

供需负缺口明显，需要一次大调整和较长时间的修复

——11月 PMI 数据点评

宏观报告

发布时间：2011年12月1日

投资要点：

- 11月份 PMI 一如预期的跌至 50%以下，且跌幅较大，经济趋冷格局基本确认。
- 核心观点：在需求疲软打击下，供需的负缺口进一步拉大，我们判断未来 1-2 个月内有可能出现一次大的调整，以消化高企的库存，并且需要 1-2 个季度的时间来修复供需条件。
- 11月份 PMI 大的调整受季节性因素而放大，经过季调后生产、订单等正向指标值都高于原始值，而库存也低于原始值，表明实际情况要略好于数据本身。且进口指标也小幅回升，季调后的进口指数回升 1 个百分点，或表明内需存在结构好转的迹象。
- 但东流水去挡不住，PMI 及季调后的各正向指标都低于 50 的冷热分界线，经济趋冷已成现实。况且高企的库存指标和走低的订单指标背离值增大，供需负缺口的急剧放大表明未来一段时间企业进入较长时间的、严重的去库存。
- 11月份的产成品库存指数升至 53.1%的历史高点，而新订单指数降至 47.8%，两者相差 5.3%，类似于 2008 年底的评价格局，PMI 指数反应了企业去库存的压力。在内外需未见明显好转下，经历一次大的调整不可避免。预计 12 月份 PMI 跌至 48.3%，而工业生产增加值可能要跌破 12%。
- 而经济的收缩则进一步拉低通胀压力，购进价格指数降至 44.4%，PPI 有望进一步降低，预计 11 月份为 3.3%，12 月份降至 2.5%左右。
- 面对下行的经济趋势，在下调准备金率确定政策转向后，政策和经济将如何演绎？我们认为政策调控短期内将紧盯经济增速的锚，而中长期仍将兼顾“促转型、稳增长和管理通胀预期”。
- 考虑到经济下行的深度要等到明年一季度才明朗。在未确定硬着陆之前，预计政策仍属于预调微调。不会快节奏的、深度放松。政策调控节奏最大可能是走一步看三步，原本预计在春节前后下调准备金率的时点提前，下一次或将等到 2 月底 3 初。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

主要事件:

2011年11月份,中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数(PMI)为49.0%,环比回落1.4个百分点。

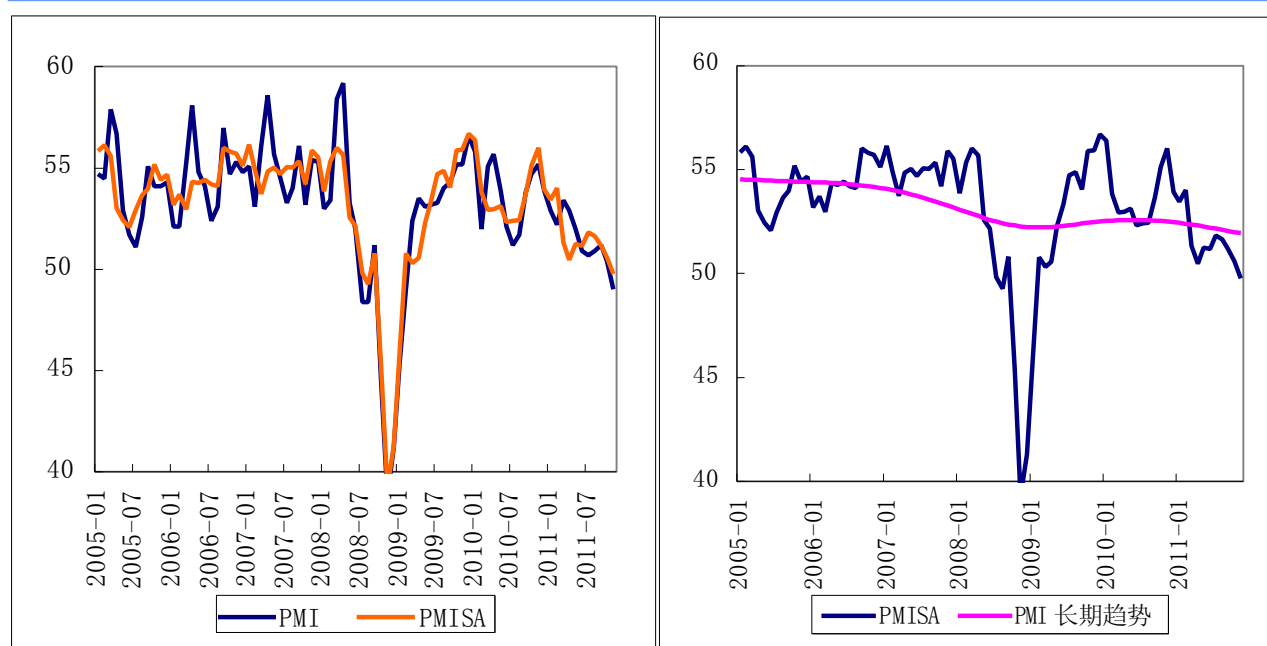
点评:

1、PMI 跌穿分界线, 经济收缩明显, 但季节性因素放大程度

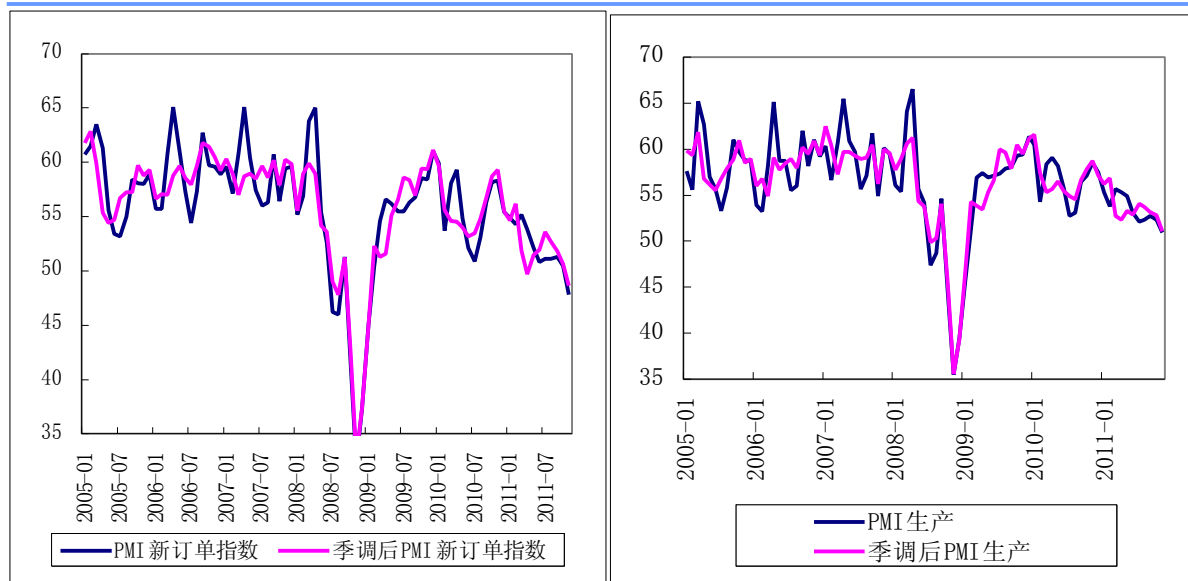
11月份 PMI 一如预期的跌至 50% 以下(见《PMI 将有可能跌至 50 下, 货币政策维稳将兑现——10 月份 PMI 数据点评》), 且跌幅较大, 经济趋冷格局基本确认。

但当月的大幅度下跌有季节性因素。经过季调后生产、订单等正向指标值都高于原始值, 而库存也低于原始值, 表明实际情况要略好于数据本身。且进口指标也小幅回升, 季调后的进口指数回升 1 个百分点, 或表明内需存在结构好转的迹象。

