

经济重归缓慢衰退，价格仍是“悬梁之剑”

——2月 PMI 宏观经济模型更新及预测

报告要点

■ PMI 继续弱势回升，经济“重回衰退”阻反弹进程

PMI 指数的微弱回升基本符合预期。经济在经历年初的短期环比改善后，其小周期衰退的动力将接替季节性向上的动力成为主导。

即将公布的工业增加值数据将继续验证经济仍处衰退。而随着经济数据公布空白期的结束，市场关注点将重新回归到经济基本面，反弹将止步于3月。

■ 汇丰制造业 PMI 新订单下行，中小企业需求堪忧

汇丰新订单由上月的 49.1 降至 48.5，中小企业家对未来的需求较为悲观。

■ PMI 库存周期：验证年初短周期回升

将最新的 PMI 数据进行季调，我们发现 2 月的三指标的变化趋势符合我们前面所讲到判断股市景气的条件。验证了我们此前对基于短周期在一季度初环比改善，看好一季度初期市场的判断一致。

2 月的原材料库存与产成品库存的变化方向均发生了变化，原材料库存由上月的上升转为下降，产成品库存则由下降转为上升。三指标变化趋势所反映的景气状况在下月延续的概率较低。

■ PMI 分项指数：外需回升，价格压力制约政策放松空间

- 1) 与 1 月需求呈现为“内热外冷”的局面不同，随着国内春节的结束以及海外经济复苏迹象日益明显，从 2 月的内外需求状况与 1 月相反。出口订单的大幅反弹贡献了新订单的微弱上涨，当前国内需求动力不足。
- 2) 原材料库存由 49.7 升至 48.8，企业补充原材料库存以扩产的动力不强。
- 3) 2 月 PMI 购进价格指数大幅上涨 4 个百分点，为 54，表明 2 月企业家预期价格上行。工业链条与消费链条上均存在价格上涨的压力。考虑到通胀势头再次燃起的风险，政策在这里大规模放松的概率较低。
- 4) 供应商配送时间回升至 50.3，表明当前配送环节的效率在降低，这与从其它分项指标得出的需求较弱是一致的。

■ 基于 PMI 的行业配置建议

综合对于周期性行业的景气度“四象限分析法”与针对非周期性行业的分项指标综合分析方法的结论，我们认为以下行业在 3 月的表现值得关注：交通运输设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、纺织业，以及非周期性行业中的医药制造业。

相关研究

《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》，邓二勇，2012 年 02 月 01 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 继续弱势回升，经济“重回衰退”阻反弹进程	4
1.1 官方制造业连续三个月微弱回升	4
1.2 中小企业仍面临较大生存压力	5
二、PMI 库存周期：验证年初短周期上升	5
三、PMI 分项指数：外需回升，价格压力制约政策空间	6
3.1 新订单指数回升，外需环比回升较快	6
3.2 采购量指数上涨，原材料库存回落	7
3.3 购进价格指数大幅反弹，价格压力制约政策放松空间	8
3.4 供应商配送时间上涨，物流配送活跃度下降	9
四、对上月基于 PMI 的行业比较结论的回顾	10
五、基于 2 月 PMI 的行业景气度比较	10
5.1 行业景气度分析	10
5.2 非周期性制造业行业的 PMI 分项指标解析	11
5.3 基于 PMI 的行业配置建议	12

图表目录

图 1: 历年各月份 PMI 变化趋势比较	4
图 2: 汇丰制造业 PMI 新订单与产出指数走势	5
图 3: 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 4: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势	6
图 5: PMI 新订单指数的分行业变化	7
图 6: PMI 出口订单的分行业变化	7
图 7: 采购量、原材料库存指数趋势	8
图 8: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系	8
图 9: PMI 购进价格指数的变化趋势	9
图 10: PMI 从业人员指数与供应商配送时间指数	9
图 11: 上月制造业各子行业真实涨跌幅度	10
表 1: 2 月官方制造业 PMI 数据	4
表 2: 基于 2 月 PMI 对 3 月行业景气度的判断	10

