

弱势需求导致 PMI 低于预期，去库存或将展开

----4 月 PMI 宏观经济模型更新及预测

报告要点

■ 四月 PMI 低于预期，紧缩政策效果明显

从历史数据来看，由于三、四月份为开工旺季，PMI 会呈现较大幅度上涨。3 月 PMI 的疲弱回升，此次 4 月 PMI 超预期回落再次验证了持续紧缩的货币政策已经对企业生产经营产生的较大影响。

■ PMI 分项：弱势需求下，去库存或将展开

新订单指数大幅萎缩是 PMI 回落的主因，新订单回落反映需求增长较弱。

生产、产成品库存均拐头向下，但指数的绝对值在 50 以上，制造业整体平稳的增长。但是新订单大幅回落的情况下，企业开始减缓生产以使库存处于更加合理的水平，接下来去库存周期可能展开。

PMI 价格指数虽连续两个月回落，但是仍处于较高的水平。从历史数据来看，其对 PPI 存在 2-3 个月的领先性，因此 PPI 可能在未来两个月内出现拐点。

■ 结合 PMI 的行业配置建议

从 PMI 综合指数的低于预期下降来看，该数据本身对市场而言可能存在负面影响，也可能出现政策放松的预期。所以说，市场的运行仍将在经济走势与政策取向的博弈中进行，最终结果如何还需要 4 月的经济数据公布来确认。从 PMI 所反映的行业基本面变化来看，综合前面的分析，5 月服装鞋帽、黑色金属冶炼及压延、造纸印刷较为看好；交通运输设备制造业、有色金属、电气机械及器材行业基本面相对景气程度较低，相对不太看好。

相关研究

《PMI 季节性回升，关注价格与需求的演绎——3 月 PMI 宏观经济模型更新及预测》

邓二勇，2011 年 4 月 1 日

《PMI 继续回落，经济下滑预期值得关注——2 月 PMI 宏观经济模型更新及预测》

邓二勇，2011 年 3 月 1 日

《基于 PMI 的经济预测与行业配置》 邓二勇，2010 年 12 月 6 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070005

联系人：

杨靖风

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一、4月官方 PMI 低于预期，紧缩政策效果明显	3
二、PMI 分项指数：弱势需求下，去库存或将展开	4
2.1 新订单指数回落显示制造业需求增长较弱	4
2.2 PMI 生产指数与产成品库存回落	5
2.3 采购量与原材料库存指数持续下降	6
2.4 原材料购进价格指数持续下降，但仍处高位	6
2.5 PMI 从业人员与供应商配送指数基本稳定	7
三、上月基于 PMI 的行业比较回顾	8
四、基于 4 月 PMI 的行业比较	9
4.1 基于分行业 PMI 综合指数的行业配置分析	9
4.2 结合 PMI 分项指标的重点行业解读	10
五、结合 PMI 的行业配置建议	11

图表目录

图 1：历年各月份 PMI 变化趋势比较	3
图 2：PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势	5
图 3：根据 PMI 分项指数的库存周期分析	5
图 4：PMI 采购量指数与原材料库存指数	6
图 5：PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系	7
图 6：PMI 从业人员指数	7
图 7：PMI 供应商配送时间指数	7
图 8：4 月制造业各子行业真实涨跌幅度	8

