

2012 年 2 月 1 日

需求扰动难持续，经济仍将回调

—2012 年 1 月制造业 PMI 指数短评

2012 年 1 月份，中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心发布的中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.5%，比上月回升 0.2 个百分点。

从 11 个分项指数来看，同上月相比，生产指数、新订单指数、购进价格指数、原材料库存指数上升，其余各指数下降。其中，购进价格指数、原材料库存指数上升幅度较大，超过 1 个百分点；积压订单指数、产成品库存指数、进口指数下降明显，降幅超过 2 个百分点。

评论：

- 1 月 PMI 为 50.3%，略超市场预期，已经连续 2 个月反弹。我们认为导致 PMI 反弹的主要原因是节日消费的扰动。这体现在本月 20 个行业指数中，高于 50 的 9 个行业主要是烟草制品业、饮料制造业、农副食品加工及食品制造业等和节日消费高度相关的行业，而其他 11 个原材料与能源、中间品和生产用制成品类企业仍然低于 50%。考虑到房地产投资和出口下滑的风险尚未完全释放，出口订单指数、进口指数仍在下滑，我们预计未来 3-6 个月经济仍将延续回落趋势。
- 1 月 PMI 及其分项指标显示，需求、生产和采购指数继续下行，而产成品库存指数也逐渐下滑。
- 带动需求回落的是积压订单指数和出口订单指数，分别比上月回落 3.4 和 1.7 个百分点，而新订单指数环比上月提升 0.6 个百分点。这表明外围需求仍疲弱，未来出口还将继续下滑。而受益于国内信贷的小幅放松以及春节和元旦需求的带动，新订单指数环比改善。
- 带动生产回落的是从业人员指数，环比上月回落 1.6 个百分点，而生产量指数环比改善 0.2 个百分点，连续两个月反弹。
- 带动采购回落的是采购量指数和进口指数，分别比上月下降 0.7 和 2.2 个百分点，而原材料库存指数环比提高 1.4 个百分点，连续两个月改善，企业为应对春节放假影响，从而加大原材料采购可能是主要原因。
- 产成品库存指数连续两个月回落，春节期间的旺盛需求可能是导致产成品库存回落的主要原因。
- 从需求和库存的关系看，未来产成品库存能否继续回落，还是取决于需求的变化。虽然产成品库存指数连续两个月回落，但是季调后的趋势值仍持续上升，在需求回落情况下，未来去库存仍将带动经济增长速度回落。

相关报告

单月 PMI 反弹尚难言经济企稳-2011 年 12 月制造业 PMI 指数短评
2012-01-04

11 月 PMI 印证经济加速回落-2011 年 11 月制造业 PMI 指数短评
2011-12-01

需求疲弱致产成品库存提升-2011 年 10 月制造业 PMI 指数短评
2011-11-1

经济继续稳中回落-2011 年 9 月制造业 PMI 指数短评
2011-10-11

出口订单大幅下滑 需求现疲软-2011 年 8 月制造业 PMI 指数短评
孟祥娟 A0230511090004
2011-09-02
mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

联系人

陈果
(8621)23297818-7336
chenguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

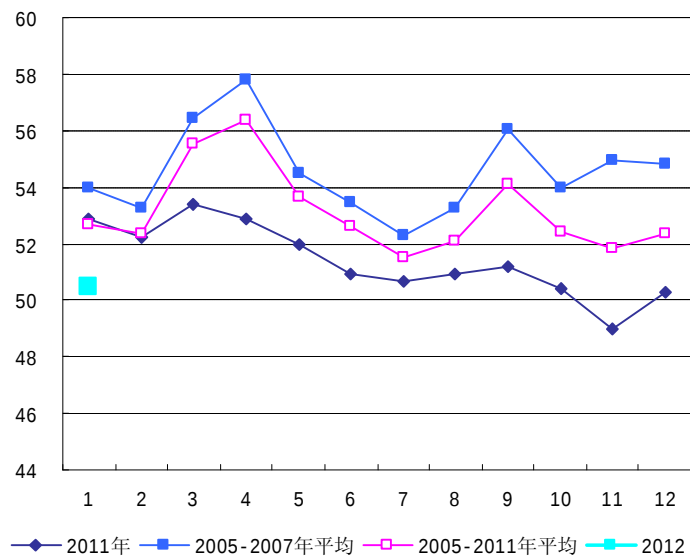
1 本月购进价格指数为 50%，连续两个月环比提升，购进价格的回升主要还是受到春节需求回升以及伊朗石油禁运导致的油价提升的带动。季调后购进价格指数趋势值环比回落 2.1 个百分点，连续两个月的反弹并未改变下滑趋势，未来通胀压力将持续缓解。

1 分行业看，PMI 高于 50% 的行业为烟草制品业、饮料制造业、食品加工及制造业、石油加工及炼焦业、有色金属冶炼及压延加工业、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业等 9 个，主要是下游消费品行业以及上游的原材料行业。这符合春节期间需求以下游消费品为主的常识，也符合为应对停工的影响，企业采购原材料，导致原材料库存上升的推论。

