

经济景气仍处低位，但也没有明显滑坡

——2011年10月PMI数据点评

宏观快评（2011年11月1日）

◆结论

10月份PMI显示，经济仍在持续温和放缓。终端需求疲弱令10月制造业PMI小幅回落；购进价格由涨转跌表明原材料价格压力再次减弱，今年内通胀下行趋势更加明朗；小微企业景气度大幅攀升，显示前期扶持中小企业的一揽子政策开始发挥作用，这与汇丰PMI（与小型企业相关性更高）10月回升走势是吻合的。我们认为，近日温总理要求加强政策微调预调，意味着政策拐点已经到来。随着通胀下行趋势的明朗，国际经济前景的进一步走弱，以及国内经济增长的持续减速，政策重心也应更多地从通胀转向增长。政策的渐进有序放松应可推动制造业景气度的上扬，今年3月以来我国制造业PMI一直仅仅略高于荣枯分界线的局面有望改变。

◆10月制造业PMI小幅回落，终端需求疲弱拖累景气

10月中国制造业PMI从上月51.2%下降至50.4%。不过，这0.8个百分点的降幅中多来自于季节性回落。经季节调整后，10月PMI为50.8%，较上月仅小幅回落0.3个百分点。这已是连续第四个月回落，也明显低于2005-2010年间的同期均值53.6%。10月汇丰制造业PMI为51.0%，较上月微幅上涨0.1个百分点，两者走势发生背离。我们计算10月修订PMI指数¹环比涨幅继续扩大（图2），因此我们预计10月规模以上工业增加值环比增速也将继续扩大。

制造业景气度低迷源自终端需求走弱，企业去库存过程仍较为平稳。10月份新订单指数为51.1%，较上月降低0.6个百分点；体现外需强弱的新出口订单指数为48.9%，较上月回落1.4个百分点；体现内需强弱进口指数则从9月的49.7%降至10月的47.8%（图3）。10月份产成品库存指数51.9%，较上月上涨2.2个百分点；主要原材料库存指数从9月的48.6%升至10月的49.4%（图4）。今年5月以来，库存指数一直在49%左右波动，显示企业去库存过程仍然较为平稳，并未带来明显的经济波动。

◆购进价格连续由涨转跌，输入性通胀明显减弱

随着近期国际大宗商品价格的回落，购进价格指数从9月的58.1%升大幅滑落至10月的53.1%（图5），6月以来持续上扬的势头得到逆转。由于购进价格指数与PPI环比相关性很高，预计未来PPI环比下滑幅度有所加大。加之由于基数效应的逐渐过去，预计未来PPI同比将会明显下行。

◆小微企业景气大幅攀升，一揽子扶持政策效果出现

10月大型和中型企业景气度小幅回落，但小型企业景气度却大幅攀升，显示随着一系列扶持中小企业的信贷和财税政策的出台和实施，小微企业的融资和经营困境有所缓解（图6）。这一点从与中小企业相关性更强的汇丰PMI本月上行走势中也可看出一二。

◆超过半数行业处于景气扩张区间，通用设备等累积跌幅居前

10月20个大类行业中有12个高于50%这一景气扩张和收缩临界点。专用设备、通用设备、饮料制造和造纸印刷等行业景气走高，10月较9月涨幅超过4.5个百分点，而石油加工、黑色金属、木材加工和食品加工行业景气走弱，10月较9月跌幅超过3个百分点（图7）。年初以来通用设备、有色金属冶炼、化纤制造、石油加工、饮料制造等行业PMI指数下滑较多（图8）。

