

不可乐观的当前和相对乐观的未来，底部接近

——2月 PMI 数据点评

宏观报告

发布时间：2012年03月01日

投资要点：

- 核心观点：PMI 反映外需风险解除，但投资依旧疲软。**综合看前两个月 PMI 是低位反弹，预示经济不太乐观的当前和相对乐观的未来，**经济接近底部**，有望在二季度企稳回升。
- 外需风险基本解除。**美国经济处于良好的复苏通道，而德国等欧元区核心经济体也已出现改善迹象。从 PMI 数据看，新出口订单大幅反弹 4.2 个百分点至 51.1%，季调值已经见底，而周期循环值转为正缺口表明出口向上的态势确立。
- PMI 多项分指标反映内需依旧疲软。**（1）在新出口订单大增情况下新订单指数只是小幅回升 0.6，表明内需并未明显放大；（2）PMI 的进口指数回升至 50.8%，但季调后的趋势值为 49.68%，低于 50%，且周期循环值依旧为负缺口，进口数据反映内需并未出现明显反弹；（3）行业景气分化，钢铁、有色、化学等原材料行业的新订单和进口指数基本处于 50% 下方，表明投资领域依旧疲弱。
- 投资的相对疲软也来自于其他指标的佐证。**（1）1 月份的 M1 和 M2 分别创下 3.1% 和 12.4% 的历史新低；（2）信贷低于预期。企业的中长期贷款增长缓慢反映了投资需求不旺；（3）前期媒体报道的 1 月份社会用电量负增长 7.5%。
- 综合看，2012 年前 2 个月的 PMI 数据体现为低位反弹，此预示：（1）1 季度的经济增速肯定不会深度调整，但也不会太高；（2）向好趋势有望延续，回升的时点可能早于预期。因此，我们维持 1 季度 GDP 增速在 8.3% 的判断，同时 1 季度见底的可能性在提高，但暂且维持原来二季度持平于 8.3% 的判断。**
- 由于经济出现了一定的回暖迹象，加上 2 月份已经连续出台了多项的产业规划等扶持政策，并且已经下调准备金，我们认为维稳的政策出台期已进入尾声，后续政策连续刺激的空间在缩小。后期主要在于政策的落实。**
- 市场利率已大幅降低，表明货币供给明显改善，而通胀压力未明显消除，货币政策将继续谨慎，上半年或有 1 次降准。**

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)2036 1155
FAX: (8621)2036 1159
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮编：200135

主要事件:

2012 年 2 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 51.0%, 环比回升 0.5 个百分点。

点评:

1、PMI 低位反弹反映经济有望见底回升

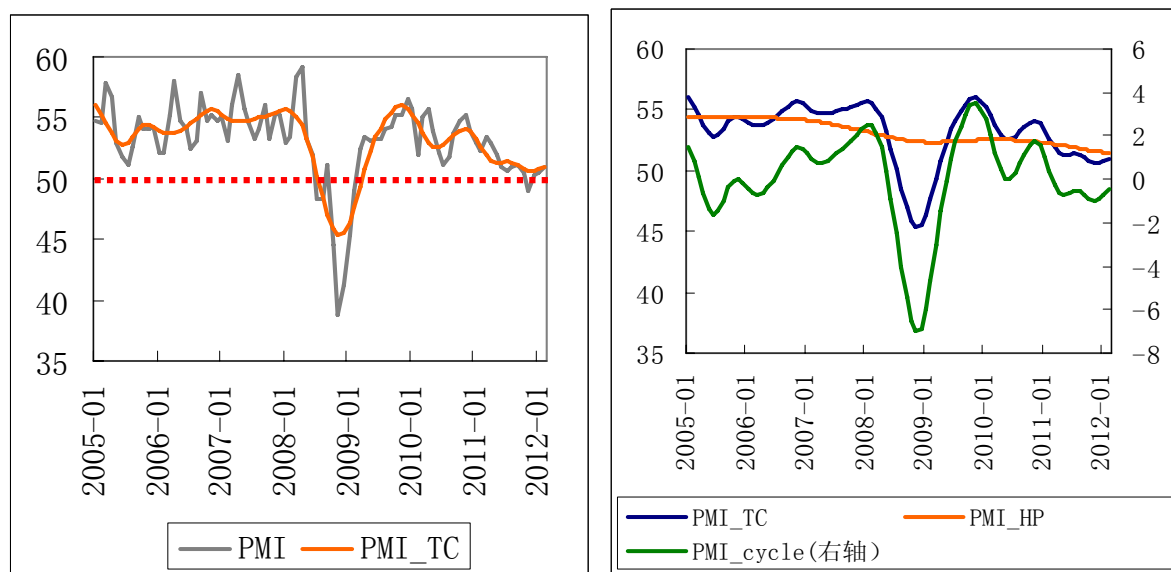
2 月份 PMI 继续回升 0.5 个百分点至 51%, 连续 2 个月稳定 50% 的分界线, 由于连续反弹, PMI 的季调值已呈现见底回升态势。并且周期循环值(见图 1 的 PMI_Cycle)已经回升, 表明经济回落在收敛。

