

阪上走泥丸

发布日期：2011 年 11 月 2 日 分析师：刘之意 电话：010—85130273 执业证书编号：S1440510120046

信息或事件：……

- 10 月份 PMI 为 50.8%，环比下滑 0.8 个百分点。

10 月份 PMI 数据点评：阪上走泥丸

PMI 数据的领先性一再被市场所认可，PMI 数据的系统性也逐渐被市场所重视。在我们的实体经济观察和周期演进的框架中，PMI 数据占据较为重要的地位，因此解构和分析 PMI 在当下的经济运行阶段，显得尤为重要。

总体来看，10 月份的 PMI 数据显示，目前实体经济运行面临着较大挑战，库存周期运行到了可能展开去库存的关键时间点。从微观企业经营环节来看，在疲弱的内外需、强生产的背景下，出现了价格下降、库存上升的危险信号。不过，我们也看到，通胀走低、增长放缓、就业乏力为紧缩政策放缓提供了可能性和必要性。

从宏观视角看，PMI 原材料库存和产成品库存缺口的大幅度扩大，意味着四季度和明年一季度的 GDP 具有大幅度下挫的风险；而 PMI 生产量在此前持续的走平，则预示着四季度工业增加值可能会旺季不旺；新出口订单指数的趋势性走低，则将显著地压制四季度和明年一季度的出口增速。经济增长的内生动力缺乏，企业盈利能力下滑，内需、外需目前都处于走软的态势之中。

从产业视角看，随着成本的走低和需求强弱态势的转变，虽然企业利润受到负的影响，但不同程度上具备了穿越成本刚性的可能。其中：（1）化纤制造、化学原材料和制品、石化炼焦、通用设备、专用设备、电气设备等 6 个行业的需求稳、成本降，利润趋势向好；（2）造纸、服装、木制品和纺织等 4 个行业利润趋势向好，但受出口影响的显著，使得利润增速可能会出现波动；（3）通信设备、医药行业等 2 个行业数据表现相对均衡，景气度居中；（4）钢铁、非金属制品、有色等 3 个行业显著地受到国内固定资产投资下降的影响，出现了高库存的现象，因此后继乏力；（5）食品、饮料、交运设备、金属制品和烟草等 5 个行业各项数据全面收缩，利润趋势出现了转折，值得高度警惕。显而易见的是，目前的盈利能力正在从消费类的制造业，向中游的制造业转移，这为中游行业的崛起埋下了伏笔。更重要的是，产业脉络正在凸显，结构性的应力在我们的周期视角下，已经开始变得清晰。

至此，经济与政策的博弈，首次出现了一个局点，如同阪上走泥丸，宏观经济不进则退，超调概率大幅度提高。因此，我们认为可以期待政策放松和制度变革的持续践行，从而为实体经济穿越原材料成本、资金成本和制度成本的刚性奠定坚实的基础，从而巩固利润从趋势变成现实，促进内生动力的复苏、防范超调的风险。毕竟，我们“倒洗澡水，不能把孩子一起倒了”。

此时，已是最悲观的时候，但无妨也是最乐观的时候，我们给出的建议是，“子规夜半犹啼血，不信东风唤不回”。更详细的策略，请参考我们的策略报告《11 月份策略配置报告：反弹：从周期到成长》（11 月 3 日，安尉、吴启权）。

一、实体经济运行面临巨大挑战

1.1 库存周期运行面临去库存的风险

到目前为止，通过全球库存双周报《泛海观澜》和中周期之观察《结构主义的演绎》这两条产品线，我们发展并逐渐完善了一套库存周期观测和跟踪体系。

在我们的一贯的框架下，我们认为库存其实是工业生产（类同于 GDP 或经济增长）的滞后指标，而且存在两种库存变动的原因（合意库存和非合意库存）。因此从投资实践的角度出发，我们是从一个整体的角度去观察库存周期演进的，而非特专注于库存变动本身。在对库存周期的跟踪过程中，我们希望做到的，是在实体经济变动的整体中勾嵌逻辑，希望收到“牵一发而动全身”的观测效果。

因此对于库存周期所处阶段的判定，我们主要借助的指标包括：（1）库存；（2）价格；（3）产能利用率；（4）利润。此外，如订单、销量等属于企业外部的市场环境，反映的是需求的多寡，为企业所不可控；货币资金流向和价格则反映了实体经济运转的另一个方面。但这些指标都构成了企业库存周期波动的重要观测指标。

在我们看来，库存周期之中最关键的变量是价格。早在 2011 年年度报告、结构主义的演绎首篇报告《繁荣の野望》中我们中已经指出：“在库存周期里，起着主导作用的，是价格——所有的生产和消费行为，都是围绕着价格这根指挥棒而展开的，库存只不过是借用了一下名字而已——这就仿佛，发烧不过是一种身体的表征，其内在的机理却是人体内部虚实与外界寒热交换的结果。”

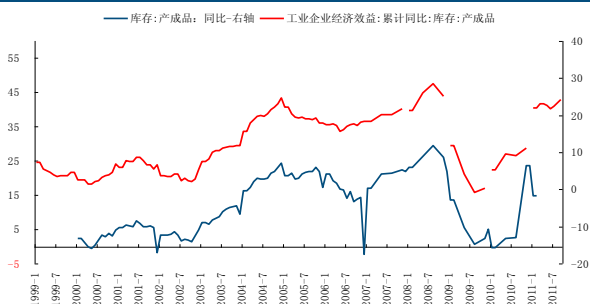
因此我们需要指出的是，当商品价格下降时，企业倾向于减少产量；当商品价格上升时，企业将倾向于增加产量。因此，我们认为，判断库存周期两仪转换的枢纽，将是产品的价格：当产品价格下降时，企业倾向于减少产量，从而步入一个去库存的阶段；当产品价格开始回升的时候，企业一般会增加产量，从而步入到一个补库存的阶段。

我们做出这样的判断，一个明显的隐喻是：在价格上升期间的库存，正是哈耶克言而未尽的合意库存；在价格下降阶段的库存，正是哈耶克所言的非合意库存。（关于库存周期阶段的判定，请详参 1 月 14 日的全球库存双周报《泛海观澜之一：两仪与四象》，3 月 1 日的结构主义演绎之《化蝶——突破库存周期》，6 月 21 日的全球库存双周报《泛海观澜之九：斩蛇起义》）。

因此，对于中国的库存周期演进阶段，我们在总量上的库存、价格、产量、利润等多个角度展开观察。

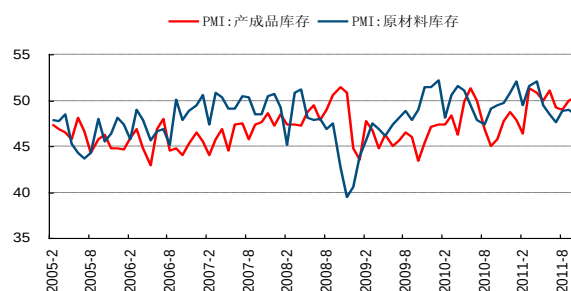
- （1）从工业品库存的角度考考，1-9 月份工业品产成品库存累计同比增长 24.15%，较上个月上升 0.87 个百分点后继续增长 0.77 个百分点，产成品库存持续增加的迹象明显。由于工业品库存数据并不连续，可比性较差，我们再观察 PMI 数据中的原材料和产成品库存：10 月份数据显示，产成品库存 50.3%，上升了 0.4 个百分点，而原材料库存为 48.5%，下降 0.5 个百分点，两者走势分离，一上一下分野于 50%的临界线，因此去库存的可能性在增加。

图 1：工业产成品的库存增速（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

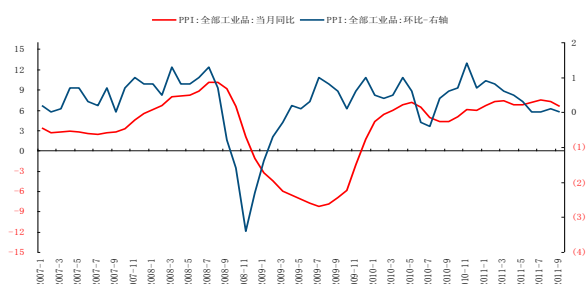
图 2：原材料和产成品库存指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

- (2) 从工业品价格的角度考虑，9 月份 PPI 同比增 6.52% 持续下滑，环比则降为 0，显示出工业品价格在持续坚韧之后出现了明显的松动；从 PMI 购进价格指数来看，10 月份一改 09 年 4 月份以来持续 30 个月保持在 50% 以上的记录，大幅度下挫 10.4 个百分点至 46.2%，这意味着原材料成本的大幅度走低。与此同时，这种程度的价格走低，会给企业的库存投资、以及库存减记带来猛烈的冲击，从而改变中国库存周期的运行轨迹。

图 3：PPI 同比和环比（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 4：PMI 购进价格指数（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