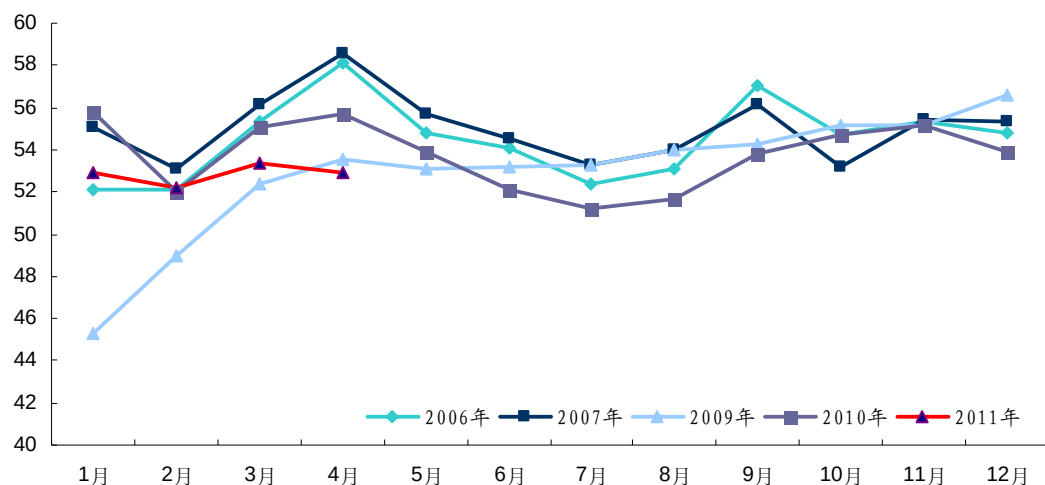
表 1: 3 月官方制造业 PMI 数据	4
表 2: 基于 3 月 PMI 对 4 月行业景气度的判断	9
表 3: 基于 4 月 PMI 对 2011 年 5 月各行业涨跌幅预测	10

一、4 月官方 PMI 低于预期，紧缩政策效果明显

5 月 1 日，中国物流与采购联合会（CFLP）公布 4 月 PMI 指数为 52.9，较上月回落 0.5 个百分点，3 月官方制造业 PMI 为 53.4。汇丰公布的 4 月制造业 PMI 终值为 51.8，与上月持平。此前市场对 4 月官方 PMI 的预期实际上是相对乐观，路透根据 11 家国内券商的调查，得出的预估区间在 52.5-54.6，中值为 54。最终公布的 PMI 数值较上月回落了 0.5 个百分点，明显低于市场大多数机构的预期。

从历史数据来看，由于三、四月份为开工旺季，PMI 会呈现较大幅度上涨。2006 年至 2010 年期间，4 月 PMI 指数平均上涨 1.75，最低值为 53.5。3 月 PMI 的疲弱回升，此次 4 月 PMI 超预期回落再次验证了持续紧缩的货币政策已经对企业生产经营产生的较大影响。从 3 月经济数据所反映的经济运行情况来看，CPI、PPI 创阶段性新高与工业增加值同比小幅回落，加上人民币升值预期下的热钱大量流入，紧缩货币的政策仍是 4 月的主基调，这些因素也最终反映在企业对采购、生产的预期上。

图 1: 历年各月份 PMI 变化趋势比较



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究所

PMI 分项指数上，多数指数都出现了回落。购进价格指数继续回落 2.1 个百分点至 66.2，通胀压力虽有回落，但价格压力仍然较大；生产指数与新订单指数的趋势历年四月指数走势不同，生产指数回落 0.4，新订单回落 1.4，可见需求疲弱；产成品库存下降，表明企业处在需求增长较弱之下被动去库存状态。在订单较弱和价格高位下，原材料库存指数连续两个月上涨，一方面，受需求弱势增长的影响，企业开工减少会造成原材料库存的积压，另一方面，对于未来价格是否还将持续上涨的疑虑也可能导致企业收缩原材料的采购量。

表 1: 3 月官方制造业 PMI 数据

指数名称	2011-2	2011-3	2011-4	较上月变化	持续期数
PMI 综合指数	52.2	53.4	52.9	-0.5	1
生产量	53.8	55.7	55.3	-0.4	1
新订单	54.3	55.2	53.8	-1.4	1
出口订单	50.9	52.5	51.3	-1.2	1
积压订单	46.6	51.4	50.7	-0.7	1
产成品库存	46.4	51.3	50.8	-0.5	1
采购量	54.5	54.1	53.8	-0.3	3
进口	53.9	52	50.6	-1.4	2
购进价格	70.1	68.3	66.2	-2.1	1
原材料库存	49.5	51.6	52	0.4	2
从业人员	48.9	51.8	51.8	0	2
供应商配送时间	48.2	50.4	50.6	0.2	2

