

5月PMI：高库存风险在逐步消化

核心要点：

- 5月中国制造业采购经理指数显示，制造业新订单增速进一步放缓，同时生产环比增速微降，库存企稳，购进价格涨势明显放慢。

- 受出口放缓、汽车需求减少等一系列因素影响，二季度我国经济进入去库存阶段。虽然订单增速不断下滑，但仍保持了增长态势，且增速下滑的幅度和速度还算平缓，因而现在来看，二季度的去库存过程仍属于较为健康的调整行为。

从5月份的订单增速继续放缓和库存企稳来看，去库存过程还将持续，一旦库存环比出现下滑，整体库存压力便能得到缓解。而只要库存压力有所缓解，则随之而来补库存进程就有望推升三季度的订单需求。此外，在房地产调控不放松，汽车需求减少，通胀压力暂时可控的背景下，二季度经济增速的下滑将会让三季度的调控政策处于稳中偏宽松的状态，特别是财政政策，而这将助推新开工项目的回升、保障房建设和设备更新的加速、以及一些中长期战略性投资的启动。与此同时，日本灾后的重建工作也有望在三季度加快步伐，这将有利于对我国进口需求的回升，对全球需求也会有一定的提振。因而，在三重需求好转因素的叠加下三季度有望迎来经济增长的环比回升。

- 从不同所有制企业来看，5月私营企业景气度如期下滑，订单、库存、生产全线收缩；而国有企业景气度却有所上升，在新订单增速下滑的背景下，这主要得益于生产的加快，但与此同时，产成品库存环比也大幅增加，并且增速创近四年新高。这意味着国企未来的备货积极性将可能受到库存的制约。
- 纵向来看，产业链上的产品库存、原料采购及库存情况表明，下游需求的持续低迷已导致下游的生产也开始收缩。目前看来，已经影响到了中间品的需求，导致中间品库存增加，但中间品的生产积极性整体来看目前尚未有明显收缩的迹象。但如果下游需求持续低迷，那么不久中间品也将遭遇库存压力。
- 横向来看，下游消费制造业的景气度好于设备制造业；中游钢铁、有色之类重工原材料的景气度好于化纤、橡胶、塑料、纺织等轻工原材料。

分析师



潘向东

☎：(8610) 8357 4197



panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0930510120027

联系人



童英

☎：(8610) 83571303



tongying_yj@chinastock.com.cn

5 月 PMI：高库存风险在逐步消化

5 月中国制造业采购经理指数显示，制造业新订单增速进一步放慢，同时生产环比增速微降，库存企稳，购进价格涨势明显放缓。

受出口放缓、汽车需求减少等一系列因素影响，二季度我国经济进入去库存阶段。虽然订单增速不断下滑，但仍保持了增长态势，且增速下滑的幅度和速度还算平缓，因而现在来看，二季度的去库存过程仍属于较为健康的调整行为。

从 5 月份的订单增速继续放缓和库存企稳来看，去库存过程还将持续，一旦库存环比出现下滑，整体库存压力便能得到缓解。而只要库存压力有所缓解，则随之而来补库存进程就有望推升三季度的订单需求。此外，在房地产调控不放松，汽车需求减少，通胀压力暂时可控的背景下，二季度经济增速的下滑将会让三季度的调控政策处于稳中偏宽松的状态，特别是财政政策，而这将助推新开工项目的回升、保障房建设和设备更新的加快、以及一些中长期战略性投资的启动。与此同时，日本灾后的重建工作也有望在三季度加快步伐，这将有利于对我国进口需求的回升，对全球需求也有一定提振。因而，在三重需求好转因素的叠加下三季度有望迎来经济增长的环比回升。

一、需求增速进一步放缓，库存企稳，购进价格涨势放缓

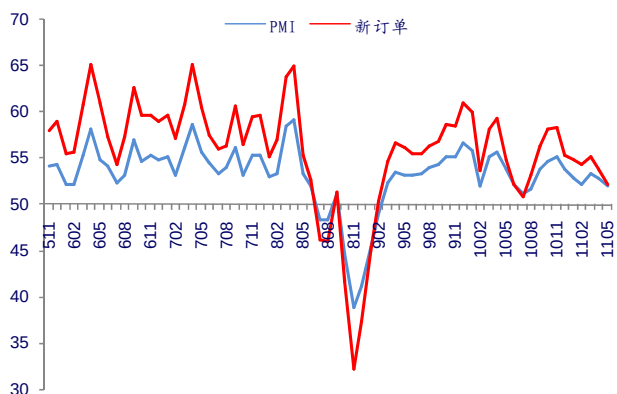
5 月中国制造业采购经理指数显示，制造业新订单增速进一步放慢，同时生产环比增速微降，库存企稳，购进价格涨势明显放缓。

