

这是一次少见的主动降库存

- 今年8月的PMI数据显示，我国经济景气仍处在收缩区间（景气度环比收缩）。在PMI各分项指标中，“产成品库存”指标的明显回落值得关注。
- 通常情况下，“产成品库存”下降反映了市场需求改善，是个好事。但当前PMI“新订单”和“产成品库存”双双偏低，很难用需求改善来解释产成品库存的下降。更合理的解释是，当前制造业企业主动降低了产成品库存。在这种少见现象的背后，是制造业企业弱得反常的预期。
- 随着制造业企业主动压降产成品库存，需求收缩有向预期转弱进一步传导的倾向，二者之间相互加强的恶性循环似乎正在冒头。解铃还须系铃人，化解经济风险要找主要矛盾。只有修好了地产这个增长引擎，我国才有可能化解需求收缩和预期转弱两方面的压力，从而更好应对美国货币政策紧缩、全球经济步入衰退带来的冲击。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

制造业采购经理人指数（简称 PMI）是一个重要的宏观经济指标。它由汇总制造业采购经理们的调查问卷反馈结果而得，反映了这些经理人感受到的经济几个主要方面的冷热情况。由于它很好地体现了制造业企业经营者的主观感知，因而能灵敏反映经济状况的变化。

此外，制造业 PMI 还发布得比其他月度经济数据更早。我国大部分经济指标都在每月的中旬发布上月之数据——比如，2022 年 8 月的工业增加值、投资等数据要等到 9 月中旬才会发布。但是，当月的制造业 PMI 数据总是在当月最后一天发布，比其他指标的发布要早半个月。由于 PMI 灵敏准确，且发布得比较早，所以成为宏观分析者高度关注的一个经济领先指标。

8 月 31 日上午，中国物流与采购业协会发布了我国 8 月制造业 PMI 数据（也可将其称为中采 PMI）。这一数据显示，我国经济景气仍处在收缩区间（景气度环比收缩）。这已是季节调整之后的中采 PMI 连续第 6 个月处在收缩区间了。之前，曾有不少人期待我国经济能在 2 季度疫情冲击过去之后强劲复苏。从近期 PMI 的走势来看，这种期待已然落空。（图表 1）

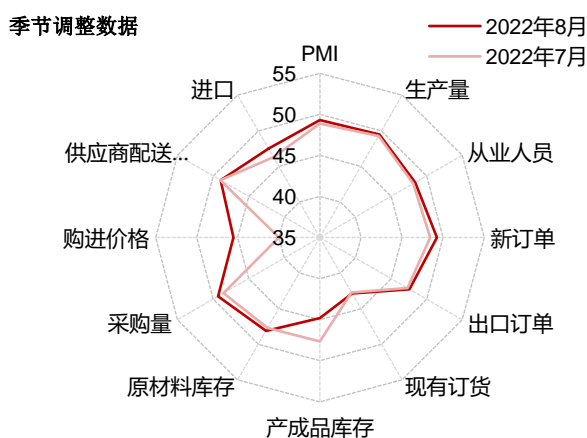
图表 1. 2022 年 8 月，我国制造业 PMI 继续处在收缩区间



资料来源：万得，中银证券

PMI 不仅仅只有总指数一个指标，还包括了好几个反映经济不同侧面的分项指数，并涵盖了十多个制造业的子行业。2022 年 8 月，我国季节调整后的各个 PMI 分项指数都低于 50 这个扩张收缩临界点，反映了经济的全面弱势。8 月各分项指标中，“购进价格”和“产成品库存”两个指标相比 7 月读数有较明显变化。其中，“购进价格”指标虽从 7 月低位回升，但仍然明显低于 50，表明生产端通缩压力严重，经济需求疲弱。相比而言，“产成品库存”指标的明显回落更值得关注。（图表 2）

图表 2. PMI 各分项指标中，“产成品库存”指标的回落值得关注

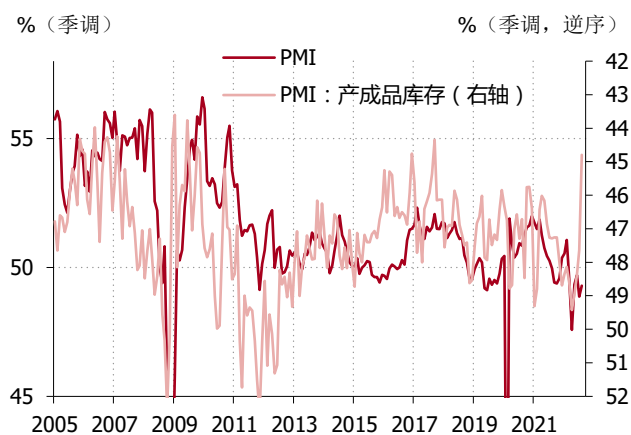


资料来源：万得，中银证券

先来解释一下“产成品库存”这个指标。库存是企业经营的正常现象。在生产之前，企业要采购并囤积原材料，从而形成了原材料库存。企业生产出来的产品也未必能马上卖掉，而需要存放一段时间，这便形成了产成品库存。在制造业 PMI 中，有“原材料库存”和“产成品库存”两个分项指标分别反映这两方面的情况。

通常情况下，PMI 中“产成品库存”下降反映了市场需求的改善，因而是个好事。观察 PMI 总指数与 PMI 产成品库存指数的历史走势，可以发现后者对前者有一定领先性，产成品库存下降往往伴随着，甚至有时预示着 PMI 的走高。（图表 3）

