



PMI 跌破荣枯分水岭

数据与事件:

- 7月汇丰制造业 PMI 预发布值公布, 降至 48.9。
- 穆迪表示紧缩计划对意大利地方政府评级影响负面。
- 11 年上半年社会融资总量公布, 2 季度增速下降。

报告摘要:

- 持续下降的 PMI 指数意味着针对于高通胀的紧缩政策的累积效应得到显现, 对于政策紧缩的预期造成制造业经理人采购意愿的持续减少。低于 50 的数值表明, 中国制造业可能出现了一定的萎缩, 紧缩政策可能已经开始伤害实体经济。但是由于汇丰 PMI 的调查样本主要是中小企业, 此次的数据还仅仅是预发布值, 就此断言中国宏观经济开始紧缩还为时尚早, 还需要观察一周之后公布的官方的 PMI 数据来确认制造业的真实形势。
- 继希腊, 葡萄牙爱尔兰之后, 意大利很可能成为下一个被穆迪下调评级的国家。目前意大利的借债成本已经处于十多年以来的最高水平。我们认为欧元区当局在应对希腊问题上的难以协调依然是危机蔓延的主要原因, 欧元区能否在希腊问题上尽快达成统一将决定意大利危机后续发展的走向。
- 2011 年上半年社会融资规模为 7.76 万亿元, 比上年同期少 3847 亿元。其中, 人民币贷款增加 4.17 万亿元, 同比少增 4497 亿元; 外币贷款折合人民币增加 3361 亿元, 同比多增 1179 亿元; 委托贷款增加 7028 亿元, 同比多增 3829 亿元; 信托贷款增加 913 亿元, 同比少增 5102 亿元; 银行承兑汇票增加 1.33 万亿元, 同比少增 441 亿元; 企业债券净融资 6588 亿元, 同比多 90 亿元; 非金融企业境内股票融资 2677 亿元, 同比多 274 亿元。总体来说, 二季度社会融资总量较第一季度环比出现了下降, 信贷规模的扩张得到了一定程度的控制, 由于紧缩政策, 预计第三四季度融资总量增速将进一步下降。

宏观经济研究组

分析师:

郇彬 (S1180511050001)

联系人:

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

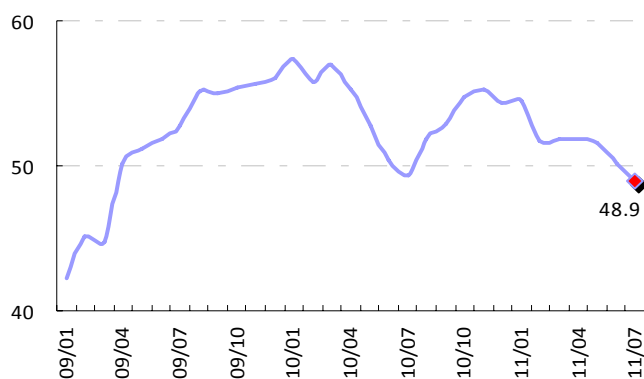
相关研究

- 流动性锦标赛: 大经济体货币政策前瞻 2011-04-24
- 消费的新支点: 个税改革与保障房建设 2011-04-06
- 日本大地震的经济余波与风险提示 2011-03-13
- 全球宏观大图景中东篇: 油与血 2011-03-13
- 2011 年宏观经济十大预测: 从危机后到后危机 2011-01-11
- 全球宏观经济大图景: 三次失衡、三个世界、三足鼎立 2010-11-23
- 日本: 高收入水平陷阱 2010-09-27
- 欧元本纪系列 2010-04-2010-09
- 亚洲升腾: 贸易分工, 货币锚定和地缘博弈 2010-08-09
- 全球宏观大图景: 危机纪年表 2010-01-07

