

如何看待 PMI 发出的不同信号

摘要

11 月中采制造业 PMI 出现超预期回升，时隔 6 个月再度回升到荣枯线以上，恢复到与财新 PMI 同样的趋势中。分项数据显示供需改善，呈现出经济企稳回升态势。但与此同时库存分项指数回落、工业品价格指数小幅下滑却给出不同信号，对解读数据形成困难。如果经济回升，供需改善，企业被动去库，理应工业品价格是回升的；但如果经济偏弱，却无法解释供需指数改善。我们观察高频数据与不同行业价格数据情况可以看到，工业品价格回落主要在 10 月下旬和 11 月上旬，11 月中下旬工业品价格开始回升，而回落的主要行业为化工、农业加工品等行业，水泥、钢铁等周期中较为领先的行业价格持续回升。因而，我们相信经济企稳回升，企业被动去库存，工业品价格逐步企稳回升更可能是当前经济的状况。在全球经济短期企稳，国内房地产强韧，基建投资增速小幅回升情况下，无需对当前经济过度悲观，经济将在未来一两个季度出现阶段性企稳回升。

风险提示：政策调整超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

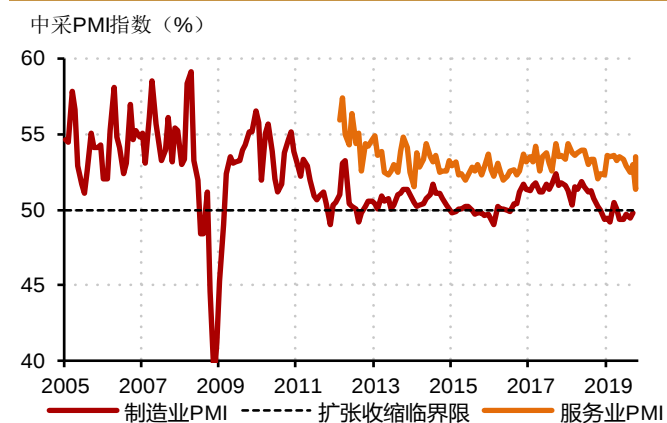
相关研究

1. 企业盈利低点已现，未来几个月将触底回升 (2019-11-27)
2. 美国 2020 年或有一轮弱补库——全球央行追踪第 14 期 (2019-11-24)
3. 央行呵护流动性，稳增长依然有必要 (2019-11-24)
4. 普查调整 GDP 数据，增长任务压力会因此减轻吗？ (2019-11-23)
5. 从央行角度来理解本次 OMO 利率下调 (2019-11-18)
6. 央行稳定市场预期，经济延续企稳态势 (2019-11-17)
7. 稳定预期，调整结构——2019 年 3 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-11-17)
8. 数据短期有扰动，经济依然在企稳 (2019-11-15)
9. 实体融资小月更应该看结构 (2019-11-12)
10. 供需保持平稳，通胀压力边际缓和 (2019-11-10)

统计局公布数据显示企业景气度开始提升。11月中采制造业 PMI 较上月回升 0.9 个百分点至 50.2%，时隔半年后再度企稳回升，并重回荣枯线以上（图 1、表 1）。中采 PMI 恢复至与财新 PMI 同样的趋势中，再度验证财新 PMI 领先于中采 PMI。而非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月回升 1.6 个百分点，服务业景气度同样回升至 4 月以来的高点。各类企业景气度也均有所改善，大型、中型和小型企业景气度分别较上月回升 1、0.5 和 1.5 个百分点至 50.9%、49.5% 和 49.4%。企业景气度改善，预示着经济在逐步企稳。

