



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 12 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

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111080022

zhaoy@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010052

sunml@cicc.com.cn

制造业终于进入收缩区间

11 月 PMI 点评

事件:

今日中国物流与采购联合会公布 11 月 PMI 为 49%, 比 10 月下降 1.4 个百分点 (图表 1)。

评论:

外部需求和紧缩政策累积效应引领 PMI 进入收缩区间。今日公布的 49% 的 PMI 标志该指数在 50%-52% 的区间徘徊 6 个月后, 终于突破了 50% 的分界线, 从而进入了收缩区间。本月 1.4 个百分点的降幅高于历史平均的 0.5 个百分点, 可以说既延续了季节性因素 (图表 2), 也反映了外部需求疲弱和前期宏观调控政策的累积效应导致的总需求放缓, 符合市场前期的一般判断。

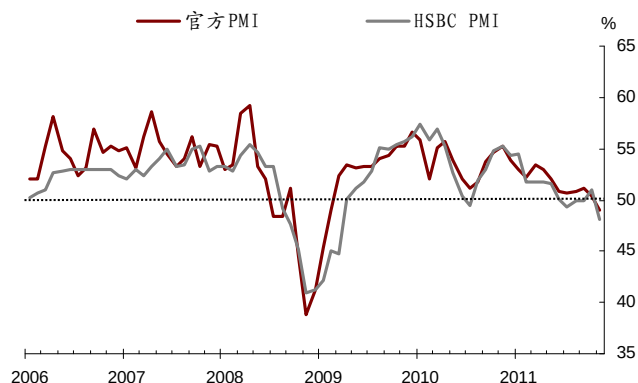
- ▶ **制造业面临需求收缩和资金紧张的双重挤压。**10 月份工业企业利润累积同比增长 25.3%, 比 9 月份下降 1.7 个百分点, 连续 5 个月下降且最近两个月降幅均超过 1 个百分点, 对应的亏损企业亏损额累计同比今年以来一直呈加速趋势, 说明总需求收缩挤压制造业企业的利润空间, 企业销售状况不佳, 经营信心持续处于低落区间, 利润增长放缓成为制约企业扩大生产和投资的重要因素。另一方面, 近期银行间同业拆放利率 Shibor 和回购利率有所反弹, 以定向宽松为主要内容的货币政策预调微调持续进行, 对提振中小企业信心有帮助, 但对总体货币条件改善的作用仍未充分体现。

分项指数分析:

- ▶ **从各分项指数来看,**本月新订单指数为 47.8%, 比上月下降 2.7 个百分点, 09 年 1 月以来首次进入收缩区间; 生产指数为 50.9%, 比上月下降 1.4 个百分点; 这两项权重最大的分项指数变动反映内需不振是导致本月 PMI 落入收缩区间的主要推动力。进口指数微升 0.3 个百分点。分项指数中仅有产成品库存有 2.8 个百分点的明显上升。(图表 3、4)。新出口订单指数为 45.6%, 比上月大幅下降 3.0 个百分点 (图表 5), 欧美发达经济体进入消费旺季仍未能拉动中国出口, 由于发达国家复苏总体上依然乏力, 预计未来几个月中国贸易顺差将继续缩减。购进价格指数继上月大幅下降 10.4 个百分点后本月又出现 1.8 个百分点的降幅, 通胀预期继续显著回落, 上游通胀压力基本消除对居民消费价格的传导预计将进一步显现。(图表 6)。
- ▶ **12 月 PMI 仍可能保持在 50% 以下。**虽然从过去 6 年的平均数值来看, 在经过 10 月和 11 月的季节性下跌后, PMI 指数在 12 月份将出现平均 0.4 个百分点的季节性反弹, 但如果剔除 08 年 12 月 2.4 个百分点增长的最高值, 其余 5 年则平均下降 0.1 个百分点。由于 PMI 指数主要反映制造业企业经营信心和对未来经济状况的预期, 随着前期紧缩政策效应的逐渐释放、货币政策开始转向, 以及年末财政存款投放改善市场流动性、中央经济工作会议带来的政策支持预期, 企业经营信心近期可望企稳回升。因此我们估计 12 月的 PMI 数值可能小幅反弹, 但仍将保持在 50% 以下的收缩区间。

