

## 旺季不旺转向淡季惨淡

**事件：**2011 年 12 月 1 日，中国物流与采购联合会发布的 10 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 1.4 个百分点

### 基本结论

#### ■ PMI 二次探底

11 月 PMI 综合指数录入 49.0%，较上月大幅下滑 1.4 个百分点，自 2009 年 3 月以来，首度落至荣枯线以下，反映制造业经济正在迅速下滑。目前 PMI 指数的绝对值、11 月 PMI 指数的环比变动均录得除 2008 年危机以来的最差记录。近期欧元区 11 月 MARKit 制造业 PMI 中值创两年多以来新低，日本、韩国、法国、德国 PMI 均持续下滑，唯独美国（ISM）PMI 鹤立鸡群上行至 62.5%。由于 11、12、1、2 月 4 个月总体上为淡季，旺季不旺悄然转入淡季惨淡。

#### ■ 分项指标迅速恶化

分项指标显示制造业指标迅速恶化，堪比 08 年危机前 2 个月水平。总订单需求、购进价格均创下初 2008 年危机之外时的新低；而产成品库存的积压更创 2005 年以来新高。需求萎缩、库存积压，企业唯有放缓生产、去化库存。具体如下：

#### ■ 订单需求持续萎缩

本月新订单、新出口订单、积压订单继续下滑，与历史平均变动规律相比大幅走弱。订单代表了总需求，由于需求持续下滑终究会出现跳降的一幕，如此局面符合我们对 11 月经济加速下滑的判断，正因如此我们近期坚定的看待政策放松；出口订单的下滑显示而外需的走弱亦非常明显，如前文所述，除了美国鹤立鸡群之外，大多数经济的 PMI 均呈现持续回落状态。

#### ■ 产成品库压创历史新高

原材料库存在 50% 以下以弱于历史规律的幅度加速下滑，而产成品库存则在 50% 以上以强于历史同期水平的幅度上升。（产成品-原材料）库存差额扩大，反映企业销量回落，产品积压、滞销明显。

生产指数虽然录得 50.9%，仍在荣枯线以上，但较 10 月下滑 -1.4 个百分点，大幅弱于历史规律（剔除 08 年后历史平均变动 1.72），不难看出生产活动持续收紧，原材料库存去化加速进行。

#### ■ 量价齐落、生产放缓

11 月采购量和购进价格指标均在 50% 以下，采购价格创 2008 年危机以来新低，采购量则加速下滑。本月采购量下滑幅度超过了上个月，由于产成品库存积压，生产节奏放缓，企业对原材料库存的加速去化导致采购量以及购进价格的持续下滑。本月成产指数亦大幅下滑，尽管维持在 50% 以上，但与历史比较，已经创下 2009 年复苏以来新低。

李治平

联系人

(8621)61038205  
lizhip@gjzq.com.cn

刘锋

分析师 SAC 执业编号：S1130511040004  
(8621)61038297  
liufeng@gjzq.com.cn

汪毅

分析师 SAC 执业编号：S1130511090005  
(8621)60870954  
wangyi@gjzq.com.cn

### ■ 中游全线下滑至枯荣线（50%）以下

PMI 分行业数据显示，经济活动收缩（低于 50）的多为中游行业：主要是重工业中的金属制造、建材、化工、化纤与轻工业中的纺织、造纸印刷以及木材加工行业。该局面的出现表明投资需求与外需的下滑情况非常明显。

