



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011年6月1日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010001

pengws@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010052

sunml@cicc.com.cn

小幅走低仍维持扩张趋势

5月PMI点评

评论:

5月份PMI小幅走低,但仍处于扩张区间:5月份PMI较4月下降0.9个百分点至52.0%,延续了4月份开始的下降趋势,并开启了5-7月该指数季节性持续走低的进程(图表1)。然而,5月份PMI不但高于市场之前所预期的51.6%,且其下降幅度明显小于历史平均值(该指数公布6年以来,5月相对4月均有明显下降,平均降幅为3.0个百分点,图表2),说明总需求继续着宏观调控政策目标回落,但经济基本面依然良好,制造业仍维持扩张态势。

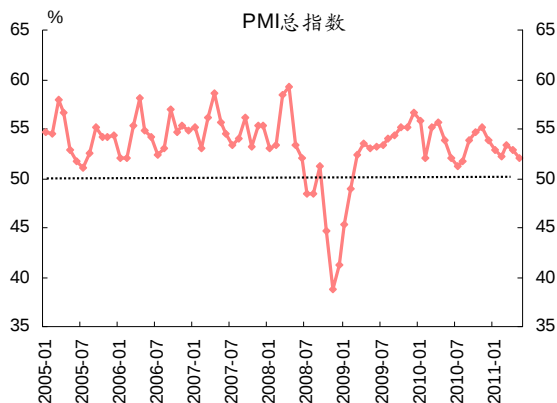
- ▶ 5月PMI继续走低,预示工业增加值和消费增速也将继续4月份的回落态势。企业实际利润4月份的降幅高于工业增加值同比降幅,企业利润率持续低位已成为制约制造业投资和生产扩大的意愿的主要因素。23日公布的5月份的HSBC的PMI预览指数为51.1%,比3月份终值下降0.7个百分点,同样证明了增长放缓的趋向。其降幅高于该指数历史同期0.2个百分点的下降幅度,说明紧缩性政策对于中小企业有更大的影响(HSBC的PMI指数采集样本更偏重于中小企业)。

分项指数显示生产活动走弱,但仍处于扩张区间

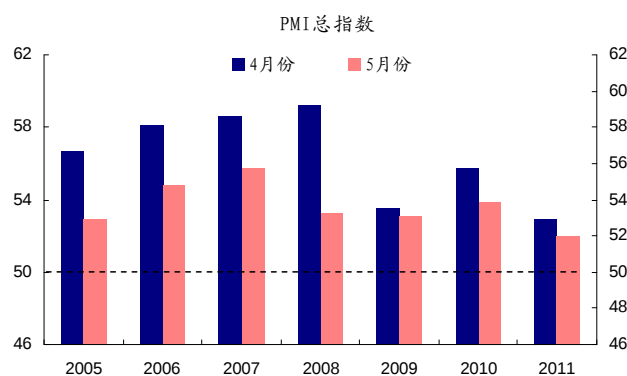
- ▶ **从各分项指数来看,**本月新订单指数为52.1%,比上月回落1.7个百分点;生产指数为54.9%,比上月回落0.4个百分点;进口指数为50.5%,比上月回落0.1个百分点;新出口订单指数为51.1%,比上月回落0.2个百分点;从业人员指数为50.9%,比上月回落0.9个百分点;购进价格指数为60.3%,比上月回落5.9个百分点(图表3)。
- ▶ **从PMI总指数的5个扩散指数看,**和过去6年5月份平均历史趋势比较,今年5月份的新订单指数、工业生产指数、新出口订单指数、进口指数的下降幅度均小于历史同期均值(图表4),购进价格指数回落幅度则明显加大。从占总指数30%比重的反映总需求的新订单指数来看,1.7个百分点的降幅更是明显低于历史平均的4.9个百分点,说明制造业扩张的基础依然稳固。反映外需的新出口订单指数则回落0.2个百分点至51.1%,降幅亦低于历史平均的1.0个百分点,说明外部经济的需求回升比较平稳。
- ▶ **上游通胀压力减弱,去库存正在进行。**5月份购进价格指数连续第3个月下降,较4月份下跌5.9个百分点至60.3%,降幅相当引人注目(3月和4月分别下降1.8和2.1个百分点,6年历史平均回落3.9个百分点),这显示在持续紧缩性政策的作用下,上游通胀压力的逐步缓解已经成为趋势性现象。同时,根据购进价格指数与PPI环比增速之间历来明显的相关关系(图表5),可以推算出5月份PPI环比涨幅为0.2%,同比增长6.4%,但生产环节导致的价格压力的减轻对居民消费价格的传导尚需时日。同时,5月份产成品库存下降0.9个百分点,原材料库存下降超过1个百分点,显示随着总需求的萎缩和通胀预期的减弱,企业的去库存过程正在加速进行。
- ▶ **PMI未来两月跌破50的可能性不大:**由于PMI指数在3月份升幅不如预期,4月份出现反季节性下降,而5-7月又有季节性降低,市场担心该指数近期内将跌破50。根据我们的计算,如果PMI在未来两个月维持过去6年的平均下降速率,则6月为50.9,7月为49.7;但由于原材料购进价格回落能够有效抑制内需决定的新订单的过快下跌,未来两月PMI回落可能延续5月份降幅收窄的态势,则跌破50的可能性虽然存在,但并不显著。