综合看, 2012 年前 2 个月的 PMI 数据体现为低位反弹的特征, 此预示:

(1) 1 季度的经济增速肯定不会深度调整, 但也不会太高;

(2) 向好趋势有望延续, 回升的时点可能早于预期。因此, 我们维持 1 季度 GDP 增速在 8.3% 的判断, 同时 1 季度见底的可能性在提高, 但暂且维持原来二季度持平于 8.3% 的判断。

图 1: PMI 连续地位反弹, 经济底部有望接近



资料来源: wind, 东北证券

2、PMI 反映外需风险基本消除

从欧美的数据看, 美国经济处于良好的复苏通道, 而德国等欧元区核心经济体也已出现改善迹象。2 月份美国 PMI 有望反弹至 55%, 而公布的 2 月份欧元区 PMI 反弹 0.2 个百分点至 49%, 连续 3 个月回升。而日本 2 月份 PMI 虽然回来 0.2 个百分点至 50.5%, 但已经连续 3 个月位于分界线上。

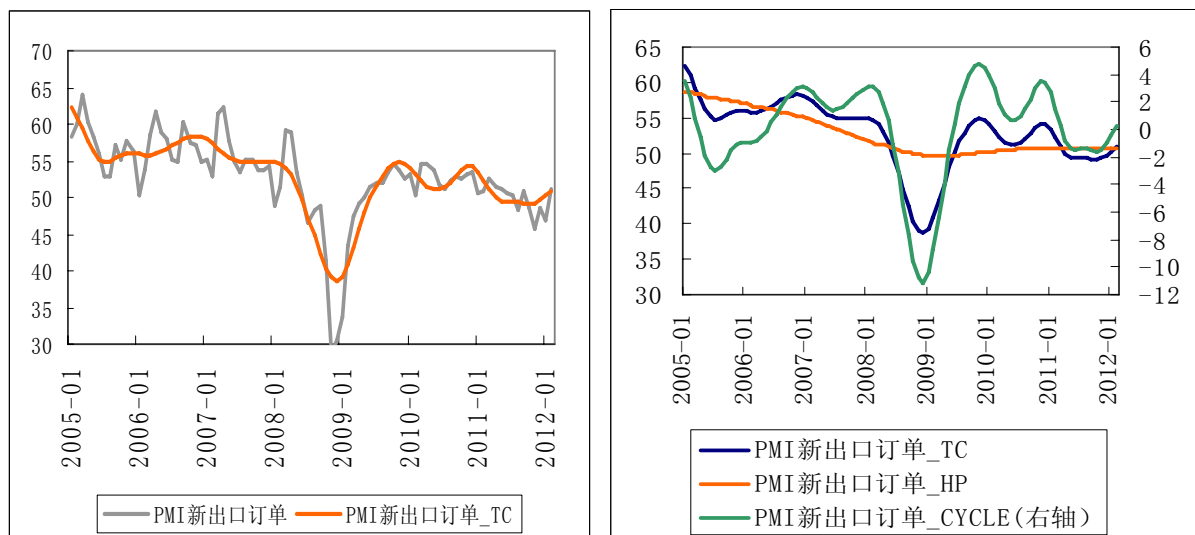
同时从消费信心指数看, 美国的密歇根大学消费者信心指数升至 75.3% 的 1 年来新高, 而欧元区的德、意、法等核心经济体的消费者信心指数也都回升。

