

点评报告

中国经济调整趋稳，美国数据低于预期

2012 年 3 月 2 日

2012 年 2 月全球 PMI 数据点评

主要预测

%	11	12E
GDP	9.2	8.1
CPI	5.4	2.7
PPI	6.0	1.5
社会消费品零售	17.1	16.3
工业增加值	13.9	10.5
出口	20.3	12.1
进口	24.9	16.5
固定资产投资	23.8	16.1
M2	13.6	13.0
人民币贷款余额	15.8	14.9
1 年期存款利率	3.50	3.25
1 年期贷款利率	6.56	6.31
人民币汇率	6.30	6.12

最新数据（12 月）

工业	12.8
城镇投资	23.8
零售额	18.1
CPI	4.1
PPI	1.7

资料来源：CEIC、招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

事件：

2 月中国制造业 PMI 指数 51%，环比上升 0.5%，美国 ISM PMI 指数 52.4%，环比下降 1.7%。

评论：

1、本月中国 PMI 指数较大幅度上升，制造业生产经营活动在节后稳步恢复，进一步明确中国经济正在调整筑底过程中。本月 PMI 指数的回升主要是由于交通运输设备制造业、医药制造业、通用设备制造业等重工业回暖所致，这缓解了我们对 PMI 指数受消费品行业节日效应影响而不是趋势性回升的担心。总的来看，说明中国经济调整已趋于稳定，2012 年经济开局形势好于我们的预期。

2、本月中国 PMI 购进价格指数为 54%，环比增速 4%，较上月环比增速 2.9% 再次上升，显示近期价格水平反弹力度进一步加大。由于国内还存在较大的通胀压力，近期大宗商品价格上涨对我国价格水平会产生一定影响，需密切观察该指标对未来 PPI 和 CPI 非食品价格走势的领先作用。我们认为购进价格指数连续三个月快速上升表明国内通胀压力尚存，尽管通胀回落趋势已经确定，但政策调整空间有限，需密切观察外围流动性和国内银行间市场资金状况，我们预计今年上半年尚有一次调整存准率的可能性。

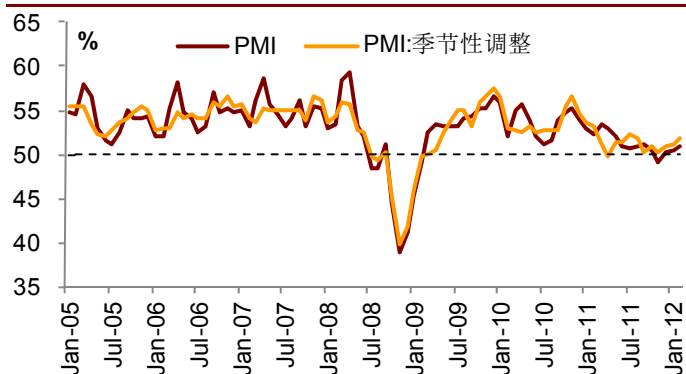
3、2 月美国制造业采购经理指数 52.4%，环比下降 1.7%，低于市场预期，显示美国制造业扩张速度放缓。新增订货量分项指数下降 2.7 个百分点，从 57.6% 下滑至 54.9%。供应商交货期分项指数下降 4.6 个百分点，从 53.6% 降至 49%，重返收缩区间。显示采购经理人只需等待较短的时间就能收到订购的材料，这一般发生在需求减弱，从而供应商能够按时交货的情况下。

4、我们认为读数 50% 以上的 ISM 采购经理指数显示了美国经济复苏的动力得以延续。领先 ISM 制造业指数效果较好的库存/销售比近期维持在窄幅区间震荡，并没有出现趋势性的方向。预计美国制造业扩张的步伐短期内不会改变。需要注意的是，企业仍受到经济前景不确定性的影响，在新增雇员的决定上依然保持谨慎态度。蔓延至核心经济体的欧债危机或继续深化的风险和美国财政紧缩的风险继续施压美国就业市场的复苏。此外，受去库存周期，还有季节性减弱的消费热情影响，维持美国一季度经济增速减速可能性高的判断。

