

PMI 回落属于正常调整，需求持续放缓或预示企业盈利存在压力

2011 年 1 月 4 日

宏观研究/中国经济

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760210080003

TEL：010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

事件：

- 2010 年 12 月，中国物流与采购联合会（CFLP）发布中国制造业采购经理指数（PMI）为 53.9%，比上月回落 1.3 个百分点。汇丰银行的 12 月份中国制造业采购经理人指数 PMI 为 55.4，较上月下降了 0.9 个百分点，为近三个月低点。
- 2010 年 12 月，中国物流与采购联合会（CFLP）发布的中国非制造业商务活动指数为 56.5%，比上月回升 3.3 个百分点。

分析与预测：

12 月份 PMI 运行特征：本月两个 PMI 指数在连续上升四个月后，首次回落，基本符合我们的预期判断，由于汇丰 PMI 已经剔除季节性因素，因此本月的回落反映了制造业景气度属于回升中的正常调整，可持续性还需要观察，不过由于非制造业指数大幅度反弹，商务活动和新订单指数提升明显，预示经济活动稳中有升。美国、欧元区、日本 12 月份 PMI 均环比反弹，显示全球制造业复苏趋势已定。由于前三个月 PMI 与工业增加值走势呈现背离，我们认为而本月 PMI 的回落基本恢复与工业增加值的同步趋势，基本确立四季度 GDP 同环比继续回落。

12 月份 PMI 分项分析：本月生产指数有所回落，生产增速有所放缓，而配送时间也有所反弹，反映经济活跃度略有下降，预计本月工业增加值增速或维持 13.2% 左右。新订单指数下降最为明显，供给和需求指标连续两个月回落，原材料和产成品库存继续攀升，再库存持续进行中，我们认为库存水平已经接近较高水平，库存压力或逐步显现。本月新出口订单保持平稳，预计 12 月份出口额维持高位，但出口增速或回落至 22% 左右。进口指数变化不大，预计进口增速回落至 25% 左右。本月购进价格指数快速下跌，主要与大宗商品略有调整有关，但近期国际大宗商品价格维持高位，我们预计该指数短期难以实质回调，输入型通胀压力或继续推高 PPI 的新涨价因素，但考虑到翘尾因素，12 月份 CPI 和 PPI 或分别回落至 4.5 和 5.8。本月从业人员指数也略有回落，主要原因或在于部分地区就业人员返乡，存在劳动力供需缺口，但随着工业持续调整，就业压力逐步显现或为趋势性原因。

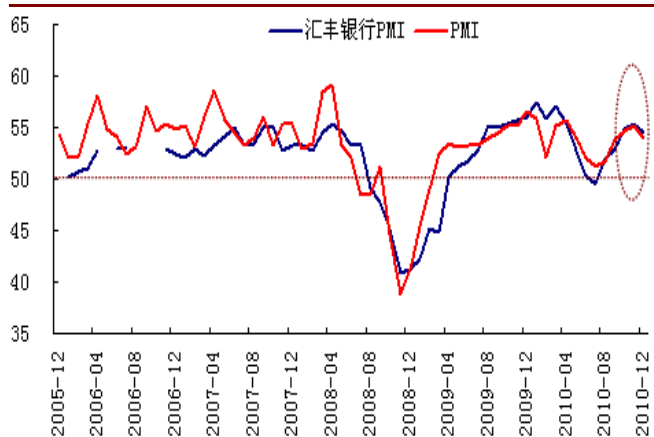
我们的预测与判断：整体来看，12 月份 PMI 虽然有所回落，但仍位于 50% 的景气度分界线上，经济仍处于扩张阶段，只是受到调控影响，出现阶段性回落，但我们需要持续观察需求回落的可持续性，由于积压订单指数连续攀升，库存压力或导致制造业景气度回落，结合工业企业利润增速，我们需要关注未来企业盈利回落的状况。

表 1：PMI 分项数据

项目	汇丰 PMI	PMI	生产	新订单	新出口订单	积压订单	产成品库存	采购量	进口	购进价格	原材料库存	从业人员	配送时间
12 月	54.4	53.9	57.5	55.4	53.5	50.7	48.7	56.8	50.4	66.7	50.8	51.5	49.6
11 月	55.3	55.2	58.5	58.3	53.2	50.5	47.7	57.4	50.6	73.5	49.7	52	48.9
同期	55.7	55.2	59.4	58.4	53.6	50.9	45.4	58.2	52.2	63.4	51.4	51.1	50.4

