

2011 年 5 月 6 日

把握行业季节性，判断市场风格转换

相关研究

《策略如何看工程机械—打造工程机械的“驱动力”和“信号验证”机制》—2011 年 2 月 25 日

《策略如何看交通运输—打造交通运输的“驱动力”和“信号验证”机制》—2011 年 1 月 28 日

《策略如何看农林牧渔—打造农林牧渔的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 12 月 29 日

《经济为本，资金助势—对风格转换的若干理解》—2010 年 11 月 30 日

证券分析师

凌鹏 A0230511040026
lingpeng@swsresearch.com

研究支持

黄鑫冬
huangxd@swsresearch.com

联系人

张潇潇
(8621)23297818x7387
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：

- 对于策略研究，大是大非的问题是判断市场风格，而风格转换的源动力来自经济景气的变化。打造“驱动力”+“信号验证”机制的主要目的在于及时把握经济景气变动，为策略观点提供坚实有力的实体实验支撑。
- 时间序列变动的来源可以分为四个部分，包括趋势性因素、周期性因素、季节性因素和不规则因素。季节性变动是常规变动，周期行业的变动是周期性和季节性并重，而稳定成长行业主要体现为季节性变动。
- 周期行业的波动构成我国宏观经济波动的主旋律，趋势性和周期性变动构成宏观景气变动的内涵。因此辨别中观指标变动的季节因子，把握周期性变动是中观印证宏观的首要任务。
- 下游行业是经济景气的先行指标，中游是同步指标，上游是滞后指标，因此把握中、下游行业的变动就可以把握经济景气的变动。房地产旺季在 2、3 季度，乘用车销售旺季在 1、4 季度，家电旺季在 2、3 季度。水泥生产的季节性与下游房地产投资基本一致。钢铁社会库存在 1 季度上升，随后下降；厂商库存季节性不明显；钢材产量在上半年季节性上升，在下半年季节性下降。第二产业用电量的季节性看，高点出现在 7 月和 12 月。
- 把握周期股投资的关键在于抓住宏观景气的变化方向。中观指标判断宏观景气把握两点，其一剔除季节因子的周期行业变动是基础变量，其二中观行业之间的层层传导是印证线索。通过中观指标分析可以确认 2008 年以来我国宏观景气向上的拐点出现在 2009 年 1 月和 2010 年 8 月，此后市场风格转向周期。实战中需要盯住更高频数据，运用季节因子调整，把握景气变动方向。
- 经济景气不明朗的阶段，投资者的风险厌恶情绪逐步高涨，但对市场怀有期待，此时是投资成长股的最佳时机。行业轮动的先后顺序主要取决于市场对于行业催化因素的理解。经济景气不明朗期间，一方面可以配置确定性较高的医药生物、商业贸易等行业，另一方面密切关注行业层面催化剂和主题投资机会的出现。

目 录

1. 周期行业偏重周期，稳定行业偏重季节	4
1.1 周期行业季节性自下而上传导	5
1.2 节日和物价是消费品行业季节性的关注点	11
1.3 周期行业和稳定行业变动方式迥异	13
2. 剔除中观指标季节性，把握市场风格变换	14
2.1 跟踪周期行业周期变动，把握周期股投资机会	14
2.2 宏观景气不明朗是投资成长股的经济环境	17

图表目录

图 1: 策略分析员脑中的宏观经济结构.....	5
图 2: 房地产销售领先于房地产新开工.....	6
图 3: 房地产新开工略领先于螺纹钢生产量.....	6
图 4: 螺纹钢生产与水泥生产相辅相成.....	6
图 5: 钢铁产量与工业增加值同步变动.....	6
图 6: 房地产销售出现两个季节性拐点, 新开工与施工主要受天气因素影响	7
图 7: 汽车厂商生产、销售高度同步.....	7
图 8: 春节前后是乘用车销售旺季.....	7
图 9: 空调季节性因素领先于天气变化.....	8
图 10: 进出口上升周期掩盖季节性因素.....	8
图 11: 水泥季节性与房地产开工投资基本一致.....	9
图 12: 钢材社会库存季节性与下游开工密切相关.....	9
图 13: 钢材厂商库存及季节性变动不明显.....	9
图 14: 钢铁产量季节性受到下游需求、经销商行为和预期的共同影响	10
图 15: 发电量受经济景气、天气、发电产能影响.....	10
图 16: 7 月和 12 月是第二产业用电量的高点	10
图 17: 社会零售总额、服装和食品销售春节因素明显.....	11
图 18: 季节角度的时点是医药消费的高点.....	12
图 19: 一年中CPI高点和低点一般出现在 2 月和 7 月.....	12
图 20: 乘用车销售不规则变动较显著.....	13
图 21: 粗钢产量不规则变动较显著.....	13
图 22: 社零总额不规则变动很小.....	13
图 23: 中西药销售季节性因素不显著.....	13
图 24: 2008 年以来汽车产销经历两波上升周期	15
图 25: 2008 年以来房地产销售经历两波上升	15
图 26: 发电量数据印证宏观景气向上.....	15
图 27: 钢铁产量印证宏观景气向上.....	15

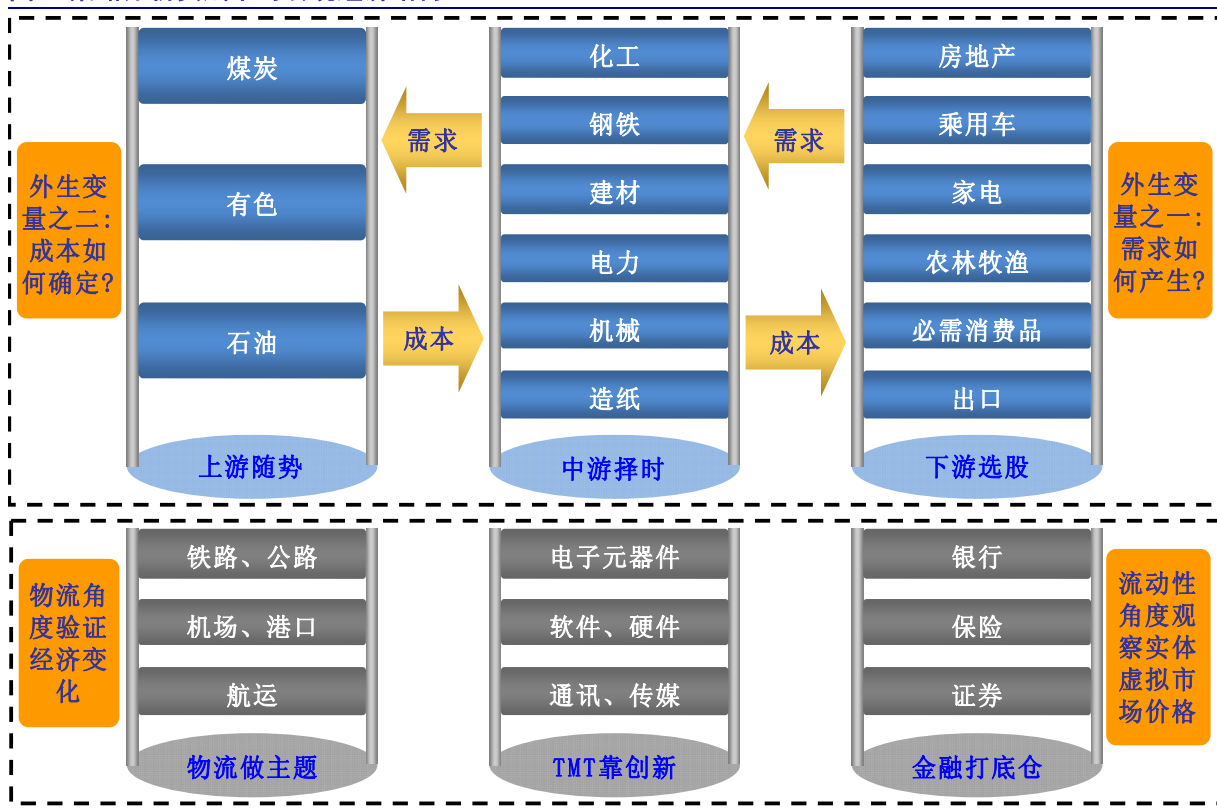
图 28: 经济景气拐点, 周期股跑赢成长股.....	16
图 29: 2010 年 11 月CPI超季节性上行, 引发政策紧缩担忧	16
图 30: 2008 年以来成长股投资机会出现两次	17
图 31: 社会零售总额平稳增长.....	18
图 32: 食品饮料、服装零售总额平稳增长.....	18
表 1: 周期行业季节因子汇总.....	11
表 2: 稳定成长类行业季节因子汇总.....	13
表 3: 成长股投资阶段, 各成长性行业超额收益.....	18

