

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn
SAC: S0190510110012

工业生产平稳回落，后续动力不足

--5月物流协会制造业 PMI 快评

2011年6月1日

相关报告

110531
希腊债务问题在7月之前有望初步解决
110529
工业生产即将进入“主动去库存”阶段
110522
经济进入最难受阶段
110520
夏季用电缺口或拖累全年GDP 0.4个百分点
110517
去库存是结构性而非全局性
110515
紧缩下经济已近临界点
110513
数量调控变灵活，警惕六月初加息
110511
发电量和结构性去库存制约工业生产，火电产能不足是伪命题
110509
硬币的另一面--刘易斯拐点后企业利润率必然下降吗？

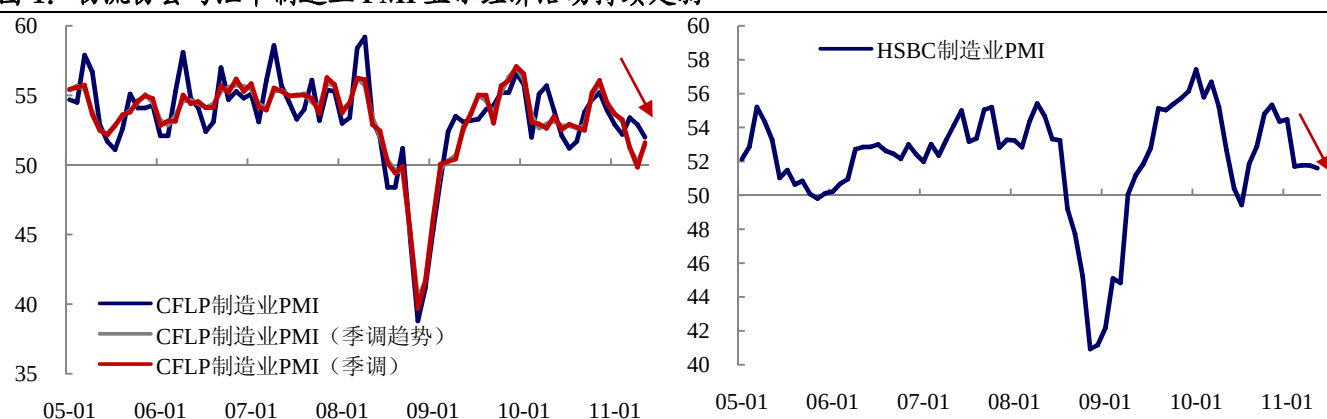
投资要点

- 5月物流协会制造业 PMI 指向经济活动持续走弱，新订单下滑明显，对 PMI 形成最大拖累。内需较外需更为疲弱。产出分项小幅回落，主要受到中部地区缺电影响。购进价格大幅下滑，通胀预期有所改变，从而进一步缓解输入型通胀，同时产成品供给仍然过剩，去库存不可避免。
- 产出分项虽小幅回落，主要受中部缺电地区影响较大。按照物流协会的新闻稿，工业生产小幅回落主要是因为中部地区因缺电而导致工业生产出现明显回落。而东部和西部地区生产甚至出现上升。
- 新订单分项对 PMI 造成 0.5 个百分点拖累。供应商配货时间对 PMI 的正贡献或由缺电所导致，不能理解成通常意义上的经济转暖。新订单持续疲弱将制约后期工业生产。在新订单大幅下降 1.7 个百分点的情况下，出口订单仅回落 0.2 个百分点，显示内需较外需更为疲弱。
- 购进价格分项较上月大幅回落 5.9 个百分点，反映通胀预期有所改变，或进一步缓解输入型通胀压力。本月新订单和生产分项的下降一致指向需求回落，购进价格大幅下滑将进一步缓解输入型及成本推动型通胀，但考虑前期高通胀已推升 2 季度整体通胀平台处于较高位置，政策短期难以放松。
- 产成品供给仍然过剩，去库存不可避免，但本轮被动补库存何时结束仍有待观察。PMI 中原材料库存、产成品库存分项一致回落，原材料库存降幅更为明显，显示原材料去库存或已开始。但新订单-产成品库存缺口仍然维持在较低水平，显示供给过剩程度现状没有明显改善。

5月物流协会制造业PMI指向经济活动持续走弱，新订单下滑明显，对PMI形成最大拖累。内需较外需更为疲弱。产出分项小幅回落，主要受到中部地区缺电影响。购进价格大幅下滑，通胀预期有所改变，从而进一步缓解输入型通胀，同时产成品供给仍然过剩，去库存不可避免。

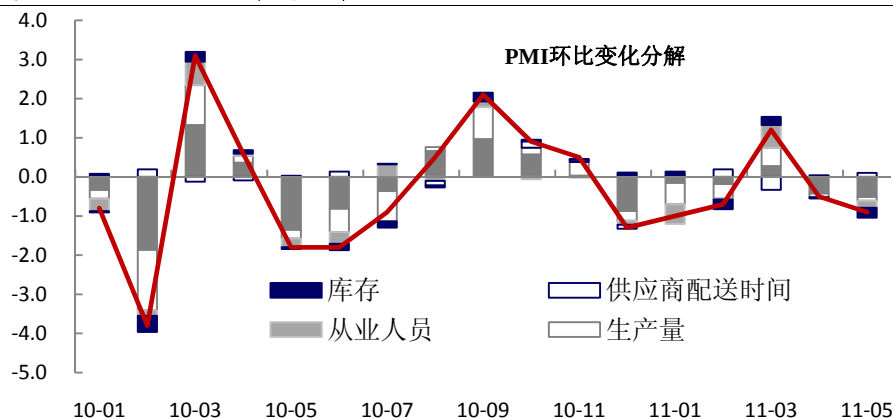
- 5月份物流协会制造业PMI环比下降0.9个百分点，显示经济活动继续走弱。5月汇丰银行制造业PMI小幅下降0.2%至51.6%，高于预估值51.1%。物流协会制造业PMI中11个分项指标全面回落，购进价格指数回落幅度高达5.9%。季调后的PMI较上月有所回升，5大扩散指数中除原材料库存外，强于季节性规律。而2011年前4月PMI数据均弱于历史环比变化，5月有所掉头或显示经济走弱放缓。
- 产出分项虽小幅回落，主要受中部缺电地区影响较大。按照物流协会的新闻稿，工业生产小幅回落主要是因为中部地区因缺电而导致工业生产出现明显回落（回落5.3个百分点至50以下）。而东部和西部地区生产甚至出现上升。
- 新订单分项对PMI造成0.5个百分点拖累。供应商配货时间对PMI的正贡献（0.1个百分点）或由缺电所导致，不能理解成通常意义上的经济转暖。其中，新订单分项拖累PMI下降0.5个百分点，4月拖累0.4个百分点。新订单持续疲弱将制约后期工业生产。在新订单大幅下降1.7个百分点的情况下，出口订单仅回落0.2个百分点，显示内需较外需更为疲弱。5月配货时间有所延长，但这或是由于缺电所导致被动拖延，而并非传统意义上的经济转暖。
- 购进价格分项较上月大幅回落5.9个百分点，反映通胀预期有所改变，或进一步缓解输入型通胀压力。从历史数据来看，购进价格指数和PPI环比吻合较好，两者分别自今年3月、2月开始回落。本月新订单和生产分项的下降一致指向需求回落，购进价格大幅下滑将进一步缓解输入型及成本推动型通胀，但考虑前期高通胀已推升2季度整体通胀平台处于较高位置，政策短期难以放松。
- 产成品供给仍然过剩，去库存不可避免，但本轮被动补库存何时结束仍有待观察。PMI中原材料库存、产成品库存分项一致回落，原材料库存降幅更为明显，显示原材料去库存或已开始。但新订单-产成品库存缺口仍然维持在较低水平，显示供给过剩程度现状没有明显改善。最新公布的4月工业企业产成品库存趋势偏离仍然高企也显示企业库存压力犹在，在需求没有明显恢复的情况下，本轮被动补库存何时结束仍有待观察。

图 1：物流协会与汇丰制造业 PMI 显示经济活动持续走弱



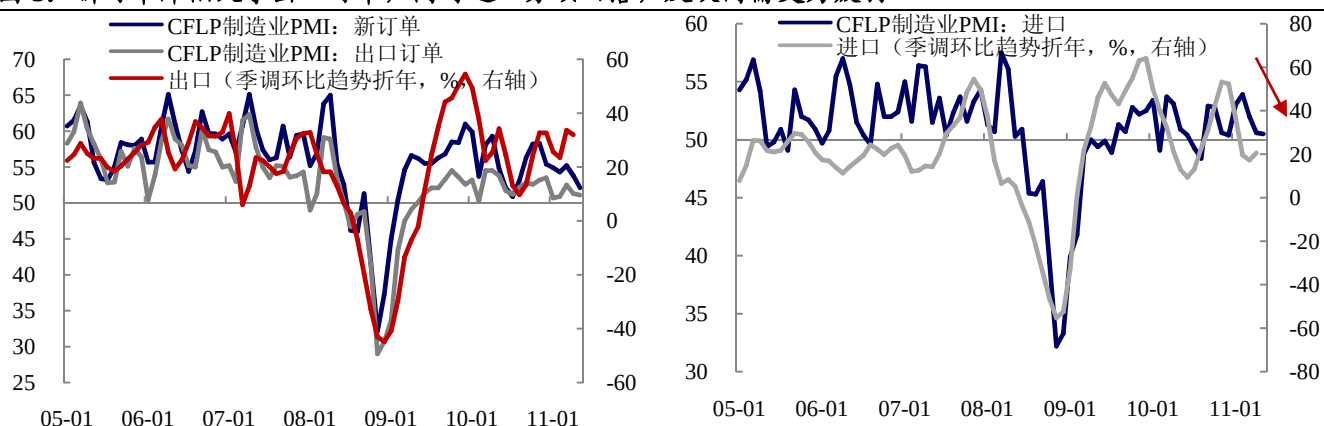
数据来源：Wind，兴业证券

图 2: PMI 环比下降 0.9 个百分点, 其中新订单造成 0.5 个百分点拖累



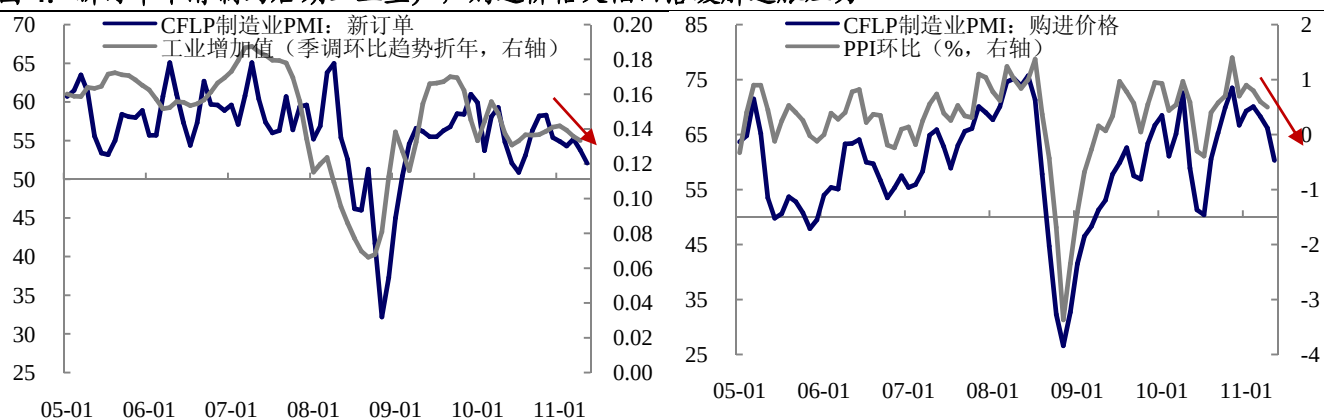
数据来源: Wind, 兴业证券

图 3: 新订单降幅大于出口订单, 同时进口分项回落, 反映内需更为疲弱



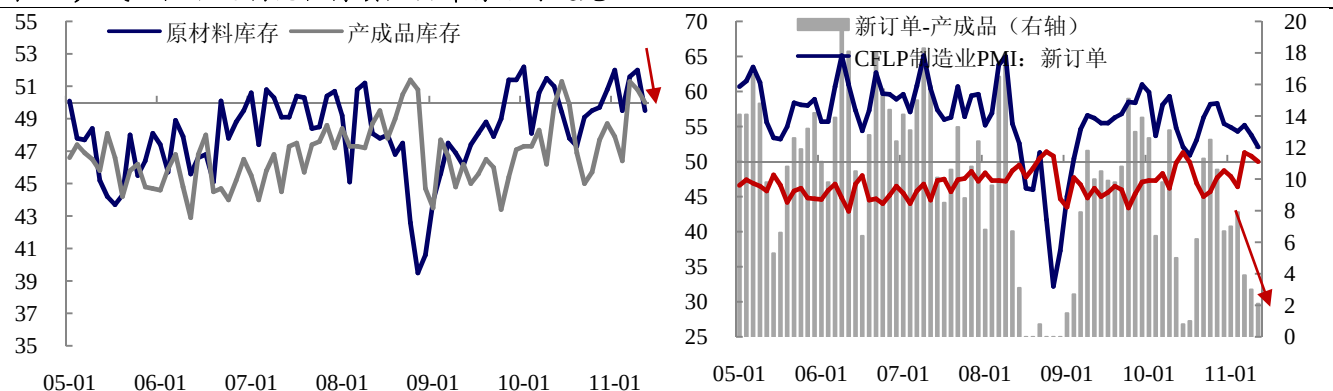
数据来源: Wind, 兴业证券

图 4: 新订单下滑制约后期工业生产, 购进价格大幅回落缓解通胀压力



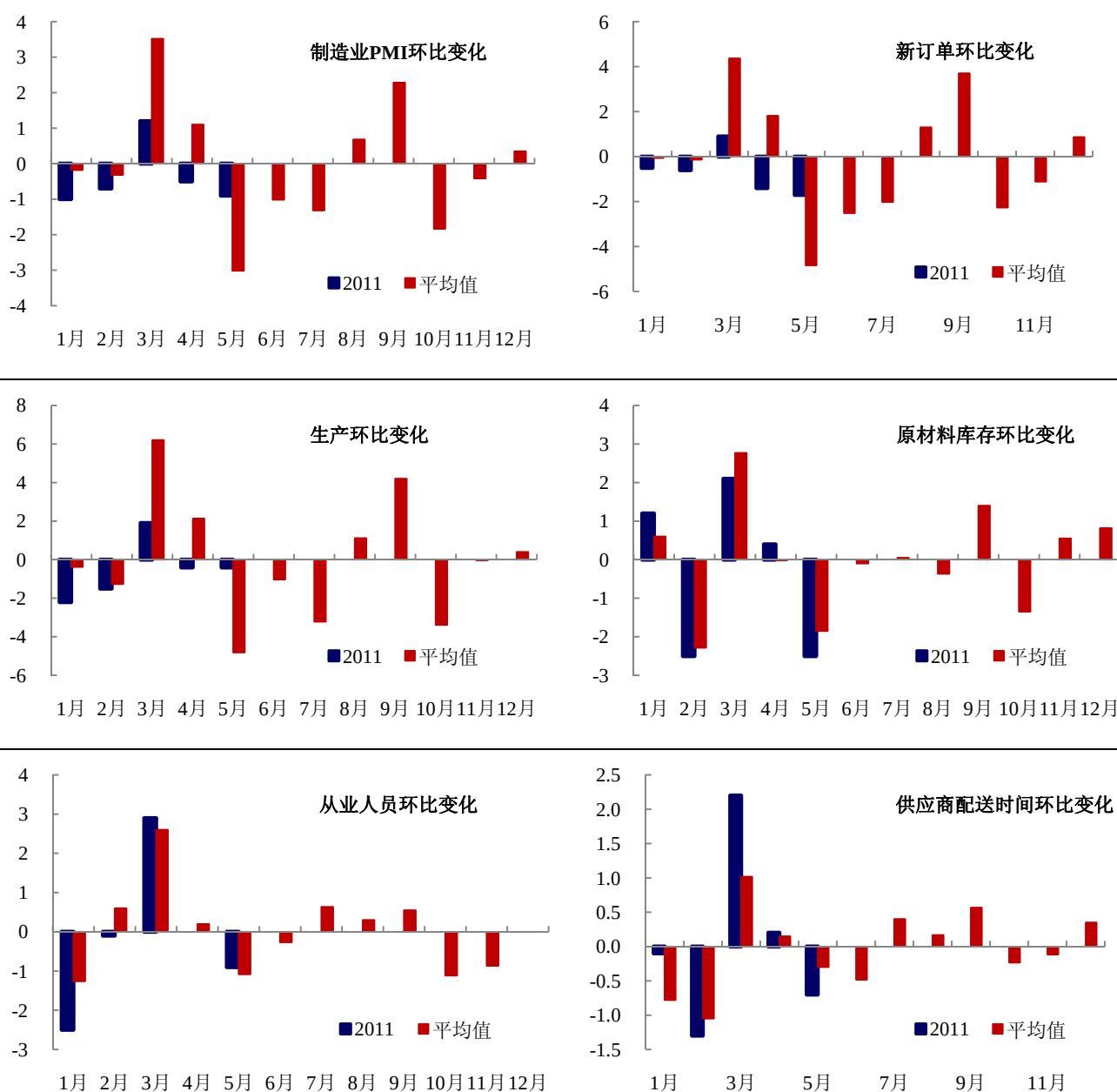
数据来源: Wind, 兴业证券

图 5: 产成品供给过剩现状持续, 去库存不可避免



数据来源: Wind, 兴业证券

图 6: 物流协会 PMI 的 5 大扩散指数中除原材料库存及供应商配送时间指数外, 强于季节性规律



数据来源: CEIC, 兴业证券

图 7：物流协会制造业 PMI 数据总览

	权重	11M5	11M4	11M3	11M2	11M1	10M12	10M11
PMI		52.0	52.9	53.4	52.2	52.9	53.9	55.2
新订单	0.30	52.1	53.8	55.2	54.3	54.9	55.4	58.3
生产	0.25	54.9	55.3	55.7	53.8	55.3	57.5	58.5
从业人员	0.20	50.9	51.8	51.8	48.9	49.0	51.5	52.0
供应商配送时间	0.15	49.9	50.6	50.4	48.2	49.5	49.6	48.9
原材料库存	0.10	49.5	52.0	51.6	49.5	52.0	50.8	49.7
出口订单		51.1	51.3	52.5	50.9	50.7	53.5	53.2
采购量		53.6	53.8	54.1	54.5	57.7	56.8	57.4
产成品库存		50.0	50.8	51.3	46.4	47.9	48.7	47.7
购进价格		60.3	66.2	68.3	70.1	69.3	66.7	73.5
进口		50.5	50.6	52.0	53.9	53.0	50.4	50.6
积压订单		57.7	50.7	51.4	46.6	46.5	50.7	50.5

数据来源：Wind，兴业证券

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。