具体而言，5 月 PMI 指标为 52，环比增速继续回落，与该月历史（06 到 10 年，下同）中值水平的差距相比上月有所缩小（53.9）。新订单指数 52.1，低于 4 月份的 53.8，也低于历史中值（56.2）；出口订单指数 51.1，微降 0.2，与历史中值 53.8 的差距有所减少；产量的变化稍好于新订单，5 月产量指数 54.9，略低于 4 月份的 55.3，与历史同期 58.2 的中值水平的差距较上月有所缩小。库存方面，产成品库存指数比上月下降 1.3 至 50，显示企业库存基本与上月持平，未继续增加，但也未减少，去库存过程仍未结束；另一方面，PMI 分项指数显示 5 月受调查的制造业企业主要原材料库存环比出现微降，从 4 月份的 52 下降至 49.5，反应终端需求的持续低迷对企业生产备货积极性的灼伤。

受需求持续不振的影响，5 月制造业购进价格增速大幅放缓，PMI 购进价格指数较上月下降 5.9 至 60.3，虽环比仍在上涨，但涨幅明显放缓，已低于历史同期的中值水平 63.4。虽然购进价格涨势的放缓有利于修复中下游行业的利润率，但需求增速的放缓却限制了销量的扩张。

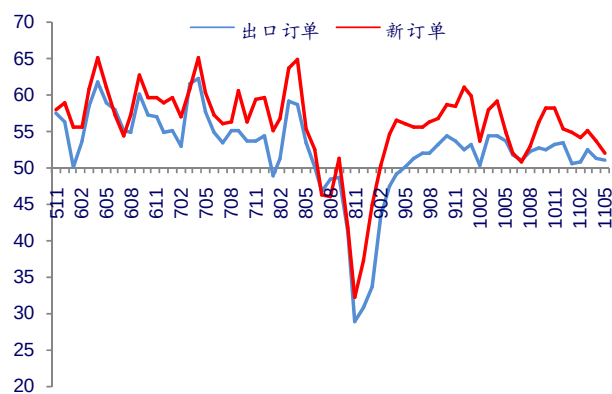
在三季度日本生产恢复、我国经济环比回升的预期支撑下，三季度大宗商品的价格难有大的跌幅，若美国依然维持宽松的货币政策，大宗商品价格很可能调整后再度上涨。届时这将再度全球的通胀压力可能再度加剧。

图 1: 需求增速处于相对低位



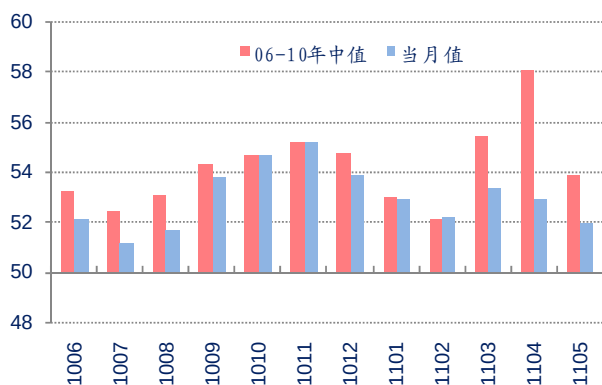
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 2: 内、外需同时放缓



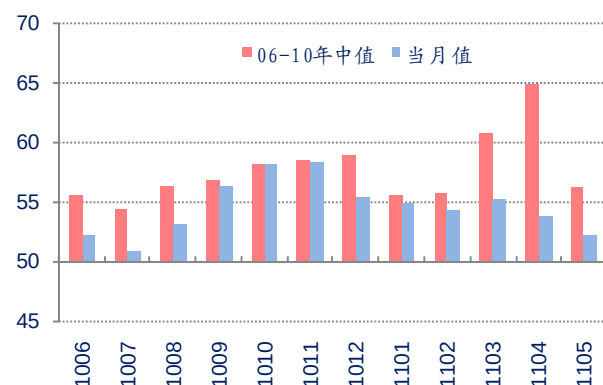
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 3: PMI