### ■ 消费类与交运的订单需求表现尚可

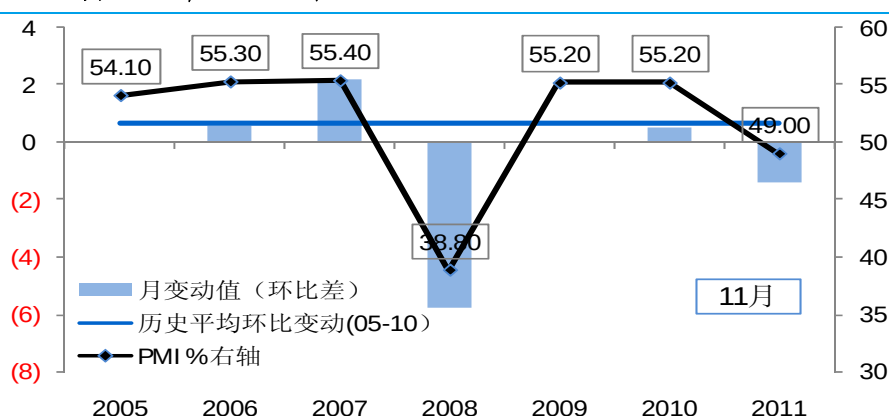
11 月 20 个行业中仅数个行业仍在扩张（50 以上），集中在消费类与交运行业。其中，医药、服装、食品较 10 月有所下降，但总体保持稳健；而烟草则快速回升，不乏由于春节临近的节日效应所致。交通运输设备制造业新订单指数较 10 月略微上升 0.1 个百分点，可能与近期的规划再度膨胀相关。

### ■ 总结与趋势预测：等待来年 2 月

一言以蔽之，PMI 指数反映的特征已从旺季不旺转向淡季惨淡。本月 PMI 显示经济加速下滑，包括内外需的大幅萎缩，生产放缓、产成品库存大量积压，原材料的继续去化。由于我们对 11 月经济加速下滑相对坚定，所以比较确定性的支撑了我们对近期政策放松的判断。

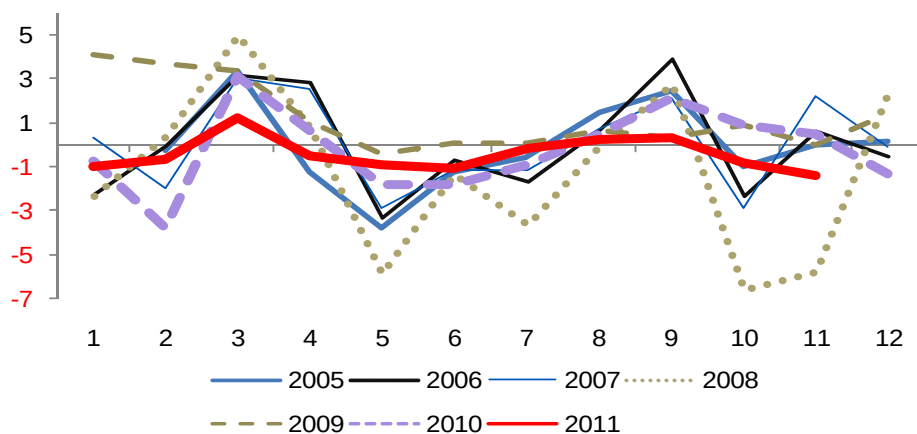
触底可能要等待来年 2 月。由于 12 月、1 月、2 月属于淡季，从 PMI 指数的运行规律看，通常 12 月较 11 月小幅波动，而 1 月、2 月持续大幅下滑。由于近期的放松对经济的贡献还属于预期层面，我们预计 PMI 指数将下滑至 2012 年 2 月的 46-47% 区间触底。