汇丰制造业 PMI 跌破荣枯分水岭

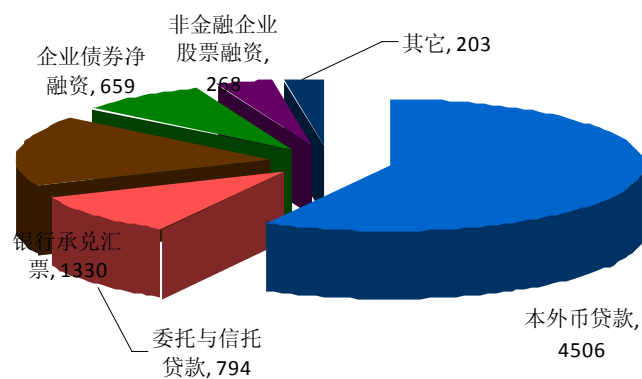
中国 7 月汇丰制造业 PMI 预发布值由 50.1 降至 48.9，跌破荣枯分水岭，创 28 个月以来的新低。这一数据延续了数月以来 PMI 数据下降的趋势，经济活动降温明显。我们认为，持续下降的 PMI 指数意味着针对于高通胀的紧缩政策的累积效应得到显现，对于政策紧缩的预期造成制造业经理人采购意愿的持续减少。低于 50 的数值表明，中国制造业可能出现了一定的萎缩，紧缩政策可能已经开始伤害实体经济。但是由于汇丰 PMI 的调查样本主要是中小企业，此次的数据还仅仅是预发布值，就此断言中国宏观经济开始紧缩还为时尚早，还需要观察一周之后公布的官方的 PMI 数据来确认制造业的真实形势。

图 A-1: 汇丰 PMI 走势 (%)



数据来源: Bloomberg, CEIC; 宏源证券研究所

图 A-2: 2011 年 2 季度社会融资总额构成

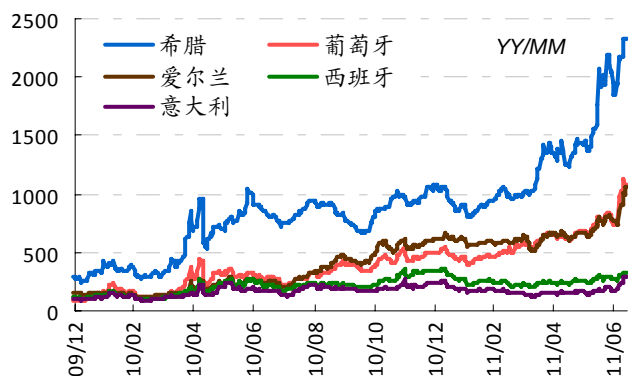


数据来源: Bloomberg, CEIC; 宏源证券研究所

穆迪提示意大利主权债务风险

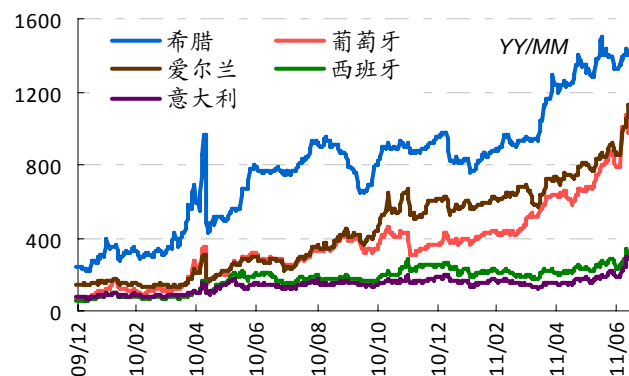
国际评级公司穆迪 7 月 18 日在周报中表示，意大利紧缩计划对区域和地方政府的信用评级影响负面，因此限制了地区和城市的资本投资能力，会阻碍该国经济发展，报告显示意大利 33 个接受评级区域和地方政府的 2/3 被列入评级下调观察名单，继希腊，葡萄牙爱尔兰之后，意大利很可能成为下一个被穆迪下调评级的国家。目前意大利的借债成本已经处于十多年以来的最高水平。我们认为欧元区当局在应对希腊问题上的难以协调依然是危机蔓延的主要原因，欧元区能否在希腊问题上尽快达成统一将决定意大利危机后续发展的走向。

图 A-3: 5 年期主权资产 CDS 报价 (BP)



数据来源: Bloomberg, CEIC; 宏源证券研究所

图 A-4: 十年期国债到期收益率与德国之差 (BP)



数据来源: Bloomberg, CEIC; 宏源证券研究所

二季度中国社会融资总量增速下降

2011年上半年社会融资规模为 7.76 万亿元，比上年同期少 3847 亿元。其中，人民币贷款增加 4.17 万亿元，同比少增 4497 亿元；外币贷款折合人民币增加 3361 亿元，同比多增 1179 亿元；委托贷款增加 7028 亿元，同比多增 3829 亿元；信托贷款增加 913 亿元，同比少增 5102 亿元；银行承兑汇票增加 1.33 万亿元，同比少增 441 亿元；企业债券净融资 6588 亿元，同比多 90 亿元；非金融企业境内股票融资 2677 亿元，同比多 274 亿元。总体来说，二季度社会融资总量较第一季度环比出现了下降，信贷规模的扩张得到了一定程度的控制，由于紧缩政策，预计第三四季度融资总量增速将进一步下降。