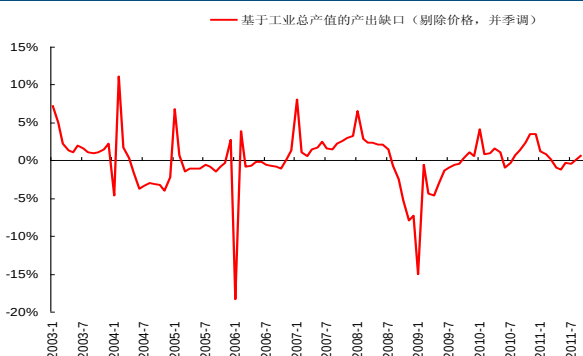
从库存和价格两个角度的讨论，显示目前的库存水平在持续走高，而价格却在大幅度下滑。这种现象，和 2 个月前我们在《低位正循环——8 月份 PMI 数据简评》中所总结的情况完全相反，库存周期出现了隐忧。只是，成本的降低可能为企业带来盈利能力的反弹，那么，实体经济的微增长动力、即企业的盈利能力又会如何呢？

为判断目前库存周期波动的幅度，我们需要从产量（产能利用率）和盈利能力的角度去考察问题。我们知道，所谓的库存重建，指的主要是采购量和生产量等企业行为。而盈利能力，则是周期运转的核心动力，也决定了整个实体经济的活性。

- (3) 从产量的角度考虑，我们发现，近期工业生产的产出缺口在持续扩大，在 9 月份反弹至正数 0.7%，表现较为异常。而 PMI 中的生产量指数持续走低，10 月份略下滑 0.4 个百分点至 52.3%，从业人员指数则出现了较大程度的下滑，降 1.3 个百分点至 49.7%，出现了 11 年 2 月份以来的负增长，

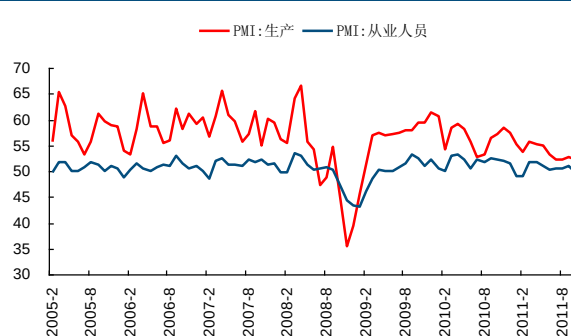
这是在本季节上少有的（历史上，仅有 08 年金融危机期间如此）。这意味着企业的整体产能利用率虽然依然偏紧，但是下滑已是大势所趋，而失业率指标则有上升之可能。

图 5：基于工业生产的产出缺口（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 6：PMI 生产量和从业人员指数（%）

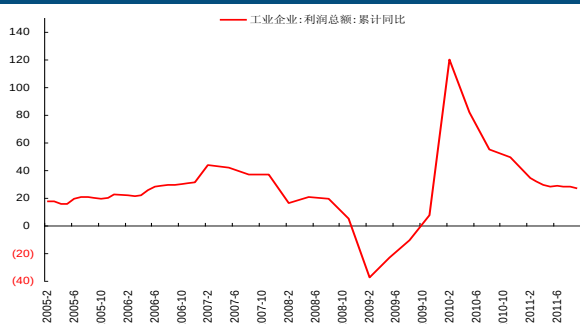


数据来源：Wind，中信建投研发部

- (4) 从利润的角度考虑，我们发现，虽然产量依然得以维持，利润总额也仍在较高的幅度上增长，但是企业的盈利能力仍在持续地下降。1-9 月份规模以上工业企业的累积利润同比增速略下滑 1.23 个百分点至 27%，主营业务成本降 0.01 个百分点至 85.07%，主营业务利润率继续下降 0.02 个百分点至 6.05%。很显然，工业企业的盈利能力受到了除了主营业务成本之外的成本的削弱，这一点从主要行业的利润趋势中更容易观察到。

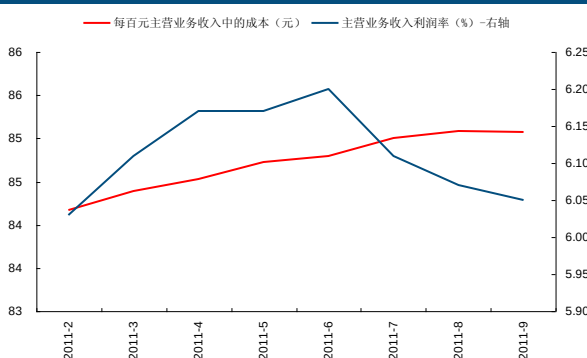
产量和利润的数据表明，虽然目前的经济仍处于较高位维持的状态，但是随时面临着下滑的风险。同时，企业盈利能力的衰减，从根本上降低了整个实体经济运转的活性，预示着实体经济将持续低迷。

图 7：工业企业利润总额累积同比增长（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 8：工业成本和主营业务利润率（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

综合以上指标，我们发现，中国的实体经济和库存周期演进，已经到了命悬一线的关键点上。从需求、生产、价格、利润以及库存等指标上，我们看到了中国的库存周期的“危若垒卵”。

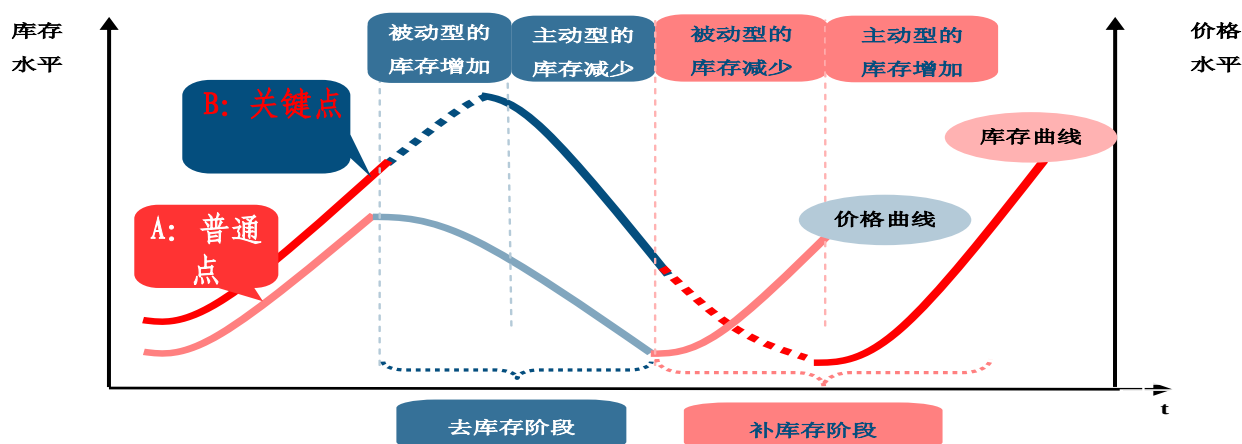
1.2 周期转折的两个理论基点

只是需要指出的是，目前的情况并不悲观，因为一切都在我们的预料中。

在我们 10 月 28 日的两篇全球库存双周报《泛海观澜之十三：涛声变奏》和《泛海观澜之十四：蓝海宏图》中，我们集中火力，只是为了讲述了一件事情，“经济有风险，政策需谨慎”。目前来看，宏观经济和政策正按照我们预设的剧本而展开。无论是《涛声变奏》的“变局—危局—破局”，还是《蓝海宏图》的“十月围城—黑鹰坠落—拯救大兵瑞恩”，莫不如是。

对于目前的现状，理论上的解释非常简单。目前来看，库存周期处于岌岌可危的地步。如图所示，在我们的库存周期阶段划分中，我们认为目前中国的库存周期演进，可能正在朝着 B 点的方向迈进，这个点的核心特征在于：库存继续增加、价格转而下降，也就是说需求疲弱，库存面临着被动型积累的风险。虽然在这个点上的经济依然是平滑的，但是其间蕴含的“风险”却是显而易见的。

图 9：库存周期的四阶段



资料来源：中信建投研发部

然而把视角拉长，从库存周期到中周期过渡的视角来看，目前的中国经济却是处于穿越刚性、走向主动型增长的阶段。

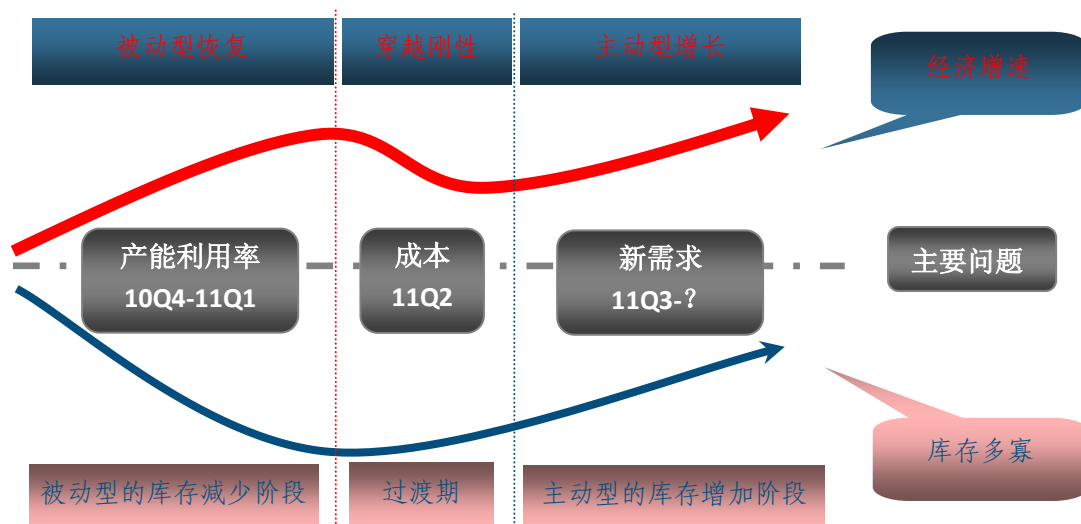
在 7 月 13 日的《结构主义的演绎之四：云龙三现》中，我们详细地定位中国经济所处的阶段。在我们看来：

