



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

8 月 PMI 显示经济处于库存周期的底部区域

2019 年 9 月 1 日

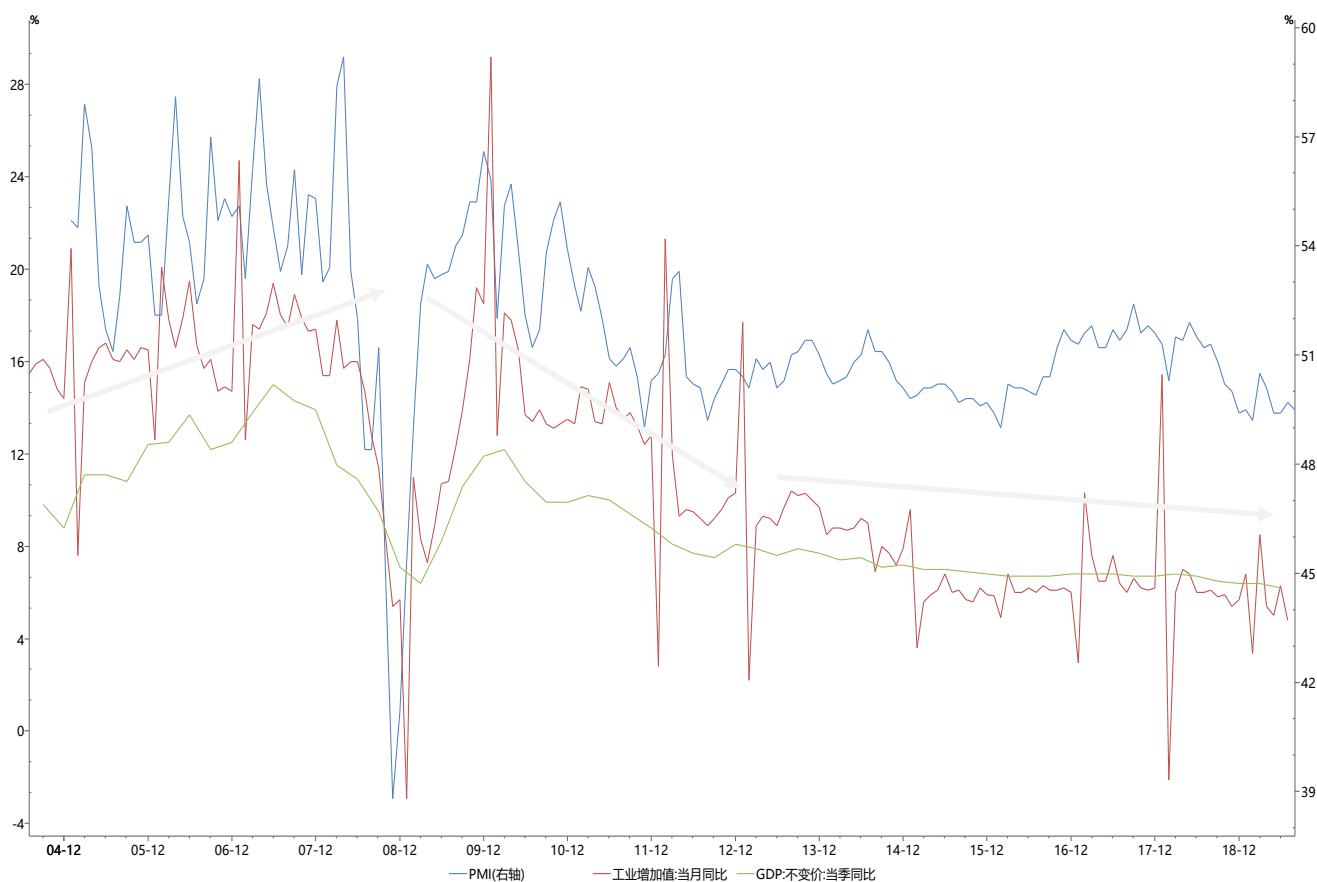
摘要:

- 8 月 PMI 为 49.5%，较上月小幅回落 0.2 个百分点。8 月 PMI 反映出工业生产的稳中趋弱的趋势，但 PMI 作为主观性的相对强弱指标，对于经济周期波动的反映则更为明显。从这一角度看，目前中国经济正处于经济周期的底部区域。
- 从 PMI 的角度看，8 月 49.5% 的 PMI，显然已处在较低水平；2012 年以来，仅比 2012 年 8 月的 49.2%、2016 年 1 月的 49.4% 和 2 月 49% 高。2016 年 1-2 月离 2012 年 8 月 40 个月左右，2016 年 3 月至今大约也在 40 个月左右。显示出的这两轮经济周期，属于是最短的库存周期的性质。
- 从 PPI 同比和库存、产成品同比看，两者自 17 年 10 月以来同时下滑的时间已达 20 个月，而上轮周期中两者自 14 年 8 月同时下滑至 16 年 2 月，也只有 17 个月时间。这从另一个侧面证明，目前的库存周期已接近底部区域，处在主动去库存的后期，我们预计至四季度就将进入需求增加、供给减少的被动去库存阶段。
- 如果以 PMI 中的新订单和出厂价格来代表需求，以产成品库存和原材料库存来代表供给，对于库存周期底部而言，最为明显的特征，就是两者的同时下降，并且价格接近于底部区域而库存处于中等水平。由于小微企业和私营企业的经营状况有所改善，目前以 PMI 构建的供求关系，直接影响企业利润，两者皆处在筑底回升的阶段。

一、PMI 对经济增长和经济周期的指向性作用

由于 PMI 是世界各国每月率先公布的经济指标，因而受到市场的广泛关注，成为工业生产的指向性指标。从 2005 年 1 月公布 PMI 指数以来，可以大致划分为四个阶段：一是 2005 至 2007 年的稳是趋强阶段，二是 2008 至 2009 年的 V 形反转阶段，三是 2010 至 2012 年的快速下滑阶段，四是 2013 年至今的稳中趋弱阶段。虽然 16-17 年间也有反复，但总体上看是稳中趋弱的走势（图 1 所示），表现在 GDP 同比上，就是从 2013 年一季度的 7.9% 下滑到今年二季度的 6.2%。

