

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

库存“轻仓” 静待需求改善的拉动

——7 月份 PMI 数据点评

发布时间：2012-8-2

- 核心观点：官方 PMI 数据回落至 50.1%，仍高于 50 分界线，经济缓中趋稳态势明显，局部回升迹象已显。更关键是产成品库存降至 48%，库存的“轻仓”有助于提高需求改善的边际效用。而随着政策效力和备货四季度的出口旺季，订单（需求）回升将是大概率。维持三季度经济有望企稳的判断。
- PMI 小幅回落，但季调值回升，且中小企业 PMI 值连升 2 月，表明经济呈见底迹象，并局部改善明显。季调后的 PMI_SA 升至 51.02%，连续两个月回升。而小、中型企业 PMI 分别提高 0.9 和 0.2 个点，也连升 2 月，该数据与汇丰 PMI 呈相互佐证，表明局部改善确认。
- 而产品成库存大幅下降 4.3 个点至 48%，处于 2011 年 3 月份以来的并列最低位，表明企业经历了强力去库存过程。而 6 月份的工业企业产成品库存仅增 13.4 亿，同比增速降至 12.9%。两组数据预示当前企业库存已经处于相对低位，去库存显著。
- 库存的相对低位将有助提高企业对需求改善的边际效应，政策撬动需求，进而拉动生产的有效性将提高。而这个逻辑也是我们判断下半年经济走势的重要因素，即去库存在年底有望结束，下半年进入被动去库存阶段，相应地，工业生产将回升。
- 问题的关键是需求能否改善？尤其是 7 月份新订单和新出口订单分别下降至 49%和 46.6%，需求不振的阴云仍在。但我们认为两点值得期待：（1）政策拉动。稳增长政策的持续落地将进一步提升内需，在外需下滑背景下 7 月新订单仅回落 0.2 个点，相对稳定的走势表明内在需求在逐步改善；（2）固然欧美整体复苏疲弱，但传统的四季度出口旺季仍有望拉升当前的外需指标。外需好转依然可期。
- 不过从季调后的趋势循环值（TC 值）看，经济企稳仍不稳固。PMI 整体、生产、订单的趋势循环值（TC）仍未迎拐点，表明 7 月份生产难以确认回升。
- 这也意味稳增长政策需要进一步推进。而 7 月 31 日中央政治局会议确认把稳增长放在更重要位置，、要求统一思想，贯彻政策落实，则有望提升政策的协同性和实效性，政策效力可以期待。
- 为此，我们维持三季度继续有限放松货币，8 月份降准 1 次，9 月份降息 1 次的判断，而财政、产业政策将进一步推进。
- 我们仍谨慎乐观判断，生产有望 7 月份见底，经济将在三季度企稳回升。

证券分析师：王國兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nescn.cn

相关报告

《正面因素累积，经济回升在即》

2012-7-13

《进出口见底回升，内外需向好促经济见底》

2012-7-10

《通胀无忧 政策无忌》

2012-7-09

《新一轮降息周期，但显多处新操作手法》

2012-7-05

《慢降即回升 复苏有迹象但不稳固》

2012-7-02

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7月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月回落0.1个百分点。

点评:

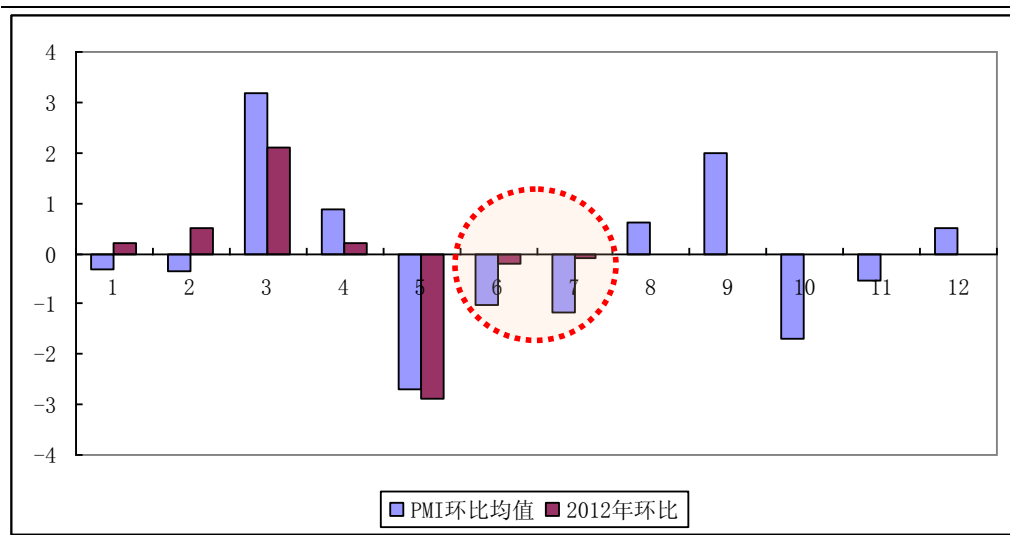
1.降幅低于均值，季调值连升2月，经济显企稳迹象

由于夏季为生产淡季，每年年中PMI都出现了明显回落，前7年7月份的环比均值为下降1.1%，但2012年7月份环比仅回落0.1个点，降幅明显低于均值。相应地，季调值则明显回升，7月份PMI季调值（PMI_SA）升至51.02%，连续两个月回升，经济成企稳态势。

而根据官方公布的分类别PMI指数看，中小企业经营状况改善明显。小型、中型企业的PMI分别提高0.9和0.2个点，也连续2月回升，该数据与汇丰PMI呈相互佐证，表明局部改善确认。

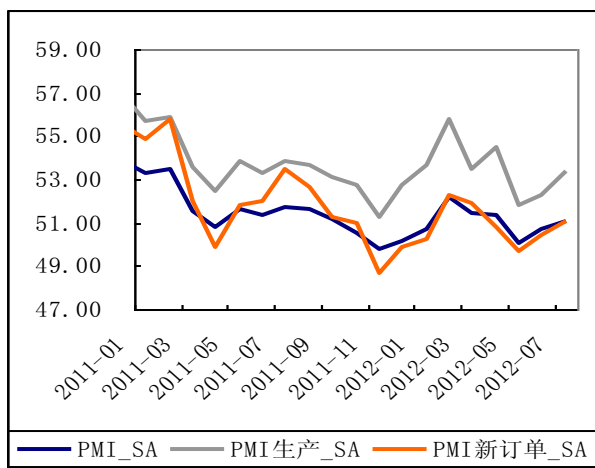
而汇丰PMI在7月份升至49.3%，生产和订单指数也有所回升，企业局部改善的情况得到相互印证。

图 1: 相比 05-11 年 PMI 环比均值，2012 年 6、7 月月环比明显好于均值



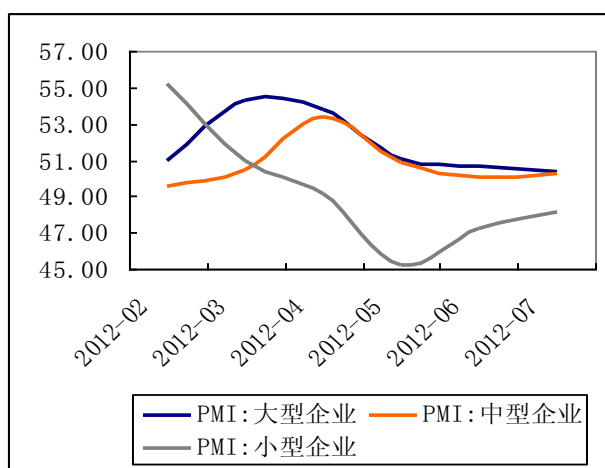
数据来源：东北证券，Wind

图 2: PMI 和生产及订单指数的季调值明显回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 中小企业 PMI 持续回升



数据来源: 东北证券, Wind

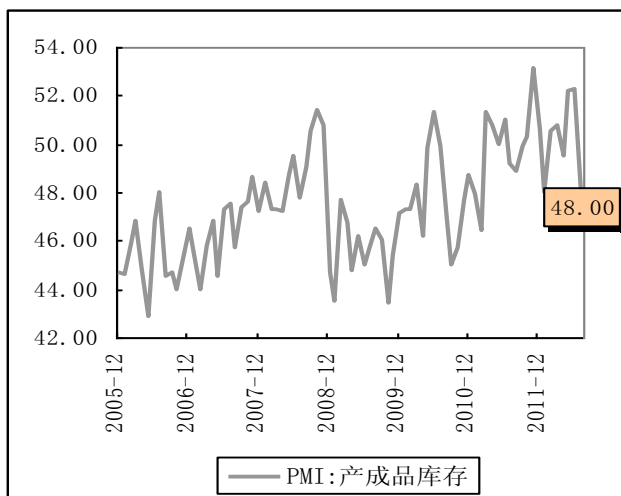
2. 去库存明显, 库存“轻仓”静待需求改善的拉动

7 月份的 PMI 的产成品指标表明企业去库存明显。产品成库存大幅下降 4.3 个点至 48%, 处于 2011 年 3 月份以来的并列低位, 表明企业经历了强力去库存过程。而 6 月份的工业企业产成品库存仅增 13.4 亿, 同比增速降至 12.9%。两组数据预示当前企业库存已经处于相对低位, 去库存显著。