图表1：11 月 PMI 降至 50 以下



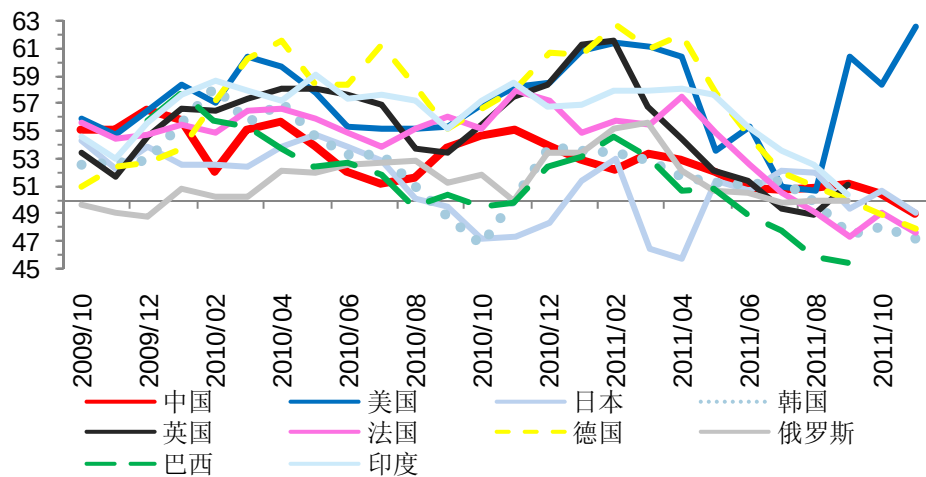
来源：国金证券研究所

图表2: 11月PMI综合指标月变动



来源: 国金证券研究所

图表3: 美国PMI超预期, 日、韩、德、法均继续下滑



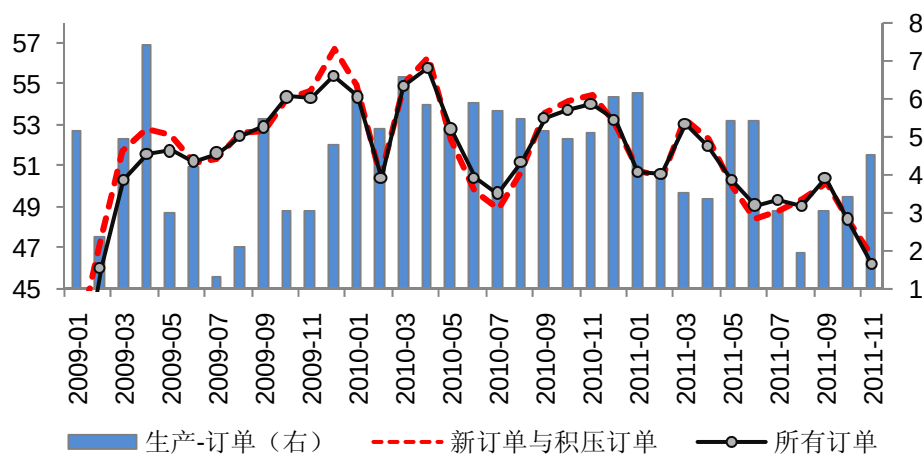
来源: 国金证券研究所

图表4: PMI各项指标整体弱于历史规律运行

|               | PMI %  | 生产指数   | 新定单    | 出口订<br>单 | 进口订<br>单 | 购进价<br>格 | 采购量    | 产成品<br>库存 | 原材料<br>库存 | 从业人<br>员 | 积压订<br>单 | 配送时<br>间 |
|---------------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|--------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 10月数值         | 50.40  | 52.30  | 50.50  | 48.60    | 47.00    | 46.20    | 50.70  | 50.30     | 48.50     | 49.70    | 46.00    | 50.70    |
| 11月数值         | 49.00  | 50.90  | 47.80  | 45.60    | 47.30    | 44.40    | 49.80  | 53.10     | 46.70     | 49.00    | 45.20    | 50.40    |
| 9月较8月变动       | (1.40) | (1.40) | (2.70) | (3.00)   | 0.30     | (1.80)   | (0.90) | 2.80      | (1.80)    | (0.70)   | (0.80)   | (0.30)   |
| 历史平均变动(ex 08) | 0.66   | 1.72   | 0.56   | 0.42     | (0.28)   | 2.60     | 11.72  | 0.96      | 1.28      | (0.50)   | 0.18     | (0.12)   |

