

## 宏观研究

报告原因：数据点评

2010年2月1日

### 宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

### PMI:

项目	1月	12月	同期
里昂证券 PMI	57.40	56.10	42.20
PMI 总指数	55.80	56.60	45.30
生产	60.50	61.40	45.50
新订单	59.90	61.00	45.00
新出口订单	53.20	52.60	33.70
积压订单	49.90	52.40	39.20
产成品库存	47.30	47.10	43.50
采购量	60.50	61.00	44.30
进口	53.40	52.50	39.90
购进价格	68.50	66.70	41.50
原材料库存	52.20	51.40	43.90
从业人员	50.60	52.20	43.00
配送时间	51.00	50.80	50.60

### 联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@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

## 制造业景气呈季节性回落，供需因素出现微妙变化

——1 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 综合指数有所下降，需观察其下降趋势的可持续性。**我们在上个月 PMI 数据分析报告《PMI 具有明显的领先性，12 月数据呈现不确定因素》中就明确提出当月数据存在的不确定性或带动未来数月 PMI 的下降，如果说上个月仅仅是确认新出口订单和产成品库存成为“不佳”数据，那么新年头个月，生产指数、新订单、采购量、从业人员指数纷纷下降，原材料库存也上升基本可以确定，制造业在经历了激情爆发式的复苏之后，已经步入稳定正常的区间，PMI 指数的波动在所难免，我们认为本月 PMI 指数下降的背后原因，在于大中型企业对于投资和信贷预期的下降，加之成本上升和产能过剩压力，造成 PMI 出现“拐点”。此外，我们还看到汇丰银行 PMI 指数本月却继续上升，与 CFLP 的 PMI 指数出现背离，一方面反映出民间投资（代表中小制造业企业）预期仍在继续上升，另一方面我们预计该背离或在下个月有所改变。总之，我们认为，本月 PMI 出现下降非常值得警惕，在国家调结构政策的连续降温之下，中国经济或逐步稳定避免出现过热趋势，而产成品库存指数创新高一方面是价格推动，另一方面也反映出需求的放缓和供应增加造成的不平衡，去库存进程或再次发生。我们需要密切跟踪其下滑趋势，谨防拐点发生。

● **PMI 新出口订单指数继续上升，出口确定性复苏无疑。**新出口订单指数继续呈现上升的趋势，我们认为这进一步印证了出口的确性复苏，而且这种复苏可持续时间较长，主要因素仍然是国外库存回补和消费复苏所带动，我们预计本月出口增速或达 20%。

● **PMI 进口指数加速上升，预计进口增速继续大幅度上升。**进口指数继续加速上升，反映出内需仍然处于高位，预示进口增速有望继续大幅度反弹，但我们认为进口的持续回升受国内投资需求影响，特别是固定资产投资对进口有很强的推动作用，我们预计进口增速在本月继续大幅度回升之后，升势或有所趋缓。

● **PMI 购进价格指数持续攀升助推通胀压力，PPI 增速或超预期。**购进价格指数继续领先 PPI，本月购进价格继续攀升，预计本月 PPI 上升幅度或再超市场预期，但我们观察到本月购进价格增速明显放缓，一方面受国际大宗商品价格回落影响，另一方面受供需趋向平衡影响，我们预计未来数月购进价格指数或平稳放缓。