一、需求回暖，2月中国 PMI 继续回升

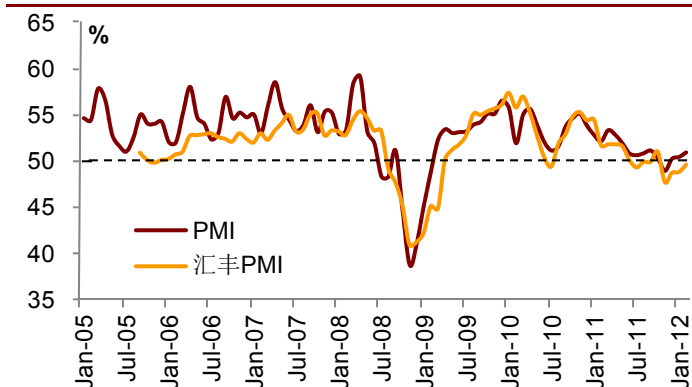
2月中国制造业 PMI 指数为 51%，环比上升 0.5%，本月中国 PMI 指数较大幅度上升，表明制造业生产经营活动在节后稳步恢复，进一步明确中国经济正在调整筑底过程中。本月 PMI 指数的回升主要是由于交通运输设备制造业、医药制造业、通用设备制造业等重工业回暖所致，这缓解了我们对于 PMI 指数受消费品行业节日效应影响而不是趋势性回升的担心。总的来看，说明中国经济调整已趋于稳定，2012 年经济开局形势好于我们的预期。

图 1：中国 PMI 指数延续回升态势



资料来源：CEIC、招商证券

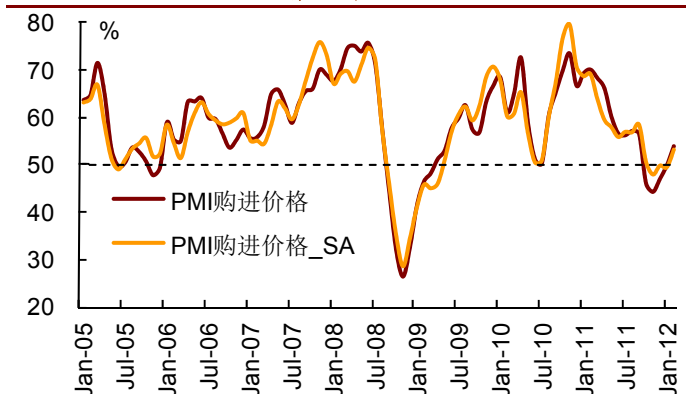
图 2：汇丰 PMI 继续回升但仍低于 50% 临界值



资料来源：CEIC、招商证券

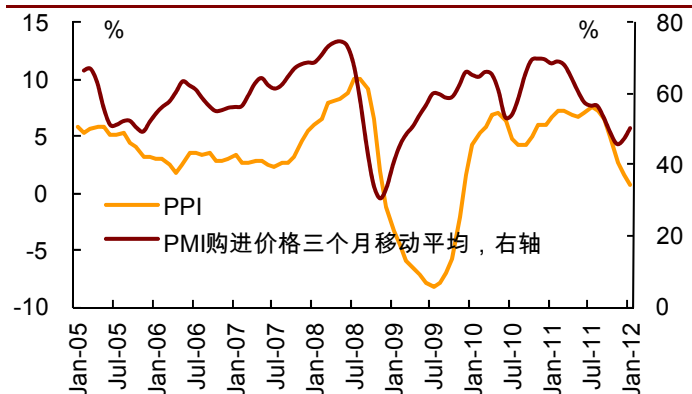
本月 PMI 购进价格指数为 54%，环比增速 4%，较上月环比增速 2.9% 再次上升，显示近期价格水平反弹力度进一步加大。由于国内还存在较大的通胀压力，近期大宗商品价格上涨对我国价格水平会产生一定影响，需密切观察该指对标未来 PPI 和 CPI 非食品价格走势的领先作用。我们认为购进价格指数连续三个月快速上升表明国内通胀压力尚存，尽管通胀回落趋势已经确定，但政策调整空间有限，需密切观察外围流动性和国内银行间市场资金状况，我们预计今年上半年尚有一次调整存准率的可能性。

