

工业生产还有快速下降的要求 紧缩政策将结束

——6月 PMI 数据点评

发布日期：2011年07月01日

主要观点：

- PMI 回落至 50.9%，低于市场预期。但验证我们上月提出的 PMI 温和回落不反映需求企稳，不保经济平稳回落。
- 我们强调已是开始新的库存调整周期，而非短期去库存。原因在于需求放缓，由需求端的放缓到生产端的加快调整正体现了牛鞭效应，加上本来的高库存，新一轮的库存调整周期到来，去库存非短期能完成。
- 需求的放缓来自两个数据的验证：新订单指数和进口指数的大幅回落。新订单指数回落 1.4 个百分点，再次大于新出口订单指数的回落 0.6 个百分点，说明内需进一步在下降。
- 而需求放缓导致的生产加大放缓的牛鞭效应进一步体现。本月生产下降 1.8 个百分点，对比前两个月下降 0.4 个百分点，降速明显加快。且原材料库存快速下降至 48% 附近，表明企业生产主动减速，以降低库存。
- 但产成品库存指数回升至 51%，表明企业的主动去库存速度仍未抵挡主下游需求降速带来的被动补库存。去库存压力不减反增，压力较大，预计后期的生产仍有加快减速的要求，经济进一步恶化。
- 而购进价格指数回落 3.6 个百分点表明生产需求进一步下降，同时也表明 PPI 环比涨幅进一步回落，物价的成本推动减弱，这有利于物价的冲高回落。鉴于经济确定的下行以及库存高位，购进价格和 PPI 将进一步回落。
- 我们维持原先的观点，即二、三季度经济继续回调，不排除存在超调的可能，GDP 增速有可能回落 9%，甚至略下方的可能。
- 由于近期食品价格上涨，6 月份 CPI 可能高达 6.4%，但我们认为经济将快速下行的态势开始显露，政策将在 7 月份开始转向，6 月份的财政政策密集出台已经明示政策微调，控通胀将被稳增长代替。虽不排除加息一次的可能，但更有可能停止紧缩政策。而转为结合促转变的稳增长，关注财政政策的结构性拉动。

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 6 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.9%, 环比下降 1.1 个百分点。

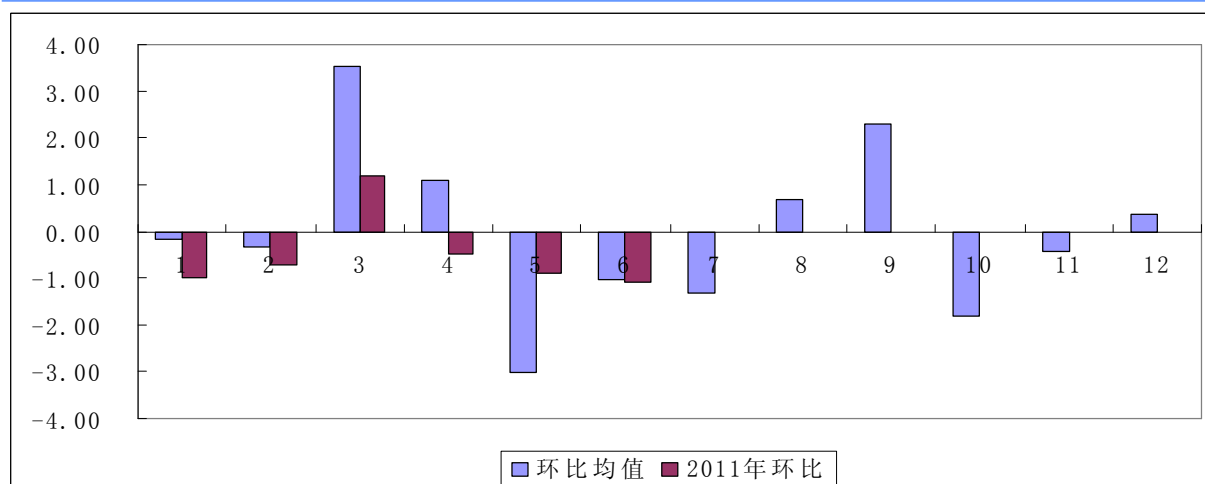
点评:

一、PMI 加快回落, 验证上月温和回落为虚的判断

6 月份 PMI 指数从 5 月份的 52% 快速下降 1.1 个百分点至 50.9%, 从上个月的温和下降转为加快回落。我们曾在上月的 PMI 点评中指出, 5 月份仍位于 52%, 当月降速远低于 3.02% 的历史均值主要是 3、4 月份的低基数, 并不代表需求的企稳, 难以乐观。

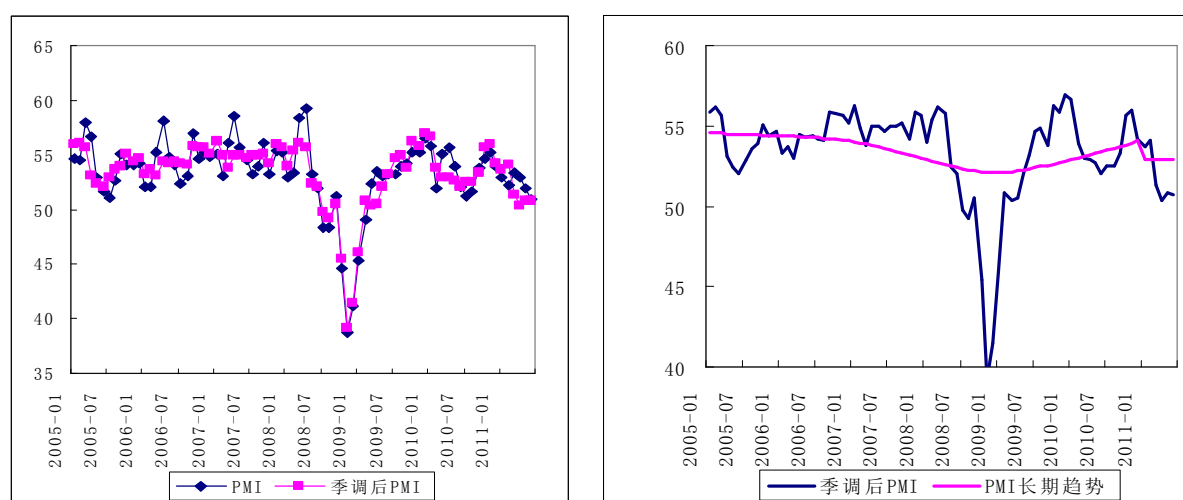
而本月份 PMI 环比回落超过历史均值, 表明有季节性因素的下拉作用, 但快速回落验证之前提出的降速主要是需求的回落, 而非企稳。