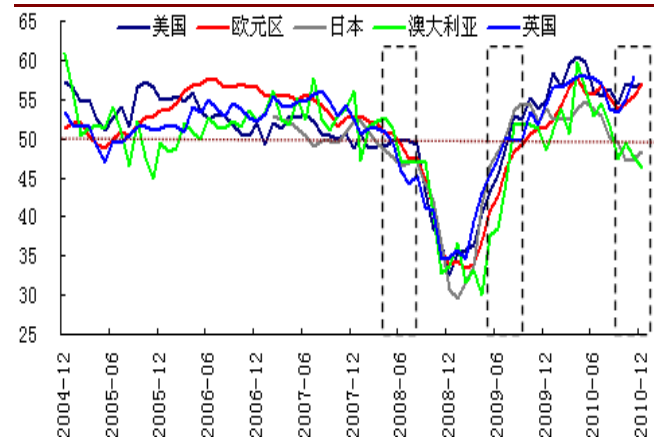
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 1：中国制造业指数 PMI



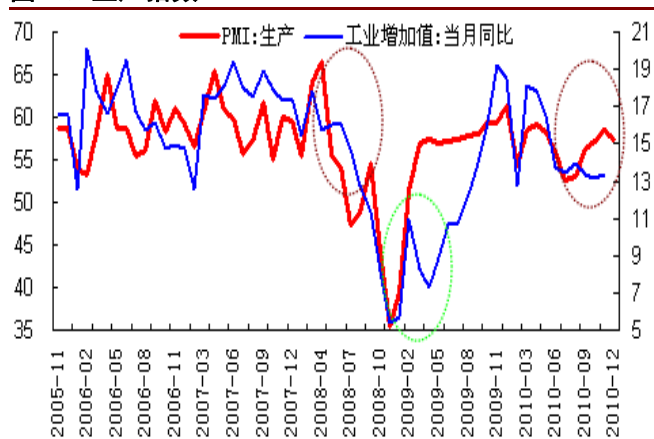
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：各国 PMI 数据



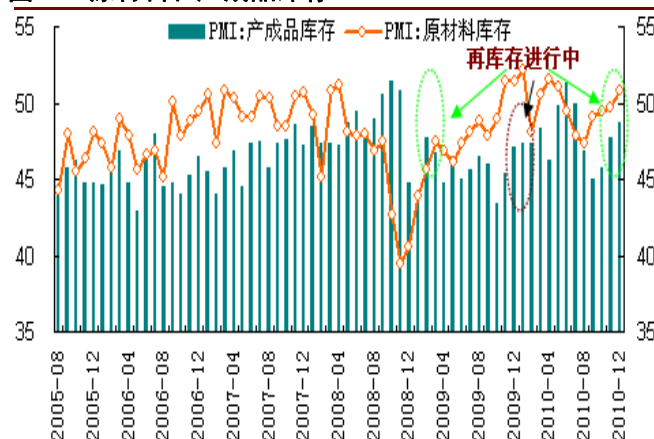
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 3：生产指数



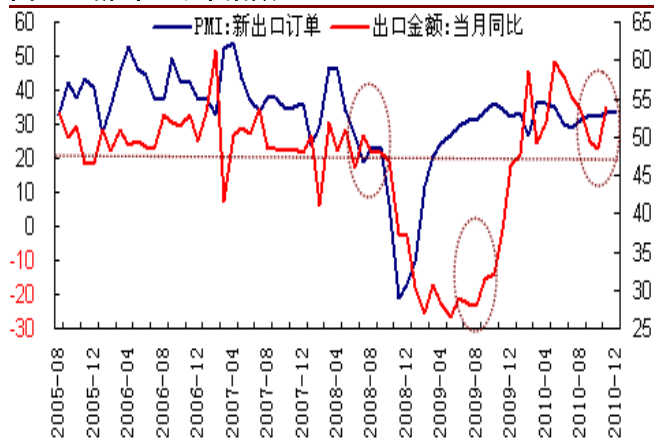
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 4：原材料和产成品库存



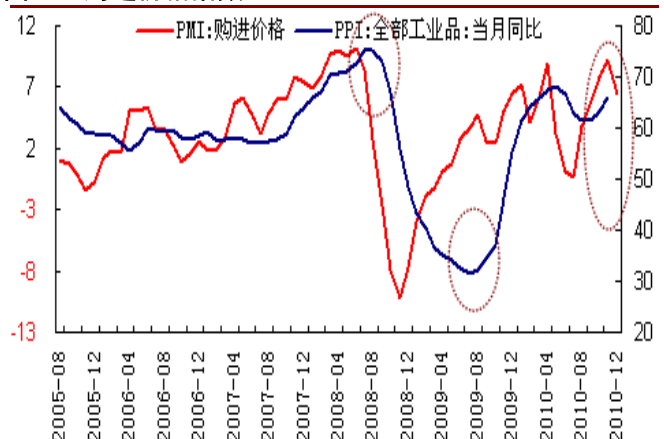
数据来源：WIND 山西证券研究所

图 5：新出口订单指数



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 6：购进价格指数



数据来源：WIND 山西证券研究所

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)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	