

宏观研究

报告原因：数据点评

2010年3月1日

宏观策略组

组长：翟太煌

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

PMI:

项目	2月	1月	同期
里昂证券 PMI	55.80	57.40	45.10
PMI 总指数	52.00	55.80	49.00
生产	54.30	60.50	51.20
新订单	53.70	59.90	50.40
新出口订单	50.30	53.20	43.40
积压订单	47.10	49.90	44.20
产成品库存	47.30	47.30	47.70
采购量	51.90	60.50	49.50
进口	49.10	53.40	41.80
购进价格	61.10	68.50	46.50
原材料库存	48.10	52.20	45.60
从业人员	49.90	50.60	46.10
配送时间	49.70	51.00	51.30

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyfz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

剔除春节因素，政策调控或已带来制造业调整回落

——2 月份中国制造业采购经理人指数分析

宏观研究/中国经济

主要观点：

● **PMI 综合指数连续下降，剔除春节因素经济面临冲高回落压力。**本月 PMI 指数连续下降，降幅有所扩大，毫无疑问春节因素是导致与上月相比下降明显的主要因素，07 年春节也在 2 月份当月 PMI 指数环比下降，但剔除春节因素，我们还需要认识到制造业在连续冲高之后，面临着回调的压力，中国经济或出现环比下滑的趋势，也体现出政策趋紧带来的调整效果。本期汇丰 PMI 指数也出现了大幅度下跌，两者的吻合说明国有大中型企业和中小型制造业企业在 1-2 月份所面临的问题相同，即投资预期的下降和库存压力的提高，未来数月制造业或面临去库存化和需求放缓的影响，PMI 指数有进一步回落的可能，但会持续维持在 50% 的分界点以上。我们认为经济增长平稳放缓，可能会为政策继续宽松面带来了机会，尽管本年调结构基调不变，但如果国内经济环比持续下滑，而国际不确定性因素持续增多，不排除政策在后续有所放松。

● **PMI 生产指数连续回落，工业供给受春节因素影响较大。**本月生产指数继续下滑，低于 50% 分界线的行业也有所增多，一方面是 2 月春节效应，另一方面反映出供给的放缓，随着预期固定资产投资增速的平稳放缓，生产指数有逐步下滑的倾向。

● **PMI 库存指数稳中回落，去库存化或再次发生。**本月产成品库存指数在连续反弹后，回落明显，产成品下降主要受补库存影响，而原材料库存仍然维持相对低位，但如果用新订单与产成品库存之比来衡量需求动力，而用采购量与原材料库存来衡量供给动力，这两个衍生指标继续双双下滑，而这种表面上的库存变化背后反映出供给高位回落，而需求低位下降的趋势，或预示未来 PMI 整体继续走弱的趋势。

● **PMI 新出口订单指数有所回落，出口反弹上升的步伐或趋缓。**新出口订单指数本月下降较为明显，预示 2 月份出口反弹增速或有所放缓，主要是受近期美国就业疲软、消费者信心回落和欧洲债务危机影响，但我们仍然维持上半年出口确定性复苏预期的判断。

● **PMI 购进价格指数有所下降，PPI 快速反弹之势或有所遏制。**上月购进价格继续领先 PPI，但本月购进价格大幅度回落，主要原因是近期美元上涨至大宗商品价格企稳乃至回落，而进口需求的预期放缓导致进口价格的稳定，我们预计本月 PPI 上升幅度或有所放缓。

