

PMI 回升，短周期有效 or 衰退中继？

——1 月 PMI 宏观经济模型更新及预测

报告要点

■ PMI 回升好于预期，经济调整趋缓

1 月制造业 PMI 指数由上月的 50.3 升至 50.5。汇丰制造业 48.8，上月 48.7。数据回升好于预期，但上涨幅度较为微弱，表明当前的经济调整是缓慢的。

■ PMI 库存周期：库存压力继续积累

观察剔除季节性调整后的 PMI 库存周期分析包括的三个指标可以发现，三个指标的趋势与上月一致，并没有出现明显的积极变化。PMI 综合指数与 PMI 库存周期三大指标在季节性调整前后的变化方向相反，表明在传统周期下数据去年 12 月以来的改善可能并没有改变中期经济衰退向下的趋势。

■ PMI 分项指数：内需强于外需，节日因素推升价格

- 1) 国内需求受到春节效应的正面影响，新订单由上月的 49.8 上升至 50.4。而出口订单继续下滑，1 月需求呈现为“内热外冷”的局面。
- 2) 1 月 PMI 购进价格指数较上月增加 2.9，为 50。受节前消费需求增加的影响，自去年 7 月以来的价格回落趋势进一步减缓。
- 3) PMI 从业人员下降，经济减速对就业的负面影响正在加剧。供应商配送时间回落至 50 以下，企业生产经营中的配送效率增加。

■ 对当前的经济与市场运行的判断

PMI 微弱回升反映了当经济的调整是缓慢的。前期反弹在一定程度上验证了短周期在一定程度上的有效性，最新的 PMI 为反弹的另一支撑。从宏观数据来看，1、2 月经济延续 12 月的平稳态，我们将其概括为宏观经济衰退中的“中场休息”。经济数据空白期将为本轮反弹的后半段提供“避风港”。

对于市场中期的走势，维持年度策略中政策干扰下的经济缓慢调整将导致经济见底的时间延后的判断，而市场的反转需等待经济底部确认。

■ 基于 PMI 的行业配置建议

由 PMI 分行业指数来看，1 月景气度下行的行业仍然较多。包括上月景气已经开始下行的交通运输设备制造业、通用设备制造业，以及纺织业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等。

延续景气的有色金属冶炼及压延加工业，以及环比改善的化学原料及化学制品制造业的表现可关注；

相关研究

《节前 PMI 反弹，经济下行担忧现边际改善——12 月 PMI 宏观经济模型更新及预测》，邓二勇，2012 年 01 月 04 日

《PMI 降至 50 以下，经济下行或触及紧缩政策底线——11 月 PMI 宏观经济模型更新及预测》，邓二勇，2011 年 12 月 1 日

《PMI 超预期下滑，经济调整加速价格回落——10 月 PMI 宏观经济模型更新及预测》
邓二勇，2011 年 11 月 1 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070005

联系人：

吴春杰

(8621) 68751589

wucj@cjsc.com.cn

正文目录

一、PMI 回升好于预期，经济调整趋缓	4
1.1 官方制造业连续两个月微弱回升	4
1.2 中小企业仍面临较大生存压力	5
二、PMI 库存周期：弱于往年的季节性积极变化	6
三、PMI 分项指数：内需强于外需，节日因素推升价格	7
3.1 新订单指数回升，内需强于外需	7
3.2 采购量指数回落，原材料库存延续回升	8
3.3 购进价格指数继续反弹，节日因素使价格调整降速	9
3.4 供应商配送时间下降，物流配送活跃度上升	10
四、对上月基于 PMI 的行业比较结论的回顾	11
五、基于 1 月 PMI 的行业景气度比较	11
5.1 行业景气度分析.....	11
5.2 重点行业的 PMI 分项指标解析.....	12
六、经济与市场运行判断与行业配置建议	13

图表目录

图 1: 历年各月份 PMI 变化趋势比较.....	4
图 2: 汇丰 PMI 与官方 PMI 走势.....	5
图 3: 汇丰 PMI 产出与新订单分项指数走势.....	5
图 4: 融合 PMI 新订单、原材料库存与产成品库存指数的库存周期分析 (季调)	6
图 5: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势.....	7
图 6: PMI 新订单指数的分行业变化.....	7
图 7: PMI 出口订单的分行业变化.....	8
图 8: 采购量、原材料库存指数趋势.....	8
图 9: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系.....	9
图 10: 不同生产阶段的购进价格指数变化.....	9
图 11: PMI 购进价格指数的变化趋势.....	10
图 12: PMI 从业人员指数与供应商配送时间指数.....	10
图 13: 上月制造业各子行业真实涨跌幅度.....	11
表 1: 1 月官方制造业 PMI 数据.....	4
表 2: 基于 1 月 PMI 对 2 月行业景气度的判断.....	12