资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究所

二、PMI 分项指数：弱势需求下，去库存或将展开

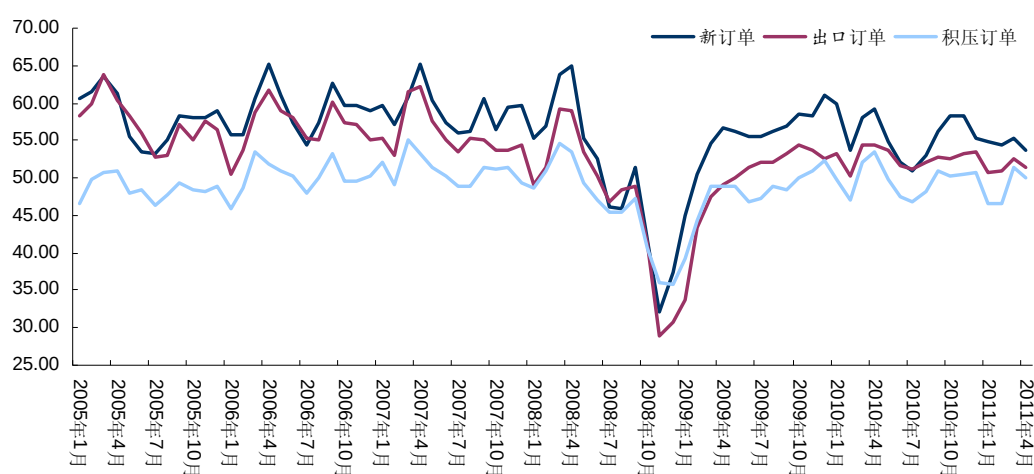
2.1 新订单指数回落显示制造业需求增长较弱

PMI 指数低于预期，其中高价格水平下的订单指数大幅萎缩是主要原因，订单指数在 PMI

综合指数计算时所占权重最大，为 30%，因此 4 月制造业 PMI 综合指数的回落中，新订单回落贡献占到 80%。当然，不同行业新订单的变化存在较大差别，新订单指数增加较多的包括造纸印刷、黑色金属、非金属矿物制品业；新订单指数下降较大的包括交通运输设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业以及化纤橡胶。

制造业的新订单情况可以反映整个经济的下游需求状况。在经历 3 月的短暂上升之后，新订单指数在 4 月下降 1.4 个百分点，下游需求增速回落。从海外需求上来看，由于近期人民币升值加速，4 月底人民币对美元汇率中间价跌破 6.5，升值增加了国内企业出口产品的国际价格，其出口竞争力受到挑战。因此，短期的出口订单可以说是必然的。加上市场对美国经济复苏进程有所担忧，PMI 出口订单指数小幅回落。

图 2: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势



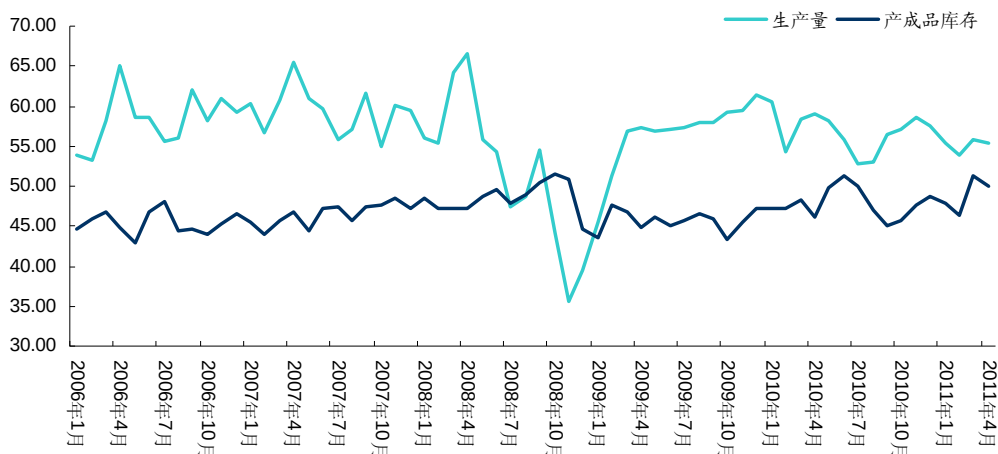
资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究所

