



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 11 月 1 日

中国经济

研究部

彭文生

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

赵扬

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

孙淼玲

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

有所下降勉强维持扩张态势

10 月 PMI 点评

事件：

今日中国物流与采购联合会公布 10 月 PMI 为 50.4%，比 9 月下降 0.8 个百分点（图表 1）。

评论：

10 月 PMI 指数较 9 月下降，显示经济活动扩张进一步减弱。10 月官方 PMI 并未跟随汇丰 PMI 预览数的上升走势，而是从 9 月的 51.2% 下降至 50.4%，明显低于市场平均预期的 51.8%。反映制造业活动的扩张性降低。虽然 PMI 仍处于扩张区间，但距离落入收缩区间也仅一步之遥，读数大幅低于 2005-2010 年（除去金融危机的 2008 年）的 10 月均值 54.4%，意味着制造业扩张强度正在减弱，未来经济增速可能进一步放缓。（图表 2）。

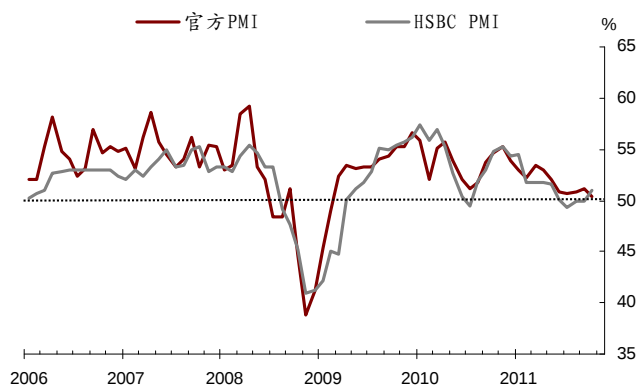
从各分项指数来看，推动 10 月 PMI 走低的主要是新出口订单指数和购进价格指数。本月新订单指数为 50.5%，比上月低 0.8 个百分点；生产指数 52.3%，比上月低 0.4 个百分点；进口指数 47%，比上月低 3.1 个百分点；新出口订单指数 48.6%，比上月低 2.3 个百分点；购进价格指数 46.2%，比上月大幅降低 10.4 个百分点（图表 3）。权重最大的新订单指数和生产指数在 10 月均小幅走低，直接带动总指数收缩；但其降幅分别低于历史上 2.3 个和 3.4 个百分点的平均水平，也与总指数回落低于历史同期 1.8 个百分点的降幅一致。购进价格指数大幅走低并自 09 年 3 月以来首次滑入 50% 以下的收缩区间，据此计算的 10 月 PPI 同比涨幅为 5.1%，比 9 月份降低 1.4 个百分点，说明上游通胀压力已大幅下降，预示未来整体物价涨幅可能迅速回落。（图表 4）。在 9 月份大幅上涨 2.6 个百分点回升至扩张区间后，10 月的新出口订单指数又明显降低 2.3 个百分点、再次落入收缩区间，反映市场对外部需求明显波动的不确定性（图表 5）。

官方 PMI 与汇丰 PMI 反向变化，可能由于近期的定向宽松对中小企业产生了正面影响。近期政策针对中小企业的定向宽松（包括信贷支持和税收优惠）有助于缓解中小企业的经营压力，可能是促使 10 月汇丰 PMI 预览值大幅回升至扩张区间的主要原因。然而，由于官方 PMI 更多反映大型企业经营状况，定向宽松的效果对该指数影响有限，显示政策的定向宽松仍属微调，不改经济增长放缓趋势。

10 月 PMI 下降反映前期紧缩政策的累积效果正充分显现。10 月 PMI 指数小幅走低，反映在通胀下行、经济增速放缓的预期下，企业生产扩张的强度也相应下降。10 月 27 日发布的工业企业经营数据也显示，9 月企业盈利增长大幅下降，工业企业扩大再生产的能力降低（图表 6）。预计未来数月 PMI 指数将在 50% 以上的区间小幅波动；同时，受到欧美经济复苏中债务与失业问题的影响，外需增长的不确定性较大，新出口订单指数等分项的波动幅度可能有所加大。