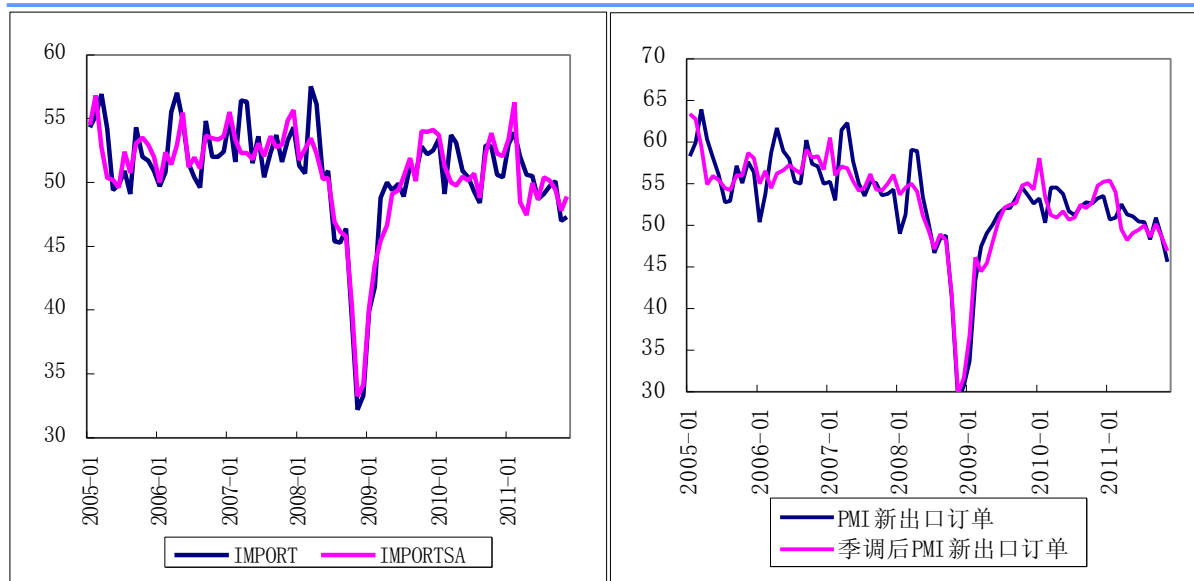
图 1: PMI 跌穿分界线, 但季调后略高, 表明实际情况略好于表面数据



资料来源: wind, 东北证券

图 2：生产和新订单指数的季调值也略高于原始值

资料来源：wind，东北证券

图 3：季调后进口指数回升，而季调后新出口订单好于原始值

资料来源：wind，东北证券

2、产出负缺口明显，短期需要强烈去库存，生产面临一次大的调整要求

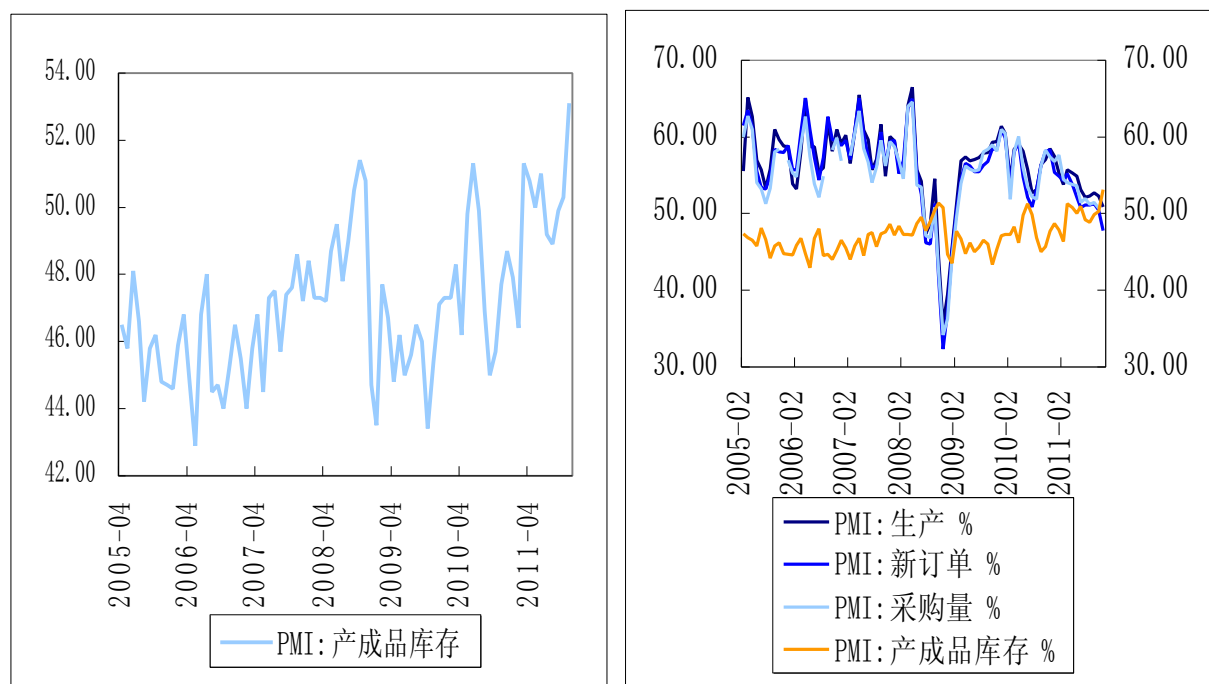
11 月份的产成品库存指数升至 53.1% 的历史高点，而新订单指数降至 47.8%，两者相差 5.3%，类似于 2008 年底的评价格局，PMI 指数反应了企业去库存的压力。

