

PMI 短暂回升，难掩下行趋势

——11 月份 PMI 数据点评

发布日期：2010 年 12 月 1 日

主要观点：

- 11 月份 PMI 明显回升，从 10 月份的 54.7% 回升 0.5 个百分点至 55.2%。其中，新订单指数、生产指数更是达到 5 月份以来的高点。PMI 继续回升表明生产在短期内进一步趋于稳定。
- 从 PMI 的贡献看，新订单指数在 11 月份回升 0.1，而生产指数回升 1.4 个百分点，两者共拉动 PMI 回升近 0.4 个百分点，贡献了 PMI 回升的 80%，但生产指数贡献了 70%，新订单和生产指数的不同走势说明未来新需求不强烈，当前的生产回暖多是对前期订单的消化。
- PMI 回升主要来自短期因素，缺乏持久因素。10 月份以来的 PMI 回升动力一是来自于补库存；二是来自于四季度内外需的季节性消费。两者都具有短期的、季节性特征，并不代表未来的趋势。随着我国新增投资项目的减少和消费政策刺激作用的减弱，投资和消费等内需将呈回落态势。因此，PMI 的回升说明我国四季度生产得到一定支撑，但具有短期的特征。
- 而侧面指标也反映 PMI 难持续回升。与 10 月份相比，采购量指数、进口指数、从业人员指数、供应商配送时间指数等指标都是下降，表明生产的高峰期或将过去。尤其是反映内需和加工贸易的进口指数持续两个月回落，根据以往经验，进口指数的下降带动 PMI 下降的可能性较大。因此，PMI 将 12 月份或 2011 年的 1 月份反转回落。
- 11 月份 PMI 的购进价格指数继续调升，从 10 月份的 69.9% 调升至 73.5%，为连续 4 个月持续跳升，并且达到了 29 个月以来的高点，逼近出现较高通胀的 2008 年 6 月，可见当前来自于中上游的成本推动因素继续累积，PPI 将继续回升。通胀压力有增无减。

分析师：宏观组
证书编号：S0550210070002
联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20
邮 编：200002

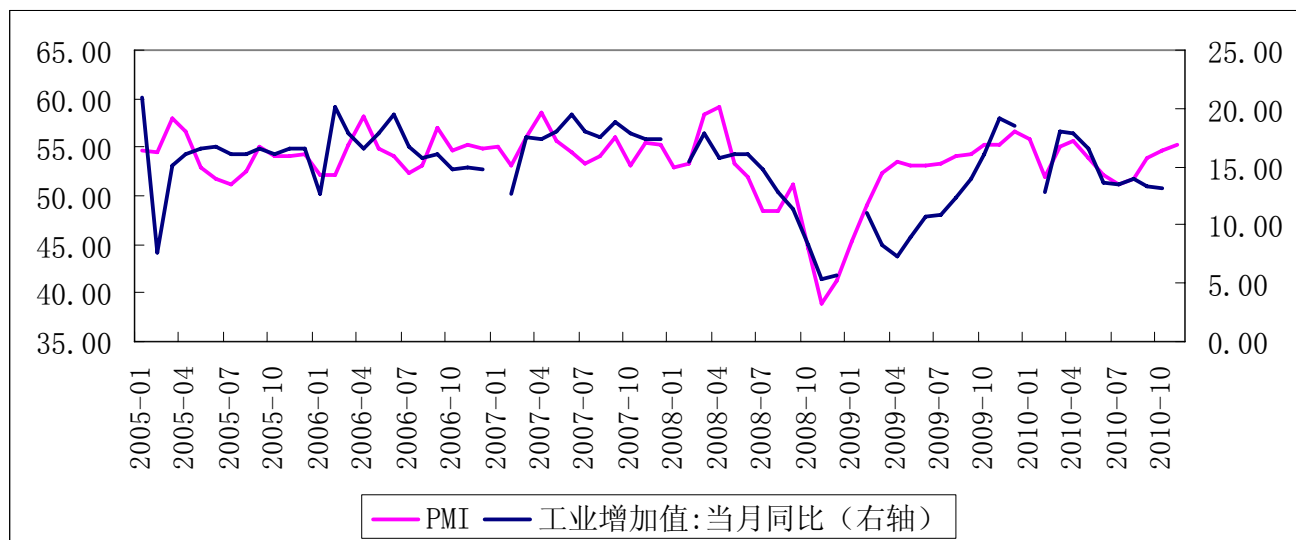
主要事件:

2010年11月,中国物流与采购联合会(CFLP)中国制造业采购经理指数(PMI)为55.2%,比上月上升0.5个百分点。从各分项指数来看,呈现稳中略升基本态势。同上月相比,只有采购量指数、进口指数、从业人员指数、供应商配送时间指数下降,其余各指数不同程度上升,其中生产指数、产成品库存指数、购进价格指数上升幅度较大,超过1个百分点,尤其以购进价格指数升幅最大,达到3.6个百分点。在下降的4个指数中,进口指数下降2.2个百分点,其余3个指数降幅较低,均在1个百分点以内。

点评:

1、PMI 回升预示生产短期趋于稳定

11月份PMI数据明显回升,从10月份的54.7%回升0.5个百分点至55.2%。其中,新订单指数、生产指数更是达到5月份以来的高点。而从PMI对工业生产的先行指向作用看,11月份的PMI继续回升表明生产短期内进一步趋于稳定。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 1: PMI 持续回升, 预示生产将在短期内进一步稳定

2、PMI 上升来源于对原有订单的消化

从PMI的贡献看,新订单和生产指数的贡献度高达55%,而新订单指数在11月份仅回升0.1,而生产指数回升1.4个百分点,两者共拉动PMI回升0.4个百分点,贡献了PMI回升的80%,但生产指数自己就贡献了70%,新订单和生产指数的不同涨幅说明未来新增产能不强烈,当前的生产回暖仅是对之前订单的消化。

表 1: 11 月份的 PMI 回升主要来自于对原有订单的消化

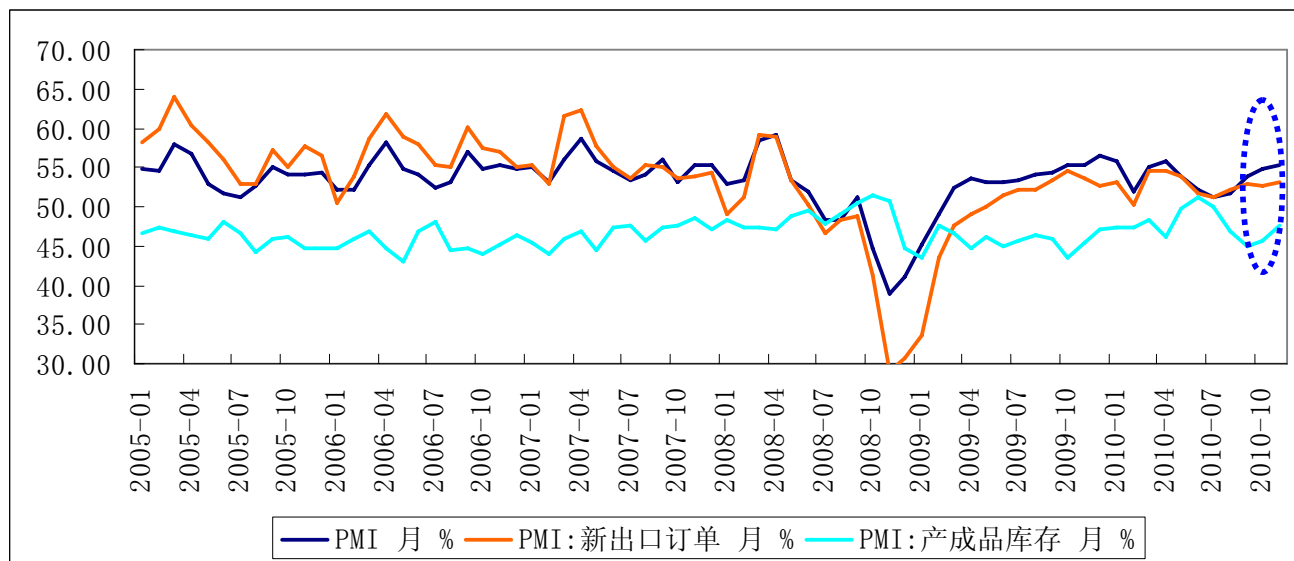
	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:原材料库存	PMI:从业人员	PMI:供货商配送时间
权重 (%)	25	30	10	20	15
11 月份回升幅度	1.4	0.1			
拉动 PMI 幅度	0.35	0.03			

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

3、PMI 回升主要来自短期因素，侧面指标反映 PMI 难持续回升

从 10 月份开始我国 PMI 数据开始回升，而回升动力一是来自于补库存；二是来自于四季度内外需的季节性消费。

11 月份，产成品库存指数提高 2 个百分点，从 45.7% 提高至 47.7%，显然补库存导致了新订单指数的拉动作用明显。与此同时，四季度是欧美国家的圣诞新年的消费旺季，也是我国出口的旺季，相应地，我国的新出口订单指数在 11 月份回升 0.6 个百分点至 53.2%，为 6 月份以来最高。但是不管是出口需求还是补库存需求，亦或是我国四季度年末的新年节日消费都是短暂的、季节性特征比较强，并不代表未来的趋势。因此，PMI 的回升说明我国四季度生产得到一定支撑，但具有短期的特征。