策略思考前 16 篇报告按照“驱动力”+“信号验证”的大逻辑对各行业的研究逻辑和投资思路进行了系统梳理，并且精选行业关键指标构造中观策略数据库。打造“驱动力”+“信号验证”机制的初衷不是取代行业分析师对行业景气进行独立判断，这是策略分析师无法完成的任务。对于策略研究，大是大非的问题是判断市场风格，而风格转换的源动力来源于经济景气的变化。但经济景气似乎是一个模棱两可的概念。统计局公布的 GDP 和工业增加值同比增速是对经济景气较好的刻画，但存在两大硬伤，其一经济周期轮换迅速，同比数据无法真实反映经济景气的变化，其二低频的宏观数据和高频的市场交易存在不可调和的矛盾。打造“驱动力”+“信号验证”机制的主要目的在于及时把握经济景气变动，为策略观点提供坚实有力的实体实验支撑。中观数据是策略研究体系的敲门砖。中观指标的变动有季节因素，也有周期因素。当周期因素出现时，是趋势性的，值得关注，季节因素只是常规，所以要把握周期因素，关键是要先了解季节因素的分布。分析和识别中观行业的季节因子，剔除季节性扰动，把握行业周期性和趋势性变动方向是中观层面印证经济景气的首要任务。

1. 周期行业偏重周期，稳定行业偏重季节

宏观经济是所有经济活动的总和，而行业经济则是宏观经济的组成要素。对于宏观经济的分析分为三个层面，即总需求、总供给和市场摩擦。宏观经济的行业部件可以整合成两大块、六小块。两个大块，一个是描述总供求关系，另一个表示市场摩擦和技术进步。总供求模块，分为下游、中游、上游三个小部分。总需求自下而上传导，而总供给通过成本因素自上而上传导。因此总供求模块是宏观经济运行的基本要素，也是我们分析经济景气的基本立足点。市场摩擦和技术进步模块包括物流、金融和 TMT 三个小部分。物流、金融机构就是宏观经济运行的润滑剂，而 TMT 等新兴产业则代表了推动经济发展的技术力量。

图 1: 策略分析员脑中的宏观经济结构



资料来源: 申万研究

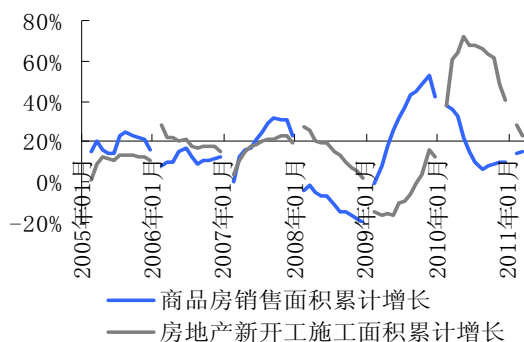
总供求模块基本构成了宏观经济景气的全貌。在我国下游需求向上传导的通道比较顺畅, 而成本向上传导存在阻塞, 因此目前我国经济波动主要由下游策动。下游行业是经济波动的先行指标, 中游行业是宏观经济的同步指标, 而上游行业是滞后指标。构成宏观经济景气的上、中、下游行业, 按照与经济景气的关系可以分为周期性行业和成长性行业。周期性行业体现出明显的周期性和不规则变动, 成长性行业则表现出更多季节性和稳定成长的特征。鉴于周期性行业与成长性行业在季节性因素方面差异明显, 我们将分别考察两类行业的季节性因素。

1.1 周期行业季节性自下而上传导

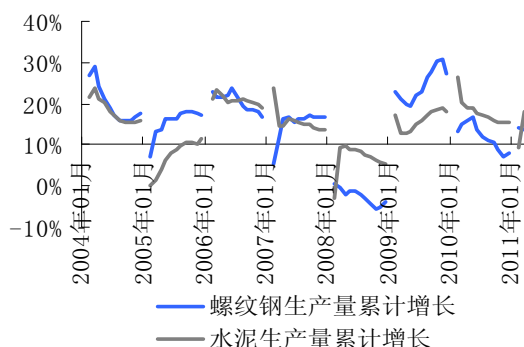
周期性行业包括下游的房地产、汽车、家电和出口等; 中游的钢铁、水泥、电力等; 上游的石油、煤炭和有色。这些行业的波动构成了我国宏观经济波动的主旋律。下游房地产、汽车、家电和出口代表了终端需求的波动, 而上游煤炭、有色、石油等资源品则代表了上游成本的波动, 中游行业作为制造业的主体决定了整体经济最终的变动方向。由于我国还是过剩型经济体, 因此上游成本向上传导的通道不畅, 而中上游对于下游需求的变动却异常敏感。在这样的经济结构下, 下游需求就成为宏观经济的领先指标, 而中游制造是同步指标, 上游资源是滞后指标。

从中观的层面可以跟踪到经济运行中从下游需求, 向中游制造最终导致宏观经济景气变动的层层传导。房地产产业链是固定资产投资的重要组成部分。

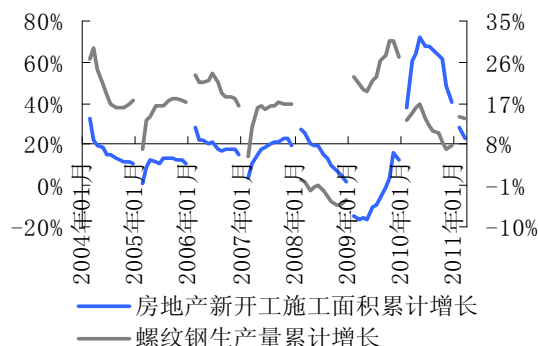
这条产业链的变动发端于房地产销售，房地产销售的景气将决定房地产开工的景气，从而影响到对螺纹钢水泥等建筑材料的需求，最终体现为工业生产景气的变化。