图 3：购进价格指数显著上升



资料来源：CEIC、招商证券

图 4：购进价格显示国内通胀压力犹存



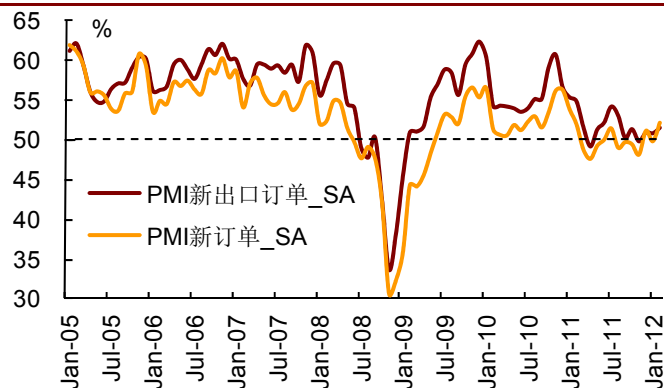
资料来源：CEIC、招商证券

本月新订单和生产指数分别为 51% 和 53.8%，其环比增速与上月相同，即分别上升 0.6% 和 0.2%。此两项指标的继续回升表明近期制造业供求不断恢复，生产-新订单缺口进一

步缩小。由于经济总体尚在调整过程中，加之短期价格因素的影响，本月原材料库存指数有所下降，为 48.8%，环比下降 0.8%。

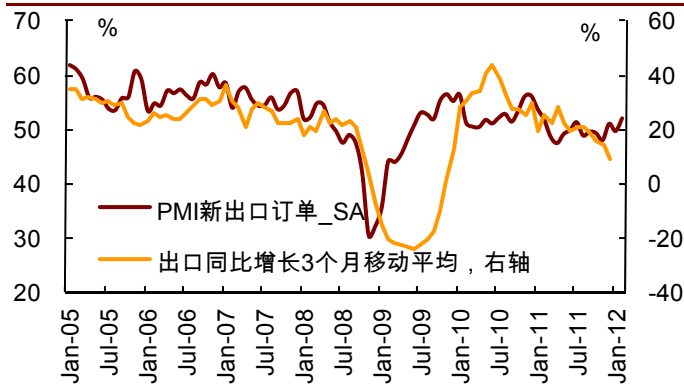
本月新出口订单和进口指数均显著上升，分别为 51.1%和 50.8%，环比分别上升 4.2%和 3.9%。新出口订单指数自去年 10 月，进口指数自去年 9 月首次回到景气区间。这说明美国经济持续温和复苏有利于我国出口的恢复；而进口恢复一方面是内需恢复拉动，另一方面是外需恢复引致。

图 5：新出口订单重回临界值之上



资料来源：CEIC、招商证券

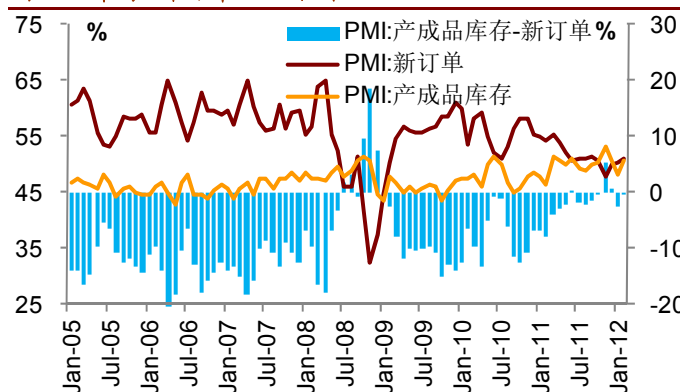
图 6：预计 2 月出口增速将会好转



资料来源：CEIC、招商证券

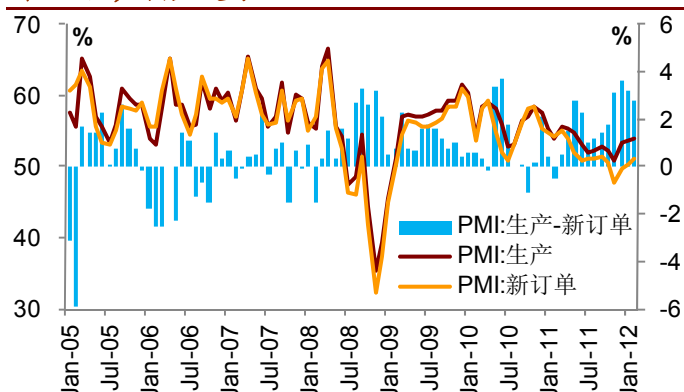
我们从两个维度考察生产指数的变化情况：一是新订单与产成品库存缺口，二是生产与新订单缺口。前者反映总需求消化现有库存的情况，间接反映工业活动的供求均衡情况，后者直接反映工业活动的总需求与总供给关系。从历史数据看，库存-新订单缺口仅在 08 年金融危机时期为正；而生产-新订单缺口在年末一般都会为正，这可能是由于春节临近，为保证节日供应工业企业主动增加生产的结果。从 2 月的数据看，库存-新订单缺口收窄，生产-新订单缺口快速回落，制造业生产活动逐步好转。