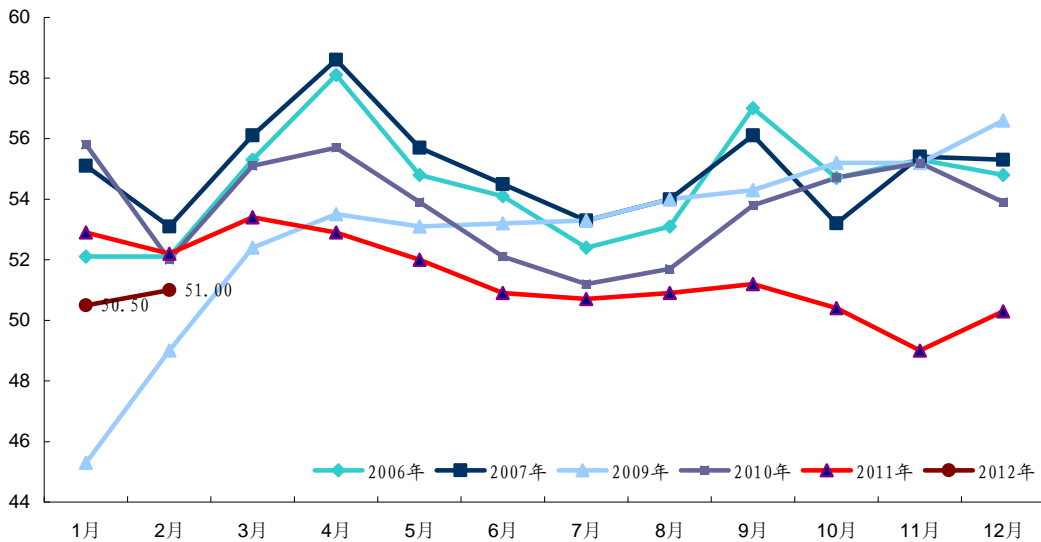
一、PMI 继续弱势回升，经济“重回衰退”阻反弹进程

1.1 官方制造业连续三个月微弱回升

最新公布的 2 月制造业 PMI 指数为 51，指数较上月继续上行 0.5 个百分点。考虑到往年春节过后的一个月，随着企业陆续开工，制造业 PMI 往往会有 3 个百分点左右的回升，而从我们上月中旬对多个地区汽车与机械行业的调研情况来看，今年普遍存在开工滞后的现象，因此，PMI 指数的微弱回升基本符合预期。经济在经历年初的短期环比改善后，其小周期衰退的动力将接替季节性向上的动力成为主导。

即将公布的工业增加值数据将继续验证我们对于经济仍处衰退阶段的判断。而随着经济数据公布空白期的结束，市场关注点将重新回归到经济基本面，反弹将止步于 3 月。

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 1：2 月官方制造业 PMI 数据

指数名称	2011-12	2012-01	2012-2	较上月变化	持续期数
PMI 综合指数	50.3	50.5	51.0	0.5	2
生产量	53.4	53.6	53.8	0.2	3
新订单	49.8	50.4	51.0	0.6	3
出口订单	48.6	46.9	51.1	4.2	1
积压订单	46.6	43.2	49.4	6.2	1
产成品库存	50.6	48	50.5	2.5	1
采购量	50.9	50.2	53.6	3.4	1
进口	49.1	46.9	50.8	3.9	1
购进价格	47.1	50	54	4	3

原材料库存	48.3	49.7	48.8	-0.9	1
从业人员	48.7	47.1	49.5	2.4	1
供应商配送时间	50.1	49.7	50.3	0.6	1

