

去库存化尚未完成，期待制造业三季度 U 型反弹

2011 年 7 月 1 日

宏观研究/中国经济

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760511010006

TEL：010-82190396

E-mail：yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

事件：

- 2011 年 6 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.9%，比上月回落 1.1 个百分点。汇丰银行 PMI 为 50.1，环比下降 1.5。从各分项指数来看，只有产成品库存指数有所上升，上升 1 个百分点，其余各指数均不同程度回落。其中生产指数、新订单指数、积压订单指数、采购量指数、购进价格指数、原材料库存指数回落幅度超过 1 个百分点，尤其以购进价格指数回落幅度为最大，达到 3.6 个百分点。

分析与预测：

6 月份 PMI 整体特征：本月 PMI 指数为连续第三个月环比下滑，降幅有所扩大，在剔除季节性因素之后，为历年 6 月份最低值，反映在制造业经理对于当前经济感受度方面，处于较差水平，我们基本判断二季度经济增速呈现继续下降的态势，连续三个月的调整，去库存和需求减弱仍是主要原因，此外 5 月份主要发达国家 PMI 均出现大幅度的回落，全球制造业景气度下降和经济复苏放缓，也是拖累 6 月份制造业回落的另一重要因素。

6 月份 PMI 分项分析：本月生产指数继续回落，回落幅度有所扩大，部分行业如设备制造等 9 行业景气度低于 50%，原材料和能源业低于 50%，上游制造业景气度回落预示需求下滑，而中部地区受到电荒影响较大景气度也低于 50%，我们预计 6 月份工业增加值增速为 13%左右。本月新出口订单继续回落，有 9 个行业低于 50%，显示出出口增长的动力有所放缓，我们预计 6 月份出口额将继续回落，同比增速在 20%左右。本月产成品库存大幅度反弹，有所超出我们预期，去库存化已经结束？我们认为还不好下此定论，因为当月原材料库存继续下滑，这种状况在 2008 年三季度曾经出现，结合 PMI 需求指数即采购量/原材料库存之比继续回落，同时新订单/产成品库存之比也大幅度下滑，反映制造业供需双双较弱，去库存还未结束。本月购进价格指数继续大幅度回落，为连续四个月下降，国际大宗商品价格指数在 6 月份下降较多，输入型通胀压力明显减缓，但由于 6 月份 PPI 翘尾因素仍然较高，我们预计 6 月份 PPI 同比略微下降至 6.7%水平。从业人员指数有所回落，外需下滑开始影响就业。

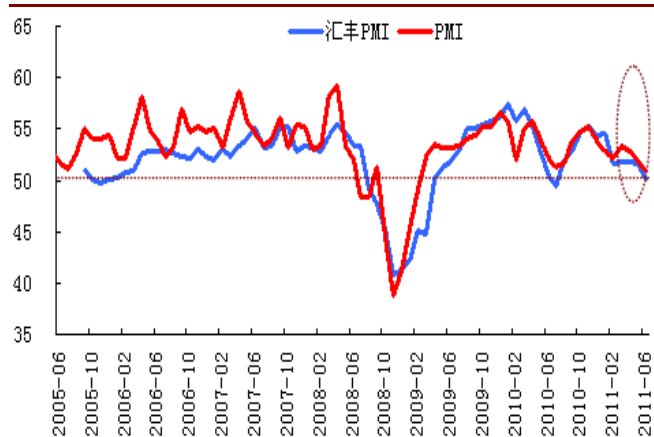
我们的预测与判断：两个 PMI 指数均连续下滑，中小企业制造业景气度下滑更为明显，在货币紧缩和宏观持续调控下，经济在二季度出现一定程度回落，尽管购进价格指数也大幅度下降，但由于库存维持高位，去库存或导致企业利润增速持续下滑。目前制造业状况与 2008 年二季度相似，即外需减弱下或继续下降，但正如我们在宏观经济中期报告中所阐释，由于三季度为保障房开工高峰时期，国内需求可能拉动制造业或出现 U 型反弹。

表 1：PMI 分项数据

项目	汇丰 PMI	PMI	生产	新订单	新出口订单	积压订单	产成品库存	采购量	进口	购进价格	原材料库存	从业人员	配送时间
6 月	50.10	50.90	53.10	50.80	50.50	45.90	51.00	51.50	48.70	56.70	48.50	50.20	49.80
5 月	51.60	52.00	54.90	52.10	51.10	47.70	50.00	53.60	50.50	60.30	49.50	50.90	49.90
同期	50.40	52.10	55.80	52.10	51.70	47.40	51.30	53.50	50.40	51.30	49.40	50.60	50.00