联系人

徐高

010-68561288

gaoxu@ebscn.com

联系人

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebscn.com

李燕飞

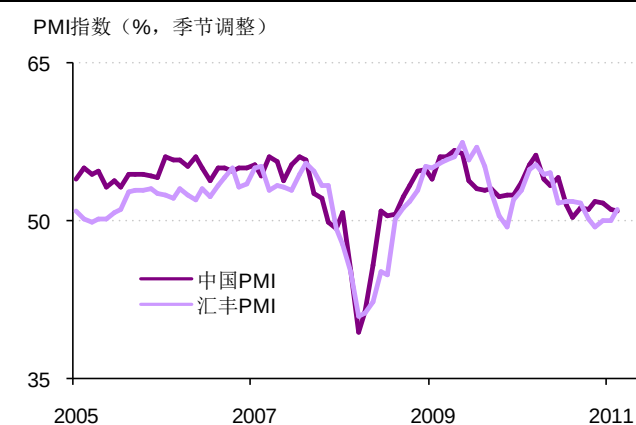
010-68561122-1789

liyanfei@ebscn.com

SAC 执业证书编号：S0930510120002

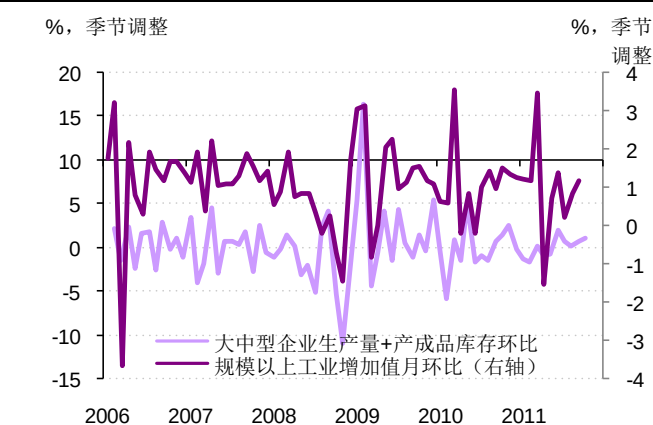
¹ 注释：修订PMI指数指大中型企业生产量指数与产成品库存指数之和，这是与国家统计局公布规模以上工业增加值抽样范围最为接近，经济涵义也最为接近的一个合成指标。