图 2：房地产销售领先于房地产新开工

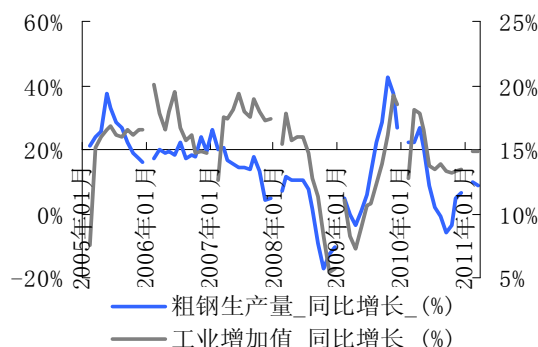
资料来源：国家统计局，申万研究

图 4：螺纹钢生产与水泥生产相辅相成

资料来源：国家统计局，申万研究

图 3：房地产新开工略领先于螺纹钢生产量

资料来源：国家统计局，申万研究

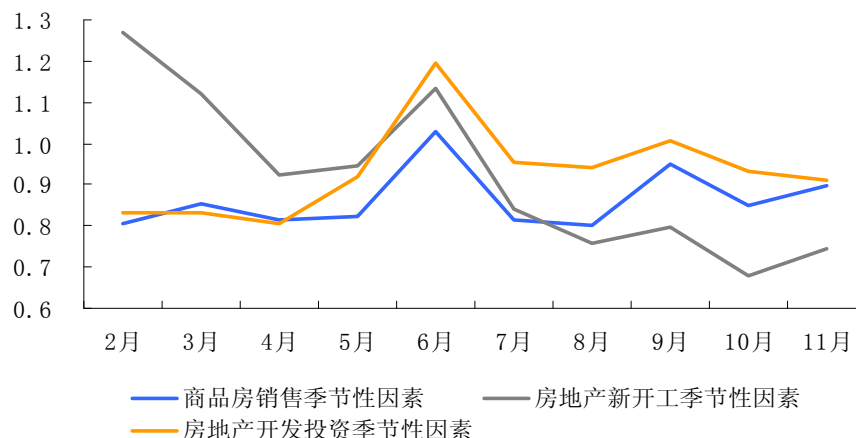
图 5：钢铁产量与工业增加值同步变动

资料来源：国家统计局，申万研究

周期性行业变化是经济景气波动的内涵，因此把握周期品行业的景气就等于把握了宏观经济的景气。然而由于周期性行业的变化中不仅包含周期性因素，还存在明显的季节性，因此把握周期行业的季节性是把把握行业周期变动的先决条件。我们按照自下而上的顺序分析周期性行业的季节性。

下游行业是景气波动的源头，其季节性主要受天气、节日、生活习惯等因素的影响，我们主要考察房地产、汽车、家电和出口等领域。房地产行业内部的传导分为终端销售，房地产新开工和施工投资三个环节。房地产统计数据存在两个显著特点，第一由于春节因素一般仅统计前两月的合计数据，第二受上报因素的影响，12月份统计数据都非常高。因此我们对房地产数据季节因素的考察主要集中到3-11月份。从季节性变动看，房地产销售旺季发生在6月，以及所谓的“金九银十”；房地产在3月份进入开工、施工投资旺季，高峰在6月份，随后由于天气炎热开工施工将受到显著抑制，进入9月气候宜人施工量有所上升，10月以后北方地区天气转冷，施工进入淡季。

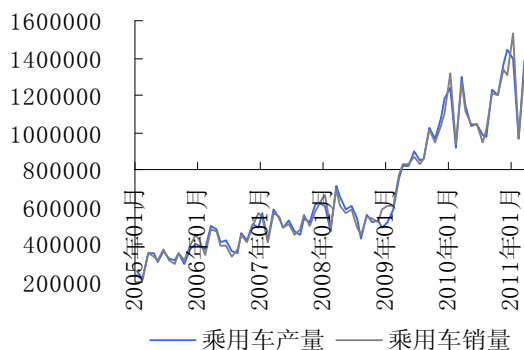
图 6：房地产销售出现两个季节性拐点，新开工与施工主要受天气因素影响



资料来源：国家统计局，申万研究

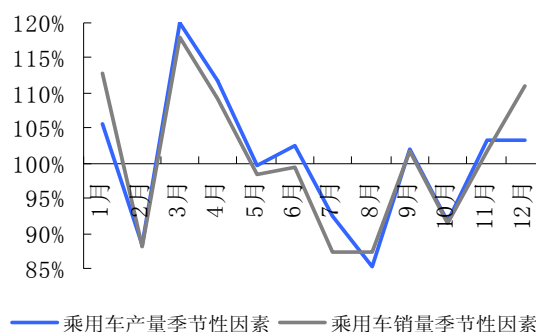
乘用车市场同样分为销售和和生产两个环节，目前跟踪的数据是中国汽车工业协会统计的汽车厂商生产和销售数据。由于生产厂商一般以销定产，因此汽车销售和生产存在高度一致性。尽管如此，由于汽车厂商对下游需求比较敏感，因此中汽协的汽车数据仍然能够很好的反映汽车行业景气和季节性因素的变化。乘用车消费属性较强，对于下游需求的变动具有更强的指示性，因此选取乘用车作为主要研究对象。从乘用车销售和生产的季节性看，7、8月份是乘用车销售的低点，9月份开始乘用车销售状况渐入佳境，季节性的销售旺季将持续到次年3月，随后乘用车销售将逐月转淡。因此，乘用车销售的季节性拐点为4月和9月，这是判断乘用车销售景气的重要时点。

图 7：汽车厂商生产、销售高度同步



资料来源：中国汽车工业协会，申万研究

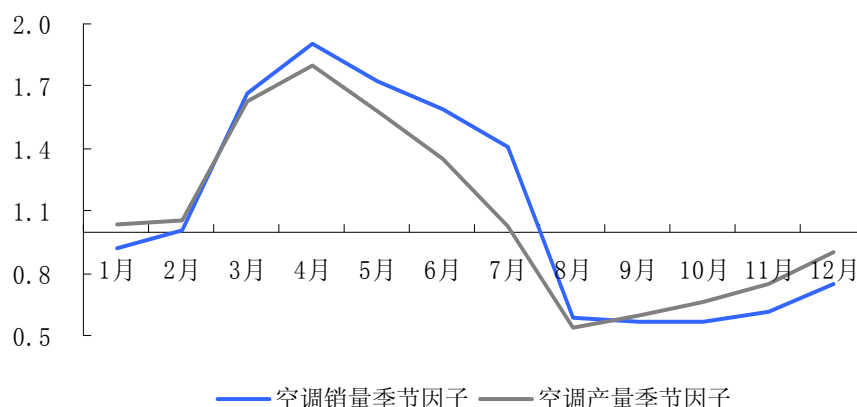
图 8：春节前后是乘用车销售旺季



资料来源：中国汽车工业协会，申万研究

家电行业，特别是空调是季节性因素非常显著的行业。空调销售和生产的季节性主要由天气和经销商预期决定。每年的3月-7月是空调产销的旺季，其中4月是高点。主要原因在于5月份天气开始炎热，经销商在此之前将备足货源，一方面满足迅速上升的终端需求，另一方面也防止空调厂商旺季提价。进入夏季之后，由于经销商库存充足，厂商的生产和销售反而逐步下降，8月份空调产销则进入淡季。空调销售的季节因子波动很大，按照乘数法则计算，季节因子高点达到1.9，而低点仅为0.57，相差约3倍。因此季节因子是判断空调需求景气的重要扰动因素，必须予以重视。