图 1 PMI 指数反映工业生产稳中趋弱的态势



数据来源：Wind

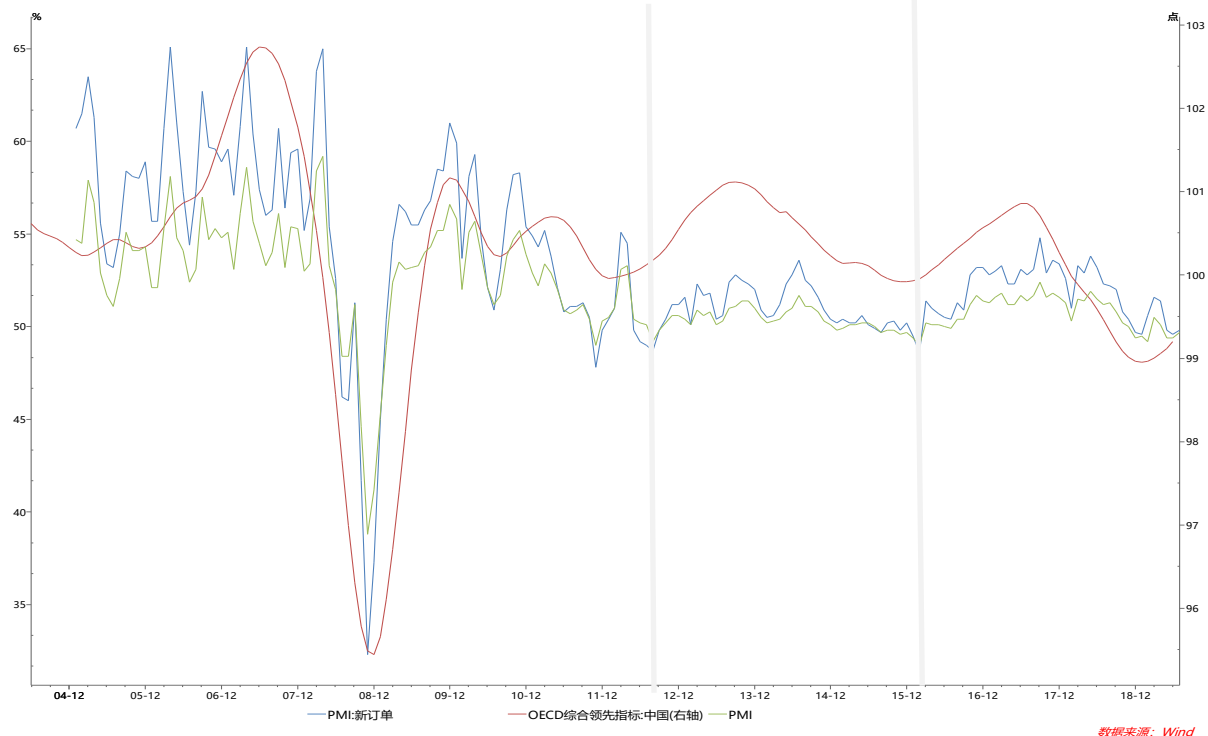
资料来源：WIND 第一创业整理

实际上，从世界主要经济体的发展历程看，从低收入到中收入再至高收入的过程中，经济增速的下滑是普遍现象。但经济增长代表着潜在 GDP 增速，经济周期则是实际 GDP 围绕着潜在 GDP 上下波动而形成。PMI 作为主观性的相对强弱指标，对于经济周期波动的反映则更为明显。从这一角度看，从 2012 年至今，我们经历了两轮经济周期，2012 年 8 月至 2015 年，以及 2016 年至今，时间长度差不多。从这一角度看，目前中国经济正处于经济周期的底部区域。在 2019 年，季度 GDP 同比在 6% 之上筑底的可能性极大。

从 PMI 的角度看，8 月 49.5% 的 PMI，显然已处在较低水平；2012 年以来，仅比 2012 年 8 月的 49.2%、2016 年 1 月的 49.4% 和 2 月 49% 高。2016 年 1-2 月离 2012 年 8 月 40 个月左右，2016

年 3 月至今大约也在 40 个月左右。图 2 显示出的这两轮经济周期，属于是最短的库存（基钦）周期的性质。

图 2 PMI 作为相对强弱的主观指标对经济周期的反映则更为明显



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

二、8 月 PMI 显示处于库存周期的底部区域

一个完整的库存周期，以价格代表需求、以库存代表供给，往往会包括四个阶段：被动去库存阶段价格上升中、库存下降，主动补库存阶段价格上升、库存上升，被动补库存阶段价格下降、库存上升以及主动去库存阶段价格下降、库存下降。如果以 PMI 中的新订单和出厂价格来代表需求，以产成品库存和原材料库存来代表供给（图 3 所示），对于**库存周期底部**而言，最为明显的特征，就是**两者的同时下降，并且价格接近于底部区域而库存处于中等水平**。8 月新订单 49.7% 较 7 月下降 0.1 个百分点，虽然离最低点 48.7% 虽然还有一段距离，但无疑已是处于底部区域；同样 46.7% 工业品出厂价格，较 7 月下降 0.2 个百分点，离 43.3% 也相差不远。从较 7 月上升 0.8 个百分点的 8 月 47.8% 的产成品库存，较 7 月下降 0.5 个百分点的 8 月 47.5% 的原材料库存看，都处在历史中等水平。从另一组 PPI 同比和库存、产成品同比看（图 4 所示），两者自 17 年 10 月以来同时下滑的时间已达 20 个月，而上轮周期中两者自 14 年 8 月同时下滑至 16 年 2 月，也只有 17 个月时间。这从另一个侧面证明，目前的库存周期已接近底部区域，处在主动去库存的后期，我们预计至四季度就将进入需求增加、供给减少的被动去库存阶段。

