

三大要点、一个结论——2011 年 11 月 PMI 数据点评

宏观快评 (2011 年 12 月 1 日)

■ 关注重点

11 月 PMI 数中有三大要点值得关注: (1) 新出口订单下滑至两年以来的新低, **外需进一步走弱**; (2) 产成品库存继续上升, **未来有去库存隐忧**; (3) 购进价格大幅下滑, **通胀压力进一步走低**。这三点均指向**经济增长加速下滑**这一结论。我们认为, 面对制造业景气度持续下行, 以及最近三月外需的显著疲软, **政策会进一步走向宽松**。昨日央行之所以意外下调存款准备金率, 除担心外汇占款回落带来流动性冲击之外, 近来欧债危机持续发酵给中国经济前景蒙上的阴影, 可能也是重要的触发因素。毕竟, 在决策层看来, 准备金率可以超预期地下调, 经济不能超预期地下滑!

■ 整体经济

PMI 指数在 11 月明显下滑。11 月中国制造业 PMI 从上月 50.4% 下降至 49.0%, 是 2008 年之后首次落到 50 这一扩张收缩临界点之下。季节调整后, 11 月 PMI 为 49.9%, 较上月回落 0.8 个百分点, 降幅比上月拉大 0.5 个百分点。11 月汇丰制造业 PMI 也从上月的 51.0% 大幅下滑至 47.7%, 创 32 个月以来的新低 (图 1)。11 月修订 PMI 指数¹ 环比由涨转跌且幅度较大 (图 2), 因此我们预计 11 月规模以上工业增加值环比涨幅还会继续走低。

外需走弱是制造业景气下行的主要原因。体现外需强弱的新出口订单指数较上月回落 1.6 个百分点, 落至两年以来的新低 46.9% (季调值), 带动新订单指数也滑落 2 个百分点。不过, 体现内需强弱的进口指数则从 10 月的 47.7% 升至 10 月的 48.8% (图 3)。

产成品库存走高, 带来未来去库存隐忧。11 月份产成品库存指数 52.7%, 较上月上涨 0.6 个百分点, 显示企业销售状况不尽理想。同时, 原材料库存指数从 10 月的 49.2% 降至 10 月的 47.2%, 表明制造商正在有意削减原材料的囤积, 凸显厂商对未来经济前景的悲观情绪。目前产成品与原材料库存之间呈现背离状态, 重现了 2008 年下半年雷曼倒闭时的情景 (图 4)。未来, 厂商一旦开始削减产成品库存, 去库存与需求走弱的叠加可能令经济增长进一步减速。

购进价格大幅走低, 显示通胀压力在经济减速的背景下快速缓解。11 月购进价格指数从 10 月的 51.8% 大幅滑落至 46.6% (图 5), 最近两月已累计下滑超过 11 个百分点。购进价格的下降从另一个侧面印证了经济减速的现实。由于购进价格指数与 PPI 环比相关性很高, 预计未来 PPI 环比下滑幅度仍会较大。我们目前预计 11 月 PPI 将回落至 3.5%。

■ 细分行业

扶持政策效果有限, 小微企业景气度止涨回跌。11 月小型企业景气度微幅下降, 与上月大幅攀升的状况形成鲜明对照。显示近期陆续出台的一系列信贷和财税政策对小微企业的拉升效应正在减弱, 或者说这些政策可能并未从根本上缓解小微企业的融资和经营困境 (图 6)。同时, 大中型企业的景气度延续了过去几月的下行趋势。

电气、专用设备、化纤等行业景气跌幅居前。11 月 20 个大类行业中有一半高于 50% 这一景气扩张和收缩临界点。烟草制品、木材加工和金属制品行业景气逆势上扬, 11 月较 10 月分别上涨 20.6、7.6 和 4.5 个百分点。而电气、专用设备、化纤、通用设备等行业景气大幅走弱, 本月下跌超过 4 个百分点 (图 7, 图 8)。

联系人:

徐高

010-68561288

gaoxu@ebcn.com

联系人:

钟正生

010-68565388

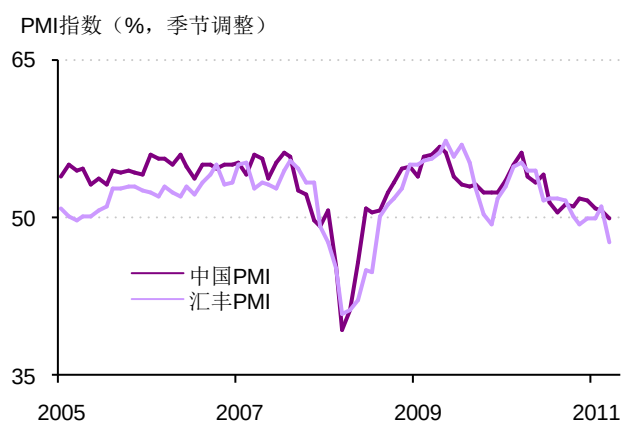
zhongzs@ebcn.com

分析师:

何媛媛 (执业证书编号: S0930511010008)

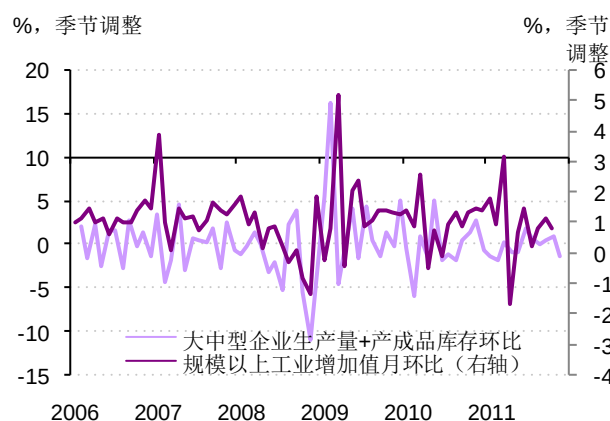
¹ 我们计算的修订 PMI 指数指大中型企业生产量指数与产成品库存指数之和, 这是与国家统计局公布规模以上工业增加值抽样范围最为接近, 经济涵义也最为接近的一个合成指标。

图 1. 11 月中国制造业景气度 PMI 明显下行



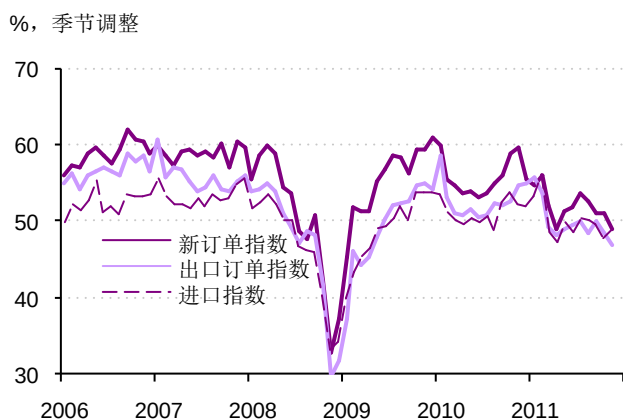
资料来源：CFLP，光大证券

图 2. 修正 PMI 指数预示经济活跃度会继续走低



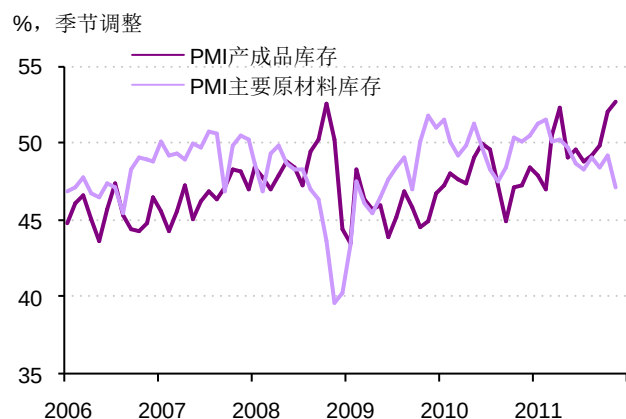
资料来源：CFLP，光大证券

图 3. 外需走弱拖累景气



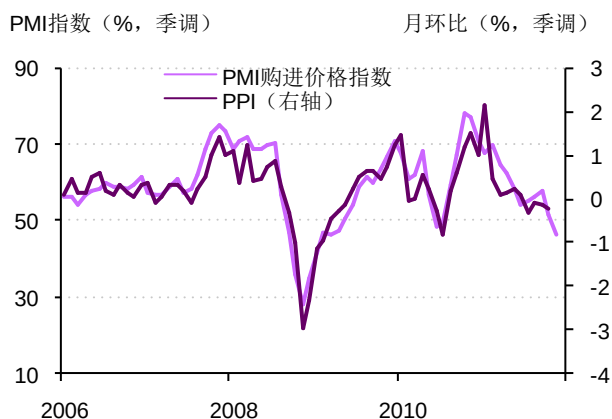
资料来源：CFLP，光大证券

图 4. 产成品库存居于高位，未来可能有去库存压力



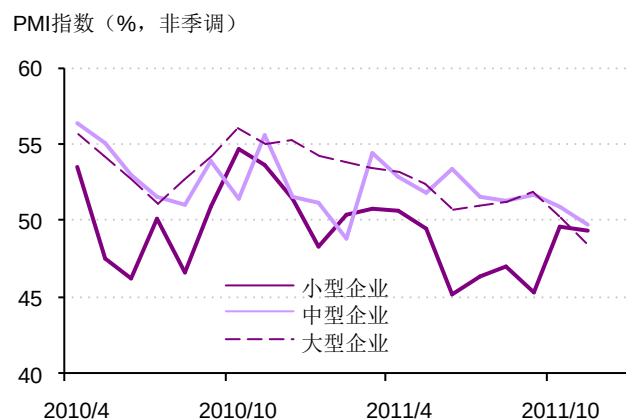
资料来源：CFLP，光大证券

图 5. 输入型通胀压力明显减弱



资料来源：CFLP，光大证券

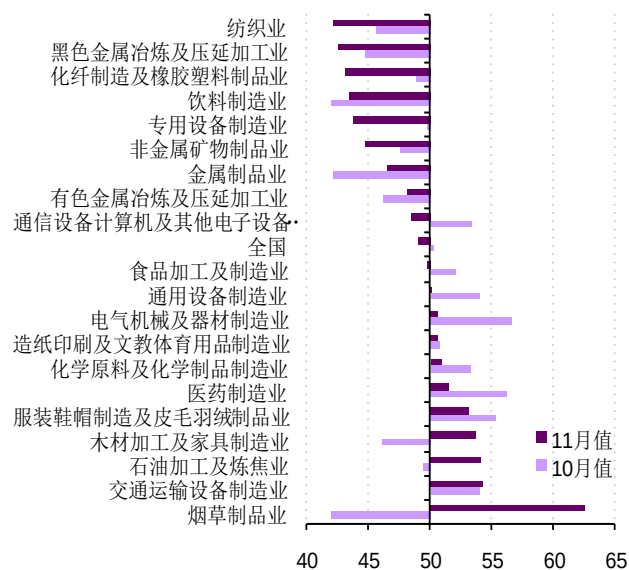
图 6. 小型企业景气止涨回跌