图 7：库存-新订单缺口收窄



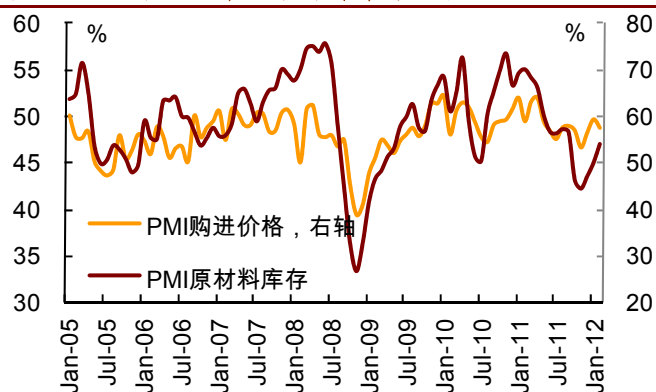
资料来源：CEIC、招商证券

图 8：生产指数更为强劲

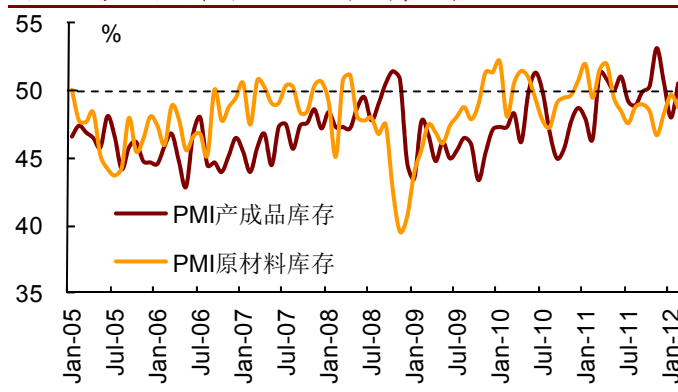


资料来源：CEIC、招商证券

2 月产成品库存指数为 50.5%，从历史数据看合意的产成品指数应在 45%-50% 区间内。该指数再次回到历史较高水平说明相对于需求回升，供给回升力度更大，若未来需求受各种因素冲击不能持续向好，则制造业生产经营活动将重新收缩，PMI 指数受供求矛盾影响再次回落。

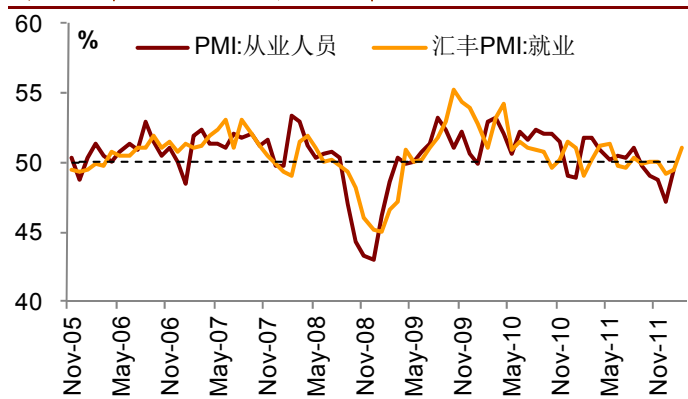
图 9: 购进价格上升, 原材料库存回落


资料来源: CEIC、招商证券

图 10: 产成品库存再次回到较高水平


资料来源: CEIC、招商证券

2月中国 PMI 就业指数迅速回升, 读数为 49.5%, 环比上升 2.4%; 而汇丰 PMI 就业指数读数为 51.1%, 环比上升 1.6%。考虑到样本的差异, 汇丰 PMI 就业指数重回景气区间且与春节后历史水平相当, 说明中小企业劳动力需求更为旺盛。中国 PMI 就业指数较低可能与大中型企业以资本密集型为主, 对劳动力数量需求更低而对劳动力质量要求更高有关。以上两种就业指数迅速回升还是显示当前就业市场总体问题不大, 但其处于临界值两端的情况也反映了当前就业市场突出存在的结构性失业情况, 以及边际上就业市场供需状况可能正在发生变化。