1 行业产成品库存方面，1 月产成品库存指数下降的有 12 个行业，下降幅度较大的是食品加工及制造业、木材加工及家具制造业、化学原料及化学制品制造业、医药制造业、造纸印刷及文体体育用品制造业等，主要以下游消费品行业为主，春节期间需求是带动这些行业产成品库存下降的主要原因。

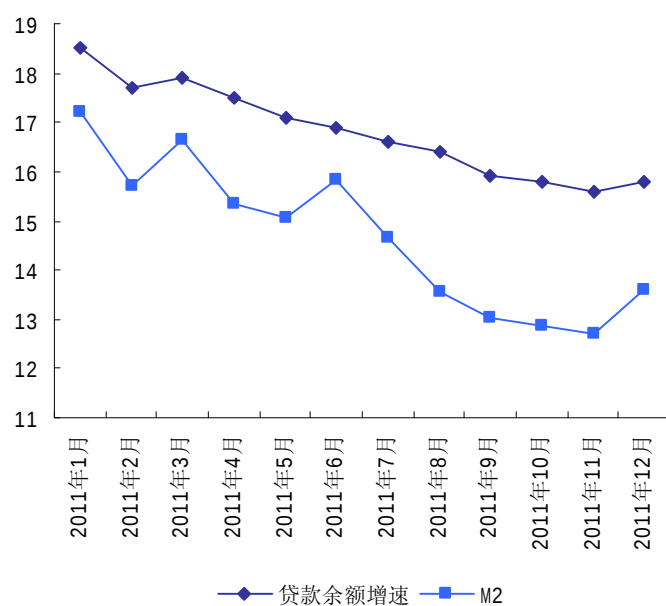
1 从行业的购进价格指数看，1 月份 20 个行业中，16 个行业的购进价格指数环比提升，按照升幅由大到小分别为化纤制造及橡胶塑料制品业、纺织业、造纸印刷及文教体育用品制造业、非金属矿物制品业、食品加工及制造业、有色金属冶炼及压延加工业、医药制造业等，升幅居前的以下游消费品行业为主。购进价格指数环比下降的行业为木材加工及家具制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业。

图 1：1 月份 PMI 为 50.5%



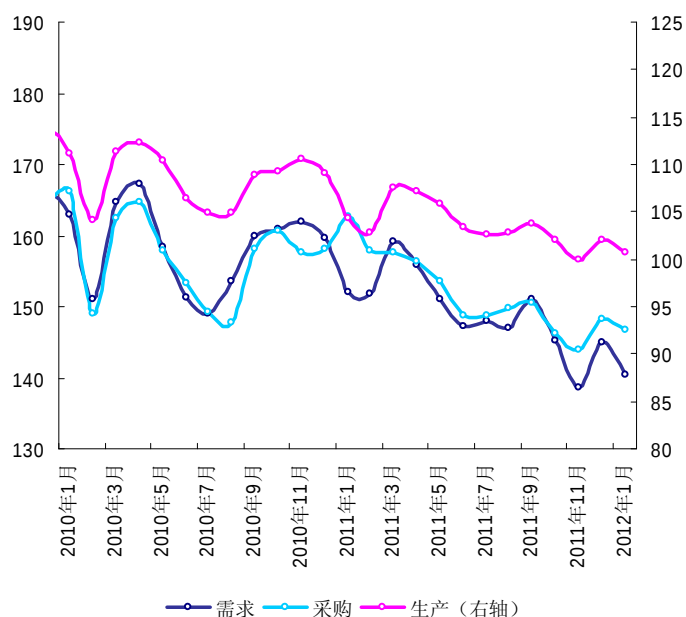
资料来源：CEIC，申万研究

图 2：12 月份贷款余额增速及 M2 增速反弹



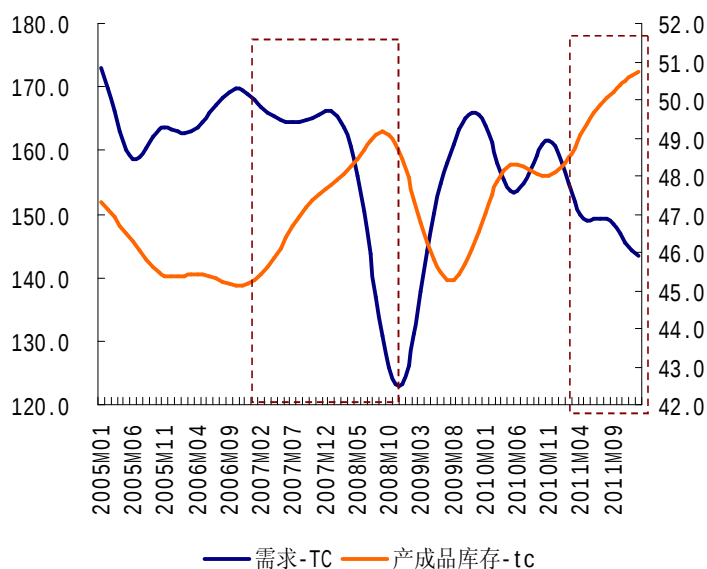
资料来源：CEIC，申万研究

图 3：需求、生产和采购合成指数均回落（未季调）



资料来源：CEIC，申万研究

图 4：当前产成品库存与需求组合类似 2007-2008 年



资料来源：CEIC，申万研究