

PMI 值的涉水过河与去伪存真

——5 月份 PMI 数据点评

发布时间：2012-6-1

- 核心观点：5 月份 PMI 属于正常的季节性下降，降幅在正常区间，经济并未进一步恶化。接下来的 6、7 月，PMI 将继续下行并跌破 50% 的分界点几乎是必然的结果。表征数据“空袭”来临，但主要是季节性因素，需要去伪存真，才能明察经济走势。我们认为 5 月份 PMI 显接近底部迹象，而稳增长政策陆续推出有助于稳定内需，预计生产 6 月见底，而经济将在二季度见底，三季度企稳回升。
- PMI 降至 50.4%，PMI 略低于预期，但回落在正常范围，经济未恶化。依据在于：（1）5 月增速环比回落 2.9 个百分点，比历史均值高出 0.2 个点，但好于危机前 05-08 年和 05-07 年的 3.9 和 3.3 的降幅，5 月的 PMI 降速处于正常区间，并不意味着经济进一步恶化。
- （2）季调后 PMI 稳定，且降幅明显收敛。X-12 方法计算的季调后趋势循环值（PMI_TC）稳定在 51.1% 附近，且周期循环值（PMI_Cycle）为 14 个月来首次转正，从数据本省看，PMI 已经见底，如果下个月确认趋势性好转，那么 5 月份或许就是底部。
- 但由于夏季是经济运行的淡季，PMI 等宏观指标将出现季节性的回落，6、7 月的 PMI 跌破 50% 至 49% 的水平将是大概率。但正如 5 月份数据本身大幅下降，但季调后却稳定的情况一样，对接下来的 PMI 不能光看表征数据，需要做一些计量处理。
- 从分项指标本身看，我国经济需求疲软、去库存未完，需求格局呈外稳内降的格局。新订单降至 49.8%，同时进口跌至 48.1% 的低位，在新出口订单稳定在 50% 上的情况下，表明内需 5 月份明显疲弱。在接下来不出现欧元崩盘的前提下，经济走势将决定于内需走向。
- 而我们认为稳增长的效果值得期待，当前稳增长的意愿坚决，放开大项目后，我们测算带来的投资将多增 5、6 千亿，有望拉升 GDP0.5 个点。因此，我们认为需求端的边际改善是可预期的。
- 同时，供给端（企业）也存在自我改善的诉求。原材料库存已经降至 45.1% 的危机后最低值，而 05-12 年的均值为 48.1%，只有 08 年 10 月-09 的 1 月和 05 年的 6-8 月低于当前值。数据一方面表明企业补库存备产的意愿不足，另一方面表明企业存在补库存的要求。
- 因此，我们认为适度的政策刺激经济是必要的，接下来财政政策继续发力，而货币政策降息也成为重要选项。政策效果也将在 6 月份开始体现，加上企业自身的补库存需要，我们谨慎乐观判断，生产在 6 月有望见底，维持经济二季度见底，三季度企稳回升的判断。

证券分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《仅降准不够，政策进入加速放松期》

2012-5-14

《经济降速倒逼政策放松，但刺激方案需走

2012-5-11

《消费淡季加速物价下行，政策空间加大》

2012-5-11

《出口短期回调胜于趋势下行》

2012-5-10

主要事件:

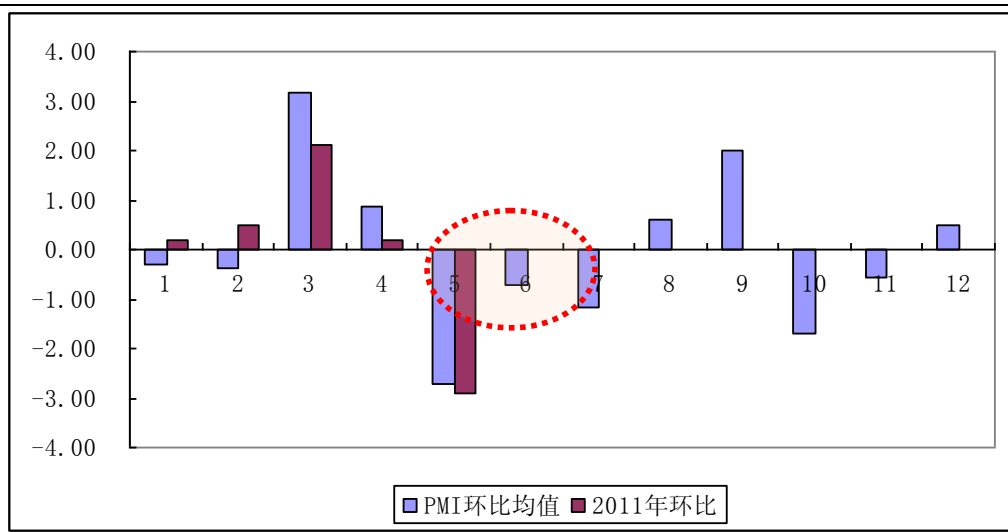
中国物流与采购联合会和国家统计局服务业调查中心发布的5月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.4%，比上月回落2.9个百分点。