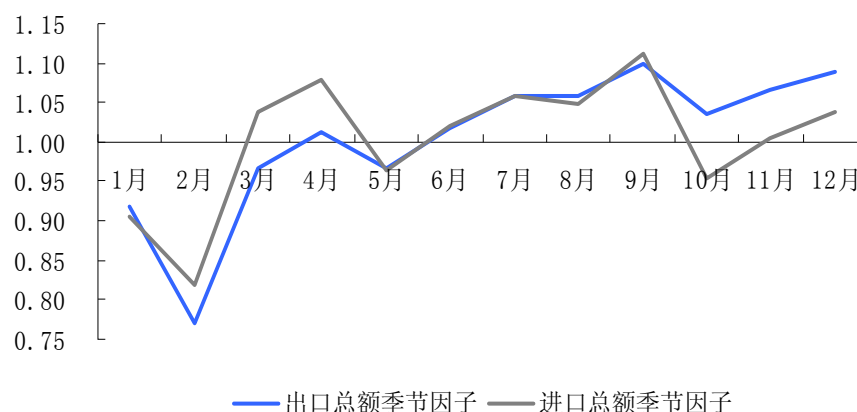
图9：空调季节性因素领先于天气变化



资料来源：产业在线，申万研究

外需波动是改变我国下游需求景气的重要因素，特别从 2005 年以来外需影响愈发明显。但是由于我国对外贸易的快速增长，季节性因素基本被向上趋势掩盖。因此从季节因子看，从 1 月到 12 月进出口总额都呈现上升趋势。同时由于受中西方节日差异的影响，每年一季度我国进口季节性好于出口，而四季度出口季节性好于进口。因此，从季节上看上半年贸易顺差远低于下半年。

图10：进出口上升周期掩盖季节性因素

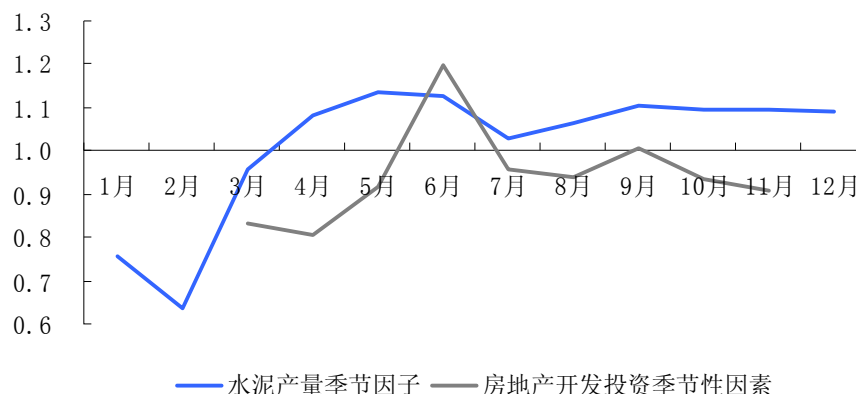


资料来源：海关总署，申万研究

综上，房地产旺季在 2、3 季度，乘用车销售旺季在 1、4 季度，家电销售旺季在 2、3 季度，贸易顺差高点一般出现在 4 季度。

下游需求的季节性将延着产业链向中游传导，因此在没有库存，没有其他扰动因素的情况下，中游行业的季节性与下游季节性将存在一致性。水泥是最贴近下游需求的中游行业，而且库存因素的扰动较少，因此水泥生产的季节性与下游房地产施工投资的季节性基本一致。由于春节和天气因素叠加，2 月份是每年水泥产量的低点，3 月份随着开工旺季的到来水泥产量持续上升，进入夏季后水泥产量由于限电和施工进度下滑而降低，进入四季度基本维持稳定。水泥行业与下游需求联系紧密的特性，使得水泥行业成为观察下游变化的重要指标，也为观察库存调整等因素的变化提供了参照的标准。

图 11: 水泥季节性与房地产开工投资基本一致

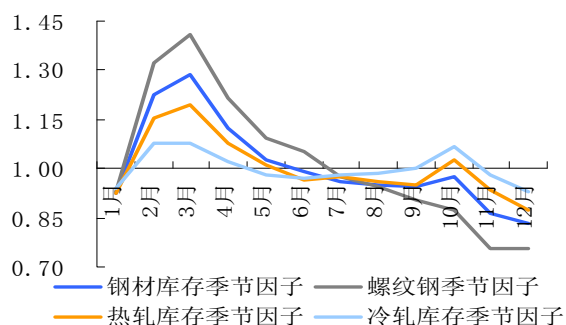


资料来源：国家统计局，申万研究

钢铁行业的季节性较为复杂，复杂性来源于两个方面，其一钢铁行业对应的下游需求比较分散，包括房地产、汽车、机械等等；其二，钢铁行业存在大量的库存，库存变动对于钢铁行业景气的影响巨大。下游需求向钢铁行业的传导经历如下过程，首先感受到需求变化的是钢材经销商，经销商库存和经销商采购行为随之发生变化，钢铁厂商生产计划和钢厂库存受到影响，最终传导至钢铁产量。因此，钢铁行业的季节性需要从社会库存、钢厂库存和钢材产量三个环节进行分析。

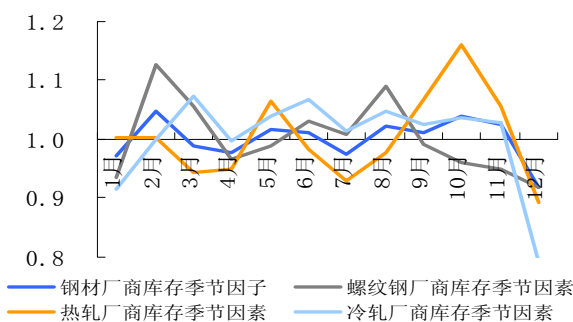
钢材库存是与下游需求变动最直接的环节，库存的第一个层面是社会流通库存，第二个层面是钢厂库存。社会流通库存与下游最直接相关，从季节性看，每年的1-3月下游开工处于淡季，但钢材经销商会为旺季的到来进行囤货，随后钢材社会库存就处于下降的通道。同时各钢材品种由于对应的下游需求不同，还存在一定的差异性。如螺纹钢对应下游基建需求，因此开工施工旺季到来之后库存处于不断下降的过程中；而冷轧对应于汽车生产，汽车生产的季节波动较小，因此冷轧季节性波动同样较小，而且汽车产销旺季一般跨年，因此冷轧库存会形成两个高点。钢铁厂商库存的季节性并不明显，主要原因在于钢铁产量调整不灵活，厂商往往按惯性生产而经销商按照预期进货，所以导致钢铁厂商库存不规则变动较多，但钢材社会库存与厂商库存的相对变化可能提示经济景气的变化方向。

图 12: 钢材社会库存季节性与下游开工密切相关



资料来源：Mysteel，申万研究

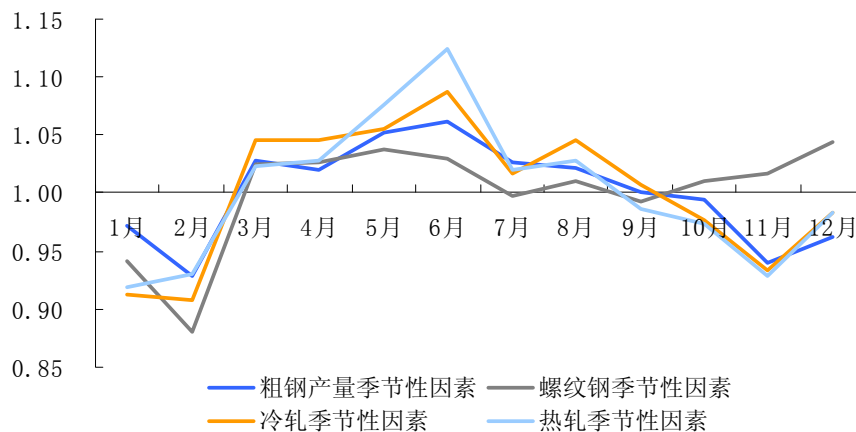
图 13: 钢材厂商库存及季节性变动不明显



资料来源：中钢协，申万研究

受库存因素的扰动，下游需求的季节性没有直接影响到钢铁生产的季节性，钢铁生产的季节性体现出人们对于未来钢铁需求的预期。钢材产量在上半年会呈现季节性上升，而在下半年则出现季节性下降。从具体品种看，由于基建领域用钢量集中且确定性大，因此螺纹钢生产季节性并不显著，而热轧和冷轧则表现出较强的季节性。

