

2010年8月3日

✍ 分析师：王凭

☎ 联系电话：010-66290443

✉ 邮箱：wangp@gsiq.com.cn

执业证书编号：S0600210050002

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《修复的尾声，震荡期的开始，风格将再次转换--宏观经济周报》

《外部周期与内部周期错位，收缩对经济运行影响尚且有限，明年或是风险雷区--宏观经济月报》

《调控基调已初露“收缩”端倪--中国宏观经济周报》

《二季度准备金率上调对加息并无暗示，A股短期或将继续承压--中国宏观经济周报》

《二季度经济增长存在“保八”隐忧，加息时点或延后--中国宏观经济月报》

《二季度“数量型”调控或向“价格型”调控“切换”--中国宏观经济速递》

《经济同比继续高速增长，环比或已放缓--中国宏观经济月报》

《通胀压力并未实质性显现，加息应再待时日--中国宏观经济周报》

第二次“周期撞车”提前驶至

国内宏观观点：

- 距离景气分水岭仅一步之遥。7月我国制造业采购经理指数（PMI）为51.2%，创13个月以来新低，距离50%的景气“分水岭”仅一步之遥。从环比趋势来看，官方PMI下滑速度稍有放缓。三季度首个经济指标的出炉，印证了经济持续下滑的趋势没有丝毫变化。中国内需萎缩的状况依旧持续，未来政策紧缩的压力继续降低。
- 从分11个分项指标来看，6个分项指标在50%之上，比上月少了3个，新降至50%一下的指标分别为产成品库存、进口和供应商配送时间。原材料库存和从业人员指数出现了环比的小幅回升，其余9项指标均继续下滑。其中生产指数下滑幅度最大，达到3.1个百分点。
- 上游“衰”，中下游并不“荣”。20个行业中，金属制品业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业等行业达到50%以上；饮料制造业位于50%；有色金属冶炼及压延加工业、化纤制造及橡胶塑料制品业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业低于50%。从产品类型看，原材料与能源类企业低于50%；尽管中间品、生活消费品和生产用制成品类企业高于50%，在51.1%-54.4%之间，但中下游产品类企业的“景气水平”较6月还是出现了整体的下移。

7月 PMI 数据汇总

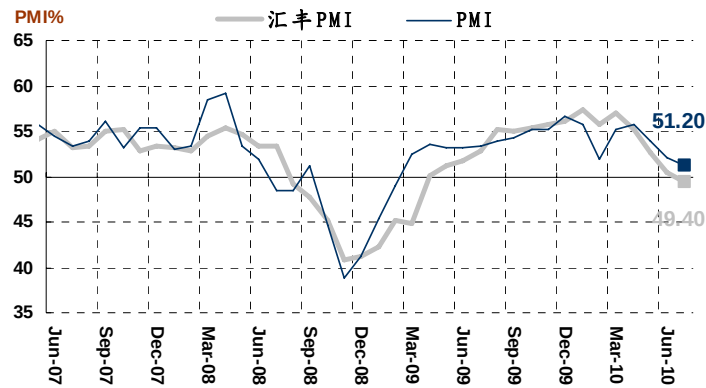
	2010-07	2010-06	2010-05	2010-04
PMI	51.2	52.1	53.9	55.7
PMI: 生产	52.7	55.8	58.2	59.1
PMI: 新订单	50.9	52.1	54.8	59.3
PMI: 新出口订单	51.2	51.7	53.8	54.5
PMI: 积压订单	46.8	47.4	49.7	53.4
PMI: 产成品库存	49.9	51.3	49.8	46.2
PMI: 采购量	52.2	53.5	56	60.1
PMI: 进口	49.3	50.4	50.9	53.1
PMI: 购进价格	50.4	51.3	58.9	72.6
PMI: 原材料库存	49.9	49.4	51	51.5
PMI: 从业人员	52.2	50.6	52.1	53.2
PMI: 供货商配送时间	49.9	50	50.9	51.1

■ 7 月 PMI 的数据有三点值得高度关注：

- (一) **“二次去库存”深化：**中国经济正处于“去库存”周期已无需置疑，但值得关注的一点是，产成品库存和原材料库存双双降至 50% 以下，表明制造业去库存进一步深化，在内部层面对经济的拖累加深。
- (二) **内需依旧疲弱：**新订单指数-出口新订单指数在 23 个月之后再次出现负值，上次出现负值是在金融危机深化的 08 年 8 月，反映出内需滑落速度明显快于外需，三季度初期，中国经济依旧延续着二季度主动收缩所引起的内需疲弱的特征。从进口这一指标也可以看出中国内部投资需求萎缩仍在延续，上半年特别是一季度中国进口的激增动力主要来自于投资对资源品的强劲需求，而进入二季度随着“新国十条”的出台，投资全面收缩，加之上游重工业的产能淘汰，国内对资源品的需求显著下降，这一点在原材料购进价格指数和采购指数上也有体现。
- (三) **外需也并不乐观，出口新订单已非常接近“分水岭”：**出口新订单指数已经连续 3 个月下滑，这应征了我们在中期策略时所做出的“下半年外需萎缩将逐渐明显的判断”。分行业来看，出口高度相关的纺织行业“景气度”较 6 月回落明显，7 月已降至 50% 附近。这可能是外需将快速萎缩的先兆。预计在 9 月或 10 月，出口新订单有可能回落到 50% 一下。

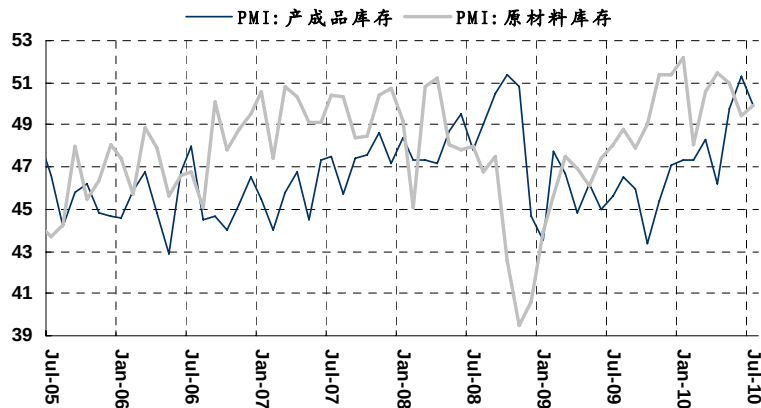
- **外需是下半年经济的核心变量。**值得强调的是，下半年的核心经济变量就是外需。因为上半年中国国内的收紧是在外需复苏的高峰周期中完成的，因此经济下行的速度得到缓释，那么如果下半年外需萎缩的过快，必有投资跟上。“出口”“投资”加减法的总量调控思路没有改变。目前政策取向将取决于外需下滑的速度和深度。
- **从趋势来看，第二次“撞车”已经提前驶至。**从对中国对外贸易影响最大的两个经济体——美国和欧盟的现状来看，情况已不容乐观。美国经济走势已经开始亮出了“黄灯”，二次“QE”的声音也已经传出；美元指数在最近两个月中已经下跌了 8%；美国二季度 GDP 环比折年率初值仅为 2.4%，比一季度下降了 1.3 个百分点，库存对 GDP 的环比贡献率回落到 1.05%， “补库存”周期已近完结，这些迹象的显现要比我们预期来临的更早。而欧元区的财政紧缩也正在深化。这意味着“第二次内外周期撞车”已经提前驶至。这样的时间和空间格局决定了下半年中国出口下滑的趋势已近必然。政策是“紧”是“松”还是“放”将取决于外需下滑的速度和深度，在趋势这一角度来看，目前的情况和 08 年下半年的趋势比较相似，不同的是当前世界各国较低的利率水平尚且维系了较为宽松的环境。但对于中国需要警惕的是要避免“误判”或“迟判”外需下行趋势和深度，如果对内一味的紧缩，缺乏变通存在重蹈 08 年覆辙的可能性。

图 1:PMI 指数如期回落, 距景气分水岭仅一步之遥



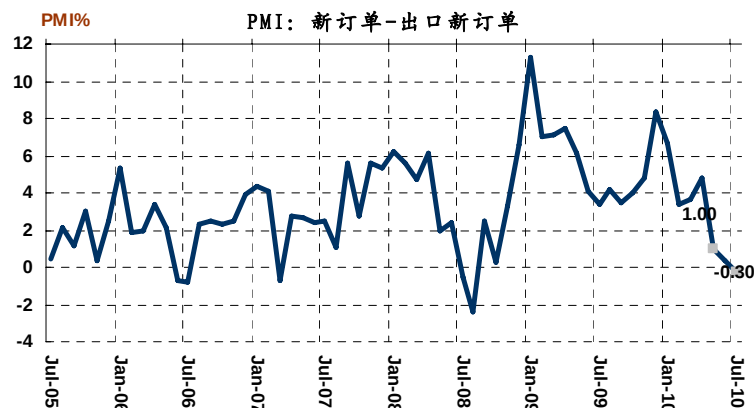
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 2: 产成品库存已开始下滑, “二次去库存”深化