附表 1: 全球宏观指标监控与预测

	2010	2011	2012	2010				2011			2012	
实际GDP(%)				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
发达国家 (G7)												
美国	+2.9	+2.5	+3.0	+1.7	+2.6	+3.1	+1.9	+2.0 ↑	+3.2	+3.2	+2.8	+3.0
欧盟	+1.8	+2.0	+1.7	+2.0	+2.0	+2.0	+2.5	+1.8 ↓	+1.8	+1.9	+1.5	+1.7
日本	+4.0	-0.6	+2.9	+0.0	+3.6	-2.9	-3.5	-3.0 ↑	+4.9	+4.2	+3.3	+2.6
英国	+1.3	+1.3	+1.9	+1.6	+2.5	+1.5	+1.6	+0.9 ↓	+0.6	+1.6	+1.7	+1.9
德国	+3.6	+3.4	+2.0	+3.9	+3.9	+3.8	+4.8	+3.2 ↓	+2.9	+2.9	+2.0	+2.0
法国	+1.5	+2.2	+1.6	+1.5	+1.6	+1.4	+2.2	+2.1 ↓	+2.1	+2.2	+1.6	+1.7
意大利	+1.3	+0.9	+1.3	+1.5	+1.4	+1.5	+1.0	+0.9 ↓	+0.9	+1.1	+1.3	+1.2
加拿大	+3.2	+2.9	+2.6	+2.3	+2.5	+3.1	+3.9	+1.8 ↓	+3.0	+2.9	+2.8	+2.7
发展中国家 (金砖四国)												
中国	+10.3	+9.5	-	+10.3	+9.6	+9.8	+9.7	+9.5 ↓	+9.3	+9.4	+9.6	+9.3
印度	+9.0	-	-	+9.3	+8.9	+8.3	+7.8	+8.2 ↑	+8.2	+8.5	+8.3	+9.2
俄罗斯	+4.0	+4.6	+4.5	+5.0	+3.1	+4.5	+4.1	+4.5 ↑	+6.1	+4.6	+5.0	+4.9
巴西	+7.6	+4.0	+4.1	+9.2	+6.7	+5.0	+4.2	+3.8 ↓	+3.9	+3.9	+3.9	-
	2010	2011	2012	2010		2011					2012	
CPI(同比, %)				Q3	Q4	Q1	5月	6月	Q2	Q3	Q4	Q2
发达国家 (G7)												
美国	+1.6	+3.1	+2.1	+1.1	+1.3	+2.1	+3.6	+3.6 =	+3.5	+3.4	+3.2	+2.5
欧盟	+1.6	+2.6	+2.0	+1.7	+2.0	+2.5	+2.7	+2.7 =	+2.7	+2.7	+2.5	+2.0
日本	-0.7	+0.4	+0.3	-0.8	+0.1	+0.0	+0.3	-	+0.5	+0.6	+0.5	+0.4
英国	+3.3	+4.4	+2.6	+3.1	+3.4	+4.1	+4.5	+4.2 ↓	+4.4	+4.4	+4.4	+3.3
德国	+1.2	+2.3	+1.9	+1.2	+1.6	+2.2	+2.3	+2.3 =	+2.5	+2.4	+2.2	+1.9
法国	+1.7	+2.2	+1.7	+1.8	+1.9	+2.0	+2.0	+2.1 ↑	+2.2	+2.5	+2.3	+1.9
意大利	+1.6	+2.5	+2.0	+1.7	+2.0	+2.3	+2.6	+2.7 ↑	+3.0	+2.7	+2.4	+2.1
加拿大	+1.8	+2.8	+2.2	+1.8	+2.3	+2.6	+3.7	-	+3.3	+3.0	+2.7	+2.4
发展中国家 (金砖四国)												
中国	+3.3	+5.0	-	+3.5	+4.7	+5.1	+5.5	+6.4 ↑	+5.6	+5.3	+4.6	+4.0
印度	+12.1	-	-	+10.3	+9.2	+9.0	+8.7	-	+5.3	+4.5	-	-
俄罗斯	+6.9	+9.0	+7.7	+6.2	+8.1	+9.5	+9.6	+9.4 ↓	+9.5	+8.4	+8.2	+7.8
巴西	+5.0	+6.2	+5.0	+4.6	+5.6	+6.1	+6.6	+6.7 ↑	+6.6	+7.0	+6.2	+5.3