图 1: 6 月份 PMI 环比回落加快, 超过均值



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 季调的 PMI 再次回落, 且低于潜在增速

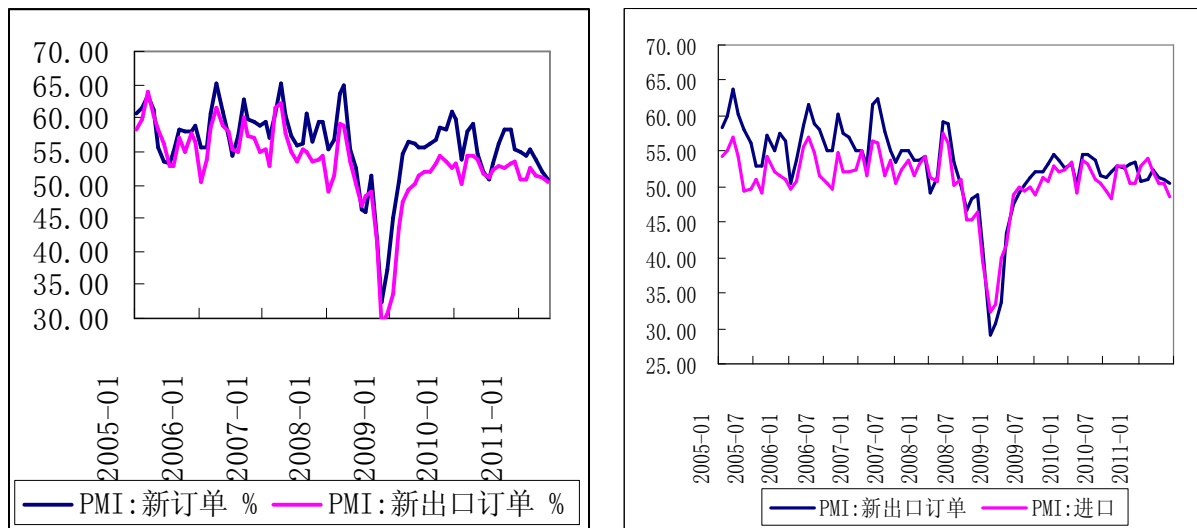


资料来源: wind, 东北证券

2、生产有进一步快速下降的要求

我们认为，实体经济的需求仍处于下降趋势，需求的放缓来自两个数据的验证：新订单指数和进口指数的大幅回落。新订单指数回落 1.4 个百分点，再次大于新出口订单指数的回落 0.6 个百分点，说明内需进一步在下降。

图 3：新订单指数回落超过新出口订单指数，内需下降明显

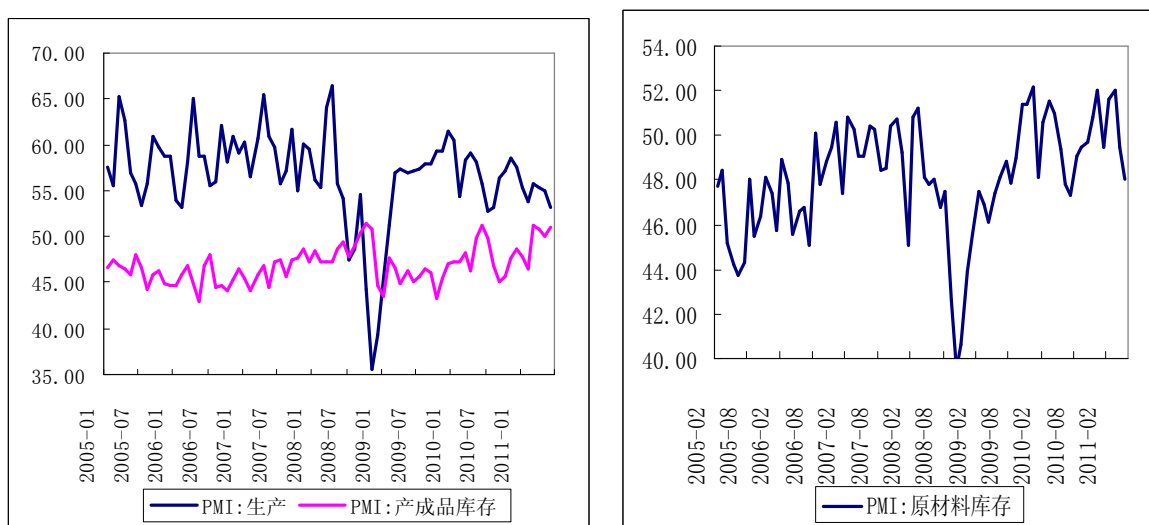


资料来源：wind，东北证券

而需求放缓导致的生产加大放缓的牛鞭效应进一步体现。本月生产下降 1.8 个百分点，对比前两个月下降 0.4 个百分点，降速明显加快。且原材料库存快速下降至 48% 附近，表明企业生产主动减速，以降低库存。

