

2009年3月4日

中国经济

中金公司研究部

联系人:

哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

徐剑 xujian2@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

季节因素和基建投资推动 PMI 反弹

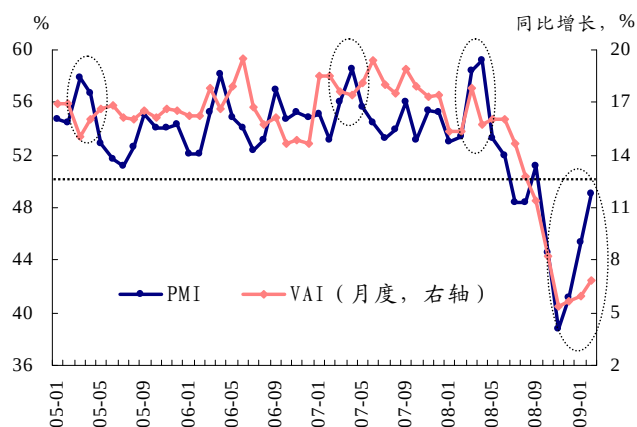
——09年2月 PMI 数据评论

2月份中国制造业 PMI 为 49%，自 11 月的最低点 38.8% 连续第三个月反弹，但仍然处于 50% 的收缩线以下。

- 2 月份 PMI 反弹主要原因在于：1、**春节后工厂复工**：PMI 指数并未消除春节因素，历年春节后首月 PMI 指数比春节当月平均反弹 3 个百分点（图 1）；2、**基建项目的拉动**：分行业来看，推动 2 月 PMI 反弹的主力是机械设备，受益于政府投资计划的陆续启动，通用设备、交通运输设备制造、电气设备的新订单指数分别大幅反弹 25、20.7 以及 8.2 个百分点（图 3）。但钢铁新订单指数大幅下降 12.8 个百分点，显示前期的钢铁行业复苏迹象并不稳固。
- 出口订单指数反弹至 43.4%（1 月份 33.7%），我们认为这一反弹更多是反映了春节后复工的季节性，而非实质好转。分行业来看，除电气机械、交通运输设备、石油加工及饮料制造业之外，所有行业均低于 50% 的收缩线。预计外需恶化下，出口将继续走弱。
- **库存指数反弹，但需求不振或将引发再次去库存化**：原材料库存与产成品库存指数 2 月分别上升 1.7 个百分点和 4.2 个百分点（图 4），但产成品库存回升速度快于原材料，显示下游销售压力依然较大。值得注意的是，近期钢铁行业的社会库存再次上升并创新高（图 5），并导致钢价走低，这显示下游需求弱于预期，行业可能进入新一轮去库存化过程。去库存——再库存化——去库存化的循环显示经济并未见底。
- 从业人员指数从 1 月份 43% 的历史低点反弹至 46.1%（图 6），更多反映了节后重新招工的季节性因素。我们预计大量失业农民工以及应届毕业大学生使得就业压力依然艰巨。

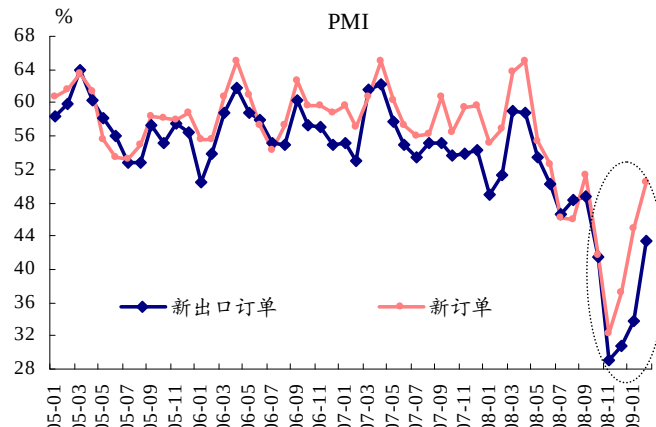
PMI 有所回升符合我们 09 年季度 GDP 环比增速呈倒 V 型走势的判断，即 GDP 环比增速在 08 年 4 季度可能已见底，近期的财政刺激和准财政刺激（贷款大幅增长）、去库存化接近尾声使得 GDP 环比增速在 1 季度有所回升；伴随财政刺激作用全面显现，环比增速将在 2 季度进一步强劲反弹。但 4 季度伴随信贷回落和基建刺激作用淡化，而私人部门需求进一步萎靡，GDP 环比增速可能显著回落，全年环比增速呈“倒 V 型”（图 7）。

图 1: 历年春节后首月 PMI 反弹



资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图 2: 新订单与出口订单指数回升



资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图 3：基建投资带动机械设备行业新订单指数显著回升，但钢铁业大幅下降