- A. 10Q4-11Q1: 是被动型的库存减少阶段，经济被动型恢复，观测的关键点是产能利用率；
- B. 11Q2: 过渡期，此时经济遭遇刚性，经济生活的主要矛盾是克服高成本的冲击；
- C. 11Q3-…: 主动型的库存增加阶段，经济主动型增长，观察的关键点是新需求问题；

应该意识到，在主动型的增长阶段，库存本身作为滞后变量，已经显得无足轻重了。仅仅就库存而论库存周期的演进，已经有“头疼医头，脚疼医脚”的庸医之失了。在我们看来，在这个主动型增长的阶段，从整体宏观经济的运转而言，这个阶段有两个因子值得特别的留意：（1）新需求，多由新订单或者是销售收入增速来表示，代表了经济的正面因子；（2）成本，多由购进价格和 PPI 来表示，是拖累经济活性的显著的负面因子。

我们之所以在此特别提出，因为这对于我们从重重的数据中整理出哪些行业在中期内能够化险为夷、转危为安，具有直接的指导作用。此话题暂且不提，在此后的产业分析部分，我们将为大家再度展现其具体的运用。

图 10：中国经济的周期演进和主要矛盾

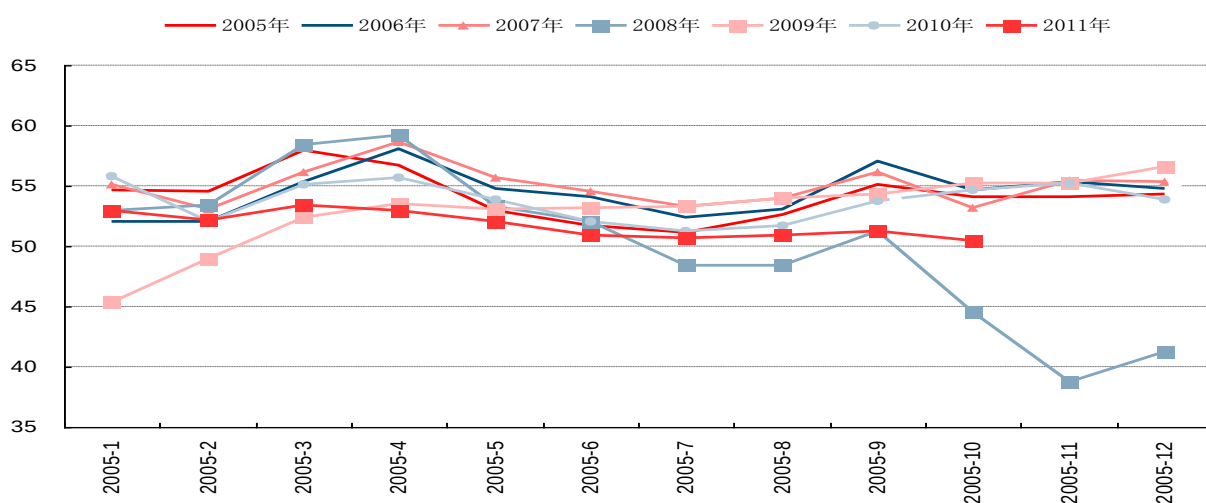


资料来源：中信建投研发部

1.3 需求软弱无力，库存压力大增

10 月份 PMI 为 50.4%，环比下滑 0.8 个百分点。应该说，本次 PMI 反弹的下滑，远低于历史上平均反弹 0.68 个百分点的水平，同时也显著低于历史平均水平 54.38%。这意味着实体经济的极度疲软，既无季节性反弹，也显著低于潜在增长。

图 11：分年度的 PMI 增幅（%）



资料来源：中信建投研发部



与此同时，对 PMI 指标体系的分析，能够充分说明经济目前所面临的危局。对于 10 月份 PMI 的 11 个分项指标，沿着企业的经营脉络自下而上地看：

- 营销环节：出口订单指数大幅下挫 2.3 个百分点，新订单也下滑 0.8 个百分点至 48.6%。这意味着金融动荡和海外去库存的大背景下，内需、外需都比较吃力。同时，积压订单减少 2.9 个百分点至 46%，这是前期产能利用率较高所消耗的；配送时间上升 1.2 个百分点，则意味着经济运行效率的下降，对于这个数据，实际上和我们对 M1 数据的点评是一致的，“钱在银行，货在仓库，交易不活跃，财力、物力虚置”；与此同时，产成品库存持续回升至 50.3%，和此前说产成品库存正在累积遥相印证。
- 生产环节：疲弱的需求背景下，生产量下滑 0.4 个百分点，谨慎维持在较高位；值得关注的是从业人员指数略下滑 1.3 个百分点，并罕见地处于 50% 的下方。至此，生产环节不豫之局面略现一斑。
- 采购环节：由于需求软弱，而且原材料价格大降，使得企业开始了显著的原材料去库存过程。不难看出，购进价格大幅度回落，采购量和进口大幅度回落，原材料库存则持续降低。在采购环节，凌厉而麻利儿的去库存，是显而易见的。

表 1：10 月份 PMI 分环节的增幅—除了产成品库存上升之外，余子全军皆墨

生产环节	指标分类	本月数据	环比增幅（%）	上个月环比增幅（%）
全部	PMI	50.4	(0.8)	0.3
采购环节	进口	47.0	(3.1)	0.4
	采购量	50.7	(0.8)	0.3
	购进价格	46.2	(10.4)	(0.6)
	原材料库存	48.5	(0.5)	0.2
生产环节	生产量	52.3	(0.4)	0.4
	从业人员	49.7	(1.3)	0.6
营销环节	产成品库存	50.3	0.4	1.0
	供应商配送时间	50.7	1.2	(0.4)
	积压订单	46.0	(2.9)	1.3
	新订单	48.6	(0.8)	0.2
	出口订单	48.6	(2.3)	2.6

数据来源：CFLP，中信建投研发部

至此，我们再度抽丝剥茧得到的主线是：出口订单下滑——国内订单下滑——积压订单减少——产成品库存的回升——滞销局面产生——生产谨慎维持——采购量、价大跌——原材料库存下降。至此，除了产成品库存上升意味着滞销，配送时间上升意味着无效率之外，PMI 体系全军覆没。诚然，没有比这更坏的了。

此外，我们更为细致地观察 PMI 指标体系不难看到，各分项数据对于本次 PMI 的贡献都是负的：

- (1) 新订单指数下滑 0.8 个百分点，贡献了 PMI 下滑的 30%；
- (2) 从业人员指数下滑 1.3 个百分点，贡献了 PMI 下滑的 30%多；
- (3) 供应商配送时间上升了 1.2 个百分点，贡献了 PMI 下滑的 22.5%多；

因此，我们不难看到，随着需求的转弱，整个经济的活性在大幅度地降低，实体经济运转艰难。

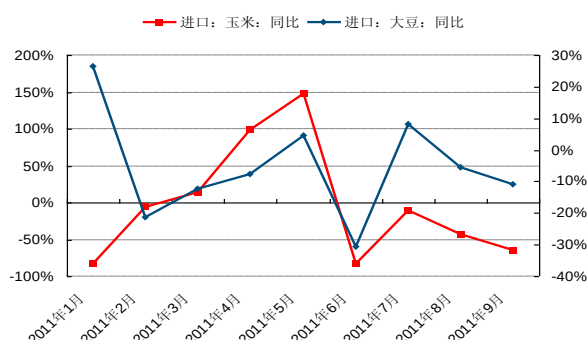
表 2：10 月份 PMI 分环节的增幅—生产、库存降低

指标	当月值	环比增幅	权重	贡献点数
新订单	48.6	-0.8	30%	-0.24
生产量	52.3	(0.4)	25%	-0.1
从业人员	49.7	(1.3)	20%	-0.26
供应商配送时间	50.7	1.2	15%	-0.18
原材料库存	48.5	-0.5	10%	-0.05
PMI	50.4	-0.8		-0.83