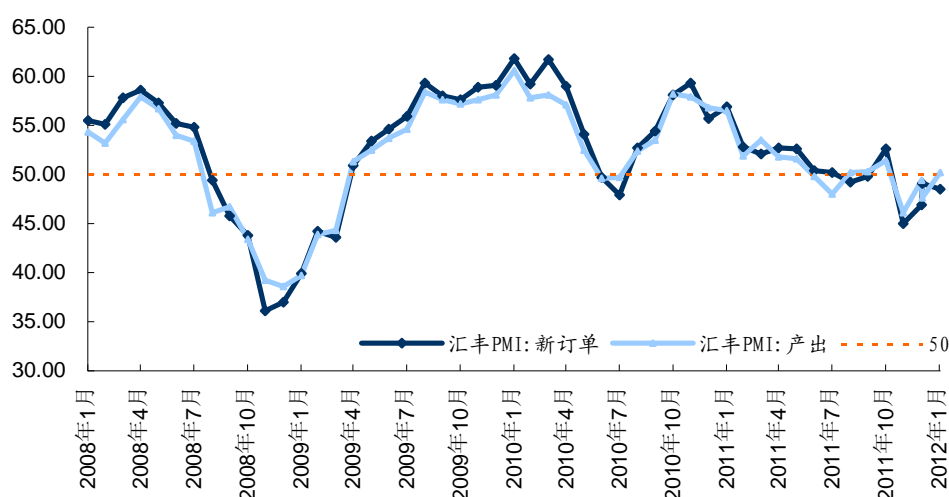
资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

1.2 中小企业仍面临较大生存压力

2月汇丰制造业49.6，较上月上涨0.8。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继续向下。

从分项指数的变化趋势上来看，产出指数由47.6大幅上涨至50.2，新订单指数由上月的49.1降至48.5。表明节后生产的恢复对PMI的回升贡献较大，而新订单指数继续下降表明企业对未来的需求较为悲观。

图 2：汇丰制造业 PMI 新订单与产出指数走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

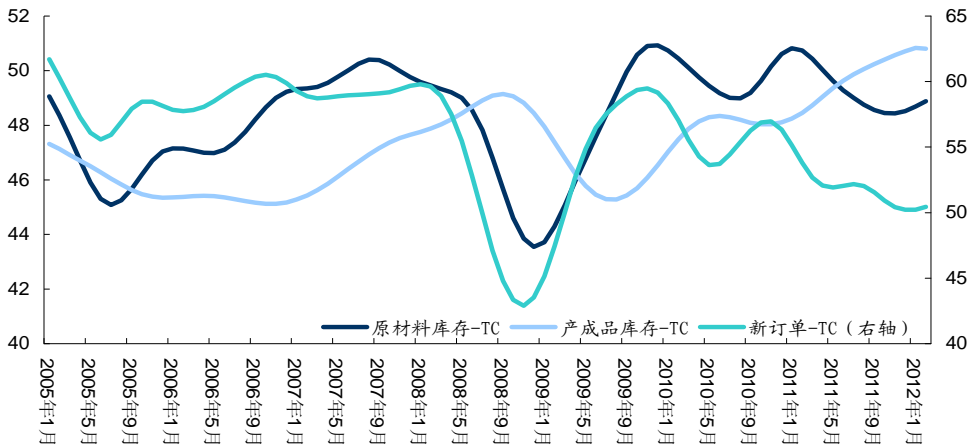
二、PMI 库存周期：验证年初短周期上升

从我们所构建的由 PMI 中三个分项指标反映了周期变化来看，当新订单的趋势项向上，并在原材料库存趋势向上得到确认，同时产成品库存走势回落，这三个条件同时达到时，股市往往有比较好的表现。其背后的逻辑在于，新订单上行反映未来需求较好，原材料库存上行表现企业家在预见未来需求较好的情况下，采取了切实的行动来补充原材料以备后续生产之用，而与工业库存周期中的库存数据一样，产成品库存指数趋势向下反映了当前需求较好，消化了一定的库存。

将最新的 PMI 数据进行季调，我们发现 2 月的三指标的变化趋势符合我们前面所讲到判断股市景气的条件。验证了我们此前对基于短周期在一季度初环比改善，看好一季度初期市场的判断一致。但是对于下月的制造业 PMI 来讲，我们认为再次进入小周期衰退的概率较大。这一点能够从从未剔除季节性因素前的数据变化中看到一些迹象，2 月的原材料库存与产成品库存的变化方向均发生了变化，原材料库存由上月的上升转为下降，产成品库存则由下降

转为上升。三指标变化趋势所反映的景气状况在下月延续的概率较低。

图 3: 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

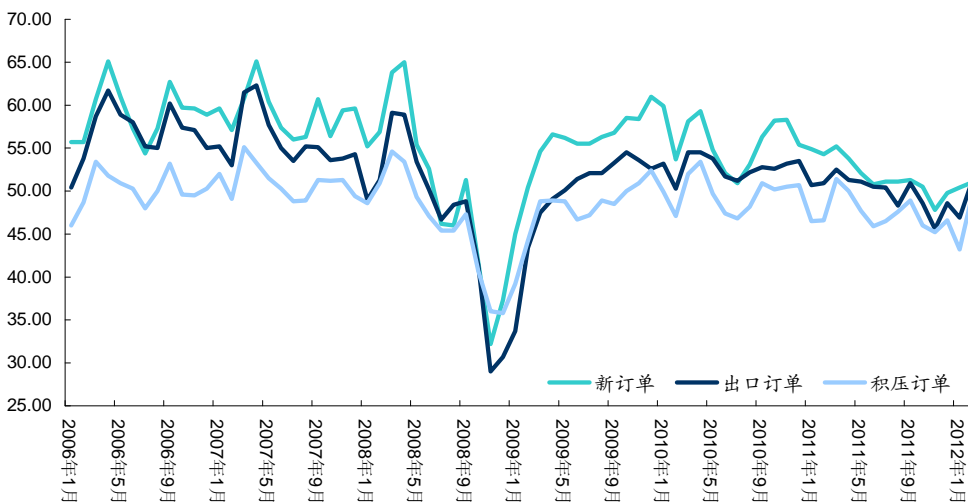
三、PMI 分项指数：外需回升，价格压力制约政策空间

3.1 新订单指数回升，外需环比回升较快

与 1 月需求呈现为“内热外冷”的局面不同，随着国内春节的结束以及海外经济复苏迹象日益明显，从 2 月的内外需求状况与 1 月相反。

出口订单指数大幅由上个月的 46.9 上涨至 51.1，出口环比回升明显。而新订单指数本身包含内需与外需两方面的综合情况，因此回升的出口订单预期也对新订单指数的回升有一定的正面影响。所以国内需求环比回升的实际情况比 50.4 至 51 的微弱上涨更弱。上月中旬，我们对多地的汽车与机械行业进行了调研，普遍反映今年的节后开工状况较往年滞后，这在一定程度上与我们从 PMI 分项数据上看到的国内需求状况一致。

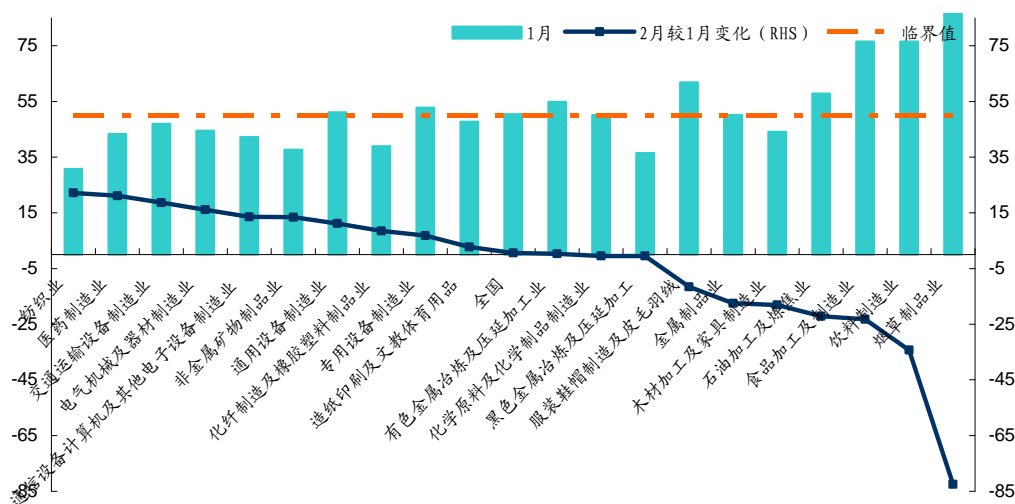
图 4: PMI 新订单、出口订单与积压订单指数趋势



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，上月指数大幅度回升的消费类行业的最新 PMI 新订单指数均出现了较为明显的下滑，包括烟草制造业、饮料制造业、食品加工及制造业等。而上月新订单指数在 50 以下，即新订单较 12 月回落的行业，其最新 PMI 新订单指数有所回升，但大多仍在 50 以下，即反映了未来需求的下行在变得更加缓慢，而并没有看到。其中，纺织业、医药制造业、交运设备制造业、电气机械器材制造业、通信设备计算机及其它电子设备制造业的新订单回升较多。

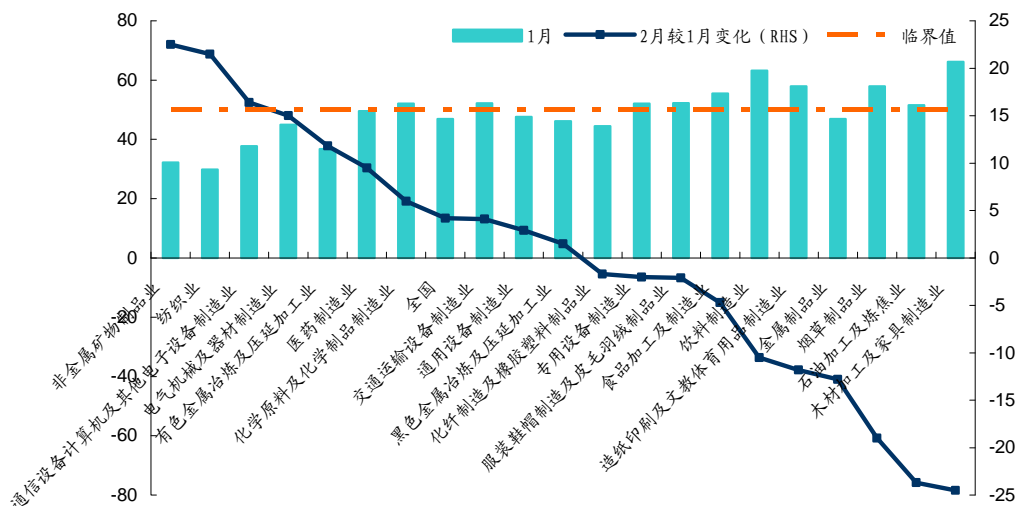
图 5: PMI 新订单指数的分行业变化



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

PMI 出口订单指数为 46.9, 最新数值为 51.1, 上涨 4.2。一方面, 节后出口恢复有季节性因素; 另一方面, 美国经济复苏预期进一步转暖, 企业家对海外需求增长的预期较高。

图 6: PMI 出口订单的分行业变化



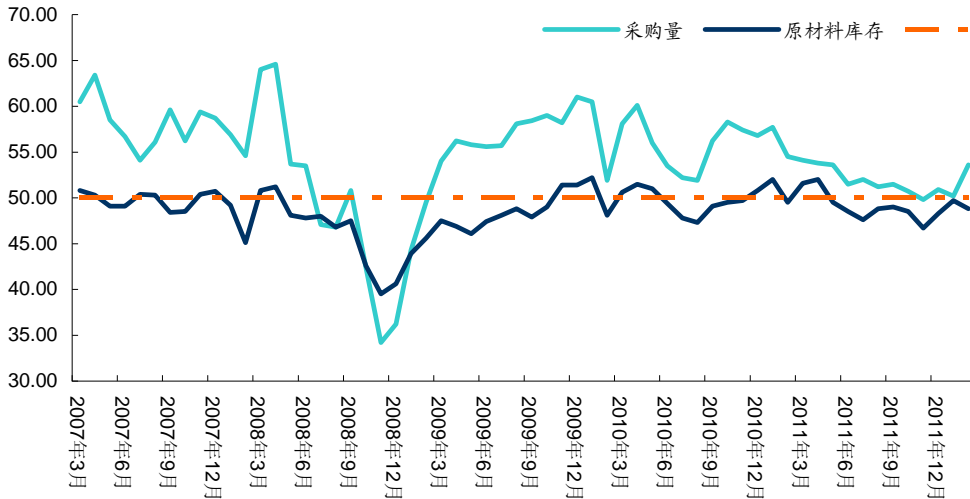
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

