

2011-06-08
策略动态报告

5 月行业 PMI 显示消费出现反弹，制造业总体降幅放缓

◆行业 PMI 领先性的历史验证与实验验证：

为什么需要重点跟踪和研究行业 PMI 数据呢？主要是基于行业 PMI 数据具有领先性这一假说，但这种假说确实需要验证。我们有两种方法来验证，其一，是通过历史数据的分析与处理；其二，就是根据现有的数据进行预测，并等待时间来验证。我们计划对行业 PMI 数据跟踪 6 个月左右的时间，并以此来验证 PMI 的领先性是否可靠。

◆用购进价格预测通胀是需要特别谨慎的：

有些分析者认为购进价格回落可以得出物价压力放缓的结论，我们认为在得出这个结论的时候需要特别谨慎。第一，购进价格的回落实际上是比较滞后的，而消费品价格则是更领先的，购进价格是生产者接受的价格，而 CPI/PPI 都与此概念都有较大差异。第二，外在冲击是造成目前物价高企的重要原因。猪肉的因素就没有体现在 PMI 中，木材加工、医药制造等行业的数据就显示这两个行业存在原材料价格冲击。

◆PMI 涉及行业的分类：

我们将制造业 PMI 调查的 20 个行业分为以下三组，并按组进行分析。第一组，消费类制造业，包括食品加工及制造业、饮料制造业等；第二组，原材料组，包括石油加工及炼焦业、化学原料及化学制品制造业、化纤制造及橡胶塑料制品业等；第三组，设备组，包括通用设备制造业、专用设备制造业等。详细分类可参见报告正文。

◆原材料组 5 月 PMI 出现弱势反弹：

在原材料组中，几乎所有行业新订单都出现了反弹，但反弹力度不明显。综合新订单、生产量、产成品库存等几个方面来看，我们认为石油加工、金属制品、有色金属冶炼等行业 5 月份的表现较好，石油加工是因为新订单强劲，金属制品和有色金属冶炼是因为去库存的进程比较快。

◆设备制造组 5 月 PMI 下降幅度放缓：

从设备制造组的 PMI 原始数据来看，5 月份的情况仍然处于下降的通道中，只是相对历史平均情况来说，下降的幅度要低一些。总体上来看，我们认为电气机械和专用设备两个子行业的需求会最快复苏，而且其在产成品和原材料领域的去库存都已经进行一段时间。

◆必须消费品 5 月 PMI 出现反弹，可选消费继续下滑：

从消费品组的 PMI 原始数据来看，5 月份的情况出现分化，必须消费品 5 月份 PMI 出现反弹，而可选消费则继续下滑。总体上，我们认为服装鞋帽和饮料制造业情况最好，已经进入复苏中，一方面其新订单和生产的情况明显改善，另一方面，产成品库存和原材料库存也在经历去化过程。

策略分析师：

肖超虎

021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

执业证书编号：S0930510120011

冯钦远

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

执业证书编号：S0930510120014

开文明

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

执业证书编号：S0930510120012

薛俊

021-22169045

xuejun1@ebsecn.com

执业证书编号：S0930510120022

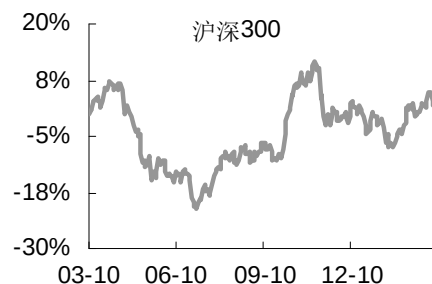
范敏

021-22169039

fanmin@ebsecn.com

执业证书编号：S0930510120021

大盘表现 (12 个月)



相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

行业 PMI 领先性的历史验证与实验验证

为什么需要重点跟踪和研究行业 PMI 数据呢？主要是基于行业 PMI 数据具有领先性这一假说，但这种假说确实需要验证。我们有两种方法来验证，其一，是通过历史数据的分析与处理，这一工作我们正在进行，考虑到中采曾做过类似研究并且证明领先性确实存在，在我们的研究完成之前，我们暂且相信行业 PMI 的领先性；其二，就是根据现有的数据进行预测，并等待时间来验证。我们相信第二种验证是更加有意义的。从本期开始，我们计划对行业 PMI 数据跟踪 6 个月左右的时间，并以此来验证 PMI 的领先性是否可靠。

一旦上述两种方法都能验证 PMI 的有效性，那么我们就获得了把握制造业先机的方法。行业 PMI 主要是通过 20 个大类的制造业行业进行调研所获得的一组数据，用以表征制造业生产活动的指标。这组数据具有两个显著特点，其一是公布时间早，在每个月的 1 号就会公布；其二，数据简洁明了。如果这组数据确定能对制造业的工业增加值、公司收入和利润进行预测，那么我们就准确把握制造业的运行趋势了。

相对于工业增加值来说，行业 PMI 数据公布时间早；相对于工业企业收入和利润来说，行业 PMI 频率高，而且来得更加及时。从我们的验证方法来说，可以分为提出假说、事后验证、修正假说、再次验证，如此循环的过程。工业增加值和行业财务数据可以用于多次验证。

行业 PMI、工业增加值、利润及其他指标

在我们进行行业跟踪与比较研究的时候，常常会遇到这么几组行业指标，行业 PMI、工业增加值、利润；其他还有一些需要跟踪的指标，包括销售量/收入，产品价格，库存。这些指标之间是什么关系，与行业 PMI 之间又有怎样的联系？我们能否找到几个核心指标，将纷繁芜杂的行业比较工作变得清晰明朗起来呢？

