

旺季不旺 PMI 回落验证经济存超调的判断

——4 月 PMI 数据点评

发布日期：2011 年 05 月 01 日

主要观点：

- 4 月份 PMI 数据回落至 52.9%，比 3 月份反而下降 0.5 个百分点。旺季不旺，新订单、新出口订单以及进口指数大幅下降 1 个百分点以上，远低于我们预期。PMI 指标验证我们二季度经济存超调的判断。
- 季调后的 PMI 环比再次下降 1.2 个百分点，至 50.03%，接近 50% 的临界点。而代表国内需求的新订单、新出口订单和进口指数季调后的值更是跌至 50% 以下，三者分别为 49.2%、47.45% 和 47.47%，三者都预示经济的增长动力将在未来几个月有较大幅度下降。
- 4 月份的 PMI 正快速验证我们之前的判断：即总体上我们对经济增速的过快下滑心存担忧，担忧原因是：需求端出现较大幅度回落，而短期内趋势难以改变。而这种回落正也正从下游行业向上游行业扩散，下游的医药、交运设备、家具等 PMI 指数低于 50%，上游的纺织、化工等也已低于 50%，中上游产业的增速将进一步受挤压。
- 购进价格小幅下降意味成本上涨有所收敛。4 月份 PMI 购进价格指数下降 2.1 个百分点至 66.1%。下降的主要原因在于主要金属价格的高位回落。经济增速回落正逐渐体现在原材料需求回落，短期内 PPI 上涨将趋缓。
- 我们不赞成经济过热需要进一步调控的观点，但也不同于经济增速全年趋势性下降的观点。当前先行指标有见底回升迹象，如果按照我们判断，加上适度的政策放松，三、四季度经济增速见底回升将是较大的可能。
- 当前的经济运行考验政策的取舍，是控物价加码还是稳增长再次抬头？至少经济下行将考验政策底线，如果接受经济低于 9% 的增速，那么政策将重在控通胀。但我们认为更可能的选择将是结合促转变而稳定经济增长。
- 二季度将是政策观望期并酝酿适度放松的时间窗口。调控力度有限，主要以公开市场操作回笼流动性，而人民币汇率也有望恢复双向波动。由此导致热钱诱发准备金率调整的可能性也降低，但 6、7 月仍可能加息 1 次。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

主要事件:

中国物流与采购联合会发布的 4 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.9%, 环比下降 0.5 个百分点。

点评:

1、旺季不旺, PMI 回落验证经济存超调的判断

2005 年有 PMI 统计指标以来, 除去 2009 年外, 每年的 3、4 季度都是 PMI 的大幅反弹, 呈年内高点的格局。但是 3 月份为 53.4%, 仅反弹 1.2 个百分点, 远低于平均 3 个百分点的水平, 而 4 月份 PMI 数据回落至 52.9%, 比 3 月份再下降 0.5 个百分点。远低于我们预期。原本是开工建设和生产旺季的四月份没有迎来反弹, 反而是新订单、新出口订单以及进口指数大幅下降 1 个百分点以上。PMI 指标验证我们二季度经济存超调的判断。

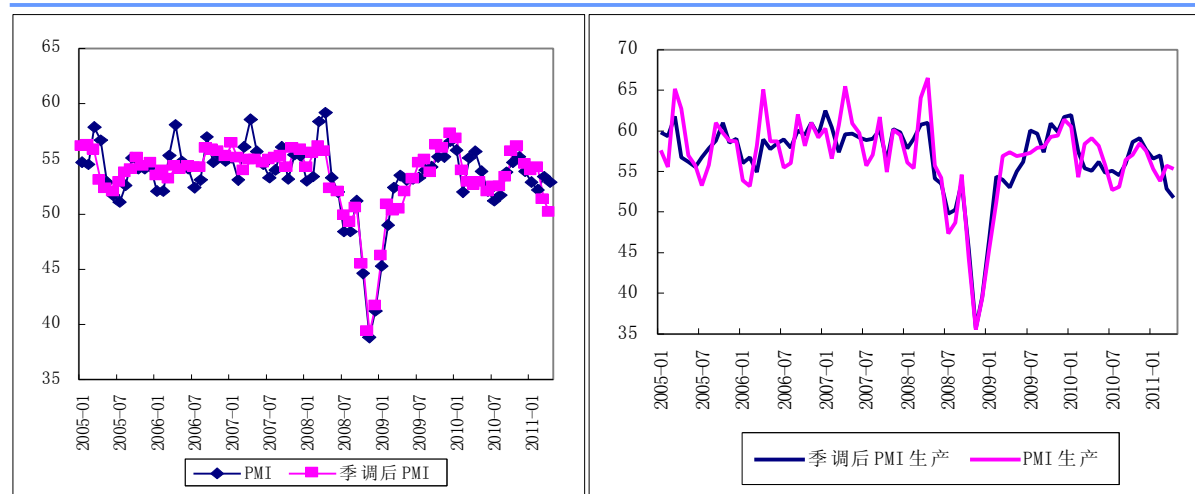
表 1: 历年 3、4 月份都是 PMI 的高点

	3 月	4 月	备注
2005	57.9	56.7	4 月份为年内第二高点
2006	55.30	58.10	4 月份为年内高点
2007	56.10	58.60	5 月份为年内高点
2008	58.40	59.20	6 月份为年内高点
2009	52.40	53.50	年内前低后高
2010	55.10	55.70	4 月份为年内第二高点
2011	53.40	52.90	下降明显

资料来源: wind, 东北证券

季调后的 PMI 环比再次下降 1.2 个百分点, 至 50.03%, 接近 50% 的临界点。而代表国内需求的新订单、新出口订单和进口指数季节调整后的值更是跌至 50% 以下, 三者分别为 49.2%、47.45% 和 47.47%, 三者都预示经济的增长动力将在未来几个月较大幅度下降。

图 1: PMI 季调后下降至 50.3%, 而生产指数已经下降至 51.3%



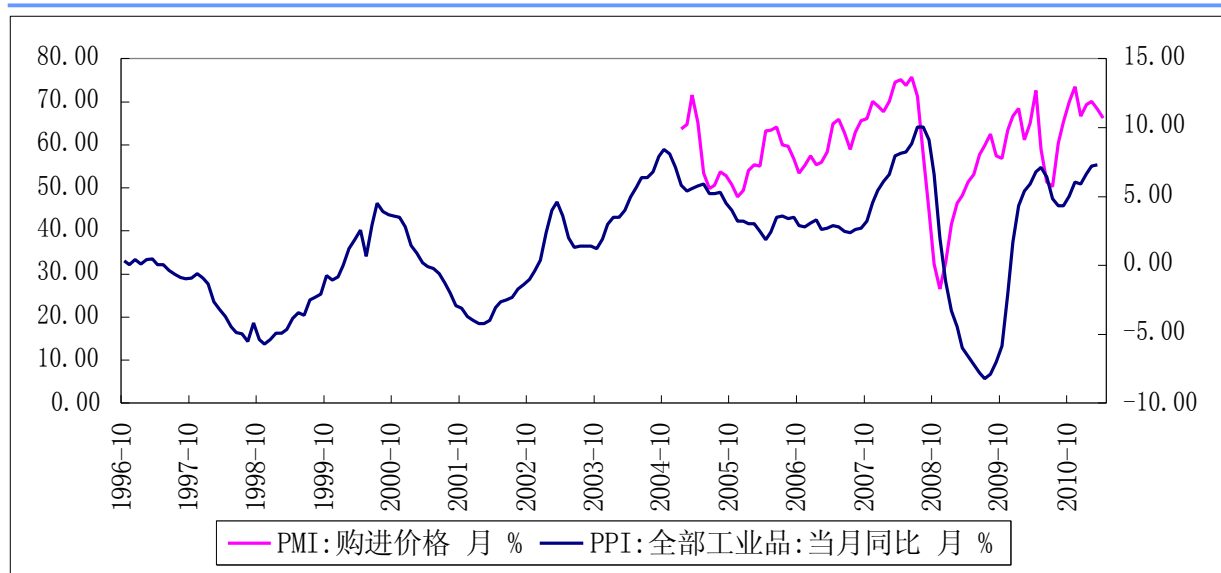
资料来源: wind, 东北证券

图 2：季调后 PMI 新订单指数和新出口订单指数都回落至 50%以下

资料来源：wind，东北证券

4 月份的 PMI 正快速验证我们之前的判断：即总体上我们对经济增速的过快下滑心存担忧，担忧原因是：需求端出现较大幅度回落，而短期内趋势难以改变。而这种回落也正从下游行业向上游行业扩散，从行业看，下游的医药、交运设备、家具等 PMI 指数低于 50%，由此导致上游的纺织、化工等也已低于 50%。如果需求进一步下降，中上游产业的增速趋势将进一步扩散。

购进价格小幅下降意味成本上涨有所收敛。4 月份 PMI 购进价格指数下降 2.1 个百分点至 66.1%。下降的主要原因在于主要金属价格的高位回落。经济增速回落正逐渐体现在原材料需求回落，短期内 PPI 上涨将趋缓。

图 3：PMI 购进指数回落 2.1 个百分点，PPI 涨幅趋缓

资料来源：wind，东北证券

二、二季度政策调控力度有限，将是观望期和酝酿适度放松的时间窗口

根据当前经济确定的下行趋势，我们不赞成经济过热需要进一步调控的观点，但也不同于经济增速全年趋势性下降的观点。当前先行指标有见底回升迹象，如果按照我们猜想，加上适度的政策放松，三、四季度经济增速见底回升将是较大的可能。

当前的经济运行将考验政策的取舍，是控物价加码还是稳增长再次抬头？至少经济下行将考验政府的忍耐度，如果接受经济低于 9% 的增速，那么政策将重在控通胀，但我们认为更可能的选择将是结合促转变而稳定经济增长，二季度将是政策观望期并酝酿适度放松的时间窗口。维持二季度政策观望，调控力度有限。主要以公开市场操作回笼流动性，而人民币汇率也将恢复双向波动。由此导致热钱诱发准备金率调整的可能性也降低，但 6、7 月仍可能加息 1 次。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。