PMI 综合指数连续下降，剔除春节因素经济面临冲高回落压力

2010年2月，中国物流与采购联合会（CFLP）中国制造业采购经理指数（PMI）为52.0%，比上月回落3.8个百分点。

汇丰银行的2月份中国制造业采购经理人指数PMI（原里昂证券采购经理人指数）为55.8，较上月下降了1.6个百分点。

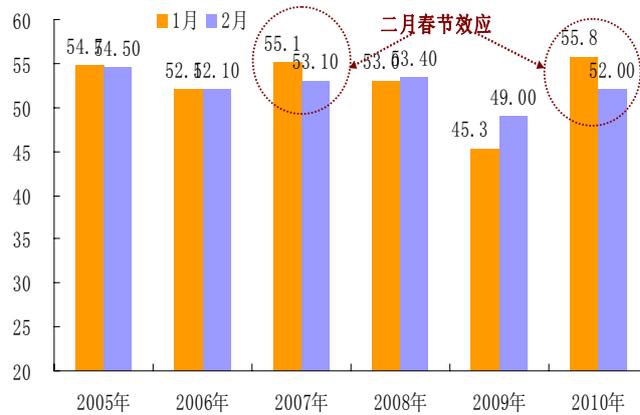
本月20个行业中，化纤制造及橡胶塑料制品业、造纸印刷及文教体育用品制造业、石油加工及炼焦业、木材加工及家具制造业、烟草制品业、纺织业6个行业低于50%，其余14个行业均高于50%。

图 1：中国制造业指数 PMI



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：历年月度情况



数据来源：WIND 山西证券研究所

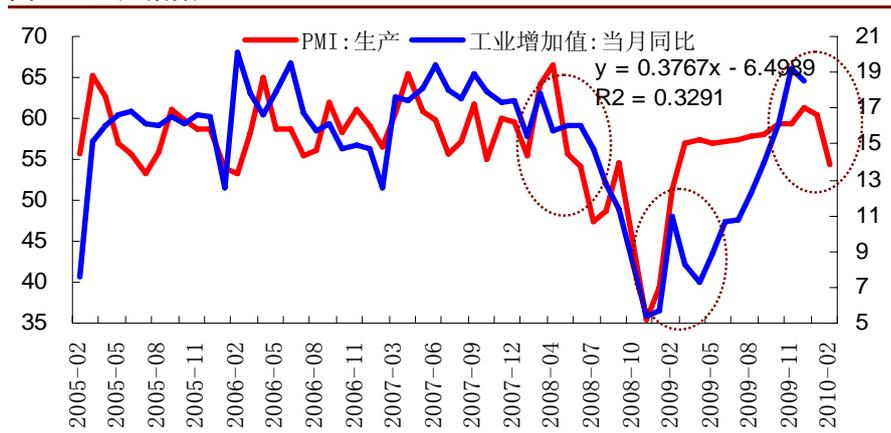
本月 PMI 指数连续下降，降幅有所扩大，毫无疑问春节因素是导致与上月相比下降明显的主要因素，2007 年春节也在 2 月份当月 PMI 指数也出现了一定程度降幅，但剔除春节因素，我们还需要认识到制造业在连续冲高之后，面临着回调的压力，中国经济或出现环比下滑的趋势，也体现出政策趋紧带来的调整效果。首先，经济结构调整将是影响 PMI 走势的关键因素，这里包括投资预期的下降，其次信贷约束将逐步影响制造业供需，特别是资金的紧张程度，因为在经历了 2009 年信贷扩张之后，制造业资金需求已经被放大。最后，尽管今年上半年出口复苏已经成必然，但单月份仍然受国际就业市场波动和其他如债务危机等因素的影响。

本期汇丰 PMI 指数在走势上也已经与联合会 PMI 相同，均出现了较大幅度的下跌，两者的吻合说明国有大中型企业和中小型制造业企业在 1-2 月份所面临的问题相同，即投资预期的下降和库存压力的提高，未来数月制造业或面临去库存化和需求放缓的影响，PMI 指数有进一步回落的可能，但会持续维持在 50% 的分界点以上。我们认为经济增长平稳放缓，可能会为政策继续宽松面带来了机会，尽管本年调结构基调不变，但如果国内经济环比持续下滑，而国际不确定性因素持续增多，不排除政策在后续有所放松。

PMI 生产指数连续回落，工业供给受春节因素影响较大

本月生产指数为 54.3%，比上月回落 6.2 个百分点。20 个行业中，化纤制造及橡胶塑料制品业、医药制造业、造纸印刷及文教体育用品制造业等 8 个行业低于 50%；服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业位于 50%；其余 11 个行业高于 50%。其中，黑色金属冶炼及压延加工业、专用设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业等 6 个行业达到 60% 以上。

