

联系人

宏观研究小组:

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

去库存放缓带动 PMI 回升 工业生产暂时回暖

--8 月物流协会制造业 PMI 快评

2011 年 9 月 1 日

相关报告

110830

主动去库存加速 库存接近历史均衡值

110829

央行扩大存款准备金覆盖范围快评

110826

通胀短期难以缓解 货币政策保持谨慎

110822

货币政策维持应对通胀和衰退风险

110816

升值、再平衡，“狼”真的来了

110814

货币政策审慎观察，主动升值加速

110810

进出口企稳回升

110809

主动去库存致生产回落 无需过度担忧

110809

通胀符合预期，静待 4 季度回落

110808

全球二次衰退担忧升温，中国能否“独善其身”值得关注

110802

去库存导致生产回落 通胀压力仍处高位

110801

主动去库存仍在继续 经济出现筑底迹象

110731

主动去库存仍在持续

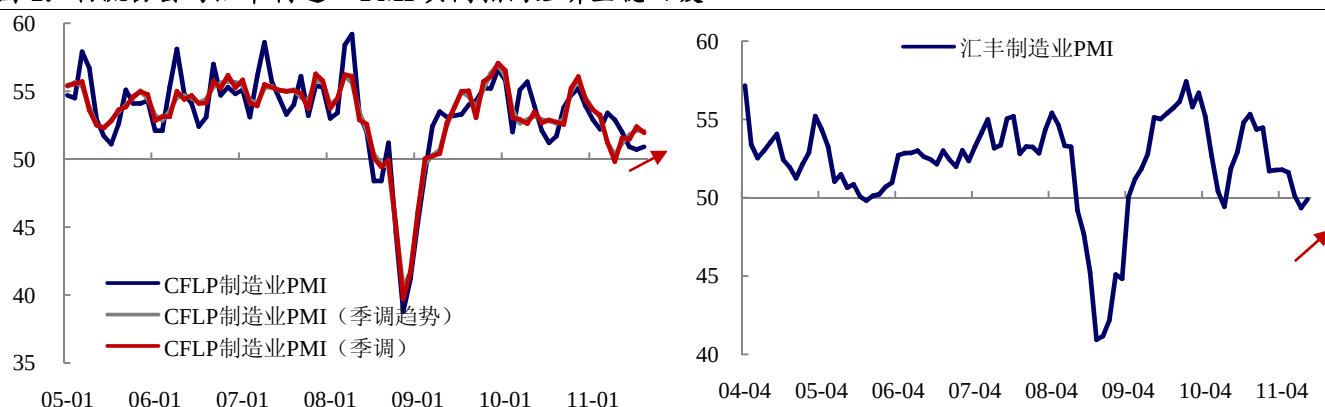
投资要点

- 8 月份物流协会制造业 PMI 环比上升 0.2 个百分点至 50.9，为近 5 个月以来首次回升，显示经济活动企稳回暖。5 大扩散指数中，原材料库存、产出、供货商配送时间分项转好，就业及新订单持平，其中原材料库存回升明显。同时除原材料库存分项外均弱于季节性规律。另外，8 月汇丰制造业 PMI 较上月略升，共同指向经济活动企稳回暖。
- 原材料库存回升明显，生产量略升，制造业前期“降价+降产”的剧烈去库存阶段暂告一段落。8 月原材料库存上升 1.2 个百分点，为近 4 月以来首次回升，产成品库存继续回落，而生产量略升。这与我们在 8 月 31 日的报告《主动去库存加速，库存接近历史均衡值》中指出 7 月“整体工业行业的库存水平接近历史均衡值”相吻合。从总体来看，在企业主动将生产降低到出货量水平以下之后，产成品库存已经逐步调整到均衡水平附近，前期“降价+降产”的剧烈去库存阶段暂告一段落。
- 新订单分项持平，且仍处扩张区间，同时新订单强于出口订单叠加进口分项回升显示内温外冷的不平衡格局较为突出，预计企业仍将保持谨慎。我们认为，当前新订单水平仍然较弱，尤其是出口订单本月回落较快，这使得企业仍将保持谨慎，以销定产是大概率事件，工业生产的回升可能是缓慢的，甚至不排除后期如果外需回落过快会出现反复。
- 购进价格拐头向上显示输入型通胀压力的滞后效应并未消失。8 月份购进价格分项较上月上升 0.9 个百分点至 57.2，为近 6 个月以来首次回升，但仍然处于去年下半年以来的较低水平。考虑到海外经济体仍有可能继续放松货币，同时海外经济体复苏将带来需求上升，需警惕国际大宗商品价格反弹的风险。