图 11: 节后就业指数明显回升


资料来源: Wind、招商证券

表 1: 中国 PMI 及各分项指数

	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Spe-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-12
PMI	53.40	52.90	52.00	50.90	50.70	50.90	51.20	50.40	49.00	50.30	50.50	51.00
生产	55.70	55.30	54.90	53.10	52.10	52.30	52.70	52.30	50.90	53.40	53.60	53.80
新订单	55.20	53.80	52.10	50.80	51.10	51.10	51.30	50.50	47.80	49.80	50.40	51.00
新出口订单	52.50	51.30	51.10	50.50	50.40	48.30	50.90	48.60	45.60	48.60	46.90	51.10
积压订单	51.40	50.70	47.70	45.90	46.50	47.60	48.90	46.00	45.20	46.10	43.20	49.40
产成品库存	51.30	50.80	50.00	51.00	49.20	48.90	49.90	50.30	53.10	50.60	48.00	50.50
采购量	54.10	53.80	53.60	51.50	52.00	51.20	51.50	50.70	49.80	50.90	50.20	53.60
进口	52.00	50.60	50.50	48.70	49.10	49.70	50.10	47.00	47.30	49.10	46.90	50.80
购进价格	68.30	66.20	60.30	56.70	56.30	57.20	56.60	46.20	44.40	47.10	50.00	54.00
原材料库存	51.60	52.00	49.50	48.50	47.60	48.80	49.00	48.50	46.70	48.30	49.70	48.80
从业人员	51.80	51.80	50.90	50.20	50.50	50.40	51.00	49.70	49.00	48.70	47.10	49.50
供货商配送时间	50.40	50.60	49.90	49.80	50.30	49.90	49.50	50.70	50.40	50.10	49.70	50.30

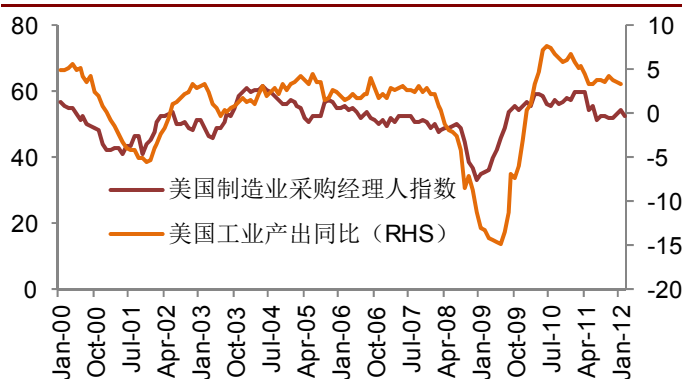
资料来源: CEIC、招商证券

二、美国 PMI 指数下滑，制造业继续扩张

2 月份美国制造业采购经理指数读数为 52.4%，低于 1 月份 54.1%，亦低于市场的平均预期，显示美国制造业扩张速度放缓。高于临界值 42.6% 的读数一般对应着整体经济的扩张。根据 PMI 指标，美国整体经济已经连续扩张 33 个月，制造业连续扩张 31 个月。美国采购经理人综合指数是以新增订货量、产量、就业、供应商交货期、存货量问卷调查答案为基础的加权指数，其中各项的权重分别为 30%，25%，20%，15% 和 10%。本次调查中，新增订货量、产量、就业和供应商交货期分项指标都显示出不同程度的下降。存货量分项指标和 1 月份持平。