库存的相对低位将有助于提高企业对需求改善的边际效应, 政策撬动需求, 进而拉动生产的有效性将提高。而这个逻辑也是我们判断下半年经济走势的重要因素, 即去库存在年底有望结束, 下半年进入被动去库存阶段, 相应地, 工业生产将回升。

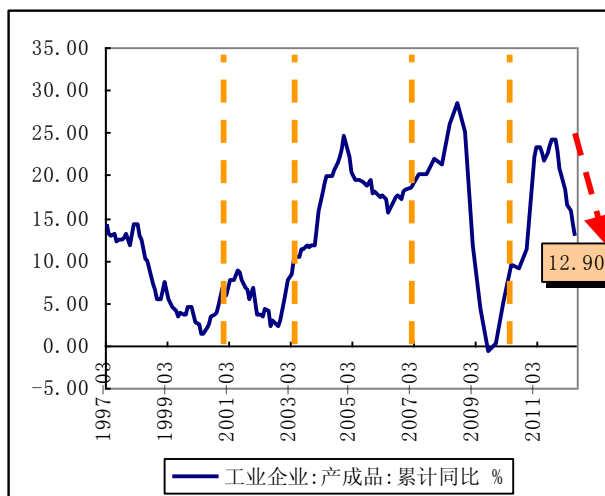
问题的关键是需求能否改善? 尤其是 7 月份新订单和新出口订单仍分别下降至 49% 和 46.6%, 需求不振的阴云仍在。但我们认为两点值得期待: (1) 政策拉动。稳增长政策的持续落地将进一步提升内需, 在外需下滑背景下 7 月新订单仅回落 0.2 个点, 相对稳定的走势表明内需在逐步改善; (2) 固然欧美整体复苏疲弱, 但传统的四季度出口旺季仍有望拉升当前的外需指标。外需好转依然可期。

图 4: 7 月产成品库存降至 48% 的相对低位



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 中小企业 PMI 持续回升



数据来源: 东北证券, Wind

3、7月难以确认趋势回升，仍需政策拉动，三季度仍有望

降准、降息

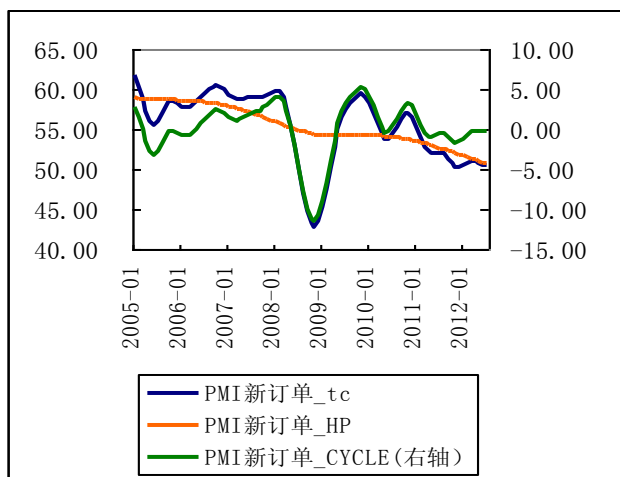
7月份的表征数据较为乐观，反映经济有企稳的迹象，不过从季调后的趋势循环值（TC值）看，经济企稳仍不稳固。PMI整体、生产、订单的趋势循环值（TC）仍趋势下行，表明7月份难以确定回升。

总体看，7月份数据表明经济出现见底企稳迹象，但仍不稳固。这也意味稳增长政策需要进一步推进。而7月31日中央政治局会议确认把稳增长放在更重要位置、要求统一思想，贯彻政策落实，则可期待政策协同性和实效性将提高，政策效力可以期待。