3.2 采购量指数上涨, 原材料库存回落

最新的 PMI 采购量指数由上月的 50.2 升 53.6, 制造业企业的采购意愿有所回升, 在新订单

指数回升的预期下企业有增加采购的意愿；原材料库存由 49.7 升至 48.8，企业补充原材料库存以扩大后期生产的动力不强。

图 7：采购量、原材料库存指数趋势



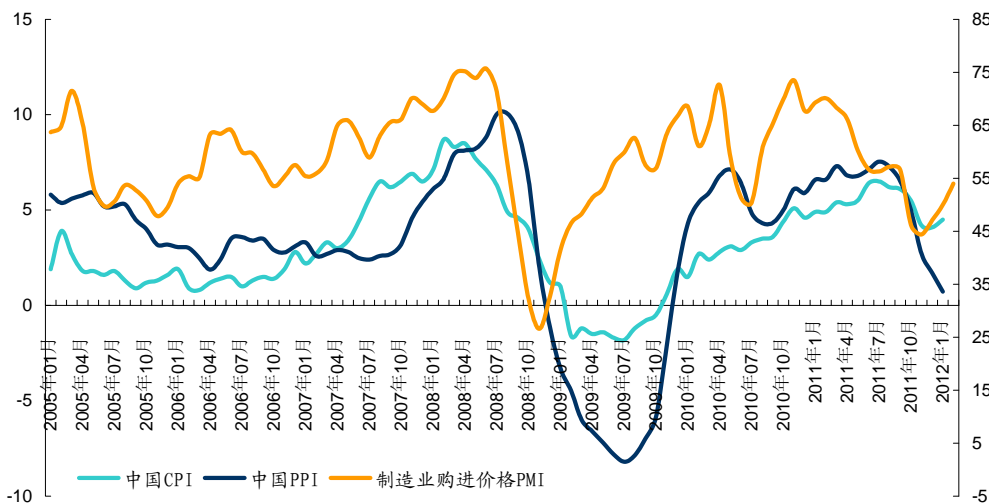
资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

3.3 购进价格指数大幅反弹，价格压力制约政策放松空间

2月 PMI 购进价格指数大幅上涨 4 个百分点，为 54，表明 2 月企业家预期价格上行。一方面，近期国际大宗商品价格持续上涨，引致输入性通胀压力加大。另一方面，季节性的价格上涨已经体现在上月的 CPI 同比中，1 月 CPI 同比出现反弹，为 4.5%。可见，工业链条与消费链条上均存在价格上涨的压力。

在当前的经济减速中，市场开始预期政策放松以保经济，但其前提为不存在通胀压力。而从领先指标 PMI 的购进价格指数大幅上涨来看，价格在未来较长一段时间内仍将是政策所需考查的核心变量之一。考虑到通胀势头再次燃起的风险，政策在这里大规模放松的概率较低。