数据来源：中信建投研发部

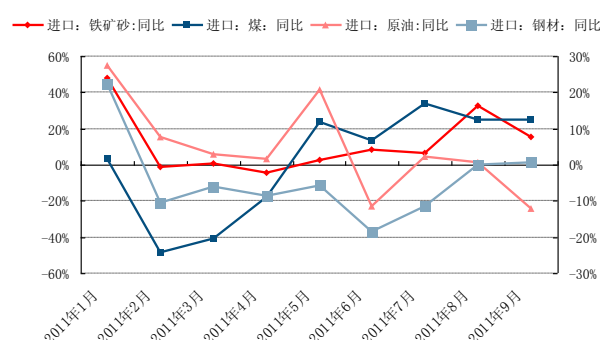
而从经营环节的上游来看，去库存的态势则更为明显。实际上，我们不难看到，随着大宗商品自 9 月下旬以来的暴跌，近期的农产品、以及矿产品的进口量也出现了不同程度的下挫。

图 12：大宗粮食进口同比增长（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 13：大宗能源和矿产品进口同比增长（%）



数据来源：CEIC，中信建投研发部

应该注意到，目前所有的数据和两个月之前相比，都出现了完全相反的方向。而改变这一切的，是“价格”，尤其是国际大宗商品价格这个关键性支点，这也是我们《涛声变奏》的核心。



二、PMI 的宏观指示意义

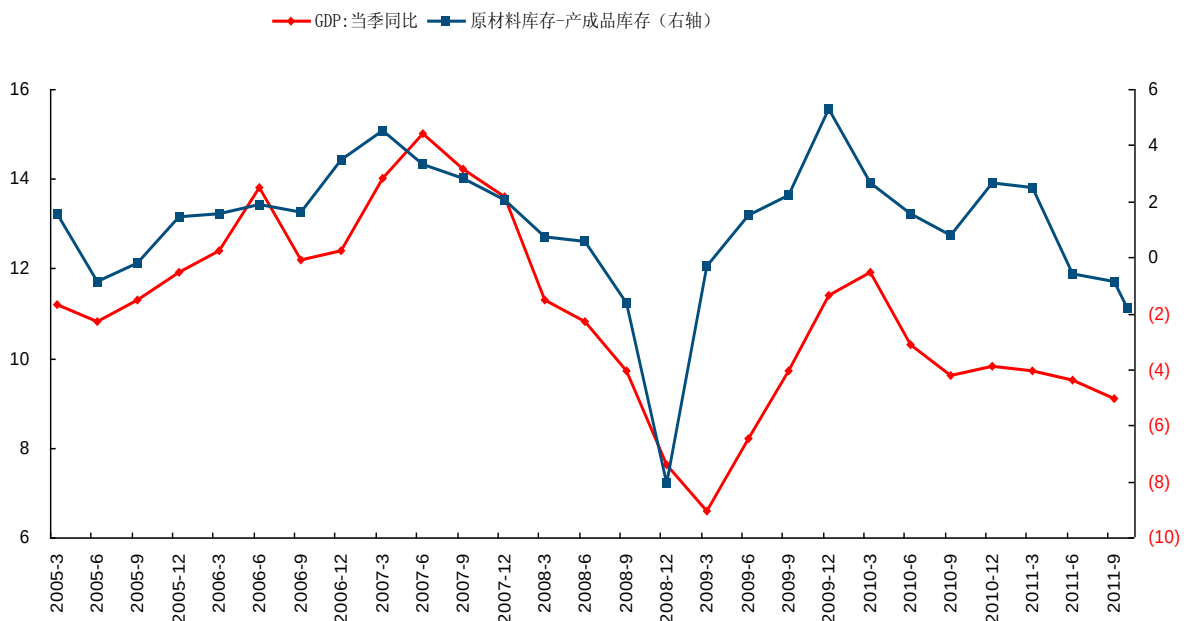
PMI 数据之所以被重视是因为其具有一定的数据领先意义。在我们的实体经济框架下，我们选取具有经济学逻辑的相关指标进行回归分析。

2.1 库存和 GDP 的波动之间的关系

我们观察到，原材料库存多是因为经济扩张而展开的，而产成品库存一定程度上是和经济扩张违逆的。因此，原材料库存和产成品库存之差，和 GDP 增长之间存在着显著的正相关关系。

我们的回归分析显示，原材料库存和产成品库存之差，领先于 GDP 增速大约 1 个季度。而 10 月份两者之间的差距连续 3 个月扩大，更是从 9 月份的-0.867 个百分点扩大到 10 月份的-1.8 个百分点。这意味着，四季度的 GDP 面临着急剧下跌的风险。

图 14： PMI 库存指数之差，领先 GDP 增速约 1 个季度

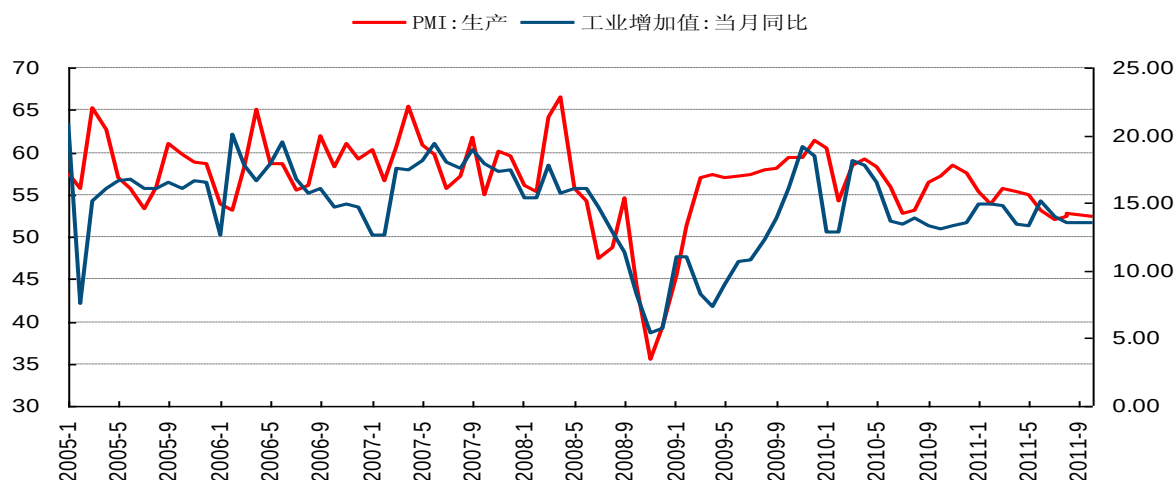


资料来源: Wind, 中信建投研发部

2.2 中采 PMI 生产量和工业增加值

此外，我们的计量分析显示，PMI 生产量指数领先工业增加值约 2-3 个月。因此 PMI 生产量此前持续的萎缩，可能预示着四季度工业增加值弹性的缺失。与此同时，10 月份 PMI 生产量指标的下滑和反复，也预示 4 季度工业生产情况的萎靡，我们预计 4 季度的工业增加值将降低至 12%-12.5% 附近。

图 15: PMI 生产量指数领先工业增加值约 2-3 个月

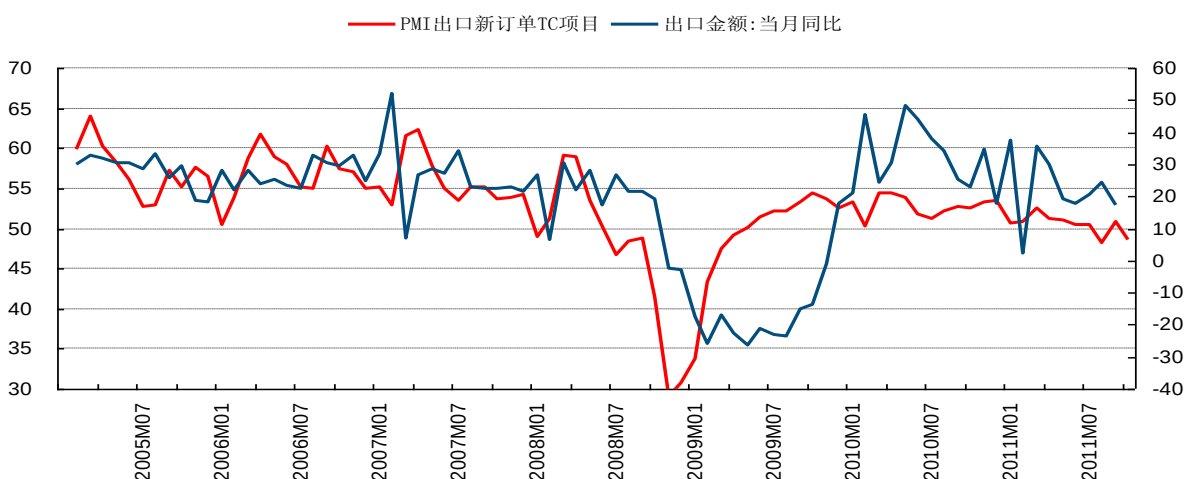


资料来源: Wind, 中信建投研发部

2.3 PMI 新出口订单和出口增速直接的关系

此外，定量的回归分析显示，PMI 出口订单指数领先出口增速大约 5-6 个月。这意味着，10 月份新出口订单指数的大幅度下降走低，预示着在万圣节、圣诞节和元旦节等节假日因素消退之后，来年的 1 季度，出口情况的回落会超预期。