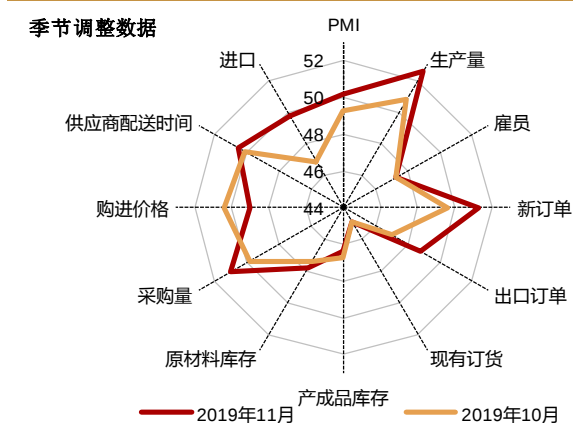
分项来看，中采 PMI 呈现供需回升态势。分项指数来看，11 月中采制造业 PMI 中生产指数回升 1.8 个百分点至 52.6%，这与高频数据显示的改善趋势一致。而新订单指数较上月大幅回升 1.7 个百分点至 51.3%，显示需求明显改善。其中新出口订单指数较上月回升 1.8 个百分点至 48.8%，这与全球经济短期企稳和贸易增速回升一致。分项指数显示供需同时回升，指向经济基本面改善。

图 1：企业景气度开始回升



数据来源：wind、西南证券整理

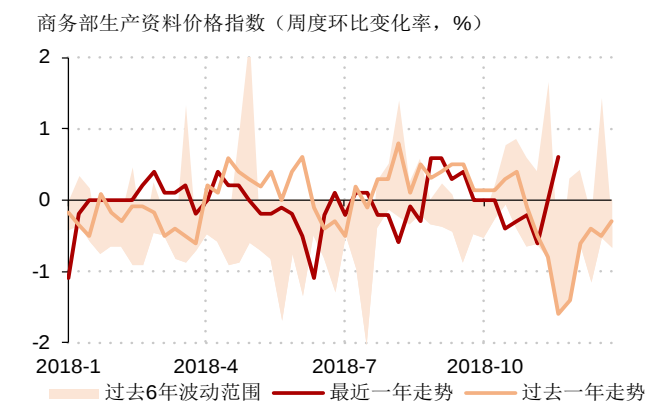
图 2：制造业 PMI 供需分项回升，库存和价格分项回落



数据来源：wind、西南证券整理

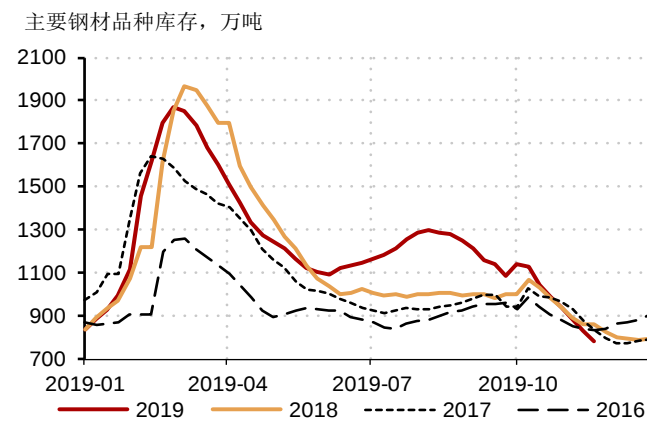
但供需回升的同时却出现了库存下降和工业品价格小幅回落。11 月主要原材料购进价格和出厂价格环比上月回落 1.4 和 0.7 个百分点至 49.0% 和 47.3%，显示工业品价格短期将小幅回落。这与高频数据显示的工业品价格在 11 月小幅回落一致，因而并非 PMI 统计数据问题。而产成品库存较上月下降 0.3 个百分点至 46.4%，显示企业继续处于去库存过程中，这同样与钢材等库存数据显示的库存下滑一致。

图 3：工业品价格 10 月下旬至 11 月上旬回落，但之后开始回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：钢材库存继续回落



数据来源：wind、西南证券整理

供需、价格、库存等分项指数给出的不同信号对解读 11 月 PMI 数据给出困难。供需回升显示经济改善，在企业生产没有需求增长快的情况下，库存被动去化，但这种情况下一般不会出现价格的下滑。但如果经济不好，企业主动去库，这虽然可以解释价格回落，但无法解释为何供需在回升。