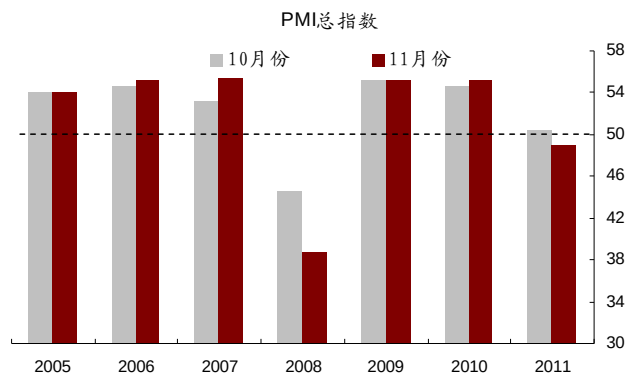
央行将继续主动增加流动性投放。面对 PMI 回落至 50% 以下等经济放缓信号的进一步显现, 央行已于昨日进行了 3 年来首次存款准备金率下调, 显示央行决心采取更为积极的手段来缓解目前流动性偏紧的局面, 明确发出了货币政策转向的信号, 传递通过政策调整防止经济增长大幅下滑的意图。结合通胀下行和增长放缓的趋势, 近期宏观政策预调微调的力度可能增加, 预计央行对流动性的控制将会进一步放松, 我们认为未来央行还会继续下调存款准备金率, 下一个可能的时点是明年 1 月份。未来几个月央行降低存款基准利率的可能性较小, 但也不能排除这种可能性。除了降低准备金率、释放流动性以外, 也需要包括审慎监管体系在内的其他政策工具采取逆周期操作。预计明年更多旨在帮助中小企业和民营企业的定向宽松的信贷政策和结构性财税政策及改革将陆续出台并加大落实力度。

图表 1: 10 月 PMI 指数落入收缩区间



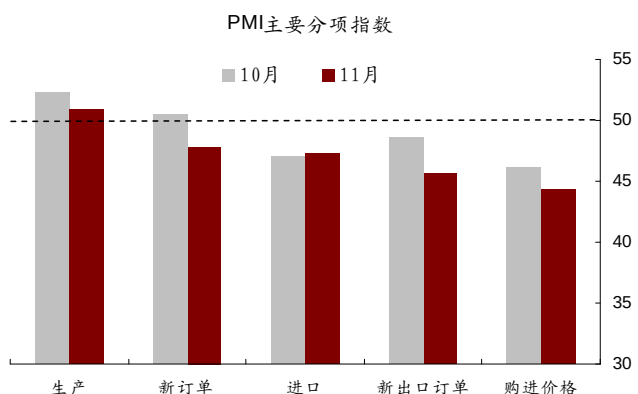
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、Wind、中金公司研究部

图表 2:降幅高于历史均值



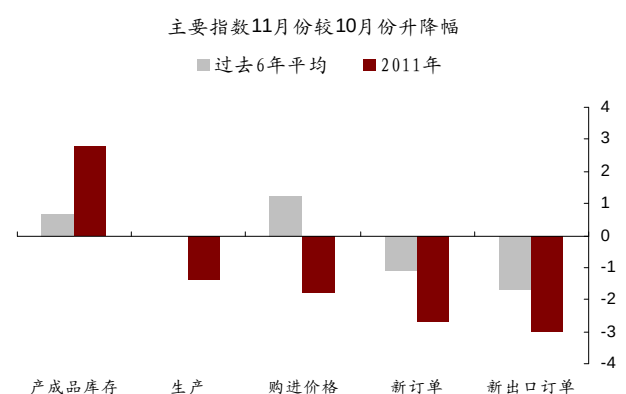
资料来源: 中国物流与采购网 <http://www.cflp.org.cn/>、中金公司研究部

图表 3: 分项指数大多明显下降



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 4: 扩散指数显示制造业收缩程度大于往年



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: 出口订单指数显示外需依然疲弱



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: 购进价格指数继续回落



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