

产出反弹有望反复，确保通胀近期见顶

2011 年 6 月 PMI 点评

分析师

刘启元

S0740210070010

021-20315155

liuqy@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 1 日

分析师

张治

S0740210080016

021-20315180

zhangzhi@qlzq.com.cn

投资要点

事件：6 月制造业调查报告显示，6 月的 PMI 指数为 50.9%，较上月下降 1.1 个百分点，下降幅度较上月扩大 0.2 个百分点。季节调整（X12，乘法）后的 PMI 比上月下降 0.1 个百分点。

■ PMI 低于预期，产出反弹有望反复，为控制通胀预期创造条件

6 月份的 PMI 原值延续下降趋势，低于预期，这表明在通胀压力持续上升的背景下，政策延续了紧缩的态势。预计 6 月份的工业增加值环比增速有可能出现反复，这对控制通胀预期、确保通胀于近期见顶非常有利。

■ 新订单指数继续大幅下降，生产指数下降幅度放缓

在 PMI 分项指标中，新订单指数较上月下降 1.3 个百分点，季调后上升 0.5 个百分点；生产指数较上月下降 1.8 个百分点，季调后比上月下降 0.5 个百分点。

新订单指数原值下降幅度降低，而生产指数下降幅度扩大，符合预期，这表明生产的下降可能仍将持续，但下降幅度可能会降低。季调后的新订单指数连续两月上升，而生产指数出现了下降，我们认为这是对 5 月经济反弹过快的正常反应：季调后新订单指数持续回升表明经济的回升方向基本已经确定，但由于过快的复苏会给通胀带来压力，因此要控制复苏节奏，所以本月的生产指数出现了下降，我们认为这是控制通胀预期的必要前提。

■ 购进价格指数下降的趋势仍在持续

6 月购进价格指数为 6.7%，较上月下降 3.6 个百分点，季调后下降 4.9 个百分点。

购进价格指数在去年 11 月份达到高点，随后开始了回落，尽管在 2 月份出现了反弹，但下降的趋势已经确认，季调后的数据反映的更加明显。购进价格指数的下降表明持续回落的需求对通胀的压力在持续减弱。

■ 产成品库存再积累，生产复苏并非线性

6 月产成品库存指数比上月上升 1 个百分点至 51%，季调后的产成品库存指数上升 0.66 个百分点；原材料库存下降 1 个百分点至 48.5%，季调后下降 1.2 个百分点。

产成品库存指数再次上升、原材料库存继续下降令人困惑，我们的理解是，上个月经济的反弹让企业短期转为乐观，因此加大生产，但对通胀的担心使得中央对经济的调控持续，经济反弹的速度不及企业预期，产成品重新积累，但企业对中期经济的预期仍未改观，原材料库存的削减仍在持续。

■ 进口与经济一起重回弱势

6 月新出口订单指数较上月下降 0.6 个百分点，季调后较上月上升 0.2 个百分点，出口仍然处于弱势复苏的过程中。

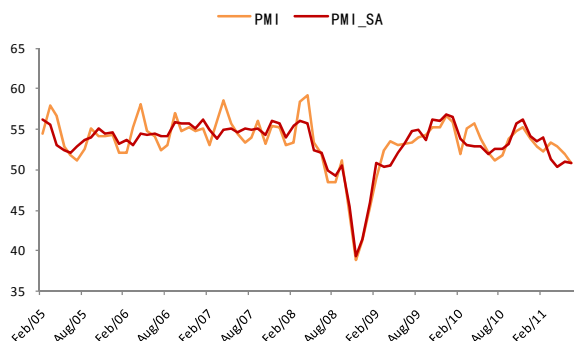
6 月进口指数较上月下降 1.8 个百分点，季调后较上月下降 1.4 个百分点。与总体产出一致，进口在本月又出现了放缓，但产出已经处于底部也预示着进口的弱势情况有可能在近期出现缓慢的改观。

■ PMI 低于预期，产出反弹有望反复，为控制通胀创造条件

根据中国物流与采购联合会最新公布的 2011 年 6 月制造业调查报告，6 月份 PMI 指数为 50.9%，较上月下降 1.1 个百分点，下降幅度较上月扩大。季节调整（X12，乘法）后的 PMI 比上月下降 0.1 个百分点。

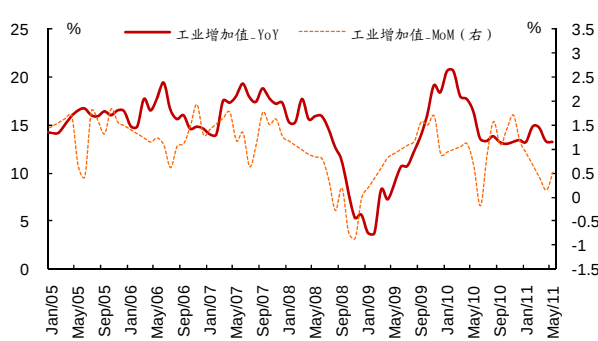
6 月份的 PMI 原值延续下降趋势，低于预期，这表明在通胀压力持续上升的背景下，政策延续了紧缩的态势。预计 6 月份的工业增加值环比增速有可能出现反复，这对控制通胀预期、确保通胀近期见顶非常有利。

图表 1: PMI 低于预期，产出反弹有望反复



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 工业环比增速已处于底部



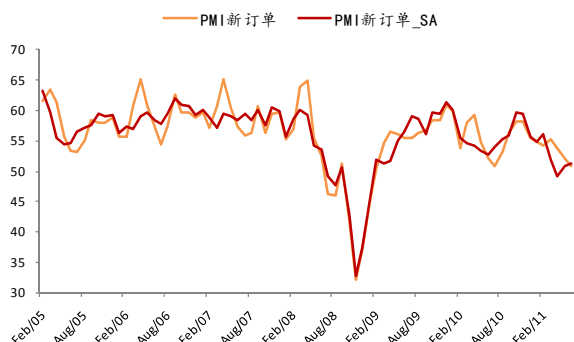
来源：齐鲁证券研究所

■ 新订单指数降幅缩窄，生产指数降幅扩大

在 PMI 分项指标中，新订单指数较上月下降 1.3 个百分点，季调后上升 0.5 个百分点；生产指数较上月下降 1.8 个百分点，季调后比上月下降 0.5 个百分点。

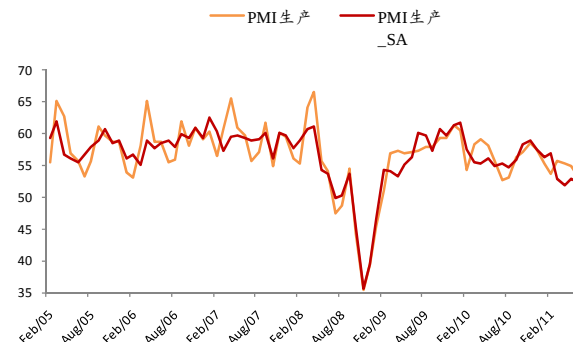
新订单指数原值下降幅度降低，而生产指数下降幅度扩大，符合预期，这表明生产的下降可能仍将持续，但下降幅度可能会降低。季调后的新订单指数连续两月上升，而生产指数出现了下降，我们认为这是对 5 月经济反弹过快的正常反应：季调后新订单指数持续回升表明经济的回升方向基本已经确定，但由于过快的复苏会给通胀带来压力，因此要控制复苏节奏，所以本月的生产指数出现了下降，我们认为这是控制通胀预期的必要前提。

图表 3: 真实新订单指数继续回升



来源：齐鲁证券研究所

图表 4: PMI 生产指数仍将下跌



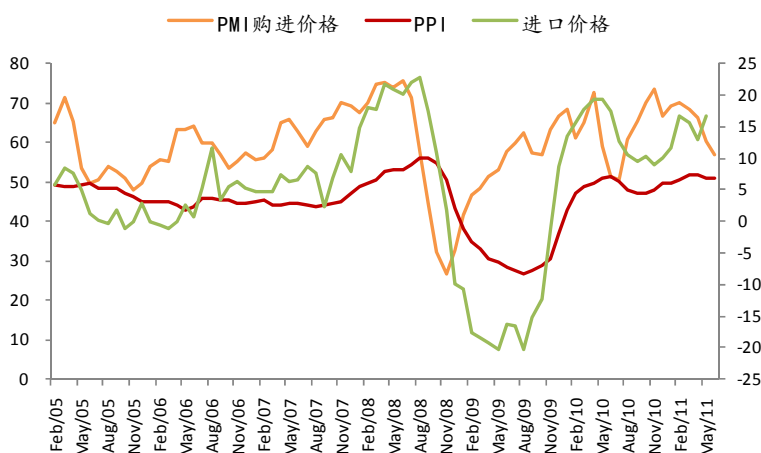
来源：齐鲁证券研究所

■ 购进价格指数下降的趋势仍在持续

6月购进价格指数为6.7%，较上月下降3.6个百分点，季调后下降4.9个百分点。

购进价格指数在去年11月份达到高点，随后开始了回落，尽管在2月份出现了反弹，但下降的趋势已经确认，季调后的数据反映的更加明显。购进价格指数的下降表明需求的持续回落对通胀的压力在减弱。

图表5：购进价格指数下降的趋势仍在持续



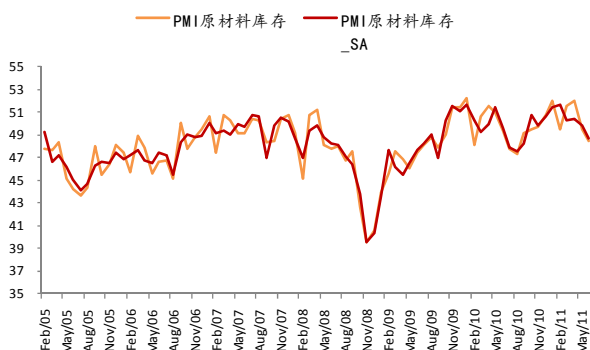
来源：齐鲁证券研究所

■ 产成品库存再积累，生产复苏并非线性

6月产成品库存指数比上月上升1个百分点至51%，季调后的产成品库存指数上升0.66个百分点；原材料库存下降1个百分点至48.5%，季调后下降1.2个百分点。

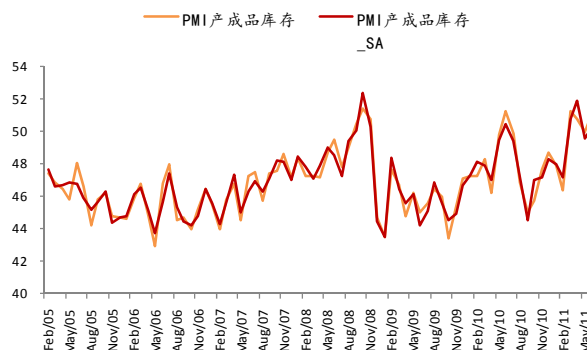
产成品库存指数再次上升、原材料库存继续下降令人困惑，我们的理解是，上个月经济的反弹让企业短期转为乐观，因此加大生产，但对通胀的担心使得政策调控持续，经济反弹的速度不及企业预期，产成品重新积累，但企业对中期经济的预期仍未改观，原材料库存的削减仍在持续。

图表6：原材料库存仍在下降



来源：齐鲁证券研究所

图表7：产成品库存大幅下降，库存削减正在进行



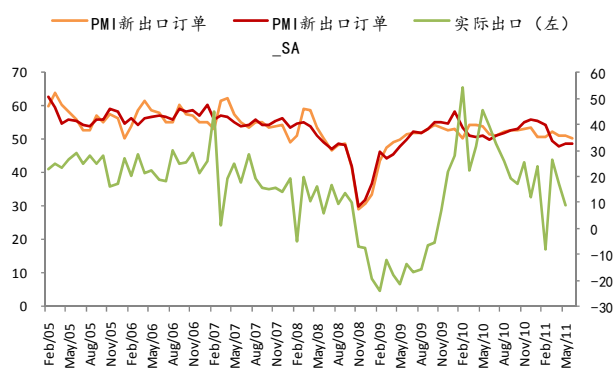
来源：齐鲁证券研究所

■ 进口与经济一起重回弱势

6 月新出口订单指数较上月下降 0.6 个百分点，季调后较上月上升 0.2 个百分点，出口仍然处于弱势复苏的过程中。

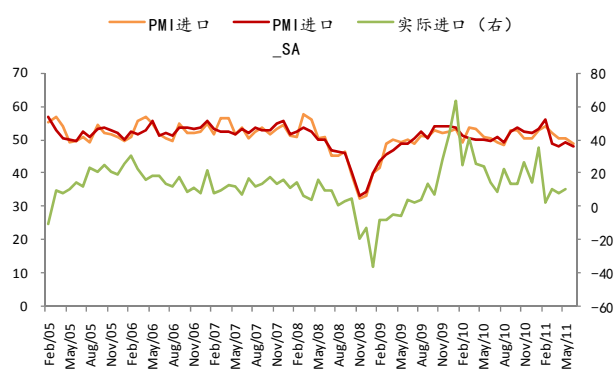
6 月进口指数较上月下降 1.8 个百分点，季调后较上月下降 1.4 个百分点。与总体产出一致，进口在本月又出现了放缓，但产出已经处于底部也预示着进口的弱势情况有可能在近期出现改观。

图表 8：出口订单指数继续下降



来源：齐鲁证券研究所

图表 9：进口与经济一起重回弱势



来源：齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308