

步入主动去库存和通缩周期，政策托底 ——点评 1 月 PMI 数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/1/31

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

✉ sunwanying@evergrande.com

联系人：华炎雪

✉ huayanxue@evergrande.com

事件：中国 1 月官方制造业 PMI 49.5，连续 2 个月低于荣枯线，预期 49.3，前值 49.4。非制造业 PMI 54.7，预期 53.8，前值 53.8。

解读：

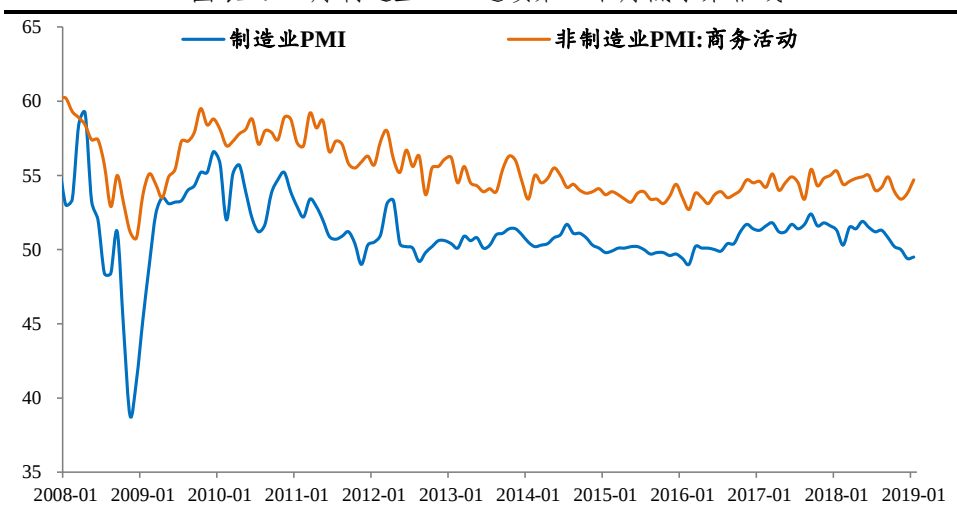
1、PMI 微升但仍连续 2 个月低于荣枯线，步入主动去库存和通缩周期，政策持续转暖

2018 年下半年以来，经济加快下行、物价加快回落，表明经济周期从滞胀转入通缩，企业主动去库存。中央提出“强化逆周期调节”“稳定总需求”，人民银行降准、财政部释放减税降费信号、发改委出台措施稳定汽车等消费，政策持续转暖。但制造业 PMI 以及中小型企业 PMI 仍低迷，政策生效尚需时日。

从经济周期运行看，当前处于：世界经济见顶回落、金融周期从去杠杆到稳杠杆、房地产周期调控尾声、主动去库存周期、产能新周期筑底、新政治周期。近期美国经济放缓，美国房地产周期、库存周期和产能周期均下行，金融市场动荡，美联储 1 月议息会议再度释放鸽派信号，对加息路径重申保持耐心，删除了进一步加息的相关表述，显示加息进程明确放缓，同时表示正在评估缩表计划，不希望缩表造成市场动荡。

1 月中国制造业 PMI 为 49.5%，较上月微升 0.1 个百分点，连续 2 个月低于荣枯线，是 2016 年 3 月以来的低点。回升主要是受生产略加快、原材料购进价格、出厂价格降幅缩窄的影响，产成品库存、采购量、新订单、生产活动经营预期继续下滑。总体来看，环保边际放松以及春节前的季节性需求旺季带动生产微升；当月原油和工业品价格上涨促使上游原材料库存和价格降幅缩窄，但价格同比仍将继续下滑，通缩风险依旧；新订单继续下滑，经济下行压力加大；建筑业依旧高位，基建托底；就业压力主要体现区域性和结构性特征。

