

PMI 反弹“迷人眼”，经济运行好转仍需等待两大信号

——12 月 PMI 数据点评

宏观报告

发布时间：2012 年 01 月 04 日

投资要点：

- 12 月份 PMI 出现反弹，并且幅度超预期。核心观点：反弹幅度超预期表明经济并不像悲观预期的那么惨烈，但我们认为 PMI 反弹属于季节性因素，难以确认经济好转，仍需等待外需和去库存的好转这两大信号。
- 第一，12 月份的 PMI 存在走高的季节性因素。前 6 年 12 月份的环比提高 0.4 个百分点，尤其是在 2008 年和 2009 年的经济调整时期。
- 第二，2011 年 12 月份的季节性因素更强。2011 年 12 月份的季调因子为 1.008，为历年最高，表明反弹多为季节性因素贡献而非趋势好转。
- 而季调后的趋势循环数据更是说明 PMI 反弹来自季节性因素和不规则因素。季调得到的趋势循环值一致指向经济继续下行。其中 PMI、生产、订单、新出口订单和进口等正向指标全部不升续降，而产成品库存却是不降反而继续高升。
- 当前（新出口）订单指数仍旧低于 50，产成品库存反而高于 50，表明供需的负缺口并没有明显改善。企业仍旧处于去库存的高度压力。尤其是产成品库存的趋势循环值处于 51.4%的历史高值。
- 因此，我们认为确认经济好转仍需等待供需两方面的指标好转，第一，外需企稳更加明显，德法 12 月份 PMI 仍旧低于 50%，欧债危机的阴影仍未有效缓解；第二，产成品库存指标应降至 48%以下。这个过程仍需要至少 1 个季度。
- 总体看，经济下行趋势必将延续，回升信号不显著；但下行幅度有望高于市场的悲观预期。这或许影响了宏调的微调力度和节奏。元旦期间也并没有迎来预期的降准，或许中央容忍的经济底在降低，而判断经济运行的底部高于市场预期。
- 因此，再次强调货币政策难以快节奏、大幅度放松的判断。而面对因外汇占款减少导致流动性相对偏紧的被动局面，当前的外汇政策似乎表明监管层选择了保持升值态势延缓热钱流出而非顺应市场贬值并进而通过降准对冲。

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12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50.3%,环比回升1.3个百分点。

点评:

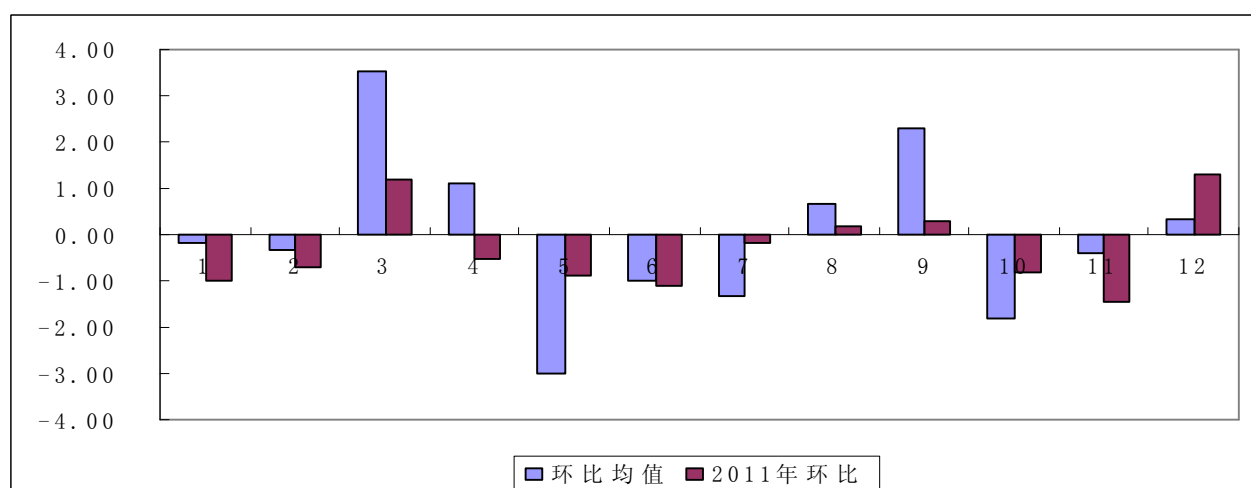
1、PMI 反弹主要是季节性因素

12月份PMI出现反弹,并且幅度超预期。但我们认为PMI反弹属于季节性因素:

第一,12月份的PMI存在走高的季节性因素。前6年12月份的环比提高0.4个百分点,尤其是在2008年和2009年的经济调整时期。

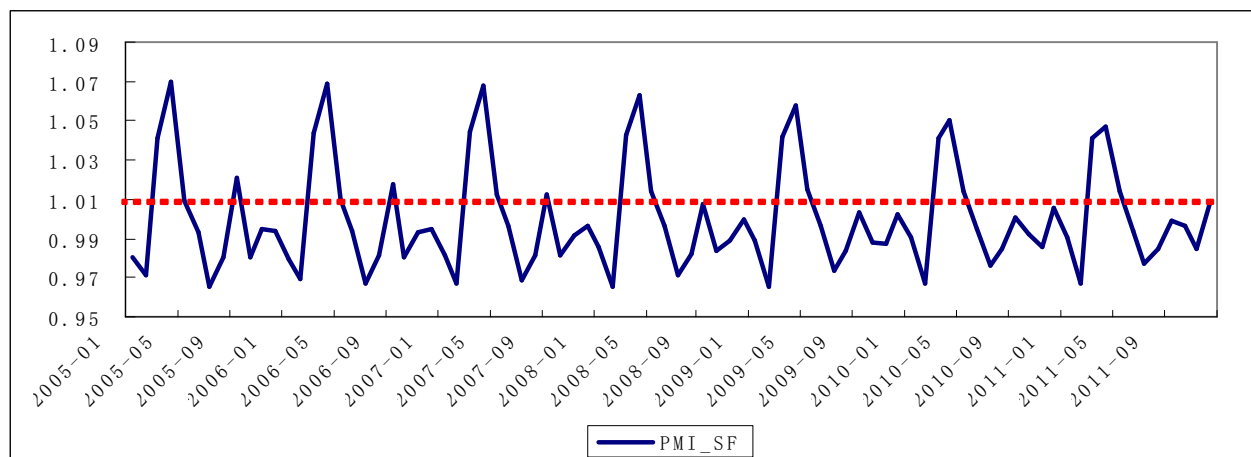
第二,2011年12月份的季节性因素更强。2011年12月份的季调因子为1.008,为历年最高,表明反弹多为季节性因素贡献而非趋势好转。

图 1: 12 月份 PMI 环比均值回升 0.4 个百分点, 季节性因素推动 PMI 走高



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 2012 年 12 月份 PMI 的季节因素为历年最高, 积极性因素提高



资料来源: wind, 东北证券

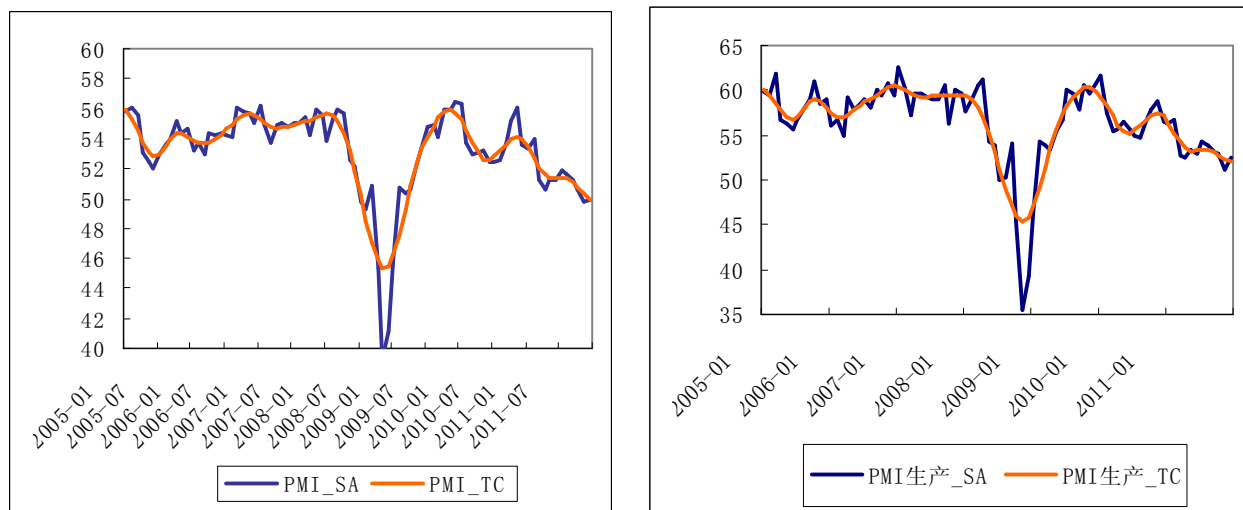
2、PMI 趋势向下，并未真正反弹

季调后的趋势循环数据更是说明 PMI 反弹的季节性因素和不规则因素。季调得到的趋势循环值一致指向经济继续下行。其中 PMI、生产、订单、新出口订单和进口等正向指标全部不升续降，而产成品库存却是不降反而继续高升。

当前（新出口）订单指数仍旧低于 50，产成品库存反而高于 50，表明供需的负缺口并没有明显改善。企业仍旧处于去库存的高度压力。尤其是产成品库存的趋势循环值处于 51.4% 的历史高值。

