

宏观经济研究（2011 年 6 月）

工业企业温和去库存，但就业形势仍然稳定

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511020003

5 月份中国物流和采购联合会制造业 PMI 产成品库存指数为 50.0, 较上月回落 0.8, 较 3 月份 51.3 高点回落 1.3 个百分点, 这表明, 通过 4 月份工业生产小幅减速, 工业企业去库存压力得到明显缓和。今年 3、4 和 5 三个月, 产成品库存指数连续三个月在 50 以及上方运行。而 2010 年 4 月份房地产调控力度加大后, 工业产成品库存指数在 6 月份达到 51.3, 随后即回落至 50 以下, 只在 50 上方运行一个月。因此, 当前工业企业去库存压力明显大于 2010 年二季度情形。2008 年美国次贷危机爆发后, 工业企业产成品库存在 2008 年 9、10 和 11 月份连续三个月高于 50, 同时伴随就业状况明显恶化, PMI 从业人员指数在 2008 年 10 月份开始降低至 50 以下。当前工业企业 PMI 产成品库存指数连续三个月在 50 以及上方运行与 2008 年 9-11 月份情形相类似。但和 2008 年不同的是, 当前就业状况未出现明显恶化, 今年 3、4 和 5 月份, PMI 从业人员指数分别为 51.8、51.8 和 50.9, 表明当前工业部门就业仍在继续扩张。当前去库存过程导致企业盈利增长下降, 今年以来, 工业企业利润同比增速由年初的 34.3% 下降至一季度的 32% 和 1-4 月的 29.7%。综合分析, 由于紧缩力度加大, 当前工业企业仍处于相对温和的去库存阶段, 去库存导致工业生产和利润增速回落, 但工业企业就业状况仍然稳定。2008 年去库存阶段, 工业增速快速回落, 工业部门就业状况持续恶化, 同时通胀也快速回落, 最终导致宏观政策由紧缩转向出台 4 万亿元刺激计划。而当前的情况和 2008 年底明显不同, 去库存导致工业增速平稳回落, 但通胀压力继续居高, 同时就业状况仍然稳定, 因此, 宏观政策短期难以形成由紧缩转向放松的拐点。

内需和外需扩张动力同时趋弱

中国物流和采购联合会制造业 PMI 新订单指数和新出口订单指数连续两个月下降。其中, 新订单指数由 3 月份的 55.2 下降至 4 月份的 53.8 和 5 月份的 52.1; 新出口订单指数由 3 月份 52.5 下降至 4 月份的 51.3 和 5 月份的 51.1。5 月份美国和欧元区制造业 PMI 大幅回落, 美欧经济扩张动力将再度转弱, 我国出口增速面临回落压力较大。4 月份商务部耐用品流通企业订单和库存指数连续上升, 而生产资料流通环节订单走平, 库存指数连续下降, 反映内需方面, 消费需求仍然稳定, 但投资需求扩张动力则因紧缩而明显转弱。

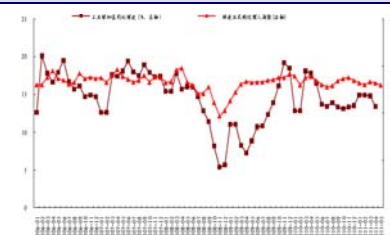
工业生产继续面临减速压力

4 月份工业增加值同比增速由一季度的 14.8% 回落至 13.4%, 回落至 2010 年 6-12 月各月工业增速运行平台。5 月份 PMI 回落至 52, 低于 2010 年 6-12 月 53.2 的 PMI 平均值, 并且当前库存压力也较去年下半年大, 因此, 预计工业增加值同比增速仍可能继续小幅回落。4、5 月份 PMI 新订单指数回落快于生产指数回落, 这意味着, 工业生产面临环比减速压力。

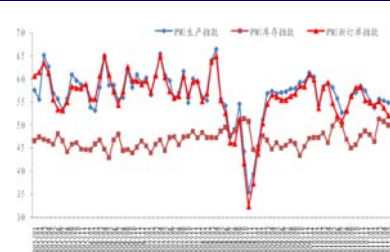
2011 年 4 月份经济数据

工业增加值增速 (%)	13.4
CPI 同比增速 (%)	5.3
投资增速 (%)	26.1
消费增速 (%)	17.1
出口增速 (%)	29.9

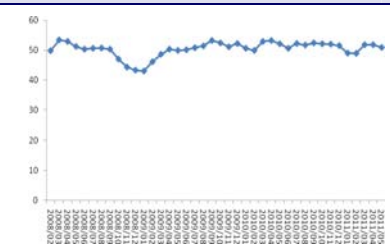
工业增加值同比增速和 PMI



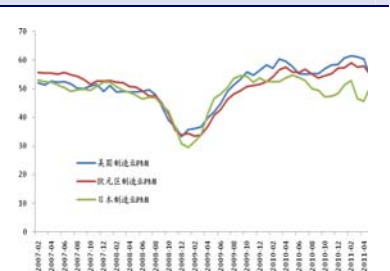
PMI 库存和新订单指数



制造业 PMI 从业人员指数



美欧日制造业 PMI 指数



5月份中国物流和采购联合会制造业PMI产成品库存指数为50.0,较上月回落0.8,较3月份51.3高点回落1.3个百分点,这表明,通过4月份工业生产小幅减速,工业企业去库存压力得到明显缓和。今年3、4和5三个月,产成品库存指数连续三个月在50以及上方运行。而2010年4月份房地产调控力度加大后,工业产成品库存指数在6月份达到51.3,随后即回落至50以下,只在50上方运行一个月。因此,当前工业企业去库存压力明显大于2010年二季度情形。2008年美国次贷危机爆发后,工业企业产成品库存存在2008年9、10和11月份连续三个月高于50,同时伴随就业状况明显恶化,PMI从业人员指数在2008年10月份开始降低至50以下。当前工业企业PMI产成品库存指数连续三个月在50以及上方运行与2008年9-11月份情形相类似。但和2008年不同的是,当前就业状况未出现明显恶化,今年3、4和5月份,PMI从业人员指数分别为51.8、51.8和50.9,表明当前工业部门就业仍在继续扩张。当前去库存过程导致企业盈利增长下降,今年以来,工业企业利润同比增速由年初的34.3%下降至一季度的32%和1-4月的29.7%。综合分析,由于紧缩力度加大,当前工业企业仍处于相对温和的去库存阶段,去库存导致工业生产和利润增速回落,但工业企业就业状况仍然稳定。2008年去库存阶段,工业增速快速回落,工业部门就业状况持续恶化,同时通胀也快速回落,最终导致宏观政策由紧缩转向出台4万亿元刺激计划。而当前的情况和2008年底明显不同,去库存导致工业增速平稳回落,但通胀压力继续居高,同时就业状况仍然稳定,因此,宏观政策短期难以形成由紧缩转向放松的拐点。

图 1: 工业增加值同比增速和 PMI

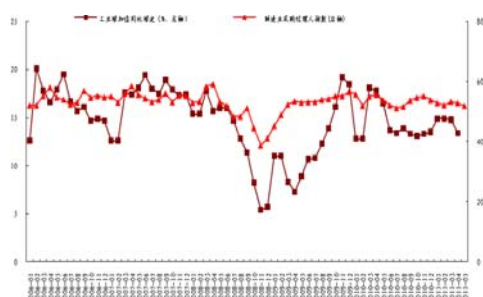
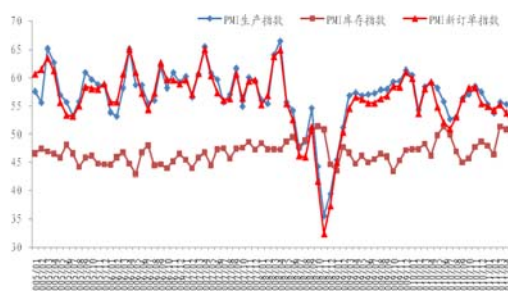


图 2: PMI 库存和新订单指数



数据来源: wind 数据

图 3: 制造业 PMI 从业人员指数

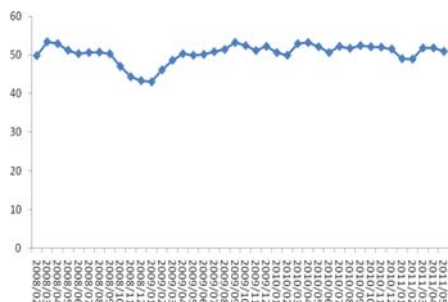


图 4: 工业企业利润总额同比增速



数据来源: wind数据

内需和外需扩张动力同时趋弱

中国物流和采购联合会制造业PMI新订单指数和新出口订单指数连续两个月下降。其中，新订单指数由3月份的55.2下降至4月份的53.8和5月份的52.1；新出口订单指数由3月份52.5下降至4月份的51.3和5月份的51.1。5月份美国和欧元区制造业PMI大幅回落，美欧经济扩张动力将再度转弱，我国出口增速面临回落压力较大。4月份商务部耐用品流通企业订单和库存指数连续上升，而生产资料流通环节订单走平，库存指数连续下降，反映内需方面，消费需求仍然稳定，但投资需求扩张动力则因紧缩而明显转弱。

图 5：制造业 PMI 新订单和新出口订单指数

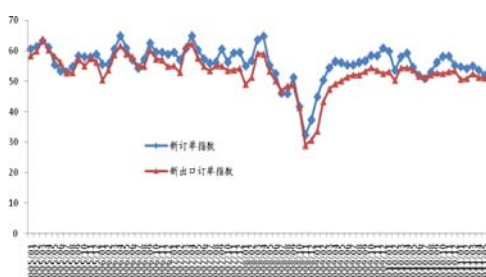
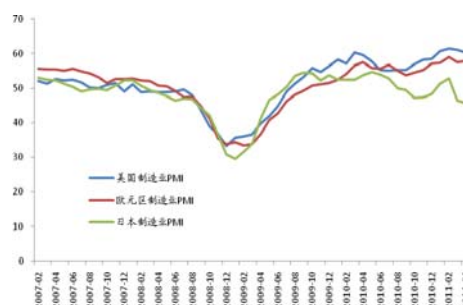


图 6：美欧日制造业 PMI 指数



数据来源：wind数据

图 7：商务部耐用品流通商订单库存指数

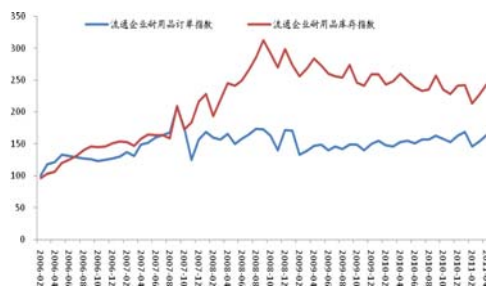


图 8：商务部生产资料流通商订单库存指数



数据来源：wind数据

工业生产继续面临减速压力

4月份工业增加值同比增速由一季度的14.8%回落至13.4%，回落至2010年6-12月各月工业增速运行平台。5月份PMI回落至52，低于2010年6-12月53.2的PMI平均值，并且当前库存压力也较去年下半年大，因此，预计工业增加值同比增速仍可能继续小幅回落。4、5月份PMI新订单指数回落快于生产指数回落，这意味着，工业生产面临环比减速压力。

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券研究发展中心。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

相关研究报告

总需求依然旺盛，去库存导致生产减速只是短暂过程	刘朝晖	2011-05-18
经济增长无忧，央行明确继续紧缩政策立场	刘朝晖	2011-05-06
宏观政策将继续偏紧，但经济增长将维持平稳	刘朝晖	2011-04-20

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。