图 1. 10 月中国制造业 PMI 小幅回落



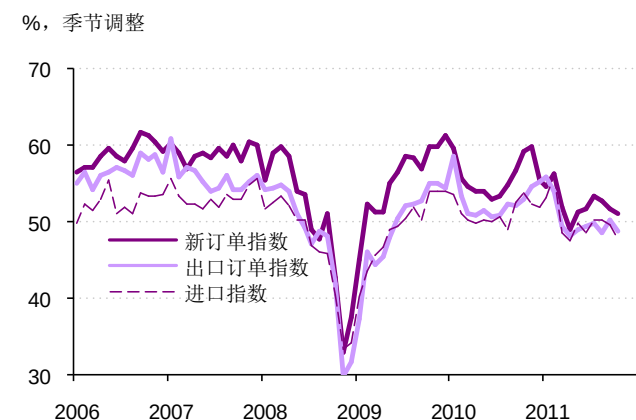
资料来源：CFLP，光大证券

图 2. 修正 PMI 指数预示经济活跃度将有所回升



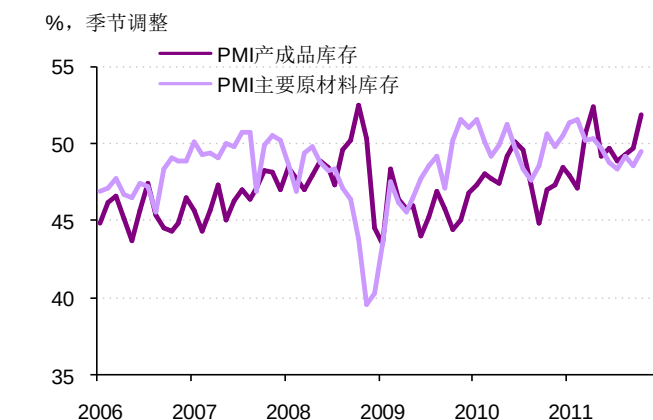
资料来源：CFLP，光大证券

图 3. 内外需皆走弱



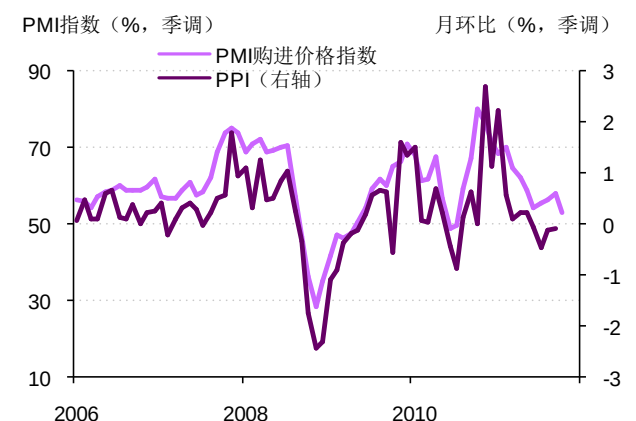
资料来源：CFLP，光大证券

图 4. 去库存过程平稳



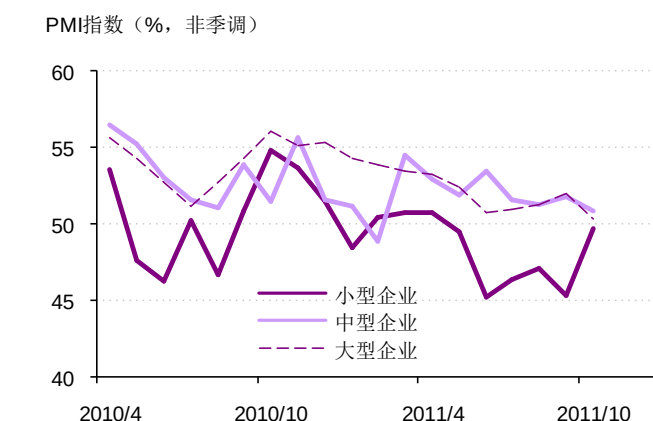
资料来源：CFLP，光大证券

图 5. 输入型通胀压力明显减弱



资料来源：CFLP，光大证券

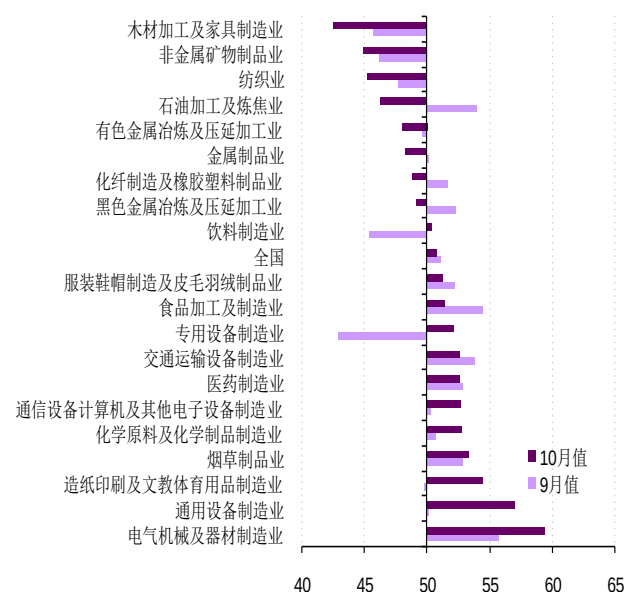
图 6. 小型企业景气攀升



资料来源：CFLP，光大证券

图 7. 超过半数行业景气扩张

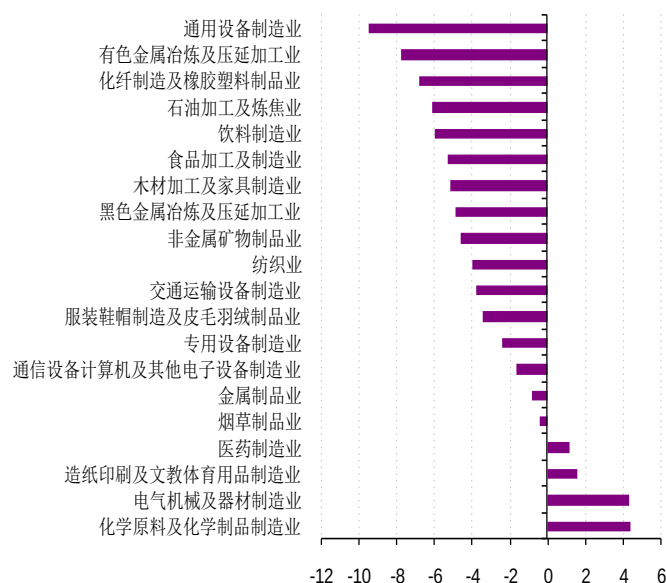
PMI指数（%，季节调整）



资料来源：CFLP，光大证券

图 8. 通用设备、有色金属和化纤制造业景气度跌幅居前

PMI指数变化（%，季调，2011年1月至10月）



资料来源：CFLP，光大证券

表 1. 10 月中国制造业 PMI 及分项指数

指数名	指数值 (%)	当月环比变化 (百分点)	上月环比变化 (百分点)
全国 PMI	50.8	-0.2	-0.5
生产量	53.0	0.0	-0.7
新订单	51.1	-0.6	-0.9
现有订货	46.8	-0.9	-0.3
产成品库存	51.9	2.2	0.4
采购量	51.2	-0.8	-0.9
购进价格	53.1	-5.0	2.1
主要原材料库存	49.4	0.8	-0.6
雇员	49.4	-0.2	-0.1
供应商配送时间	50.5	1.6	-0.9
出口订单	48.9	-1.4	1.7
进口	47.8	-1.9	-0.6

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。

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