2.2 PMI 生产指数与产成品库存回落

结合生产指数与库存指数的变化可以用于判断企业生产经营调节活动的状态。3 月新订单、生产、产成品库存均有上升。而 4 月，这三个指标均拐头向下。但是从指数的绝对量上来看，都在 50 以上。制造业整体处于一个较为平稳的增长阶段，但是需求增长放缓的情况下，企业开始减缓生产以使库存处于更加合理的水平。在订单大幅下降的情况下，接下来去库存周期可能展开。

分行业上，生产指数与订单指数类似，造纸印刷、黑色金属冶炼及压延、非金属矿物制品业的指数增长较多，而交通运输设备制造业、化学原材及化学制品、金属制品与有色金属行业的生产指数回落幅度较大。在产成品库存上，木材家具、医药、食品加工及制造业产成品库存上升较多，而非金属矿物制品业、烟草、化学原材及化学制品、黑色金属产成品库存下降较多。

图 3: 根据 PMI 分项指数的库存周期分析

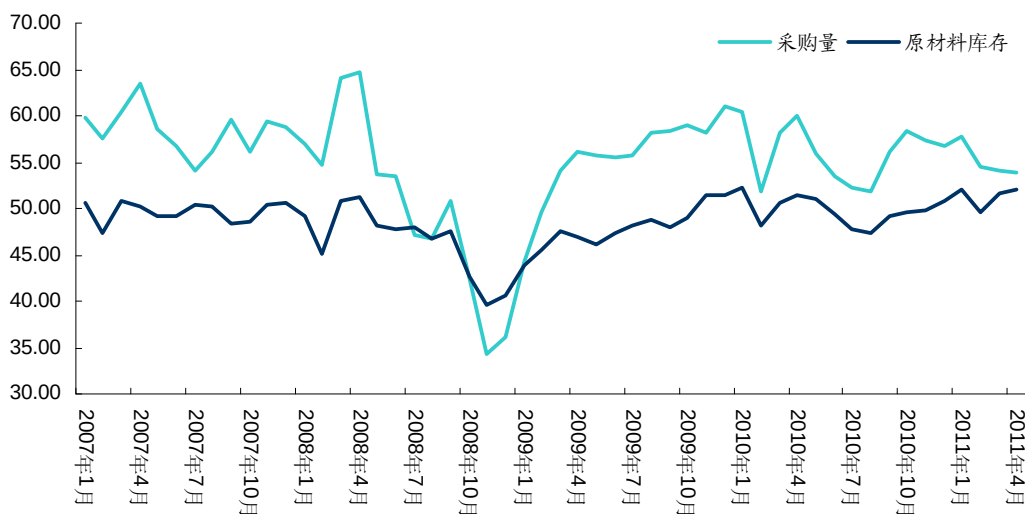


资料来源：长江证券研究所

2.3 采购量与原材料库存指数持续下降

制造业 PMI 采购量指数已连续三个月下滑，而原材料库存指数也已连续两个月上升。这两个指数的差逐渐缩小，实际上也反映了企业生产的弱化，与 PMI 生产指数的回落一致。