数据来源: CEIC, Bloomberg; 实际 GDP 为同比或者环比则年率, CPI 为同比除了中国、美国、欧盟和日本以外, 其它的预测数据来自 Bloomberg, 为各机构预测的中位数; 宏源证券研究所

附表 2：一周市场监控汇总

2011/7/22 9:31	2008	2009	2010			2011			最近值	周变动
资本市场（期末值）			6月	9月	12月	4月	5月	6月	2011/7/22	
国内										
上证综合指数	1833	3263	2427	2611	2760	2912	2706	2728	2766	-1.59%
深证成份指数	6558	13644	9509	11224	12139	12313	11478	11913	12301	-1.12%
中小板指数	2876	5591	4929	6236	6681	6050	5488	5720	6056	-1.35%
创业板指数	-	-	-	927	1117	913	834	836	915	-1.87%
国外										
标普美国500指数	891	1126	1041	1145	1258	1364	1331	1307	1344	+2.67%
标普欧洲350指数	825	1046	1002	1069	1131	1159	1136	1100	1105	+1.26%
东京日经225指数	8860	10546	9571	9559	10229	9850	9505	9797	10010	+0.75%
香港恒生指数	14236	21497	20249	22379	22999	23721	23184	22061	21987	+0.21%
“金砖四国”										
俄罗斯RTS指数	625	1427	1356	1495	1770	2027	1866	1895	1973	+1.69%
圣保罗IBOVESPA指数	37550	68588	61978	69228	69305	66133	63954	62334	60263	+0.98%
印度孟买Sensex30指数	9716	17344	17534	19956	20389	19132	18232	18694	18436	-0.98%
中国沪深300	1833	3559	2592	2875	3064	3193	2955	3000	3059	-1.82%
外汇市场（期末值）	2008	2009	2010			2011			最近值	周变动
			6月	9月	12月	4月	5月	6月	2011/7/22	
美元指数	81.3	77.9	86.0	78.7	79.0	72.9	74.6	74.3	74.6	-0.80%
人民币(RMB/USD)	6.83	6.83	6.78	6.69	6.61	6.49	6.48	6.46	6.45	-0.09%
12月NDF升水(RMB/USD)	0.15	-0.16	-0.12	-0.15	-0.13	-0.18	-0.12	-0.09	-0.07	-0.14%
欧元(USD/EUR)	1.40	1.43	1.22	1.36	1.34	1.48	1.44	1.45	1.43	+0.86%
日元(JPY/USD)	90.6	93.0	88.4	83.5	81.1	81.2	81.5	80.6	78.7	-0.53%
英镑(USD/GBP)	1.46	1.62	1.49	1.57	1.56	1.67	1.64	1.61	1.62	+0.19%
港币(HKD/USD)	7.75	7.75	7.79	7.76	7.77	7.77	7.78	7.78	7.79	+0.05%
商品市场（期末值）	2008	2009	2010			2011			最近值	周变动
			6月	9月	12月	4月	5月	6月	2011/7/21	
CRB商品价格指数										
CRB综合现货指数	315	421	419	487	520	570	565	550	555	-0.22%
CRB粮食现货指数	294	345	349	433	440	504	502	485	501	-0.18%
CRB工业原料现货指数	330	483	475	528	584	620	612	601	595	-0.24%
CRB金属现货指数	403	809	721	877	1006	1078	1048	1036	1068	+0.88%
主要商品与航运										
波罗的海综合运费指数	774	3005	2406	2446	1773	1269	1480	1413	1328	-2.85%
布伦特原油（美元/桶）	70.1	86.5	79.8	85.9	95.2	124.9	116.0	112.4	118.4	+1.81%
WTI原油（美元/桶）	69.2	86.4	79.9	85.3	94.3	114.8	103.7	96.0	98.7	+2.74%
国际现货黄金(美元/盎司)	882	1097	1242	1308	1421	1564	1536	1500	1600	+0.77%
LME铜(美元/吨)	3042	7342	6484	8006	9650	9296	9202	9414	9734	+1.30%
LME铝(美元/吨)	1508	2197	1951	2322	2461	2759	2662	2503	2506	+1.20%
CBOT玉米(美元/吨)	474	448	406	481	562	670	673	621	675	-0.55%
CBOT大豆(美元/吨)	1030	1007	915	1085	1309	1374	1364	1294	1387	+0.23%
CBOT小麦(美元/吨)		659	584	722	845	847	832	614	692	-2.19%