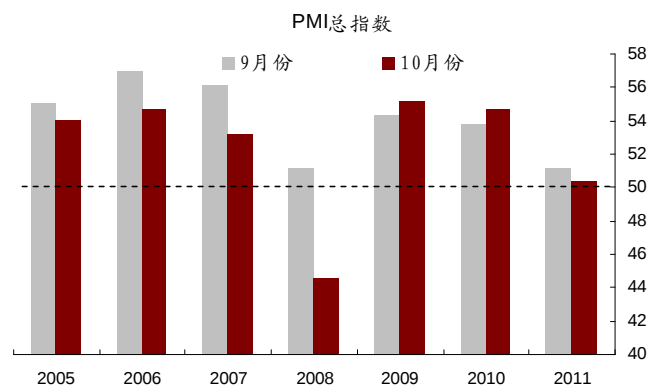
国务院常务会议强调的“适时适度进行预调微调”，主要针对前瞻性和灵活性，为了防止未来经济增长大幅下滑。调整的内容主要是（一）定向宽松，支持中小企业，保证在建项目资金需要等，（二）为“保持货币信贷总量合理增长”对流动性管理进行微调，现阶段主要体现在公开市场操作。进一步的动作可能包括差别准备金率下降，但法定准备金率的降低还要看未来经济和流动性自主增长的走势。总体来讲，我们认为在经济增长还比较健康，通胀还在相对高位，房地产调控处在关键阶段的情况下，稳健的政策基调不会变，没有全面放松的基础。

图表 1: PMI 总指数走低且与汇丰预览指数背离



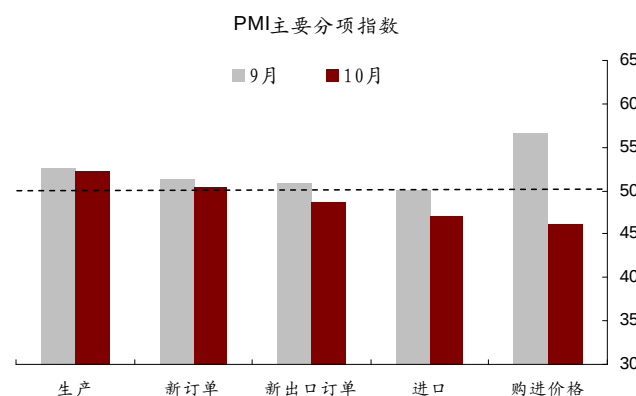
资料来源：中国物流与采购网、Markit，中金公司研究部

图表 2: 降幅低于历史均值，但再次接近收缩区间



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: 各分项指数出现不同程度降低



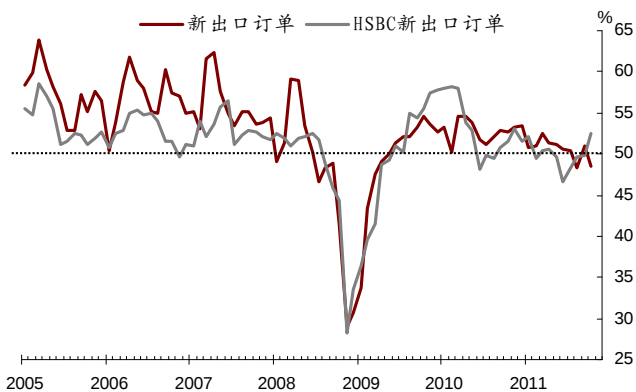
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、中金公司研究部

图表 4: 上游通胀压力已明显下降



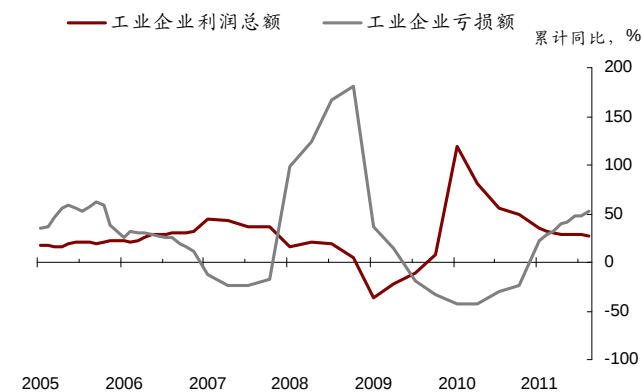
资料来源：中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、中金公司研究部

图表 5: 新出口订单指数再次下降至收缩区间



资料来源：中国物流与采购网、Markit，中金公司研究部

图表 6: 工业企业盈利水平近期出现降低



资料来源：Wind，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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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：分析师估测 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
上海市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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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