PMI 主要是用于表征制造业的生产活动，但其中的分项指标是包含了需求（新订单）、供给（生产、产成品库存）、成本（购进价格、原材料库存）。由于 PMI 指数和新订单指数的相关性最高，因此 PMI 指数在某种程度上代表了需求。但从 PMI 中，我们也能获得生产、库存和购进价格等方面的信息，这些信息是否可靠当然需要验证。

而工业增加值完全是统计工业生产的指标，它与用生产法统计的 GDP 运行情况基本是一致的。我们判断工业增加值的主要目的，就是判断生产法的 GDP。如果要判断利润，在工业增加值的基础上还需要结合库存的情况。由于我们工作的一项重要任务是预测，那么使用工业增加值的一个前提就是其必须具有可预测性。事实上，到目前为止，我们并没有获得系统的预测行业工业增加值的方法。一个简单的想法是，行业产量和单位产量的增加值构成行业增加值，这个预测工作就转换为预测产量和单位产量的增加值，这有点类似于销量和毛利。

实际上，从 PMI 的主要指标体系来看，通过 PMI 我们可以跟踪未来需求（新订单）、销量（生产量、库存变化）、购进价格、生产行为及预期（采购量、原材料库存）。有一项重要的指标是无法通过 PMI 获得的，那就是产品价格。因此，我们需要建立一个额外的数据库，用以跟踪主要产品的价格。对于其他几个指标，我们可以在我们的历史验证和实验验证中进行分析。

新订单可以通过销量、下游生产等因素来逐步验证；生产量和库存则可通过实际公布的数据进行验证；购进价

格可以通过上游产品价格来验证。

5 月制造业 PMI 总体表现：环比回落，但回落幅度小于历史均值

这方面的分析已经比较多，我们在这里就进行一个总体的描述，具体的数据和分析就不罗嗦了。

第一，5 月份 PMI 指标比 4 月份回落，但回落的幅度仅为 0.9 个百分点，历史上，5 月份 PMI 环比回落的均值为 2.86 个百分点。PMI 回落且小于历史均值的主要因素在于新订单、生产和进出口。

第二，5 月份产成品库存、购进价格、原材料库存指数环比继续回落，且回落的幅度大于历史均值。

考虑到当前政策的持续紧缩，以及下游需求的明显分化，我们认为未来 3 个月新订单指数的表现仍然会比较疲弱，但情况会比之前有所好转。好转的动力主要是价格上涨的趋势得到了控制，目前价格上涨的压力主要是来自猪肉、粮食、电力等受到供给冲击影响的领域，随着旱灾的缓解，这些因素都将得到控制。

在新订单的带动下，生产将得到恢复，库存则得到去化，而采购量、原材料库存和购进价格会陆续改善，其中购进价格是位于链条最尾巴的因素。因此，我们不同意一种广泛的错误观点，根据 PMI 购进价格的回落推出物价压力的消失。如果不说购进价格是落后的指标，至少也不能简单认为购进价格对 CPI/PPI 具有预测作用。当且仅当购进价格具有价格刚性、且具有向下转嫁成本的能力。从逻辑上看，我们倾向于认为购进价格是滞后于新订单、生产量的，而与核心 PPI 之间则属于一个硬币的两面。

如果上述这种判断是正确的，那么制造业 PMI 购进价格的回落只是反映了过去几个月新订单和生产量的回落，目前正在好转的新订单则会在未来几个月重新推高 PMI 购进价格。但这和 CPI 之间并没有什么因果关系。

5 月制造业分行业 PMI

我们将制造业 PMI 调查的 20 个行业分为以下三组，并按组进行分析。第一组，消费类制造业，包括食品加工及制造业、饮料制造业、烟草制品业、纺织业、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制造业、医药制造业、木材加工及家具制造业、交通运输设备制造业，其中最后两个行业属于可选消费；第二组，原材料组，包括造纸印刷及文教体育用品制造业、石油加工及炼焦业、化学原料及化学制品制造业、化纤制造及橡胶塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业，这些行业都属于偏上游的行业，涵盖了几乎各种材料；第三组，设备组，包括通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业。

原材料组 5 月 PMI 出现弱势反弹

在原材料组中，几乎所有行业的新订单出现了反弹，但反弹的力度并不明显。综合新订单、生产量、产成品库存等几个方面的情况来看，我们认为石油加工、金属制品、有色金属冶炼等行业 5 月份的表现较好，石油加工

是因为新订单强劲，金属制品和有色金属冶炼是因为去库存的进程比较快。

有三个行业需要进行专门的研究。

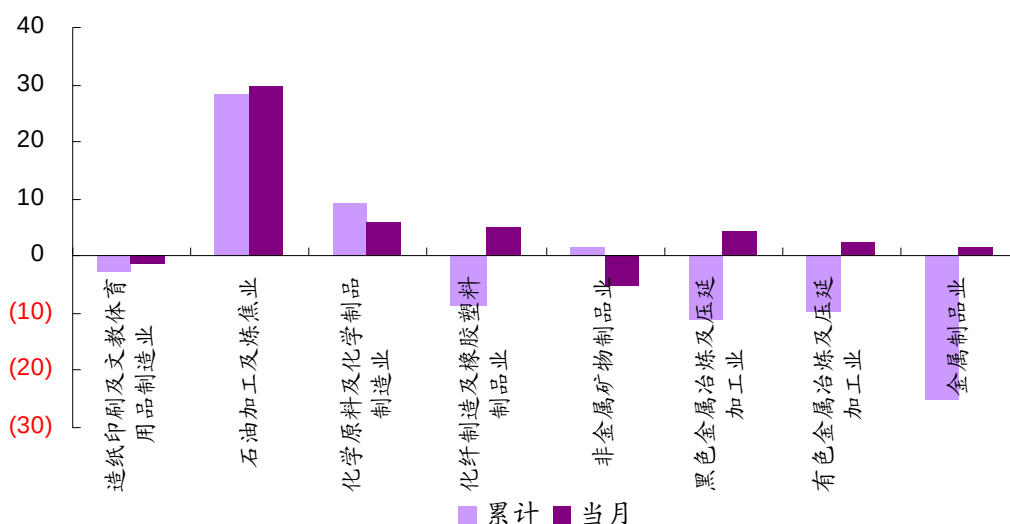
石油加工业在 1-5 月份和 5 月份当月度非常强劲，这应该是得益于高企的油价。在整个产业链及价格体系中，石油都是一个外生变量，从购进价格来看也是如此。虽然订单和生产都很旺盛，但购进价格却在持续下降。受石油影响，化学原料业的表现也比较坚挺。

非金属矿物制品的新订单指数在 5 月份独自下滑，而其 1-5 月份累计值则小幅上升。这个行业属于强劲需求开始下滑、购进价格却从弱转强。

造纸印刷及文教体育用品行业则是持续下降，无论是哪项指标都如此。

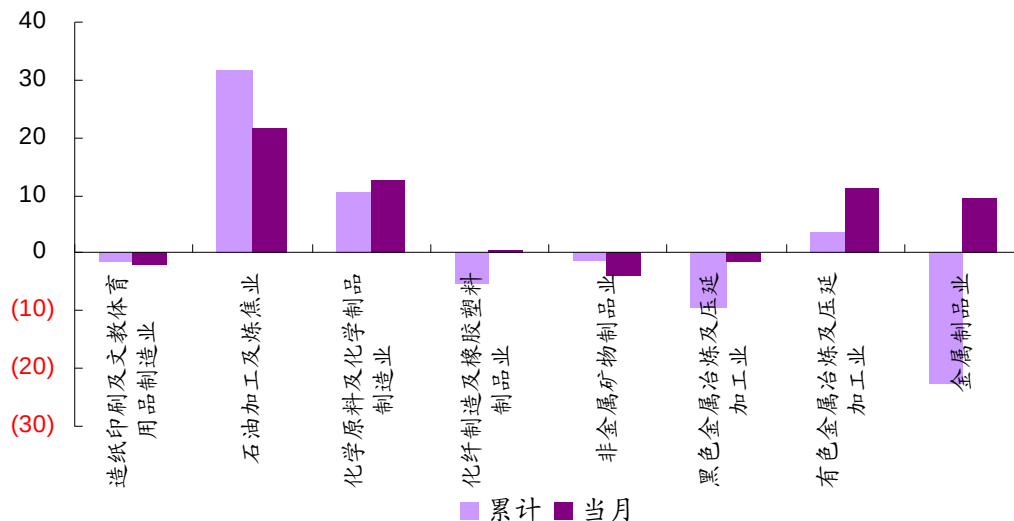
从剔除季节性以后的新订单数据来看，原材料组 5 月份也出现了小幅度的反弹，其中石油加工和化学原料反弹的幅度较大。

图 1、原材料组主要行业新订单 5 月份变化（剔除季节性因素）



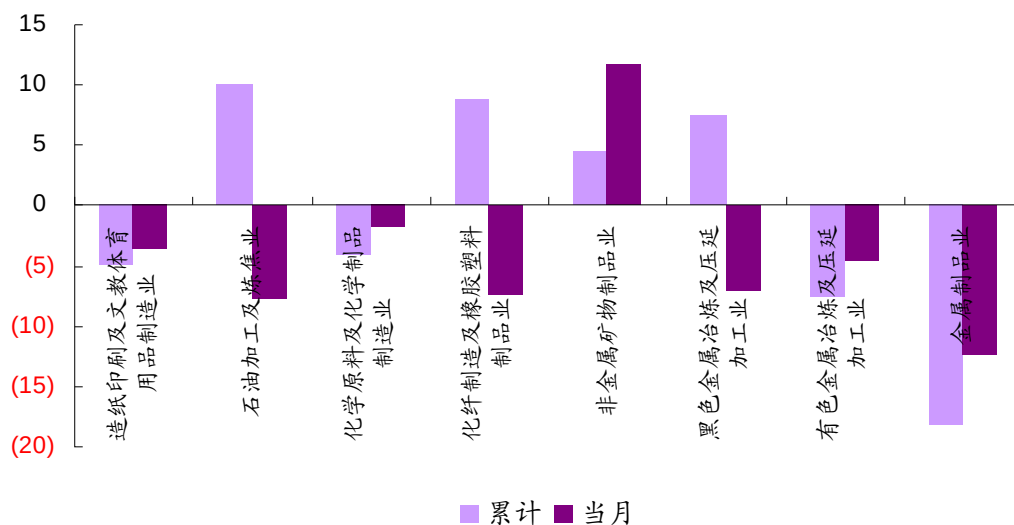
从剔除季节性以后的生产量数据来看，原材料组 5 月份明显分化，其中石油加工、化学原料、有色金属冶炼和金属制品反弹的幅度较大，而化纤制造、非金属矿物和黑色金属冶炼则延续下滑。