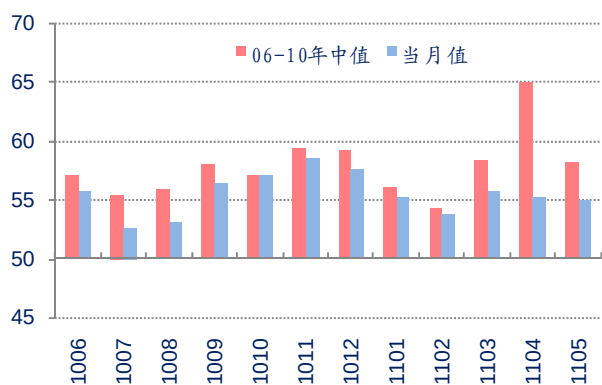
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 4: 新订单



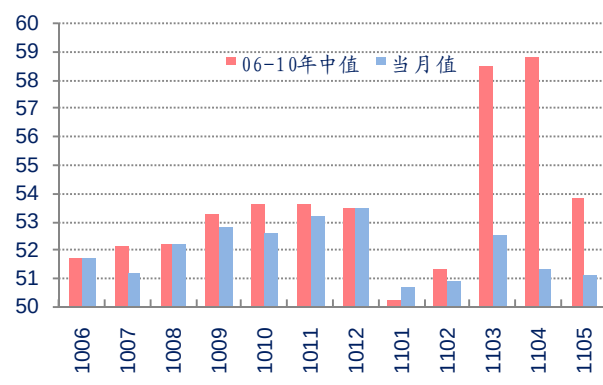
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 5: 生产量



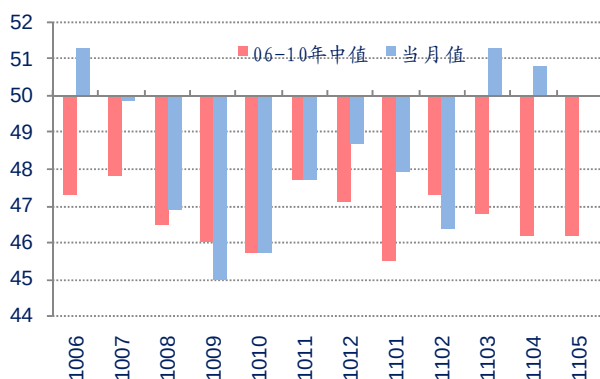
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 6: 出口订单



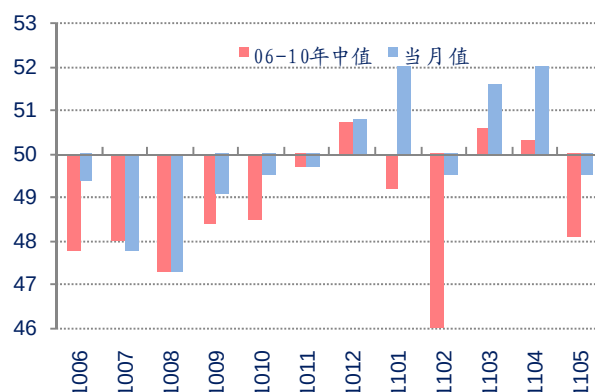
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 7: 产成品库存



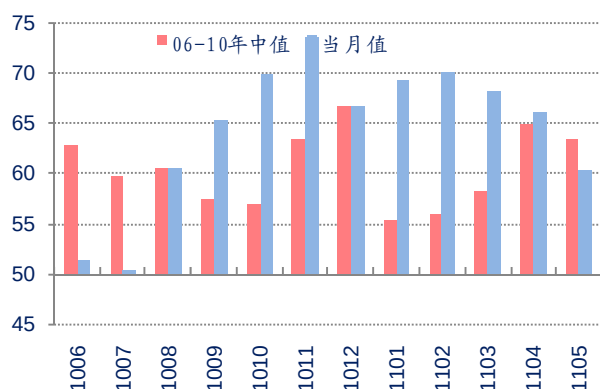
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 8: 主要原材料库存



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 9: 购进价格



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

二、国企备货积极，库存高企，私企景气度下挫

需求的持续下滑以及资金的不断收紧和成本的不断抬高最终导致了私营企业景气度的大幅下滑。正如我们上月所预期，在当前国有经济为主体，同时政府仍然主导着经济增长和资金成本的复苏阶段里，私营企业的景气度超越国企绝对难以持续，5月私营企业景气度指数如期下滑。