加上, 欧元区对希腊等债务问题的解决方案逐渐明朗, 可以谨慎乐观判断债务危机困局有

望逐步缓解。综合看，原本担心的外需回落造成我国经济深度调整的可能性已经非常小。

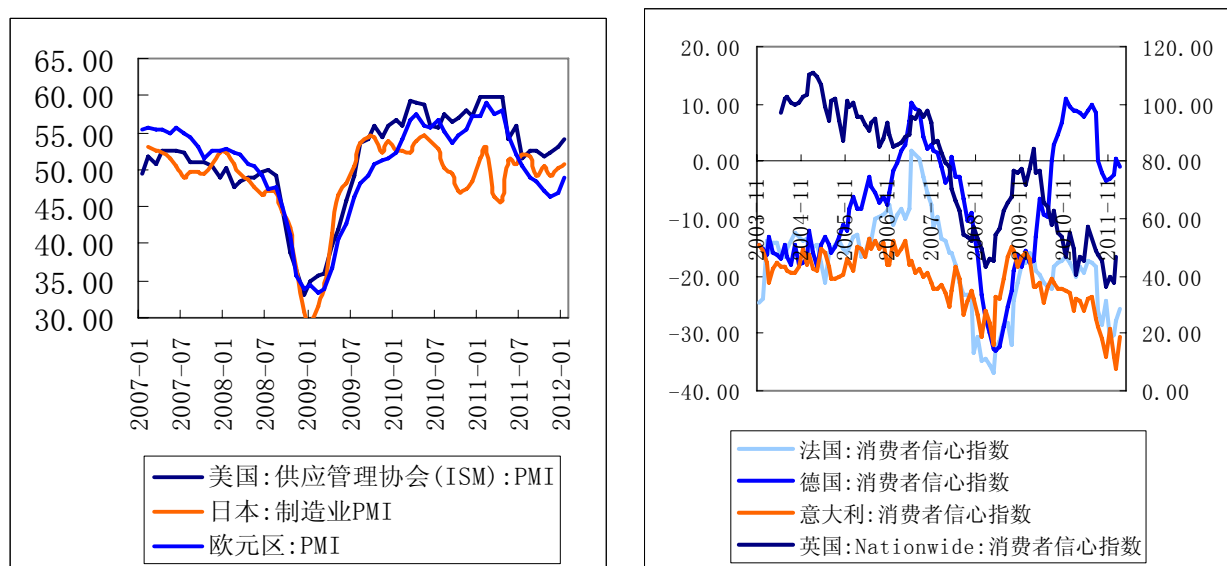
而 PMI 数据也反映了这种情况。2 月份新出口订单大幅反弹 4.2 个百分点至 51.1%，季调后的趋势值（TC）已经升至 50.8%，见底迹象明显。并且周期循环值（Cycle）为 0.23，为去年 4 月份以来首次出现正缺口。正缺口的出现表明出口向上的态势确立。

图 2：PMI 的新出口订单持续回升，并且循环值变为正缺口表明出口趋势好转



资料来源：wind，东北证券

图 3：欧美数据一致好转，外需有望企稳回升



资料来源：wind，东北证券

3、多项指标反映内需依然疲弱

在上月的点评报告，我们指出 PMI 反映了内外需风险在切换，外需风险降低而内需下降风险在增加。但由于 2 月份新订单和生产指数的明显回升，从数据本身看，经济似乎已经开始见底回升。但我们认为数据反映经济一定好转，内需风险在下降，但总体看，内需依

然疲软，理由是：

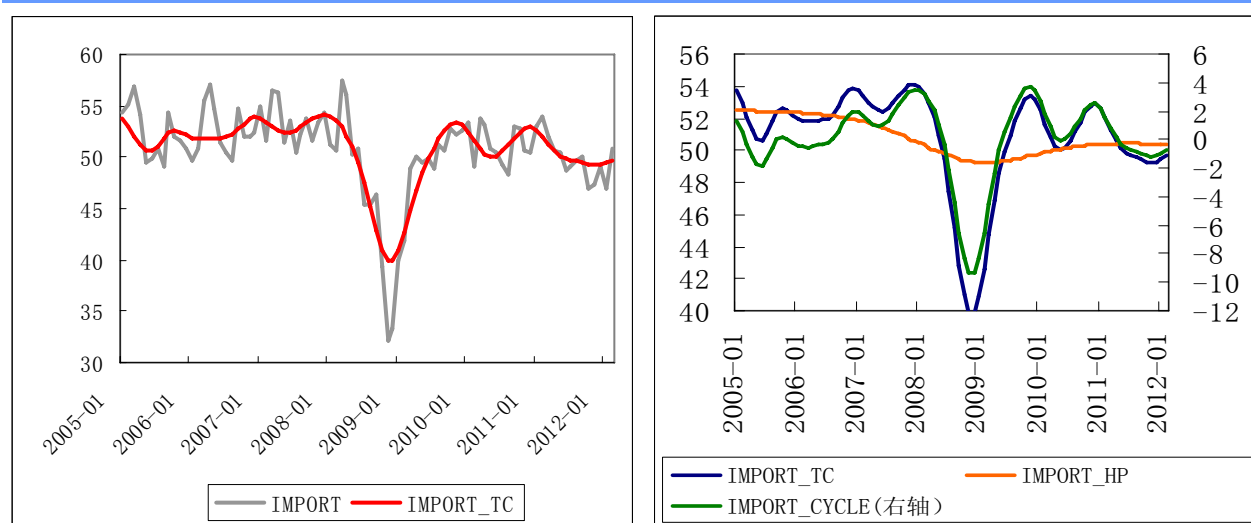
(1) 新订单指数在新出口订单大增情况下只是小幅回升 0.6，表明内需并未明显放大；