图表 2、原材料组主要行业生产量 5 月份变化（剔除季节性因素）



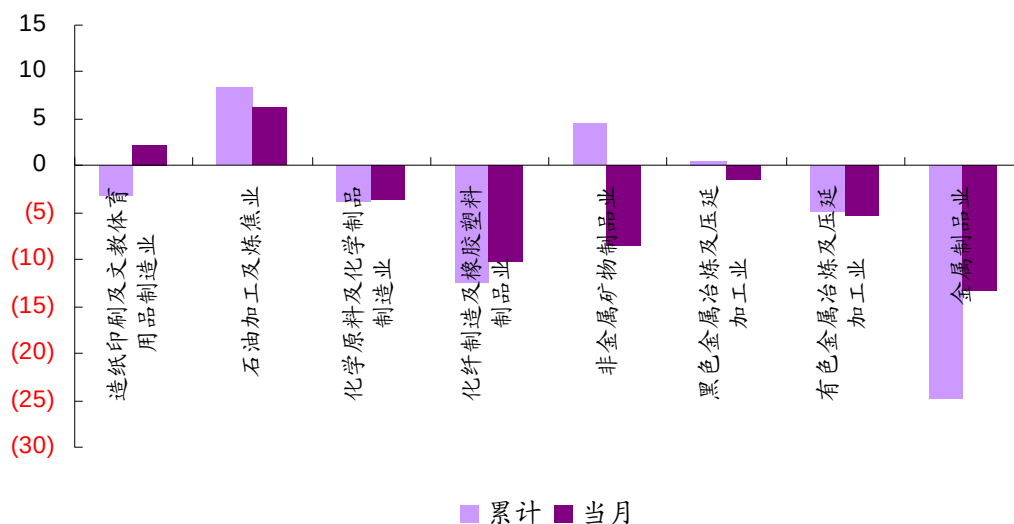
从剔除季节性以后的产成品库存数据来看，原材料组 5 月份普遍延续了去库存过程，其中石油加工、化纤制造、金属制品、黑色金属冶炼、有色金属冶炼去库存的幅度较大，而非金属矿物仍然在累积库存。

图表 3、原材料组主要行业产成品库存 5 月份变化（剔除季节性因素）



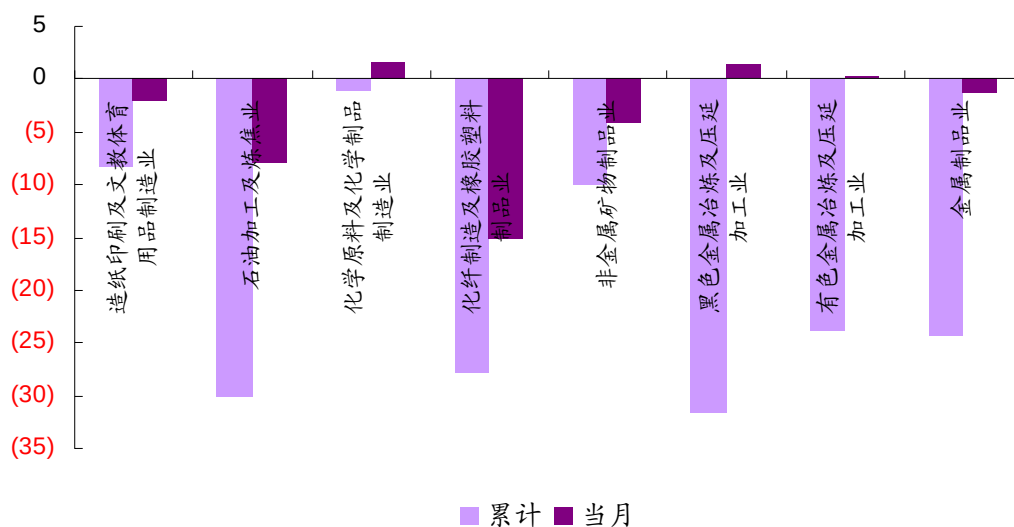
从剔除季节性以后的原材料库存数据来看，原材料组 5 月份去原材料库存的范围更广，只有石油加工在累积，而去原材料库存幅度较大的行业主要是金属制品、化纤制造和非金属矿物。

图表 4、原材料组主要行业原材料库存 5 月份变化（剔除季节性因素）



从剔除季节性以后的购进价格数据来看，原材料组 5 月份价格延续跌势，少数几个行业出现了小幅的反弹，如化学原料、黑色金属冶炼和有色金属冶炼，延续跌势且跌势较大的行业包括化纤制造、石油加工和非金属矿物制品。

图表 5、原材料组主要行业购进价格 5 月份变化（剔除季节性因素）



设备制造组 5 月 PMI 下降幅度放缓

从设备制造组的 PMI 原始数据来看，5 月份的情况仍然处于下降的通道中，只是相对历史平均情况来说，下降的幅度要低一些。

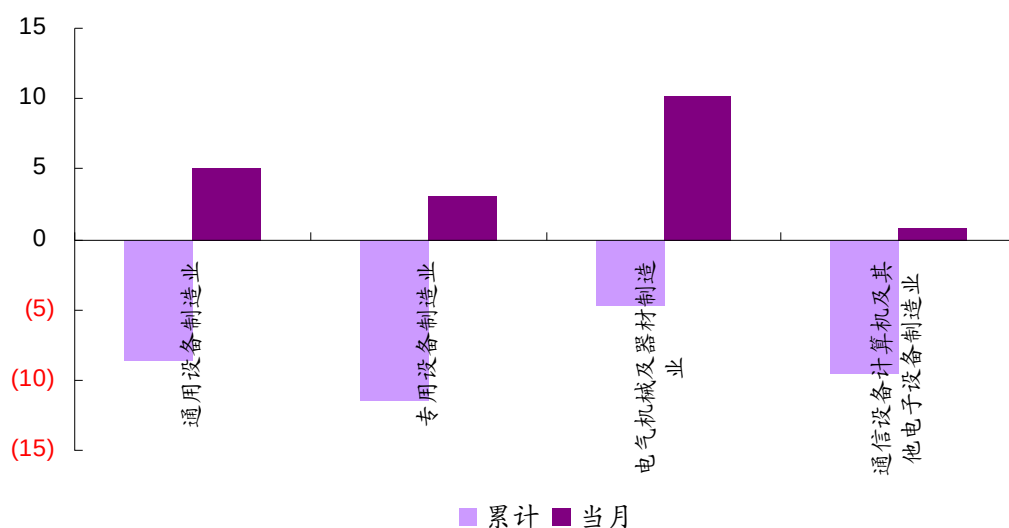
总体上来看，我们认为电气机械和专用设备两个子行业的需求会最快复苏，而且其在产成品和原材料领域的去库存都已经进行一段时间。电气机械新订单指数显示其需求开始好转，生产量也随之好转，而产成品库存和原

材料库存出现明显下降；专用设备虽然新订单指数上升幅度较小，但原材料和产成品去库存的力度较大，其比电气机械不好的地方是，1-5 月份累计来看，其库存仍处于累计过程。

通用设备和电信设备两个子行业虽然新订单也有所改善，生产随之改善，尤其电信设备生产量上升的幅度较大，但产成品库存和原材料库存都处于上升之中。这是我们认为这两个行业的需求恢复较慢的主要原因。

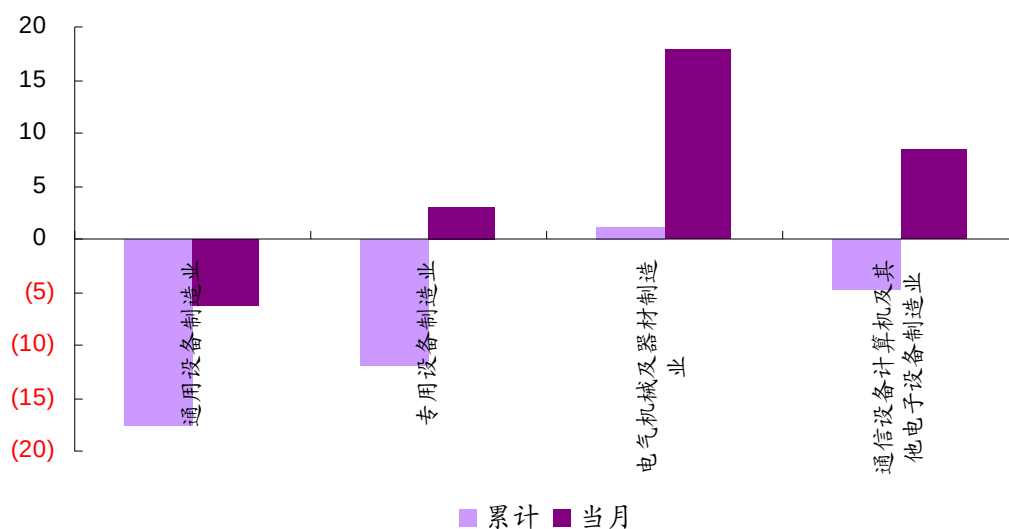
从剔除季节性以后的新订单数据来看，设备制造组 5 月份也出现了小幅度的反弹，其中电气机械和通用设备反弹的幅度较大。

图 6、设备组主要行业新订单 5 月份变化（剔除季节性因素）



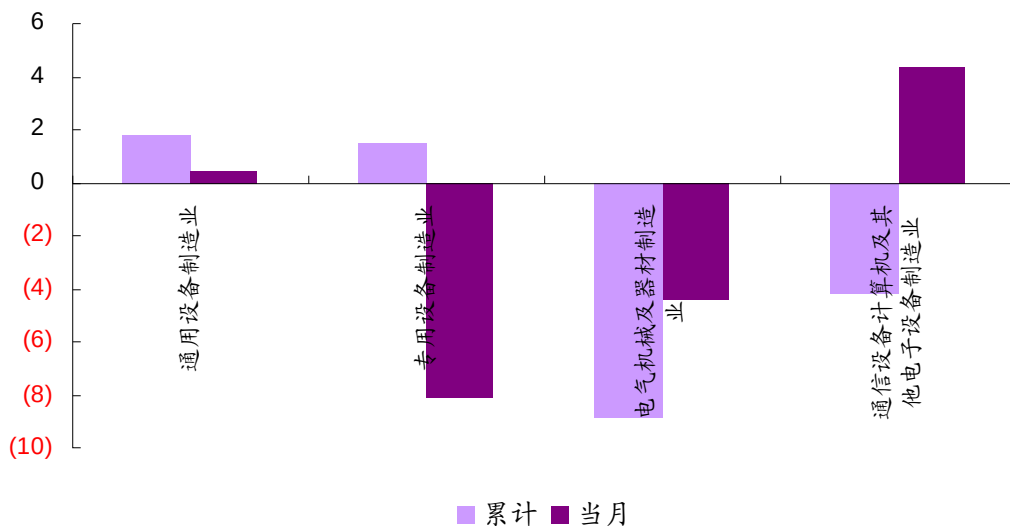
从剔除季节性以后的生产量数据来看，设备制造组 5 月份也出现了小幅度的反弹，其中电气机械和电信设备反弹的幅度较大。

图 7、设备组主要行业生产量 5 月份变化（剔除季节性因素）



从剔除季节性以后的产成品库存数据来看，设备制造组 5 月份延续下降的趋势，其中电信设备有明显的上升。

图 8、设备组主要行业产成品库存 5 月份变化（剔除季节性因素）



从剔除季节性以后的原材料库存数据来看，设备制造组 5 月份延续下降的趋势，其中电信设备有明显的上升。

图 9、设备组主要行业原材料库存 5 月份变化（剔除季节性因素）

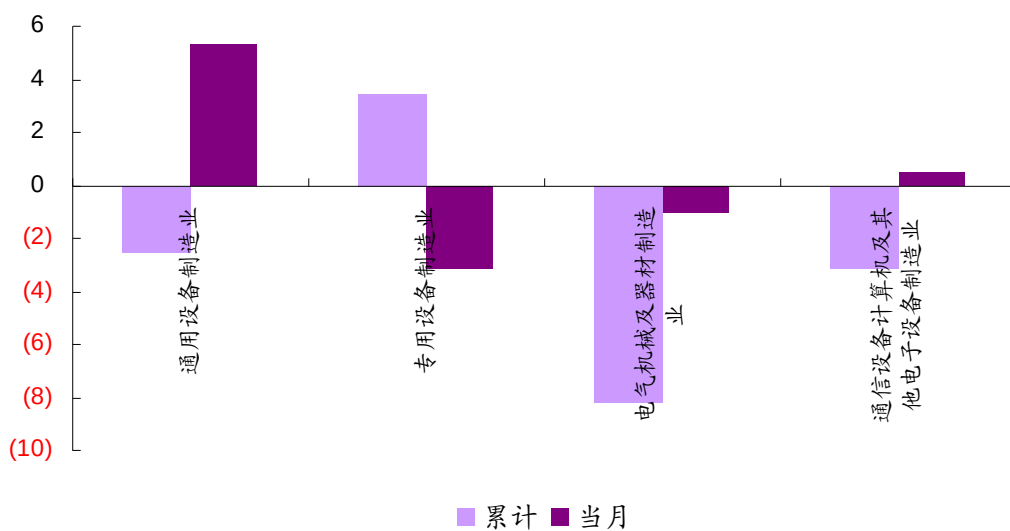
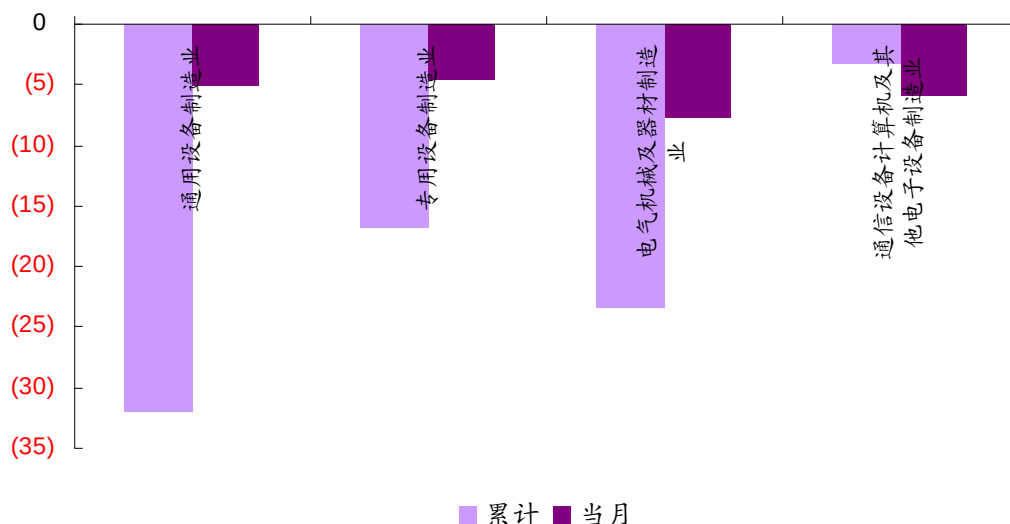


图 10、设备组主要行业购进价格 5 月份变化（剔除季节性因素）



必须消费品 5 月 PMI 出现反弹，可选消费继续下滑

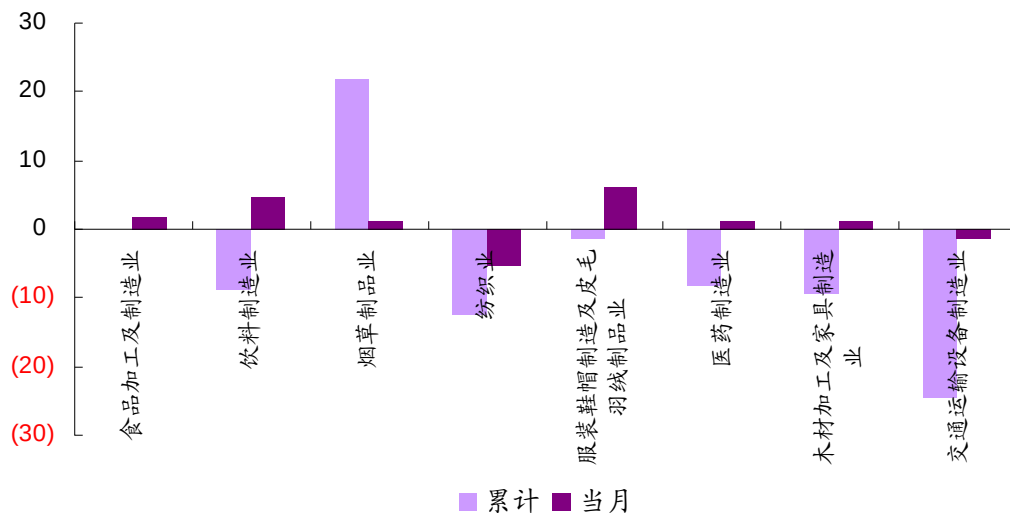
从消费品组的 PMI 原始数据来看，5 月份的情况出现分化，必须消费品 5 月份 PMI 出现反弹，而可选消费则继续下滑。

