

内生强劲 价格堪忧

---11 月 PMI 宏观模型更新及预测

报告要点

■ PMI 揭示经济强于预期

12 月 1 日，中国物流与采购联合会（CFLP）公布 11 月 PMI 指数为 55.2，10 月制造业 PMI 为 54.7。PMI 指数在 10 月超预期的上涨的背景下，11 月继续上涨 0.5 个百分点，反映了我国制造业平稳较快的发展趋势。

■ 供需向好，物价上涨继续承压

11 月制造业 PMI 生产指数季节性回升，但生产的扩张存在结构性差异。在节能减排政策压力下，一些能耗高的制造业生产扩张承压；制造业整体生产预期的扩张主要来自服装及电气机械、交通运输设备制造业。国内新订单及出口订单均有所上升，需求面向好。11 月，政府出台各项严厉的宏观调控政策稳定物价，购进价格指数虽上涨放缓，但处于历史高位水平，为 73.5。

■ 通胀仍将为政策调控靶心

生产指数的回升坚定了我们认为工业增加值将会在未来几个月见底的信心。制造业分行生产及出口表现的结构性差异是良性的，与我国经济结构转型的目标相一致。当前，最严峻的问题仍然来自于物价的上涨。

■ 资产配置建议

基于我们所构建的行业周期指标，11 月制造业多数行业景气度较高。重点关注处在自身行业周期景气度以上且景气度在上升的行业。

相关研究

《“近”看一小熊，“远”观成小牛？--结合 2011 年度策略视角看市场异动》 邓二勇，2010 年 11 月

《近有滞涨之忧，远无复苏之虑——10 月周期模型经济数据更新及预测》 邓二勇，2010 年 11 月

《基于 PMI 的经济预测与行业配置》

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070006

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751691

正文目录

11 月制造业 PMI 为 55.2，强于预期	4
制造业生产连续四个月上升	4
密集通胀调控下，购进价格指数上涨压力不减	4
国内需求平稳上涨，出口订单微弱上升	5
通胀调控仍为政策调控靶心	5
基于 PMI 的 12 月行业配置	6
“经济”滞后“信心”——复苏期的行业轮动	7

图表目录

图 1: 中国制造业购进价格 PMI 与 PPI、CPI	5
图 2: 基于 PMI 对行业所处生产周期的判断	6
图 3: 美国制造业 PMI 与工业产量同比	8
表 1: 中国制造业 PMI 数据	4
表 2: 11 月以来政府稳定物价的相关政策措施	4
表 3: 基于 11 月 PMI 对 12 月行业景气度的判断	7
表 4: 复苏确认期的涨跌前十行业.....	8

11 月制造业 PMI 为 55.2，强于预期

12 月 1 日，中国物流与采购联合会（CFLP）公布 11 月 PMI 指数为 55.2，10 月制造业 PMI 为 54.7。PMI 指数在 10 月起预期的上涨的背景下，11 月继续上涨 0.5 个百分点，反映了我国经济制造业良好的发展趋势。

表 1: 中国制造业 PMI 数据

	2010 年 6 月	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月	2010 年 10 月	2010 年 11 月
PMI	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2
新订单	52.1	50.9	53.1	56.3	58.2	58.3
生产量	55.8	52.7	53.1	56.4	57.1	58.5
从业人员	50.6	52.2	51.7	52.4	52.1	52
供应商配送时间	50	49.9	50.7	50.4	49.3	48.9
原材料库存	49.4	47.8	47.3	49.1	49.5	49.7
出口订单	51.7	51.2	52.2	52.8	52.6	53.2
采购量	53.5	52.2	51.9	56.2	58.3	57.4
产成品库存	51.3	49.9	46.9	45	45.7	47.7
购进价格	51.3	50.4	60.5	65.3	69.9	73.5
进口	50.4	49.3	48.4	52.9	52.8	50.6
积压订单	47.4	46.8	48.2	50.9	50.2	50.5

资料来源：长江证券研究所

制造业生产连续四个月上升

11 月制造业 PMI 生产指数为 58.5%，较上月上涨 1.4。制造业生产指数的回升，一方面与季节性因素有关。从历史规律来看，生产指数会在 11 月出现较为明显的回升。另一方面，从分行业生产指数来看，生产的扩张存在结构性差异。在节能减排政策压力下，一些能耗高的制造业 PMI 产能没有增长；制造业整体生产预期的扩张主要来自服装及电气机械、交通运输设备制造业。