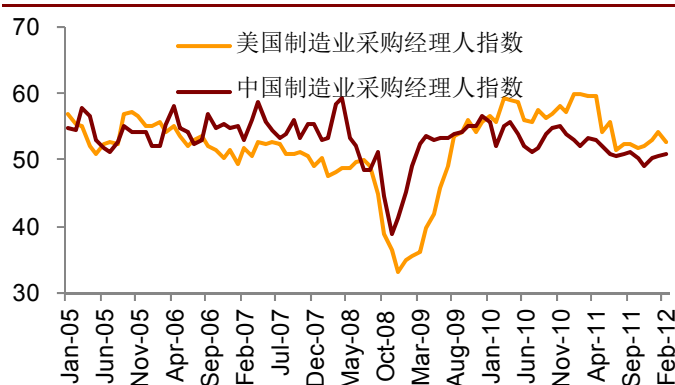
新增订货量分项指数下降 2.7 个百分点，从 57.6% 下滑至 54.9%。供应商交货期分项指数下降 4.6 个百分点，从 53.6% 降至 49%，重返收缩区间。显示采购经理人只需等待较短的时间就能收到订购的材料，这一般发生在需求减弱，从而供应商能够按时交货的情况下。存货量分项指数持平在 49.5% 的水平上。显示存货量收缩的速度趋于稳定。美国制造业采购经理指数的各项分指标中，新增订货量在综合指数中所占权重最高，同时也是有关未来生产活动最有用的领先经济指标。订货量的增长通常会伴随着未来几个月的产出的增长。因此，持续增长的新增订货量指数显示美国制造业增长动力仍然充足。

图 12：美国制造业连续扩张 33 个月



资料来源：Bloomberg、招商证券

图 13：中美两国制造业 PMI 数据



资料来源：Bloomberg、招商证券

从关于提供制造业业绩额外内容的指标来看，积压订货量分项指数略微下降，从 52.5% 下降至 52%，仍然位于扩张区间，即未完成的订货量增加，预计可以促进未来的产出增长；出口指数连续 4 个月处于扩张区间，2 月份增加 4.5 个百分点至 59.5%，显示随着全球经济的复苏提振美国出口，不过仍需密切关注欧洲各国去杠杆化进程或对美国出口带来的冲击；2 月份价格指数再次大幅跳升，指数从 55.5% 上升至 61.5%。18 个制造业中，13 个行业的支付价格出现上涨，涨幅按照下列顺序：非金属矿物制品业，金属制品业，塑料及橡胶制品，初级金属，机械，化工产品，杂项制造，印刷及相关支持活动，家具及相关产品，电气设备、电器及零部件，交通运输设备，计算机及电子产品，以及食品、饮料及烟草制品。唯一支付平均价格出现下降的行业是纸制品业。价格指数反映了制造商支付原材料的价格变化，可以说明生产过程前期价格膨胀是在增速还是在减速。一般情况下，如果价格指数停留在 65% 以上，美联储介入提高利率的可能性将增加。考虑到虽然原料价格出现上升，但距离美联储提高利率的 65% 仍有一定的距离。近期物价水平仍支持美联储保持现有的宽松货币政策并在必要时出台新的刺激性货币政策。

就业指数方面，工厂就业指数下降 1.1 个百分点，从 54.3% 下降到 53.2%，显示工厂雇佣新员工的速度减慢。不过由于指数仍然位于 50% 的荣枯线之上，证明工厂仍在雇佣新工人。工厂就业指数和美国薪资服务提供商自动数据处理公司 (ADP) 的就业数据较为一致。ADP 公司 2 月 1 日发布报告称，在服务和生产行业及小企业的带动下，美国 1 月私营部门就业人数环比增加 17 万人，略差于市场预期的 20 万人。总体上，就业市场近期温和复苏，不过复苏速度缓慢。现在的失业率与美联储所设定的长期失业率目标区间，5.2%-6.0% 相比，仍有较大差距。如果就业市场改善速度持续缓慢，预计美联储将推出新一轮刺激性政策，通过压低市场利率或预期利率的方式，实现其两大货币政策目标之一的充分就业目标。

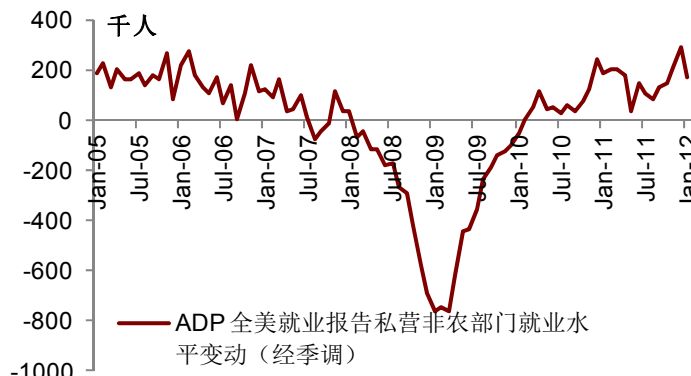
美国劳工部 (Labor Department) 公布的 1 月份失业率降至 8.3%，非农就业人数增加 243000 人，反映了令人鼓舞的趋势。不过，当月美国劳动参与率较前月下降 0.3 个百分点，降至 63.7%，显示美国就业市场压力依然存在。现在的失业率与美联储所设定的长期失业率目标区间，5.2%-6.0% 相比，仍有较大差距。下周公布的 2 月份非农就业报告值得重点关注。