图 3：生产指数



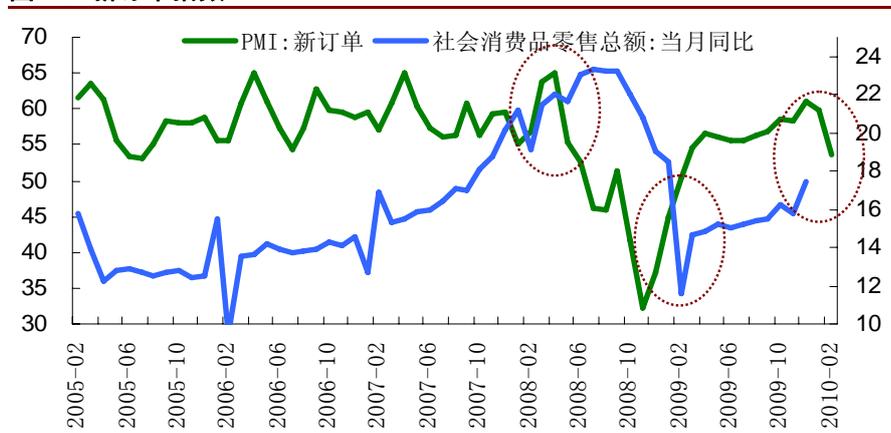
数据来源：WIND 山西证券研究所

本月生产指数继续下滑，低于 50% 分界线的行业也有所增多，一方面是 2 月春节效应，另一方面反映出供给的放缓，随着预期固定资产投资增速的平稳放缓，生产指数有逐步下滑的倾向，而工业增加值增速由于去年底基数效应，预计表现为高增速，但剔除这个因素或有所平稳回落。

PMI 新订单指数连续下滑，未来工业需求增速或放缓

本月新订单指数为 53.7%，比上月回落 6.2 个百分点。分行业来看，20 个行业中，化纤制造及橡胶塑料制品业、石油加工及炼焦业、纺织业等 6 个行业低于 50%，其余 14 个行业均高于 50%，其中有色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业、专用设备制造业等 7 个行业高于 60%。

图 4：新订单指数



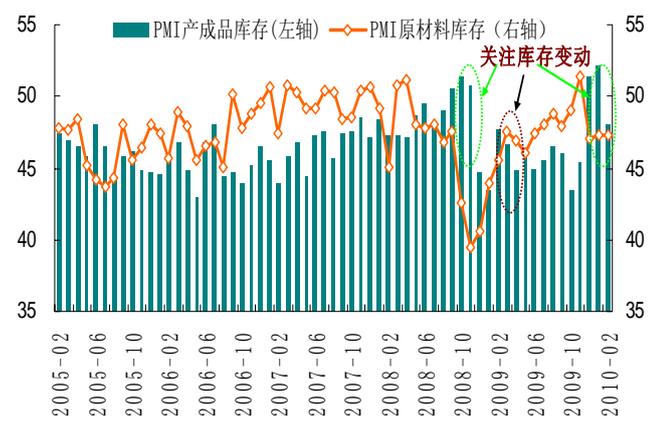
数据来源：WIND 山西证券研究所

生活消费和生产用制成品指数差异明显，前者低于 50%，后者逼近 70%，反映生活需求受春节因素影响提前释放下降，而工业生产需求继续提高。

PMI 库存指数稳中回落，去库存化或再次发生

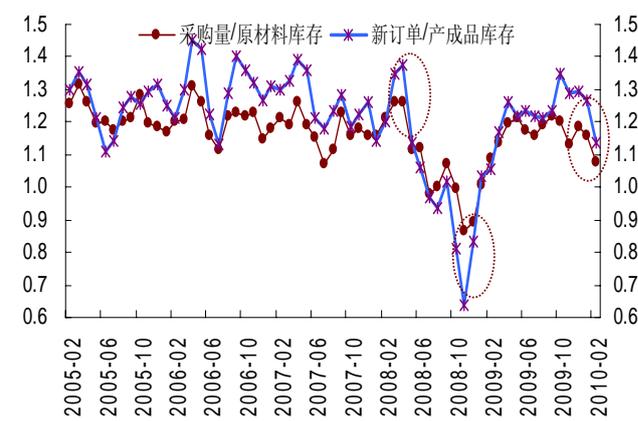
本月产成品库存指数为 48.1%，比上月下降了 4.1 个百分点，原材料库存与上月持平，为 47.3%。