点评:

1.季节性下行，接下来2个月数据下行至49%附近

进入5月，中国的PMI数据进入季节性回落，05-011年间5-7月份的均值分别为-2.7、-0.7和-1.2%。因此，包括5月份在内，仅从数据本身看，继续下行将是必然。而6、7月的PMI跌破50%至49%的水平将是大概率

图 1: 05-11 年的 PMI 环比均值



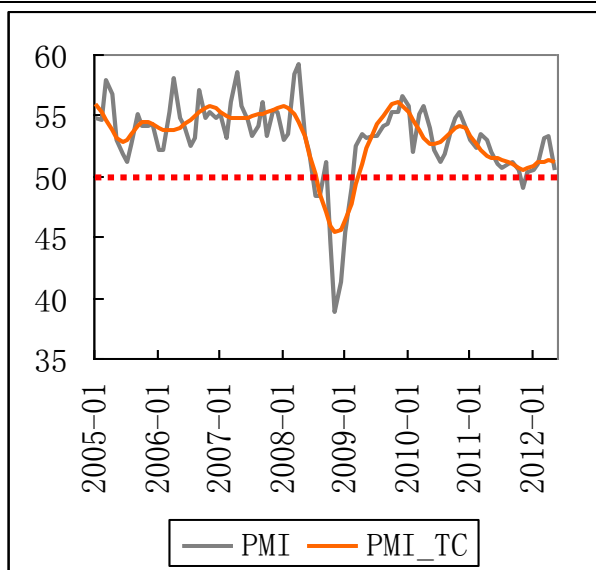
数据来源：东北证券，Wind

而数据的回落在于季节性因素，即进入夏季迎来中国经济运行的淡季，PMI等宏观指标将出现季节性的回落。表征数据“空袭”来临，但主要是季节性因素，需要去伪存真，才能明察经济走势。

具体看5月份的PMI，数据降至50.4%，也略低于预期，但回落在正常范围，经济未恶化。依据在于：（1）5月增速环比回落2.9个百分点，比历史均值高出0.2个点，但好于危机前05-08年和05-07年的3.9和3.3的降幅，5月的PMI降速处于正常区间，并不意味着经济进一步恶化。

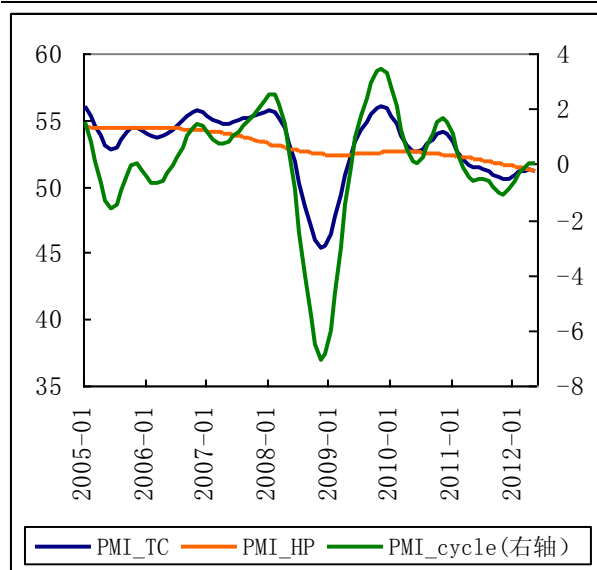
（2）季调后PMI稳定，且降幅明显收敛。X-12方法计算的季调后趋势循环值（PMI_TC）稳定在51.1%附近，且周期循环值（PMI_Cycle）为14个月来首次转正，从数据本省看，PMI已经见底，如果下个月确认趋势性好转，那么5月份或许就是底部。

图 2: 季调后 PMI 值平稳, 并未明显下行



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PMI 的周期循环值 14 个月来首次回正



东北证券, Wind

2. 需求端的边际改善和供给端补原材料的诉求推动经济

见底

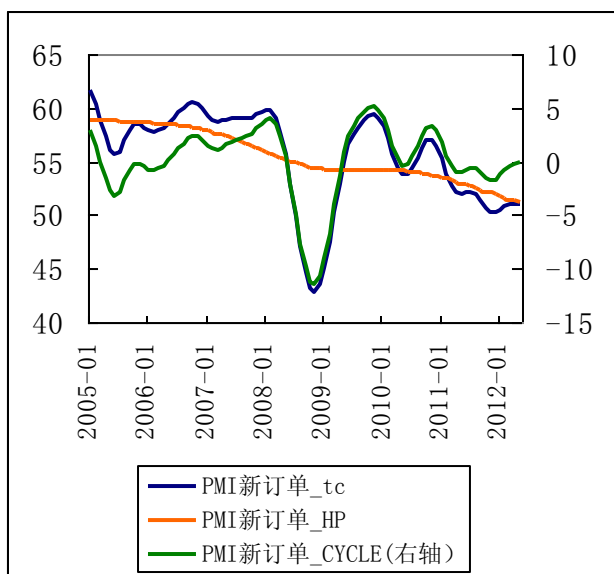
而从分项指标本身看, 我国经济仍处于需求疲软、去库存的阶段, 需求格局呈现外稳内降的格局。新订单降至 49.8%, 同时进口跌至 48.1% 的低位, 在新出口订单稳定在 50% 上的情况下, 表明内需 5 月份明显疲弱。