去库存放缓带动 8 月物流协会制造业 PMI 微升，经济出现企稳回暖迹象。

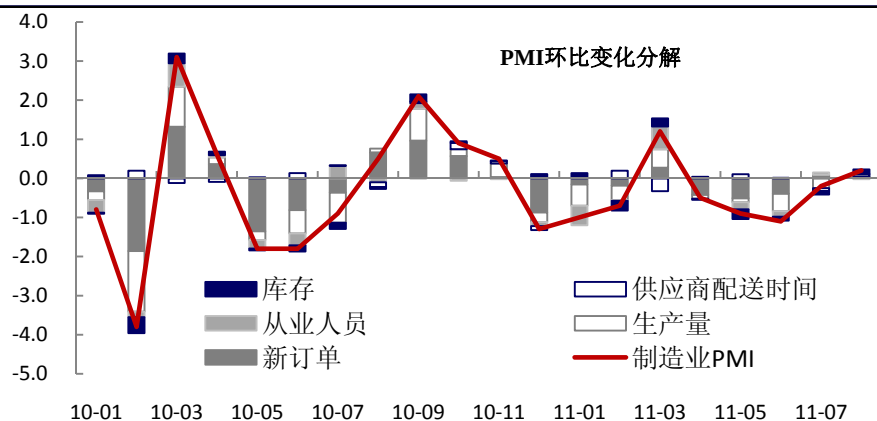
- 8 月份物流协会制造业 PMI 环比上升 0.2 个百分点至 50.9，为近 5 个月以来首次回升，显示经济活动企稳回暖。5 大扩散指数中，原材料库存、产出、供货商配送时间分项转好，就业及新订单持平，其中原材料库存回升明显。同时除原材料库存分项外均弱于季节性规律。8 月季调后的物流协会制造业 PMI 较上月略降，而本身经过季调处理的汇丰银行制造业 PMI 略升（8 月终值 49.9，7 月为 49.3）。两者出现背离，或由于两者样本不同，前者更注重大企业调研，而后者更关注中小企业的现状。总体来看，我们认为本月 PMI 数据透露出的信息仍然偏正面，显示经济活动企稳回暖。
- 原材料库存回升明显，生产量略升，制造业前期“降价+降产”的剧烈去库存阶段暂告一段落。8 月份原材料库存较上月回升 1.2 个百分点，为近 4 个月以来首次回升，产成品库存继续回落，同时生产量较上月略升。这与我们在 8 月 31 日的 7 月份工业产成品库存跟踪报告《主动去库存加速，库存接近历史均衡值》中指出 7 月份“整体工业行业的库存水平接近历史均衡值”相吻合。从总体来看，在企业主动将生产降到低于出货量水平以下之后，产成品库存已经逐步调整到均衡水平附近，前期“降价+降产”的剧烈去库存阶段暂告一段落。
- 新订单分项与上月持平，持续处于扩张区间，同时新订单强于出口订单叠加进口分项回升显示内温外冷的不平衡格局较为突出。在新订单分项持续扩张且进口分项有所回升的背景下，出口订单大降 2.1 个百分点至 48.3，为 09 年 4 月以来首次进入收缩区间，显示内需较外需强劲。我们认为，当前新订单水平仍然处于较弱的水平，尤其是出口订单本月回落较快，这使得企业仍将保持谨慎，以销定产是大概率事件，工业生产的回升可能是缓慢的，甚至不排除后期如果外需回落过快会出现反复。
- 购进价格拐头向上显示输入型通胀压力的滞后效应并未消失。8 月份购进价格分项较上月上升 0.9 个百分点至 57.2，为近 6 个月以来首次回升，但仍然处于去年下半年以来的较低水平。购进价格的反弹主要受原材料与能源类购进价格明显上升带动所致。本月原材料与能源类购进价格指数较上月大幅上升 4.3 个百分点至 61.9。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，成本推动型及输入型通胀压力有所缓解，但本月购进价格已拐头向上。考虑到海外经济体仍有可能继续放松货币，同时海外经济体复苏或带来需求上升，需警惕国际大宗商品价格反弹的风险。