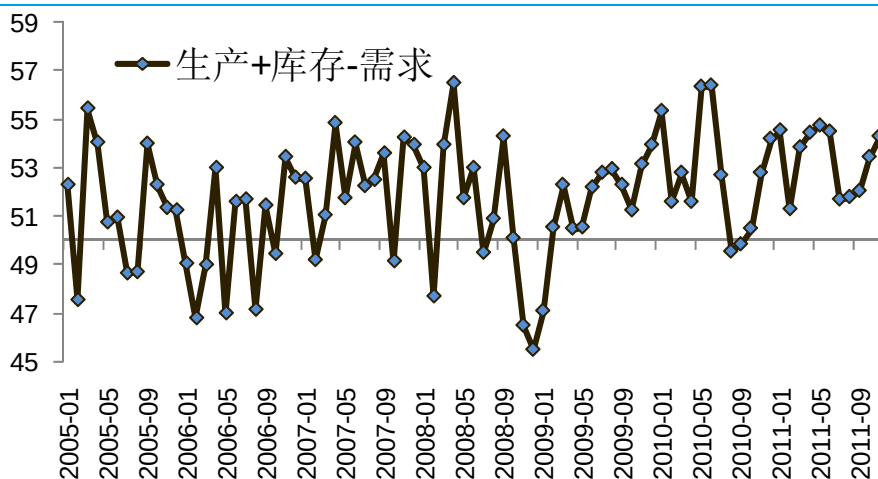
来源: 国金证券研究所

图表5: (生产-订单) 差值持续回升



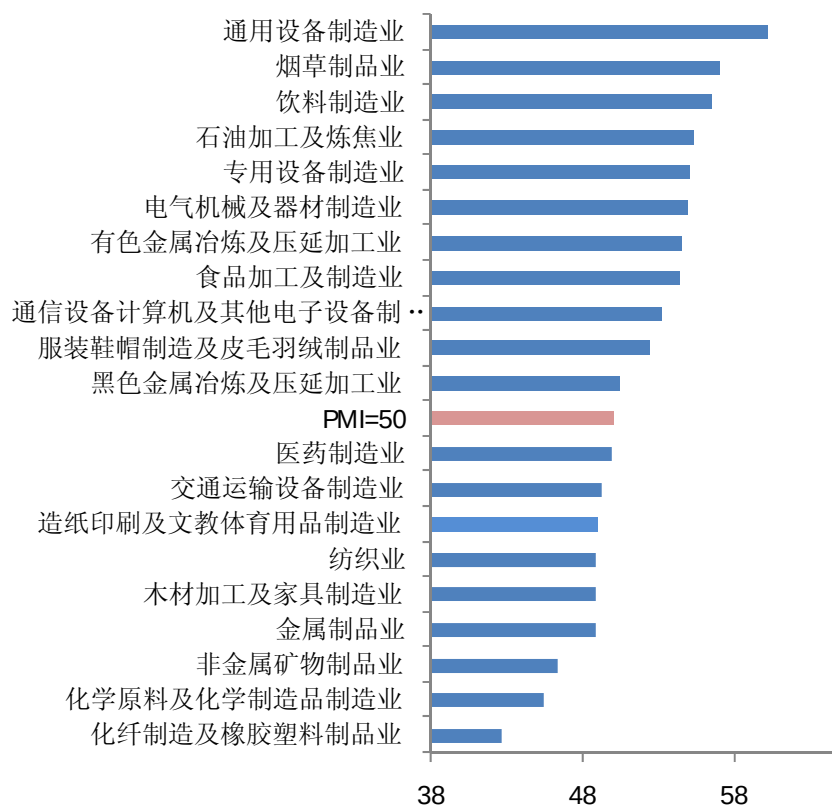
来源: 国金证券研究所

图表6: 供需差值持续扩大



来源: 国金证券研究所

图表7：分行业PMI综合指数



来源：国金证券研究所

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B