密集通胀调控下，购进价格指数上涨压力不减

11 月，PMI 指数的购进价格指数上涨 3.6，由 10 月份的 69.9 上涨到 73.5，这与我们的预期基本相符。自 8 月以来，PMI 购进价格指数迅速上涨，9 月上涨 4.5，10 月上涨 4.8。从 PMI 指数增速上来看，其继续上涨的动力有所减弱。这与 11 月各部委出台的宏观调控政策有一定关系。央行先后两次上调存款准备金率，并且国务院、发改委接连出台了各项稳定物价措施。在政策调控在采购经理对通胀继续大幅上涨的预期有望放缓。

表 2: 11 月以来政府稳定物价的相关政策措施

时间

稳定物价相关政策措施

11月11日 温家宝在广州走访社区，指出国务院正在拟定措施，抑制价格过快上涨。

11月17日 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，明确要求确保市场供应，促进价格稳定；完善补贴制度，安排好困难群众生活；增强调控针对性，改善价格环境。必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施；加强监管，维护市场秩序。

11月19日 11月19日，国务院发布关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知，出台了大力发展农业生产、稳定农副产品供应等16条措施。

11月26日 国务院办公厅部署成立6个国务院督查组，从11月29日至12月20日，赴18个省、区、市，督促、检查当地落实国务院通知情况。

11月29日

国务院总理温家宝29日主持召开国务院常务会议，决定对《价格违法行为行政处罚规定》作出修改。修改后的规定草案将相互串通、恶意囤积、捏造散布涨价信息以哄抬价格、牟取暴利的行为作为惩处重点，加大了处罚力度。

资料来源：长江证券研究所

国内需求平稳上涨，出口订单微弱上升

新订单指数较上月小幅上涨0.1，为58.3，国内需求强于历史同期水平。除07年以外，每年的10月份和11月份，新订单指数均出现季节性回落。今年新订单指数在大宗商品、原材料价格上涨的压力逆势回升，也从侧面反映了国内制造业的恢复及需求的强劲。

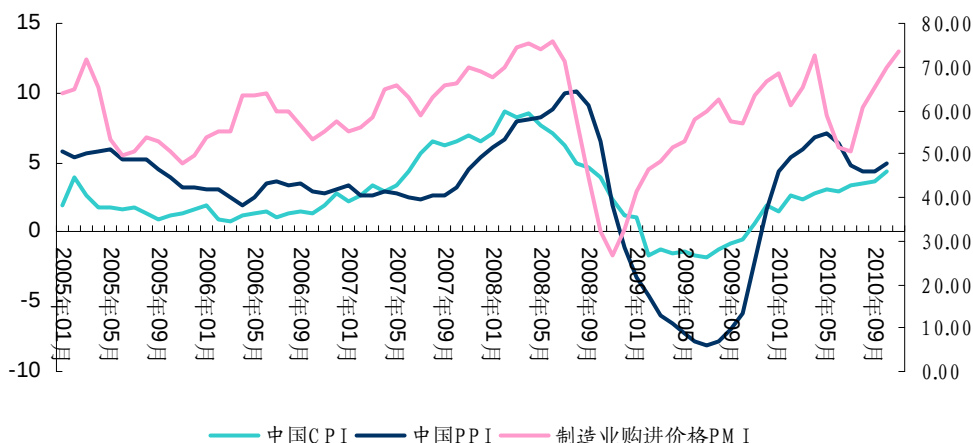
而从出口订单指数来看，11月新出口订单指数为53.2%，比上月上升0.6。在国际政治经济环境的动荡下，出口的稳步回暖还有很大的不确定性。11月，美国推出新一轮量化宽松政策QE2、欧洲爱尔兰债务危机引得紧张情绪升级、美韩军演下朝韩军事冲突再次爆发。国际政治经济形势不稳的形势下，出口订单的恢复是好于此预期的。

通胀调控仍为政策调控靶心

生产指数的回升坚定了我们认为工业增加值将会在未来几个月见底的信心。制造业分行业生产及出口表现的结构性差异是良性的，与我国经济结构转型的目标相一致。当前，最严峻的问题仍然来自于物价的上涨。从PMI购进价格指数达到70以上来看，采购经理对生产资料价格继续上涨的预期仍然很强。基于购进价格指数对PPI的领先性，预计11月PPI指数将在5.0%以上。考虑到生产资料价格向居民消费价格的传导效应，CPI上涨的压力依然很大。