图 14: 美国 PMI 指数就业分项指标仍在扩张区间



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 15: ADP 报告显示美国就业状况缓慢改善



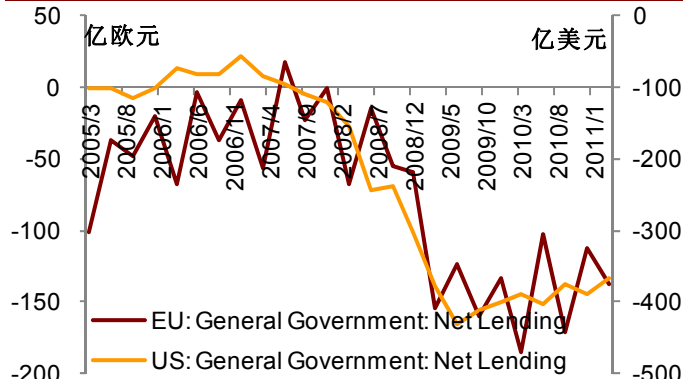
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 16: 首次申请失业救济人数近期低于 40 万



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 17: 美欧政府都面临较大的财政压力

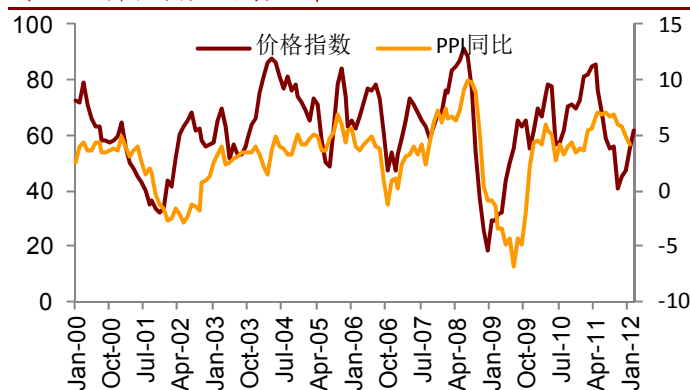


资料来源: CEIC、招商证券

总体上，我们认为读数 50% 以上的 ISM 采购经理指数显示了美国经济复苏的动力得以延续。领先 ISM 制造业指数效果较好的库存/销售比近期维持在窄幅区间震荡，并没有出现趋势性的方向。预计美国制造业扩张的步伐短期内不会改变。需要注意的是，企业

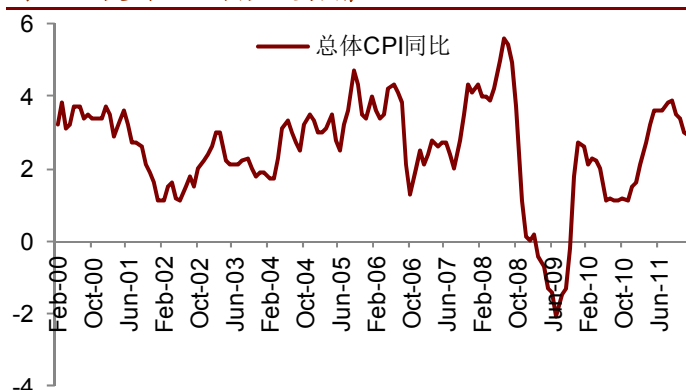
仍受到经济前景不确定性的影响，在新增雇员的决定上依然保持谨慎态度。蔓延至核心经济体的欧债危机或继续深化的风险和美国财政紧缩的风险继续施压美国就业市场的复苏。此外，受去库存周期，还有季节性减弱的消费热情影响，维持美国一季度经济增速减速可能性高的判断。