图 5：中国制造业指数 PMI



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 6：供给和需求衍生指标



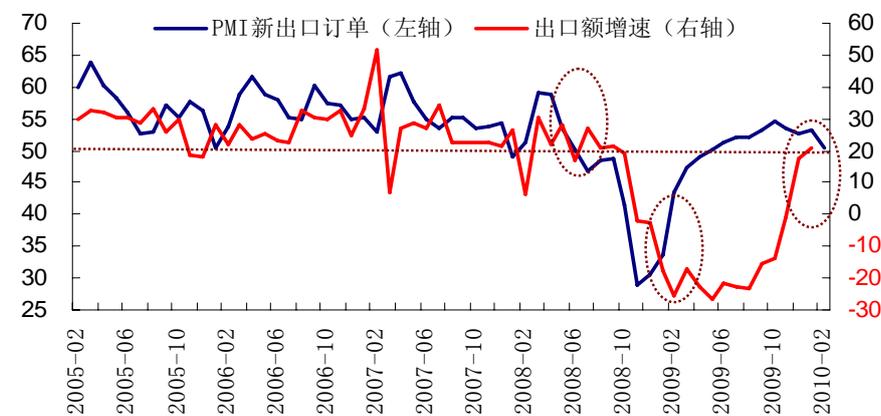
数据来源：WIND 山西证券研究所

本月产成品库存指数在连续反弹后，回落明显，产成品下降主要受补库存影响，而原材料库存仍然维持相对低位，但如果用新订单与产成品库存之比来衡量需求动力，而用采购量与原材料库存来衡量供给动力，这两个衍生指标继续双双下滑，而这种表面上的库存变化背后反映出供给高位回落，而需求低位下降的趋势，或预示未来 PMI 整体继续走弱的趋势。

PMI 新出口订单指数有所回落，出口反弹上升的步伐或趋缓

本月新出口订单指数为 50.3%，比上月回落 2.9 个百分点。20 个行业中，以通用设备制造业、专用设备制造业为首的 10 个行业高于 50%，为首的 2 个行业达到 60% 以上。服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业、石油加工及炼焦业、农副食品加工及食品制造业等 10 个行业低于 50%。

图 7：新出口订单指数



数据来源：Wind 山西证券研究所

新出口订单指数本月下降较为明显，预示2月份出口反弹增速或有所放缓，主要是受近期美国就业疲软、消费者信心回落和欧洲债务危机影响，但我们仍然维持上半年出口确定性复苏预期的判断，主要依据仍然是国外库存回补和消费复苏所带动。

PMI 进口指数回落明显，预计进口反弹增速有所放缓

本月进口指数为49.1%，比上月回落4.3个百分点。20个行业中，以医药制造业、非金属矿物制品业、专用设备制造业为首的8个行业高于50%，为首的3个行业达到60%以上。金属制品业等12个行业低于50%。

图 8：进口指数



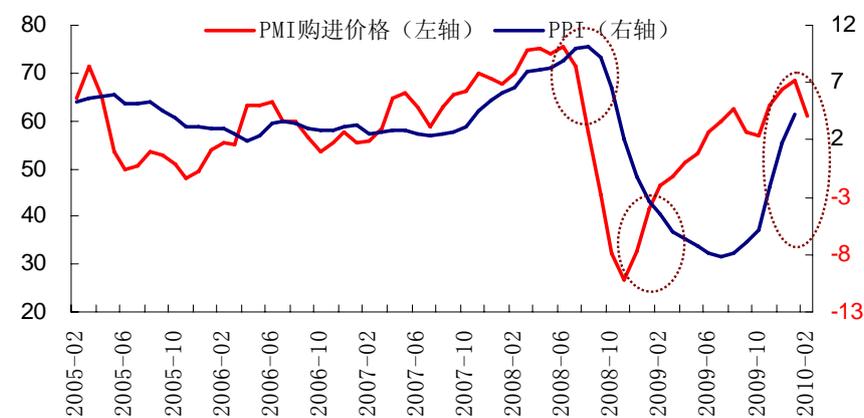
数据来源：Wind 山西证券研究所

本月进口指数回落明显，剔除春节因素，正如我们在上一期所判断，由于进口受国内固定资产投资影响较大，而投资放缓的预期正在加强，我们预计进口增速在未来数月升势或有所趋缓。

