

2013年1月3日



中国经济

景气临近短期拐点，反转是行业间唯一主题——评 12 月制造业 PMI 数据

数据点评

- ◆ 季调后，物流业协会发布的 12 月制造业 PMI 数据相比 11 月小幅下滑。结合小幅下降的宏观经济景气领先指数，可以判断经济景气似乎临近向下的拐点。
- ◆ 分行业 PMI 数据显示，行业的周期性、对出口敏感度、以及主动补库存行为与行业景气度变化都没有相关性。“强者走弱”的反转是行业中的唯一主题。

分析师：

徐高

010-56513082

gaoxu@ebscn.com

执业证书编号：

S0930512080004

联系人：

王艺伟

010-56513193

wangyw@ebscn.com

制造业总体状况

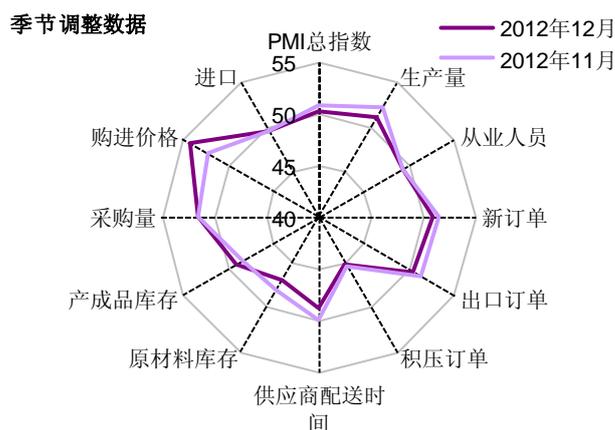
制造业 PMI 季调后相对上月小幅下降。中国物流与采购联合会 1 月 1 日发布的制造业 PMI 数据显示，12 月数字与上个月持平，仍为 50.6%。但在季节调整后，指数较上月略有下降，由 50.8% 下滑至 50.3%，不过仍然处于 50% 的扩张收缩临界线以上（图 1、表格 1）。分项数据中，除购进价格与产成品库存之外，其他分项指数在季调后均低于上个月，显示经济增长的动能小幅走弱。（图 2）。因此，虽然汇丰 PMI 在同月明显回升，我们也认为制造业的景气度不太强。

图 1. PMI 季调数据较上月略有下降



资料来源：CEIC

图 2. PMI 分项指标



资料来源：CEIC

表格 1. 物流业协会 PMI 数据

指标	12年1月	12年2月	12年3月	12年4月	12年5月	12年6月	12年7月	12年8月	12年9月	12年10月	12年11月	12年12月
光大季调数据												
PMI总指数	50.7	52.0	51.4	51.4	50.1	50.8	51.1	50.2	49.9	50.1	50.8	50.3
新订单	50.2	52.2	51.8	50.9	49.8	50.5	51.2	50.2	50.1	50.6	51.5	51.0
新出口订单	49.9	52.3	49.7	49.9	48.8	47.3	46.8	47.4	48.3	49.5	51.2	50.4
现有订货	45.6	50.4	47.1	45.6	43.4	45.1	44.0	45.5	45.1	44.3	45.4	45.1
生产	53.5	55.6	53.4	54.5	51.9	52.5	53.5	52.6	51.9	52.2	52.4	51.2
采购量	49.7	53.4	52.8	51.7	50.3	48.7	48.9	50.5	50.2	50.9	51.6	51.6
雇员	49.5	51.6	49.9	49.6	49.9	49.7	49.0	48.6	47.9	48.9	49.3	49.3
供应商配送时间	49.6	51.4	48.8	49.2	49.0	49.4	49.1	49.7	49.2	49.8	49.9	48.8
产成品库存	48.9	51.0	49.8	50.6	50.7	50.2	47.9	48.9	48.7	49.4	48.4	49.0
原材料库存	48.4	50.0	48.1	47.2	45.3	48.3	49.4	46.4	47.1	47.6	48.2	47.0
购进价格	48.2	51.5	51.5	50.7	45.5	44.6	44.0	46.6	50.5	55.5	52.3	54.3
进口	47.1	51.3	48.7	48.2	47.8	46.8	46.6	47.5	47.5	49.1	49.7	49.6
官方非季调数据												
PMI总指数	50.5	51.0	53.1	53.3	50.4	50.2	50.1	49.2	49.8	50.2	50.6	50.6
新订单	50.4	51.0	55.1	54.5	49.8	49.2	49.0	48.7	49.8	50.4	51.2	51.2
新出口订单	46.9	51.1	51.9	52.2	50.4	47.5	46.6	46.6	48.8	49.3	50.2	50.0
现有订货	43.2	49.4	50.5	48.4	43.6	43.3	41.9	45.1	46.5	43.8	45.3	45.9
生产	53.6	53.8	55.2	57.2	52.9	52.0	51.8	50.9	51.3	52.1	52.5	52.0
采购量	50.2	53.6	54.8	54.4	50.8	46.9	46.8	48.8	49.8	51.2	51.4	52.1
雇员	47.1	49.5	51.0	51.0	50.5	49.7	49.5	49.1	48.9	49.2	48.7	49.0
供应商配送时间	49.7	50.3	48.9	49.6	49.0	49.1	49.0	50.0	49.5	50.1	49.9	48.8
产成品库存	48.0	50.5	50.8	49.5	52.2	52.3	48.0	48.2	47.9	48.1	48.8	49.4
原材料库存	49.7	48.8	49.5	48.5	45.1	48.2	48.5	45.1	47.0	47.3	47.9	47.3
购进价格	50.0	54.0	55.9	54.8	44.8	41.2	41.0	46.1	51.0	54.3	50.1	53.3
进口	46.9	50.8	51.5	50.5	48.1	46.5	45.0	47.0	47.7	48.4	48.5	49.0