图 16: PMI 出口订单指数领先出口增速 5-6 个月



资料来源: Wind, 中信建投研发部

我们也观察到，10 月份美国 ISM 的 PMI 指标为 50.8%，比上个月下滑了 0.8 个百分点。总体来看，出口大



幅度下滑——订单不足——商务活动和雇佣量大幅减少——采购价格大幅下滑，进口量也大幅度下滑，负面循环痕迹明显。因此我们判断，美国的去库存仍将持续，不过已经处于了一个相对底部的区域。因此不难料想，中国出口的外部环境依然较为萧索。

表 3：美国：10 月 ISM 的 PMI 分项增幅（%）

指数	10 月份数值	9 月份数值	变动点数	变化方向	变化速度	延续月份
PMI	50.8	51.6	(0.8)	Growing	Slower	27
进口	49.5	54.5	(5.0)	Contracting	From Growing	1
价格	41	56	(15.0)	Decreasing	From Increasing	1
商务活动/产量	50.1	51.2	(1.1)	Growing	Slower	2
雇佣量	53.5	53.8	(0.3)	Growing	Slower	25
新订单	52.4	49.6	2.8	Growing	From Contracting	1
积压订单	47.5	41.5	6.0	Contracting	Slower	5
新出口订单	50	53.5	(3.5)	Unchanged	From Growing	1
供应延迟	51.3	51.4	(0.1)	Slowing	Slower	29
库存	46.7	52	(5.3)	Contracting	From Growing	1
消费者的存货	43.5	49	(5.5)	Too Low	Faster	31

数据来源：ISM，中信建投证券研发部

综合 GDP、工业增加值、出口等因素，不难看出，未来的经济增长出现了失速的风险，宏观超调的概率在急剧地累积，这就对决策层的调控艺术提出了新的要求。

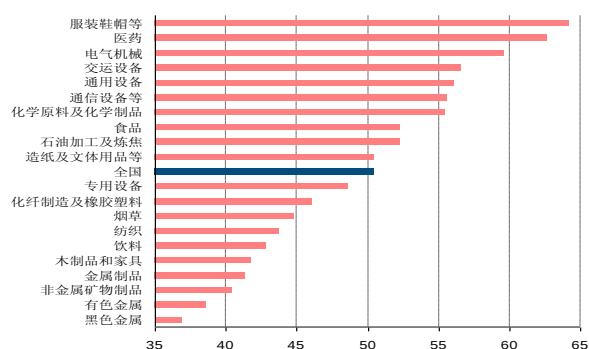
三、水落石出，行业开始分化

3.1 主要的行业判断的利润趋势

此前我们已经指出，在这个主动型增长的阶段，从整体宏观经济的运转而言，这个阶段有两个因子值得特别的留意：（1）新需求，多由新订单或者是销售收入增速来表示，代表了经济的正面因子；（2）成本，多由购进价格和 PPI 来表示，是拖累经济活性的显著的负面因子。因此我们分别从分行业订单指数和购进价格指数来分析，并最终综合考虑分行业的利润趋势。

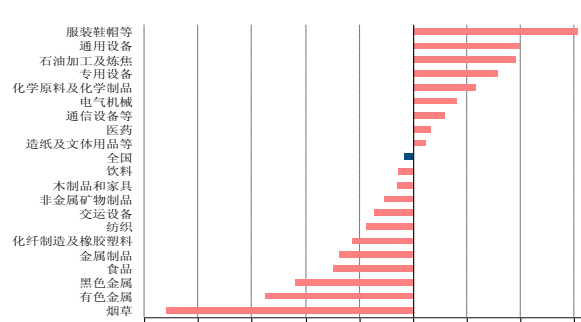
从向前看的新订单指数来看，服装鞋帽、医药、电气机械、交运设备、通用设备、通信设备、化学原料及化学制品等的新订单指数靠前；服装鞋帽、通用设备、石油加工及炼焦、专用设备、化学原料及化学制品、电气机械、通信设备等、医药等行业的新订单反弹幅度居前。

图 17: PMI 分行业新订单指数 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

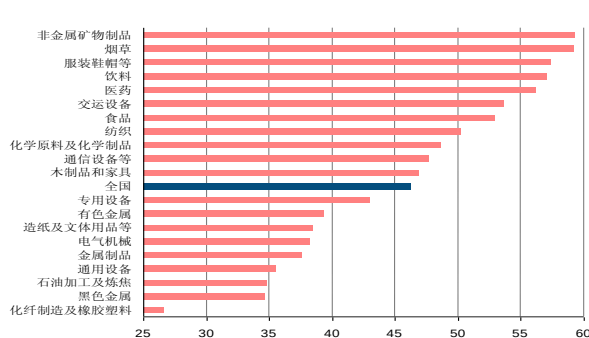
图 18: PMI 新订单分行业指数的反弹幅度 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

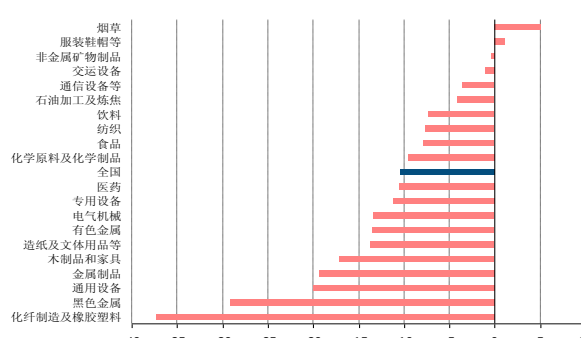
从往后看的购进价格指数来看，化纤制造及橡胶塑料、黑色金属、石油加工及炼焦、通用设备、金属制品、电气机械、造纸及文体用品、有色金属、专用设备等行业购进价格指数较低；而化纤制造及橡胶塑料、黑色金属、通用设备、金属制品、木制品和家具、造纸及文体用品等、有色金属、电气机械、专用设备、医药等的购进价格下降幅度居前。

图 19: PMI 分行业购进价格指数 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

图 20: PMI 分行业购进价格指数的反弹幅度 (%)

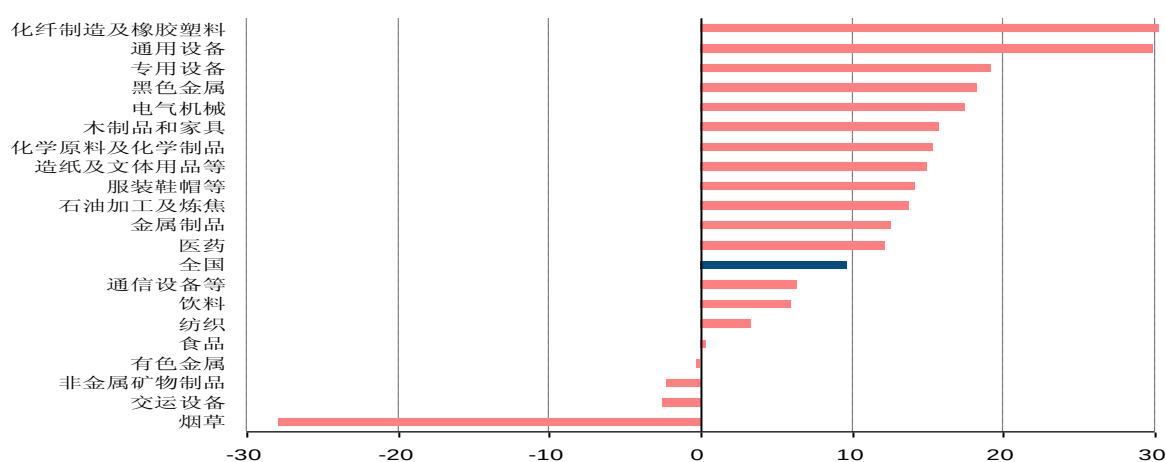


数据来源: Wind, 中信建投研发部

鉴于订单和价格指数的差异，我们不难看出各个行业的利润趋势的，大部分行业的利润趋势表现出上升的态势。但是，各个不同的行业在这场成本和需求比赛下降的过程中表现各异，预示着未来景气程度的不同：

(1) 需求稳、成本降，利润趋势向好的六个行业：化纤制造、化学原材料和制品、石化炼焦、通用设备、专用设备、电气设备等；(2) 成本降低，利润趋势向好，但受出口影响显著的四个行业：造纸、服装、木制品和纺织等；(3) 表现相对均衡，景气度居中的两个行业：通信设备、医药行业等；(4) 受到国内固定资产投资下降的影响，出现了高库存的现象，表现较差的三个行业：钢铁、非金属制品、有色等 3 个行；(5) 各项数据全面收缩，利润趋势出现了转折，值得高度警惕的五个行业：烟草、饮料、食品、交运设备、金属制品。