高企的库存指标和走低的订单指标背离值增大，供需负缺口的急剧放大表明未来一段时间企业进入较长时间的、严重的去库存。

在内外需未见明显好转下，经历一次大的调整不可避免。预计 12 月份 PMI 跌至 48.3%，

而工业生产增加值可能要跌破 12%。

图 4: 产成品库存高企, 产出负缺口明显, 生产面临大的调整

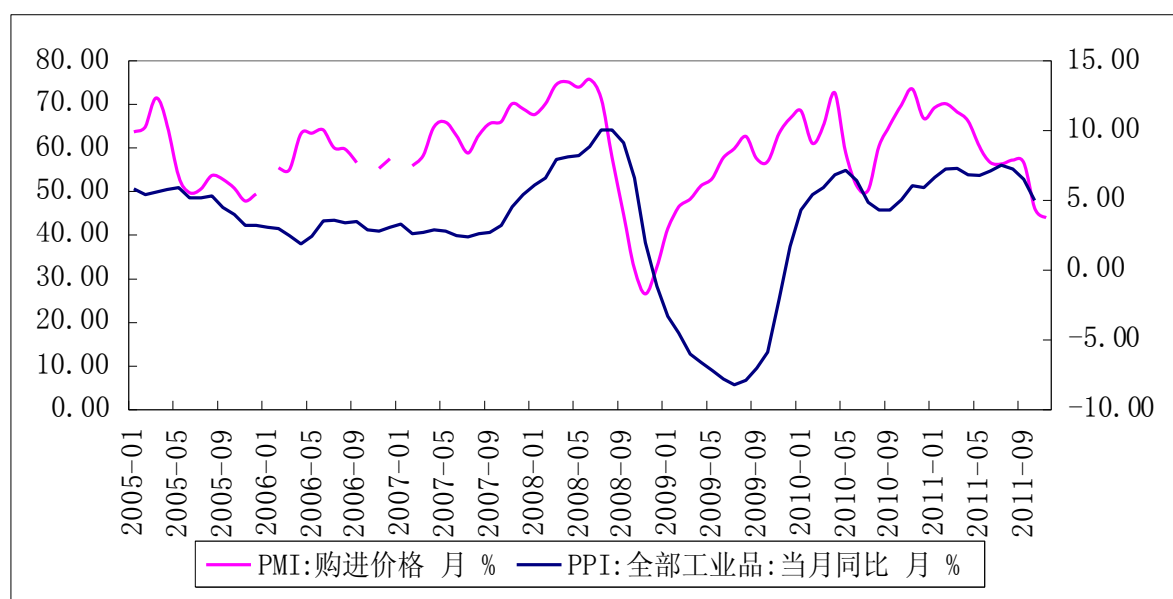


资料来源: wind, 东北证券

3、购进价格继续下跌, 通胀压力短期有望较大释放

经济的收缩则进一步拉低通胀压力, 购进价格指数降至 44.4%, PPI 有望进一步降低。预计 11 月份为 3.3%, 12 月份降至 2.5% 左右。这有助于通胀压力短期得到加大释放。

图 5: 购进价格继续下跌, PPI 将大幅下降



资料来源: 统计局, 东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。