数据来源：CEIC

新出口订单小幅回落,拉低总订单指数。12月季调后的新订单指数较11月下降0.4个百分点。这主要是新出口订单的小幅下行所致。我们估计国内新订单指数——用新订单和新出口订单的差异估算——基本与上月持平(图3)。

厂商主动补库存意愿减弱。PMI分项指数中有“原材料库存”与“产成品库存”两个指数。前者主要是企业主动选择的结果,而后者则更多的因销售的波动而被动变化。因此我们用PMI中“原材料库存”与“产成品库存”两个分项指数之差来衡量企业主动补库存的行为。这一指数显示,12月厂商的主动补库存意愿相对上月小幅下降(图4)。

图3. 新出口订单走弱,国内订单微幅回升



资料来源:CEIC

图4. 12月补库存行为并不明显



资料来源:CEIC

其他经济景气指数也结束了上升势头,开始小幅下行。统计局发布的宏观经济景气领先指数一向对经济形势有较好的领先性。这一指数的最新读数已经结束了连续3个月的上升势头,开始小幅下行(图5)。这一走势与PMI的小幅下行结合起来,显示从总量上来,经济景气已经接近一个向下拐点。

图5. 宏观经济景气指数与上月持平



资料来源:CEIC

行业筛选

强者走弱的反转是行业间唯一主题。我们从周期性、出口敏感度、补库存、以及动量/反转 4 个维度来梳理行业 PMI 数据。我们发现，12 月各行业 PMI 数据与各行业 Beta 系数（衡量行业周期性）、各行业总订单对出口订单的敏感性（衡量行业出口敏感度）、各行业原材料与产成品库存指数之差（衡量行业补库存力度）之间均无相关性（图 6 至图 8）。唯一较为显著的统计关系是：11 月景气度上升更多的那些行业，12 月景气度下降得更多——行业走势呈现“强者走弱”的反转状况（图 9）。这种行业的走势也显示制造业景气的短期拐点已经临近。