总体上来看，我们认为服装鞋帽和饮料制造业的情况最好，已经进入复苏中，一方面其新订单和生产的情况明显改善，另一方面，产成品库存和原材料库存也在经历去化过程。纺织服装在生产端出现主动提速，原材料库存在加快累计，购进价格也出现回升。在原材料库存和购进价格方面，医药虽然也存在类似的表现，但其新订单的恢复比较弱，因此我们认为医药的情况目前的数据尚不足以判断，有一种可能是医药原材料的价格上涨来自外部冲击，导致了医药制造业补充原料库存。

可选消费中，PMI 只调研木材加工和交运设备两个行业，从这两个行业来看，可选消费目前仍然不乐观，不仅新订单延续下滑，而且产成品和原材料库存仍然在累积，其中交运设备行业略好一些。木材加工业在原材料和购进价格上也表现出补库存的迹象，这也可能是由于购进价格上涨所导致的主动补库。

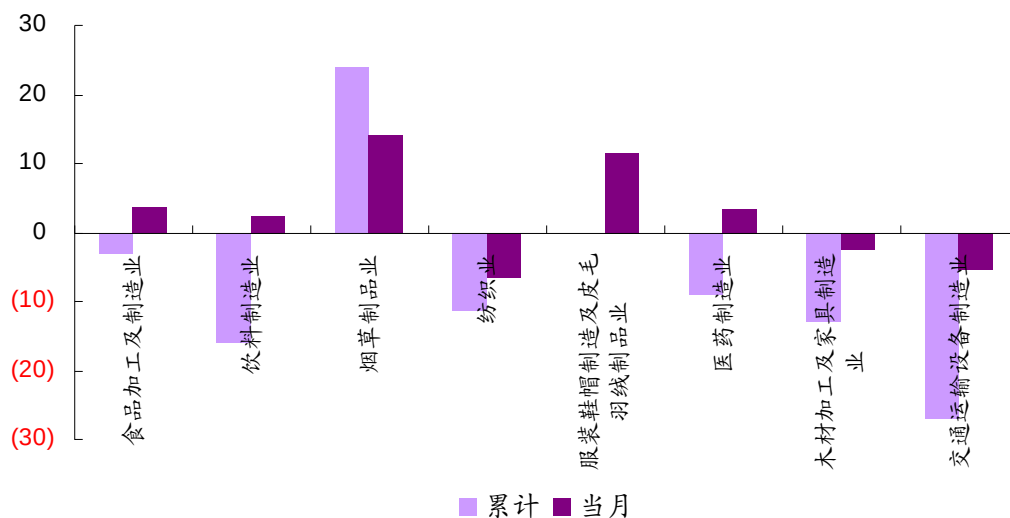
从剔除季节性以后的新订单数据来看，必须消费品组 5 月份也出现了小幅度的反弹，其中饮料制造和服装鞋帽反弹的幅度较大，可选消费延续下滑，交运设备制造延续下滑，木材制品降幅好于历史平均。

图 11、消费品组主要行业新订单 5 月份变化（剔除季节性因素）



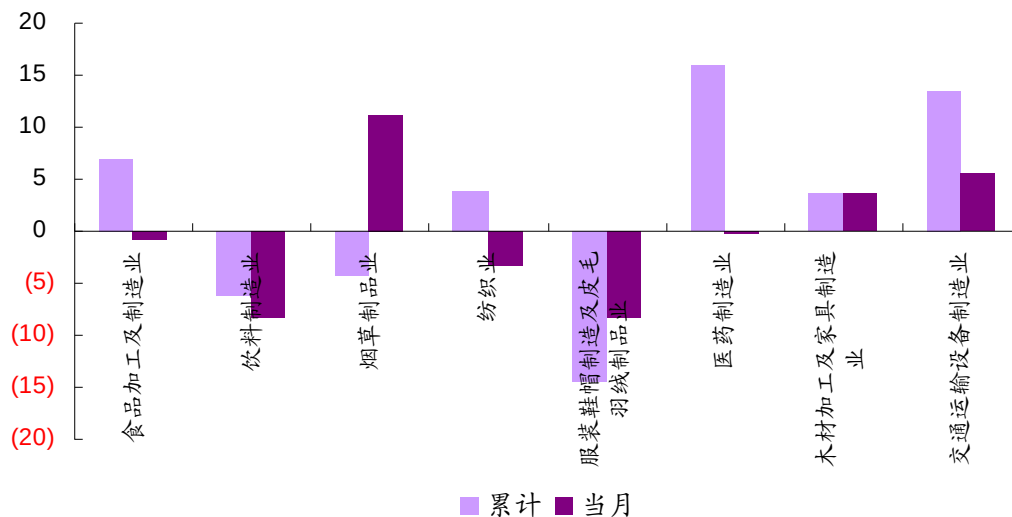
从剔除季节性以后的生产量数据来看，必须消费品组 5 月份也出现了小幅度的反弹，其中服装鞋帽和烟草制品反弹的幅度较大；可选消费则延续下滑，木材制品和交运设备制造延续下滑。