图 21: PMI 主要行业利润趋势



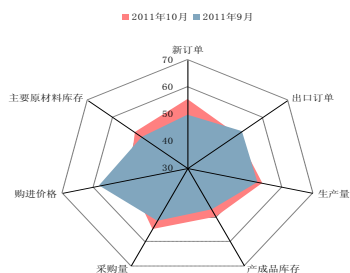
资料来源: Wind, 中信建投研发部

3.2 主要行业的判断

3.2.1 需求稳、成本较，利润趋势向好的六个行业

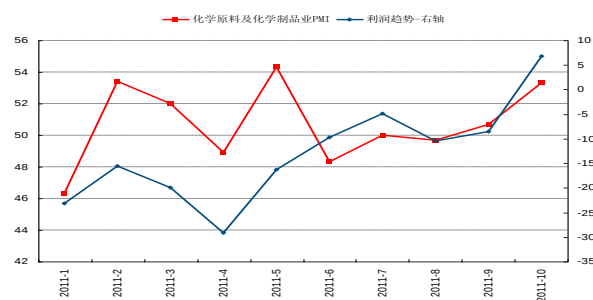
化学原材料和制品行业处于相对有利的态势之中，新订单增长，生产增长，即各项数据均增长，唯有购进价格收缩，这对于企业利润最为有利。

图 22: 化学原材料和制品行业的 PMI (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

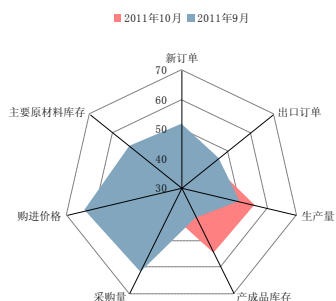
图 23: 化学原材料和制品的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

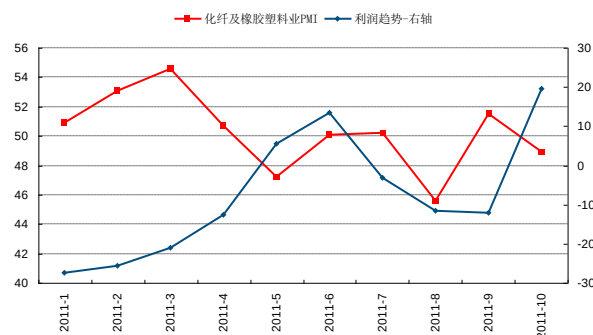
化纤制造行业的各项数据表现平淡，唯其购进价格大幅度下挫，从而推动其利润趋势大幅反弹至榜首。

图 24：化纤制造行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

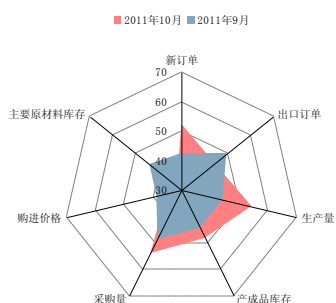
图 25：化纤制造行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

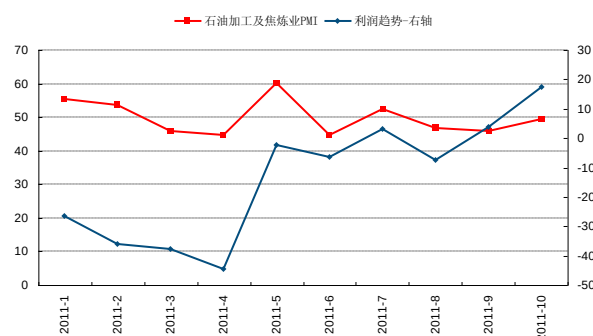
石化炼焦行业的新订单恢复，同时购进价格大幅度降低，因此开工率大增，利润趋势持续向好。

图 26：石化炼焦行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

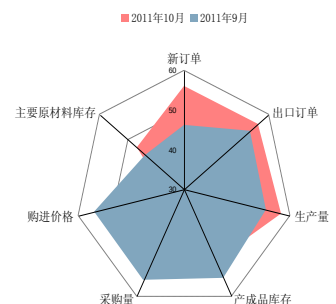
图 27：石化炼焦行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

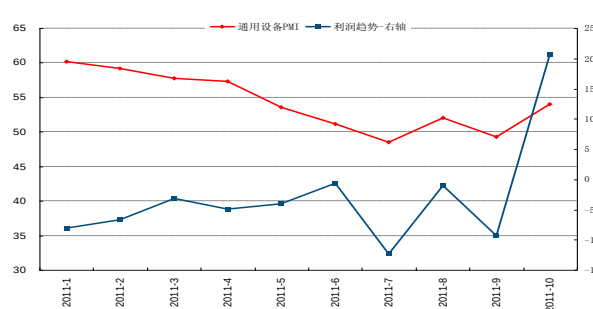
通用设备行业的订单指数也在增加，生产量扩大，同时购进价格指数减小，有利于继续扩张，而利润趋势也出现大幅度的反转，值得特别关注。

图 28：通用设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

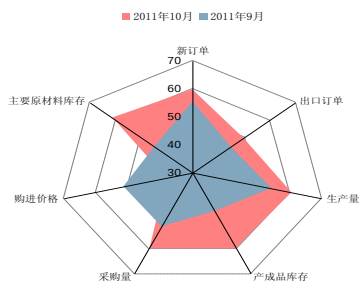
图 29：通用设备行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

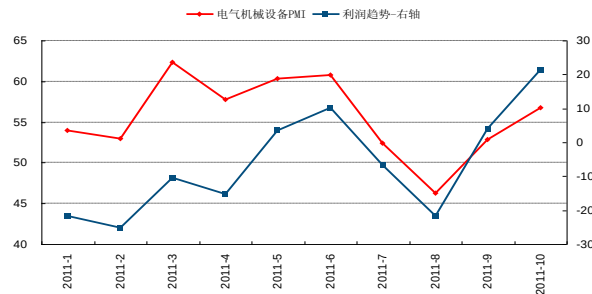
电气设备从全面收缩转向了全面扩张，各项指标均大幅度反弹，唯有购进价格持续下降，也没有比这更好的了，因此其利润趋势得以延续。

图 30：电气设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

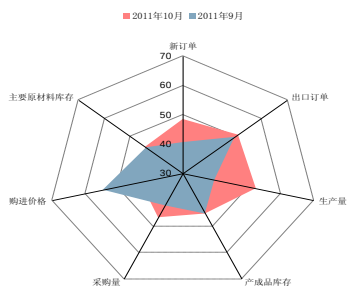
图 31：电气设备行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

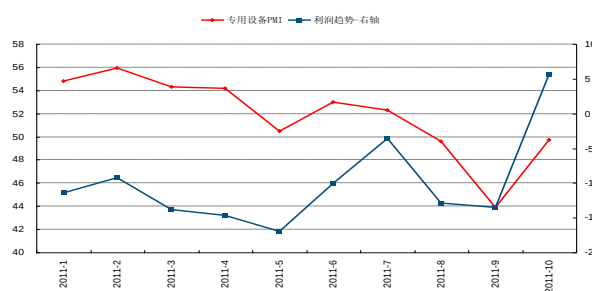
专用设备和电气设备行业完全类似，只是其扩张的力度远逊于电气设备，在成本走低背景下，利润趋势反弹并大幅向上。

图 32：专用设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 33：专用设备行业的 PMI 和利润趋势 (%)

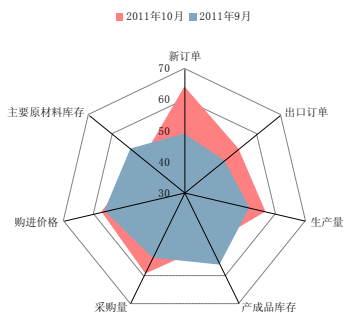


数据来源：Wind，中信建投研发部

3.2.2 成本降低利润趋势向好，但受出口影响显著的四个行业：造纸、服装、木制品和纺织

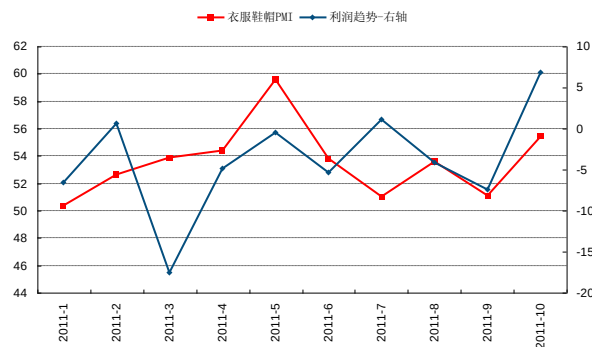
服装衣鞋帽行业订单指数增加，出口不错，生产增而产成品库存减，利润趋势持续走强，表现相对优异。

图 34：服装衣鞋帽行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

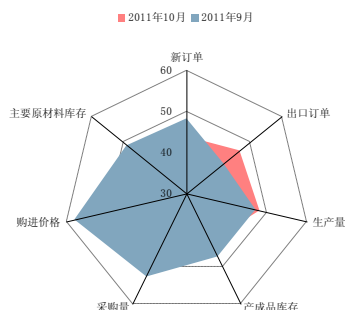
图 35：服装衣鞋帽行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

