

内外需力量博弈短期处于均衡 生产将平稳调整

——8月 PMI 数据点评

发布日期：2011年09月01日

主要观点：

- **PMI 预期中反弹，但反弹高度有限，预示生产仍将继续面临调整。**本月 PMI 反弹至 50.9%，反弹回升在于国内需求改善导致的生产有所恢复。但外需风险显现，外需下降使得 PMI 反弹高度低于历史值。
- **新出口订单 27 个月来首次跌破 50% 界限，外需面临较大风险。**8 月份 PMI 的新出口订单指数降至 48.3%，为 7 年来当月环比最大降幅，年底的外需订单没有如期来临，外需增长面临较大不确定性。
- **内需继续回升，弥补外需下降。**本月新订单指数持平于 51.1%，而在新出口订单下降 2.1 个百分点的背景下，新订单稳定表明内需进一步改善。内外需力量博弈暂时处于均衡状态，需求暂时稳定。
- **生产有所反弹，但预计高度和长度有限。**预示生产走势的指标并没有形成一致的走向预期。从生产、积压订单和产成品库存看，生产将有所改善。但是采购量、原材料和就业指数表明企业并没有加快生产。面对不确定的外需，企业生产短期化，尚难形成一致的长期向好预期。
- **未来三四个内外需力量基本平衡的可能性较大，经济运行难以明显偏离当前轨迹。**短期看下游内需稳定，短期去库存速度放缓，而外需虽有下降，但考虑到新年的季节性消费拉动，外需失速的可能性较小，预计在 15%-20% 区间是较大可能。因此，预计工业生产和经济总体不会失速，短期仍将沿下行轨迹调整。
- **购进价格指数略有回升，中下游涨价推动的可能性较大。**本月购进价格指数回升 0.9 个百分点至 57.2%，结束了近半年的下调，考虑到 8 月份上游原材料价格的回落，预计回升源自中下游产品的涨价推动。不过，只要上游原材料价格不明显回升，这种涨价推动作用将有限。
- **鉴于外需的风险的显现，预计国内政策将更加谨慎。**在准备金计算范围调整后，预计不会有新的紧缩政策，而财政政策将加大扶持，以对冲外需风险。

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:

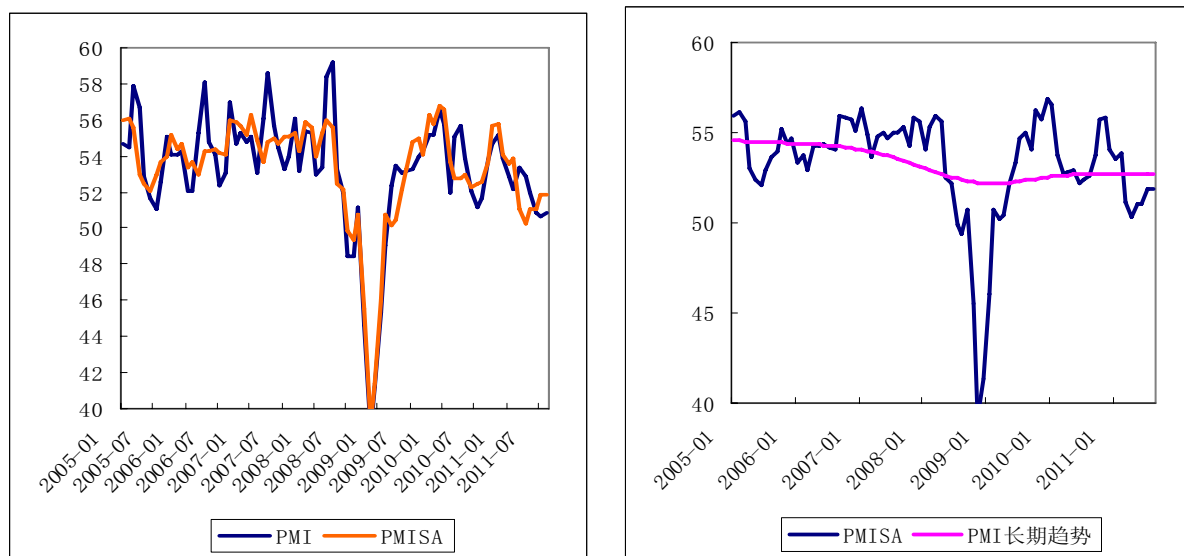
中国物流与采购联合会发布的 8 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.9%, 环比提高 0.2 个百分点。

点评:

1、PMI 小幅回升但低于历史值, 反弹力度有限

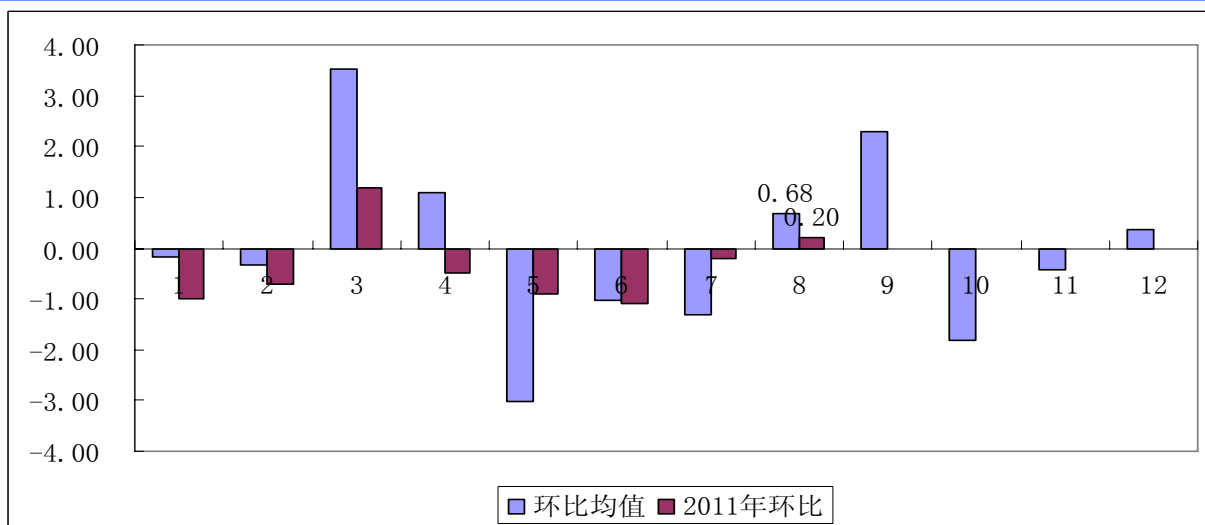
本月 PMI 反弹 0.2 个百分点, 至 50.9%。但反弹力度有限, 远低于历史经验值, 2005-2010 年 6 年间 8 月的平均值为 52.3%, 比 7 月份回升的平均值为 0.68 个百分点。显然, 本月反弹 0.2 个百分点反映经济增长动力仍然相对疲弱。反弹的来源在于内需的企稳, 而外需的较大下降限制了 PMI 的反弹高度。

图 1: PMI 再次回升, 但季调下降, 且低于潜在增速, 回升力度有限



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 8 月份 PMI 环比反弹幅度低于历史均值



资料来源: wind, 东北证券

2、内需回升，外需下降，内外需力量博弈短期均衡

本月 PMI 小幅回升的主要因素在于需求稳定下生产有所回暖。其中，新订单指数持平于 51.1%，但本月新出口订单继续较大幅度回落，从 50.4% 回落 2.1 个百分点至 48.3%，表明外需下降的风险开始显现。

新出口订单为 27 个月来首次跌破 50% 界限。而当月增速下降 2.1 个百分点为 7 年来当月环比最大降幅，年底的外需订单没有如期来临，预示外需增长的不确定性。

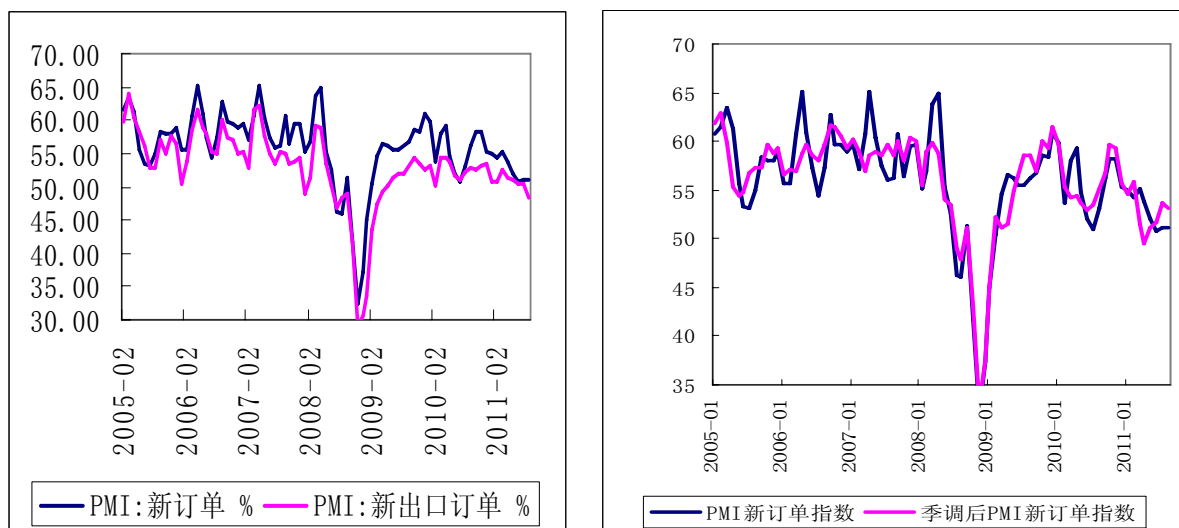
在新出口订单下降 2.1 个百分点的背景下，新订单稳定表明内需进一步改善。内外需力量博弈暂时处于均衡状态，需求暂时稳定。

表 1: 历年 8 月份新出口订单的增长情况

时间	PMI:新出口订单	比 7 月增减
2005-08	52.90	0.10
2006-08	55.00	-0.20
2007-08	55.20	1.70
2008-08	48.40	1.70
2009-08	52.10	0.00
2010-08	52.20	1.00
2011-08	48.30	-2.10

资料来源: wind, 东北证券

图 3: 新订单指数持平，但季调后回落，表明需求在外需冲击下仍不稳定



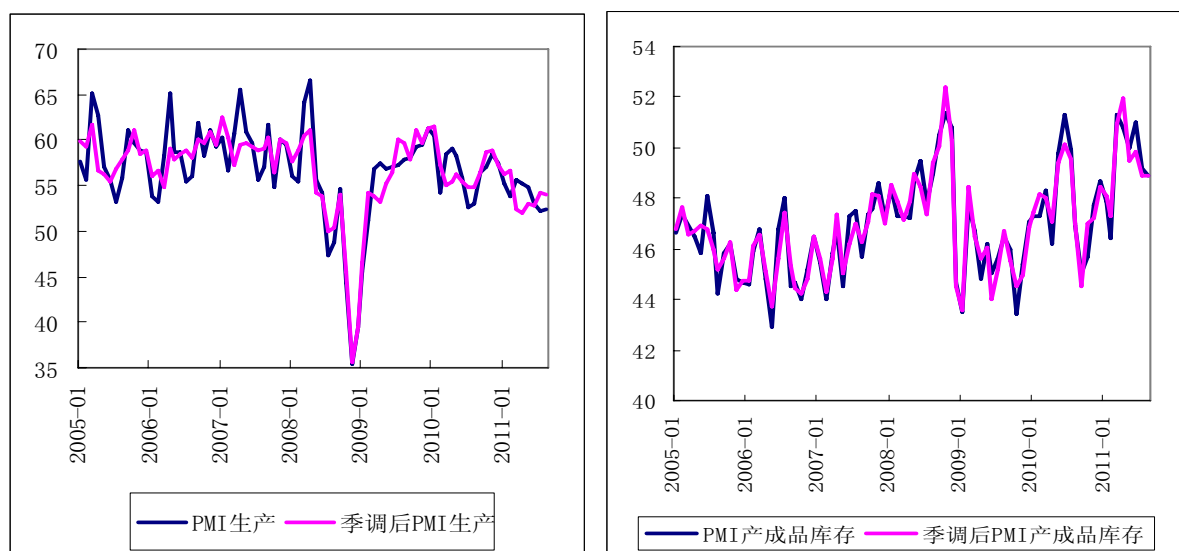
资料来源: wind, 东北证券

3、PMI 生产指数回升，但仍未得到数据的全面支持，反弹高度和长度有限

预示生产走势的指标并没有形成一致的走向预期。从生产、积压订单和产成品库存指数看，生产有所改善。其中，生产指数回升 0.2 个百分点至 52.3%，积压订单也提高 1.1 个百分点，且产成品库存下降至 48.9%，仅下降 0.3 个百分点，降幅放缓，表明生产将略有好转。

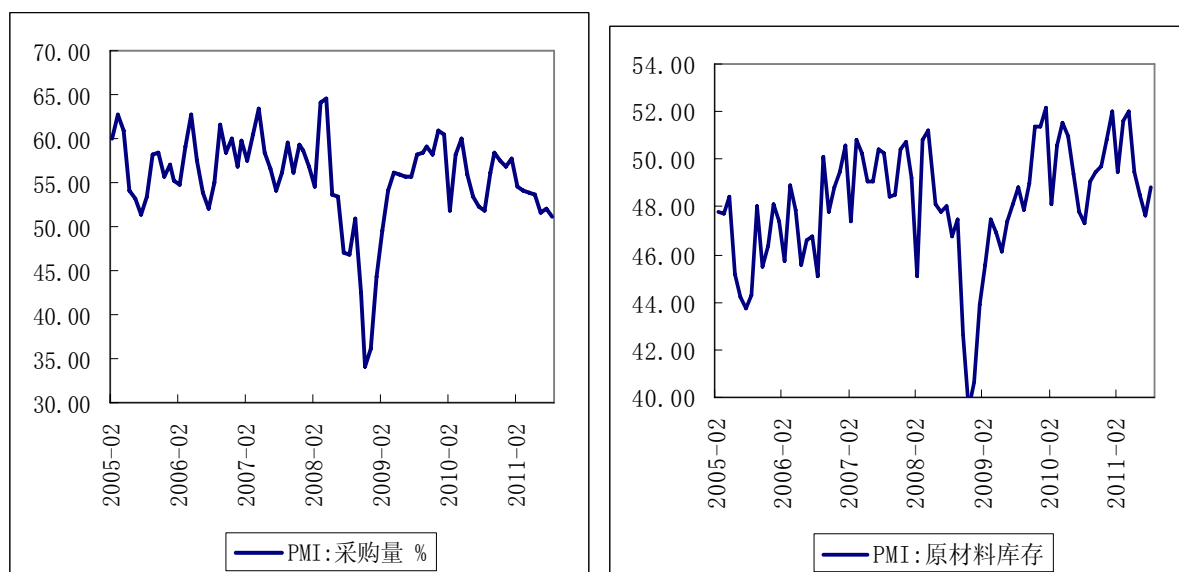
但是采购量、原材料库存和从业指数表明企业并没有加快生产。7月份的采购量指数曾回升0.5个百分点，但8月份回落0.8个百分点至51.2%，原材料库存提高了1.2个百分点至48.8%，表明企业生产意愿并未得到提升，生产仍处于主动去库存阶段，预计工业生产难以扭转生产的下行趋势。

图4：生产、产成品库存指数反映工业生产有所回暖



资料来源：wind，东北证券

图5：采购量和原材料库存表明企业生产意愿并未明显提升

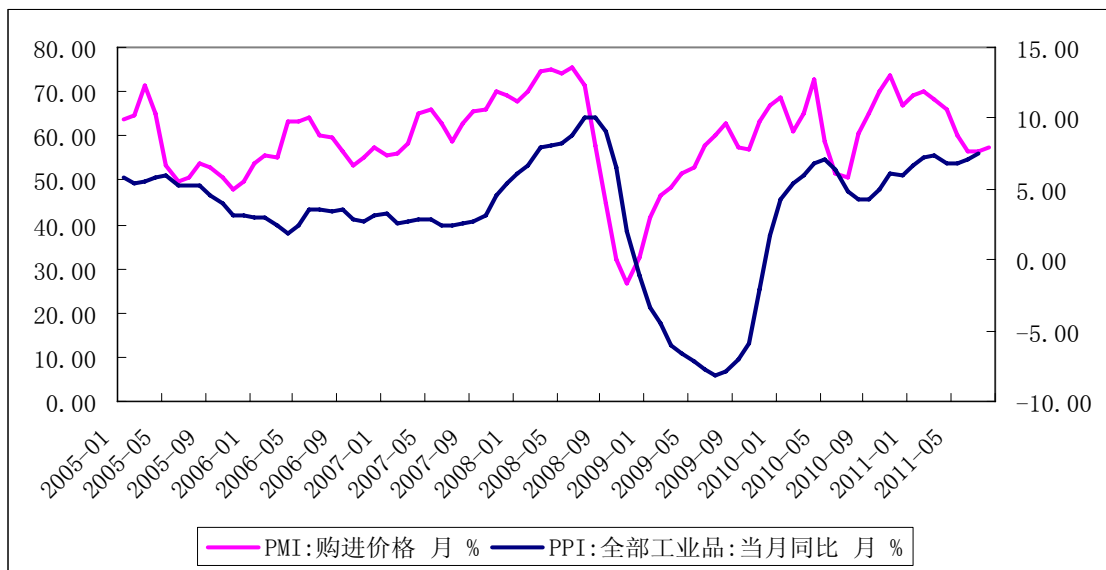


资料来源：wind，东北证券

4、购进价格指数回升源于中下游涨价推动，但在原材料回落背景下推动力有限

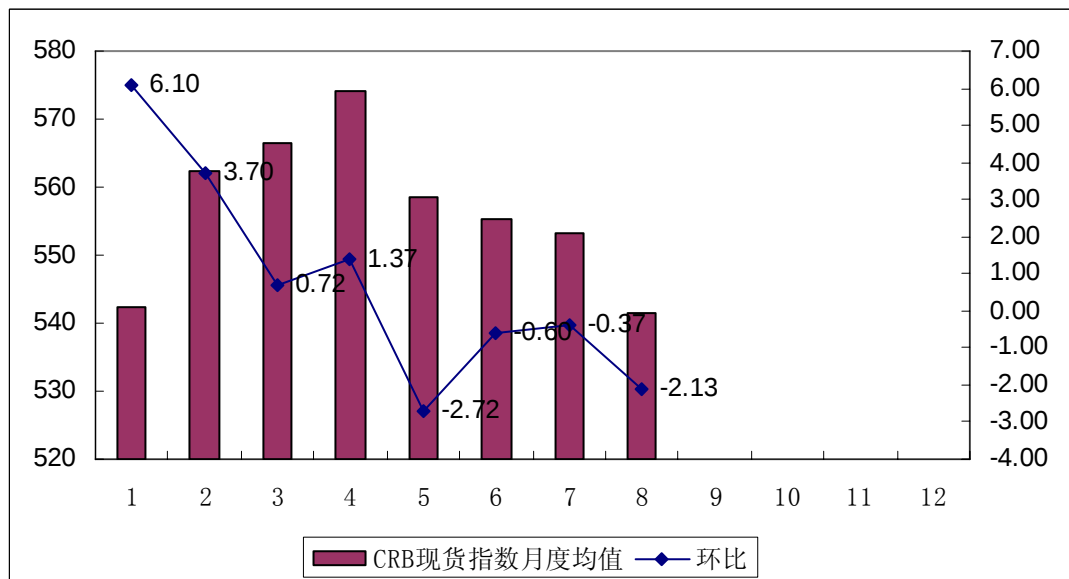
本月购进价格指数为57.2%，回升了0.9个百分点，结束了近半年的下调，考虑到8月份上游原材料价格的回落，预计回升源自中下游产品的涨价推动。不过，只要上游原材料价格不明显回升，这种涨价推动作用将有限。

图6：PMI购进指数回落0.9个百分点，PPI推动因素再次累计



资料来源: wind, 东北证券

图 7: CRB 指数环比下降, 预计当月购进价格指数来自中下游的涨价推动



资料来源: wind, 东北证券

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。