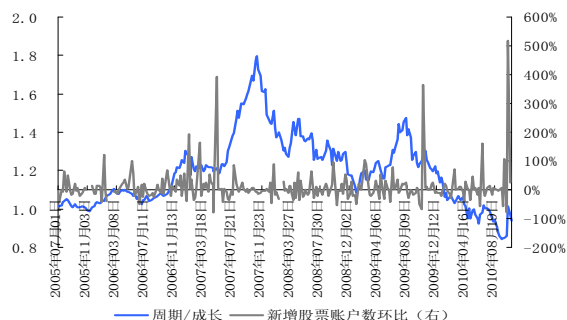
⁵ 关于钢铁的投资逻辑参见策略思考第九篇。

图 5：指数型创新基金折价率反映市场情绪



资料来源：Wind，申万研究

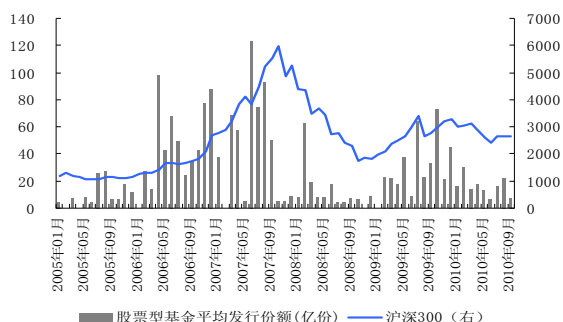
图 6：新增股票账户反映场外资金流入意愿



资料来源：Wind，申万研究

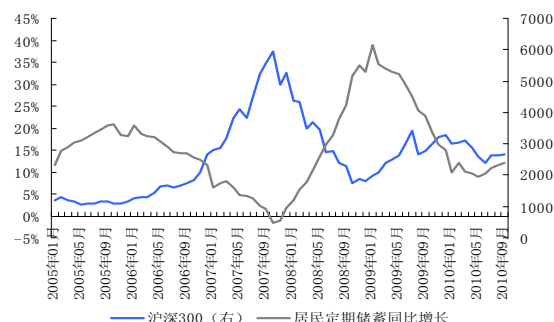
但几乎一切都是同步或者滞后指标，既无法对未来的情绪和资金走向做出预测，现在的资金、情绪亢奋状况也无法决定风格转换的进程。外围资金疯狂流入、情绪极度亢奋时周期股可能会突然大跌，市场也可能阶段性见顶。2007年10月和2009年8月股票型基金的发行量是阶段高点，同时居民定期储蓄同比也是阶段低点，这均说明此时的场外资金流入最剧烈，但充裕的资金并未使周期股继续上涨，风格转换戛然而止、大盘开始下跌，原因何在？

图 7：07 年 10 月和 09 年 8 月股票基金巨量发行



资料来源：Wind，申万研究

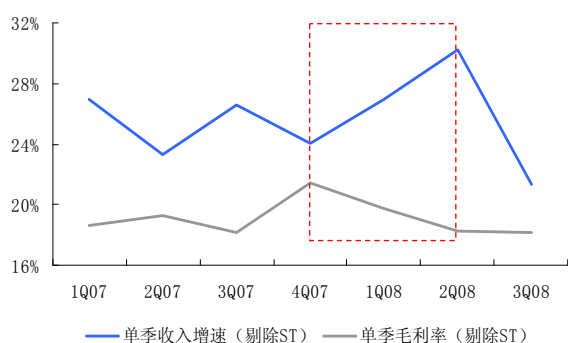
图 8：07 年 10 月和 09 年 8 月储蓄搬家最剧烈



资料来源：Wind，CEIC，申万研究

道理很简单：市场的方向永远不是后知后觉的场外资金所能把握。经济预期才是风格转换的源动力，资金和情绪只强化趋势，根本不能决定方向。2008年上半年，上市公司收入保持高增长、但毛利率下滑，说明成本上升已经挫伤经济和企业盈利。2009年7月，政策出现微妙变化。两者均会改变经济预期。