图 18: 价格指数近期回升



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 19: 美国 CPI 指数变动情况



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 20: 新增订货量指数略有下降



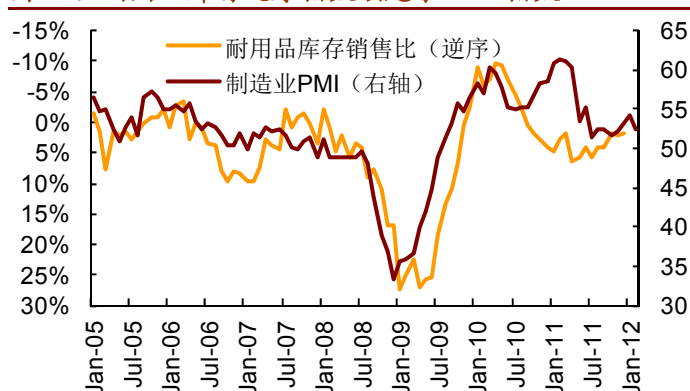
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 21: 产量指数继续下降



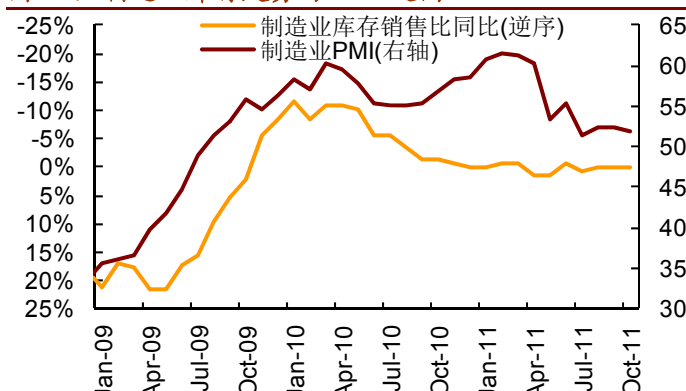
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 22: 耐用品库存逆序指数领先于 PMI 指数



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 23: 制造业库存走势与 PMI 趋同



资料来源: Bloomberg、招商证券

参考报告:

1. 《2012 年 2 月外汇占款数据预测--2 月外汇占款增量低于 1000 亿》2012/3/1
2. 《欧元区债务危机发展动向追踪-浴火未必能重生(2012 年 2 月第 4 周)》2012/2/27
3. 《欧洲问题专题研究之二-地狱归来: 欧元何去何从》2012/2/27
4. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 2 月第 4 周)--第二轮欧版 QE 是关注焦点》2012/2/26
5. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 2 月第 3 周)--人民币升值预期回落》2012/2/18
6. 《2011 年第四季度中国货币政策执行报告点评--货币政策以稳求变》2012/2/16
7. 《2 月份欧洲央行议息会议声明点评_否极泰来?》2012/2/15
8. 《欧元区债务危机发展动向追踪-希腊风波未平(2012 年 2 月第 2 周)》2012/2/15
9. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 2 月第 2 周)--国际资本连续第 7 周流入新兴经济体》2012/2/12
10. 《2012 年 1 月份金融货币数据点评--货币条件拐点已现, 未来流动性或逐步改善》2012/2/12
11. 《2012 年 1 月份 CPI、PPI 数据点评--通胀反弹限制货币政策空间》2012/2/9
12. 《养老金入市专题研究--小荷才露尖尖角》2012/02/06
13. 《欧元区债务危机发展动向追踪-仍在观察期(2012 年 2 月第 1 周)》2012/02/06
14. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 2 月第 1 周)--国际资本连续第 6 周流入新兴经济体》2012/02/05
15. 《近期人民币汇率走势点评--一叶知秋: 人民币汇率波动中的香港因素》2012/02/03
16. 《2011 年 12 月工业企业利润点评-成本回落相对较快致企业盈利短暂回升》2012/02/03
17. 《2012 年 1 月份全球 PMI 数据点评-中国经济可能已筑底》2012/02/02
18. 《美联储 1 月议息会议纪要点评-美联储发出明确宽松信号》2012/02/02
19. 《欧元区债务危机发展动向追踪-静观其变(2012 年 1 月第 4 周)》2011/02/01
20. 《2012 年 1 月份 CPI、PPI 预测数据点评--通胀依然走在下坡路上》2011/02/01

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。