

分析师： 邓二勇、吴邦栋 (8621) 68751256 dengey@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120005

联系人： 吴邦栋 (8621) 68751256 wubd@cjsc.com.cn

5 月汇丰 PMI 预览继续回落，向下动力进一步得到验证

报告要点

■ 向下的“四个动力”

在 5 月的资产配置报告以及 5 月中旬发布的《即时投资策略：向下的数据正在得到逐步验证》中，我们都曾提出兑现 2 季度末市场下行判断的四个动力，包括：一、从财政政策上采取一定的收缩以加强对上游过热的控制，从而看到经济小幅硬着陆带动下的通胀可控；二、一季度在工业生产变动不大的情况下，库存的高企，导致二、三季度可能出现去库存过程，这会给经济的回落带来一定影响；三、看到整体较多行业的盈利下滑，促使市场形成对经济下滑幅度的一致性预期；四、外围大宗商品价格的超预期变化，大宗商品能否继续获得高位支撑。

■ 5 月汇丰制造业 PMI 预览较上月下降 0.7，经济减速得到进一步验证

此次汇丰制造业 PMI 预览的回落，验证了四个向下动力中关于“经济可能减速”的判断。汇丰 PMI 的调查对象更多为中小企业，指数继续回落表明中小企业在紧缩政策下受到影响较大；预计下月初公布的官司 PMI 也将回落。

■ PMI 库存指数走势显示去库存或将展开，待真实库存数据公布确认

分项上，产出指数从上月的 51.8 降至 50.9，原材料库存与产成品库存均较上月有更大的幅度下行，制造业去库存迹象明显。这从侧面验证了向下动力中的“二、三季度可能出现去库存风险”。

■ 汽车与机械行业 4 月销售数据公布，下滑幅度较大

从行业层面上，汽车与机械行业销售的变化低于预期，市场下行动力中的“行业盈利下滑”得到验证。

汽车行业 4 月总体销量达 1,552,016 辆，同比下滑-0.2%，环比下滑-15.1%，自 2009 年 1 月份 27 个月来首次负增长。同时，据工程机械协会统计，4 月份装载机全行业销量环比下降 28.3%，同比下降 2.9%；推土机全行业销量环比下降 32.8%，同比增长 1.2%；挖掘机全行业销量环比下降更是达到 38.6%，同比增长回落至 21%。

■ 当前的市场配置策略

配置上，依旧主要看好，金融、地产，商贸零售中的低估值品种，以及家电，电力，而相对不看好的行业主要有工程机械、重卡以及有色金属，除焦煤外的其他煤炭品种。在市场难以出现明确的趋势性机会下，主题机会的把握往往是获得超额收益的重要途径，从这个角度，关注行业基本面处于历史底部的煤化工和火电。

■ 政策变数的风险点

围绕经济下行或对于一致预期的形成是最根本的考虑因素，风险点在于，在经济出现小幅下行迹象的时候，政策面出现货币以及财政极度宽松以再度保经济的局面。

向下动力的进一步验证

5 月汇丰 PMI 预览继续下行，经济减速风险得到进一步验证

根据 Market Economics 最新公布的数据，5 月汇丰制造业 PMI 预览为 51.1，较上月下降 0.7。汇丰制造业 PMI 预览是以最终样本的 85%-90% 统计得出的，对汇丰制造业 PMI 终值具有一定的预测力。并且从汇丰 PMI 与官方 PMI 的相关性来看，两者方向变动一致的概率在 70% 左右，预计 5 月官方 PMI 继续回落的概率较大。而对于市场非常关心的价格上，汇丰制造业 PMI 原材料价格与产成品价格指数均减速下降，通胀压力有所缓解，但是下行速度较上月放缓。在当前影响价格的多重因素叠加的情况之下，价格的回落似乎并不足够坚决。

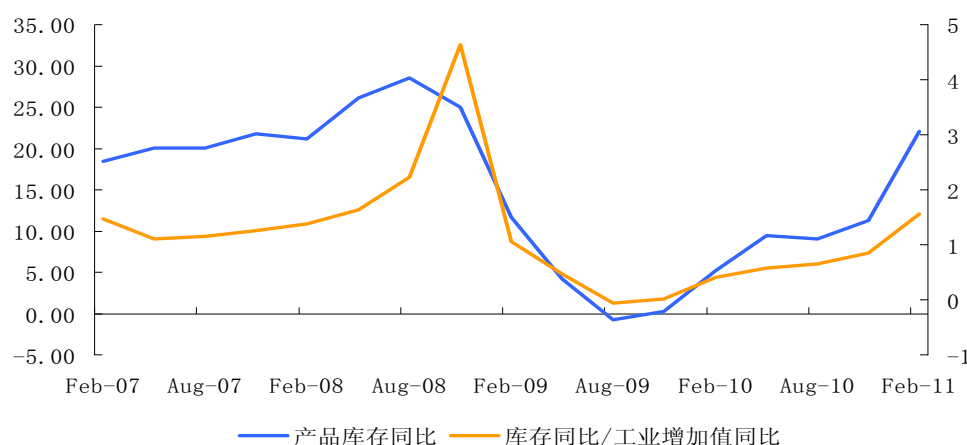
汇丰制造业 PMI 预览的下行，进一步验证了紧缩政策下经济减速的风险逐步显现。

PMI 分项预示库存高企后的去库存风险

从宏观角度而言，一季度的整体工业企业库存出现了非常明显的上升，另一方面，工业增加值情况却维持在较为平稳的低位水平。高企的库存使得二、三季度都可能面临去库存所带来的经济回落风险。因此，从性质上来看，我们更加倾向于认为这是一个被动补库存的行为。由于真实的需求难于跟上开工扩产的步伐，这是经济进入滞胀的典型特征，表现为库存的增加。另外，在考虑工业生产规模不同的情况下，我们用库存同比/工业增加值同比这一指标，更加能够反映出，在对应当前的开工或生产状态下库存的位置，如下图，可以看到无论是单纯的从库存同比，还是从相对生产规模的库存情况来看，本次库存的回升速度都是较快的，已经到达了 07 年左右的水平。

从最新公布的汇丰制造业 PMI 预览的分项数据上来看，产出指数回落较大，从上月的 51.8 降至 50.9，同时原材料库存与产成品库存均较上月更大的幅度下行。结合原材料库存与产成品库存的快速下行来看，制造业去库存迹象明显；这从侧面验证了向下动力中的“二、三季度”去库存迹象。当然，考虑到 PMI 数据更多地是反映采购经理的预期，去库存真正展开的时间点是何时，还需真实库存数据的公布来确认。

图 1：工业产业库存同比



资料来源：CEIC，长江证券研究部

行业基本面拐点带来的担忧

从行业层面上，部分行业的盈利以及销售情况的变化，或者说低于预期，逐渐唤起投资者对经济下滑的担忧情绪。

从最新公布的4月汽车行业与机械行业的销售数据来看，均出现了较大幅度的下滑，这也将进一步影响到行业的盈利预期。

汽车行业4月总体销量达1,552,016辆，同比下滑-0.2%，环比下滑-15.1%，自2009年1月份27个月来首次负增长。

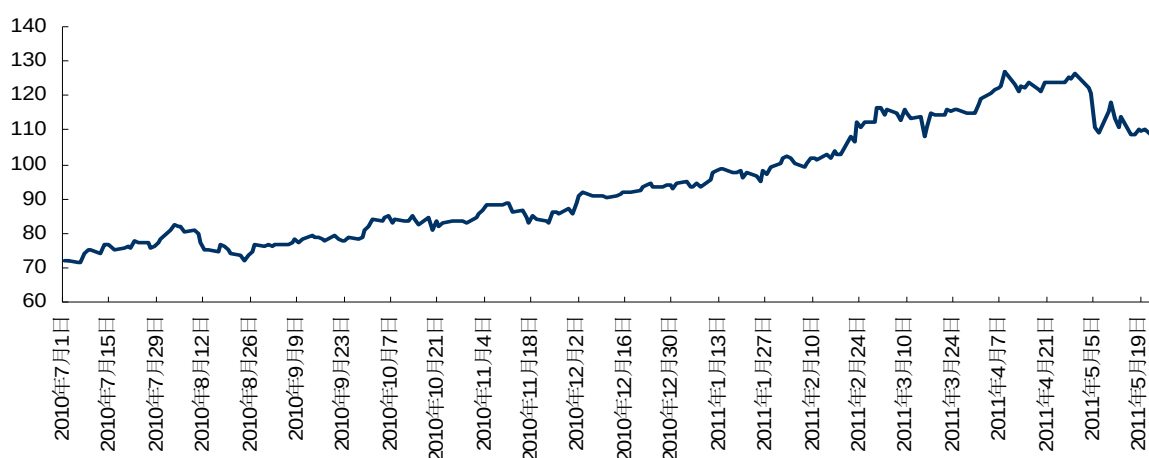
其中，乘用车4月销售了1,142,320辆，同比增长2.8%，环比下滑15.23%；随着年底购置税优惠政策的退出，小排量乘用车的压力逐渐显现。商用车4月销售了409,696辆，同比下滑7.8%，环比下滑约14.8%，1-4月累计销售1,563,092辆，同比增长2.1%。重卡与大中客是导致商用车下滑的主要力量，重卡行业4月销量约10.6万辆，同比下滑8.3%，环比下滑18.3%；大中客4月份销售1.2万辆，同比下滑14.8%，环比增长5.8%。据行业研究员统计，汽车行业成本指数4月环比1季度仅小幅下滑0.3%，对毛利率提升的贡献仅约0.1%。A00级轿车和重卡的终端促销力度在4月开始加大，而销量却未有起色，汽车行业的表现是经济“滞胀”的一个典型缩影。这种情形将逐步反映在对汽车行业的盈利预期上。

同时，据工程机械协会统计，4月份装载机全行业销量环比下降28.3%，同比下降2.9%；推土机全行业销量环比下降32.8%，同比增长1.2%；挖掘机全行业销量环比下降更是达到38.6%，同比增长回落至21%。

大宗价格及海外因素

外围环境的变化，这也是可能造成市场下行的因素之一，但是这点并不是必要性的条件。从目前大宗商品的价格来看，下行的风险明显高于继续上行所能够获得的收益。因此如果出现外围资源品的继续持续大幅下跌也是会对市场造成较大的冲击。

图 2：布伦特原油价格走势



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究所

另外，在海外方面，不仅仅是大宗商品的回落风险时刻存在，欧债危机也存在着抬头的迹象。当然目前海外经济整体的稳定性还是很高的，和大宗一样，我们认为整个海外因素都上停留在隐患的阶段，发生的不确定性相对前三者较小，但是如果一旦发生，对市场的冲击是显著的。

当前的配置观点

对于当前的配置，我们认为结构性差异仍将继续维持。风格上，对于中小盘股票我们并不看好，在成长和价值的风格选择中，价值仍旧是被投资者青睐的主线，市场倾向于盈利验证后的操作行为。

在市场难以出现明确的趋势性机会下，主题机会的把握往往是获得超额收益的重要途径。历史经验表明，市场预期不

明朗的情况下，由于成本端推升造成基本面处于底部的行业，往往具有相对收益。按照这一逻辑筛选：“市场煤、计划价”机制下，电价调整步伐远低于市场煤价上升幅度。**电力行业**主营业务收入增速、净利润增速均处于行业历史底部。此轮电荒将成为火电行业估值洼地修复的导线，促进行业迎来估值修复行情的到来。以煤炭为主要原材料的**煤化工产业**，在煤价高企的成本压力及产品提价遇阻的两端挤压下，行业业绩会受到强烈腐蚀。而目前尿素价格还未完全反应成本压力的上升。主题上，关注火电、煤化工。

在板块上，依旧主要看好，**金融、地产，商贸零售中的低估值品种，以及家电**，而相对**不看好的行业主要有工程机械、重卡以及有色金属，除焦煤外的其他煤炭品种**。区域上，**新疆、安徽**财政的保证性相对较强，看好这两个区域内的投资品种。

政策变数的风险点

在我们之前提到的下行的几个触发点中，围绕经济下行或对于一致预期的形成是最根本的考虑因素，因此我们需要强调的风险点在于，**在经济出现小幅下行迹象的时候，政策面出现货币以及财政极度宽松以再度保经济的局面**，如果说我们原有的判断体系是短空中多的话，那么出现这样的政策变数，将会使市场朝着短多中空的方向演变，由于价格的难以控制，中周期的启动将会被继续往后拖延，这是我们不愿意看到的。

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。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级策略分析师，研究领域为投资策略及海外市场。

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情范围内，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。