要解释这种分歧，需要回到数据本身。从高频数据来看，工业品价格回落是 10 月下旬和 11 月上旬的事情，11 月中旬开始工业品价格已经开始再度回升，而库存水平继续下降，从高频数据走势来看，更为支持供需回升，企业被动去库，工业品价格将回升的结论。而从工业品价格变化结构来看，在周期领域较为领先的钢铁、水泥等价格持续上行，相对来说，下降幅度较大的集中在农业加工品、化工产品等领域，因而从走势上来看，同样支持供需回升，企业被动去库存，工业品价格回升的结论。

图 5：钢铁、水泥等周期领域较为领先的价格持续回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：部分化工品价格回落明显



数据来源：wind、西南证券整理

企业景气度改善，经济逐步企稳回升。11 月制造业数据显示经济景气度改善，虽然部分分项给出了具有分歧的信号，但结合高频数据给出的方向以及不同行业工业品价格变化来看，经济目前的状况更多可能是供需回升、企业被动去库存、工业品价格企稳回升的格局。在全球主要央行转向宽松、全球利率下行推升房地产销售、耐用品消费等利率敏感部门企稳，以及工业品价格企稳驱动企业盈利修复并带动制造业景气度改善之后，全球经济将进入平稳阶段。而国内房地产继续保持韧性，稳增长政策发力下基建投资小幅回升，总需求逐步企稳回升。因而无需对未来经济过度悲观，经济将在未来一两个季度阶段性企稳回升。

表 1: PMI 情况

指标	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11
中采制造业PMI																
PMI总指数	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2
生产量	53.3	53.0	52.0	51.9	50.8	50.9	49.5	52.7	52.1	51.7	51.3	52.1	51.9	52.3	50.8	52.6
雇员	49.4	48.3	48.1	48.3	48.0	47.8	47.5	47.6	47.2	47.0	46.9	47.1	46.9	47.0	47.3	47.3
新订单	52.2	52.0	50.8	50.4	49.7	49.6	50.6	51.6	51.4	49.8	49.6	49.8	49.7	50.5	49.6	51.3
出口订单	49.4	48.0	46.9	47.0	46.6	46.9	45.2	47.1	49.2	46.5	46.3	46.9	47.2	48.2	47.0	48.8
现有订货	46.7	45.2	44.3	44.3	44.1	43.7	43.6	46.4	44.0	44.3	44.5	44.7	44.8	44.7	44.9	44.9
产成品库存	47.4	47.4	47.1	48.6	48.2	47.1	46.4	47.0	46.5	48.1	48.1	47.0	47.8	47.1	46.7	46.4
原材料库存	48.7	47.8	47.2	47.4	47.1	48.1	46.3	48.4	47.2	47.4	48.2	48.0	47.5	47.6	47.4	47.8
采购量	51.8	51.5	51.0	50.8	49.8	49.1	48.3	51.2	51.1	50.5	49.7	50.4	49.3	50.4	49.8	51.0
购进价格	58.7	59.8	58.0	50.3	44.8	46.3	51.9	53.5	53.1	51.8	49.0	50.7	48.6	52.2	50.4	49.0
供应商配送时间	49.6	49.7	49.5	50.3	50.4	50.1	49.8	50.2	49.9	50.9	50.2	50.1	50.3	50.5	50.1	50.5
进口	49.1	48.5	47.6	47.1	45.9	47.1	44.8	48.7	49.7	47.1	46.8	47.4	46.7	47.1	46.9	49.8
中采服务业PMI	53.4	53.4	52.1	52.4	52.3	53.6	53.5	53.6	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5	53.0	51.4	53.5
中采建筑业PMI	59.0	63.4	63.9	59.3	62.6	60.9	59.2	61.7	60.1	58.6	58.7	58.2	61.2	57.6	60.4	59.6
综合PMI产出指数	53.8	54.1	53.1	52.8	52.6	53.2	52.4	54.0	53.4	53.3	53.0	53.1	53.0	53.1	52.0	53.7
非制造业商务活动指数	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4
财新制造业PMI	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	

数据来源: Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_8700