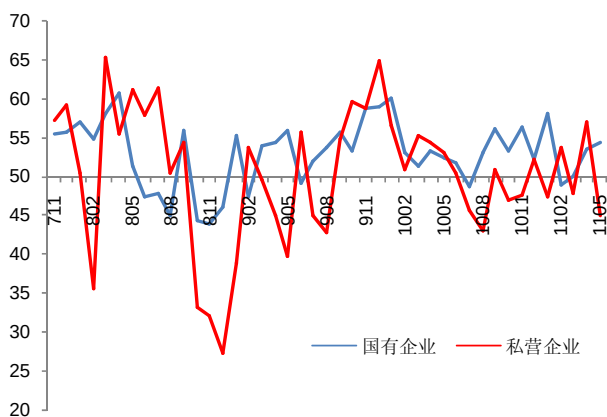
与此同时，我们注意到，在私有企业景气度和新订单环比收缩的同时，国有企业的景气度和新订单指数环比均有增长，且景气度指数有所攀升。从分项来看，5月国有企业生产量达61.1，环比大增，且高于4月份的56.7，同时产成品库存环比大幅增加，分项指数达55.8（4月份是44.2），为近四年来的新高。因而，5月份国有企业景气度高的主要原因是积极的生产备货，但新订单需求的增长仍然不够强劲。

从历史上来看，经济增速的明显回落往往都伴随着国有企业生产量指数的收缩。例如，2008

年下半年, 2009 年 2 月, 2010 年 7 月和 2011 年 2 月, 经济增速出现明显回落都伴随着国有企业的生产量的环比收缩。5 月国有企业的生产量回升的同时产成品大幅增加, 而新订单增速略有落后, 同时从数据我们可以观察到, 相比私营企业, 国企库存一般较为稳定, 这意味着短期需求若不回升, 6 月国企将会有去库存压力, 而这将抑制 6 月份生产活力。

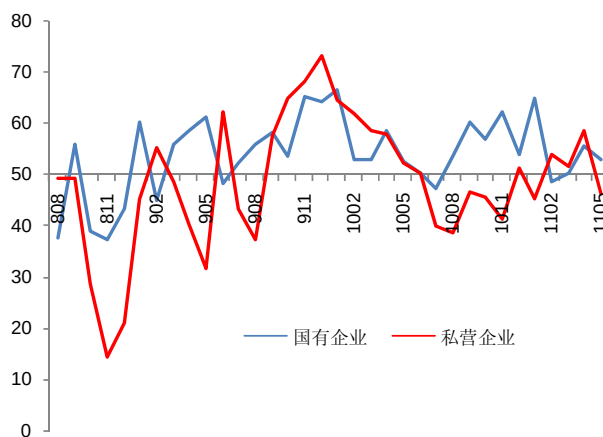
至于私有企业, 目前去库存压力不大, 同时新订单也有所下降, 估计在总需求尚未企稳回升之前, 私有企业的景气度仍会在低位徘徊。

图 10: 国有和私营企业景气度指数 PMI



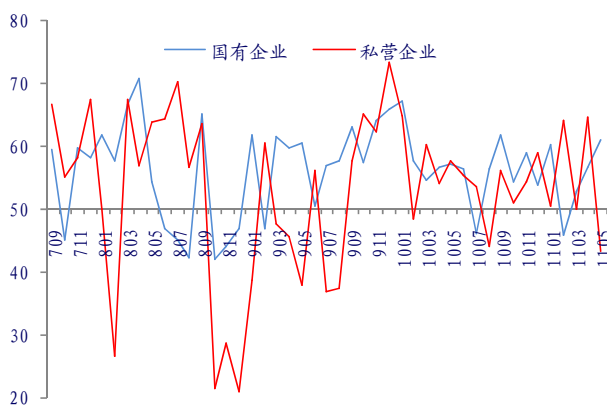
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 11: 国有和私营企业 PMI 新订单分项



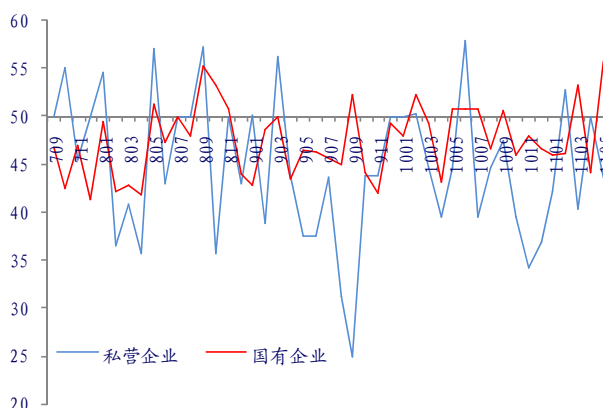
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 12: 国有和私营企业生产量指数



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 13: 国有和私营企业库存分项



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

三、生产积极性: 能源原材料>中间品>生产用制成品

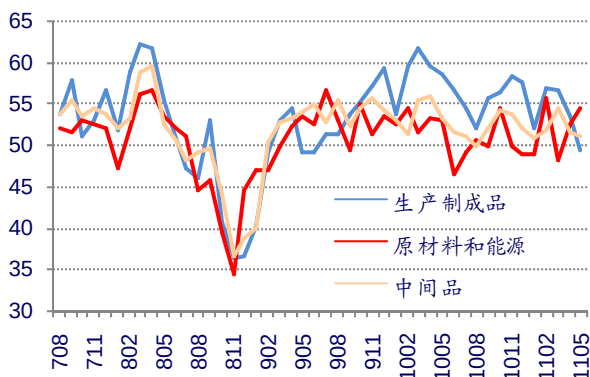
从新订单来看, 5 月下游生产用制成品新订单指数为 48.1, 显示下游生产品制成品需求呈收缩态势, 中间品订单 50.3, 环比保持平稳, 而原材料能源新订单指数 56.8, 高于 4 月份的 54.9, 略有扩张。

从产成品库存来看，5月下游生产用制成品库存环比已开始下降，同时下降的还有前期库存快速增加的能源与原材料，而中间品库存却仍然保持稳步增加的态势，52.8的产成品库存指数比4月的52.1还要高出0.7。

从主要原材料的库存变化情况看，下游生产用制品与中间品的主要原材料库存大幅减少，上游能源与原材料的库存环比也略有下降，但降幅小于中下游。而就对主要原材料的采购量而言，除了下游生产用制品的主要原料采购量环比下滑外，中间品和上游能源原材料的主要原料采购量环比均保持升势，但中间品的增幅较上月有所减少，而能源原材料对主要原料的采购量有所加速。此外，从购进价格指数来看，中下游成本下降得更快。

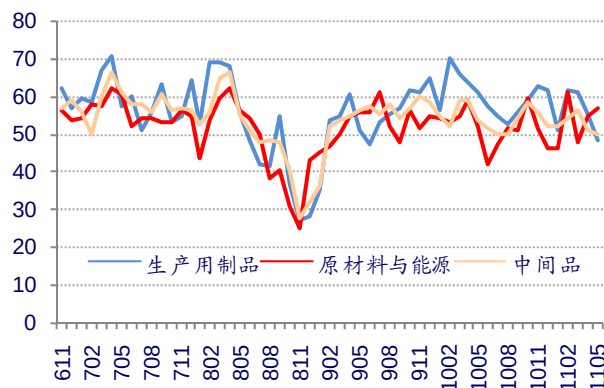
从产业链上下游的产品库存、原料采购及库存情况可以看出，下游需求的持续收缩导致下游的生产积极性也开始收缩，目前看来，已经影响到了中间品的需求，但中间品的生产积极性整体来看尚未有明显收缩的迹象，原料采购环比仍在扩张（但增速已明显放缓），同时原料库存环比大幅减少，产成品库存仍在不断增加，表明5月份中间品的生产仍然保持稳步扩张。