图 12、消费品组主要行业生产量 5 月份变化（剔除季节性因素）



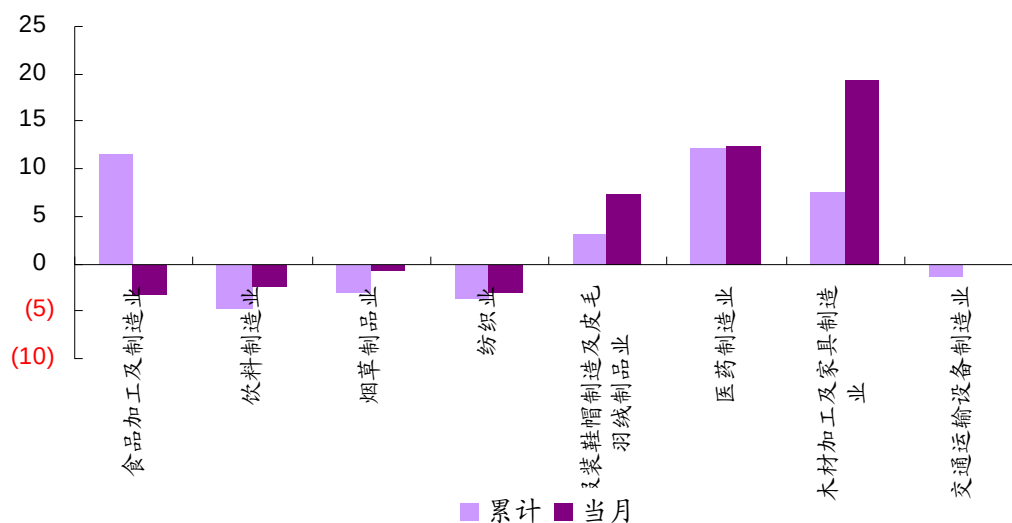
从剔除季节性以后的产成品数据来看，必须消费品组 5 月份普遍出现了下滑，其中服装鞋帽和饮料制造反弹的幅度较大，而烟草制品出现上升；可选消费库存继续累积，交运设备 1-5 月产成品库存累计累积的程度比较明显。

图 13、消费品组主要行业产成品库存 5 月份变化（剔除季节性因素）



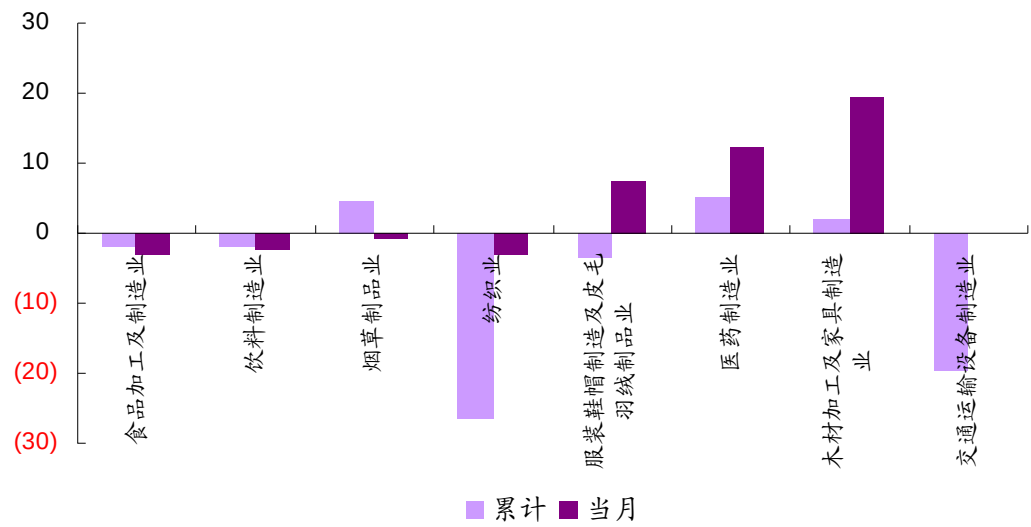
从剔除季节性以后的原材料库存数据来看，必须消费品组 5 月份普遍出现了下滑，但下滑幅度都不大，而服装鞋帽和医药制造上升；可选消费原材料库存有所累积，木材加工业上升明显，交运设备业有所下滑。

图 14、消费品组主要行业原材料库存 5 月份变化（剔除季节性因素）



从剔除季节性以后的购进价格数据来看，表现与原材料库存的情况基本一致。

图 15、消费品组主要行业购进价格 5 月份变化（剔除季节性因素）



分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

肖超虎，上海交通大学工学学士，复旦大学世界经济专业硕士，曾担任保险、证券行业分析师，目前负责行业配置与行业比较研究。自从2009年7月推出月度十大金股以来，取得了154%的累积收益率，相对沪深300的超额收益为156%，获得广大投资者的广泛好评。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，2006年至今先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名，2010年进入光大证券研究所策略团队。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009年加入光大证券，任银行业分析师，现任策略分析师。此前就职于瑞银证券。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，2006年在中诚信证券评估公司从事企业信用评级工作，2007年底进入光大，从事传媒研究2年，2010年初转做策略研究。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

本公司就光大证券研究所的策略组合研究成果向投资者进行特别提醒：本公司已经持有该组合（即月度行业配置）内的相关证券头寸，并将持续根据该组合调整相关证券的头寸并进行交易，特此提醒投资者注意。