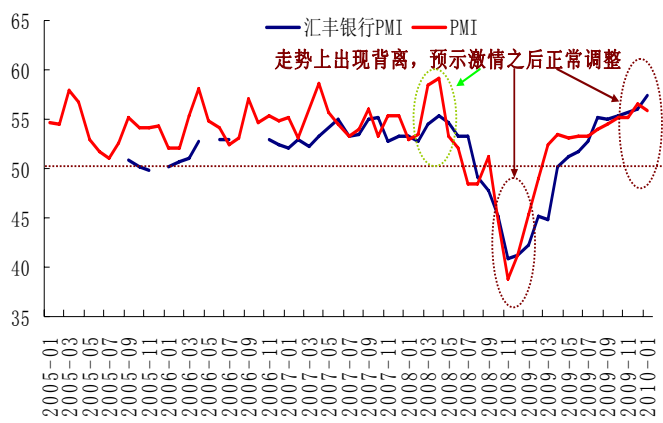
### PMI 综合指数有所下降，需观察其下降趋势的可持续性

2010年1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55.8%，比上月回落0.8个百分点。

汇丰银行的1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57.4，较上月上升1.3个百分点。

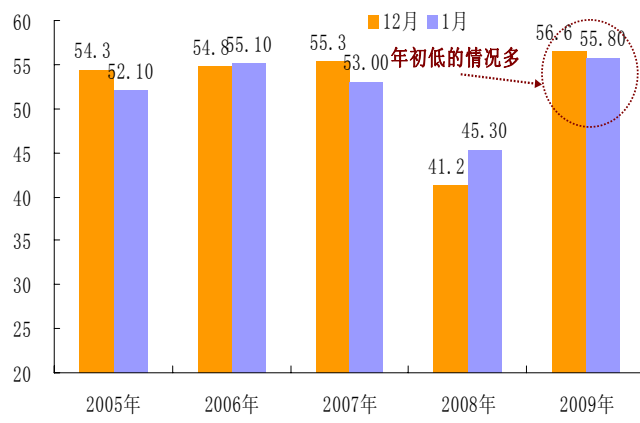
本月20个行业中，只有化纤制造及橡胶塑料制品业、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业3个行业略低于50%，其余17个行业均高于50%，其中烟草制品业、饮料制造业、金属制品业达到60%以上。从产品类型看，原材料与能源、中间品、生活消费品和生产用制成品类企业均高于50%，尤以生活消费品类企业为最高，接近60%。

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



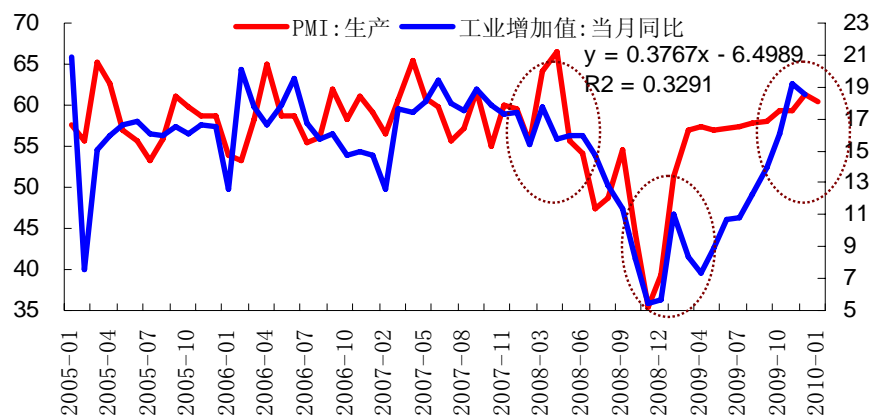
数据来源：WIND 山西证券研究所

我们在上个月 PMI 数据分析报告《PMI 具有明显的领先性，12 月数据呈现不确定因素》中就明确提出当月数据存在的不确定性或带动未来数月 PMI 的下降，如果说上个月仅仅是确认新出口订单和产成品库存成为“不佳”数据，那么新年头个月，生产指数、新订单、采购量、从业人员指数纷纷下降，原材料库存也上升基本可以确定，制造业在经历了激情爆发式的复苏之后，已经步入稳定正常的区间，PMI 指数的波动在所难免，我们认为本月 PMI 指数下降的背后原因，在于大中型企业对于投资和信贷预期的下降，加之成本上升和产能过剩压力，造成 PMI 出现“拐点”。此外，我们还看到汇丰银行 PMI 指数本月却继续上升，与 CFLP 的 PMI 指数出现背离，一方面反映出民间投资（代表中小制造业企业）预期仍在继续上升，另一方面我们预计该背离或在下个月有所改变。总之，我们认为，本月 PMI 出现下降非常值得警惕，在国家调结构政策的连续降温之下，中国经济或逐步稳定避免出现过热趋势，而产成品库存指数创新高一方面是由于价格推动，另一方面也反映出需求的放缓和供应增加造成的不平衡，去库存或再次发生。

### PMI 生产指数有所回落，反映供给的高位放缓

生产指数略有回落。本月生产指数为 60.5%，比上月回落 0.9 个百分点。20 个行业中，只有有色金属冶炼及压延加工业低于 50%，其余行业均高于 50%，其中以烟草制品业、饮料制造业为首的 12 个行业达到 60% 以上，为首的 2 个行超过 70%。