一、PMI 回升好于预期，经济调整趋缓

1.1 官方制造业连续两个月微弱回升

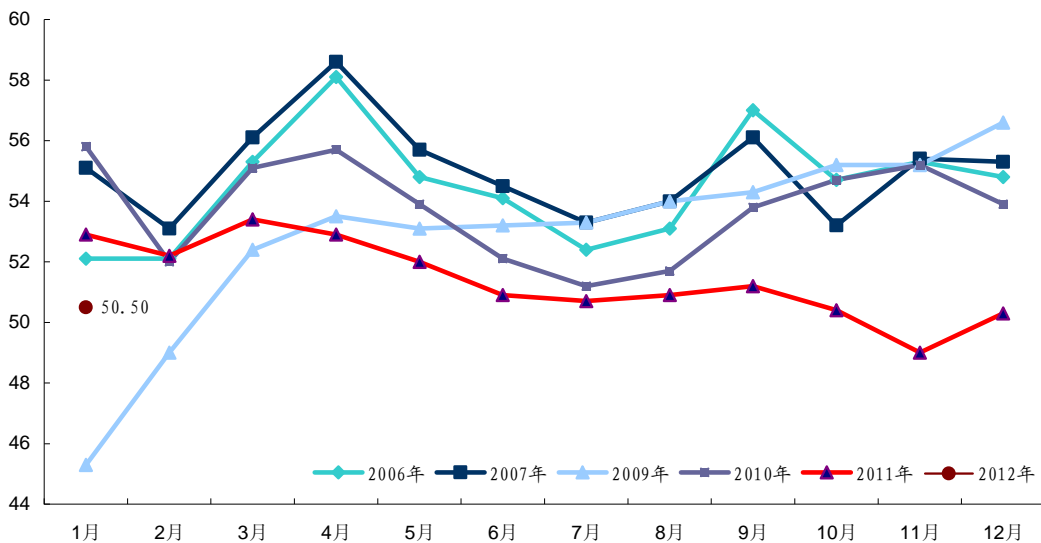
1 月制造业 PMI 指数由上月的 50.3 升至 50.5，重回到临界值以上。指数回升明显好于预期，此前路透商业调查统计的市场对该数据的预期在 50 以下。针对最新的 PMI 数据，我们认为：

第一、春节前，在流动性改善与 12 月工业增加值同比数据回升的影响下，市场开始上涨。市场的表现验证了短周期波动在当前的有效性。对于节后市场趋势，反弹进入后半段是大概率事件。此次好于市场预期的 PMI 将为反弹延续提供另一数据支撑。

第二、PMI 综合指数与 PMI 库存周期三大指标在季节性调整前后的变化方向相反，表明了当前的传统周期下数据去年 12 月以及今年年初的改善可能并没有改变中期经济衰退向下的趋势。因此，对于市场中期的走势，我们的判断没有变化。维持年度策略中政策干扰下的经济缓慢调整将导致经济见底的时间延后的判断，经济于二季度末、三季度初见底，而市场的反转需等待经济底部确认。

第三、从宏观数据来看，12 月经济状态平稳，1、2 月这种趋势将延续，我们将其概括为宏观经济衰退中的“中场休息”。经济数据空白期也将为反弹提供“避风港”。

图 1：历年各月份 PMI 变化趋势比较



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

表 1：1 月官方制造业 PMI 数据

指数名称	2011-11	2011-12	2012-01	较上月变化	持续期数
PMI 综合指数	49	50.3	50.5	0.2	2
生产量	50.9	53.4	53.6	0.2	2
新订单	47.8	49.8	50.4	0.6	2
出口订单	45.6	48.6	46.9	-1.7	1
积压订单	45.2	46.6	43.2	-3.4	1

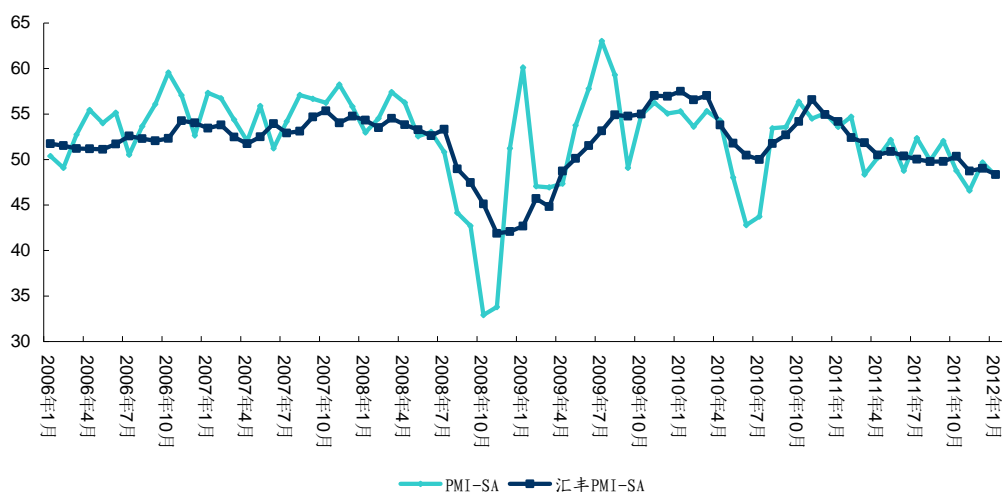
产成品库存	53.1	50.6	48	-2.6	2
采购量	49.8	50.9	50.2	-0.7	1
进口	47.3	49.1	46.9	-2.2	1
购进价格	44.4	47.1	50	2.9	2
原材料库存	46.7	48.3	49.7	1.4	2
从业人员	49	48.7	47.1	-1.6	3
供应商配送时间	50.4	50.1	49.7	-0.4	3

