

三季度经济增速仍在紧缩政策基调下温和放缓

——2011年8月份 PMI 数据点评

宏观快评 (2011年9月1日)

◆结论

8月份PMI验证了我们一直以来的判断——**三季度经济增速仍会在偏紧政策基调下温和放缓**。8月制造业景气度与7月持平，显示紧缩基调下政策的边际调整，并未充分调动我国经济增长的动能。但我们无需对经济增长的放缓太过担心，因为显示内需强劲程度的进口指数并未下滑，发达经济体复苏乏力导致的外需明显下降才是8月制造业景气度低位徘徊的主要原因。温总理在今日《求是》杂志撰文指出，“稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变”。这就表明，紧缩政策基调无疑还会延续一段时间，而经济还会在紧缩政策调控下低位运行。

◆制造业景气度企稳

经季节调整后，8月制造业PMI为51.8%，与上月持平。外需明显下滑但库存水平稳中有升是制造业景气度企稳的重要原因。

◆内需改善势头未得延续，外需下滑幅度超过预期

新订单指数与新出口订单指数之间的差距继续拉大，显示外需对经济增长的推动作用仍在减弱。

◆企业去库存过程平稳进行，未带来明显经济扰动

今年5月以来，产成品库存指数一直维持在49%左右，显示企业去库存过程一直在平稳进行，并未带来明显的经济扰动。

◆购进价格连续两月上涨，输入性通胀可能有所抬头

8月购进价格指数继续小幅上涨，这与近期国际大宗商品价格高位震荡的格局相符。由于购进价格指数与PPI环比相关性很高，预计未来PPI环比增速不会太快下滑，加之去年PPI环比在7月显著下降后8月继续小幅下滑，留下了一个较低的基数。因此，我们预计8月PPI回落幅度有限。

◆国有和民营企业景气差距再度拉大，中小企业融资困境并未根本解决

随着一系列扶持中小企业的信贷和财税政策的出台，国有和民营企业的景气差距在7月份曾明显收窄，但8月份再度反弹表明，中小企业融资困境并未得到根本解决。国有企业在货币紧缩环境下的融资优势也从一个侧面得到体现。

◆大多数行业景气走低，通用设备累积跌幅居前

通信设备、金属制品、烟草制品、医药制造和通用设备行业景气走高，8月较7月涨幅超过2个百分点，而化纤制造、石油加工和食品价格显著走弱，8月较7月跌幅超过2个百分点。年初以来通用设备、化纤制造、石油加工、纺织、有色金属冶炼等行业PMI指数下滑较多。

联系人

徐高
010-68561288
gaoxu@ebscn.com

联系人

钟正生
010-68565388
zhongzs@ebscn.com

联系人

孙旺明
010-68566388
sunwm@ebscn.com

分析师

李燕飞 (执业证书编号：S0930510120002)
010-68561122-1789
liyanfei@ebscn.com

三季度仍在政策紧缩基调下温和放缓

——2011年8月份 PMI 数据点评

8月我国制造业景气度企稳。8月我国制造业 PMI 为 50.9%，较上月上涨 0.2 个百分点，仍处于经济扩张和收缩的临界点附近。经季节调整后，7 月制造业 PMI 为 51.8%，与上月持平。8 月制造业 PMI 低于 2005-2010 年间的同期均值 53.3%（图 1,表 1）。为缩小制造业 PMI 与规模以上工业增加值因取样不同而造成的偏离，我们计算了修订 PMI 指数（大中型企业的生产量指数与产成品库存之和）（图 2）。8 月修订 PMI 指数环比涨幅已接近于零，因此我们估计 8 月规模以上工业增加值环比增速也会有所降低。

内需改善势头未得延续，外需下滑幅度超过预期。8 月份新订单指数为 53.1%，较上月下降 0.7 个百分点；进口指数为 50.3%，与上月持平；新出口订单指数这从上月的 49.8%显著下降到 48.6%（图 3）。新订单指数与新出口订单指数之间的差距继续拉大，显示外需对经济增长的推动作用仍在减弱。我们认为，出口订单显著下降是西方发达经济体复苏乏力和持续动荡的反映，而内需改善势头未得延续体现的则是紧缩政策基调下经济增长动能的匮乏。

企业去库存过程平稳进行，未带来明显经济扰动。8 月份产成品库存指数 49.0%，较上月上涨 0.2 个百分点。今年 3 月份产成品库存指数曾一度超过 50%，未来企业去库存导致的经济下行压力引起市场担忧。但自 5 月份以来，产成品库存指数一直维持在 49%左右，显示企业去库存过程一直在平稳进行，并未带来明显的经济扰动。8 月主要原材料库存指数 49.0%，较上月上涨 0.7 个百分点，一改年初以来持续下滑的势头（图 4）。事实上，在终端需求走弱的背景下，8 月 PMI 之所以与 7 月持平，库存指数稳中有升是一个重要原因。

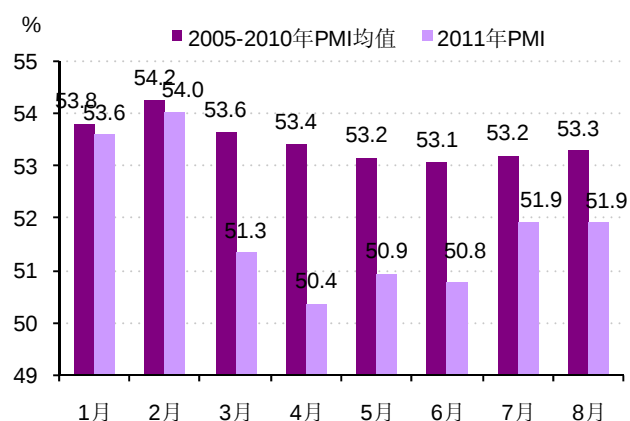
购进价格连续两月上涨，输入性通胀可能有所抬头。购进价格指数由 7 月的 55.7%小幅上涨至 8 月的 56.0%，这与近期国际大宗商品价格高位震荡的格局相符（图 5）。由于购进价格指数与 PPI 环比相关性很高，预计未来 PPI 环比增速不会太快下滑，加之去年 PPI 环比在 7 月显著下降后 8 月继续小幅下滑，留下了一个较低的基数。因此，我们预计 7 月 PPI 同比在达到阶段性高点后，8 月份回落幅度有限。

国有和私营企业景气差距再度拉大，中小企业融资困境并未根本解决。8 月国有企业 PMI 指数 53.9%，较上月大幅上涨 4.6 个百分点，重新升至荣枯临界点之上。私营企业 PMI 指数 48.8%，较上月仅上涨 0.2 个百分点，连续四月连续景气上行，但仍处于荣枯临界点之下（图 6）。今年 5 月份国有和私营企业出现明显的景气分化，这与信贷持续紧缩对国有企业和私营企业的不对称冲击效应是密不可分的。随着一系列扶持中小企业的信贷和财税政策的出台，两者差距在 7 月份明显收窄，但 8 月份再度反弹表明，中小企业融资困境并未得到根本解决。国有企业在货币紧缩环境下的融资优势也从一个侧面得到体现。

大多数行业景气走低，通用设备累积跌幅居前。8 月 20 个行业中有 13 个景气度高于 50%（图 7）。从单月涨幅来看，通信设备、金属制品、烟草制品、医药制造和通用设备行业景气走高，8 月较 7 月涨幅均超过 2 个百分点，而化纤制造、石油加工和食品价格显著走弱，8 月较 7 月跌幅超过均超 2 个百分点。从累计涨幅来看，年初以来通用设备、化纤制造、石油加工、纺织、有色金属冶炼等行业 PMI 指数下滑较多（图 8）。

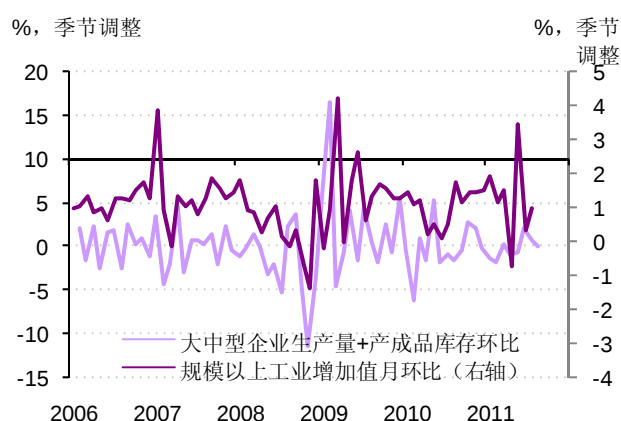
结论：8 月份 PMI 验证了我们一直以来的判断——三季度经济增速仍会在偏紧政策基调下温和放缓。得益于紧缩政策节奏的放缓，7 月制造业景气度曾全面回升，但 8 月制造业景气度与 7 月持平，显示紧缩基调下政策的边际调整，并未充分调动我国经济增长的动能。但我们无需对经济增长的放缓太过担心，因为显示内需强劲程度的进口指数并未下滑，发达经济体复苏乏力导致的外需明显下降才是 8 月制造业景气度低位徘徊的主要原因。我们一直认为“经济增速的下滑是温和可控的、是政策主动调整的结果、是为抑制通胀而创造的必要条件”。温总理在今日《求是》杂志撰文指出，“今年以来，我国经济增长略为放缓，在很大程度上是主动调控的结果，处在合理水平，没有超出预期”，这与我们对经济增长趋势的判断是高度吻合的。温总理在文章中还指出，“稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变”。这就表明，紧缩政策基调无疑还会延续一段时间，而经济还会在紧缩政策调控下低位运行。

图 1. 8 月份制造业 PMI 绝对值仍处低位



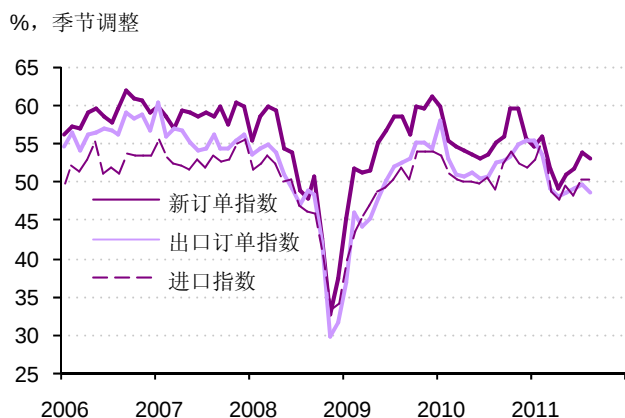
资料来源: CFLP, 光大证券

图 2. 修正 PMI 指数预示经济仍将走弱



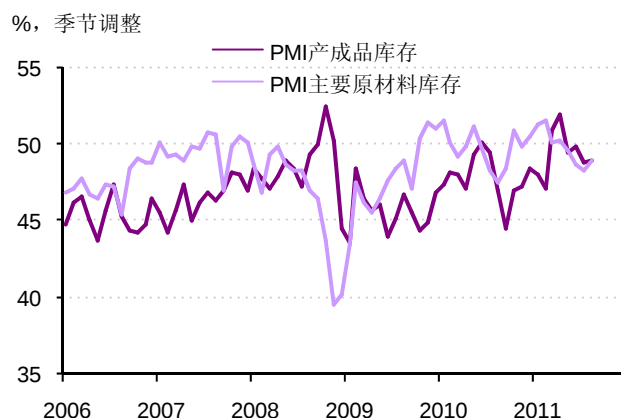
资料来源: CFLP, 光大证券

图 3. 内外需未得改善



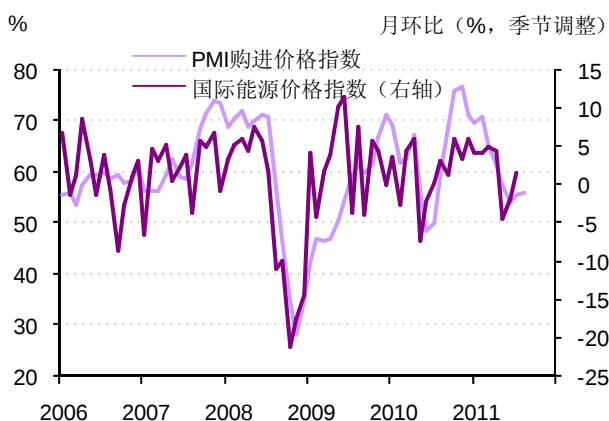
资料来源: CFLP, 光大证券

图 4. 去库存过程平稳



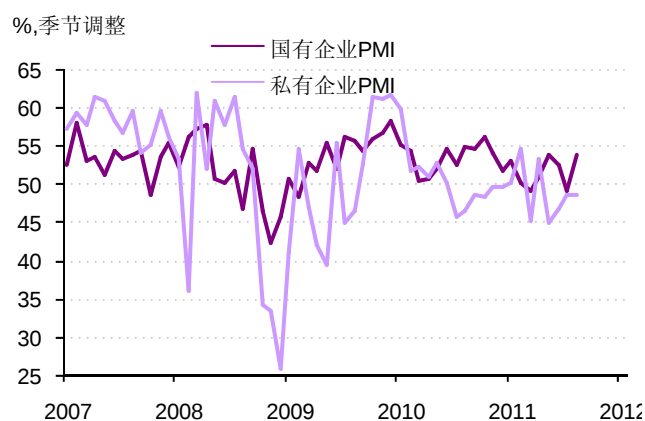
资料来源: CFLP, 光大证券

图 5. 输入型通胀压力可能抬头



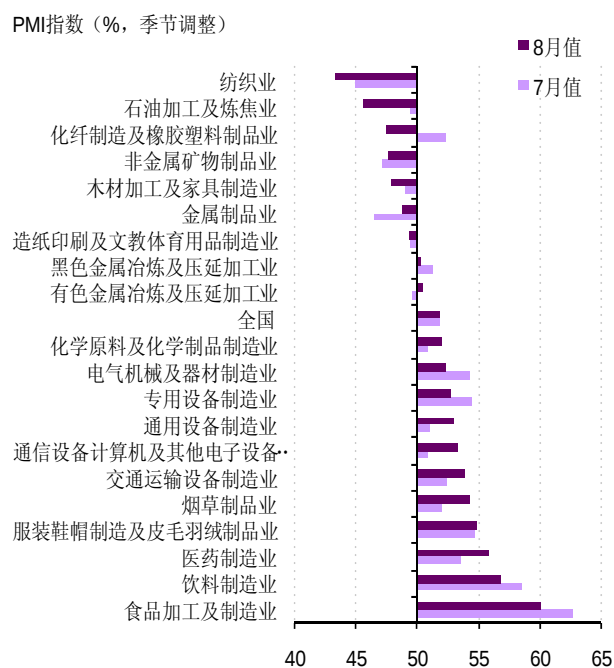
资料来源: CFLP, 光大证券

图 6. 国有和私营企业景气差距再度拉大



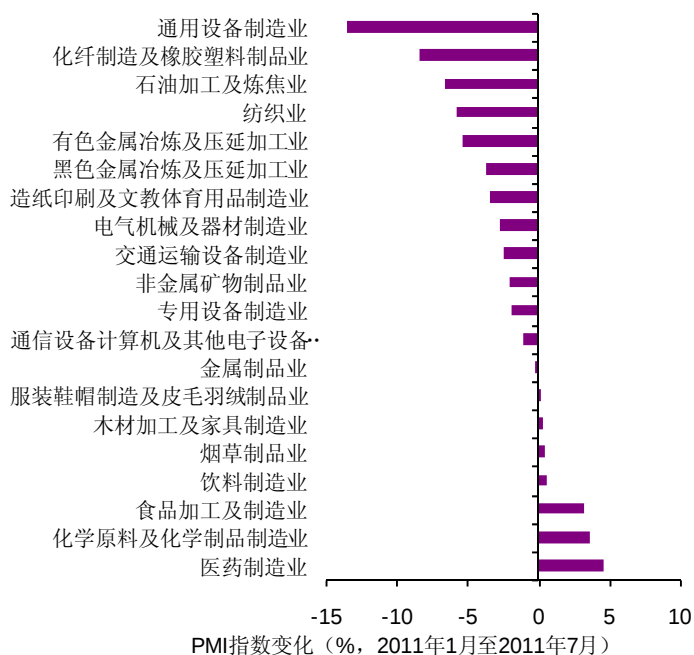
资料来源: CFLP, 光大证券

图 7. 大部分行业景气走低



资料来源：CFLP，光大证券

图 8. 通用设备、化纤和纺织行业景气度跌幅居前



资料来源：CFLP，光大证券

表 1. 8 月中国制造业 PMI 及分项指数

指数名	指数值	当月环比（%）	上月环比（%）
全国 PMI	51.8	0.0	0.8
生产量	54.1	-0.2	1.4
新订单	53.1	-0.7	2.1
现有订货	48.1	0.1	0.9
产成品库存	49.0	0.2	-1.0
采购量	53.3	-0.8	2.0
购进价格	56.0	0.3	1.8
主要原材料库存	49.0	0.7	-0.4
雇员	49.8	0.0	-0.4
供应商配送时间	49.8	-0.6	0.1
出口订单	48.6	-1.2	0.6
进口	50.3	-0.0	2.0

资料来源：CFLP，光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系06届学士、08届硕士。2008年7月加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，09年11月起专注国内宏观研究，所在团队获得2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebscn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。