图 9：08 年上半年成本上升挫伤利润增长



资料来源：Wind，申万研究

表 6：09 年 7 月国家政策出现微妙变化

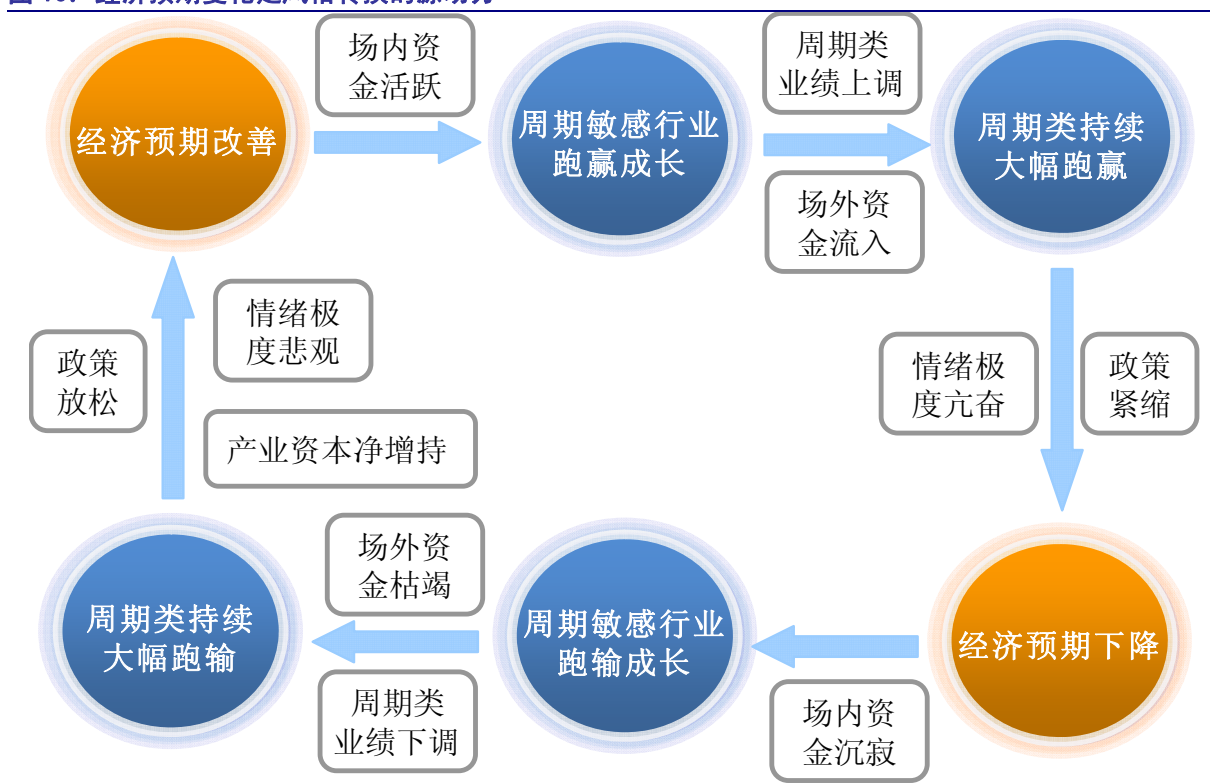
日期	事件
7月初	杭州率先收紧对二套房首付和利率方面的优惠政策，上海、南京、广州、深圳、成都等城市相继跟进
7月6日	银监会规定，商业银行理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与之相关的证券投资基金
7月9日	1年期央票重启
7月10日	IPO重启
7月15日	人大财经委会议表达对通胀的担忧
7月16日	人民银行向多家商业银行发行近千亿元定向央票
7月17日	银监会要求严守拨备覆盖率底线，严格执行“二套房”标准
7月19、20日	人民银行年中工作会将“防通胀”列为下半年工作重点之一
7月27日	银监会颁布《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目业务指引》，加强对固定资产投资贷款的监管
7月27、29日	四川成渝、中国建筑两只大盘股完成IPO

资料来源：申万研究

2.3 经济预期是风格转换的源动力

至此, 风格转换的全景图片已经形成, 经济景气预期是风格转换的源动力。当经济刚刚复苏、投资者对经济前景莫衷一是时, 对经济和资金特别敏感的煤炭和有色⁶率先上涨、场内资金开始活跃、换手率上升, 风格开始转向周期和大盘。此时, 估值高企始终是投资者重仓煤炭有色的担忧, 微弱的经济复苏尚不足使分析员上调盈利预测, 市场在战战兢兢中上涨, 多数投资者将这段行情归于资金推动或者流动性泛滥。随着经济复苏渐成共识, 煤炭有色等周期品的业绩出现上调, 煤炭和有色等资源品会迎来上涨的第二波, 场外资金受财富效应吸引流入场内。随着经济慢慢过热, 银行、钢铁和石化等行业的基本面得到改善, 资金开始追逐这些前期滞涨的大盘股, 大盘加速上扬, 情绪亢奋到极点。而此时恰恰是最危险的时候——成本上升挫伤利润, 国家的紧缩政策悄然而至。一旦经济预期改变, 在汹涌而至的场外资金的掩护下敏感性资金开始撤退, 周期敏感型行业(煤炭有色)率先下跌, 市场进入反向循环、风格重回成长和小盘, 直到产业资本增持、政策放松, 经济预期重新改善, 新的轮回开始。

图 10: 经济预期变化是风格转换的源动力



资料来源：申万研究

以上是风格转换的完整逻辑, 在 07 年和 09 年的市场中得到完美演绎; 2010 年 10 月的风格转换也是如此, 只是 11 月份通货膨胀上升过快导致国家调控超预期, 投资者担心脆弱的经济复苏会嘎然而止。

⁶ 从实体上讲, 煤炭属于晚周期行业, 煤价上涨是经济滞后指标, 但煤炭股价上涨远早于煤价上涨。有色金属价格是期货, 对经济景气更加敏感。详细分析见策略思考第五篇。

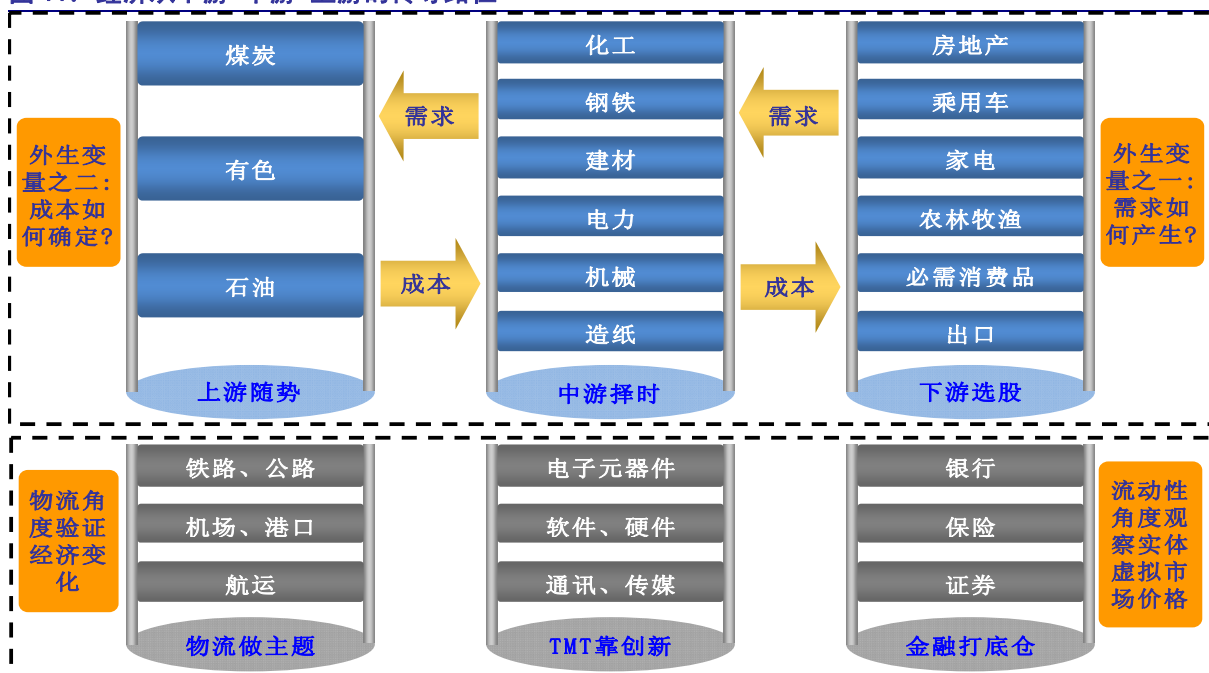
3. 利用中观和微观把握当下经济波动

既然经济预期是风格转换的第一源动力，那么如何把握宏观经济波动至关重要。众所周知，宏观经济周期往往只能事后确认，这种确认对投资并无意义，关键是如何在当下确定经济方向？要做到这点，就要理解为什么股市是经济的晴雨表。

很多时候，投资者购买股票或者行业并不是先想明白宏观，而是通过紧密的微观或中观调研跟踪，因为微观调研远比宏观思考更直接可靠。当8月份汽车反季节旺销，汽车股随之上涨；当钢铁毛利改善，大家买入钢铁股；当房地产成交量活跃，投资者配置房地产……诸此种种，一些微观和中观的数据使行业 and 股票上涨，股市也随之上涨，而这些改善的微观和中观数据最终汇集成整个宏观基本面，经济复苏得到确认。很多时候，股市和经济是同时复苏的，只是经济复苏要事后确认。

理解这一点，就能明白跟踪中观和微观的数据是在当下把握经济方向的重要途径，特别适用于短期。诚然，宏观经济有完整的理论积累，自成体系，预测中长期的经济变化，无法依靠微观和中观数据观察，理论推导和逻辑判断更加关键。但是中长期的宏观理论推导也只能给出方向，具体落足何处，还是需要中观和微观的验证。例如，按照宏观理论推导，中国的人口红利拐点可以发生在2012年、2015年甚至更远，莫衷一是、无法共识。不如换个思路，当拐点出现时，微观和中观会出现什么现象，当多种现象重复出现时，拐点出现的概率就非常大。宏观无法调研，但是微观和中观可以调研，只有宏观判断和中观验证相结合才是比较理想的途径，中微观是宏观的具体内容。

图 11：经济从下游-中游-上游的传导路径

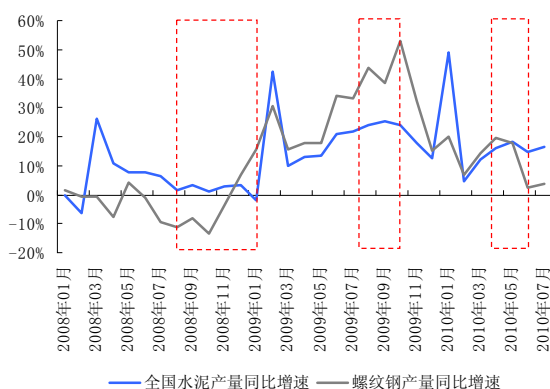


资料来源：申万研究

建立中观的跟踪体系是今年体系配置小组的重点工作任务之一，我们将于 2011 年 2 月份策略思考第 16 篇报告中详细阐述这一数据体系。在当前中国经济结构中，下游由出口、房地产和汽车共同驱动，倘若三者均熄火，政府须靠财政支出和基础建设来刺激；中游产能过剩，中游的制造业代表中国经济；上游资源价格多为国际定价，但中国话语权在上升。综合而言，下游是领先指标、中游是同步指标、上游是滞后指标，所以把握中国经济的关键是要把握下游可选消费品的销售开工数据、中游产量和毛利数据、上游价格数据，同时中游的库存调整尤为重要。我们必须上上下下，中观结合宏观不断求证、试错。

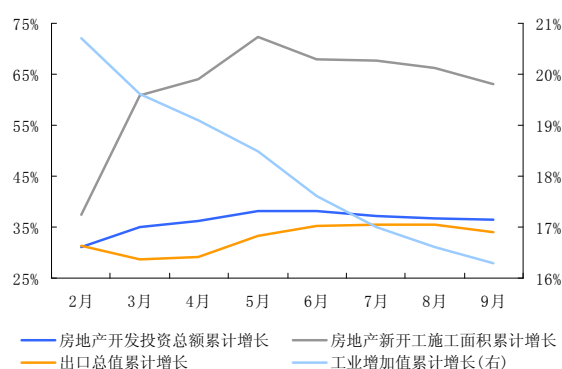
譬如 2010 年 8 月以来的经济改善，就可以通过此种方法事中把握。首先通过螺纹钢和水泥产量增速的背离确定上半年经济下滑为库存调整引起。2010 年 4-7 月，螺纹钢产量增速急剧下滑而水泥增速保持不变。在史上最严厉的房地产调控政策出台的背景下，钢铁经销商对未来房地产开工的预期非常悲观、不再进货，钢铁厂商主动减产去库存，导致钢铁产量和工业增加值明显下滑。这种急速下滑不过是“假摔”而已，因为下游开工并未迅速恶化，工业增加值的下降是钢铁厂商主动调整生产行为导致的。一旦钢铁经销商发现下游需求没那么差，而库存已经削减到较低水平时，其补库存行为会带动钢价上涨，进而促使厂商生产，工业增加值将会迅速恢复。

图 12: 2010 年 4-7 月水泥和螺纹钢产量增速背离



资料来源：华通人，申万研究

图 13: 2010 年上半年经济下滑为库存调整导致



资料来源：Wind，申万研究

补库存的基础是下游需求改善，目光转向汽车和房地产销售。既然确定经济下滑是去库存，那么要关注中游的库存和下游需求，因为一旦下游需求改善，中游补库存会随之而来。所以我们要将目光转向下游的汽车销售和房地产销售，通过周度的数据跟踪，基本可以确定 9 月公布的 8 月汽车和房地产销售数据均超预期。通过跟踪 8 月旬度的发电量可以确认 9 月 11 日公布的 8 月工业增加值和发电量可能出现跳升。事实上，9 月 1 日、9 日和 11 日公布的数据证实了这种看法，接下来中游出现补库存的行为，汽车销量持续超预期、PMI 连续三个月上行、秦皇岛煤炭价格提早上涨，而央行的加息也确认了经济复苏，给市场更大的信心。中观跟踪使我们对宏观数据有前瞻性判断，开始提前布局，等到宏观数据公布真正改变市场预期时，已然从中获利。

分析师承诺

凌鹏、冯宇、刘敦：策略、金融工程。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。