资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

1.2 中小企业仍面临较大生存压力

1月汇丰制造业48.8，较上月仅微弱上涨0.1。汇丰制造业PMI数据的变化趋势与官方制造业PMI的变化趋势是一致的。虽然该指数较上月有所上涨，但低于50的数据表明中小企业的景气状况是在环比趋于恶化的，面临较大的生存压力。

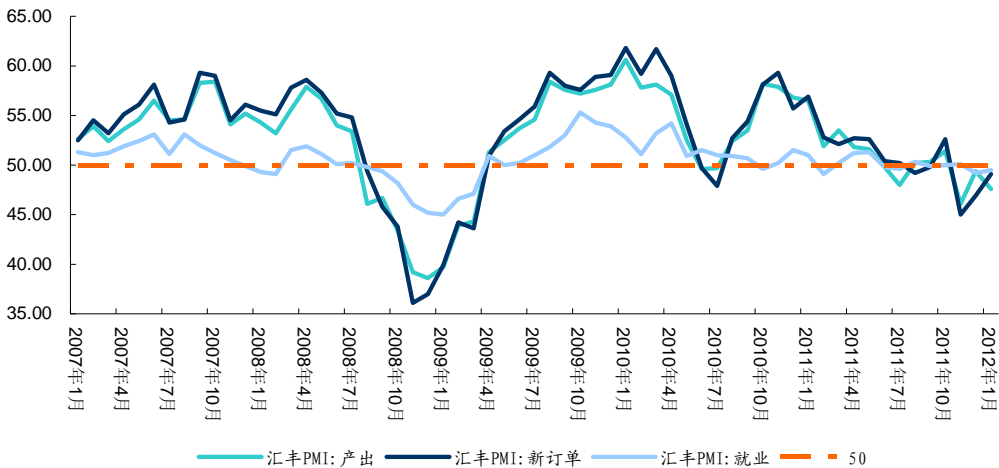
图 2：汇丰 PMI 与官方 PMI 走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

与官方制造业PMI产出指数持续回升不同，汇丰制造业PMI的产出分项是较上月下行的。结合两个数据在统计口径的不同来看，大企业与中小企业的开工状况存在结构性差异。

图 3：汇丰 PMI 产出与新订单分项指数走势



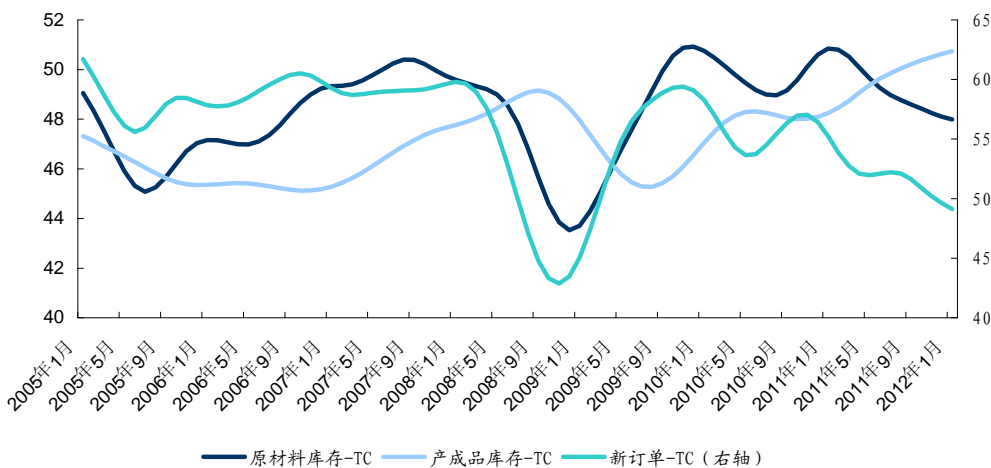
资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

二、PMI 库存周期：弱于往年的季节性积极变化

从未剔除季节性因素前的数据变化来看，PMI 各分项指数均有积极变化，这与节前需求提前启动有一定的关系。最新 PMI 新订单指数为 50.4 较上月回升 0.6 个百分点，企业家对未来需求的预期强于上月。原材料库存指数由上月的 48.3 上升至 49.7，仍在临界值 50 以下，这表明原材料库存的积累较上月是回落的；产成品库存指数由上月的 50.6 回落至 48，产成品库存开始下行。综合这些方面来看，在春节因素的影响下，1 月的需求有环比改善。

观察剔除季节性调整后的 PMI 库存周期分析包括的三个指标可以发现，三个指标的趋势与上月一致，并没有出现明显的积极变化。季调前后数据变化趋势差异表明 1 月份虽有季节性的积极变化，但程度弱于往年。

图 4：融合 PMI 新订单、原材料库存与产成品库存指数的库存周期分析（季调）



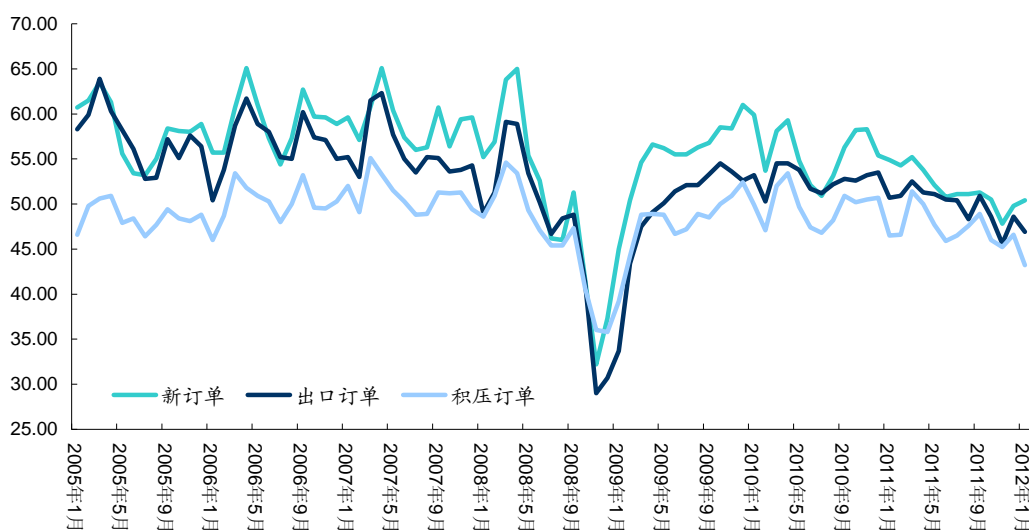
资料来源: CFLP, 长江证券研究部

三、PMI 分项指数：内需强于外需，节日因素推升价格

3.1 新订单指数回升，内需强于外需

1月新订单指数延续上月的上涨趋势，回升至50以上，由上月的49.8上升至50.4。国内需求受到春节效应的正面影响，而出口订单已连续四个月在50以下，且最新的出口订单指数为46.9，较上月下降1.7。综合来看，1月需求呈现为“内热外冷”的局面。

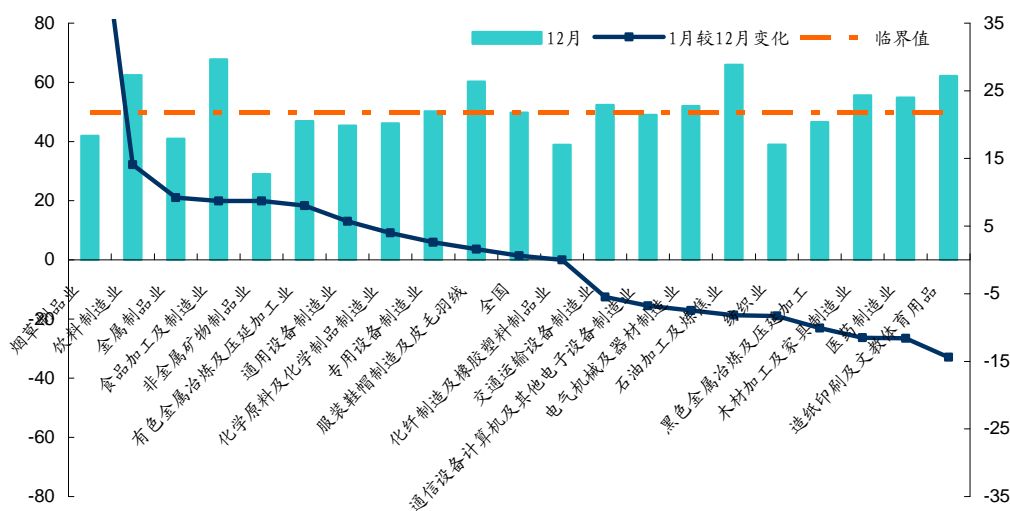
图 5：PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

从分行业 PMI 新订单指数的变化可以看出，消费性行业的新订单增长明显。其中烟草制品业的指数由42涨至105.2，饮料制造业的新订单指数由62.4涨至76.5。食品加工及制造业与服装鞋帽制造及皮毛羽绒业的新订单指数同样处于较高水平，且在1月出现上涨。

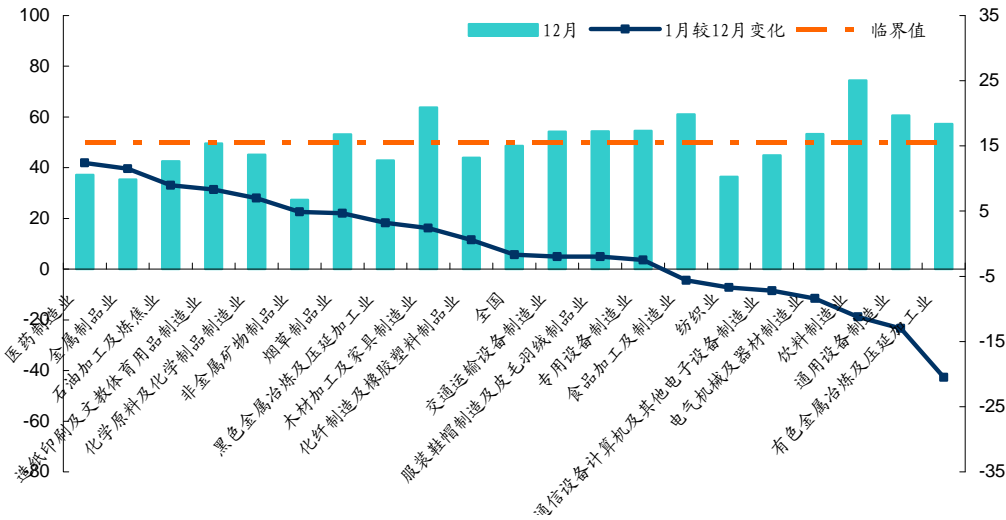
图 6：PMI 新订单指数的分行业变化



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

PMI 出口订单指数上月为 48.6，最新数值为 46.9，回落 1.7。但是从分行业的出口订单可以看出，多数行业的出口订单指数均较上月回升。出口订单较低的行业本月有所回升，而前期出口订单指数较高的行业，本月指数有所回落。

图 7: PMI 出口订单的分行业变化

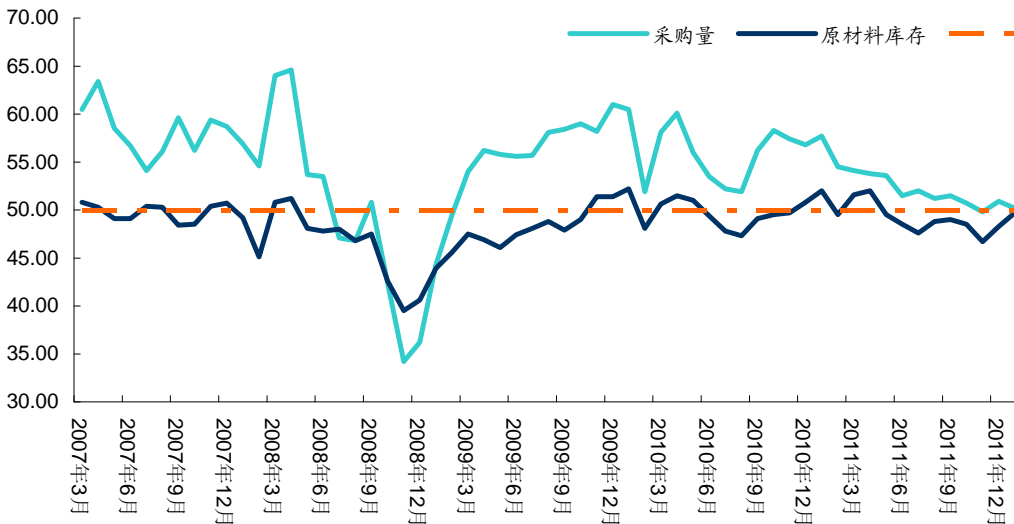


资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

3.2 采购量指数回落，原材料库存延续回升

最新的 PMI 采购量指数由上月的 50.9 降至 50.2，制造业企业的采购意愿虽在环比上仍有增长，但增长动力有所减弱；原材料库存由 48.3 升至 49.7，仍在 50 以下，在价格季节性上涨导致成本压力增大之下，企业补充原材料库存的动力不强。

图 8: 采购量、原材料库存指数趋势

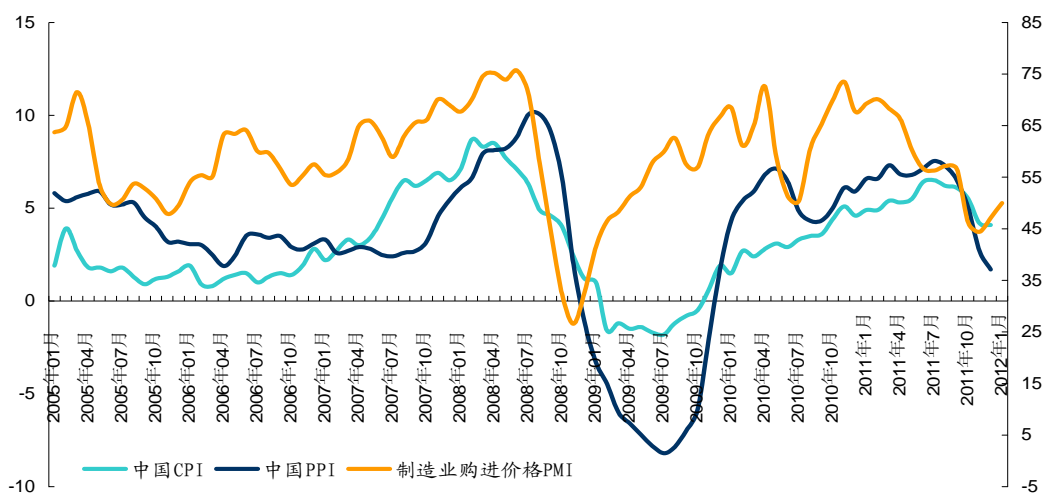


资料来源: 中国物流与采购联合会, 长江证券研究部

3.3 购进价格指数继续反弹，节日因素使价格调整降速

1月PMI购进价格指数较上月增加2.9，为50，表明1月企业家预期价格与12月持平。近期，受节前消费需求增加的影响，自去年7月以来的价格回落趋势进一步减缓，但是这一现象更多的为季节性的。虽然其改变价格回落的中长期走势的概率不大，12月CPI同比4.1%，仅较11月下降0.1%，预计1月的价格指数回落将继续趋缓。