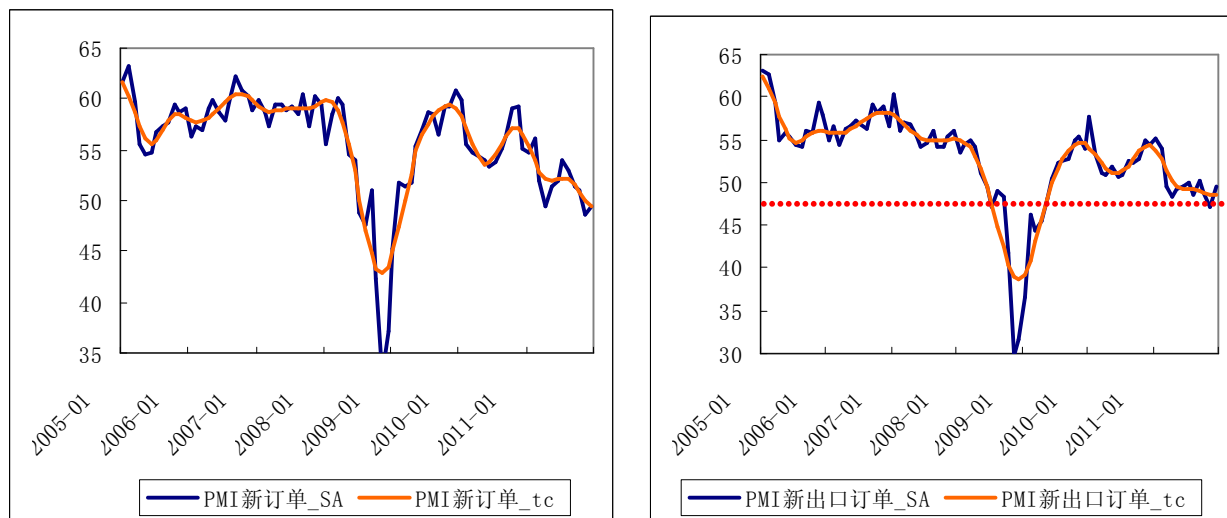
因此，我们认为确认经济好转仍需等待供需两方面的指标好转，第一，外需企稳更加明显，德法 12 月份 PMI 仍旧低于 50%，欧债危机的阴影仍未有效缓解；第二，产成品库存指标应降至 48% 以下。这个过程仍需要至少 1 个季度。

图 3：PMI 及生产指数的趋势循环值（TC）并未反弹



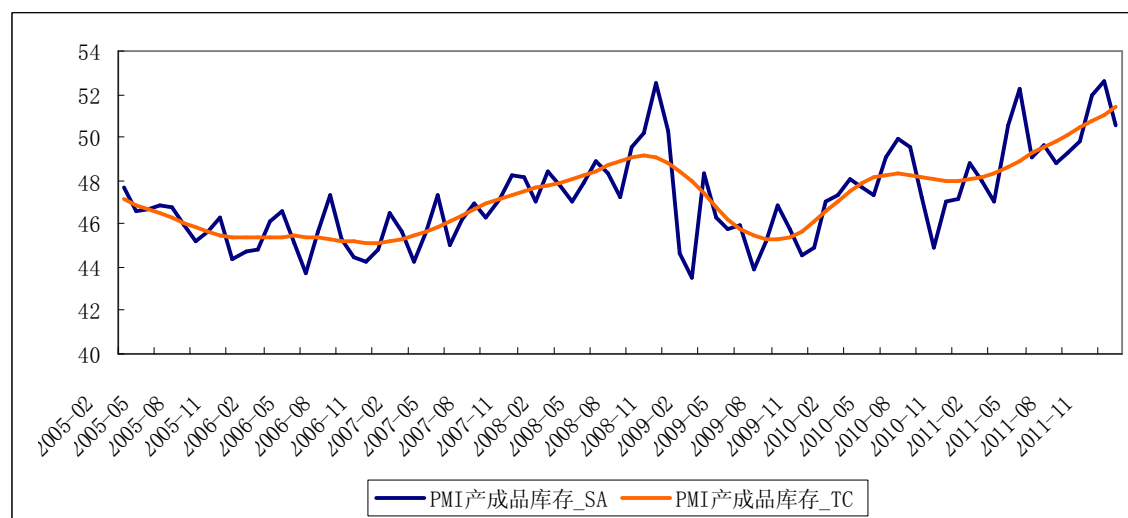
资料来源：wind，东北证券

图 4：（出口）新订单的趋势循环值（TC）也并未如 PMI 表征数据表现的强劲反弹



资料来源：wind，东北证券

图 5: 产成品库存的趋势循环值不降反升, 表明去库存压力并未有效缓解



资料来源: wind, 东北证券

总体看, 经济下行趋势必将延续, 回升信号不显著; 但下行幅度有望高于市场的悲观预期。这或许影响了宏调的微调力度和节奏。元旦期间也并没有迎来预期的降准, 或许中央容忍的经济底在降低, 而判断经济运行的底部高于市场预期。

因此, 再次强调货币政策难以快节奏、大幅度放松的判断。而面对因外汇占款减少导致流动性相对偏紧的被动局面, 当前的外汇政策似乎表明监管层选择了保持升值态势延缓热钱流出而非顺应市场而通过降准对冲。

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。