图3 PMI 中库存周期四阶段的对比

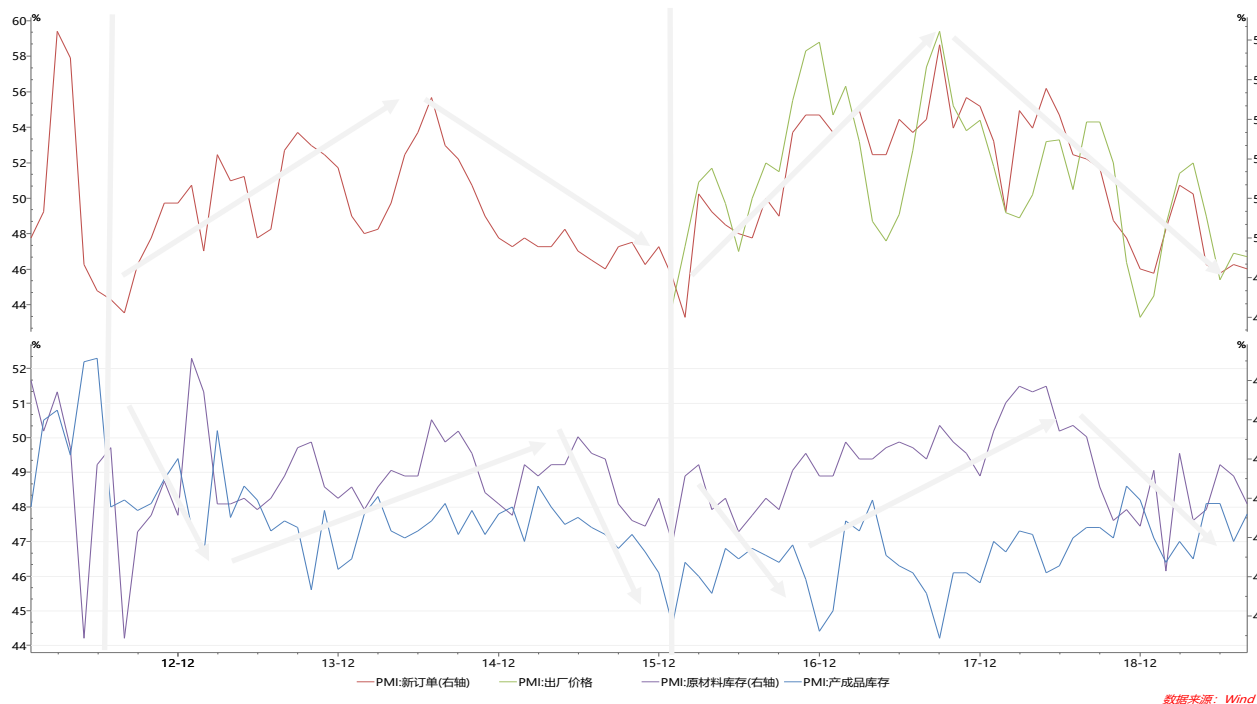
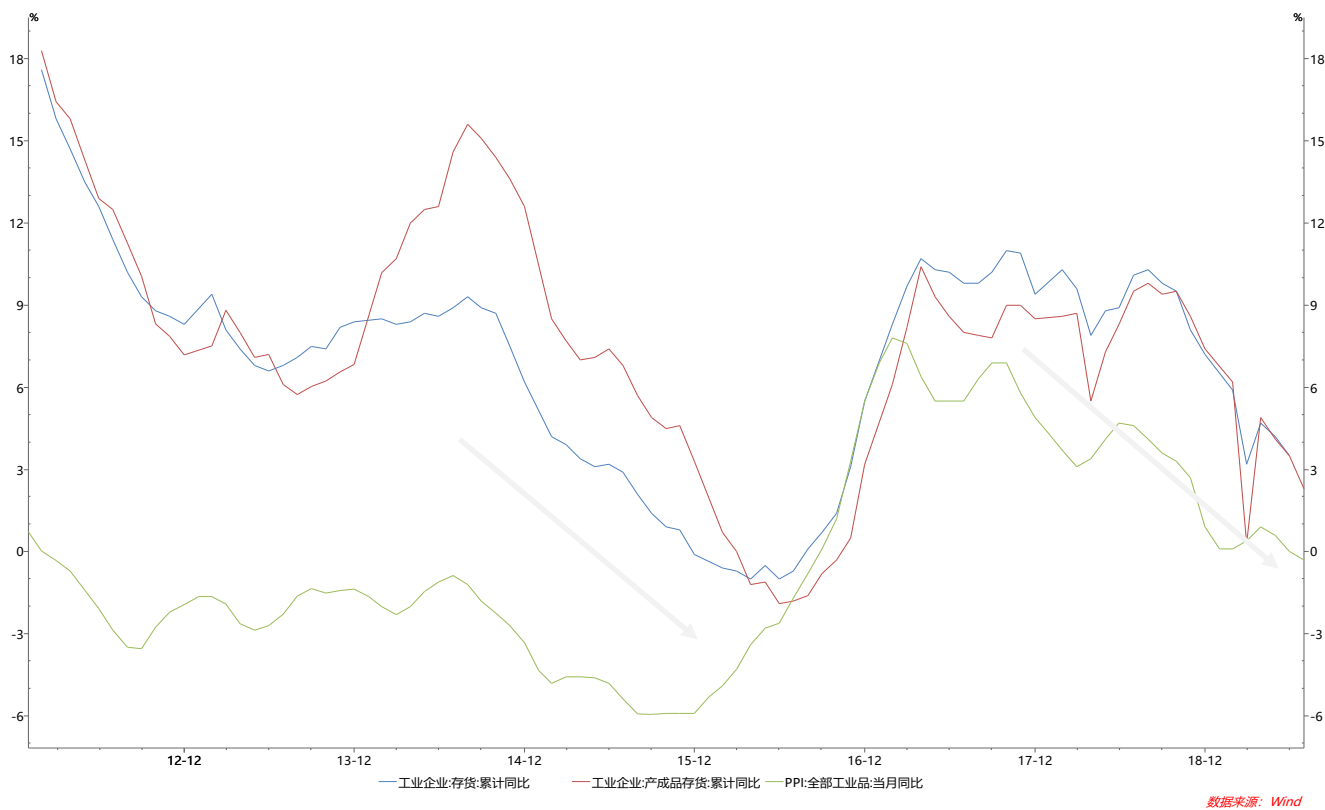