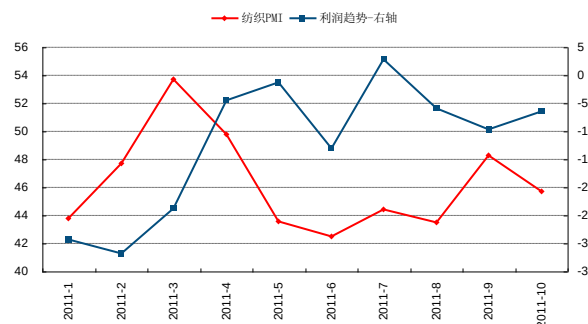
纺织行业的出口订单增长，其余则大降，成本走低抬高利器趋势。纺织、服装的好转，和季节性因素有关。

图 36: 纺织行业的 PMI (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

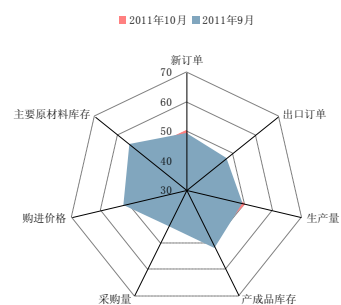
图 37: 纺织行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

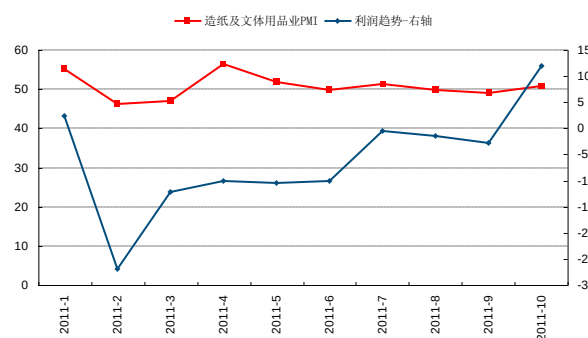
造纸及文体用品行业的产成品库存略增，订单下降，其余大幅下降，唯倚仗成本走低抬高了利润趋势。

图 38: 造纸及文体用品行业的 PMI (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

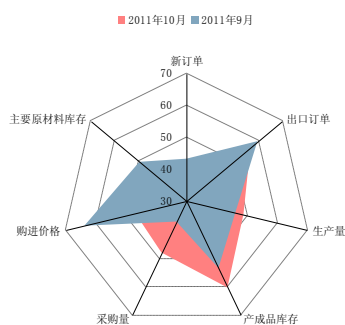
图 39: 造纸及文体用品行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

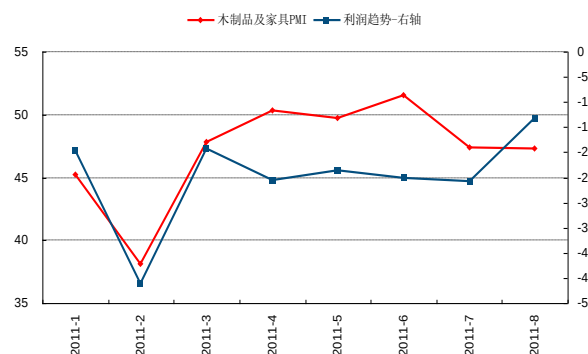
木制品和家具行业订单减少，购进价格的降低致采购量增加，产成品的库存高企，利润趋势走稳之后向上。

图 40: 木制品和家具行业的 PMI (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

图 41: 木制品和家具行业的 PMI 和利润趋势 (%)

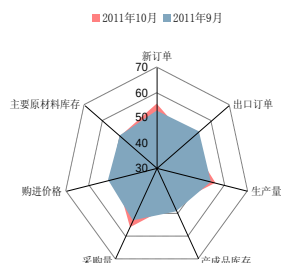


数据来源: Wind, 中信建投研发部

3.2.3 表现相对均衡，景气度居中的两个行业：通信设备、医药行业

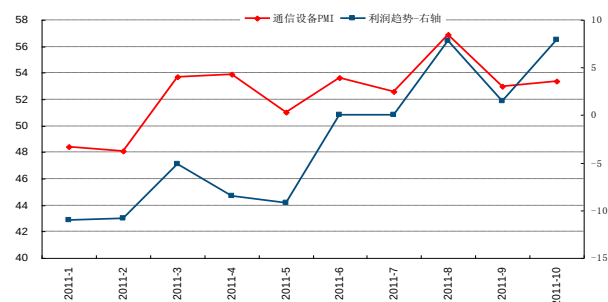
通信设备行业的新订单、采购量、产量等均增加，均衡扩张态势明显，且利润趋势持续好转。

图 42：通信设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

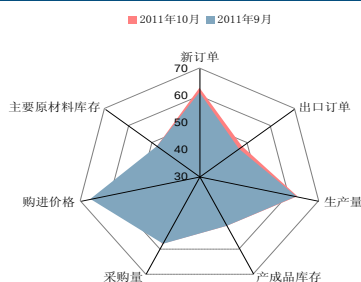
图 43：通信设备行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

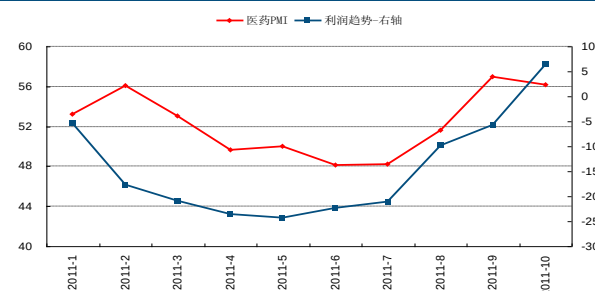
医药行业的订单、生产量增加，均衡扩张态势明显，利润趋势持续好转为正。

图 44：医药行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 45：医药行业的 PMI 和利润趋势 (%)

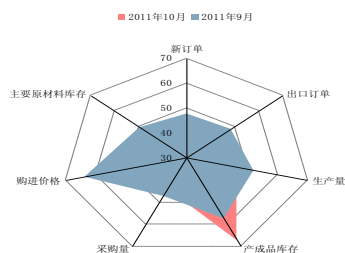


数据来源：Wind，中信建投研发部

3.2.4 受投资下降影响，出现高库存的三个行业：钢铁、非金属制品、有色

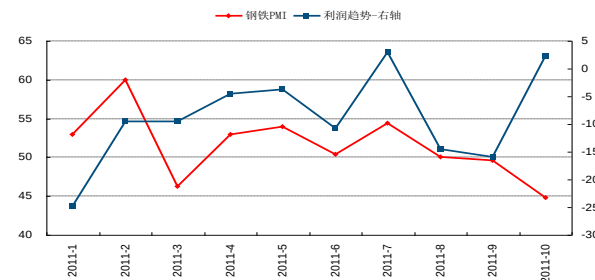
钢铁行业全盘皆绿，唯有产成品库存较高，预示着库存压力较大，虽然受益于成本走低利润趋势反弹。

图 46：钢铁行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

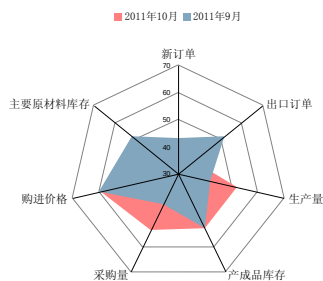
图 47：钢铁行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

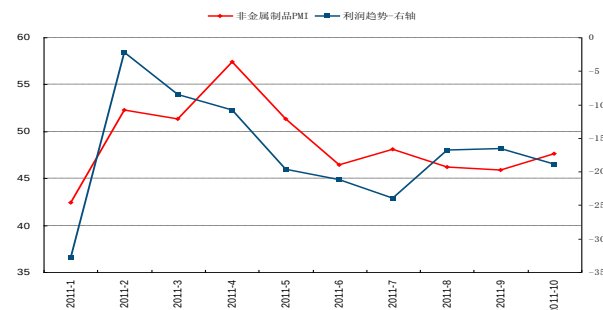
非金属制品行业的产成品库存略有增长，但其他指标全面萎缩，利润趋势略为反弹。

图 48：非金属制品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

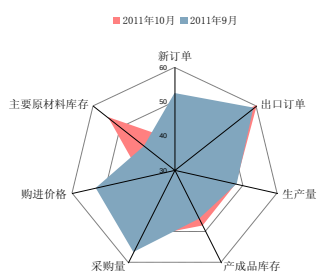
图 49：非金属制品行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

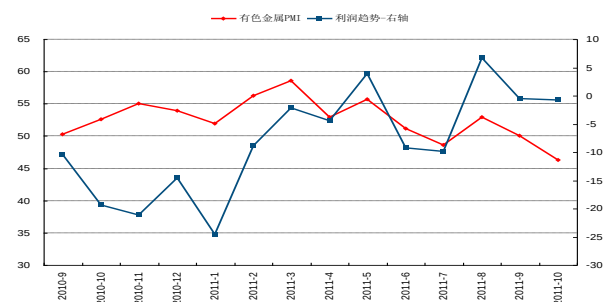
有色金属行业的出口订单和原材料库存、产成品库存均在上升，而利润趋势基本走平。其非均衡扩张的态势明显，但从趋势来看将欲经受强大的库存考验，预期不虞。