资料来源：CFLP，光大证券

图 7. 荣枯行业各居半壁江山

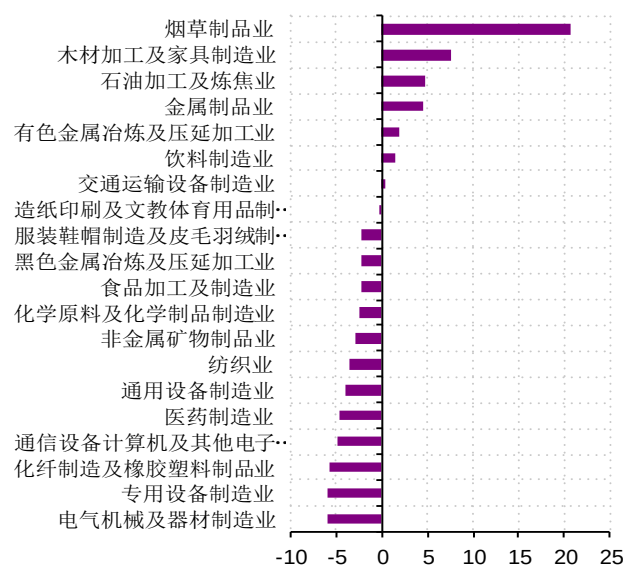
PMI指数（%，季节调整）



资料来源：CFLP，光大证券

图 8. 年初以来饮料制造跌幅居前

11月当月PMI环比变化（百分点，季调）



资料来源：CFLP，光大证券

表 1. 11 月中国制造业 PMI 及分项指数

指数名	指数值 (%)	当月环比变化 (百分点)	上月环比变化 (百分点)
全国 PMI	49.9	-0.8	-0.3
生产量	51.1	-1.7	-0.2
新订单	49.1	-2.0	-0.1
现有订货	45.5	-1.0	-1.0
产成品库存	52.7	0.6	2.3
采购量	50.8	-0.3	-0.8
购进价格	46.6	-5.2	-6.4
主要原材料库存	47.2	-2.1	0.8
雇员	49.8	0.4	-0.2
供应商配送时间	50.6	0.0	1.6
出口订单	46.9	-1.6	-1.6
进口	48.8	1.1	-2.0

资料来源：CFLP，光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebcn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。