图4 以PPI同比和存货、产成品同比同时下滑

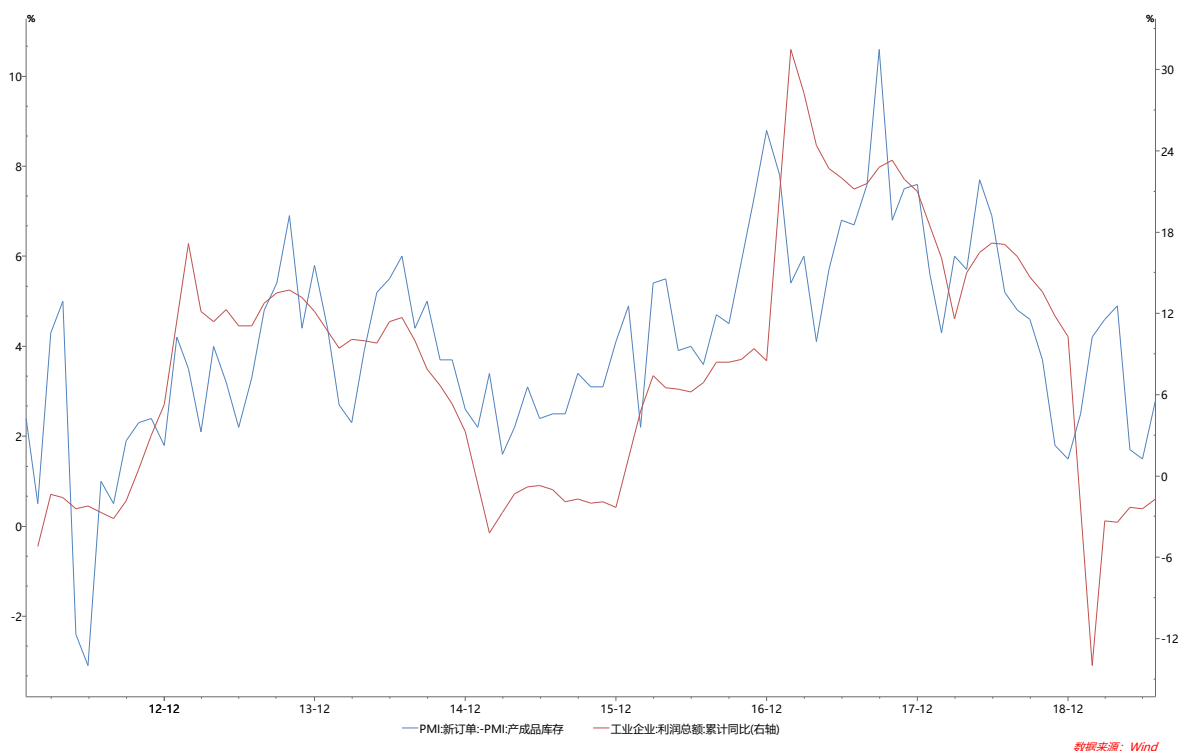


资料来源: WIND 第一创业整理

三、从 PMI 指数看企业利润

如果以 PMI 指数中的新订单来代表需求，以产成品库存来代表供给，以新订单减去产成品库存来代表供求关系（图 5 显示），19 年 8 月 PMI 中供求关系指数为 1.9%，比 7 月下降 0.9 个百分点，但要比 5 月的 1.7% 和 6 月的 1.5% 要高。从今年以来工业企业利润的累计同比增速看，从年初以来是逐月回升的，从 1-2 月的 -14% 回升到 1-7 月 -1.7%。特别是 7 月全国规模以上工业企业利润总额由 6 月的 -3.1% 上升到 2.6%，而石化、电气机械和汽车是拉动企业利润增速由负转正的主要行业。7 月装备制造业利润增速由负转正，由 6 月的 -1.1% 上升为 4.8%；消费品制造业的同比增速明显加快，由 6 月的 3.9% 上升为 10%。

图 5 从 PMI 中的供求关系看企业利润皆有见底回升迹象



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10377