图 6. 周期性与行业景气变化无关

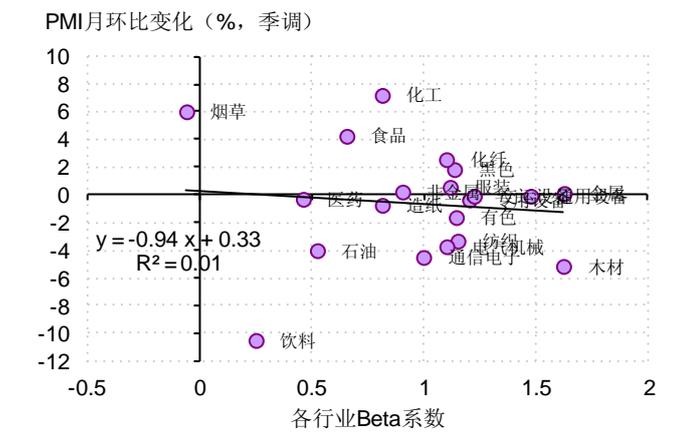


图 7. 出口敏感度与行业景气变化无关

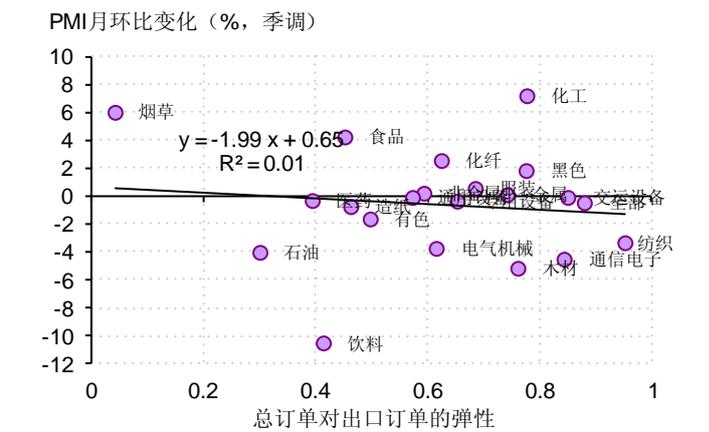


图 8. 主动补库存与行业景气变化无关

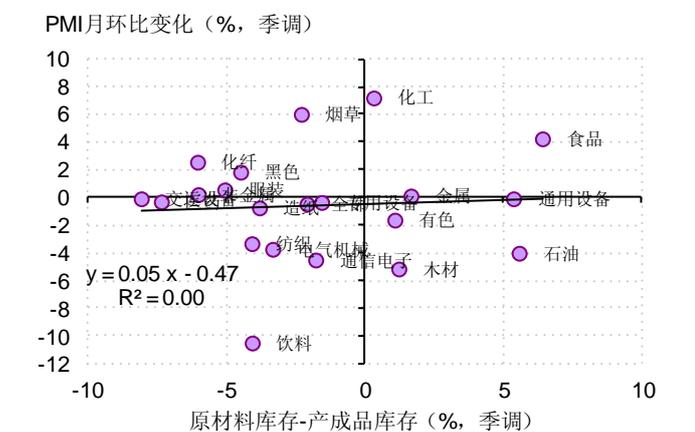
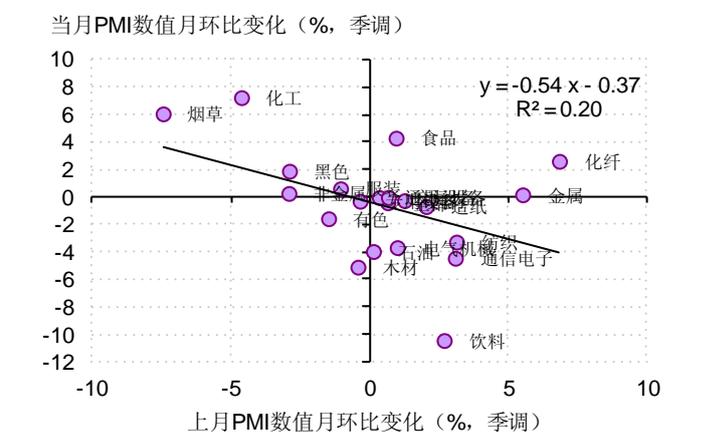


图 9. 反转是行业的主题



分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

王艺伟，北京大学中国经济研究中心经济学硕士，吉林大学经济学、理学双学士，2012年7月加入光大证券研究所，从事宏观研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebscn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebscn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lix1@ebscn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	-	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	-	jianghong1@ebscn.com
	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebscn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebscn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebscn.com
	顾超	021-22169485	-	guchao@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebscn.com