但产成品库存指数回升至 51%，表明企业的主动去库存速度仍未抵挡主下游需求降速带来的被动补库存。去库存压力不减反增，压力较大，预计后期的生产仍有加快减速的要求，经济进一步恶化。

图 4：产成品库存再次回升，去库存压力增加，新库存调整开始

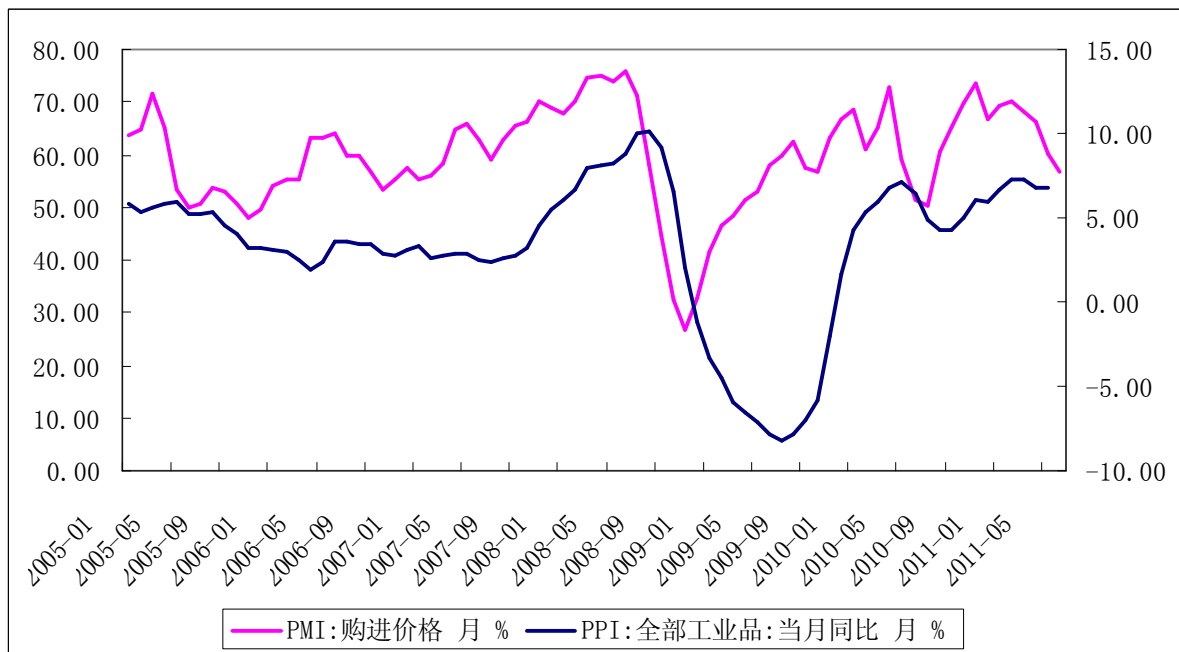


资料来源：wind，东北证券

3、购进价格指数继续回落预示 PPI 环比涨幅趋缓

购进价格指数回落 3.6 个百分点表明生产需求进一步下降,同时也表明 PPI 环比涨幅进一步回落,物价的成本推动减弱,这有利于物价的冲高回落。鉴于经济确定的下行以及库存高位,购进价格和 PPI 将进一步回落。

图 5: PMI 购进指数回落 3.6 个百分点, PPI 环比涨幅趋缓



资料来源: wind, 东北证券

4、经济仍存超调可能 紧缩政策或将就此结束

我们维持原先的观点,即二、三季度经济继续回调,不排除存在超调的可能, GDP 增速有可能回落 9%,甚至略下方的可能。

由于近期食品价格上涨,6 月份 CPI 可能高达 6.4%,但我们认为经济将快速下行的态势开始显露,政策将在 7 月份开始转向,6 月份的财政政策密集出台已经明示政策微调,控通胀将被稳增长代替。虽不排除加息一次的可能,但更有可能停止紧缩政策。而转为结合促转变的稳增长,关注财政政策的结构性拉动。

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。