

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

补库存周期尚早，稳增长政策仍需延续

——10 月份 PMI 数据点评

发布时间：2012-11-2

- 核心观点：（1）PMI 升至 50.2%，首次回到荣枯线上，订单扩张，采购积极，生产回升，经济继续呈积极向好态势。但季调值为 49.9%，仍未完全脱离风险，仍需稳增长。（2）库存指标仍处高位，去库存仍未完成，仅是进入被动去库存阶段，补库存带来的内生需求拉动尚未到来（3）在订单回升难以辨清是迟来的季节性订单还是周期性好转情况下，稳增长政策仍需继续强化，财政积极而货币放松仍未结束。
- 10 月 PMI 升至 50.2%，在预期内。本月 PMI 数据有两个特点：（1）PMI 重回荣枯线上，经济进一步向好。但我们测得季调后 PMI 仅为 49.9%，表明经济仍未完全脱离风险区；（2）不同正常年份的下降，今年 10 月 PMI 环比回升，趋势类同于 09 年和 10 年的复苏。是迟来的订单拉动还是复苏的起点？这取决于对出口订单的甄别，但在明年 1 季度前，技术上难以区分，仍需定性判断欧美经济走势。
- 但至少经济好转态势得到进一步确认。（1）需求扩张，新订单升至 50.4%，季调后的周期循环值为 0.1%，表明需求进入新的扩张周期。订单好转来自出口的订单回升和政策刺激的拉动，其中新出口订单升至 49.3%。（2）采购积极。采购量指数升至 51.2%，需求回升促采购回升，而原材料库存仍处于 47.3% 的低位，该趋势有望延续；（3）购进价格回升至 54.3%，表明需求相对好转；（4）进口指数连续 2 个月回升，10 月升至 48.4%。
- 库存指标升至 48.1%，但并不意味补库存。我们维持当前仍处于去库存阶段，但已进入被动去库存的判断。我们认为两个指标反映库存周期尚未到来：（1）季调后趋势循环值（TC）和周期值（Cycle）分别为 48.8% 和 -1.35%，比上月分别下降 0.2 个点，两者仍处于下降通道，补库存周期未至；（2）经验数据看，库存指数仍处于高位，离前两次的 45% 左右水平仍有 3 个点高度，同时离订单和生产回升后 6-9 个月的时间差仍有较大距离。
- 因此，我们认为 10 月份 PMI 回升，进一步确认经济有望回升。但当前的推力仍来源于政策刺激和可能的季节性出口订单，补库存的内生需求仍未来临。而目前尚难确认全球经济的强劲复苏。
- 我们判断物价短期仍将处于低位，因此，稳增长政策仍需要继续推进。农田水利、城市管网、教育医疗卫生、电网、高铁核电等投资仍将推进。而货币放松仍未结束，不排除有降准、降息的推出。

证券分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《利润改善时序的决定因素：产出回升与价格弹性》

2012-10-28

《对经济复苏仍谨慎 量宽决心不变》

2012-10-25

《短周期见底，库存周期推温和复苏》

2012-10-18

《PPI 见底，CPI 筑底但难羁绊政策放松趋势》

2012-10-15

《一时的快活：回落的悬崖仍需货币持续放松》

2012-10-14

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 10 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.2%，比上月回升 0.4 个百分点。

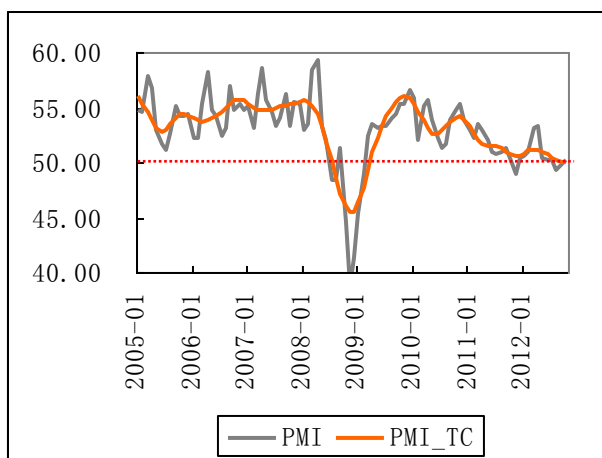
点评:

1.PMI 首回荣枯线上，经济积极向好

10 月 PMI 升至 50.2%，在预期内。本月 PMI 数据有两个特点：(1) PMI 回到荣枯线。此表明经济进一步向好，但我们测得季调后 PMI 仅为 49.9%，表明经济仍未完全脱离风险区；(2) 不同正常年份的下降，今年 10 月 PMI 环比回升，趋势类同于 09 年和 10 年的复苏。是迟来的订单拉动还是复苏的起点？这取决于对出口订单的甄别，但在明年 1 季度前，技术上难以区分，仍需定性判断欧美经济走势。

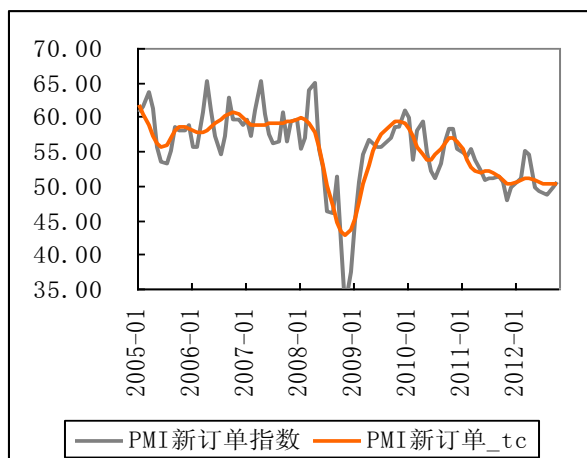
但至少经济好转态势得到进一步确认。(1) 需求扩张，新订单升至 50.4%，季调后的周期循环值为 0.1%，表明需求进入新的扩张周期。订单好转来自出口的订单回升和政策刺激的拉动，其中新出口订单升至 49.3%。(2) 采购积极。采购量指数升至 51.2%，需求回升促采购回升，而原材料库存仍处于 47.3% 的低位，该趋势有望延续；(3) 购进价格回升至 54.3%，表明需求相对好转；(4) 进口指数连续 2 个月回升，10 月升至 48.4%。

图 1: 10 月 PMI 回升，但趋势仍未脱离下行



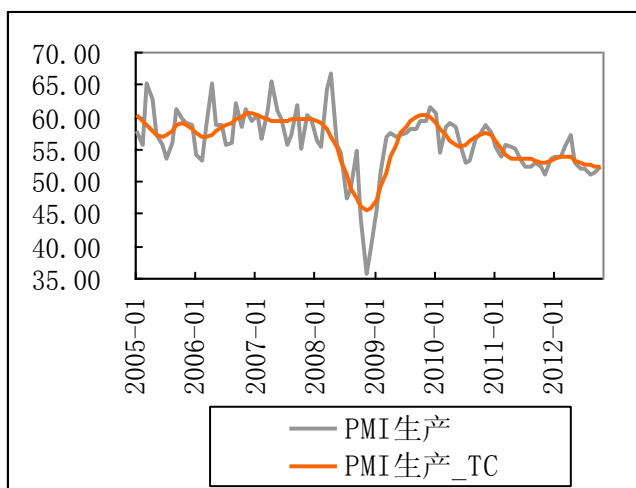
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 订单回升，趋势企稳，预示需求好转



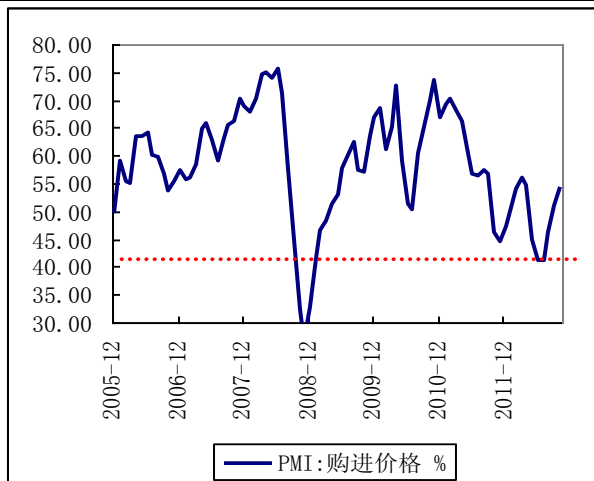
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 生产回升, 趋势企稳, 预示生产将结束收缩



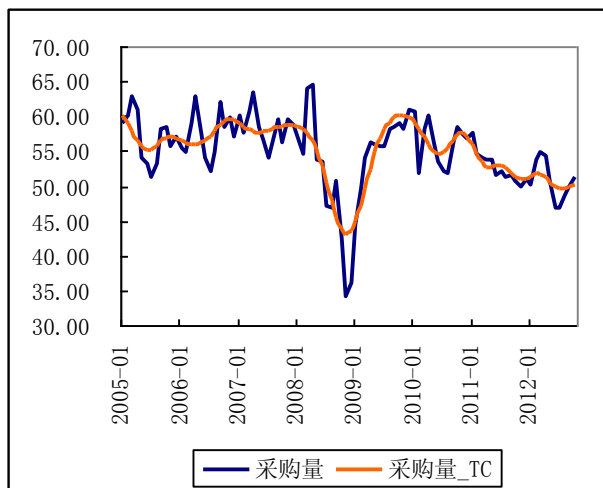
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 购进价格大幅回升, 反映需求好转



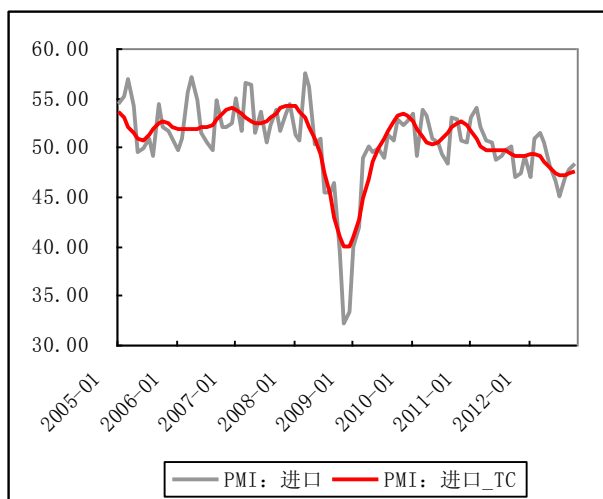
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 采购量企稳回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 进口趋势向好



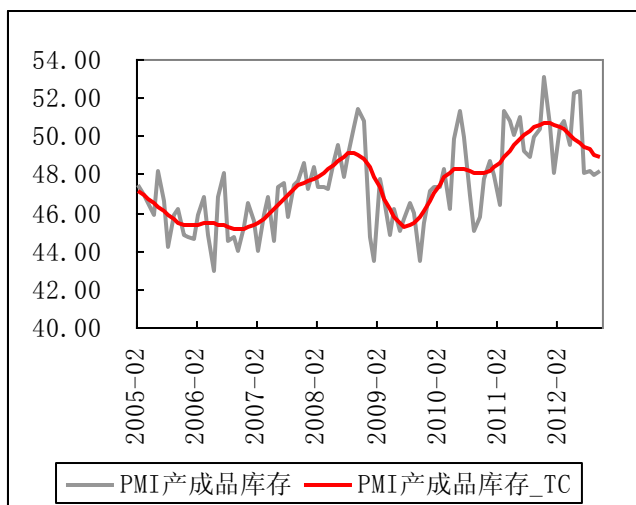
数据来源: 东北证券, Wind

2. 去库存仍未完成, 补库存的内生需求未至

产成品库存指标升至 48.1%，是否代表开始补库存？我们维持当前仍处于去库存阶段，但已进入被动去库存的判断。

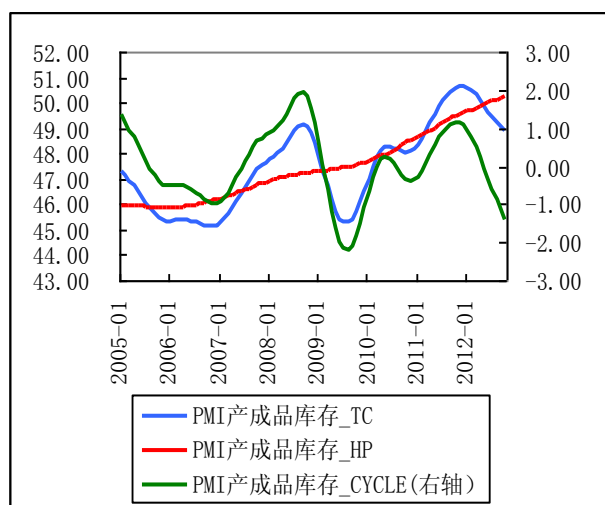
两个指标反映库存周期尚未到来：(1) 季调后趋势循环值(TC)和周期值(Cycle)分别为 48.8%和-1.35%，比上月分别下降 0.2 个点，两者仍处于下降通道，未显示回升；(2) 经验数据看，库存指数仍处于高位，离前两次的 45%左右水平仍有 3 个点高度，同时离订单和生产回升后 6-9 个月的时间差仍有较大距离。

图 7: 季调后库存仍处高位, 且下行趋势并未结束



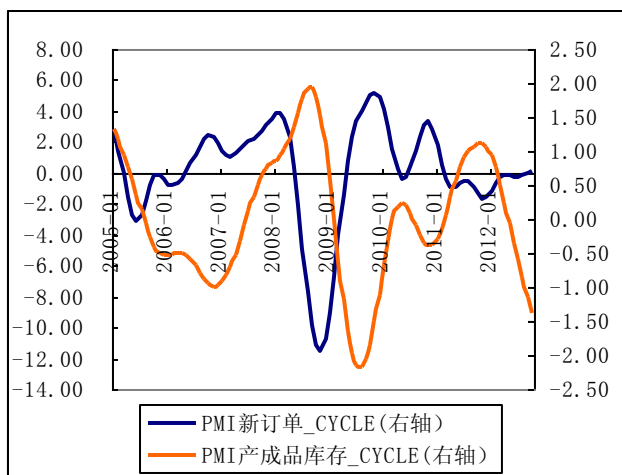
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 库存周期 (Cycle) 仍未回升



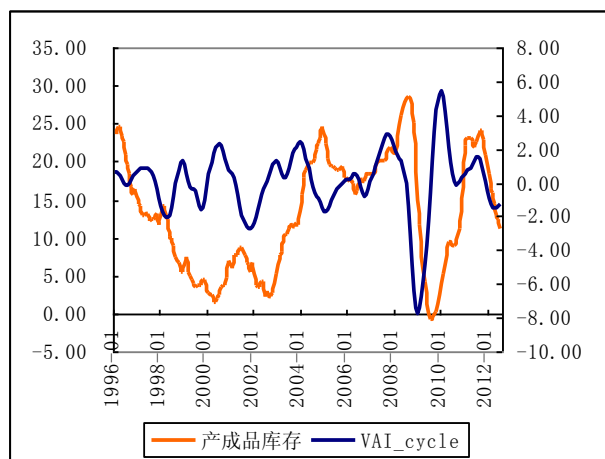
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 库存周期要晚于订单周期 6-9 月



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 库存是生产的滞后指标



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