图表 3. 通常情况下，“产成品库存”指数下降是个好事



资料来源：万得，中银证券

但先别着急对当下的产成品库存指标下这种乐观的结论。如果“产成品库存”下降是销售改善、市场需求扩张所导致，理应看到 PMI 中反映市场需求的“新订单”指数同步走高。但今年 8 月的情况并不是这样——目前，“新订单”指标继续处在较低水平，没有明显上升。面对当前这种“新订单”和“产成品库存”双低之情况，很难用需求改善来解释产成品库存的下降。（图表 4）

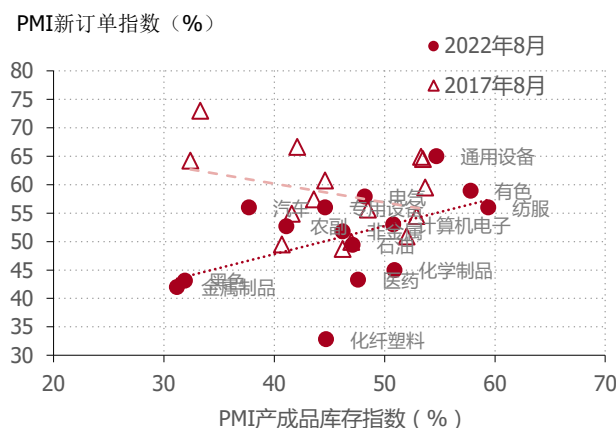
图表 4. 2022 年 8 月，“新订单”低迷背景下“产成品库存”的下降不是好兆头



资料来源：万得，中银证券

需求面解释不了，就只能从供给面，从制造业企业本身来找原因。一个更加可能的解释是，当前产成品库存的下降是制造业企业预期转弱后的主动行为。这可以从分行业 PMI 指标中找到证据。今年 8 月，各行业“产成品库存指数”与行业“新订单”指数明显正相关——需求越好的行业产成品库存越高，需求越差的行业产成品库存越低。这说明产成品库存下降并非来自需求改善。5 年前的 2017 年 8 月，是上一轮产成品库存的周期低点。在那时，行业产成品库存与新订单之间有明显负相关关系——这才是需求改善带动产成品库存走低应该有的样子。（图表 5）

图表 5. 当前，需求越低迷的行业，产成品库存越低——这与 2017 年 8 月形成了反差



资料来源：万得，中银证券

行业产成品库存与新订单之所以正相关，是因为企业预期弱化。产品销路越差的企业，越没有信心，越是要减少生产。于是，销路不好的企业反而有更低的产成品库存。在过去十几年里，制造业企业虽然时常会主动增加或降低其原材料库存，但像当前这样主动降低产成品库存的情况却非常少见。在这种少见的主动压降产成品库存的行为背后，是制造业企业弱得反常的预期。

追根溯源，当前制造业衰弱的预期应该主要来自地产行业的弱势。在 2022 年 7 月 19 日发表的《中国经济内需收缩问题待解》一文中，笔者曾说：“地产行业融资处在极其不正常的状态……已陷入恶性循环”^[1]。在那篇文章结尾处笔者还说：“尽管疫情对我国经济的负面影响在减弱，短期增速在回升，却不能想当然地认为中国经济将恢复正常。需要看到，我国内需走弱的问题并未缓解，地产行业的恶性循环有加强的倾向。如果不能放松地产行业融资政策，不能有效化解地产行业融资难问题，不能实质性降低地产开发商的信用风险，今年下半年单季 GDP 增速要回升到 5.5% 都有不小难度。”地产可以说是我国经济最重要的内需引擎。地产这个引擎尚未恢复正常，风险还在暴露，经济当然难以好转，预期自然会继续走弱。今天发布的 PMI 数据不过是为这个判断再加了一个注脚而已。

2021 年 12 月的中央经济工作会议上，高层领导曾指出，我国经济面临着供给冲击、需求收缩和预期转弱这三重压力。目前，需求收缩和预期转弱的压力并未缓解，反而有加重之势。而随着制造业企业进入少见的主动压降产成品库存的状态，需求收缩有向预期转弱进一步传导的倾向，二者之间相互加强的恶性循环似乎正在冒头。这一恶性循环一旦形成，很可能让我国经济步上已陷入恶性循环的地产行业之后尘，经济增速将很难保持在合理区间。

解铃还须系铃人，化解经济风险要找主要矛盾。如果不能通过认识纠偏、政策纠偏来打破地产行业的恶性循环，其他稳增长政策很难有明显收效。当前应该像笔者在 2022 年 7 月 26 日《中国房地产业的困境和对策》一文中所呼吁的那样，放松地产行业的融资，并成立地产行业纾困基金来打破行业的恶性循环^[2]。纾困基金应该以地产开发商为主要纾困目标。如果开发商稳不住，困难楼盘项目会源源不断产生——只有保住开发商，才能真正“保交楼”。修好了地产这个增长引擎，我国才有可能化解需求收缩和预期转弱两方面的压力，从而更好应对美国货币政策紧缩、全球经济步入衰退带来的冲击。（完）

【1】徐高，2022 年 7 月 19 日，《中国经济内需收缩问题待解》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9279。

【2】徐高，2022 年 7 月 26 日，《中国房地产业的困境和对策》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9298。

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_45692

