

去库存或已到后半程 衰退周期存短于预期的可能

——4月PMI数据点评

宏观报告

发布时间：2012年05月02日

投资要点：

- 核心观点：**PMI连升5个月，趋势性好转基本明朗，更关键的是生产加快但库存走低，表明本轮衰退周期的主推力——去库存或已进入被动去库存阶段。如果确认，这将意味工业生产和经济将提前结束衰退周期。
- PMI反映了当前经济运行的三个特征及一点隐忧：（1）经济趋稳迹象明显；（2）稳经济政策效应体现；（3）去库存明显改善，或已进入后半段的被动去库存；但同时内需存在波动，表明复苏力量相对偏弱，仍有待加强和确认。
- 首先，经济趋稳迹象明显。PMI录得53.3%，低于历史均值3.1个百分点，季调值在4月份未明显反弹，但PMI续升5个月，且高于2011年的高度，而趋势循环值持续向好，维持上月提出的“反弹趋势比高度重要，底部临近”的判断。
- 其次，4月份PMI反映了政策的力量。非金属矿物制品业、钢铁行业在本月回升到50%以上表明在房地产总体受到抑制的情况下政策扶持的保障房、水利等领域明显好转。
- 最后，我们认为更关键在于去库存或早于预期结束。本月PMI生产指数高达57.2%，为11年以来最高值，生产开工情况良好，但产成品库存却降至49.5%，一升一降反映了需求好转，去库存可能进入被动去库存。
- 而这并非不合逻辑，从时间周期看，11年4月份和10月出现两个产成品同比高点，若4月份已经开始去库存，10月只是被动补库存，那么12年年中去库存结束。而从需求拉动看，出口回升至52.2%，加上稳经济政策效应体现，需求总体在企稳好转。
- 唯一成忧的在于新订单要弱于预期，新出口向好背景下新订单回落0.6个百分点至54.5%，表明内需并不稳定。因此，仍需政策继续稳定落地。维持二季度降准1次，时间或延至5月底到6月份。而财政扶持则加快落地，高铁、电网等短快灵项目搭配促转型的两手抓将同时推进。
- 我们认为经济最晚三季度回升，若政策和外需强于预期，不排除二季度反弹可能。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)2036 1155
FAX: (8621)2036 1159
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市源深路305号4楼
邮编：200135

主要事件:

2012 年 4 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 53.3%, 环比回升 0.2 个百分点。

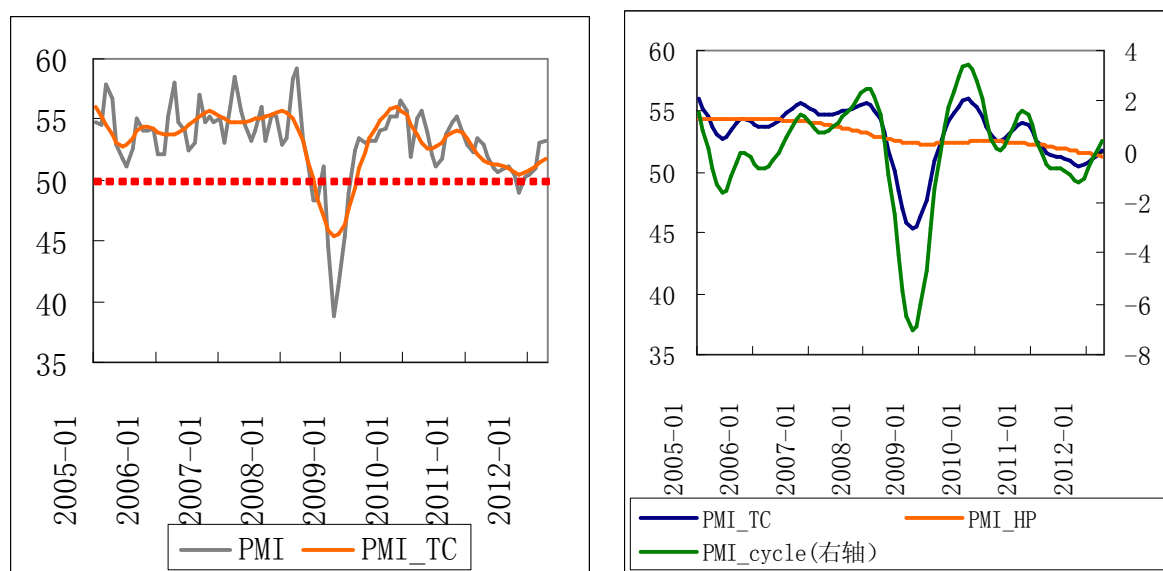
点评:

1、PMI 趋势性反弹, 经济企稳向好迹象明显

4 月份 PMI 录得 53.3%, 低于历史均值 3.1 个百分点, 季调值在 4 月份未明显反弹, 但 PMI 续升 5 个月, 且高于 2011 年的高度, 而趋势循环值持续向好, 维持上月提出的“反弹趋势比高度重要, 底部临近”的判断。

PMI 的趋势循环值 (PMI_TC) 续升至 51.8%, 并且连续 5 个月回升。从计量角度看, 相比于 PMI_SA, PMI_TC 剔除了不规则因素, 因此, 更好地代表趋势, 而周期循环值 (PMI_CYCLE) 继 3 月升至 0.14%, 为 1 年来首次转正后 4 月份升至 0.56%, 进一步巩固向好趋势。

图 1: PMI 反弹延续, 经济底部有望接近

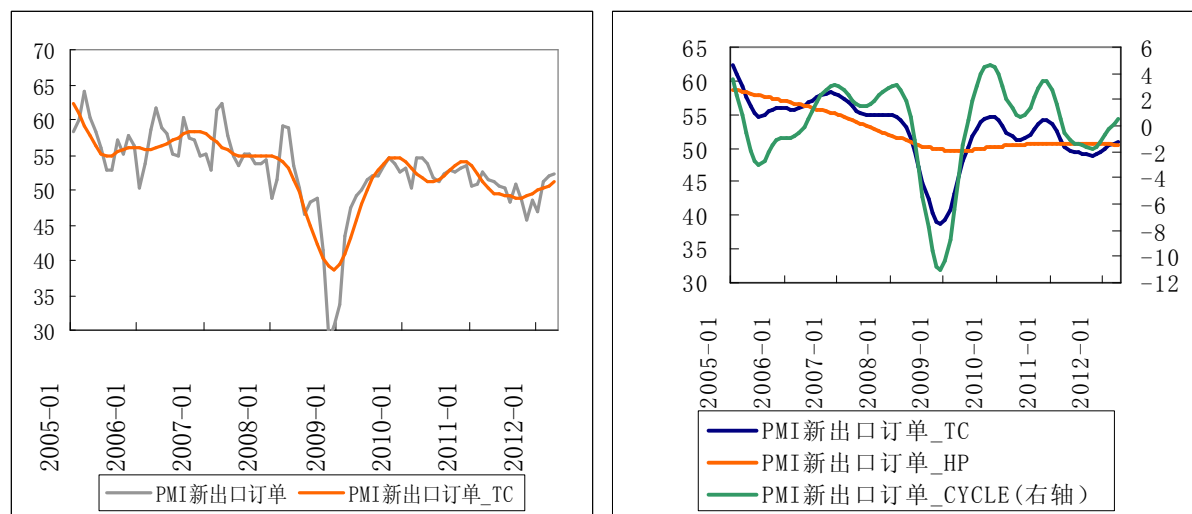


资料来源: wind, 东北证券

2、政策效应体现而出口持续向好, 需求改善

根据物流联合会公布的数据, 一直受到投资降速影响的非金属矿物制品业、钢铁行业在 4 月其 PMI 指数也已回升到 50% 以上, 显示基础设施建设投资活动趋于活跃。表明在房地产总体受到抑制的情况下政策扶持的保障房、水利等领域明显好转。

同时, 出口持续向好, 出口回升至 52.2%, 续升 3 个月, 连续 5 个月高于 11 年的 11 月份, 在美国经济复苏基本稳定, 而欧洲债务危机总体性减弱下, 全球经济向好迹象明显, 因此, 我们预计出口向好将得以延续。