国务院、发改委的稳定物价的政策措施发挥了一定作用。一方面，自11月中旬以来，政府坚决稳定物价的措施打击了前期游资投机比较多的棉花和白糖，相关农产品的期货价格也出现了明显下跌。另一方面，政府在保障民生方面的措施，如保证蔬菜供应的措施降低了运输流通费用，从最新的统计数据来看，蔬菜平均价格也开始回落。

图 1：中国制造业购进价格 PMI 与 PPI、CPI



资料来源：长江证券研究所

基于 PMI 的 12 月行业配置

通过对 PMI 经济意义及各行业 PMI 数值特性的分析，我们将 PMI 所能反映的行业表现概括为 3 个方面，并分别有 3 个变量来表示：

1. 分行业 PMI 数值反映行业相对上一期的扩张程度；
2. 分行业 PMI CI（采购经理指数的周期性指标），可以反映特定行业的生产经营状况处于其行业周期的位置。

为使不同行业的 PMI 具有可比性，我们将原始的分行业 PMI 扩散指标进行标准化处理，并将处理后的数据定义为“行业 PMI 周期性指标（Cycle Index）”：

$$\text{PMI CI} = (\text{PMI} - \text{PMI 历史平均值}) / \text{PMI 标准差}$$

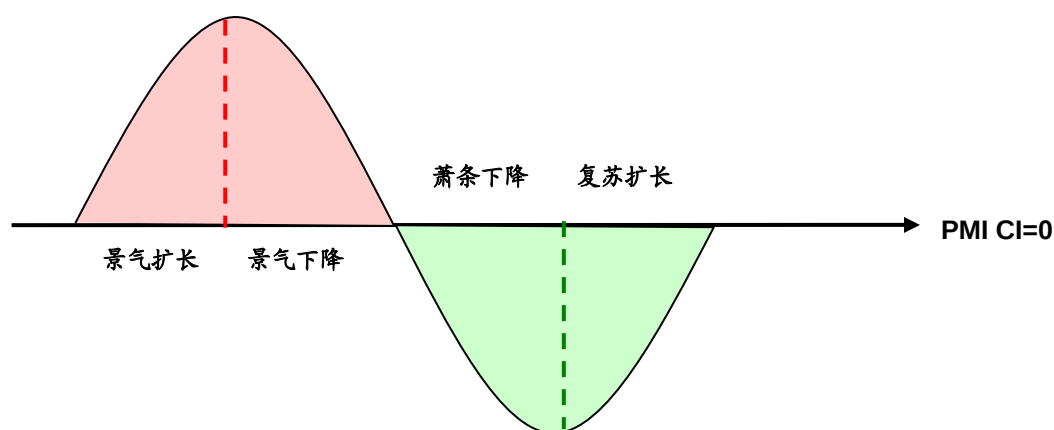
PMI CI 可以反映该行业是在其自身行业周期中的位置，如果 $\text{PMI CI} > 0$ ，则该行业采购经理预期未来生产经营状况会好转；如果 $\text{PMI CI} < 0$ ，则该行业采购经理预期未来行业将出现下滑。

3. 分行业 PMI 指数相对于上一期的变化，命名为 Trend，我们将该变量设定为虚拟变量。对于某一特定行业，如果本期 PMI 数值相比上一期 PMI 数值有所增加， $\text{Trend} = 1$ ，否则， $\text{Trend} = 0$ ；

综合以上三个指标可以判断当前各行业所处在各自的周期的哪一个阶段，以及扩张程度如何。根据 PMI CI 与 Trend，我们可以把各行业所处在的阶段分为四类。

例如： $\text{PMI CI} > 0$ ，且 $\text{Trend} = 1$ 的行业处在景气扩张阶段。

图 2：基于 PMI 对行业所处生产周期的判断



资料来源：Wind, 长江证券研究部

从我们的分析来看，多数制造业行业都比较景气，处在 $PMI\ CI > 0$ ，且 $Trend=1$ 区域的行业值的重点关注。

表 3：基于 11 月 PMI 对 12 月行业景气度的判断

	Trend=1	Trend=0
PMI CI>0	烟草制品业	交通运输设备制造业
	医药制造业	通用设备制造业
	木材加工家具制造业	专用设备制造业
	服装鞋帽制造及皮毛	化学原料及化学制品
	电气机械及器材制造业	
	化纤制造及橡胶塑料	
	有色金属冶炼及压延	
	非金属矿物制品业	
	食品加工及制造业	
	金属制品业	
PMI CI<0	造纸印刷及文教体育用品制造业	通信设备计算机
		黑色金属冶炼及压延
		纺织业
		石油加工及炼焦业
		饮料制造业

