

PMI 名升实降，防止外需和投资下降的叠加

——9 月 PMI 数据点评

发布日期：2011 年 10 月 09 日

主要观点：

- 本月重点关注的的数据：新出口订单；核心观点：新出口订单当月强劲回升并不代表外需的趋势性好转，外需仍将下降，而内需出现了下降，防止内外需下降的叠加。
- 新出口订单的回升一方面可能是欧元区的消费信心大幅回落并未充分反应在 9 月份，另一方面可能在于美国经济的企稳。由于欧债危机继续发酵并严重影响欧元区的消费信心，这将反应在四季度的外需订单下降。
- 本月 PMI 环比升 0.3 个百分点至 51.2%，反弹回升在于外需订单的增加带来的生产进一步恢复。但外需风险仍然较大且 PMI 季调后反而下降，说明生产仍将继续面临下行调整。
- 本月 PMI 名义上的回升并不足以让我们相信经济趋势性向好，原因在于：（1）PMI 环比升 0.3 远低于 2.28 的历史均值；（2）季调后 PMI 下降 0.2，而季调后生产和订单指数分别下降 0.3 个和 0.5 个百分点。
- 内需是否转向待验证，关注投资是否加快下降。本月的新出口订单回升 2.6 个百分点，但是新订单仅回升 0.2。而 8 月份在新出口订单下降 2.1 个百分点的背景下，新订单指数持平于 51.1%，内需明显改善。因此，从订单看本月内需反而下降，如果是以房地产调整为代表的投资开始大幅度调整将增加经济快速下行的风险。
- 我们认为当前的经济运行需要防止外需调整和投资下降的双叠加。信贷紧缩效应进一步体现，而房地产市场也正处在关键时点，如果内需下降叠加外需的调整，经济的下行将超预期。
- 鉴于经济运行的复杂性，内外需的风险正在进一步体现，预计国内政策将更加谨慎。我们认为现在不是担心货币政策紧缩，而是关注政策如何进一步稳增长，包括财政政策的加快落实及货币政策的定向放松。

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 9 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.2%, 环比提高 0.3 个百分点。

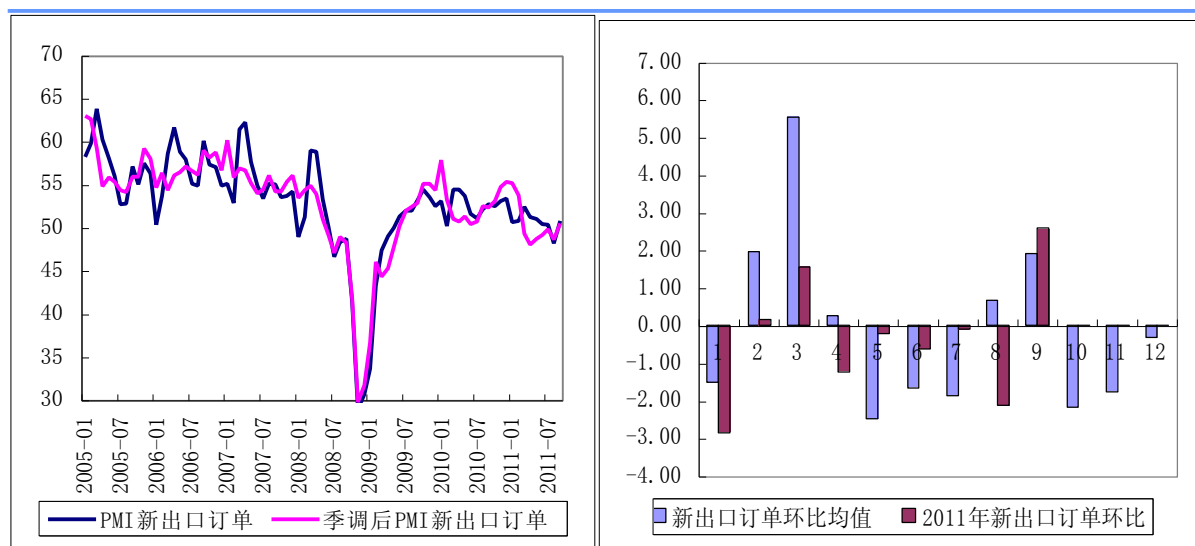
点评:

1、新出口订单的回升可能在于欧元区的滞后效应及美国经济的企稳

本月 PMI 的新出口订单反弹 2.6 个百分点, 至 50.9%。仅 9 月份本身反弹力度强劲, 但是 8、9 月份两月合计仅反弹 0.5 个百分点, 低于历史均值的 2.6 个百分点, 表明外需当月虽强劲反弹, 但总体依然仍表明外需疲弱。

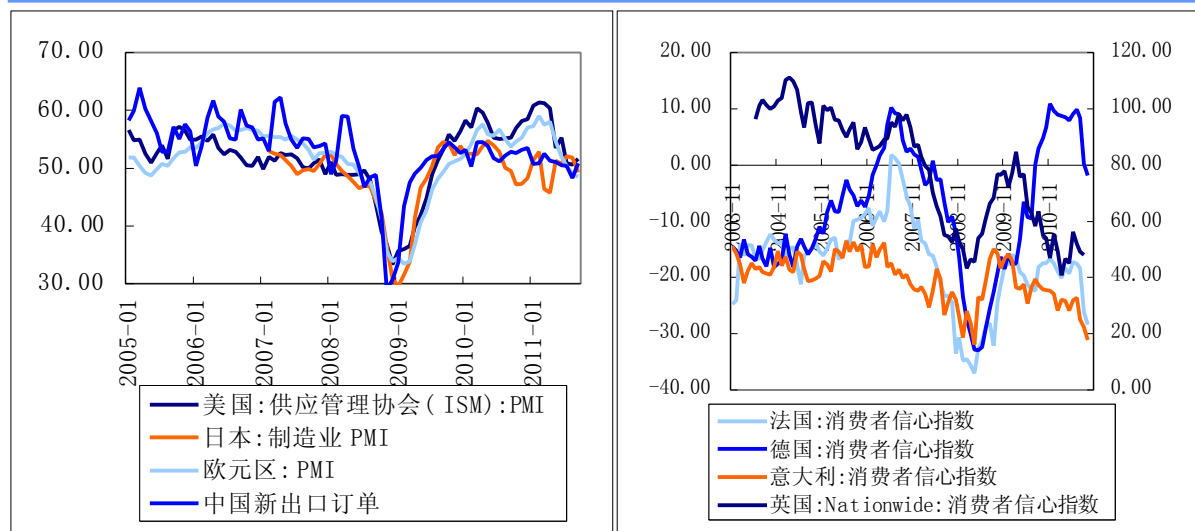
而本月的强劲反弹可能在于欧元区的滞后反应及美国的企稳向好。从 PMI 指数看, 欧美经济体中, 美国 9 月 PMI 提高 1 个百分点至 50.6%, 而欧元区下降 0.5 个百分点至 48.5%。

图 1: PMI 的新出口订单当月强劲反弹, 但 8、9 月份综合看反弹低于均值



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 外需的强劲反弹可能源于美国经济的好转及欧元区消费信心回落的滞后性



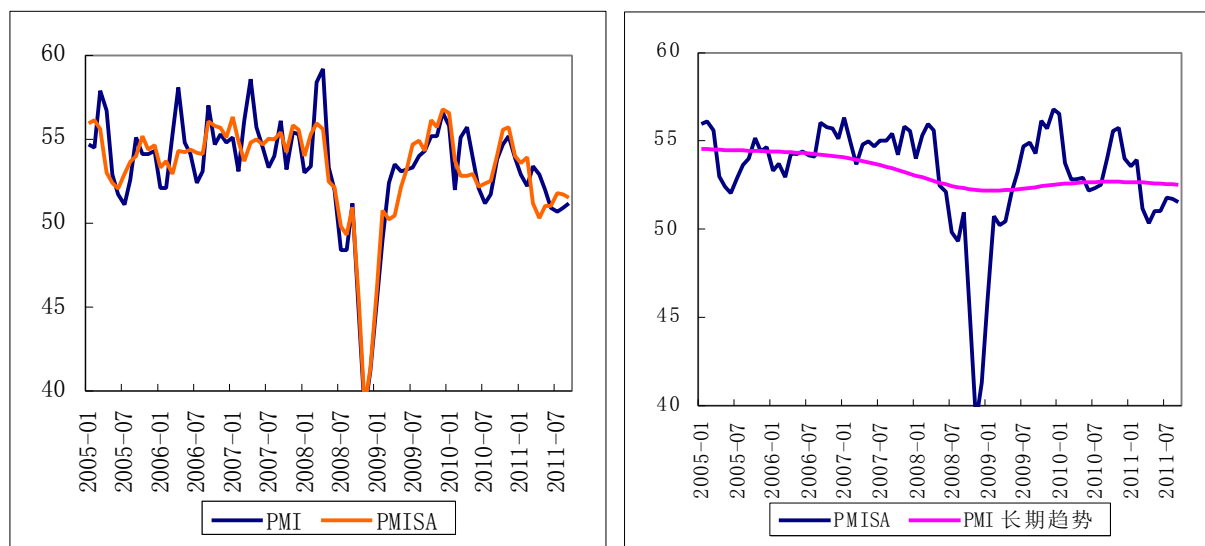
资料来源: wind, 东北证券

2、PMI 似升实降，经济将继续下行

本月 PMI 环比升 0.3 个百分点至 51.2%，反弹回升在于外需订单的增加带来的生产进一步恢复。但外需风险仍然较大且季调后反而下降，说明生产仍将继续面临下行调整。

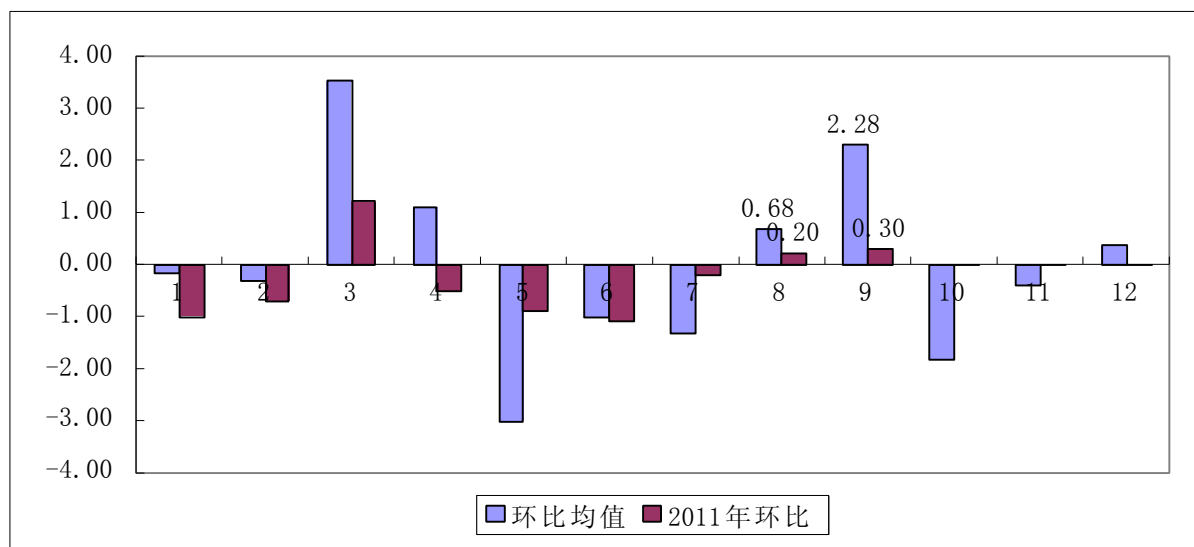
本月 PMI 名义上的回升并不足以让我们相信经济趋势性向好，原因在于：（1）PMI 环比升 0.3 远低于 2.28 的历史均值；（2）季调后 PMI 下降 0.2，而季调后生产和订单指数分别下降 0.3 个和 0.5 个百分点。

图 3：PMI 指数反弹，但季调后回落，且低于趋势值，表明经济将继续下行



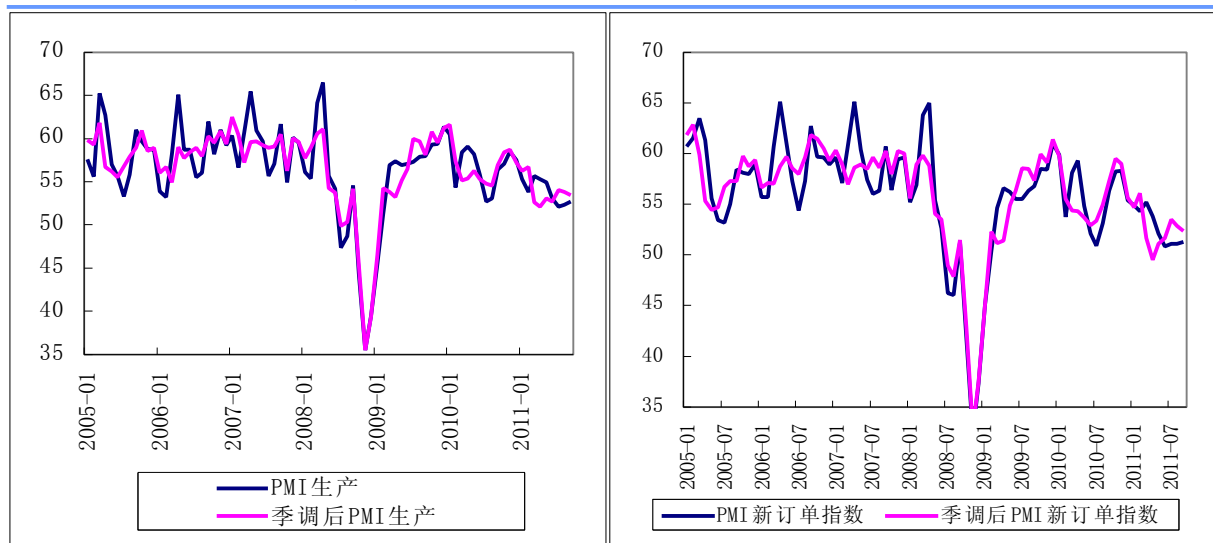
资料来源：wind，东北证券

图 4：PMI 反弹远低于历史均值



资料来源：wind，东北证券

图 5：季调后生产和订单指数反而下滑



资料来源：wind，东北证券

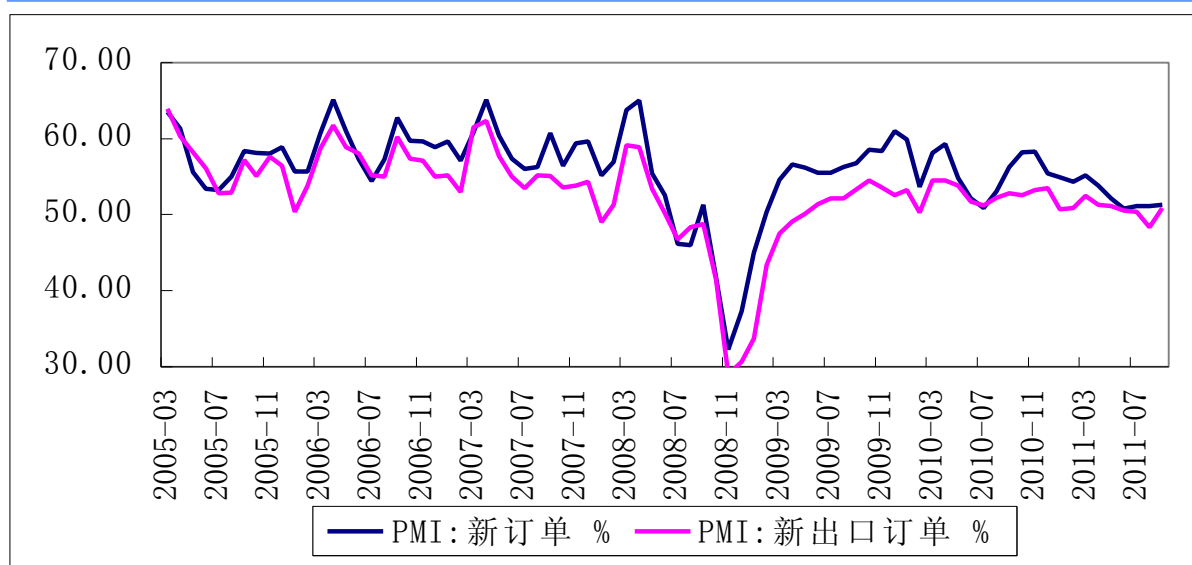
3、内需出现下降，防止内外需下降的叠加

内需是否转向待验证，关注投资是否加快下降。本月的新出口订单回升 2.6 个百分点，但是新订单仅回升 0.2。而 8 月份在新出口订单下降 2.1 个百分点的背景下，新订单指数持平于 51.1%，内需明显改善。因此，从订单看本月内需反而下降，如果是房地产调整为代表的投资开始大幅度调整将增加经济快速下行的风险。

我们认为当前的经济运行需要防止外需调整和投资下降的双叠加。信贷紧缩效应进一步体现，而房地产市场也正处在关键时点，如果内需下降叠加外需的调整，经济的下行将超预期。

鉴于经济运行的复杂性，内外需的风险正在进一步体现，预计国内政策将更加谨慎。我们认为现在不是担心货币政策紧缩，而是关注政策如何进一步稳增长，包括财政政策的加快落实及货币政策的定向放松。

图 6：新订单指数反弹远低于新出口订单反弹，内需再次波动



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。