图表1：1 月制造业 PMI 连续第二个月低于荣枯线



资料来源：Wind，恒大研究院

2、当前库存周期进入量价齐跌的主动去库存的衰退期，拖累经济

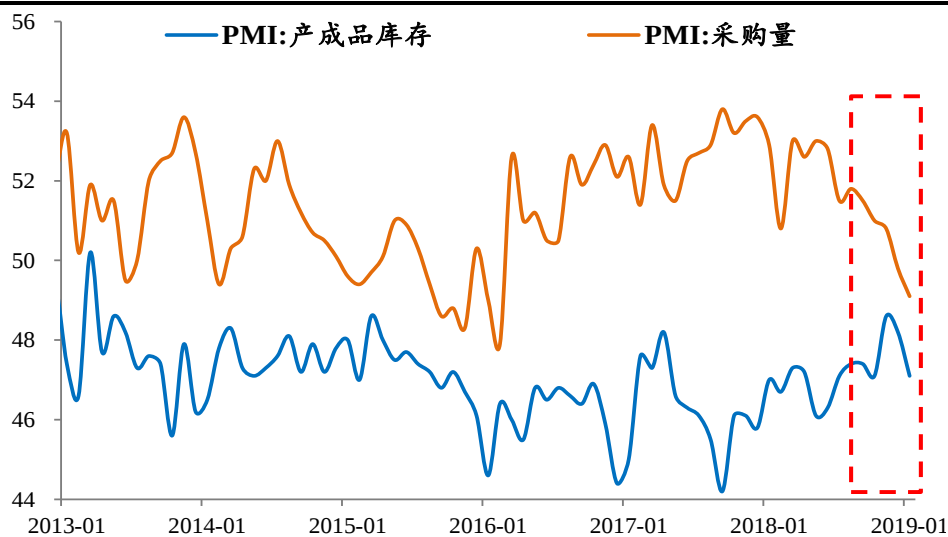
1 月产成品库存指数为 47.1%，较上月下降 1.1 个百分点，企业主动去库存。

从短期的库存周期看，1996 年以来我国已经历完整的五轮库存周期，当前处于第六轮库存周期的主动去库存阶段，呈现出量价齐跌的特征，拖累经济，预计至 2019 年 Q3。本轮周期运行：1) 2016Q1-2016Q2，被动

去库存，量跌价升，复苏；2) 2016Q3-2017Q2，量价齐升，繁荣阶段；3) 2017Q3-2018Q3，被动补库存，滞胀阶段；4) 2018Q4-2019Q3，内外需收缩，主动去库存，衰退阶段。根据历史经验，PPI 领先产成品库存约一个季度，我们预计 2019 年 PPI 在三季度末四季度初可能因政策对冲效果显现而见底回升，因此主动去库存可能延续至 2019Q3，2019Q4 可能转入被动去库存。

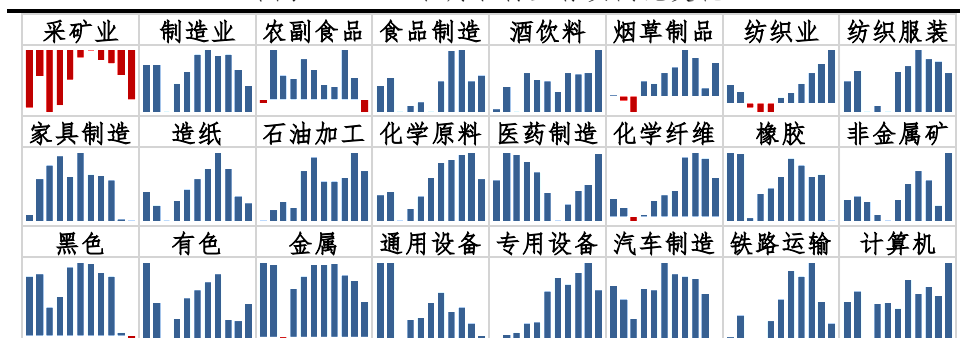
与以往的库存周期相比，本轮的特征：1) 从驱动力看，过往五轮是典型的需求驱动，比如加入 WTO 的出口需求、2009 年四万亿投资、2015 年刺激地产投资与汽车消费，需求带动价格上升，进而生产扩大，本轮驱动更多依赖供给侧因素，2015 年底供给侧改革推动价格上涨走出通缩；2) 从周期运行时间和幅度看，本轮幅度小，但需求弱导致迟迟难以迎来新一轮复苏周期，周期拉长。过去五轮库存周期分别为 2000.5-2002.10、2002.11-2006.5、2006.6-2009.8、2009.9-2013.8 和 2013.9-2016.6，分别历时 30、43、39、48 和 34 个月，平均为 39 个月，其中补库存 21 个月，去库存 18 个月。本轮补库存的需求力量整体偏弱，主动补库存的力度不强、时间短（9 个月），但因内外需持续疲软，被动补库存的时间长达 17 个月，主动去库存的时间也较以往更长。由于合意库存水平低，去库周期对经济的拖累相对较弱。3) 虽然前期过剩产能逐渐出清，资产负债表修复、企业盈利改善，但是较弱的库存周期难以转为产能投资，产能新周期筑底。4) 分行业看，工业大部分行业已进入主动去库存，但是计算机、烟酒饮料、非金属矿物质、纺织业、医药制造业的库存同比依然向上。其中，计算机电子产品主要因为中美贸易战导致库存被动积压，烟酒饮料为春节季节性因素主动补库存。5) 当库存周期进入到被动补库存的阶段，逆周期的调节政策开始实施，以尽快减少主动去库存对经济的拖累。1031、1213 政治局会议和中央经济工作会议定调“强化逆周期调节”。