但我们认为稳增长的效果值得期待, 当前稳增长的意愿坚决, 放开大项目后, 我们测算带来的投资将多增 5、6 千亿, 有望拉升 GDP0.5 个点。因此, 我们认为需求端的边际改善是可预期的。

同时, 供给端 (企业) 也存在自我改善的诉求。原材料库存已经降至 45.1% 的危机后最低值, 而 05-12 年的均值为 48.1%, 只有 08 年 10 月-09 的 1 月和 05 年的 6-8 月低于当前值。数据一方面表明企业补库存备产的意愿不足, 另一方面表明企业存在补库存的要求。

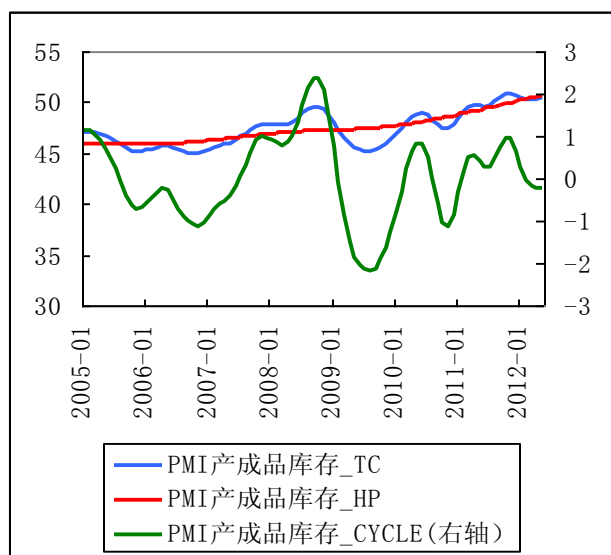
因此, 我们认为适度的政策刺激经济是必要的, 接下来财政政策继续发力, 而货币政策降息也成为重要选项。政策效果也将在 6 月份开始体现, 加上企业自身的补库存需要, 我们谨慎乐观判断, 生产在 6 月有望见底, 维持经济二季度见底, 三季度企稳回升的判断。

图 4: 订单情况趋势向好



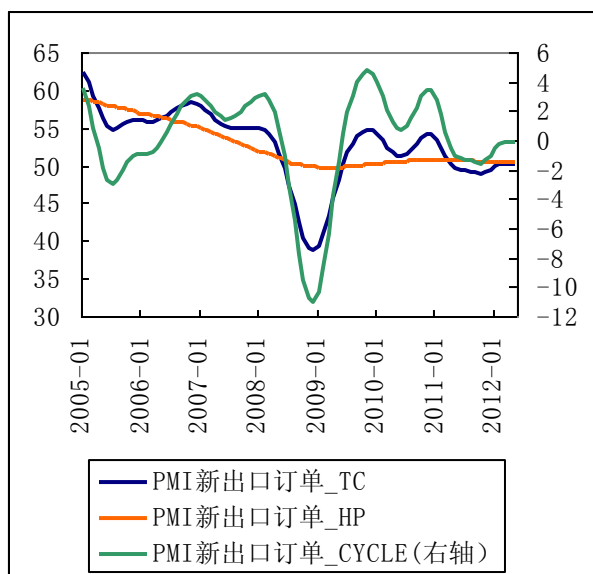
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 产成品库存明显下降



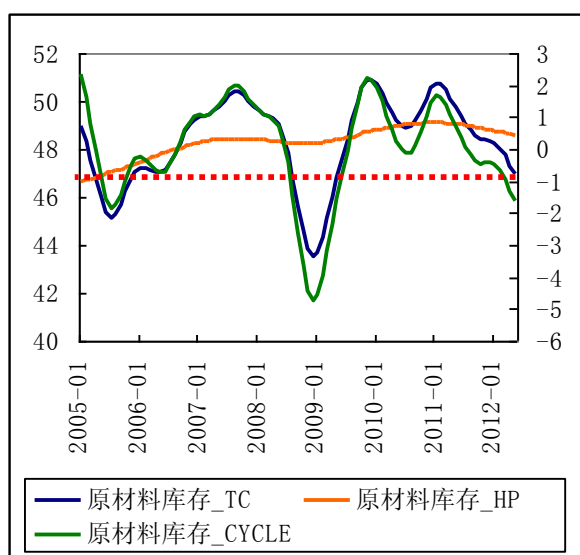
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 新出口订单基本平稳



东北证券, Wind

图 7: 原材料库存降到较低水平



东北证券, Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760