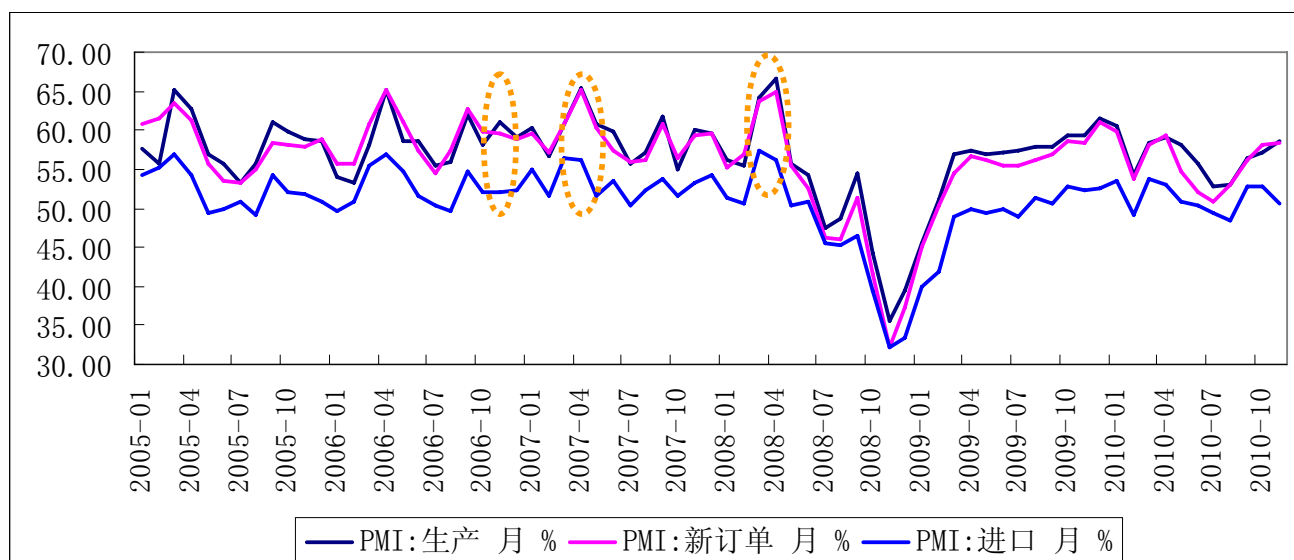


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 2：PMI 回升主要来自补库存和外需的节日消费拉动

但是 PMI 回升恐难持续，原因在于一是上文提及需求的回升是短期的因素；二是生产的同步指标并不支持 PMI 持久回升。

同 10 月份相比，采购量指数、进口指数、从业人员指数、供应商配送时间指数下降。首先，从进口指数看，该指标已经连续 2 个月下滑，并且呈加快态势。由于我国的进口主要是原材料及大宗商品，进口指数涨跌反映我国内需和出口加工贸易的走势。从历史经验看，进口指数与生产指数、订单指数具有很好的同步性，从 2005 年以来，进口指数与后两者的背离仅在 2006 年底，2007 和 2008 年 3、4 月份。但在进口指数回落 3 个月以上的话，PMI 指数一定回落。因此，如果 12 月份的进口指数继续回落的话，PMI 将在 12 月份或 2011 年的 1 月份出现反转。

