

2011年3月1日

分析师：黄琳
 联系电话：010-66290440
 邮箱：huangl@gsiq.com.cn
 执业证书编号：s0600200010037

研究员：强琪菁
 联系电话：010-66290442
 邮箱：qgjdangdang@yahoo.com.cn
 执业证书编号：s0600110100006

联系人：李雅娜
 联系电话：021-63122950
 邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《PMI 回升源自“季节性”和“小对冲”--宏观经济周报》

《调控微分化，经济软着陆，挖掘对冲的前瞻性信号--宏观经济周报》

《第二次“周期撞车”提前驶至--宏观经济周报》

《“修复”的尾声，震荡期的开始，风格将再次转换》

《逆周期思维的再诠释：现在开始前瞻强周期行业的“重估性”修复--宏观经济周报》

《“胀”将延续，“滞”正显现-》

《PMI：“紧缩”正在起作用》

《质变正在酝酿中》

《3月或将继续上调存款准备金率》

《通胀压力未减，惯性加强——2011年1月数据点评》

“紧缩”效应显现，警惕超调风险

事件：

中国物流采购联合会公布的2011年2月官方PMI为52.2%，较1月下滑0.7个百分点。2月汇丰PMI指数为51.5%，较1月下滑3个百分点。

2月官方PMI的11个分项指数呈现7跌4涨，下跌的分项指标个数较1月增加了1个。与1月相比，新出口订单、积压订单、进口和购进价格等分项指标小幅上涨，其余各项指标均下跌。其中采购量跌幅度最大，较1月回落3.2个百分点；其次是原材料库存，较1月大幅回落了2.5个百分点，下滑至50分界线以下；生产指数和产成品库存回落了1.5个百分点，具有领先意义的新订单库存回落0.6个百分点，降幅较1月扩大0.1个百分点。

12月 PMI 数据汇总

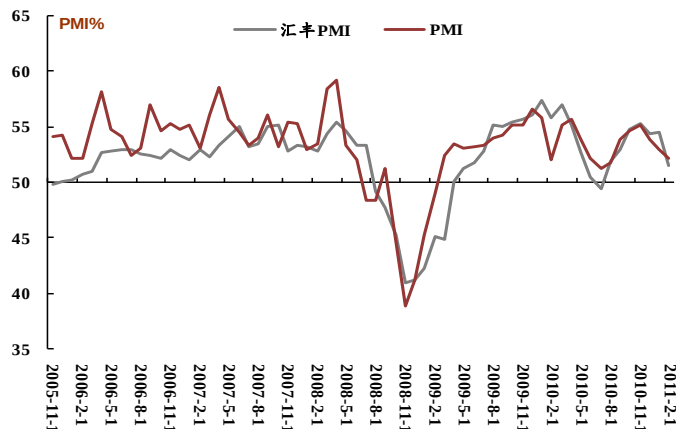
	2011-02	2011-01	2010-12	2010-11	2010-10	2010-09	2010-08	2010-07
PMI	52.20	52.90	53.90	55.20	54.70	53.80	51.70	51.20
PMI: 生产	53.80	55.30	57.50	58.50	57.10	56.40	53.10	52.70
PMI: 新订单	54.30	54.90	55.40	58.30	58.20	56.30	53.10	50.90
PMI: 新出口订单	50.90	50.70	53.50	53.20	52.60	52.80	52.20	51.20
PMI: 积压订单	46.60	46.50	50.70	50.50	50.20	50.90	48.20	46.80
PMI: 产成品库存	46.40	47.90	48.70	47.70	45.70	45.00	46.90	49.90
PMI: 采购量	54.50	57.70	56.80	57.40	58.30	56.20	51.90	52.20
PMI: 进口	53.90	53.00	50.40	50.60	52.80	52.90	48.40	49.30
PMI: 购进价格	70.10	69.30	66.70	73.50	69.90	65.30	60.50	50.40
PMI: 原材料库存	49.50	52.00	50.80	49.70	49.50	49.10	47.30	47.80
PMI: 从业人员	48.90	49.00	51.50	52.00	52.10	52.40	51.70	52.20
PMI: 供货商配送时间	48.20	49.50	49.60	48.90	49.30	50.40	50.70	49.90

数据来源：CFLP, 东吴证券整理。

评论:

- **货币政策累积效应逐步显现。**官方 PMI 指数自 2010 年 12 月起，连续 3 个月回落，回落速度逐步收窄；2 月汇丰 PMI 初值加速下滑至 51.5%，为 7 个月来的最低值，这印证了我们之前的观点制造业景气度正在调整。自去年 11 月以来，央行 5 次上调存款准备金率，3 次加息，旨在回收流动性并打压通胀，但不可避免地对内需产生负面影响。连续收紧货币政策的累积效应逐步显现。从分项指标来看，2 月新订单指数较 1 月回落 0.6 个百分点，而出口新订单指数较 1 月小幅上涨 0.2 个百分点，新订单减出口新订单的差自 1 月的 4.6% 下滑至 2 月的 3.4%，内需层面继续萎缩。具体原因可能有两点：一是严厉的货币政策导致银行放贷能力受限，资金成本提高，在一定程度上对企业的资产负债表产生了作用，企业对未来的需求和产能扩张能力预期下降，调整扩张步伐，货币政策累积效应向实体经济扩散；二是春节效应已提前释放，同居民消费密切相关的食品、饮料、烟草等制造业的生产增速有所回落。

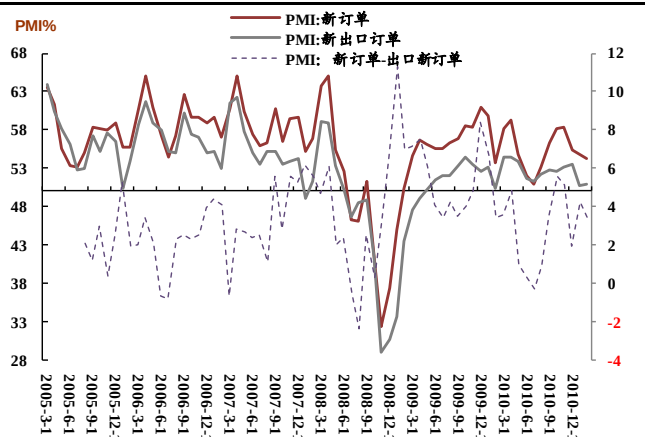
图 1: 2 月官方和汇丰 PMI 指数继续滑落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

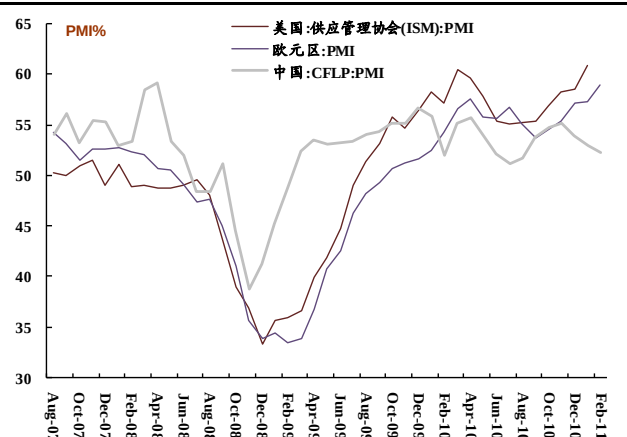
- **外需复苏强劲，部分对冲内需萎缩，但二季度后内外小周期或碰撞，须警惕政策超调风险。**2 月新订单指数较 1 月回落 0.6 个百分点，而出口新订单指数较 1 月小幅上涨 0.2 个百分点，外需增长强劲部分对冲内需萎缩。美国 PMI 连续 7 个月上涨，欧元区 PMI 连续 6 个月上涨，而中国 PMI 则连续 3 月下降。从近期 PMI 数据的分化，我们观察到内外经济周期的错位。随着美国 QE2 政策的推出，美国经济景气度逐步回升，消费支撑整体经济复苏持续性，而薄弱环节房地产市场和就业市场也逐步好转，整体经济进入加速复苏周期；欧元区在债务危机得到缓解的背景下，经济复苏步伐加快，德国经济发展强劲。外部经济景气度增强，步入上升周期。而国内随着紧缩政策力度的加强，累积效应开始向实体经济扩散，环比增速或已见顶，而同比或继续下滑，经济增速走入缓慢下降的周期。但内外小周期的错位使得经济下滑不会过快。从未来的趋势看，由于通胀高企，欧元区可能在年内加息；而美国在过了 QE2 的亢奋期后，经济复苏仍然会受到高失业率的影响，这可能使得外部经济小周期在 2 季度后上行速度减缓。此时又适逢紧缩政策累积效应的释放，内外小周期碰撞或让中国经济内生性增长动力快速下降，这种预期能否兑现取决于政策紧缩力度及持续的时间，须警惕政策超调风险。