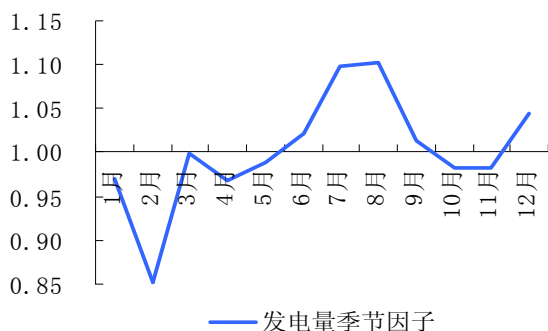
图 14：钢铁产量季节性受到下游需求、经销商行为和预期的共同影响



资料来源：国家统计局，申万研究

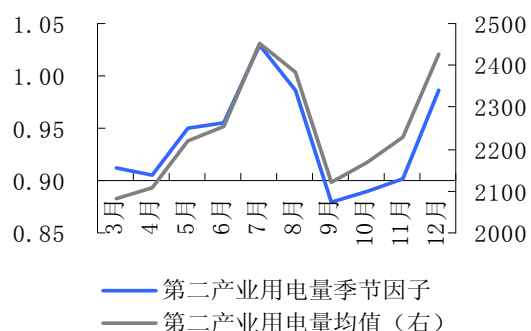
由于钢铁、水泥连接宏观经济中最重要的下游需求，因此钢铁、水泥对于宏观经济景气能够起到很好的印证作用。中游行业中的电力行业更是与宏观经济密切相关的行业。电力是当今世界最重要的能源利用方式，用电量和发电量与宏观经济变动密切相关。我国电力基本自给自足，因此发电量与用电量数据基本相当。由于发电量数据连续性较好，因此总量方面通过发电量数据考察电力行业的季节性。发电量季节性显示，我国发电量主要受三个因素的制约，其一经济景气，其二天气情况，其三发电设备容量。因此我国发电量在2月份达到低点，随着开工施工旺季的到来，发电量逐月回升。进入夏季由于天气炎热，居民用电大幅攀升，发电量达到年中高点，随后电力需求逐步趋淡。工业用电是电力消耗的主要部分，也是我国经济景气的重要衡量指标。从第二产业用电量的季节性看，高点出现在7月和12月，7月工业用电量高点的主要原因在于天气，而12月份用电量飙升的主要原因可能在于出口行业。

图 15：发电量受经济景气、天气、发电产能影响



资料来源：国家统计局，申万研究

图 16：7月和12月是第二产业用电量的高点



资料来源：国家统计局，申万研究

从判断宏观经济景气的角度，观察下游行业和中游行业的景气变化已基本足够。上游行业作为后周期品种，从判断宏观经济拐点的角度没有太多的实用性，因此不再进行细致的分析。从下中游季节性因素看，下游变动是最原始的动因，因此对于经济景气的判断应该紧盯下游行业变动，并且通过中游行业的变动进行验证。

表 1：周期行业季节因子汇总

大类	行业	指标	季节性特征	原因
下游	房地产	销售	旺季在 6 月、9 月和 10 月	天气，终端需求
		新开工	旺季在 3-6 月、9-10 月	
		施工		
	汽车	乘用车销量	旺季在 9 月-次年 3 月	国庆、春节等节日
		乘用车产量		
	家电	空调销量	旺季在 3-7 月，4 月是高点	天气、经销商提前备货
空调产量				
中游	钢铁	社会库存	1-3 月为下游旺季的到来进行囤货，随后处于下降通道	经销商提前备货
		钢厂库存	季节性并不明显	钢铁产量调整不灵活
		产量	上半年季节性上升，下半年季节性下降	下游需求、经销商行为和预期
	水泥	产量	2 月是低点，3 月持续上升，进入夏季后降低，四季度维持稳定	下游开工施工
	电力	发电量	3 月逐月回升，夏季到达高点	经济景气、天气、发电产能

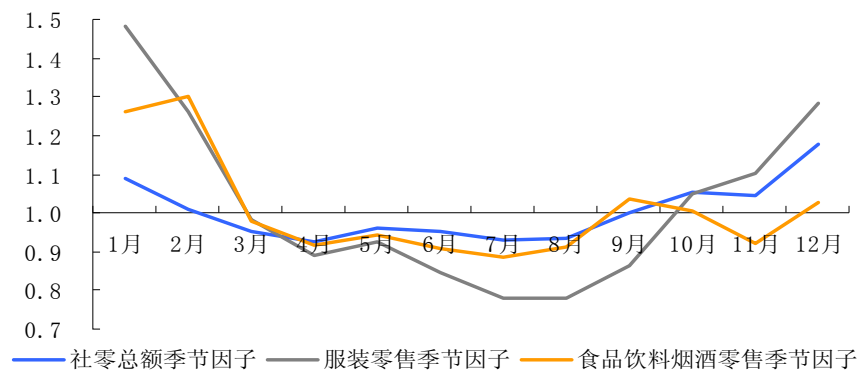
资料来源：申万研究

1.2 节日和物价是消费品行业季节性的关注点

认识周期性行业的季节性可以帮助我们判断宏观景气，而稳定成长类行业的季节性可以提示行业的季节性变化。一般而言，稳定成长类行业增长比较稳定，因此季节性变动是其最主要的变动方式。

从社会零售总额看，春节前后是零售的高点，消费零售额低点出现在炎热的 7、8 月份，季节性因素呈现 U 型。服装和食品饮料消费季节性体现出同样的趋势，因此春节前后的消费情况是每年最需要跟踪的重点。

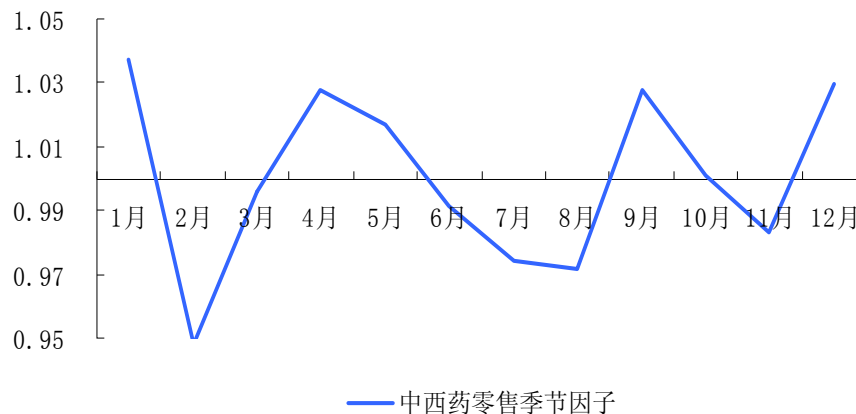
图 17：社会零售总额、服装和食品销售春节因素明显



资料来源：国家统计局，申万研究

当然还有一些稳定成长类消费行业属于被动型消费，如医药行业。从医药销售的季节性，季节转换之交是医药消费的旺季，如春夏之交的4月份，夏秋之交的9月，秋冬之交的12月。

