

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）

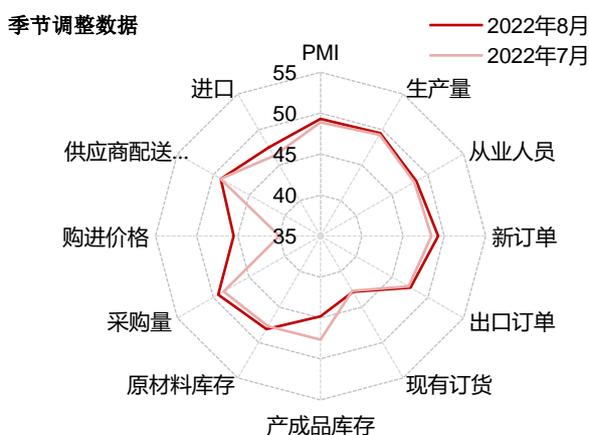
图表 1. 2022 年 8 月，我国制造业 PMI 继续处在收缩区间



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）

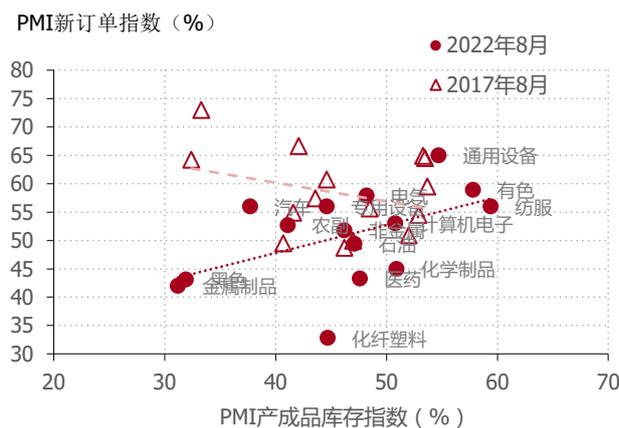
图表 4. 2022 年 8 月，“新订单”低迷背景下“产成品库存”的下降不是好兆头



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。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场的基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371