图 1：物流协会与汇丰制造业 PMI 共同指向经济企稳回暖



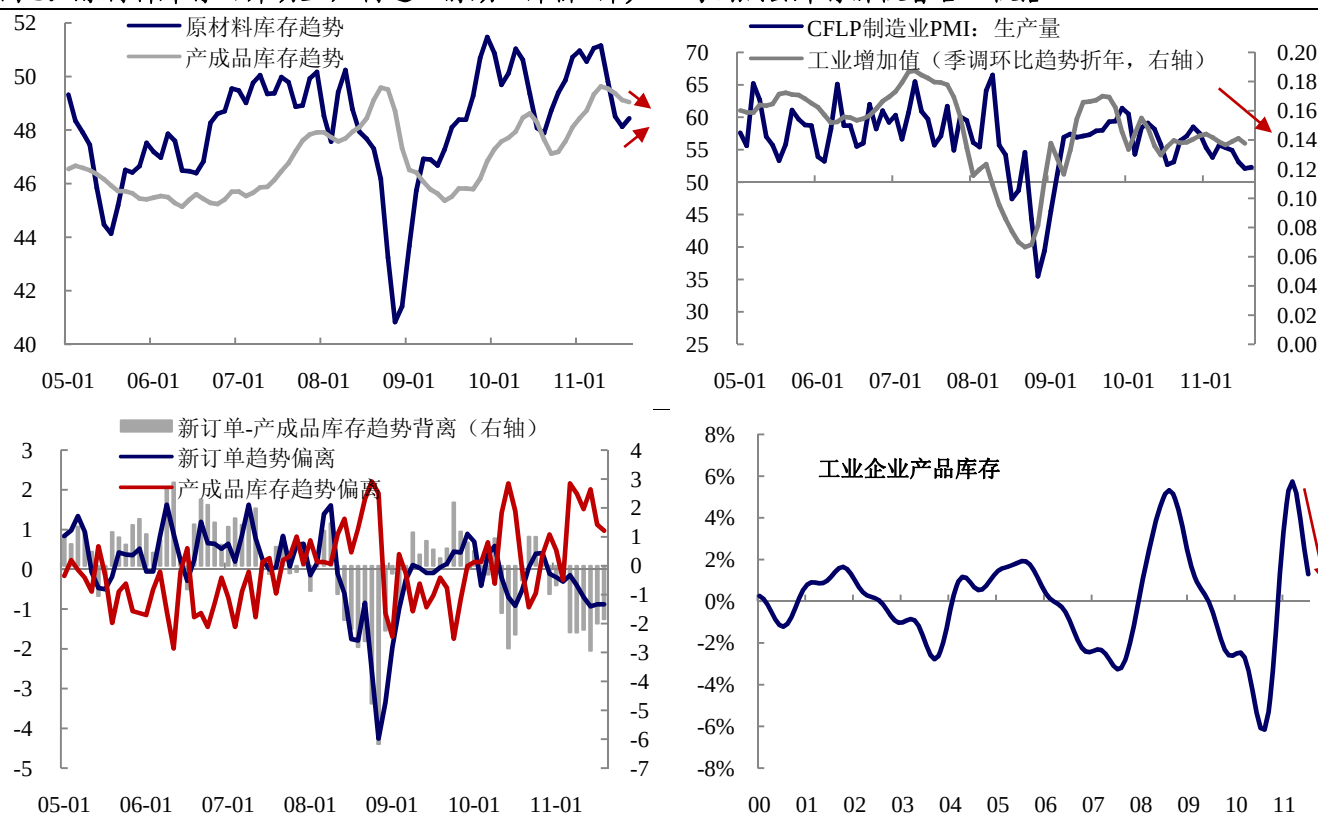
数据来源：Wind，兴业证券

图 2：PMI 环比上升 0.2 个百分点，其中库存对整体 PMI 拉动最为强劲



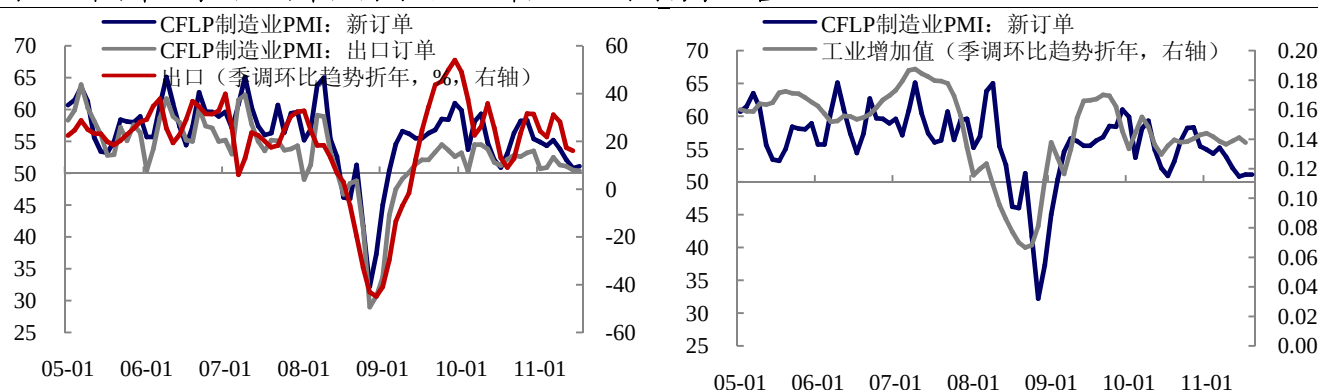
数据来源：Wind，兴业证券

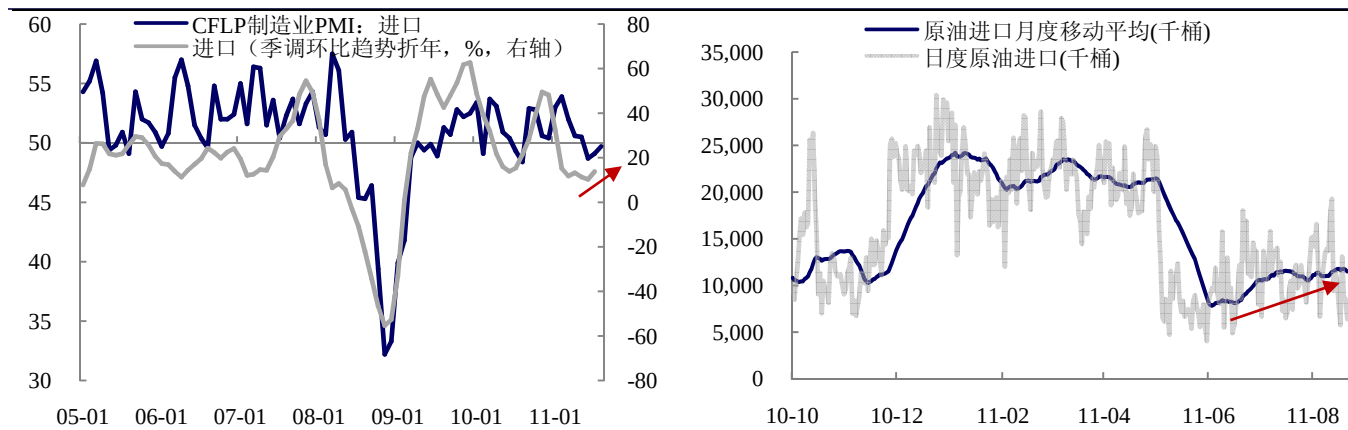
图3：原材料库存回升明显，制造业前期“降价+降产”的剧烈去库存阶段暂告一段落



数据来源：Wind，兴业证券

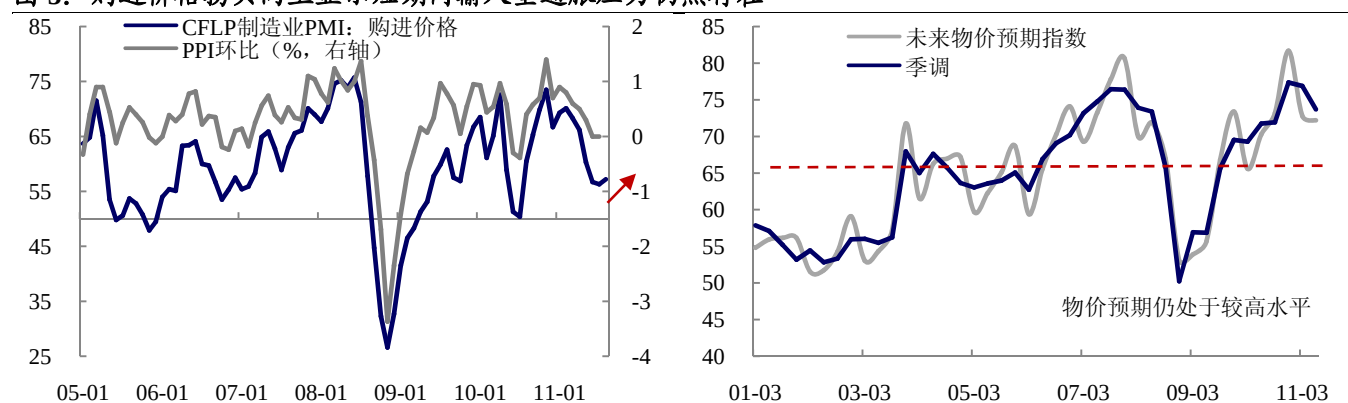
图4：新订单强于出口订单，同时进口回升，显示国内需求改善