图 2: 新订单连续回落, 出口新订单持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

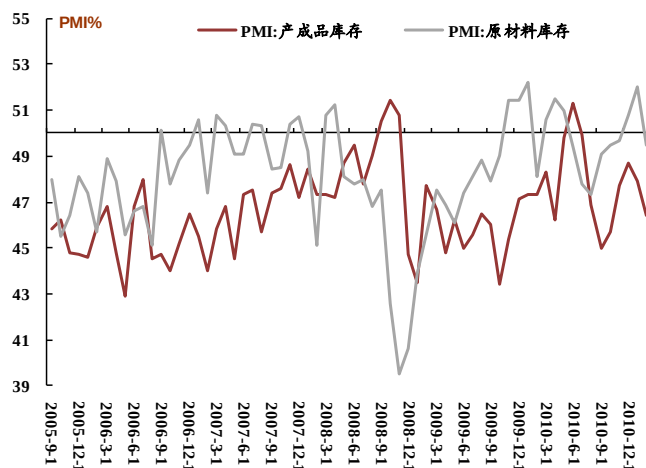
图 3: 外需向上, 内需向下



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所。

- **一季度进入制造业去库存小周期。**2 月 PMI 的产成品库存和原材料库存分别为 46.4% 和 49.5%，较 1 月分别下降 1.5 个百分点和 2.5 个百分点，整体一季度连续下降，说明企业在经历了四季度的一轮补库存后，开始再次去库存。我们认为推动本轮去库存的因素如下：一是去年四季度以来紧缩政策的累积效应扩散到企业层面，企业对未来产能扩张预期下降，调整企业库存，直接的证据就是采购量指数大降 3.2 个百分点；二是前期美国 QE2 所引发的生产资料价格上涨预期带动企业囤积库存，而目前此轮预期基本兑现，随着美国经济的好转，推出 QE3 的概率逐步降低，因此企业囤积库存动力逐渐消失。但最根本的原因还在于需求，本轮油价的暴涨同样推高生产资料价格，但内需的萎缩使得再次去库存化。由于诱发去库存的原因暂无转变，我们认为去库存进程将在下月得以延续。

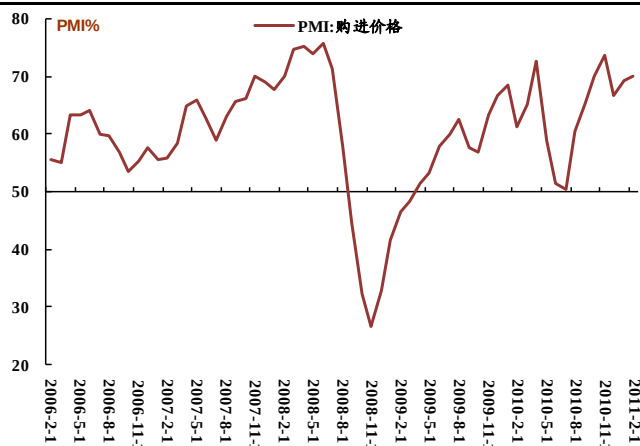
图 4: 2010 年 1-2 月产成品和原材料经历“去库存化”过程，3 月或将持续。



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

- **成本推动通胀压力加大。**2月PMI购进价格指数为70.1%，较1月上涨0.8个百分点。其中原材料与能源、中间品和生产用制成品购进价格指数均达到70%以上，而生活消费品类企业购进价格指数仍在60%以上，由此可见成本推升通胀压力依然较大。原材料价格的上涨对制造业产生明显的负面影响，如食品加工及农副食品制造业和纺织等行业发展已开始减速。我们认为原材料与能源价格的上涨主要来自输入性通胀，而油价高企和世界经济复苏步伐加快导致的大宗商品价格居高不下可能使成本推动通胀压力持续。

图 6: 成本推动通胀压力加大。



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>