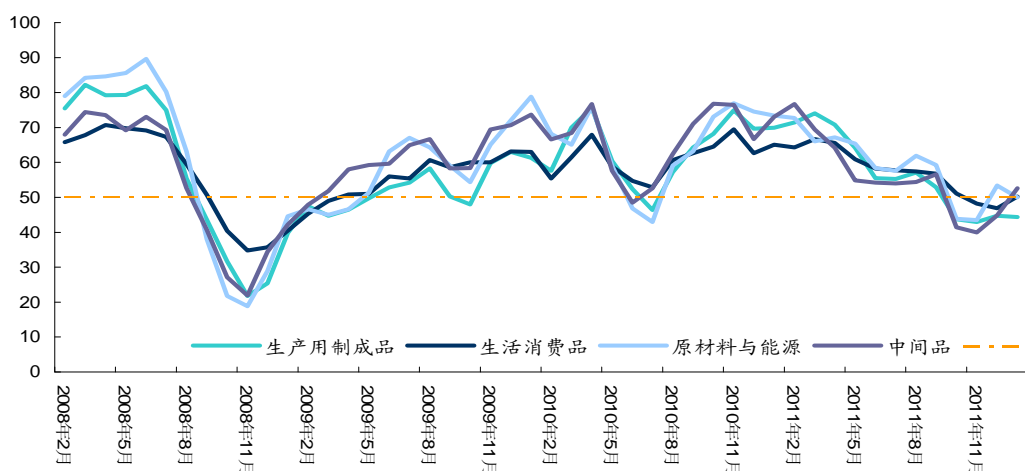
图 9：PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

不同生产阶段的购进价格指数变化存在较大差异。其中，生产用制成品的购进价格指数由上月的 44.7 降至 44.4，该指标自去年 11 月降至 50 以下以来持续处于 43 左右的水平，表明需求持续低位的制造业生产并不景气，用于生产的制成品价格也持续下降。原材料与能源的购进价格指数由上月的 53.4 降至 50，国际油价在 1 月小幅下跌。而整体购进价格指数的上涨主要来自于生活消费品与中间品价格上涨的拉动。生活消费品的购进价格指数由 46.9 升至 50.2，中间品购进价格指数由 44.8 升至 52.6。

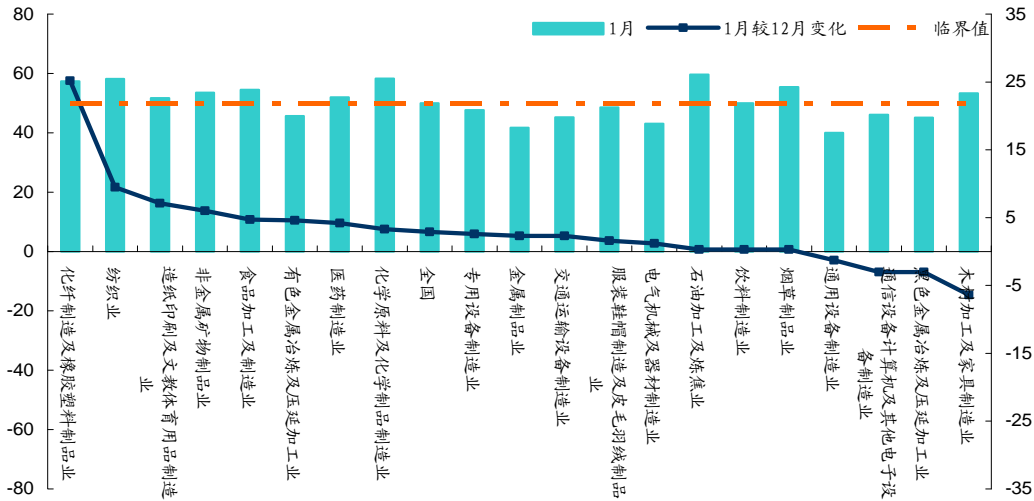
图 10：不同生产阶段的购进价格指数变化



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

行业上，仅木材加工及家具制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、通信设备计算机及其它电子设备制造业、通用设备四个行业的购进价格指数出现了回落。在节日消费需求增加拉动与国际大宗商品价格近期上涨两方面因素的影响下，多数行业的 PMI 购进价格指数出现了上涨。其中，大宗商品价格上涨预期反映在化纤制造及橡胶塑料制造业、有色金属冶炼压延及加工业、化学原料及化学制品制造业购进价格指数的上涨上；节日消费带到了食品加工及制造业、服装鞋帽制造业等行业购进价格指数的上涨。

图 11: PMI 购进价格指数的变化趋势



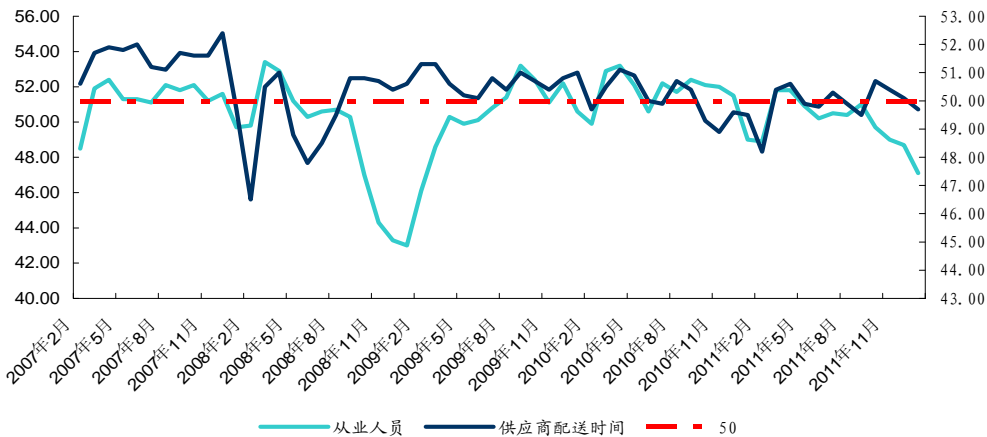
资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