(2) PMI 的进口指数回升至 50.8%，但季调后的趋势值为 49.68%，低于 50%，且周期循环值依旧为负缺口，进口的疲弱表明内需并未出现明显的反弹；

(3) 行业景气分化，钢铁、有色、化学等原材料行业的新订单和进口指数基本处于 50% 下方，表明投资依旧疲弱。

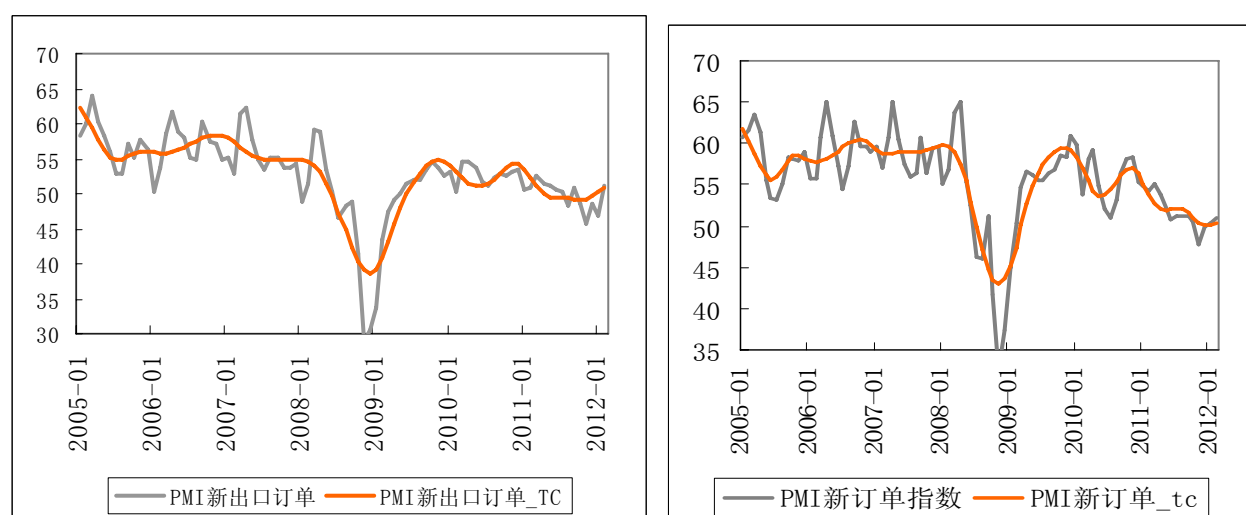
同时，投资为代表的内需相对疲软也来自于其他指标的佐证。(1) 1 月份的 M1 和 M2 分别创下 3.1% 和 12.4% 的历史新低；(2) 信贷低于预期。企业的中长期贷款增长缓慢反映了投资需求不旺；(3) 前期每天报道的 1 月份社会用电量负增长 7.5%。

图 4：2 月份 PMI 进口指标有所改善，但季调后的趋势值仍低于 50 表明内需依然疲弱



资料来源：wind，东北证券

图 5：新出口订单大幅反弹，但新订单指数及季调值反弹有限，反映内需未明显改善



资料来源：wind，东北证券

4、经济的总体态势及政策判断

综合看，2012 年前 2 个月的 PMI 数据体现为低位反弹，经济增长接近底部。1 季度见底的可能性提高，而二季度有望见底回升。

因此，在经济出现了一定的回暖，而 2 月份已经连续出台了多项的产业规划等扶持政策背景下，加上已经下调准备金，我们认为维稳意图的政策出台期已进入尾声，后续政策连续刺激的空间在缩小。后期主要在于政策的落实。

市场利率已大幅降低，表明货币供给明显改善，而通胀压力未明显消除，货币政策将继续谨慎，上半年或有 1 次降准。

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。