为此，我们维持三季度继续有限放松货币，8月份降准1次，9月份降息1次的判断，而财政、产业政策将进一步推进。

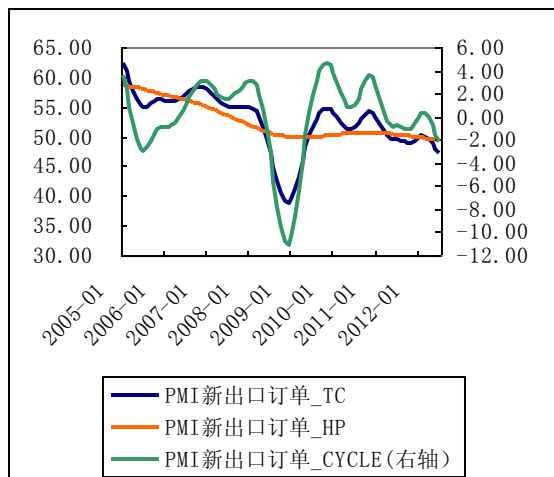
我们仍谨慎乐观判断，生产有望7月份见底，经济将在三季度企稳回升。

图 6: 新订单指数有所企稳，但出现滞涨的情况



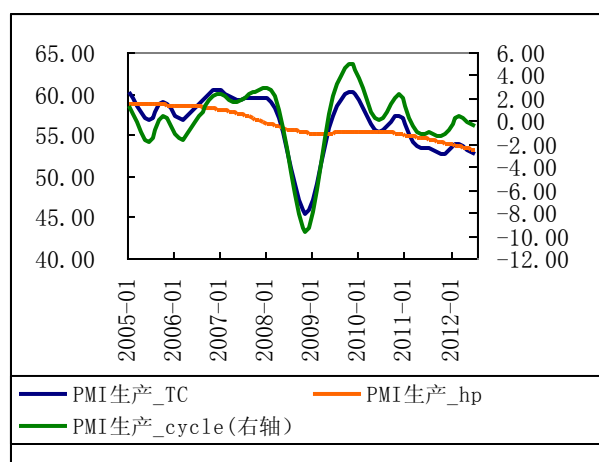
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 新出口订单仍出现明显回落，外需仍不稳



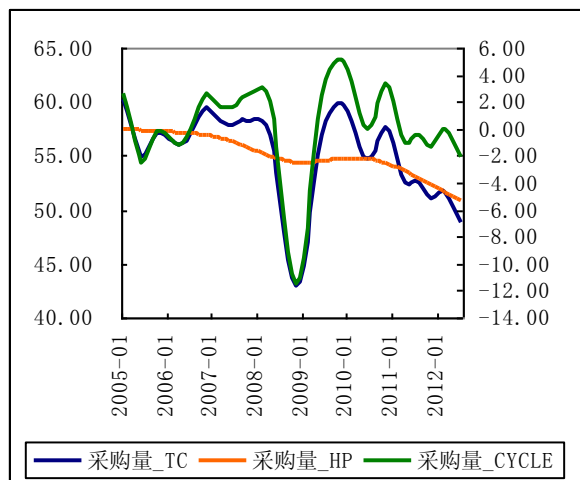
数据来源：东北证券，Wind

图 8: 生产指数稳定，但趋势下降



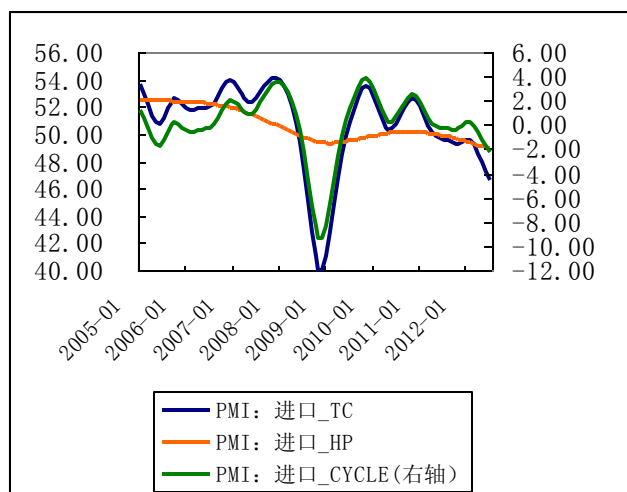
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 企业采购指数出现较大下降



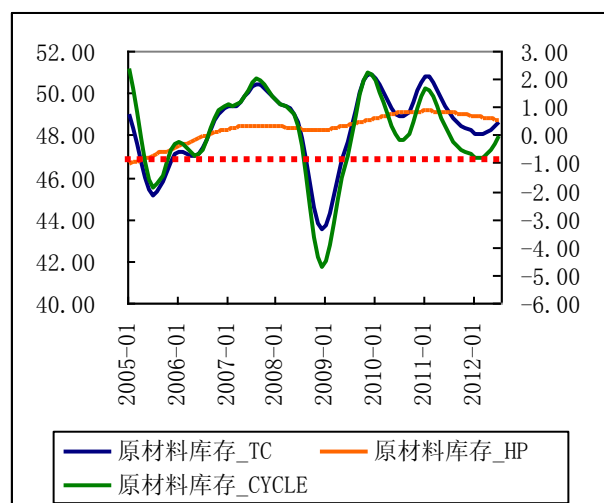
数据来源：东北证券，Wind

图 10: 进口仍出现明显回落



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 在采购量回落下，原料库存提高不是好事



数据来源：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