数据来源：WIND，Bloomberg；宏源证券研究所

附表 3: 一周利率监控汇总

	2008	2009	2010			2011			最近值	周变动
国际利率(期末值,% ,年)			6月	9月	12月	4月	5月	6月	2011/7/21	(BP)
G4政策利率与国债收益率										
美国联邦基金目标利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	未调整..
美国10年期国债	2.212	3.837	2.931	2.510	3.294	3.286	3.061	3.160	2.945	-0.9
欧元区一年主要再融资利率	2.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	未调整..
欧元区德国10年期国债	2.951	3.387	2.577	2.278	2.963	3.239	3.020	3.025	2.767	+2.9
英国央行基准利率	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	未调整..
英国10年期国债	3.020	4.015	3.355	2.950	3.396	3.430	3.292	3.380	3.074	-3.3
日本无抵押隔夜拆借利率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	未调整..
日本10年期国债	1.174	1.295	1.091	0.940	1.128	1.210	1.165	1.140	1.092	+1.4
风险偏好										
TED(3m)	134.4	19.8	35.9	13.2	17.8	23.2	20.5	23.1	23.5	+0.9
穆迪BAA-AAA企业债利差	337.0	106.0	139.0	104.0	110.0	81.0	76.0	76.0	85.0	+3.0
LIBOR-OIS(3m)-美元	124.5	8.6	32.8	11.0	11.8	15.5	15.3	12.9	15.0	+0.0
LIBOR-OIS(3m)-欧元	116.0	26.9	21.4	14.2	33.8	12.1	23.3	14.7	26.8	+5.2
LIBOR-OIS(3m)-英镑	73.3	18.1	15.4	14.4	10.1	13.1	12.2	12.3	12.0	-0.3
LIBOR-OIS(3m)-日元	164.9	17.0	23.9	23.0	23.2	27.5	28.5	29.1	30.0	-0.2
5年期主权资产CDS										
日本	46.4	67.7	92.5	61.7	72.4	78.5	86.8	90.8	91.2	+0.5
德国	46.8	26.6	44.7	39.0	58.4	43.4	39.2	42.8	58.0	+2.4
西班牙	99	111	265	230	350	237	251	270	341	+22.5
葡萄牙	92	91	311	409	500	653	679	745	1092	+18.8
希腊	230	281	910	793	1074	1350	1420	1952	2373	+50.6
	2008	2009	2010			2011			最近值	周变动
国内利率(期末值,% ,年)			6月	9月	12月	4月	5月	6月	2011/7/22	(BP)
政策利率										
金融机构存款准备金率	15.5	15.5	17.0	17.0	18.5	20.5	21.0	21.5	21.5	未调整..
一年期居民储蓄存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.75	3.25	3.25	3.25	3.50	未调整..
一年期贷款利率	5.31	5.31	5.31	5.31	5.81	6.31	6.31	6.31	6.56	未调整..
银行间国债到期收益率										
一年期	1.15	1.59	1.92	1.92	3.24	2.85	2.98	3.47	3.72	+18.0
五年期	1.79	2.99	2.67	2.72	3.58	3.48	3.39	3.51	3.74	+16.0
十年期	2.76	3.64	3.31	3.33	3.91	3.89	3.84	3.89	4.05	+13.0
央票发行利率										
三个月	1.005	1.328	1.570	1.570	2.016	2.917	2.917	3.080	3.080	未调整..
一年期	2.250	1.761	2.093	2.093	2.512	3.306	3.306	3.498	3.498	未调整..
三年期	4.560	4.560	2.680	2.650	3.000	3.000	3.800	3.890	3.890	未调整..
SHIBOR										
SHIBOR-隔夜	0.947	1.147	2.268	2.598	4.522	2.499	3.843	4.998	4.738	+51.7
SHIBOR-一周	1.006	1.565	2.619	2.841	6.387	2.940	3.847	6.599	5.353	+54.9
SHIBOR-一个月	1.226	1.795	3.883	3.507	6.169	4.143	4.627	7.567	5.908	+64.6

数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。