图 4: PMI 采购量指数与原材料库存指数



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

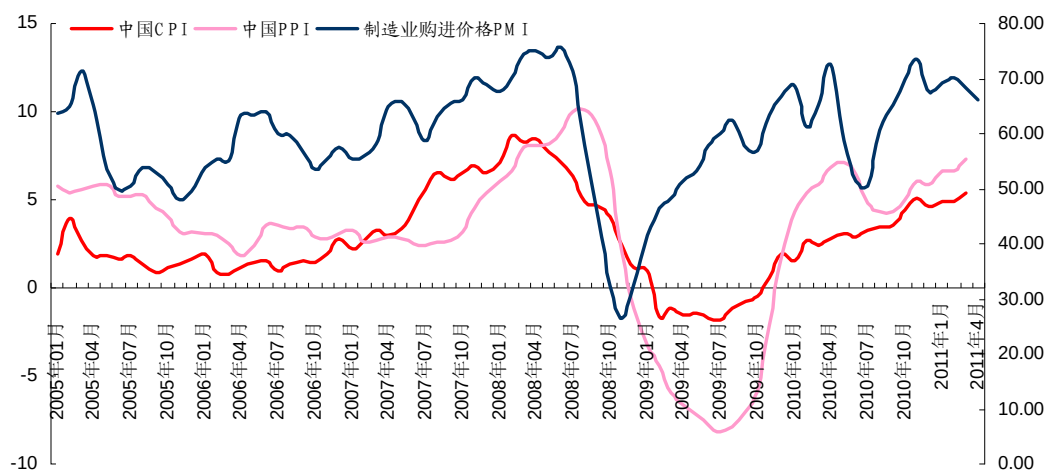
2.4 原材料购进价格指数持续下降，但仍处高位

PMI 价格指数虽连续两个月回落，但是数据为 66.2%，仍处于较高的水平。从历史数据来看，其对 PPI 变化趋势存在 2-3 个月的领先性，因此 PPI 可能在未来两个月内出现拐点。而由于 CPI 受食品及居住等居民必要消费项的影响程度较大，它的短期变化与 PMI 购进价格指数并不完全相关。但是，如果从长期来看，来自工业原材料，如原油价格上涨引起了农业生产、农产品运输成本上涨，也会向居民消费价格传导。

从分行业购进价格指数来看，纺织业、金属制品业、服装、食品、饮料、医药的购进价格指数在上月大幅上涨后明显回落；购进价格指数上涨较多的为造纸印刷、非金属矿物制品、黑

色金属、化学原料与化学制品等行业。行业购进价格指数的差异说明，靠近上游的行业需求可能大于供给，因此，能够价格仍维持在较快增长的状态；而靠近终端的需求并没有很强劲，因此这些行业的购进价格也有一定的下行空间。

图 5: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系

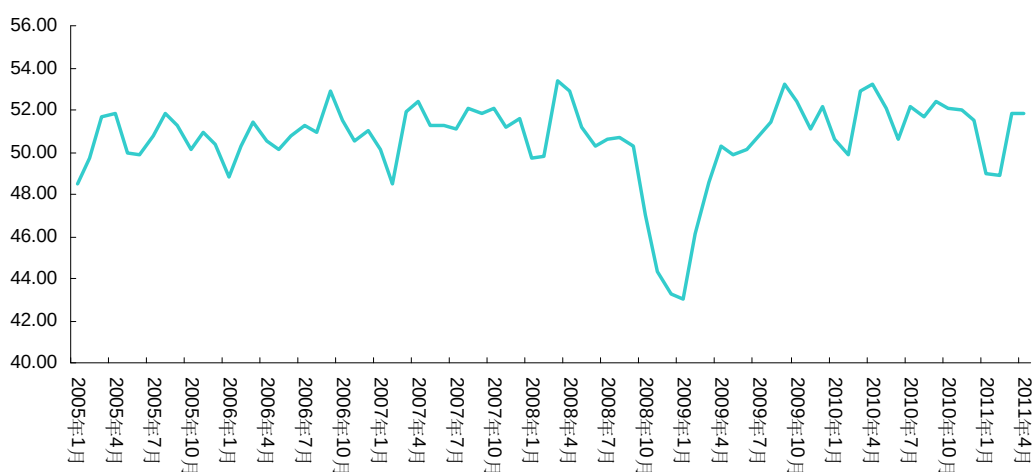


资料来源: WIND 资讯

2.5 PMI 从业人员与供应商配送指数基本稳定

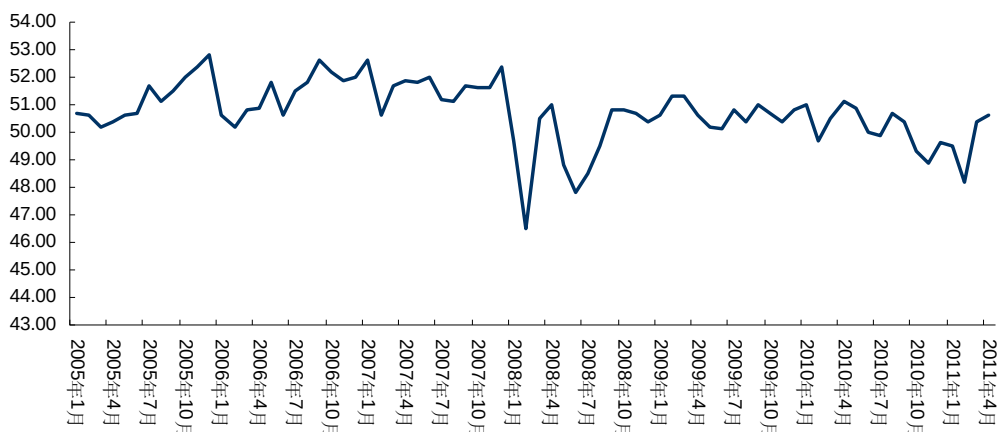
PMI 从业人员指数自春节后回归到正常水平，3 月与 4 月指数的数值都维持在 51.8 的水平，也就是从制造业人数呈稳定小幅增长状态。供应商配送时间上，指数数据近两个月也在处在相对稳定的水平，分别 50.4 和 50.6。就业与供应商配送时间当前表现稳定，所以短期这两个指数不是影响制造业的核心变量。

图 6: PMI 从业人员指数



资料来源: 中国物流与采购联合会, 长江证券研究所

图 7: PMI 供应商配送时间指数

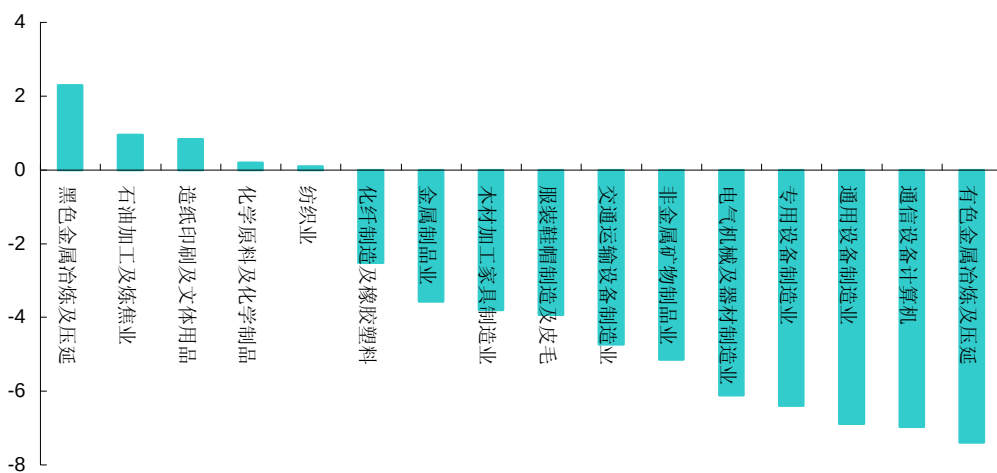


资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究所

三、上月基于 PMI 的行业比较回顾

在上期的报告中，我们以 3 月的 PMI 对 4 月的板块月度涨跌表现做出了下表右侧的预测。

图 8：4 月制造业各子行业真实涨跌幅度



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究所

上月，综合相对景气度分析方法与 PMI 模型，我们认为 4 月：化纤制造及橡胶塑料以及有色金属冶炼及压延业、纺织业、电气机械及器件制造业较为看好；石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及制造业以及非金属矿物制造业表现预计相对较差。

从实际表现来看，我们看好的纺织行业小幅上涨 0.1 个百分点，而化纤制造及橡胶塑料、有色金属冶炼及压延、电气机械及器件制造业均出现一定程度的下跌；对于我们认为比较悲观的行业中，非金属矿物制品业下跌 5.14，而黑色金属与石油加工及炼焦行业在有所上涨。

从上月的行业涨跌来看，上游周期性行业表现强劲，尤其是估值较低的品种受到资金的青睐。当资金基于估值轮动进行配置下，行业基本面的短期变化对行业股指的预测有些乏力。

因此，在行业配置上，结合宏观市场环境与市场运行状态对行业的不同影响来进行判断是必

要的。

四、基于 4 月 PMI 的行业比较

4.1 基于分行业 PMI 综合指数的行业配置分析

这里我们将基于最新 PMI 数据从两个角度提供行业配置的建议。关于建立在行业 PMI 基础上的配置建议。当然，仅基于行业自身的基本面变化，并没有考虑外部的政策环境的影响；同时，基于 PMI 数据本身是一个调查统计的结果，加上我国的 PMI 统计仅有 6 年左右的历史，PMI 数据对真实经济的解释力度也是在不断改进提高的过程中。这些都将对最终行业预测值与真实表现的一致性产生影响。

4.2.1 行业景气度分析

本月各行业处于自身周期的景气情况如下表（关于分析方法的具体介绍参见专题报告《基于 PMI 的经济预测与行业配置》）。

表 2：基于 3 月 PMI 对 4 月行业景气度的判断

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

资料来源：长江证券研究所

从行业自身的景气度周期以及行业相对上月的景气度变化趋势来看，Trend=1 且 PMI CI>0 的行业较上月有所改善且处于自身行业周期中相对景气的位置，包括非金属矿物制品业、造纸印刷及文教体育用品制造业、通信设备计算机、木材加工家具制造业。

Trend=0 且 PMI CI<0 的行业，包括上月表现较好的石油加工及炼焦业，同时化学原材料及化学制品业以及交通运输设备制造业同样出现下滑。

4.2.2 基于 PMI 的行业配置模型对 5 月的涨跌预测

在定性分析的基础上，我们也尝试用定量分析的方法来研究行业配置。我们在以 2005 年 7 月至 2010 年 10 月的行业板块涨跌幅度及 PMI 数据为样本进行分析的基础上（具体可参见报告《基于 PMI 的经济预测与行业配置》与《PMI 继续回落，经济下滑预期值得关注——2

月 PMI 宏观经济模型更新及预测》), 我们将 4 月各行业的 PMI 以及 Trend 数据代入更新后的模型中, 得出表 4 中的预测结果。

表 3: 基于 4 月 PMI 对 2011 年 5 月各行业涨跌幅预测

预测行业涨跌排名	行业分类	涨跌幅度预测值
1	服装鞋帽制造及皮毛	9.156
2	黑色金属冶炼及压延	9.128
3	木材加工家具制造业	9.117
4	通信设备计算机	9.114
5	造纸印刷及文教体育用品制造业	9.048
6	非金属矿物制品业	9.013
7	石油加工及炼焦业	8.441
8	交通运输设备制造业	8.415
9	化学原料及化学制品	8.374
10	纺织业	8.336
11	化纤制造及橡胶塑料	8.314
12	金属制品业	8.302
13	电气机械及器材制造业	8.302
14	专用设备制造业	8.302
15	有色金属冶炼及压延	8.281
16	通用设备制造业	8.276

资料来源: 长江证券研究所

从配置模型的结果来看, 服装鞋帽制造及皮毛、黑色金属冶炼及压延、木材加工家具制造业、通信设备计算机、造纸印刷及文教体育用品制造行业预计涨幅居前。

4.2 结合 PMI 分项指标的重点行业解读

黑色金属冶炼及压延: 行业的生产、新订单、出口订单均较上月有较大幅度的增长, 而产成品库存由 58.6 降为 51.6, 处在主动去库存阶段。原材料库存指数也为上涨, 短期景气程度有望延续。但是黑色金属行业的购进价格指数由 52.9 上涨至 58, 来自原材料价格上涨的成本压力对行业的利润有负面的影响。

值得注意的是, 在前期行业本身产能利用率已经接近高点的情况下, 钢铁行业供给的发挥已经近乎极限。近期限电等一系列措施的制约下, 行业产量水平可能有所收窄, 但由于需求端的恢复仍存在一定的不确定性,

有色金属冶炼及压延: 行业的生产与新订单都明显下滑, 而且产成品库存有增加趋势。购进价格指数由上月的 66.9 降至 60.7, 且原材料库存小于 50, 为 47.8, 行业的景气程度较弱。

行业受国际货币因素的影响较大, 近期美元已经出现大幅下跌, 表明了市场对于美联储维持

宽松的态度，但金属价格却并未出现同步的上涨。一旦美元后期出现回升，大宗商品将有可能承压。

交通设备制造业：行业的 PMI 生产、新订单、出口订单均大幅下降，产成品库存基本稳定，行业的购进价格指数由 69.8 下降到 66.2，虽有回落，但成本的增速仍然较高。行业的基本面并不非常乐观。以汽车行业为例，2011 年在不断兑现市场在 2009 和 2010 年“今后增速将放缓的预期”，行业机会整体上看是跌出来的。

纺织业与服装鞋帽制造业：纺织业表现明显弱于服装鞋帽制造业。纺织业处于被动的库存增加阶段，生产、新订单、出口订单都表现为较大幅度的回落，而产成品库存连续两个月上升，对纺织行业来讲，比较利好的一点是购进价格指数出现了明显回落，为近四个月内首次回落至 70 以下，为 51.9。而服装鞋帽制造业，生产、新订单都有小幅度回升，库存也有回升，可以说处在主动的库存增加阶段，相对纺织来，服装鞋帽加工制造业的基本面更好一些。

饮料行业：饮料行业基本面较好。生产指数由 50.9 增至 55.2，新订单与出口订单也分别有所增长，产成品库存大幅下降，由 54.2 降到 47.7，并且原材料购进价格指数有所回落，可以说饮料行业当前处在多个因素有利于盈利增长的时期。

造纸印刷：近期人民币持续升值，从造纸行业的 PMI 变化可以用来考查一下升值对行业的影响。行业的 PMI 生产指数由 44 升至 64.5，生产大幅增长。新订单与出口订单均连续 3 个月上涨，在产出大幅增长的情况下，行业产成品库存由 48 增长至 51.6，处在主动的被库存周期。行业受升值的积极影响是较为明显的。

五、结合 PMI 的行业配置建议

从 PMI 综合指数的低于预期下降来看，紧缩政策对经济的影响非常显著。该数据本身对市场来言，可能存在负面影响。但是经济如果出现问题，也会出现政策放松的预期。所以说，市场的运行仍将是在经济走势与政策取向的博弈中进行，最终结果如何还需要 4 月的经济数据公布来确认。

从 PMI 所反映的行业基本面变化来看，综合前面的分析，我们认为 5 月：服装鞋帽、黑色金属冶炼及压延、造纸印刷较为看好；交通运输设备制造业、有色金属、电气机械及器材行业基本面相对景气程度较低，相对不太看好。

实际上，沿着估值修复这条线索进行配置是我们近期坚持的配置策略，从估值优势角度，金融、地产板块仍具有配置价值。商业贸易与轻工制造中具有估值优势的品种可以重点关注。同时，我们也强调另一个是主题机会，通过我们前面对原料药逻辑的挖掘，我们发现处在产品价格底部区域的行业如医药中的原料药，化工中的基础化工以及纺织服装等，随着产品价格在高通胀下的提价预期兑现，投资价值也会有所体现。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学世界经济系硕士，长江证券宏观策略研究助理，主要研究领域为行业比较。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。