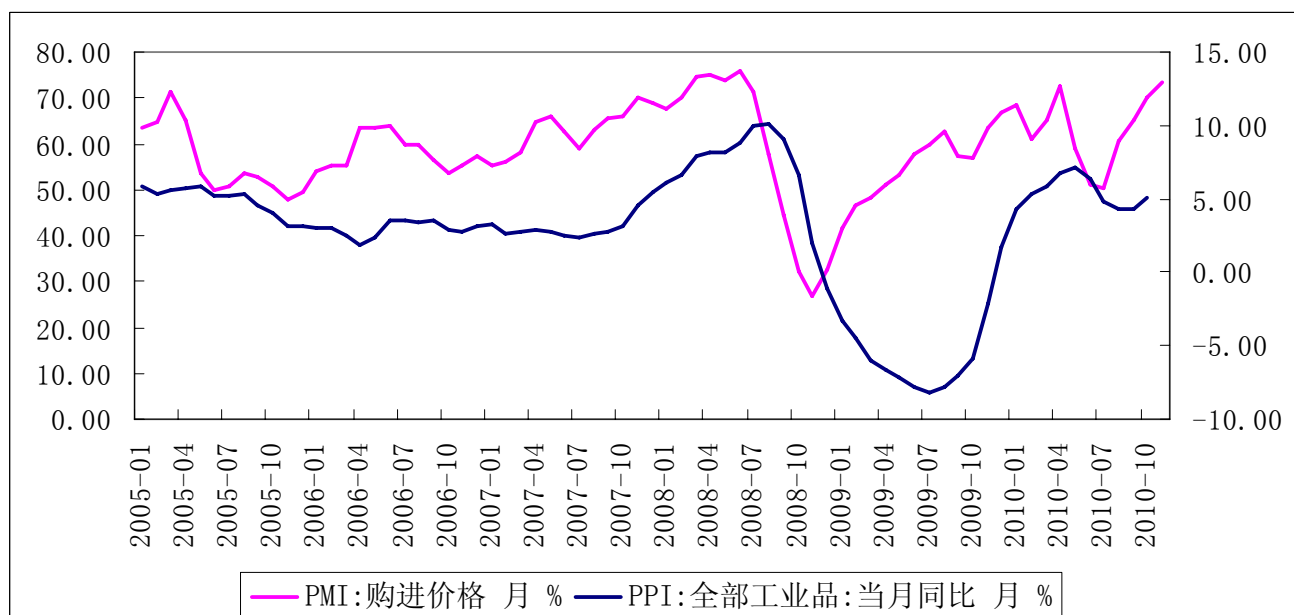


数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 3: 进口指数的回落预示 PMI 将反转

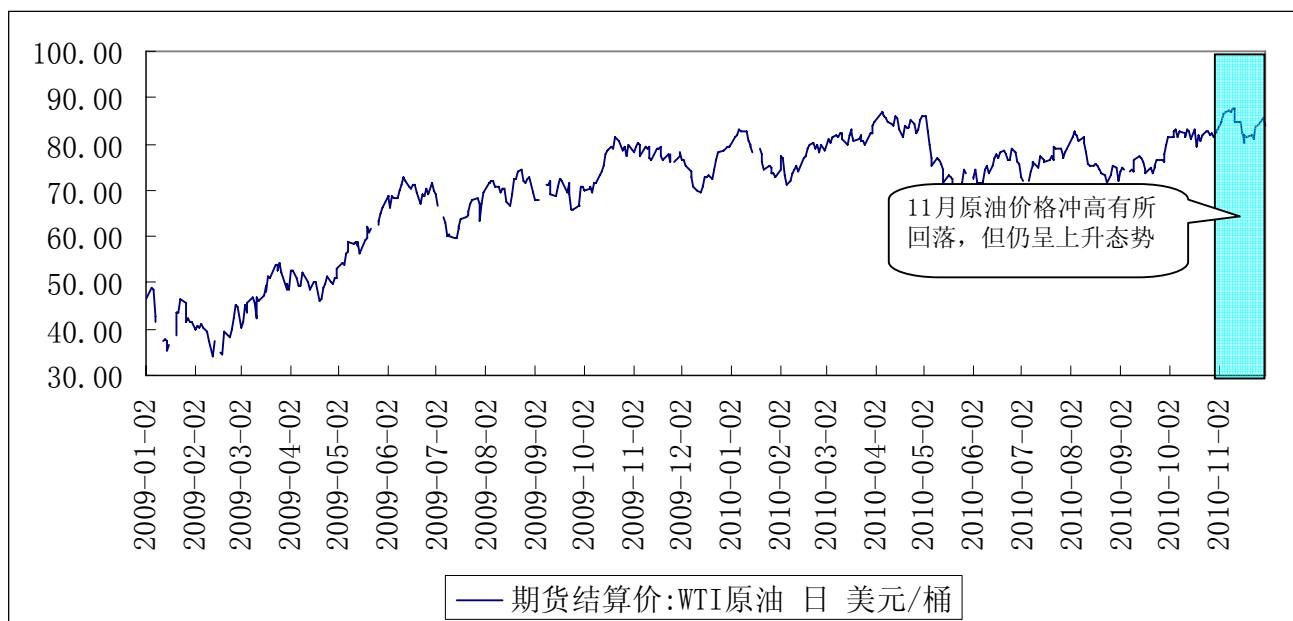
4、购进价格继续跳升，通胀的成本推动因素继续增强

11 月份 PMI 的购进价格指数继续调升，从 10 月份的 69.9% 调升至 73.5%，为连续 4 个月持续跳升，并且达到了 29 个月以来的高点，逼近出现较高通胀的 2008 年 6 月，可见当前来自于中上游的成本推动因素继续累积，PPI 将继续回升。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 4: 购进价格指数持续跳升预示 PPI 将继续回升，通胀压力加大



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 5：大宗商品价格高企导致的输入性通胀压力加大

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。