图表2：产成品库存和采购继续下行，企业主动去库存持续



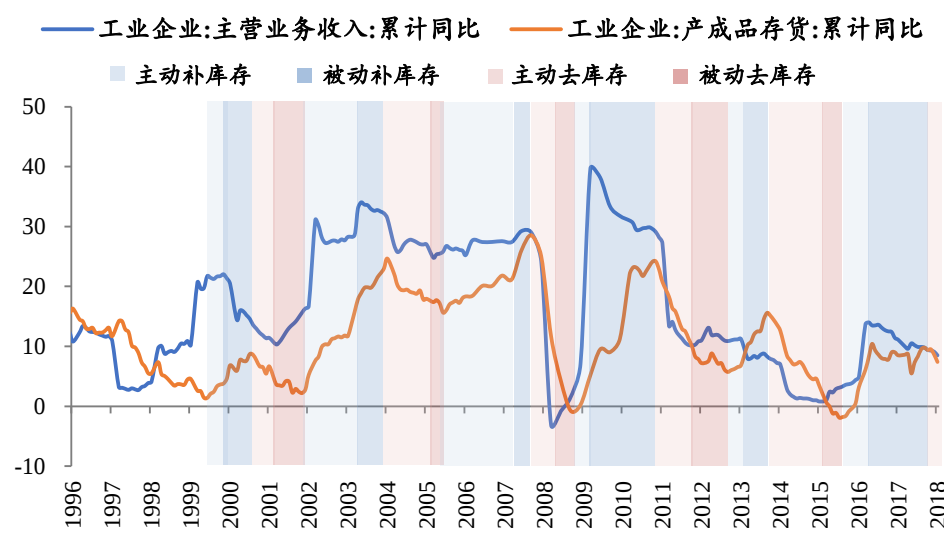
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：2018 各月各行业存货同比变化



资料来源：Wind，恒大研究院；注：不同行业非同一纵坐标轴

图表4：库存周期进入主动去库存阶段



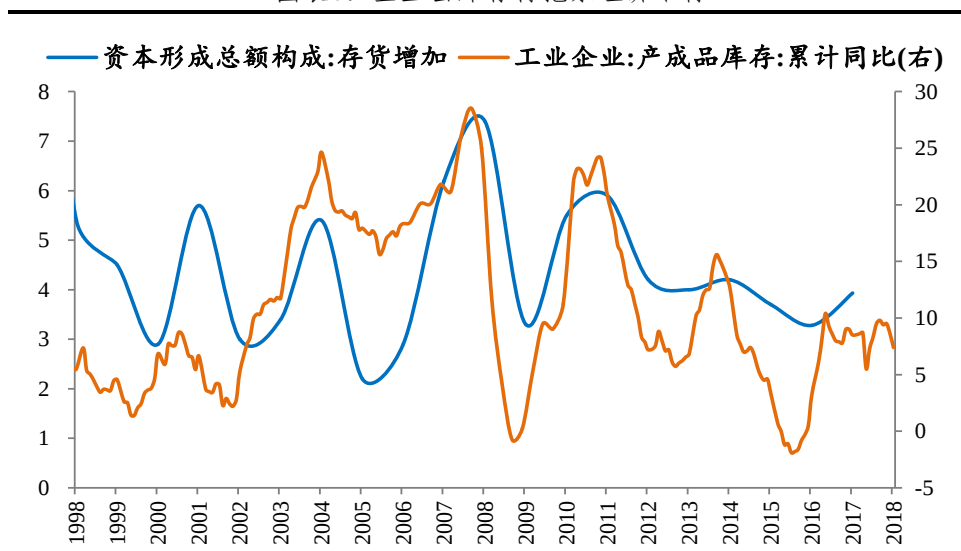
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：历史上的库存周期