3.4 供应商配送时间下降，物流配送活跃度上升

从业人员 PMI 自 10 月降至 50 以下以来持续下降，最新的 PMI 从业人员指数由上月的 48.7 降至 47.1，下降幅度较大。经济减速对就业的负面影响正在加剧。

供应商配送时间回落至 50 以下，为 49.7，企业生产经营中的配送效率增加。供应商配送时间降低反映了原材料供应速度加快，该指标与经济的景气程度存在一定反向关系。

图 12: PMI 从业人员指数与供应商配送时间指数



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

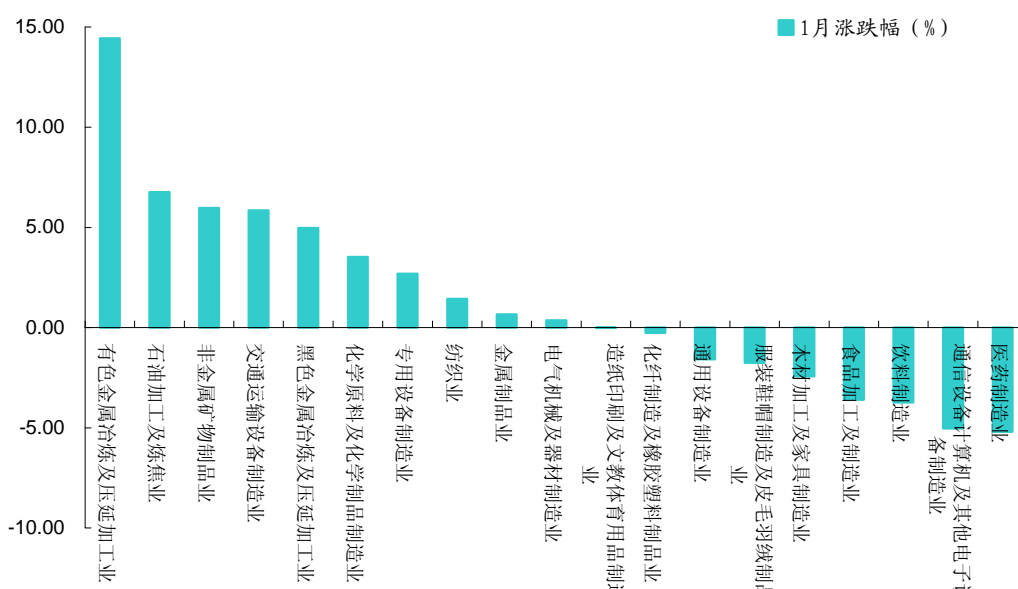
四、对上月基于 PMI 的行业比较结论的回顾

在上期的报告中，我们以 12 月的 PMI 对 1 月的板块月度涨跌进行了预测。最后，我们统计得 1 月制造业各子行业的实际涨跌幅如下。

上月，在我们所重点关注的制造业子行业中，由 PMI 反映的行业景气度分析，我们认为石油加工及炼焦、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业、有色金属冶炼及压延加工业可以关注。而交通运输设备制造业、化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业、非金属矿物制品业景气度下行较快。

从各板块的实际涨跌情况来看，有色金属冶炼及压延制造业与石油加工及炼焦业的涨幅位居前两位，景气度较好的服装鞋帽制造业有所下跌。交通运输设备制造业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业虽然景气下行，但是在周期股拉动的反弹中，这些行业的表现较好。

图 13：上月制造业各子行业真实涨跌幅度



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

五、基于 1 月 PMI 的行业景气度比较

这部分我们将分析如何在分行业 PMI 分析的基础上看行业的景气度以辅助行业配置。当然，仅基于行业自身的基本面变化，并没有考虑外部的政策环境的影响；同时，基于 PMI 数据本身是一个调查统计的结果，加上我国的 PMI 统计仅有 6 年左右的历史，PMI 数据对真实经济的解释力度也是在不断改进提高的过程中。这些都将对最终行业预测值与真实表现的一致性产生影响。

5.1 行业景气度分析

本月各行业处于自身周期的景气情况如下表（关于分析方法的具体介绍参见专题报告《基于 PMI 的经济预测与行业配置》）。

表 2: 基于 1 月 PMI 对 2 月行业景气度的判断

	Trend=1	Trend=0
PMI CI>0	有色金属冶炼及压延加工业	石油加工及炼焦业
	化学原料及化学制品制造业	
PMI CI<0	专用设备制造业	木材加工及家具制造业
	金属制品业	服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业
	化纤制造及橡胶塑料制品业	造纸印刷及文教体育用品制造业
	非金属矿物制品业	黑色金属冶炼及压延加工业
		交通运输设备制造业
		通用设备制造业
		电气机械及器材制造业
		通信设备计算机及其他电子设备制造业
	纺织业	

