

PMI 反映内忧甚于外患 刺激内需将成重点

——1 月 PMI 数据点评

宏观报告

发布时间：2012 年 02 月 01 日

投资要点:

- 1 月 PMI 延续反弹，指标指向经济局部改善，但总体仍处于下行调整。核心观点：外需要好于名义指标本身，但内需疲软成为下阶段的主要隐忧，政策将有望着力刺激内需。
- 第一，PMI 趋势下行，名义反弹难以形成乐观预期。PMI_TC 平稳回落，表明反弹存在扰动因素，不可信、不可持续，而 PMI_Cycle 负缺口加大，表明下修调整并未结束。
- 第二，外需有望企稳，经济出现局部改善的迹象。生产和新出口订单一升一降，但两者趋势下滑速率明显收敛，且循环值也开始见底表明外需不像指标那么悲观，新出口订单降至 46.9%主要还是季节性因素。而产成品库存降至 48%，生产略有好转也可能来自于外需的相对企稳和库存压力减少的双重推动。
- 第三，指标预示内忧甚于外患。新订单指数升至 50.4%，但是难以乐观。从趋势看，在外需有所企稳下，新订单的循环值负缺口加大表明内需隐忧加大。而产成品库存虽降至 48%的较合理水平，但基于需求难以明显改善，去库存降持续存在，且季调后库存指标升至高点，压力难消。而进口滑落至 46.9%的新低也印证了这种隐忧。
- 因此，我们认为，PMI 连续两个月反弹，且高于 50%，可能在一定程度上打消经济硬着陆的疑虑，但是反弹并不代表经济好转。鉴于美国经济有望持续温和复苏，而欧债危机可能得到稳妥解决，外需的冲击可能要好于预期。因此，从指标看，内需疲软成为更大的隐忧。
- 外需有望企稳和内需成忧的格局，政策将进一步明朗政策方向：（1）政策仅是微调策略，不会出现大的放松；（2）政策内需的政策无疑会加码，但主要是财政和定向货币宽松；（3）消费和重点投资领域的再刺激有望来临。
- 我们判断政策操作的可能选择：（1）以逆回购搭桥过河后，2 月份降准的可能性非常小；（2）刺激消费政策，包括汽车消费税降低等措施有望在两会前后出台，刺激消费政策加码；（3）稳投资战略下，重点领域、战略产业将再获支持。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nescn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

主要事件:

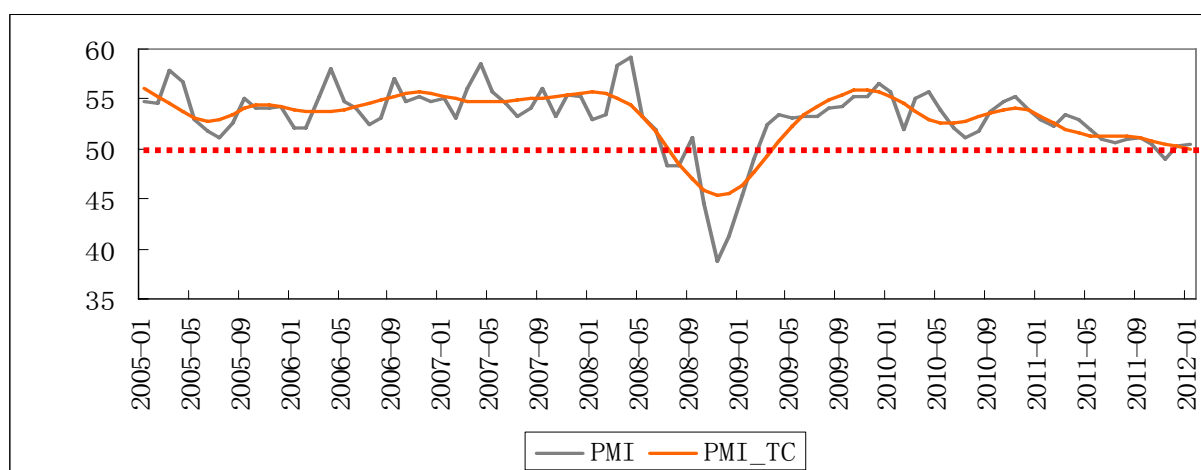
2012 年 1 月份,中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.5%,环比回升 0.2 个百分点。

点评:

1、PMI 反弹表明经济调整略好于预期,且局部改善

1 月份 PMI 出现持续反弹,既 12 月份反弹 1.3 个百分点后,再次提高 0.2 个百分点,PMI 表征数据的持续回升表明经济将略好于预期,且季调后的值持续高于 50%,PMI 数据表明经济深度调整的可能性较小。

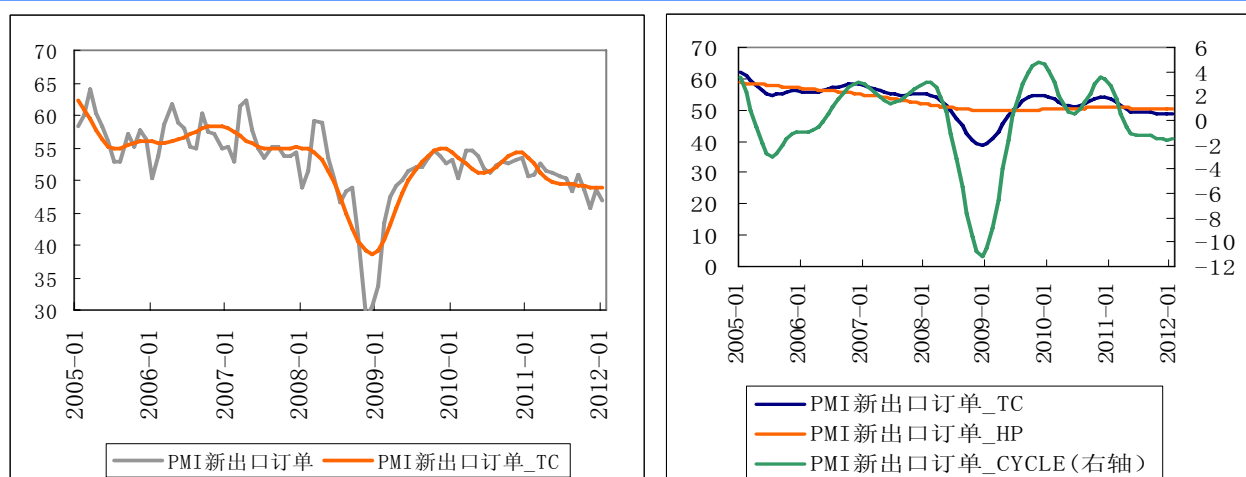
图 1: PMI 连续两个月回升且季调后一直高于 50%表明经济深调的可能性较小



资料来源: wind, 东北证券

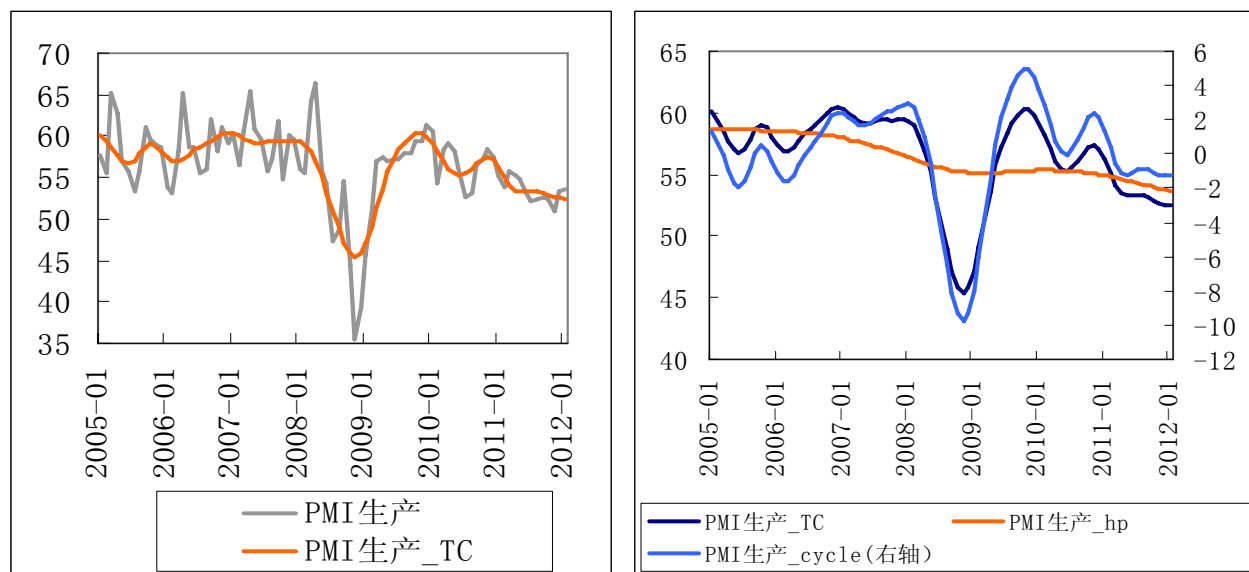
而其中的生产和新出口订单一升一降,但两者趋势下滑速率明显收敛,且循环值也开始见底表明外需不像指标那么悲观。新出口订单虽然降至 46.9%,但其趋势循环值(新出口订单_TC)为 48.83%,与 12 月的 48.84% 基本接近,降幅明显减少,而循环值开始回升,从 -1.57% 回升至 -1.55%,表明出口开始企稳,1 月份新出口订单的较大下降主要是季节性因素。

图 2: 季调后新出口订单持平且负缺口收敛表明外需有望企稳,名义大降主要是季节性



资料来源：wind，东北证券

图 3：季调后生产指标和负缺口开始收敛表明生产也有所企稳



资料来源：wind，东北证券

2、PMI 反弹不应乐观，内需或将成新隐忧

一方面我们看到 PMI 反弹在一定程度上减少经济硬着陆的疑虑；但是另一方面，不能以 PMI 连续反弹而给与乐观估计。原因在于：

(1) PMI 虽连续反弹，但季调值仍然处于平稳下行轨道，并为趋势性的相好回升；且循环值负缺口加大，表明调整认为完成。根据我们利用 Census X12 的季调方法，PMI_TC 为 50.01%，比 12 月份降低 0.2 个百分点，降幅并为明显收敛。而且，PMI_Cycle 为 -1.36%，比 12 月份的 -1.24% 扩大，从指标看，经济调整显然未完成（见图 1）。