库存周期	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存
第一轮 2000. 05- 2002. 10 29 个月	2000. 05-2000. 10 (5 个月)	2000. 10-2001. 06 (8 个月)	2001. 06-2002. 02 (8 个月)	2002. 02-2002. 10 (8 个月)
第二轮 2002. 10- 2006. 05 43 个月	2002. 10-2004. 04 (18 个月)	2004. 04-2004. 12 (8 个月)	2004. 12-2006. 02 (14 个月)	2006. 02-2006. 05 (3 个月)
第三轮 2006. 05- 2009. 08 39 个月	2006. 05-2008. 05 (24 个月)	2008. 05-2008. 08 (3 个月)	2008. 08-2009. 02 (6 个月)	2009. 02-2009. 08 (6 个月)
第四轮 2009. 08- 2013. 08, 48 个月	2009. 08-2010. 02 (6 个月)	2010. 02-2011. 10 (20 个月)	2011. 10-2012. 09 (11 个月)	2012. 09-2013. 08 (11 个月)
第五轮 2013. 08- 2016. 06, 34 个月	2013. 08-2013. 12 (4 个月)	2013. 12-2014. 08 (8 个月)	2014. 08-2015. 12 (16 个月)	2015. 12-2016. 06 (6 个月)
第六轮 2016. 06-	2016. 06-2017. 03 (9 个月)	2017. 03-2018. 08 (17 个月)		

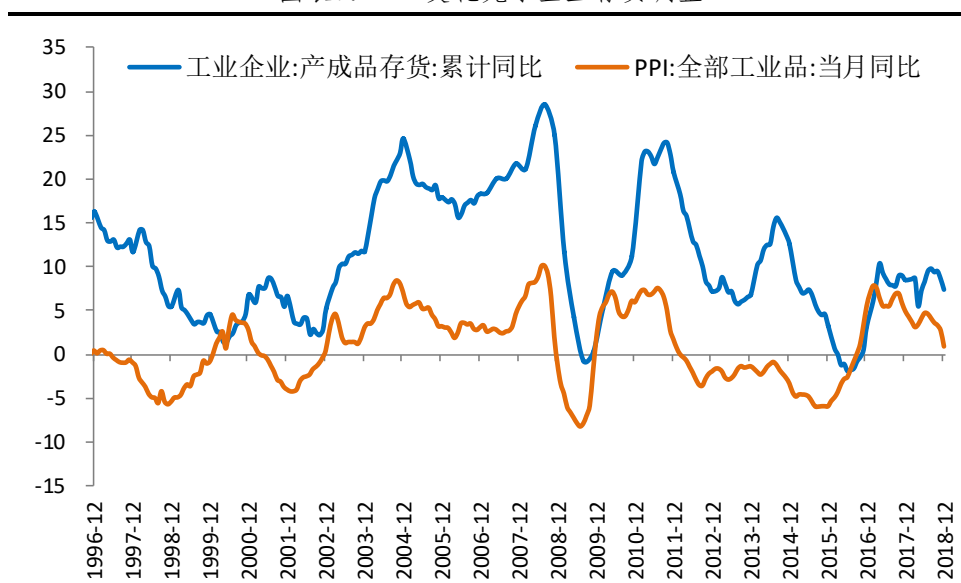
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：企业去库存将拖累经济下行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：PPI 变化先于企业存货调整



资料来源：Wind，恒大研究院

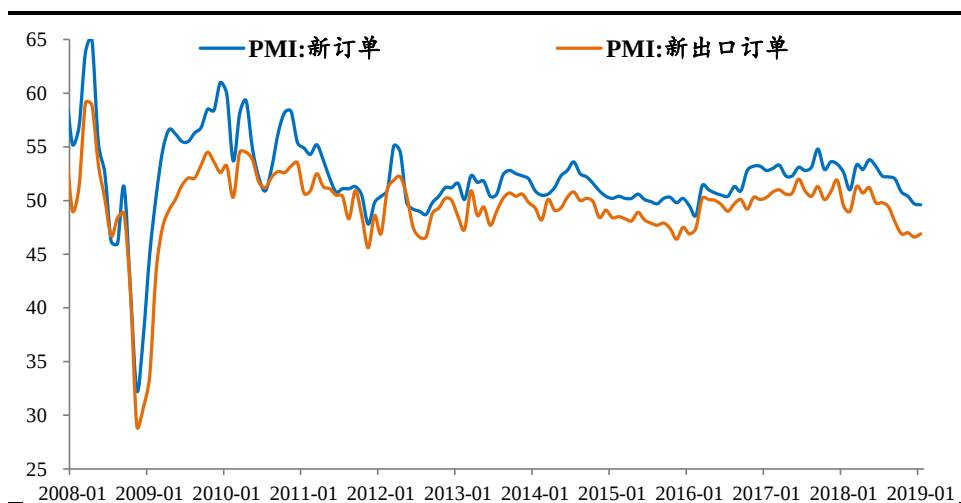
3、春节的季节性效应和环保边际放松带动生产略回暖，但内外需总体疲软态势难改，出口形势严峻

生产端，PMI 生产指数 50.9%，较上月回升 0.1 个百分点，此前连续 7 个月下滑，本月略上升主要是环保限产边际放松和春节前季节性需求带动。2019 年 1 月高炉开工率明显高于 2018 年 1 月，2019 年春节在 2 月初，需求和生产集中体现在 1 月。生产经营预期指数为 52.5%，较上月下滑 0.2 个百分点，创 2016 年 1 月以来新低，预期和信心不足。

需求端，新订单指数为 49.6%，较上月下跌 0.1 个百分点，为 2016 年 2 月以来的低点，连续 2 个月低于荣枯线。进口指数 47.1%，较上月回升 1.2 个百分点，原因一是节日效应提振，二是中美贸易谈判前期达成的部分进口措施或已逐步落地。但进口指数已是连续 7 个月在 50% 以下，需求依旧低迷。

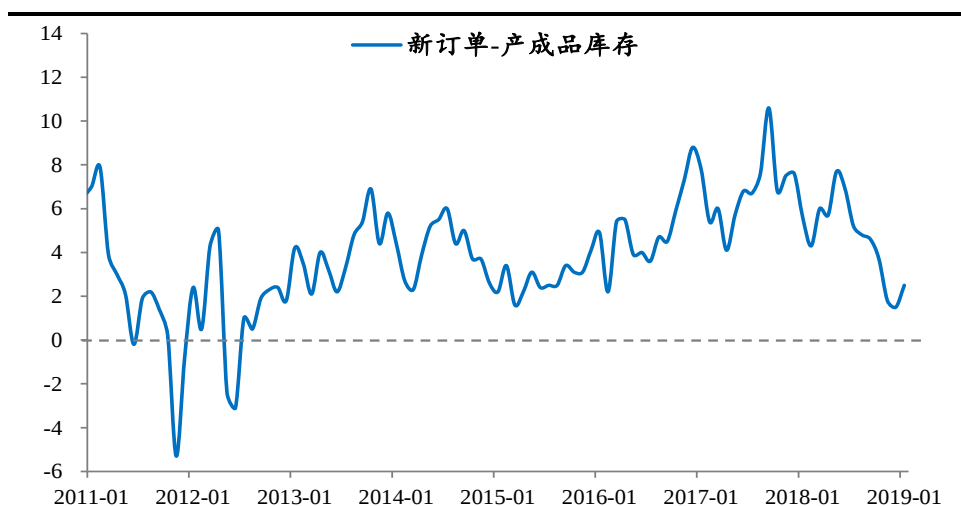
新出口订单指数 46.9%，较上月回升 0.3 个百分点，已是连续 8 个月低于临界点，出口形势严峻。一是由于前期抢出口透支需求；二是全球经济下行。12 月全球制造业和欧元区 PMI 分别为 51.5% 和 50.5%，较上月下滑 0.5 和 0.9 个百分点，其中欧元区 PMI 创 2014 年 11 月以来新低。欧元区、日本、韩国和中国台湾出口同比明显下滑。

图表8：1月新订单创2016年2月以来新低



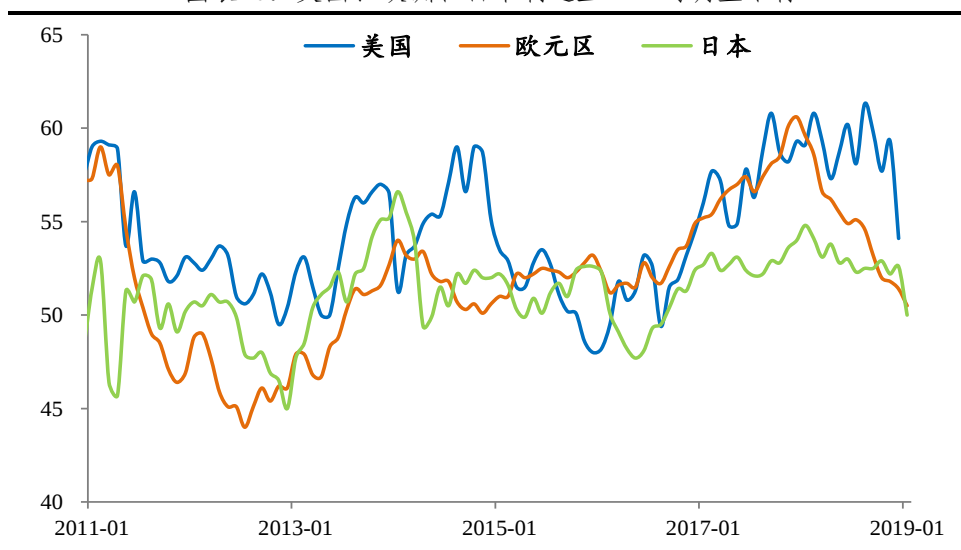
资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：经济动能指标（新订单-产成品库存）略回升

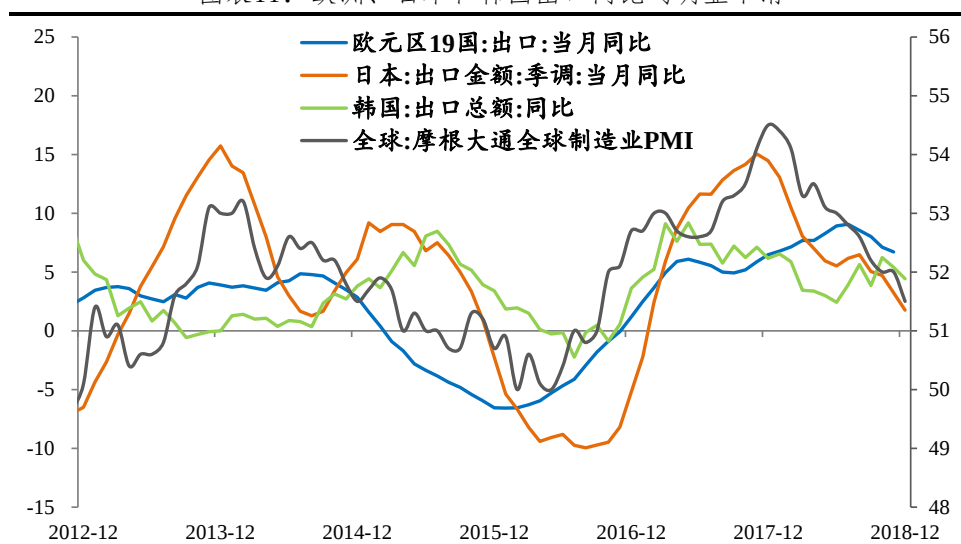


资料来源：Wind，恒大研究院

图表10：美国、欧洲和日本制造业 PMI 均明显下行



图表11：欧洲、日本和韩国出口同比均明显下滑



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_14364