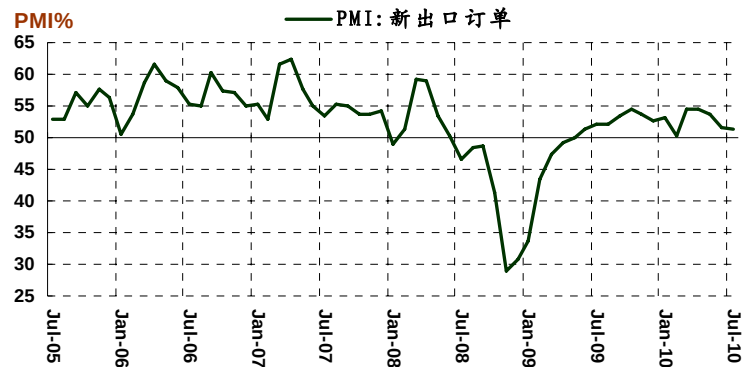
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 3: 二季度内需下滑快于外需, 三季度起外需萎缩或将加快



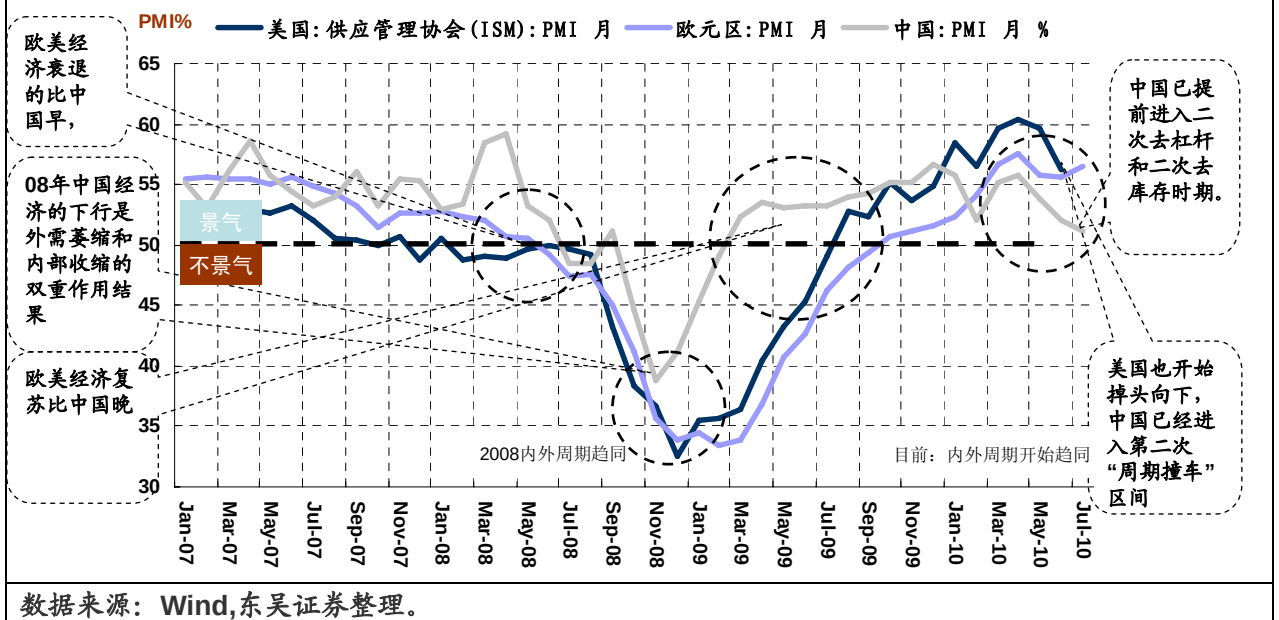
数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 4: 目前出口新订单已经逼近 50%的分水岭



数据来源: Wind, 东吴证券整理。

图 5: 中国、美国、欧元区均已步入下行周期, 周期撞车已提前



数据来源: Wind, 东吴证券整理。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码：100140

传真：（010）66290653

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>