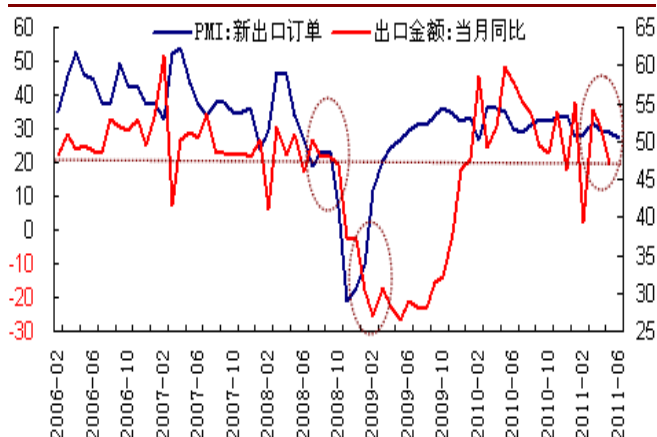
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 1：中国制造业指数 PMI 和汇丰 PMI



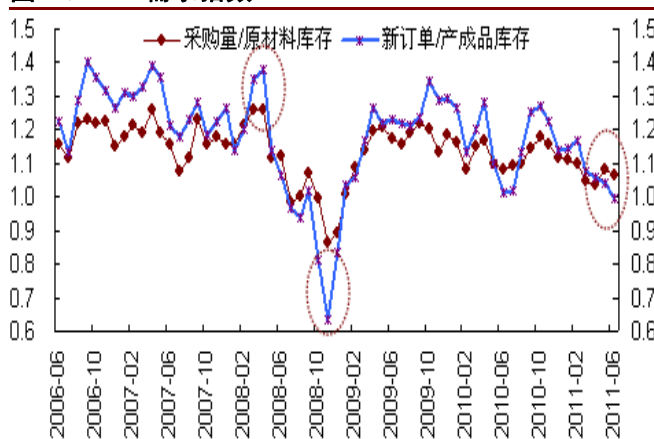
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：PMI 新出口订单指数



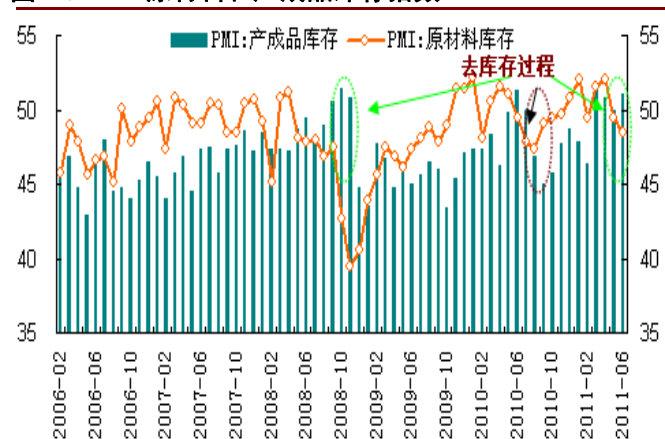
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 3：PMI 需求指数



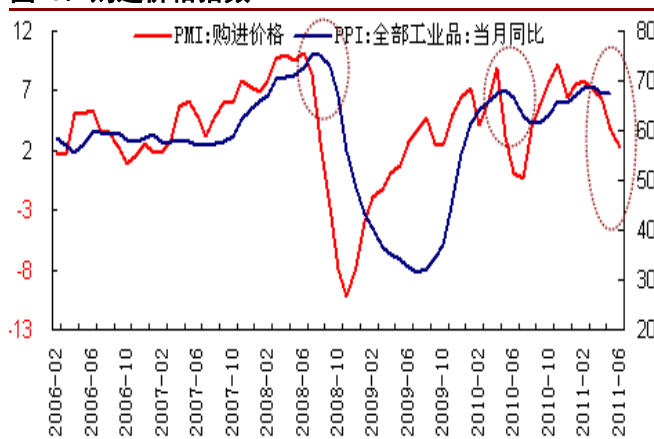
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：PMI 原材料和产成品库存指数



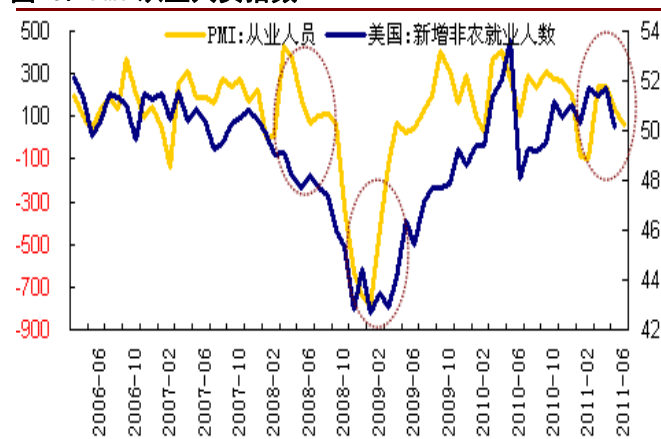
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 5：购进价格指数



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 6：PMI 从业人员指数



数据来源：WIND 山西证券研究所

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	