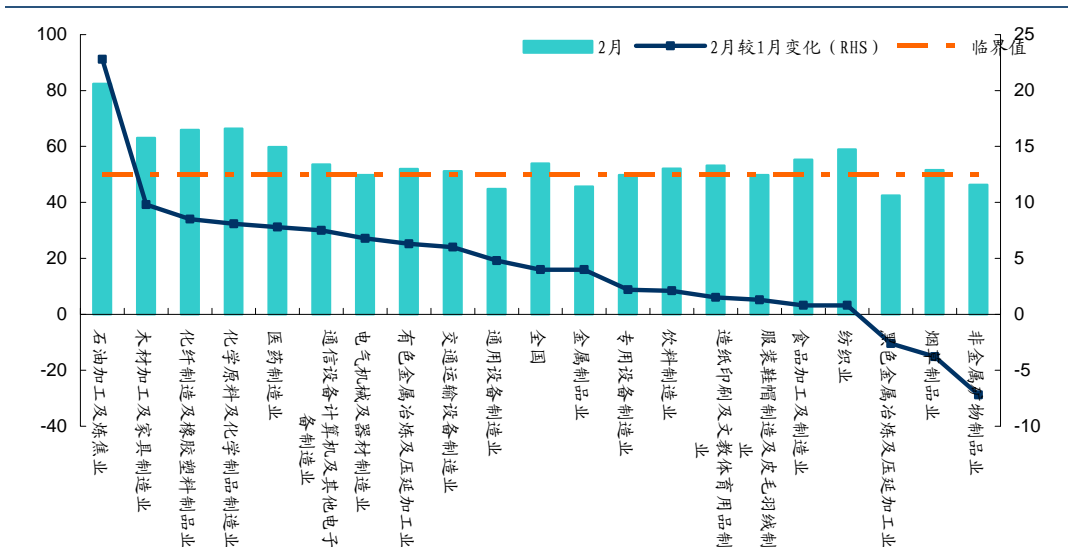
图 8：PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

行业上，除非金属矿物制品业、烟草制品业、黑色金属冶炼及压延加工业的 PMI 购进价格指数有所回落之外，其它行业的购进价格指数均呈现不同幅度的上涨。其中，石油化工链条上的行业购进价格指数上涨最多，包括石油加工及炼焦业、化纤加工及橡胶制造业、化学原料及化学制品制造业等。

图 9: PMI 购进价格指数的变化趋势



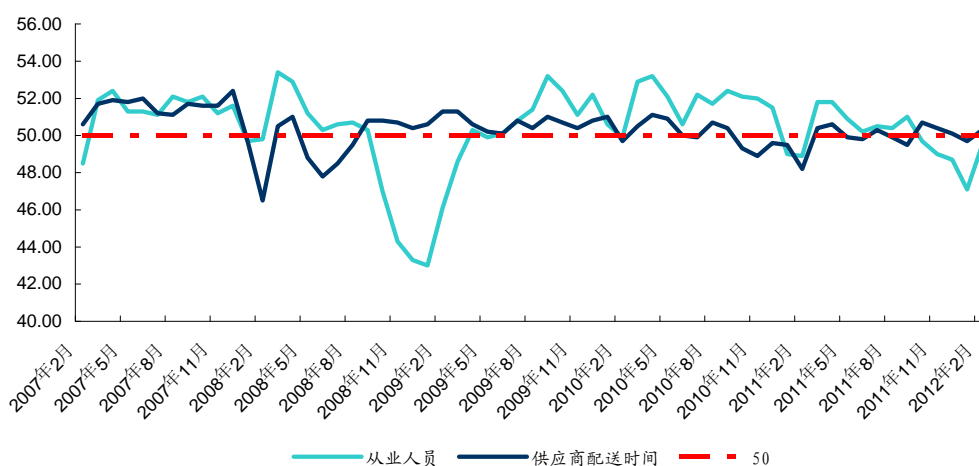
资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