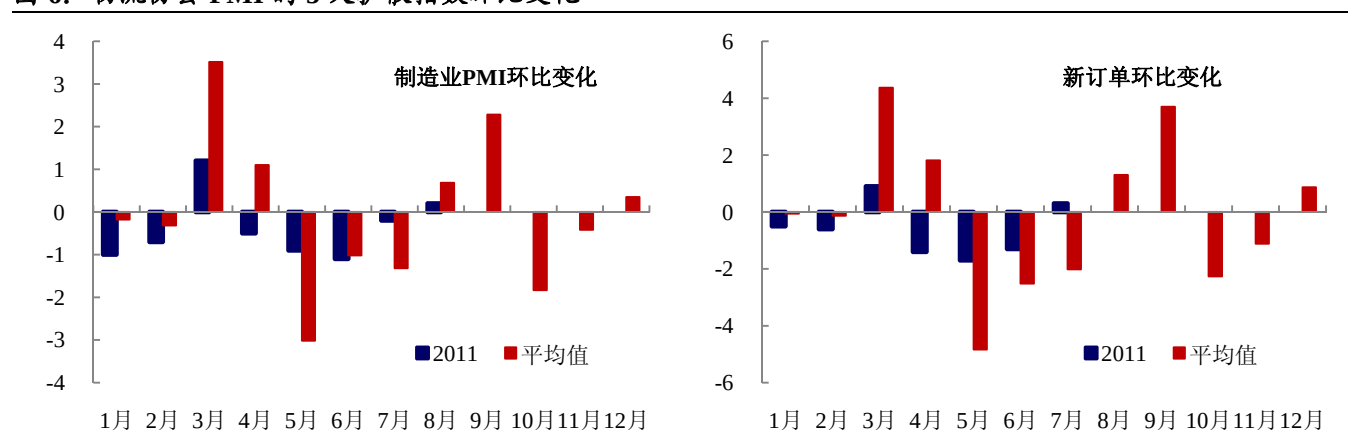
数据来源: Wind, 兴业证券

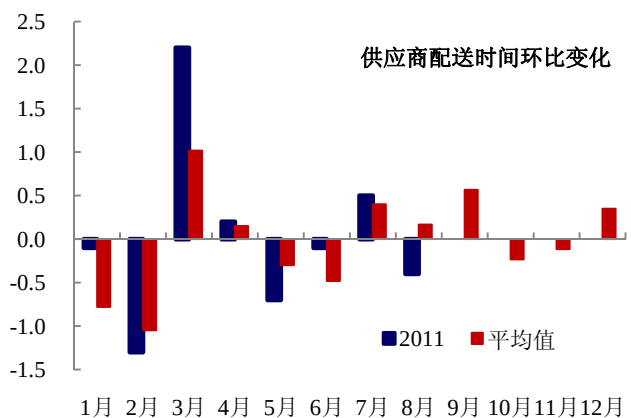
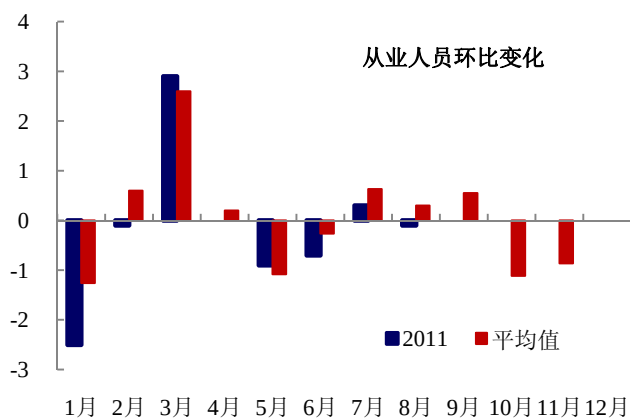
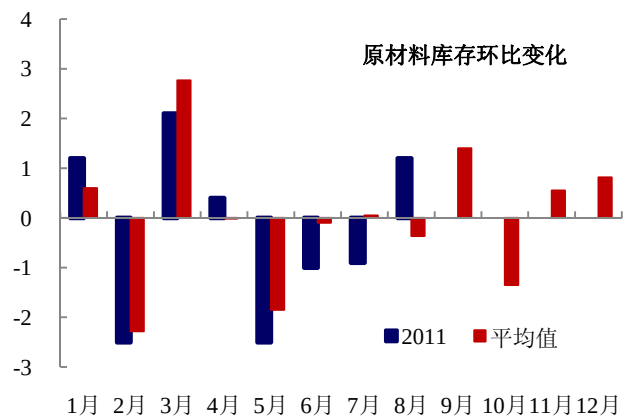
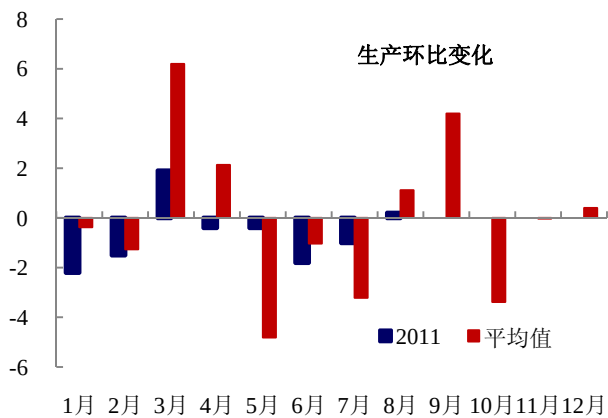
图 5: 购进价格拐头向上显示短期内输入型通胀压力仍然存在



数据来源: Wind, 兴业证券

图 6: 物流协会 PMI 的 5 大扩散指数环比变化





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	11M8	11M7	11M6	11M5	11M4	11M3	11M2
PMI		50.9	50.7	50.9	52.0	52.9	53.4	52.2
新订单	0.30	51.1	51.1	50.8	52.1	53.8	55.2	54.3
生产	0.25	52.3	52.1	53.1	54.9	55.3	55.7	53.8
从业人员	0.20	50.4	50.5	50.2	50.9	51.8	51.8	48.9
供应商配送时间	0.15	49.9	50.3	49.8	49.9	50.6	50.4	48.2
原材料库存	0.10	48.8	47.6	48.5	49.5	52.0	51.6	49.5
出口订单		48.3	50.4	50.5	51.1	51.3	52.5	50.9
采购量		51.2	52.0	51.5	53.6	53.8	54.1	54.5
产成品库存		48.9	49.2	51.0	50.0	50.8	51.3	46.4
购进价格		57.2	56.3	56.7	60.3	66.2	68.3	70.1
进口		49.7	49.1	48.7	50.5	50.6	52.0	53.9
积压订单		47.6	46.5	45.9	57.7	50.7	51.4	46.6

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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 内幕交易防控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。