宏观政策短期内不会面临放松压力:PMI在5月份的下降幅度明显小于历史平均,而近期内PMI指数跌破50%、预示制造业实质性收缩的可能性又比较低(图表6)。在这种形势下,经济收缩对从紧的货币政策造成放松的压力也就不那么明显。另一方面,由于食品和非食品价格近期均面临的反季节上涨压力,6月份CPI有可能创出本轮通胀新高,三季度CPI也将维持在5%左右的较高水平。总之,货币政策短期内非但不存在放松的基础,反而面临进一步紧缩的可能性:我们维持6月份将加息一次的判断,并认为三季度将再加息一次,央行会继续使用包括存款准备金率在内的数量型工具控制货币和信贷增速,人民币升值的幅度也将逐渐增加,从紧的货币政策至少将持续到三季度末。

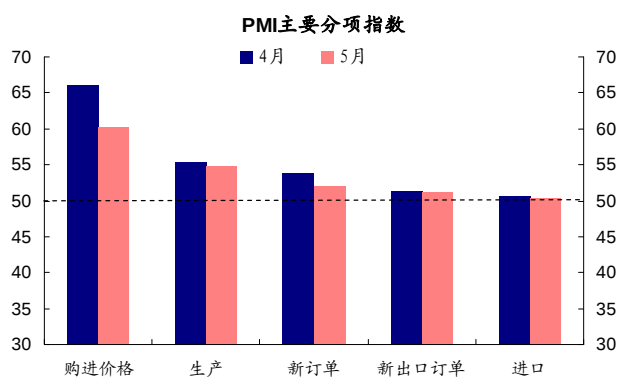
图表 1: 5 月 PMI 继续走低


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

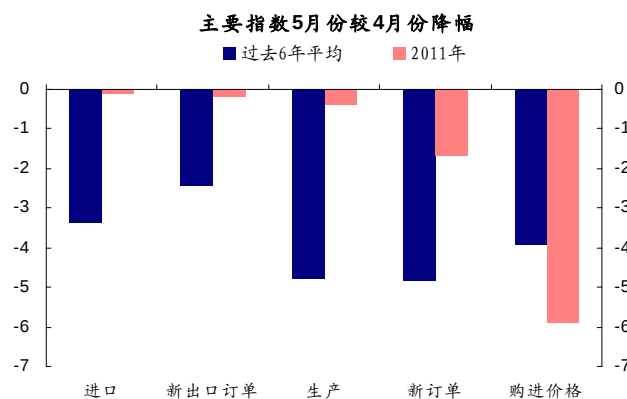
图表 2: ...但降低幅度明显小于过去 6 年平均值


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

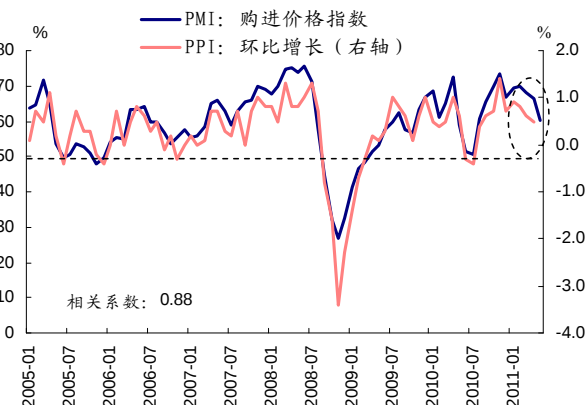
图表 3: 主要分项指数显示制造业仍处于扩张区间


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

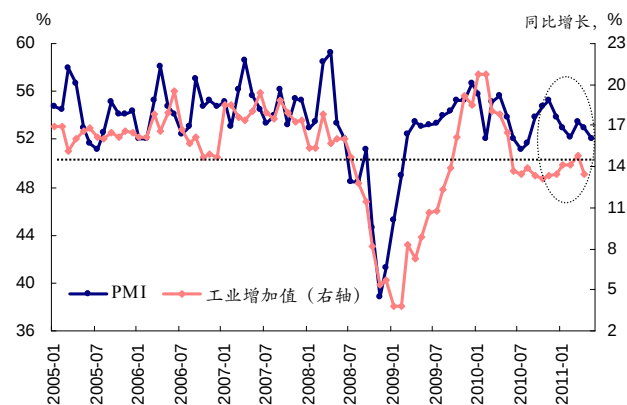
图表 4: 4 个主要扩散指数降幅也都小于历史均值


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

图表 5: 购进价格连续 3 月回落，减轻通胀压力


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

图表 6: PMI 跌破 50 的可能性较低



资料来源：Wind、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED