



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9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

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

季节性回升不改经济放缓总体走势

8月PMI点评

事件:

今日中国物流与采购联合会公布8月PMI为50.9%，比7月上升0.2个百分点（图表1）。

评论:

季节性因素推动8月PMI升至50.9%。今日公布的8月PMI指数为50.9%，较7月小幅上升0.2个百分点，结束了该指数持续3个月的季节性下跌，但上升幅度明显低于过去6年同期0.7个百分点的平均升幅（图表2），由于制造业传统上从8月开始将步入旺季，而官方公布的PMI指数又具有较明显的季节性特征（除受金融危机影响的2008年外，其余年份中8月PMI指数较7月均有不同幅度的上升），因此8月PMI指数的回升主要并不具有转折性意义，而增幅低于历史均值则显示在持续的紧缩政策影响下经济活动仍在继续放缓。

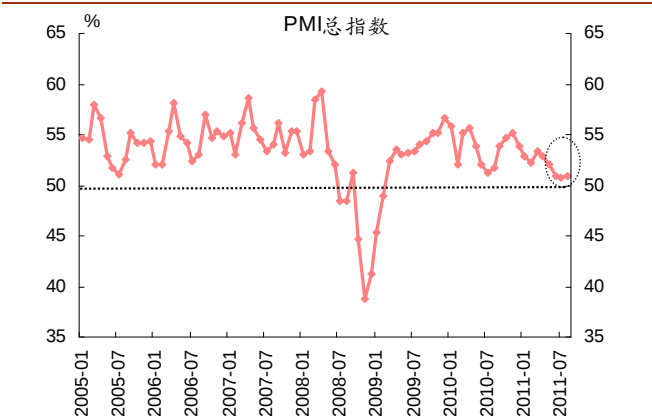
► **政策紧缩效应明显，去库存周期临近结束。**8月原材料库存指数显著上升超过1个百分点，说明之前几个月的去库存过程已使企业的存货水平处于低位，进一步去库存的空间有限；另一方面，新订单指数上月回升、本月持平，积压订单指数已连续两个月上升且本月升幅较大，产成品库存指数则进入收缩区间（图表6），说明尽管融资难度增加使得企业持有存货面临较高的机会成本，但是随着制造业旺季的到来，短期内需求的季节性增长或使部分企业进行库存补充。综合来看，由于进一步去库存空间有限和部分企业可能出现的补库行为，导致去库存周期对经济的拖累作用正在减弱。

分项指数分析:

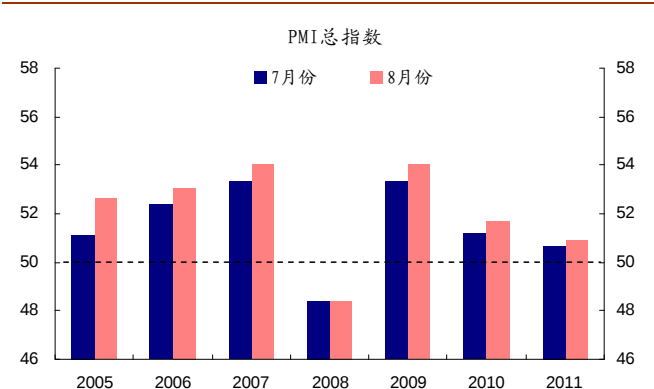
- **从各分项指数来看，**本月新订单指数为51.1%，与上个月持平；生产指数为52.3%，比上月上升0.2个百分点；进口指数上升不到1个百分点；新出口订单指数为48.3%，比上月大幅下降2.1个百分点。PMI分项指数中权重最大的新订单指数维持了上月水平，同时带动生产指数止跌回升。从业人员指数有所上升，但上升幅度仍然小于历史均值，反映总需求回升程度有限。新出口订单大幅下降，预示未来外需的恶化将使出口增长面临更大挑战（图表3、4）。购进价格指数既上月降幅缩窄后本月则有所反弹，显示上游通胀压力经过几个月回落后已进入相对稳定区间（图表5）。
- **总需求面临不确定性，但硬着陆可能性不大。**由于欧美经济二次探底风险加大，国内调控政策对需求的抑制作用明显，或使总需求出现一定程度下滑。但考虑到中国经济对外需的依赖较2008年已有显著降低，同时保障房建设加速、产业转移带动中西部投资增速加快以及“十二五”开局之年的新开工项目投资增加为经济增长提供有力支撑，因而经济出现硬着陆的可能性不大。汇丰PMI指数8月预览值为49.8，较7月终值上升0.5个百分点，高于过去5年0.2个百分点的平均涨幅，并有望在9月重回扩张区间，同样显示经济放缓趋势平稳。预计9月PMI指数仍将延续季节性上升趋势。

货币政策延续从紧取向。虽然8月通胀可能出现回落，但是下半年CPI环比上涨的季节性压力较大，尤其是食品价格的回落尚不稳固，进入冬季后部分食品价格存在季节性反弹的可能。因此短期内货币政策仍以冷静观察为主，将货币环境维持在当前偏紧的水平，年内仍有加息一次的可能。另外，在保障性住房、中小企业融资、农田水利建设、战略新兴产业等有助于民生改善和经济结构转变的局部领域的“定向宽松”政策有望继续推行。

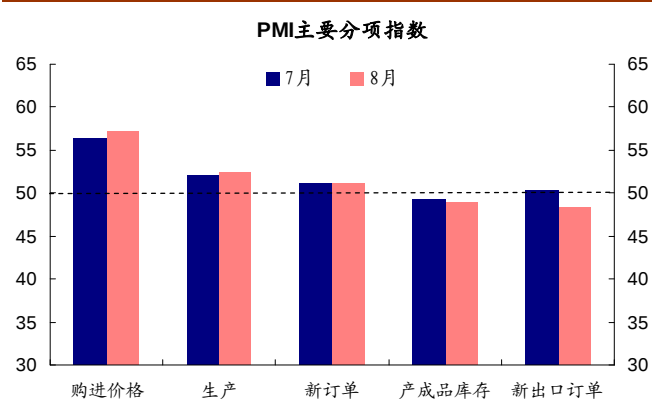
图表 1: PMI 总指数季节性止跌回升


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

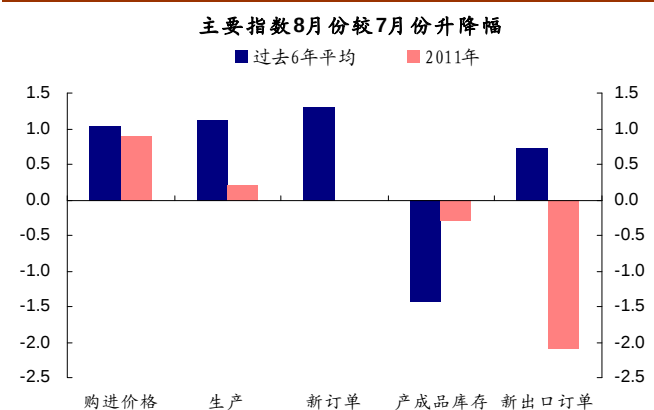
图表 2: 但回升幅度明显低于历史平均水平


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

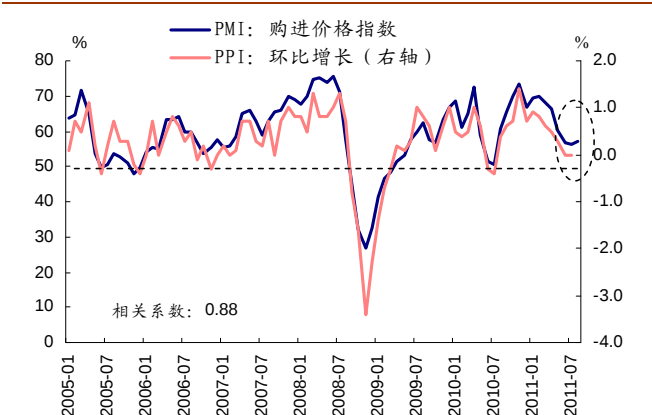
图表 3: 各分项指数涨跌不一


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

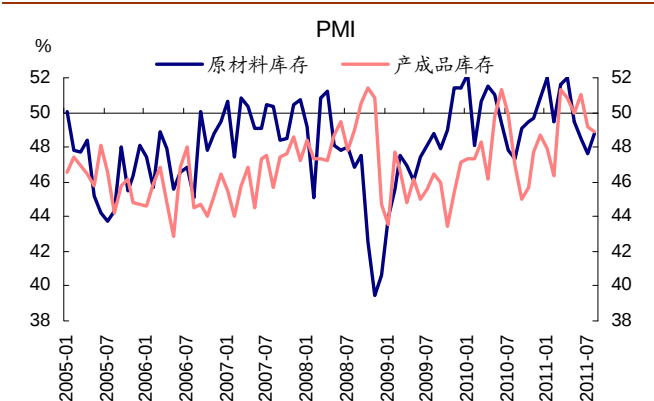
图表 4: 分项指数升幅低于历史均值，经济明显放缓


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: 上游通胀压力进入相对稳定区间


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

图表 6: 去库存对经济增长影响持续消减


资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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