图 14: 上中下游景气指数 PMI



资料来源：CFLP，中国银河证券研究部

图 15: 上中下游 PMI 新订单分项指数



资料来源：CFLP，中国银河证券研究部

图 16: 上中下游 PMI 生产量分项指数

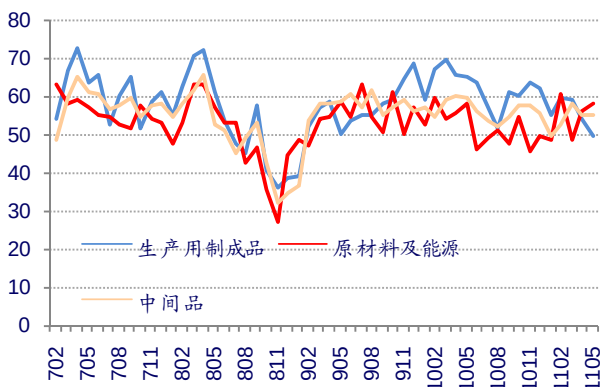
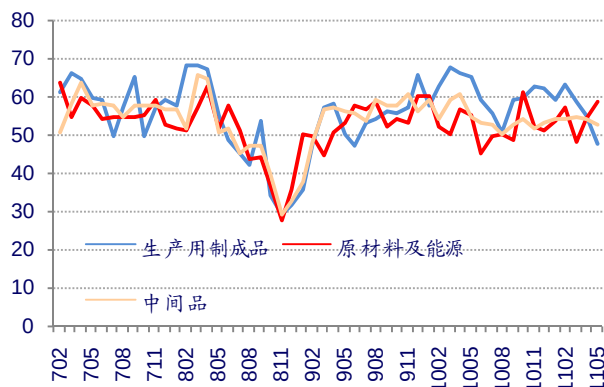
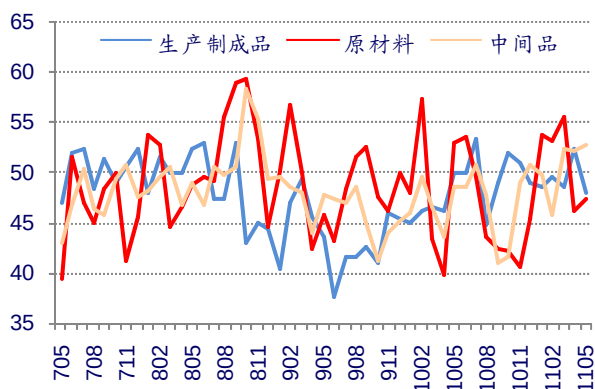


图 17: 上中下游 PMI 采购量分项指数



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

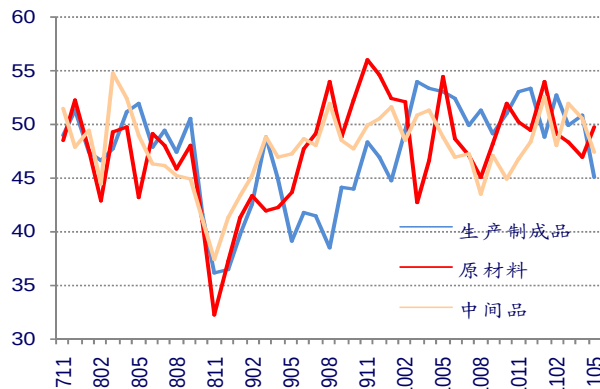
图 18: 上中下游 PMI 产成品库存分项指数



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

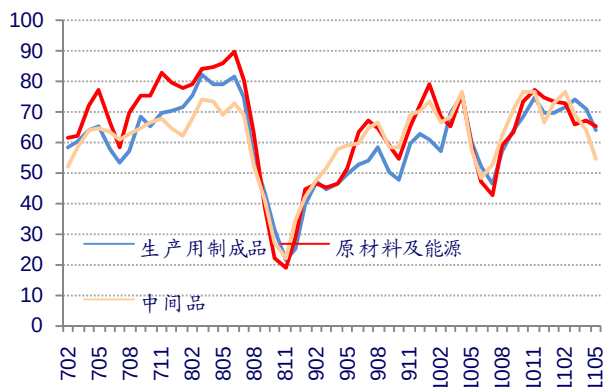
资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 19: 上中下游 PMI 主要原材料库存分项指数



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

图 20: 上中下游 PMI 购进价格分项指数



资料来源: CFLP, 中国银河证券研究部

四、行业景气度: 下游: 消费>设备; 中游: 重工>轻工

下游来看, 生活用制成品要好于生产用制成品。受收入分配制度改革和经济持续复苏的影响, 中低收入者的购买力有利于支撑生活必需品的景气度。其中, 服装鞋帽及皮毛羽绒制品、食品、饮料订单和生产情况均较好, 库存压力也不大。但下游的设备制造业大面积遭遇需求放缓, 除电气机械与器材制造业的景气度较好外, 金属制品、专用设备和交运设备的景气度都较差, 特别是交运设备制造业, 订单持续收缩, 5 月份新订单指数更是下降至 36.6。

汽车行业景气度的下降是今年以来经济增速(特别是设备制造业需求)不断回落的重要原因之一, 这主要受到了以下两点因素的影响: 1、金融危机以来, 两年的购车优惠政策已提前

释放了大量的需求，同时促使汽车产能过度扩张；2、今年以来，购车优惠的终止以及限购令的出台、还有部分一线城市停车费的大幅上涨都对购车、换车的需求形成抑制。内需的突然低迷造成了行业的产能短期相对过剩严重，需要一段时间的调整。从时间上来看，受基数影响，汽车行业增速的加快可能需要等到明年上半年。

而中游行业的景气度分化明显。其中，石油加工和炼焦、化学原料及制品、黑金和有色的需求加速增长，同时库存环比减少；而纺织、化纤以及橡胶、塑料的需求快速减少，同时库存高企。从中游行业的分化可以看出，在整个制造业去库存的过程中，投资需求可能一直都相对强劲，特别是政府主导的基建投资。接下来，随着去库存进程的逐步深化，库存下降之后，补库存、出口回升以及投资加速的三重因素将可能叠加影响经济增长，有助于行业景气度的复苏与持续。

表 1：行业 PMI 各项的情况（按新订单环比加速度的增速排序）

	新订单			生产量			产成品库存		
	环比增	环比加速	同比变	环比增速	环比加速	同比变	环比增速	环比加速	同比变
	速	度	化		度	化		度	化
石油加工及炼焦业	18.5	30.7	26.3	18.6	23.6	22.6	-3.9	-7.7	-2
服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	12.2	7.3	3.8	15.1	8.5	3.9	-2.9	-4.3	-7.2
化学原料及化学制品制造业	5.5	5.4	4.9	10.8	13.7	7.2	-3.8	4.5	-3.8
电气机械及器材制造业	14.3	2.7	4.5	18.4	4.5	9.6	-3	-8	-3
黑色金属冶炼及压延加工业	6	2.6	11.1	6.1	-2.9	1.4	-1.7	-3.3	-14
食品加工及制造业	6.7	2.3	-0.4	6.8	4.4	-4.8	5.4	-5.5	7.2
有色金属冶炼及压延加工业	8.1	1.8	8.3	14.6	7.9	5.7	-8.7	-8.7	-1.9
饮料制造业	8.5	1.7	-0.4	4.1	-1.1	-4.8	-6.8	-4.5	-11.3
医药制造业	-0.5	1.3	5.7	-2.4	-1	-0.2	2	-6	0
木材加工及家具制造业	-3.8	-1.4	6.3	-0.4	1.6	-3.6	6.6	-0.1	9.9
全国	2.1	-1.7	-2.7	4.9	-0.4	-3.3	0	-0.8	0.2
金属制品业	-0.5	-2.6	-19	1.6	1	-16.9	-8.3	-12.4	-8.3
烟草制品业	11.9	-3.5	3.2	17.3	3	19.2	0	7.2	1.8
化纤制造及橡胶塑料制品业	-7.8	-3.8	-3.2	-1.9	-6.2	-6.1	17.6	2.9	11.7
通信设备计算机及其他电子设备	0.1	-6	0.3	4	-0.8	1.6	-1.9	1.3	-1.9
通用设备制造业	6.7	-6.5	-8.1	4.4	-9.3	-16.6	2.4	1.2	3.7
专用设备制造业	-1.7	-7	-7.4	-0.4	-6.1	-8.5	-2.4	-3.6	2.4
造纸印刷及文教体育用品制造业	1.1	-7	-5.4	7.8	-6.7	-2	0	-1.6	3.3
交通运输设备制造业	-13.4	-9.9	-17.3	-13.3	-12.6	-19.3	2.7	3.4	7.5
纺织业	-13.6	-11	-27.6	-3.5	-9.5	-18.6	5.1	0	10.2
非金属矿物制品业	1.7	-11.2	-17.4	5.2	-5.1	-18.4	-1.2	12.4	-0.1

资料来源：CFLP，中国银河证券研究部

作者介绍

潘向东，男，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

童英，女，宏观产业研究员，北京大学光华管理学院应用经济系博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要负责宏观产业方面的研究。此前就职于光大证券研究所。

潘向东具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908