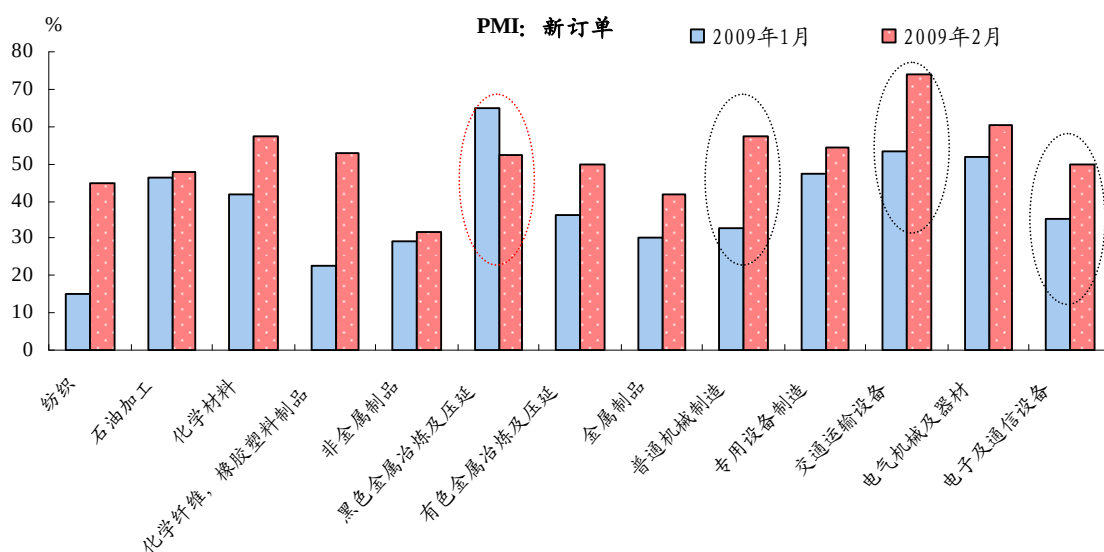
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图 4：原材料与产成品库存指数回升

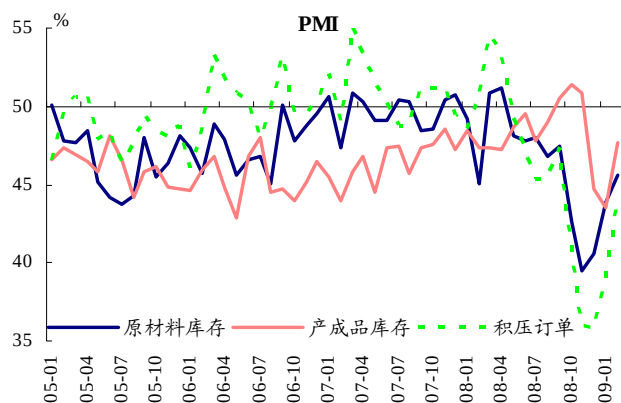
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图 6：从业人员指数回升

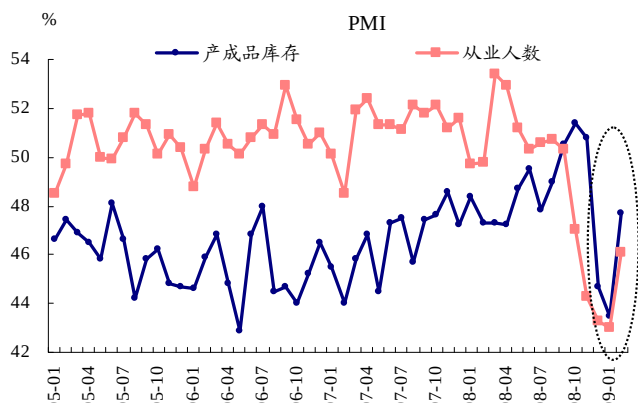
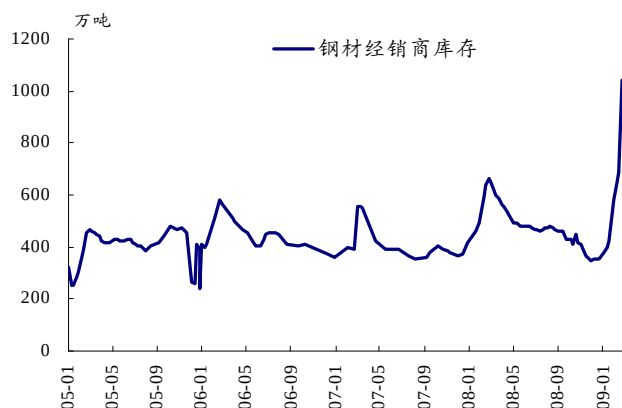
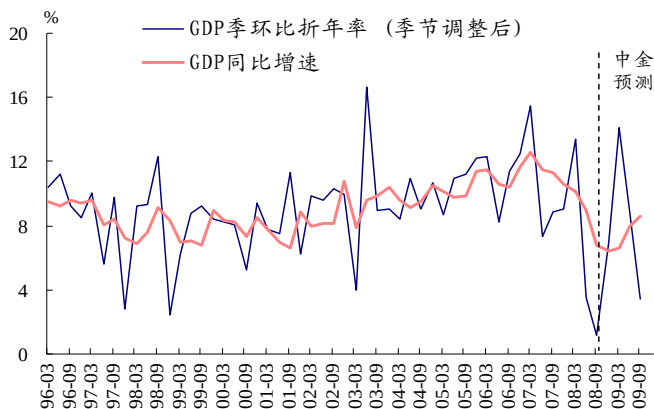
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>，中金公司研究部

图 5：钢材经销商库存剧增，创历史最高水平



资料来源：钢之家，中金公司研究部

图 7：09 年 GDP 同比增速前低后高，环比增速呈倒 V 型



资料来源：CEIC，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。