资料来源：长江证券研究部

从行业自身的景气度周期以及行业相对上月的景气度变化趋势来看，这个月多数行业的两极分化虽较上月有所缓解，但仍非常明显，Trend=1 且 PMI CI>0 的行业景气度较上月有所改善且处于自身行业周期中相对景气的位置，包括延续景气的有色金属冶炼及压延加工业，以及化学原料及化学制品制造业；

Trend=0 且 PMI CI<0 的行业，行业景气度下行，且处在自身行业周期中的位置低于历史平均水平。从 12 月的 PMI 指标来看，景气度下行的行业仍然较多。包括上月景气已经开始下行的交通运输设备制造业、通用设备制造业，以及纺织业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等。

5.2 重点行业的 PMI 分项指标解析

有色金属冶炼及压延制造业

该行业 PMI 的生产指数微弱回落，由 57.6 降至 56.5，行业产出增长较为平稳。新订单分项在持续下降 4 个月后再回到 50 以上，新订单指数以往在节后 2 月份均表现为较为明显的上涨。今年春节的提前导致工业企业的季节性开工提前。但是行业的下游需求并没有出现明显改善，产成品库存指数由上月的 43.5 升至 54.6。

化学原料及化学制品制造业

由 1 月 PMI 变化趋势反映出的行业景气来看，化学原料及化学制品行业景气度高于历史平均水平，且行业景气状况有所改善。行业 PMI 分项指数上，生产量指数由 47.5 升至 56.1，新订单指数升至 50 以下，为 50.1。行业购进价格指数继续上涨，由 55 升至 58.3，在原料价格大增的背景下，企业主动增加原材料库存，由 48.4 升至 50.2。并且，PMI 产成品库存指数由 57.5 降至 46.4，产成品库存的回落在一定程度上反映了对下游需求的预期有积极变

化。

交通运输设备制造业

上月交通运输设备制造业的景气度已经开始下行，本月其延续了上月的趋势。行业的 PMI 综合指数由上月的 51 降至临界值以下，为 47.7。行业新订单指数与生产指数较快速下降，新订单指数由 52.4 降至 46.9，企业家对未来需求预期不乐观；生产指数由上月的 55.1 降至 48.1，企业在悲观的需求预期下，有主动减产的动力。行业出口订单同样下滑，由上月的 54.2 降至 52.2。

纺织业

最新的纺织行业 PMI 综合指数降至近三年的最低水平，仅为 36.7。生产指数仅为 26.5，上月为 43。新订单、出口订单均为近期最低。且在需求不乐观的情况下，反映行业生产成本的购进价格指数出现大幅度上涨，由 48.9 升至 58.2，成本压力较大。行业生产经营的各个方面状况均为负面。

电气机械及器材制造业

电气机械及器材制造业反映出该行业的景气度较低。PMI 综合指数由上月的 52.9 降至 47.6。分项上，新订单指数降至 50 以下，为 44.5，企业家对未来需求的预期并不乐观；生产指数大幅回落，由 60.8 降至 49.4。

六、经济与市场运行判断与行业配置建议

通过对 1 月 PMI 数据的分析，有以下几点结论：

第一、1 月的 PMI 数据回升好于预期，微弱上涨的企业家预期验证了当前的经济调整是缓慢的。对于中小企业来讲，其面临更大的生存压力。

第二、PMI 分项上，国内需求受到春节效应的正面影响，新订单由上月的 49.8 上升至 50.4。而出口订单继续下滑，1 月需求呈现为“内热外冷”的局面。1 月 PMI 购进价格指数较上月增加 2.9，为 50。受节前消费需求增加的影响，自去年 7 月以来的价格回落趋势进一步减缓。PMI 从业人员下降，经济减速对就业的负面影响正在加剧。供应商配送时间回落至 50 以下，企业生产经营中的配送效率增加。

第三、对于市场的走势，我们认为反弹将进入后半段。年初以来的反弹在一定程度上验证了短周期在一定程度上的有效性，最新的 PMI 为反弹提供了另一个支撑。从宏观数据来看，1、2 月经济延续 12 月的平稳态，我们将其概括为宏观经济衰退中的“中场休息”。经济数据空白期将为本轮反弹的后半段提供“避风港”。

PMI 综合指数与 PMI 库存周期三大指标在季节性调整前后的变化方向相反，表明在传统周期下数据去年 12 月以来的改善可能并没有改变中期经济衰退向下的趋势。对于市场中期的走势，维持年度策略中政策干扰下的经济缓慢调整将导致经济见底的时间延后的判断，而市场的反转需等待经济底部确认。

第四，由 PMI 分行业指数来看，1 月景气度下行的行业仍然较多。包括上月景气已经开始下行的交通运输设备制造业、通用设备制造业，以及纺织业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等。延续景气的有色金属冶炼及压延加工业，以及环比改善的化学原料及化学制品制造业的表现可关注；

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学经济学硕士，南开大学金融学学士，长江证券宏观策略研究助理，主要研究领域为行业比较。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