3.4 供应商配送时间上涨，物流配送活跃度下降

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 47.1 升至 49.5，仍在 50 以下。

供应商配送时间回升至 50.3，表明当前配送环节的效率在降低，这与从其它分项指标得出的需求较弱是一致的。

图 10: 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

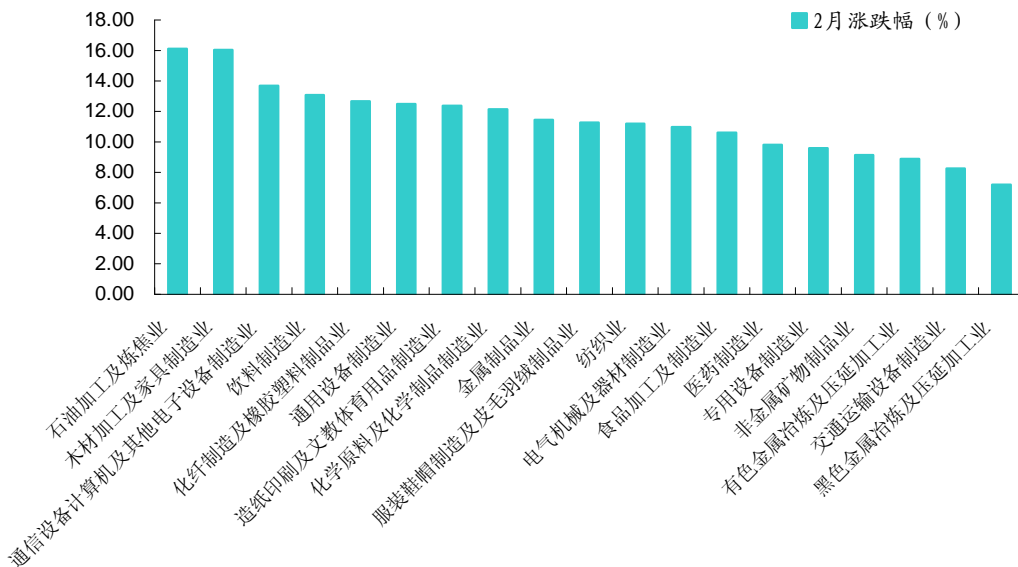
四、对上月基于 PMI 的行业比较结论的回顾

在上期的报告中，我们以 1 月的 PMI 对 2 月的板块月度涨跌进行了预测。最后，我们统计得 2 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可以关注。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景气下行明显。

从各板块的实际涨跌情况来看，1 月已经有明显上涨的有色金属冶炼及压延制造业虽延续上涨，但涨幅相对不高，化学原料及化学制品业涨幅居前。景气下行的行业中，交通运输设备制造业、纺织业、电气机械及器材制造业涨幅居后；通信设备计算机及其他电子设备制造业涨幅居前。

图 11：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 2 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 2 月 PMI 对 3 月行业景气度的判断

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

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，包括交通运输设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、纺织业；

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。包括金属制品业、石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及压延加工业、造纸印刷及文教体育用品制造业。

5.2 非周期性制造业行业的 PMI 分项指标解析

医药制造业

行业制造业 PMI 综合指数由上月的 44.8 升至 59.7，行业景气度大幅提升。其中，反映未来需求的新订单分项由上月的 43.3 升至 64.5，企业家对需求增长的预期非常乐观，反映企业家生产意愿的原材料库存指数由 42.8 升至 53.8，企业增加原材料采购以备后续生产需要。产成品库存指数同样有较大上涨，最新数值为 62，但仍小于当期生产量指标 66.6。综合各分项指标来看，医药制造业行业景气度较高。

食品加工及制造业

12月与1月，食品加工及制造业景气度较高，PMI综合指数分别为59.1和61.9。各分项也同样表现良好，反映春节消费需求对行业的拉动作用。而进入2月后，行业基本回归平稳，PMI综合指数为52.6，分项上，生产量指数为51.7，新订单指数为53.3。

饮料制造业

与食品加工及制造业较为类似的是，饮料制造业也面临着从前两个月的高景气回落的过程，但其景气回落程度更深。PMI综合指数由上月的66.4降至43.6。同时，生产量由79.8降至44.5，新订单指数由上月的76.5降至42.2。并且从原材料库存指数47.5来看，企业家未来短期扩张生产的意愿并不强烈。

5.3 基于PMI的行业配置建议

综合对于周期性行业的景气度“四象限分析法”与针对非周期性行业的分项指标综合分析方法的结论，我们认为以下行业在3月的表现值得关注：交通运输设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、纺织业，以及非周期性行业中的医药制造业。

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。