PMI 购进价格指数有所下降，PPI 快速反弹之势或有所遏制

本月购进价格指数为61.1%，比上月回落7.4个百分点。分行业来看，20个行业全部高于50%，其中以化纤制造及橡胶塑料制品业、化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业为首的12个行业高于60%。

图 9：购进价格指数



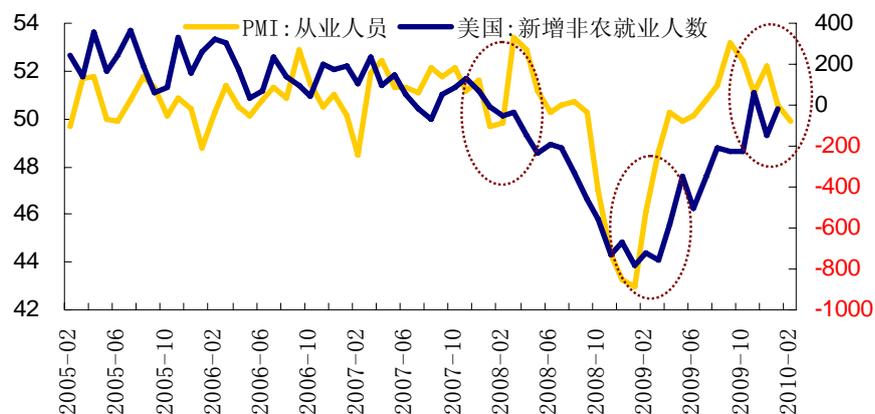
数据来源：Wind 山西证券研究所

上月购进价格继续领先 PPI，但本月购进价格大幅度回落，主要原因是近期美元上涨至大宗商品价格企稳乃至回落，而进口需求的预期放缓导致进口价格的稳定，我们预计本月 PPI 上升幅度或有所放缓。

PMI 从业人员指数降幅趋缓，用工荒或至下月指数明显反弹

本月从业人员指数为 49.9%，比上月回落 0.7 个百分点。20 个行业中，交通运输设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业、木材加工及家具制造业等 11 个行业高于 50%；专用设备制造业、烟草制品业、化学原料及化学制品制造业等 9 个行业低于 50%。

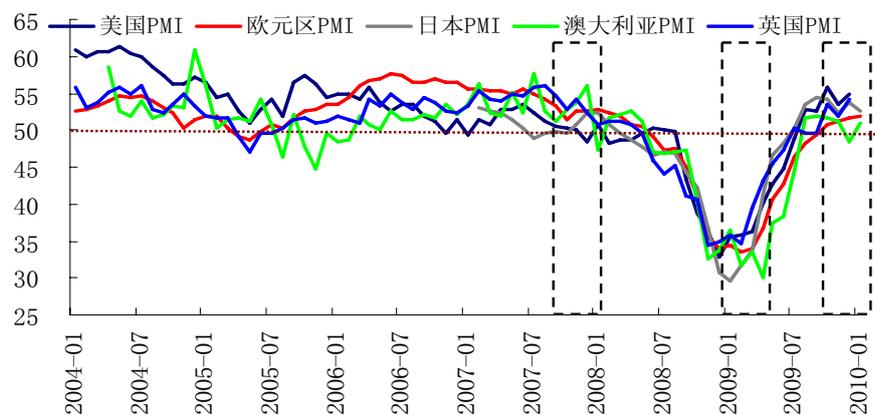
图 10：从业人员指数



数据来源：Wind 山西证券研究所

从业人员指数持续回落一方面受春节因素影响，但另一方面降幅有所趋缓，在节后全国主要工业发达区域出现的用工荒，尽管成因为薪酬预期上涨，但也能反映出制造业节后复工就业需求的旺盛，我们预计未来数月制造业就业形势会有所好转，美国非农就业也望继续好转。

图 11：世界各国 PMI 指数走势



数据来源：Wind 山西证券研究所

目前主要发达国家 PMI 指数走势平稳，总体涨势趋于缓和，经济步入复苏后期，我们认为各国未来 PMI 指数走势将有所分化，美国再库存化仍将推动其 PMI 指数上行，而日本、欧盟及英国高位下滑可能性较大。

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	