资料来源：长江证券研究所

“经济”滞后“信心”——复苏期的行业轮动

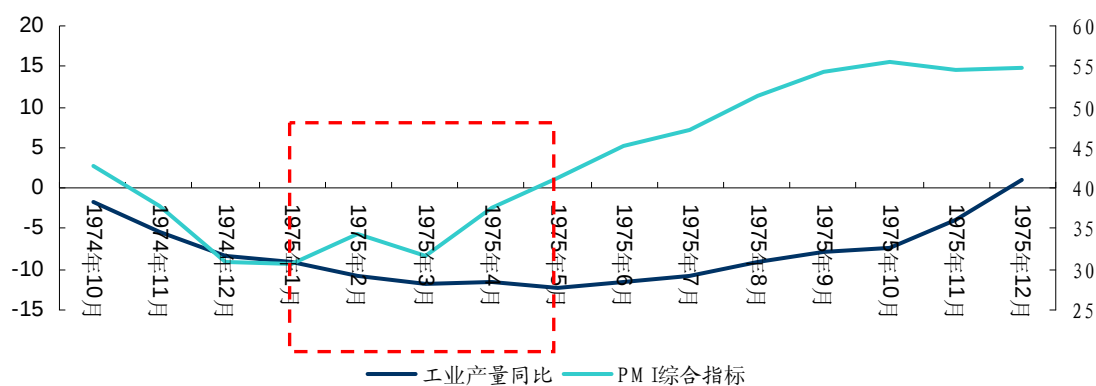
从 PMI 与工业增加值同比的关系来看，我国制造业 PMI 已于 7 月开始反弹，并连续上涨三

个月，而工业增加值同比还处在下降阶段。这反映了制造业采购经理已经对经济恢复了信心，但实体经济还处在探底阶段。

通过研究美国 PMI 与工业产量同比的历史数据，我们发现，美国 1975 年 2 月到 4 月的市场与我国当前的状况非常相似，即企业家信心恢复到实体经济触底的中间阶段。

在 1974 年 1 月，PMI 达到最低值，而工业产量同比从 5 月开始反弹。其间的 3 个月与我国目前所处阶段相似。

图 3：美国制造业 PMI 与工业产量同比



资料来源：长江证券研究所

表 4：复苏确认期的涨跌前十行业

	197501(PMI 见底)	197502	197503	197504	197505 (工 业产量同比 见底)	197506	197507
涨幅前十	房地产	医疗服务	服装	煤炭	煤炭	金属制品	汽车
	医疗服务	休闲服务	煤炭	化学品	医疗服务	建筑业	造船
	休闲服务	测控设备	休闲服务	餐饮酒店	电气设备	国防	批发业
	服装	医药产品	房地产	医疗服务	石油天然气	公用事业	消费者服务
	建筑材料	餐饮酒店	糖果饮料	采掘	飞机	服装	交通运输
	餐饮酒店	计算机	娱乐设备	办公用品	电子产品	飞机	金属制品
	零售业	医疗设备	飞机	飞机	保险	汽车	办公用品
	娱乐设备	电气设备	建筑业	集装箱	贵金属	农业	煤炭
	糖果饮料	贵金属	橡胶塑料	娱乐设备	糖果饮料	房地产	纺织
	酒类	消费商品	餐饮酒店	测控设备	公用事业	电子产品	采掘
跌幅前十	电信	石油天然气	医药产品	零售业	批发业	电气设备	房地产
	化学品	钢铁	医疗设备	食品	办公用品	集装箱	餐饮酒店

	保险	公用事业	农业	金属制品	消费商品	办公用品	医疗服务
	农业	汽车	国防	医药产品	农业	医疗设备	医疗设备
	石油天然气	证券投资	电信	电信	服装	医疗服务	糖果饮料
	贵金属	服装	造船	公用事业	烟草	医药产品	计算机
	集装箱	房地产	公用事业	保险	娱乐设备	造船	测控设备
	烟草	银行	计算机	酒类	化学品	糖果饮料	建筑业
	医疗设备	煤炭	石油天然气	贵金属	交通运输	计算机	集装箱
	医药产品	烟草	集装箱	房地产	钢铁	煤炭	医药产品

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

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
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(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
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。