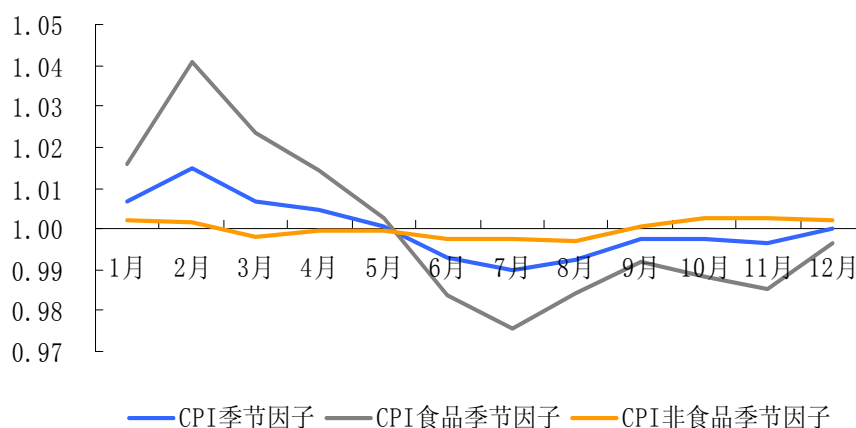
图 18：季节角度的时点是医药消费的高点



资料来源：国家统计局，申万研究

从消费品的销售情况很难对宏观景气进行分析判断，但是消费品与另一个宏观变量却高度相关，即CPI。由于我国CPI核算中，食品波动较大，而非食品价格波动较小，因此我国CPI的季节性同样受食品价格决定。每年食品价格的波动具有一定的规律性，一般而言，受供给减少和春节需求增加的影响，12月到次年1月，价格水平将上升。3月份开始，随着春节因素减退和食品供应的恢复，价格出现回落，在7月份达到最低点，随后物价水平处于基本平稳的状态。因此，每当食品价格出现反季节性变动的时候，很可能是CPI发生趋势变化的时刻。

图 19：一年中CPI高点和低点一般出现在2月和7月



资料来源：国家统计局，申万研究

表 2：稳定成长类行业季节因子汇总

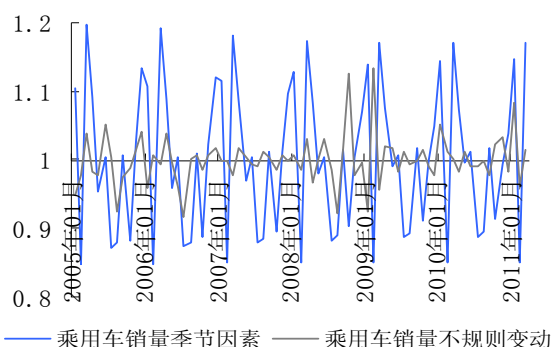
大类	行业	指标	季节性特征	原因
稳定成长类	零售	销售		
	服装	销售	旺季在春节期间及前后	春节等节假日
	食品	销售		
	医药	销售	旺季在季节转换之交	天气因素

资料来源：申万研究

1.3 周期行业和稳定行业变动方式迥异

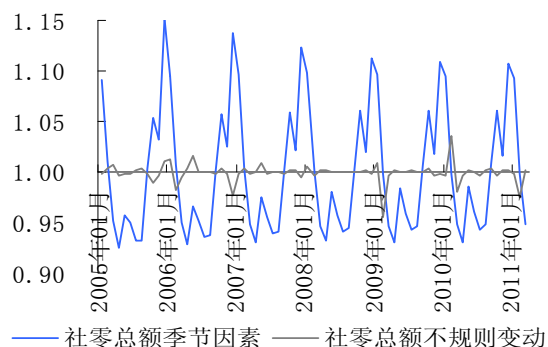
时间序列的变动可以分为四个部分，包括趋势性因素、周期性因素、季节性因素和不规则因素。季节性变动是常规变动，周期性变动则是经济景气变动的重要表征。周期行业和成长行业的时间序列变动体现出明显的差异性。周期行业的变动是周期性和季节性并重，而成长性行业主要体现为季节性变动。经济景气变动的重要表征就是周期性行业的周期性变动。因此剔除周期行业的季节性变动，特别注意反季节因素是判断经济景气变动的重中之重。若周期性行业的变动超出季节性因素，需要判断超季节性变动的原因何在，周期是否发生改变，周期的力量是否会持续。当然最初的判断仅仅是逻辑的推断，需要通过中观数据进行一步步的验证。

图 20：乘用车销售不规则变动较显著



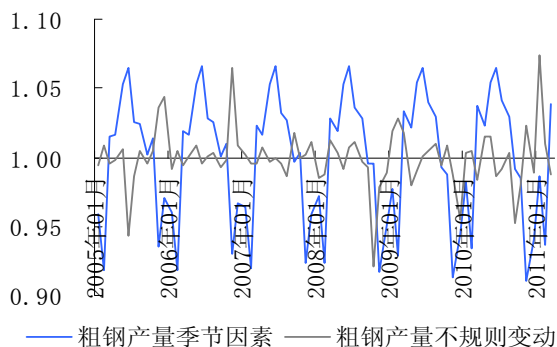
资料来源：中国汽车工业协会，申万研究

图 22：社零总额不规则变动很小



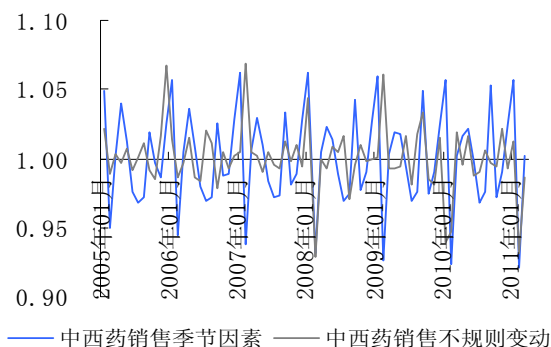
资料来源：国家统计局，申万研究

图 21：粗钢产量不规则变动较显著



资料来源：国家统计局，申万研究

图 23：中西药销售季节性因素不显著



资料来源：国家统计局，申万研究

2. 剔除中观指标季节性，把握市场风格变换

周期性行业和稳定成长性行业的季节性分析存在不同的目的性。周期品的季节性分析，在于剔除季节性，把握周期性行业的趋势性和周期性变动。而对于稳定成长类行业则需要辨别行业季节性因素带来的行业波动。

对于市场风格的判断是策略研究大是大非的问题。而风格转换的关键点在于周期股何时跑赢成长股。周期股行情的源动力来自宏观经济景气的变化。周期性行业的变动就是揭示宏观经济景气变动的钥匙。从长期看，稳定成长类行业跑赢周期性行业是大概率事件，稳定成长类行业的投资机会主要来自三个方面，其一自身业绩的快速增长，其二主题性的投资机会，其三市场风格偏向成长。从季节性的角度，可以在一定程度上识别后两个层面的投资机会。

2.1 跟踪周期行业周期变动，把握周期股投资机会

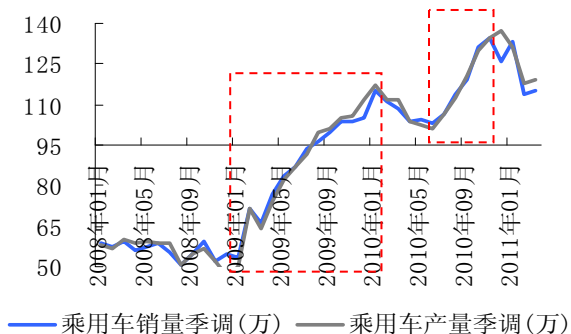
把握周期股的投资机会在于抓住宏观经济景气的变化，而中观行业之间的层层传导是把握宏观景气方向的重要线索。经济景气的变动总是从下游可选消费，如房地产、汽车等行业开始发动。下游需求的变动影响到对中游基础工业品的需求，需求变动首先体现为社会库存和销售价格的变动，随后导致厂商库存和产量的变化，最终影响到中游厂商的原材料采购和上游资源价格的变化，从而影响到整个宏观经济景气的变化。在宏观景气变化过程中，下游需求一般最先变动，是宏观景气的先行指标，中游行业是同步指标，而上游行业是滞后指标。因此紧盯下游行业的变化趋势，通过中观行业库存、生产等环节印证，并且把握作为政策决定性变量的通胀，就可以对宏观经济景气 and 市场的变动方向有一定的判断。