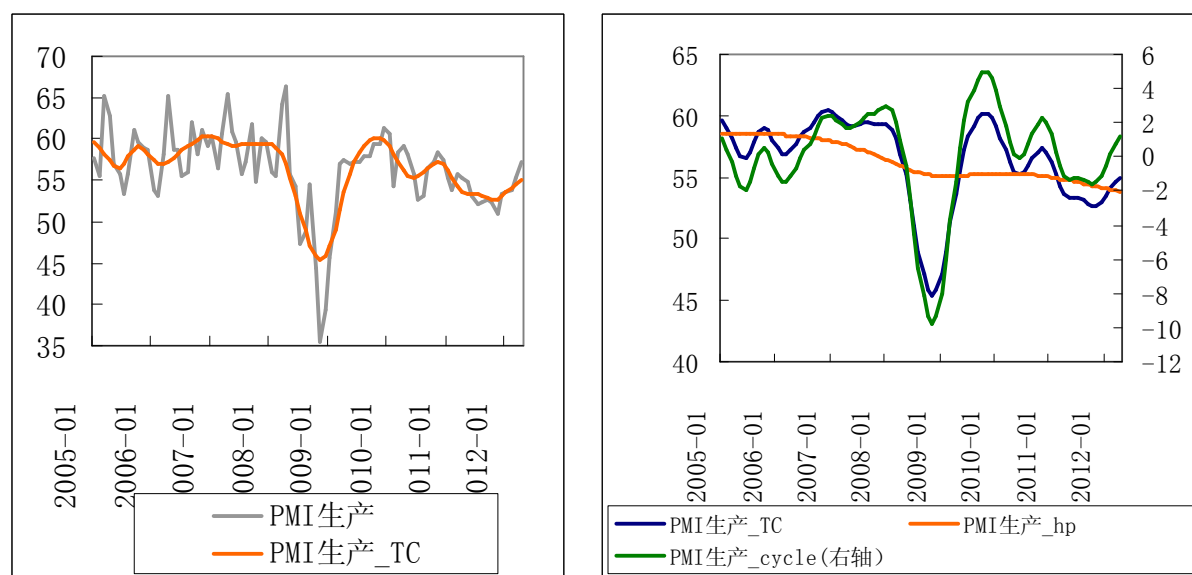
图 2：出口持续回升，向好趋势基本确认

资料来源：wind，东北证券

3、去库存或已进入后半段，去库存周期存早于预期结束的可能

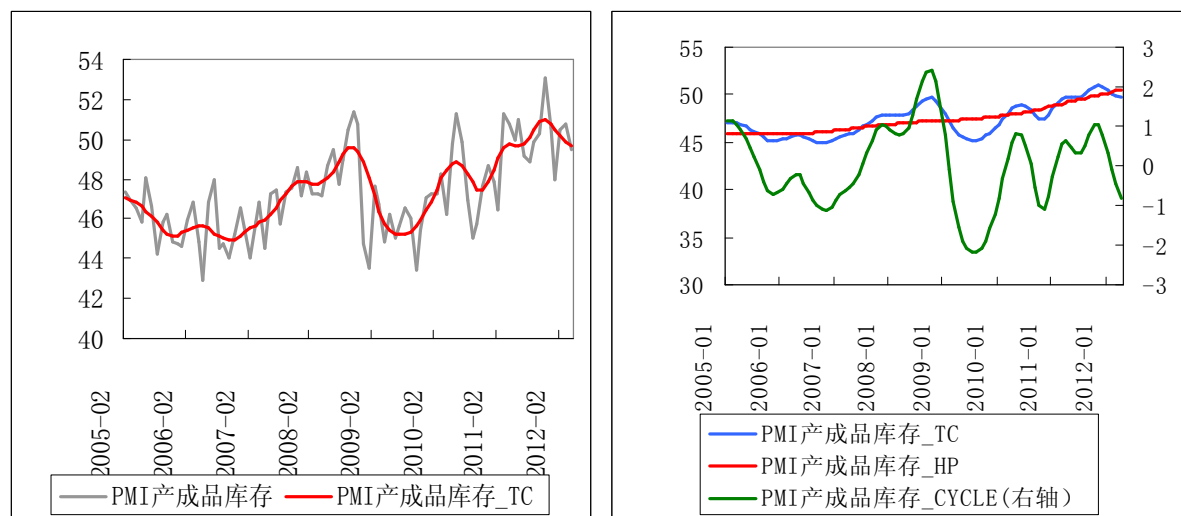
本月 PMI 生产指数高达 57.2%，为 11 年以来最高值，生产开工情况良好，但产成品库存却降至 49.5%，一升一降反映了需求好转，去库存可能进入被动去库存，。

而这并非不合逻辑，从时间周期看，从 11 年 4 月份和 10 月出现两个产成品同比高点，若 4 月份已经开始去库存，10 月只是被动补库存，那么 12 年年中去库存结束。而从需求拉动看，出口回升至 52.2%，加上稳经济政策效应体现，需求总体在企稳好转。

图 3：PMI 生产指标持续强劲反弹

资料来源：wind，东北证券

图 4：生产强劲反弹的同时库存指标去下降，被动去库存迹象出现



资料来源：wind，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。