(2) 政策调控对国内投资的影响正在显现，投资，尤其是房地产投资以何种速率下降将影响经济调整的深度和长度。而从 PMI 指标看，两个数据印证了这种担忧。

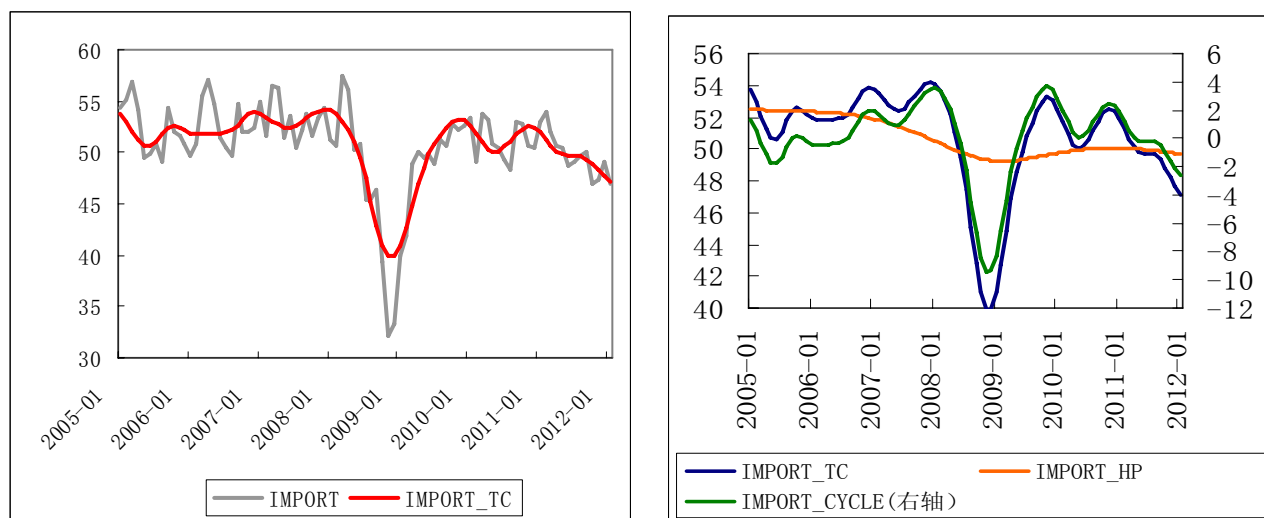
第一，进口这一显性指标大幅下降至 46.9% 的新低，且季调后趋势下行，降幅未收敛，循环值为负，从 -2.05% 放大至 -2.5%，进口仍存在继续降低的趋势。显然，内需成为隐忧。

第二，新订单指数虽然回升，但可能标明数据掩盖了下行事实。季调后的新订单指数为 49.1%，不仅低于 50%，且持续下行。而其循环值为负，且从 -2.27% 降至 -2.61%，表明订单指数其实在趋势性下行。

(3) 在外需并为明显改善情况下，去库存压力将是持续的。虽然当月的产成品库存降至了较为合理的 48%，但动态看，去库存并未结束。原因是：第一，外需有望企稳，但内需仍面临较大不确定性，且下降的可能性较大，企业难以积极开工补库存；第二，从指标本身看，季调后的库存指标升至 50% 的高点，并为降低。

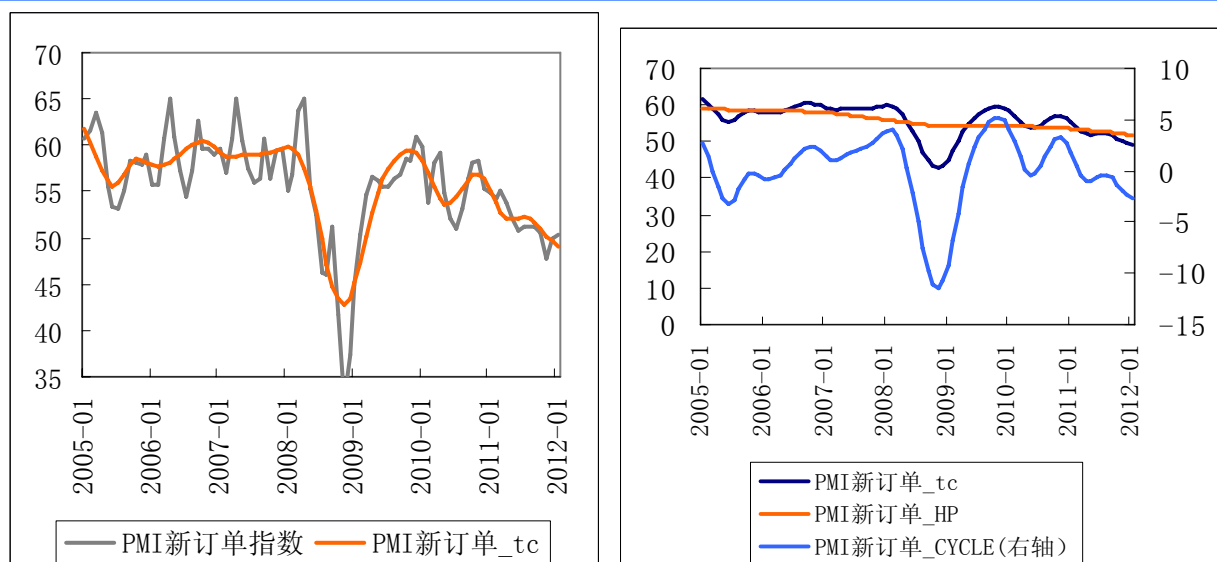
因此，PMI 的反弹多为季节性因素和扰动因素，并非趋势性相好，内需成为新的隐忧。