图 50：有色金属行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 51：有色金属行业的 PMI 和利润趋势 (%)

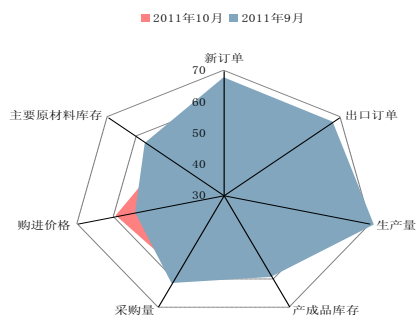


数据来源：Wind，中信建投研发部

3.2.5 全面收缩，利润趋势出现了转折的五个行业：烟草、饮料、食品、交运设备、金属制品

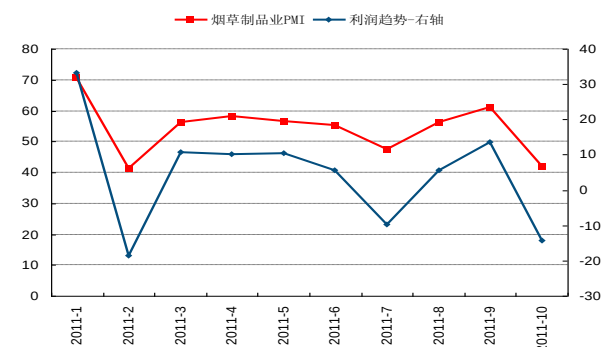
烟草行业的各方面指数均较弱，且购进价格反而上升，因此其利润趋势表现最差而垫底。

图 52：交运设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

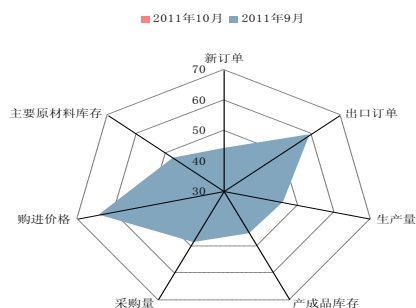
图 53：交运设备行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

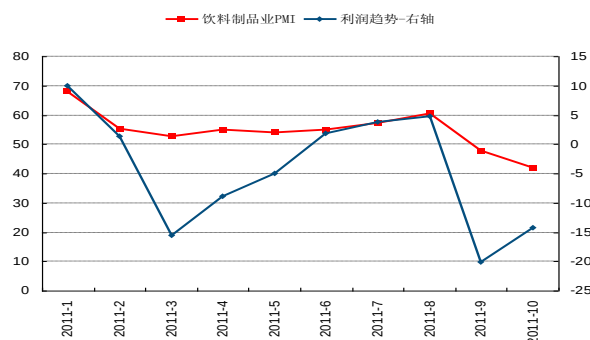
饮料行业处于全面收缩的态势之中，无一主要指标不减少，且其利润趋势亦在低位徘徊。

图 54：饮料行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

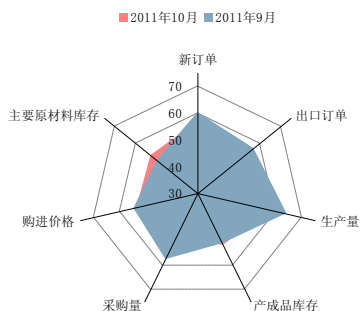
图 55：饮料行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

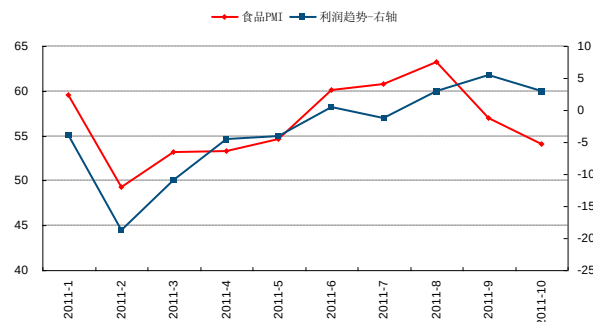
食品行业主要指标均降低，唯有原材料库存和产成品库存较高，窃以为是典型的繁荣过后的镜像。

图 56：食品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

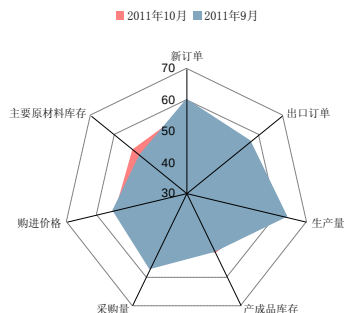
图 57：食品行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

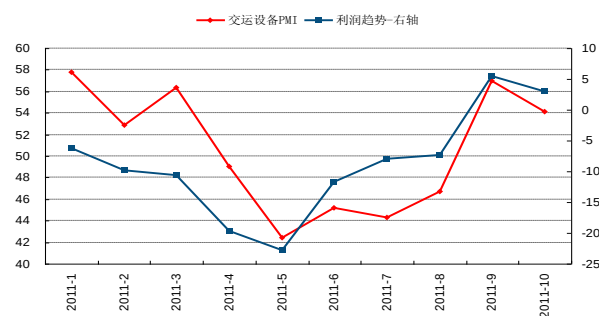
交运设备行业的各项指标和食品行业非常类似，只是只有原材料库存再涨，利润趋势转而下降，这意味着如果没有外部干扰，其具有继续疲软之可能。

图 58：交运设备行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

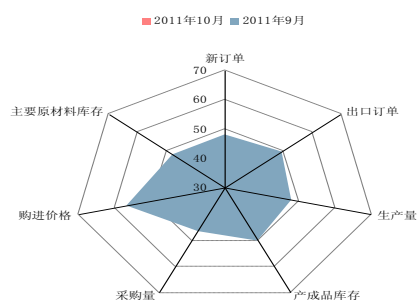
图 59：交运设备行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

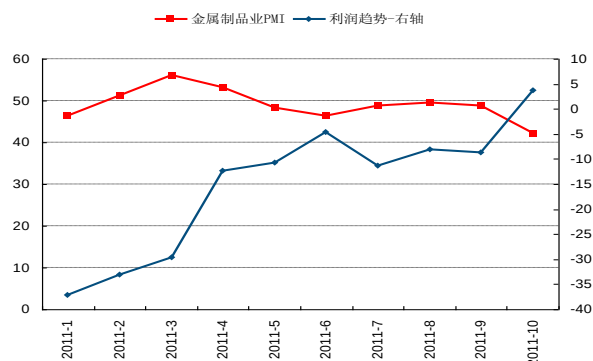
金属制品行业的各项指标全面回落，这可能和固定资产投资、以及交运设备的持续走低有关。只是利润趋势在成本走低的背景下反而不错。

图 60：金属制品行业的 PMI (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 61：金属制品行业的 PMI 和利润趋势 (%)



数据来源：Wind，中信建投研发部

综述，我们粗略分析了共 20 个行业的 PMI 指标体系，以备行业研究员参考和指正。总体来看，成本和需求的比赛走低，水落石出之下，各行业的走势迥异。只是，一个很明显的征兆时，在产业脉络上，目前的盈利能力正在从消费类的制造业，向中游的制造业转移。这是周期理论的必然，也为中游行业的崛起埋下了伏笔。

四、我们的结论：宏观有风险，政策需谨慎

目前的实体经济，受到价格冲击和需求疲软的影响，库存周期濒临去库存阶段，经济滑坡的风险在大幅度提高。

对于库存周期而言，正如我们在《泛海观澜之十三：涛声变奏》中所提示的：在库存重建的路上，不进则退，同“阪上走泥丸”，一旦开始回落就将加速，并直接跌入万丈深渊而化为齏粉。从这个角度上说，“危若累卵”一词，最目前中国库存周期演进风险的最生动描摹。因此，这对我们的宏观调控提供了机会，也构成了挑战。在这个危机的时间点上，我们渴望看到的是，“倒洗澡水，但别倒孩子！”

对于宏观政策而言，正如我们在《泛海观澜之十四：蓝海宏图》中所阐明的：我们认为可以期待政策放松和制度变革的持续践行，从而为实体经济穿越原材料成本、资金成本和制度成本的刚性，奠定坚持的基础，从而巩固利润从潜在趋势变成现实的存在。

更进一步，对于政策而言，我们缺乏打探消息的渠道，但是从政策之于周期内生的角度，我们已经构建了政策和制度变化的框架。若需了解政策思路，请参考我们的《泛海观澜之十二：有风来仪》至《泛海观澜之十四：蓝海宏图》等三篇报告，在此不予赘述。只是要强调，此时已是最悲观的时候，但无妨也是最乐观的时候，我们给出的建议是，“子规夜半犹啼血，不信东风唤不回”。

更详细的策略，请参考我们的策略报告《11 月策略配置月报：反弹：从周期到成长》（11 月 3 日，安尉、吴启权）。



分析师介绍

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师，结构主义的践行者。从事新能源行业分析 1 年，宏观分析 3 年，从决定资产价值最本质的实体经济入手，专注于库存变动和产业演进，为宏观判断和策略配置提供中观基础。2010 年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。