通过中观指标把握宏观景气变动方向，有两方面的好处。其一，宏观仅仅是结果，中观才是其真正的内涵。中观行业所表现出的宏观经济变动更加真实，更加形象。其二，由于景气在中观行业之间层层传导，可以提前把握宏观景气变化，从而及时地调整投资策略。但是中观指标存在一个重要缺陷就是存在明显的季节性，只有将季节性剥离才能更好的利用中观数据观察宏观景气的变化。这也是我们分析周期性行业中观指标季节性的重要原因。

中观时间序列包含四项变动，趋势性变动、周期性变动、季节性变动和不规则变动。趋势性变动发生概率较低，但影响巨大。周期性变动是把握行业乃至宏观景气的重中之重。这两者是通过中观把握行业景气的关键。季节性变动是中观指标的常规性变动，是判断行业景气的障眼法。不规则变动则是偶发因素对中观指标的扰动。经季调后的中观数据能够反映行业景气趋势性和周期性变化，但依然包含不规则变动的扰动因素，因此需要通过产业链传导的逻辑线索进行层层验证。

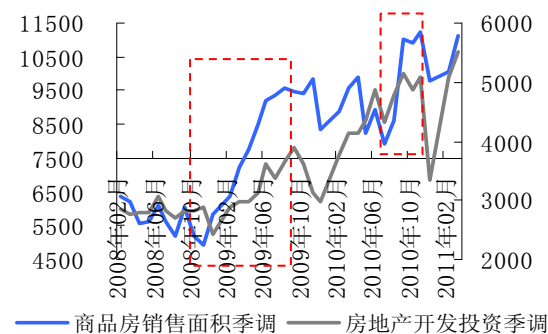
以 2008 年以来的经济作为样本进行实体实验。从季调数据看，下游行业景气经历两波上升行情。汽车方面，汽车生产和销售在 2009 年和 2010 年 8 月-12 月处于上升周期。房地产的景气程度主要取决于房地产的销售情况，2009 年 1 月-8 月以及 2010 年 8 月-11 月是房地产销售景气上升的两个阶段。而且房地产销售带动房地产投资同样经历了略显滞后的两波上升。因此，从下游行业的情况看，两轮经济景气的拐点可能出现在 2009 年初和 2010 年 8 月。当然这仅仅还只是推断，需要通过产业链的线索进行验证。

图 24：2008 年以来汽车产销经历两波上升周期



资料来源：中国汽车工业协会，申万研究

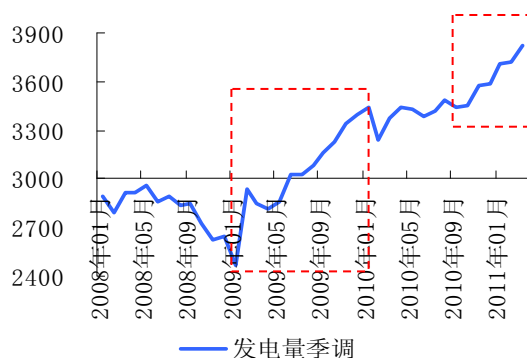
图 25：2008 年以来房地产销售经历两波上升



资料来源：国家统计局，申万研究

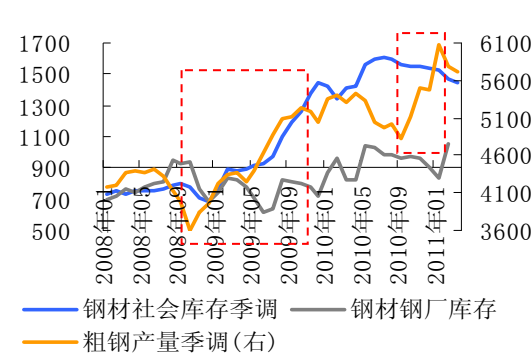
2008 年以来下游行业好转的两个阶段，中游行业均对其形成很好的印证。2009 年金融危机后的经济复苏，经季节调整的发电量在全年持续攀升，表明宏观经济持续好转。2010 年 9、10 月份经季节调整后的发电量数据在徘徊半年多时间后拐头向上，也显示下游需求的好转已经传导至中游行业，并真实地反映到宏观景气之中。钢铁行业的情况更为复杂。在 2009 年下游房地产和汽车需求还未好转之前，钢铁生产在 11 月份已经出现拐头向上的趋势。主要原因有二，其一是“四万亿”等经济刺激政策的提出与实施，其二是经济运行中对基础工业品正常的补库需求。钢铁行业生产的上升趋势维持到 2009 年 10 月，期间钢铁企业库存维持低位，表明下游需求良好的预期。2010 年下半年，钢铁生产的复苏确实由下游需求带动，经季调后的钢铁产量在 10 月份出现趋势性上升，对宏观经济景气起到很好的确认作用。

图 26：发电量数据印证宏观景气向上



资料来源：发改委能源局，申万研究

图 27：钢铁产量印证宏观景气向上



资料来源：国家统计局，申万研究

因此，通过剥离中观指标的季节性因素，并且通过产业链逻辑验证，可以确认2008年以来我国宏观经济景气向上的观点出现在2009年1月和2010年8月，从当时起逐步配置周期品将获得较好的收益。

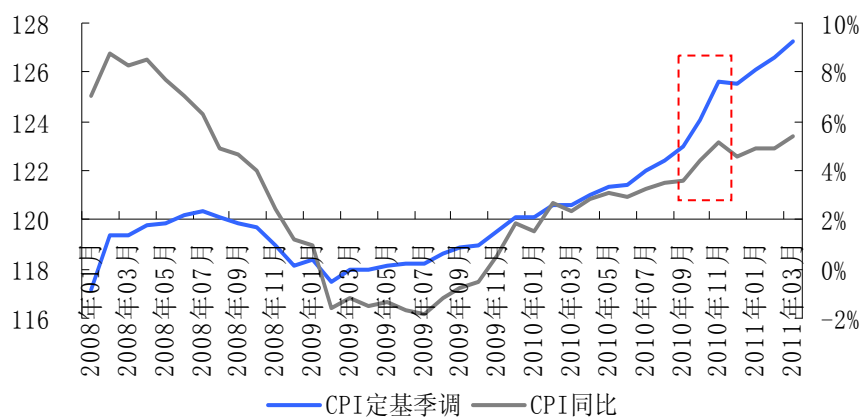
图 28：经济景气拐点，周期股跑赢成长股



资料来源：国家统计局，申万研究

然而从2008年以来的两波周期股行情看，市场表现并没有贯穿经济景气好转的始终。2009年市场在8月份出现大幅调整，主要原因在于随着经济的逐步恢复，市场开始担忧经济刺激政策的退出。而2010年的宏观景气向上应属于经济内生增长的结果，此时市场对于政策紧缩的担忧导致行情的结束，那么在经济内生增长的过程中，政策预期就成为市场能否持续的焦点。为在这种经济情况下，通胀水平就成为重要的政策变量。2010年周期股唯一一次大行情在11月物价水平超预期上涨之后归于沉寂。

图 29：2010年11月CPI超季节性上行，引发政策紧缩担忧



资料来源：国家统计局，申万研究

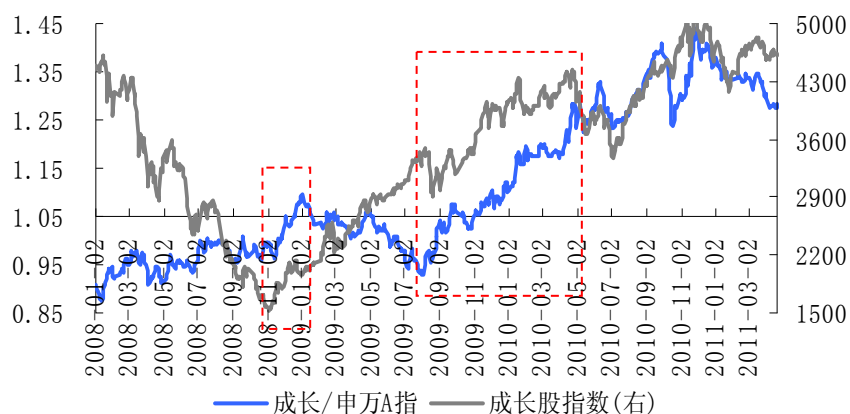
通过中观指标判断宏观经济景气还有一个不容回避的问题。以上所有中观数据公布时间均晚于宏观数据时间，在宏观数据公布之后再去跟踪中观指标就完全没有意义了。但是宏观只是结果，而中观可以调研，可以通过跟踪乘联会汽车周度数据，重要城市房地产销售周度数据，钢铁产量、库存旬数据，水泥企业产销量，国家电网用电量旬数据、食用农产品价格周数据等中观指标，及

时密切的跟踪中观和宏观层面的变化。这也是分析重要中观指标月度季节性因素的主要原因。

2.2 宏观景气不明朗是投资成长股的经济环境

宏观景气好转是周期股投资的时机。那么是否在宏观经济向下的过程中就是投资成长股的阶段。从超额收益的角度看，这个判断是合理的。在经济景气下滑的过程中，稳定增长的成长股具有较强的防御属性。但是从绝对收益的角度，在宏观景气向下时降低仓位才是最好的选择。2008年以来，成长股在上涨过程中跑赢市场的阶段主要有两个，其一2008年11月-12月，其二2009年9月-2010年4月。两个阶段最主要的特点是宏观景气变动方向不确定。2008年11月-12月，金融危机爆发后，宏观经济下滑至底部。随着经济刺激政策的不断推出，投资者对于宏观景气的预期进入观望期。具体的表现就是房地产销售，钢铁产量出现止跌回升。2009年9月-2010年4月，提出季节因素后，房地产销售、发电量、粗钢产量均处于徘徊的阶段，宏观景气变动没有明确的方向，在此阶段成长股经历了波澜壮阔的成长股行情。

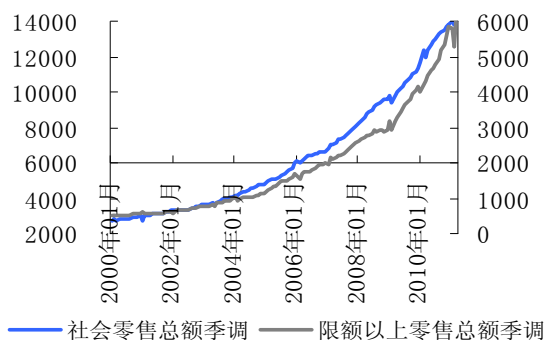
图 30：2008 年以来成长股投资机会出现两次



资料来源：Wind，申万研究

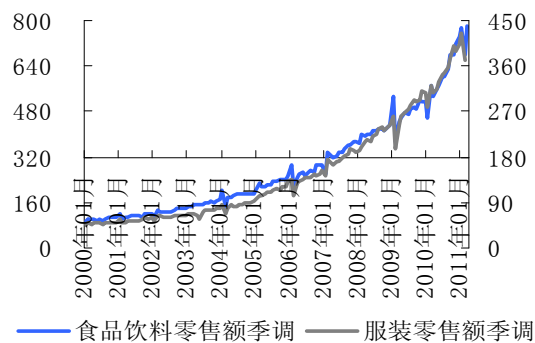
成长股最佳的投资阶段应在宏观景气不明朗之时。为什么此时是投资成长股的最佳时机？原因在于，经济运行至景气不明朗阶段，投资者的风险厌恶情绪逐步高涨。由于周期性行业存在很强的周期性和波动性，因此会遭到市场抛弃。而稳定成长行业，具有较强的稳定性。在经济前景不明朗，但人们对市场抱有期待的情况下，稳定成长的品种会受到青睐。商贸零售、服装、食品饮料是典型的稳定成长性行业，剔除季节性因素之后，三个行业的销售均平稳增长。在行业整体景气平稳向上的情况下，上市公司作为行业的中坚公司，市场对其必然将产生很强的想象力，因此成长股投资机会出现的时候往往是主题投资盛行之时。

图 31：社会零售总额平稳增长



资料来源：国家统计局，申万研究

图 32：食品饮料、服装零售总额平稳增长



资料来源：国家统计局，申万研究

那么在稳定成长性行业出现投资机会的过程中，是否也会像周期性行业那样呈现出比较显著的股性差异和行业轮动特征？从各行业的期间超额收益看，新兴的、主题机会频出的电气设备、信息设备、电子元器件行业表现出较强的弹性，而稳定增长类的服装、食品饮料、信息设备则表现出稳定的市场特征。但是弹性较好的行业在两个阶段表现迥异，产生差异的主要原因在于主题热点的转移。2008 年底，主题性机会主要来自产业振兴规划等政策刺激因素。而2009 年下半年至2010 年上半年则是消费品主题横行。从行业轮动情况看，2008 年11 月-12 月装饰装修是领涨板块，接下来电子元器件、电器设备、信息设备、医药生物相继上涨，而在2009 年8 月-2010 年4 月，领涨板块是医药生物、食品饮料，随后才是其他行业的相继上涨。因此成长股行情中，行业轮动没有稳定的规律，成长性行业涨跌的先后顺序主要取决于市场对于行业催化因素的理解。因此，在宏观景气方向不明朗，成长股出现较高投资价值的情况下，一方面可以配置确定性较高的医药生物、商业贸易等行业，同时密切关注行业层面催化剂和主题投资机会的出现。

表 3：成长股投资阶段，各成长性行业超额收益

行业	阶段 I 超额收益	行业	阶段 II 超额收益
电气设备	37.9%	医药生物	60.9%
信息设备	27.4%	电子元器件	52.6%
装饰装修	17.4%	装饰装修	52.3%
其他轻工制造	17.3%	其他轻工制造	47.9%
医药生物	16.3%	信息设备	43.0%
商业贸易	10.1%	家用电器	36.0%
电子元器件	8.3%	商业贸易	31.6%
家用电器	7.7%	食品饮料	28.2%
信息服务	3.5%	服装	27.6%
食品饮料	0.0%	电气设备	26.2%
服装	-0.6%	信息服务	13.1%

资料来源：Wind，申万研究

季节性因素对于投资主要的价值在于，通过季节性分析剔除季节性，从中观层面把握宏观景气的变动方向，从而判断市场风格变换方向。因此周期行业的趋势性和季节性变动就显得至关重要。当宏观景气向上的过程中，周期股是

良好的投资标的，而且整个行业轮动过程体现出从周期敏感型的资源品向迟钝型品种的演进。随着经济景气逐渐模糊，成长股的投资机会来临，一方面建议配置稳定成长的医药生物、商业贸易，另一方面密切跟踪主题性投资机会。

信息披露

证券分析师承诺

凌鹏：策略

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。