图 4: 1 月份 PMI 进口指标大幅下降, 且降幅未收敛, 内需调整成为新的隐忧

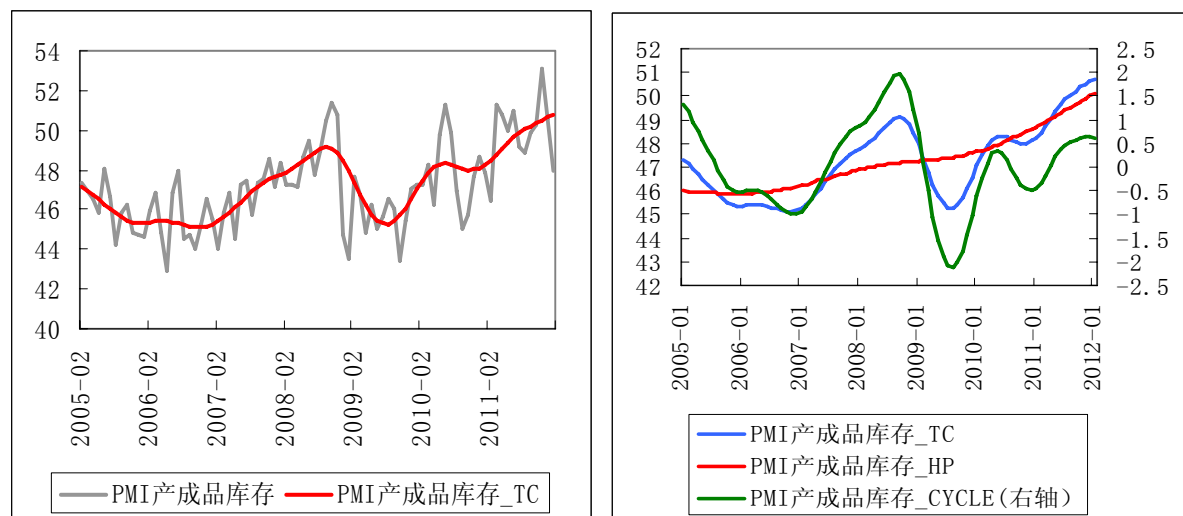


资料来源: wind, 东北证券

图 5: 2012 年 1 月份 PMI 的新订单指数虽走高, 但趋势性下行



资料来源: wind, 东北证券

图 6：产成品库存的趋势循环值升至高点，去库存压力将在未来一段时期持续存在


资料来源：wind，东北证券

3、经济的总体态势及政策判断

我们认为，PMI 连续两个月反弹，且高于 50%，可能在一定程度上打消经济硬着陆的疑虑，但是反弹并不代表经济好转。鉴于美国经济有望持续温和复苏，而欧债危机可能得到稳妥解决，外需的冲击可能要好于预期。因此，从指标看，内需疲软成为更大的隐忧。

外需有望企稳和内需成忧的格局，政策将进一步明朗政策方向：（1）政策仅是微调策略，不会出现大的放松；（2）政策内需的政策无疑会加码，但主要是财政和定向货币宽松；（3）消费和重点投资领域的再刺激有望来临。

据此，我们判断政策具体操作的可能选择：（1）以逆回购渡过 1 月份的资金紧张时期，2 月份降准的非常小；（2）刺激消费政策，包括汽车消费税降低等措施有望在两会前后出台，刺激消费政策加码；（3）稳投资战略下，重点领域、战略产业将再获支持。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。