图 3：生产指数



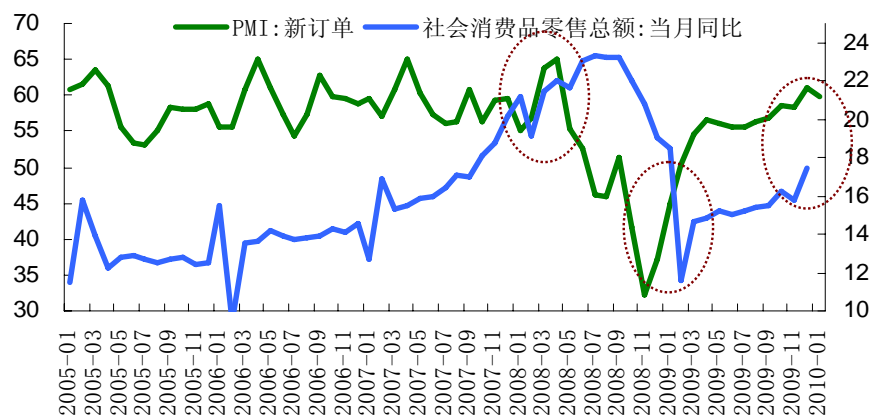
数据来源：WIND 山西证券研究所

本月生产指数有所下滑，反映出供给的谨慎，此外生产指数还受固定资产投资意愿影响，随着预期固定资产投资增速的平稳放缓，有逐步下滑的倾向，而工业增加值增速在经历高速复苏之后，有望步入平稳增长区间。

### PMI 新订单指数下滑反映出需求的放缓，有色金属行业最敏感

新订单指数回落。本月新订单指数为 59.9%，比上月回落 1.1 个百分点。分行业来看，20 个行业中，只有有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业低于 50%，其余行业均在 50% 以上，其中有 9 个行业达到 60% 以上，有 3 个行业超过 70%。

图 4：新订单指数



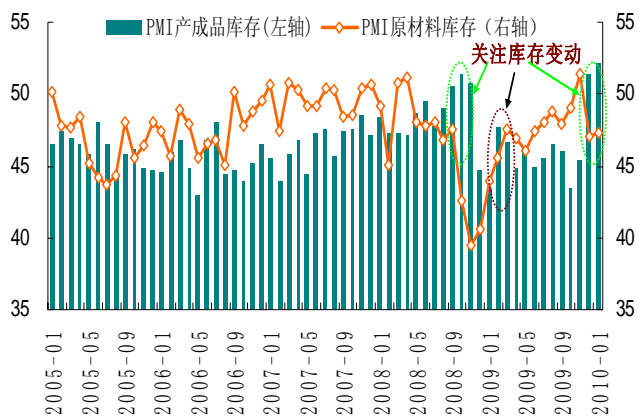
数据来源：WIND 山西证券研究所

新订单指数除了可以间接反映出消费品需求，同时还可以反映投资需求的变化，特别是生产资料品的需求，本月的下滑预示需求预期的放缓。

### PMI 库存指数差异加大，警惕库存升高带来的供需转向压力

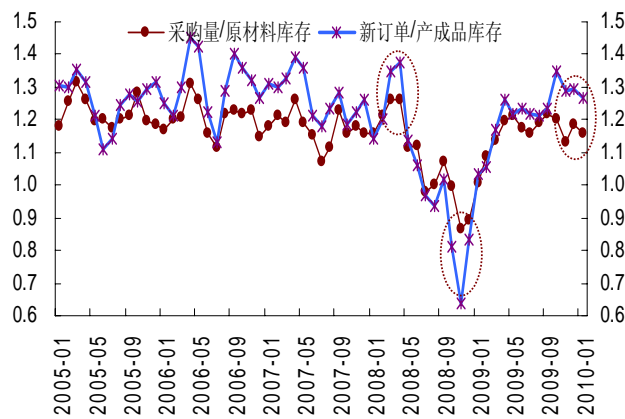
本月产成品库存指数为 52.2%，比上月上升了 0.8 个百分点，原材料库存略微上升 0.2 个百分点。

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



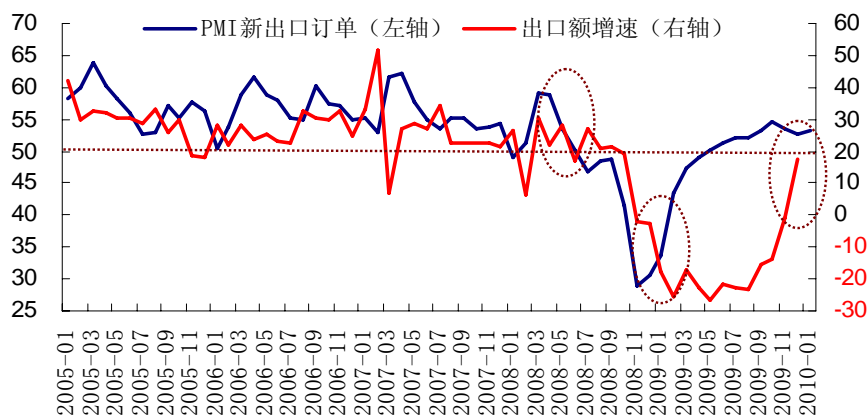
数据来源：WIND 山西证券研究所

本月产成品库存指数继续反弹，并创出历史新高，而原材料库存仍然维持相对低位，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，很明显这两个衍生指标双双出现了下滑，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 整体走势的回落，我们还需要持续跟踪观察。

### PMI 新出口订单指数继续上升，出口确定性复苏无疑

本月新出口订单指数为 53.2%，比上月上升 0.6 个百分点。20 个行业中，木材加工及家具制造业、电气机械及器材制造业、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业等 14 个行业高于 50%，其中有 5 个行业超过 60%。从产品类型来看，原材料与能源类企业低于 50%，中间品、生活消费品和生产用制成品类企业高于 50%，尤以生活消费品类企业为最高，接近 58%。

图 7：新出口订单指数



数据来源：Wind 山西证券研究所

新出口订单指数继续呈现上升的趋势，我们认为这进一步印证了出口的

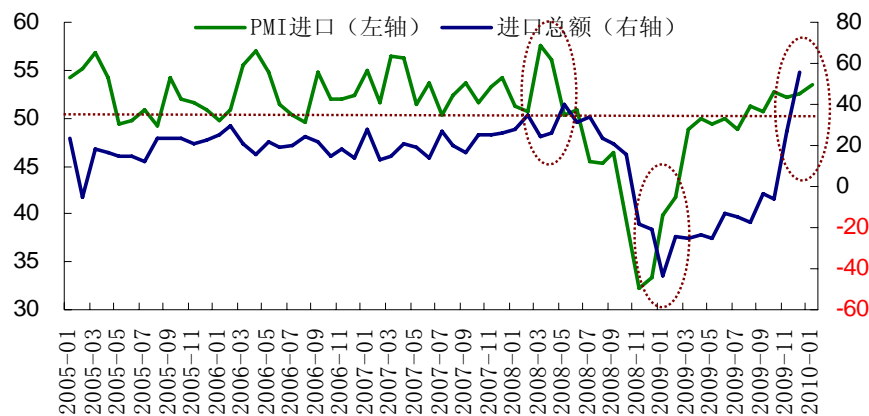


确定性复苏，而且这种复苏可持续时间较长，主要因素仍然是国外库存回补和消费复苏所带动。

### PMI 进口指数加速上升，预计进口增速继续大幅度上升

本月进口指数为 53.4%，比上月上升 0.9 个百分点。20 个行业中，以金属制品业、石油加工及炼焦业、电气机械及器材制造业为首的 13 个行业高于 50%，为首的 3 个行业超过 60%。

图 8：进口指数



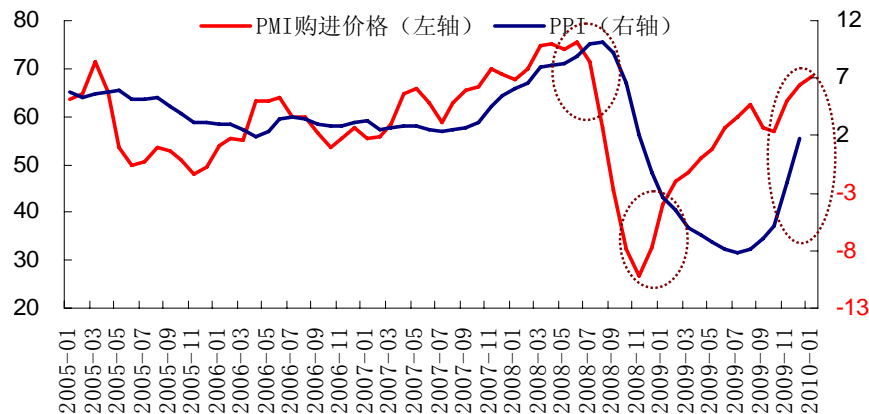
数据来源：Wind 山西证券研究所

进口指数继续加速上升，反映出内需仍然处于高位，预示进口增速有望继续大幅度反弹，但我们认为进口的持续回升受国内投资需求影响，特别是固定资产投资对进口有很强的推动作用，我们预计进口增速在本月继续大幅度回升之后，升势或有所趋缓。

### PMI 购进价格指数持续攀升助推通胀压力，PPI 增速或超预期

购进价格指数继续攀升。本月购进价格指数为 68.5%，比上月上升 1.8 个百分点。分行业来看，20 个行业全部高于 50%，其中有 15 个行业高于 60%，有 6 个行业高达 80% 以上。分区域来看，东、中、西部均保持高位，均在 70% 左右。

图 9：购进价格指数



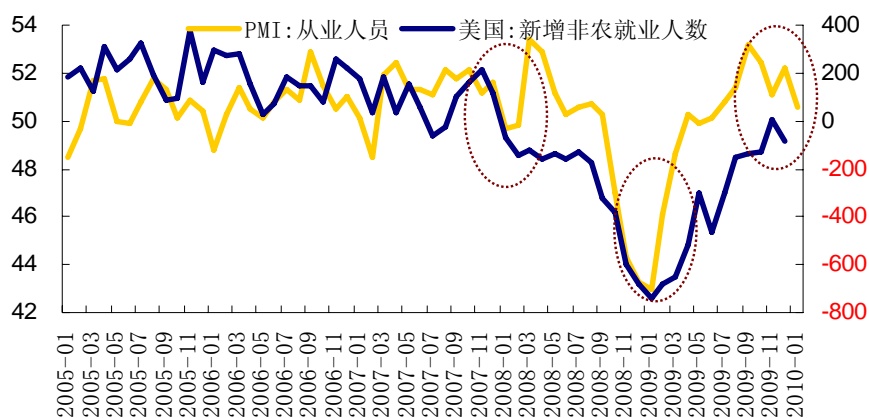
数据来源：Wind 山西证券研究所

购进价格继续领先 PPI，本月购进价格继续攀升，预计本月 PPI 上升幅度或再超市场预期，但我们也观察到本月购进价格增速明显放缓，一方面受国际大宗商品价格回落影响，另一方面受供需趋向平衡影响，我们预计未来数月购进价格指数或平稳放缓。

### PMI 从业人员指数持续下降，预示制造业就业的不稳定因素仍在

从业人员指数下降。本月从业人员指数为 50.6%，比上月回落 1.6 个百分点。20 个行业中金属制品业、农副食品加工及食品制造业、饮料制造业、电气机械及器材制造业等 13 个行业高于 50%；通用设备制造业、服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业、化学原料及化学制品制造业等 7 个行业低于 50%。

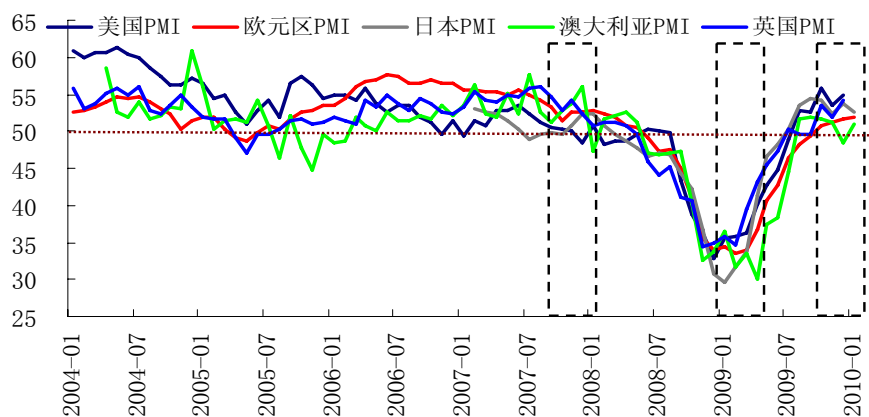
图 10：从业人员指数



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季节性因素影响，但另一方面也反映出制造业就业复苏状况的布稳定，我们预计该下滑趋势仍需要持续观察，在美国非农就业好转预期带动下仍有望维持高位。

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 指数已经步入高速复苏之后的平稳时期，部分国家 PMI 指数也出现回落，我们认为各国未来 PMI 指数走势将有所分化，美国再库存化将继续推动其 PMI 指数上行，而日本和英国下滑可能性较大。

**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：	<a href="http://www.i618.com.cn">http://www.i618.com.cn</a>	