

趋势比高度重要 经济底部临近

——3月 PMI 数据点评

宏观报告

发布时间：2012年04月02日

投资要点:

- 核心观点:** 汇丰和 CFLP 的 PMI 出现了很大背离。汇丰 PMI 的回落和 CFLP 的反弹高度不足反映了经济总体仍相对疲软，但我们认为稳增长政策效应渐显，回暖迹象开始显露，结合其他宏观经济的先行指标，我们认为 PMI 的趋势比高度重要，经济底部已经临近，二季度见底的可能性比较大。
- 从官方 PMI 看，大型（国有）企业得益于稳增长政策，回暖明显。新订单创下 1 年新高至 55.1%，而生产和 PMI 总体都为近 1 年新高，在新出口订单回暖力度不大的情况，PMI 反应了稳增长对内需的拉动。
- 相比于 05 年以来 3 月份均值 3.1 的环比增速，本月环比提高 2.1 个百分点仍旧相对较低，但趋势循环值（PMI_TC）已经连续 4 个月回升，并且在年初连续 3 月保持回升态势的只有 2009 年。经济逐渐见底的情景有望再现，因此，我们认为反弹趋势比高度重要，底部临近。
- 虽然汇丰和 CFLP 的 PMI 两者明显背离，这其中有样本和季节性因素权重差别的原因，更可能在于不同企业稳增长政策的反应程度和时差的不同。大企业在信贷、项目等方面的获取能力要强于中小企业，率先回暖。
- 我们认为逻辑应该一致，若两者数据兼为真，那么大企业经营状况好于小企业。若大企业趋势向好，那么产出占主体的大企业代表经济总体将向好，并且有望传递到小企业。而不是放大小企业的回落趋势，来判断经济仍将大幅下滑。
- 而从其他先行指标看，经济向好的迹象已经开始显示：（1）宏观景气指数的先行指标连续 2 个月反弹；（2）信贷持续增加，M2 拐点确定；（3）新开工投资项目增加，稳增长并非悬在空中而是逐渐落地；（4）外需向好。
- 我们仍谨慎乐观判断经济底部临近，二季度有较大可能增速见底。稳增长政策将进一步落实，发改委批项目和财政资金和减税将在转型项目（产业）上扶持，而货币政策将继续适度放松，预计上半年仍有 1 次降准，时间或在 4 月底 5 月初，年中不排除打开降息之门。政策将为经济回暖增加动力。

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3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53.1%,环比回升2.1个百分点。

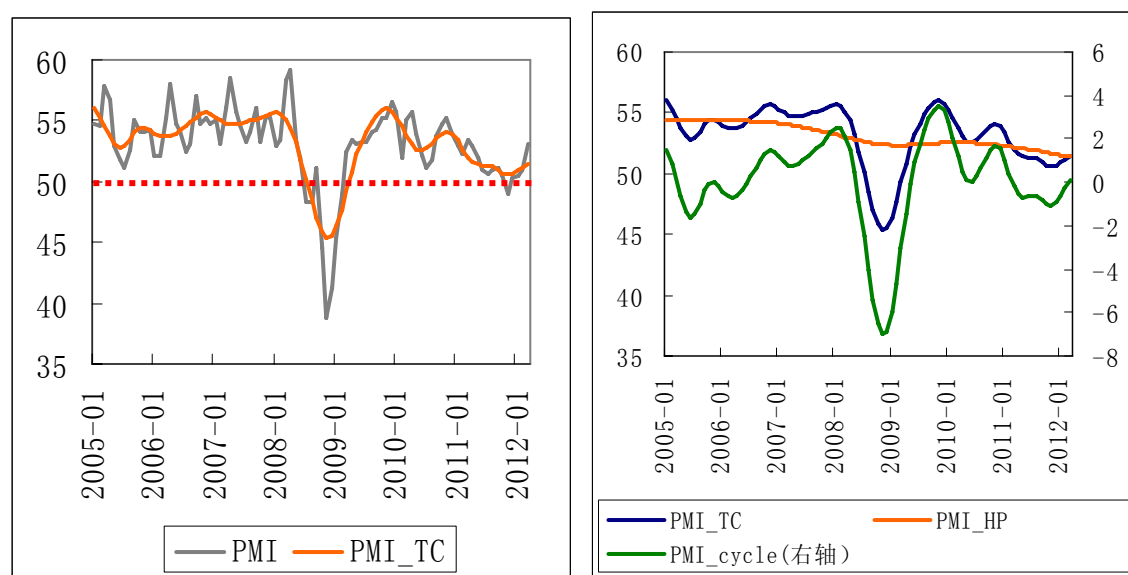
点评:

1、PMI 趋势性反弹, 经济底部有望接近

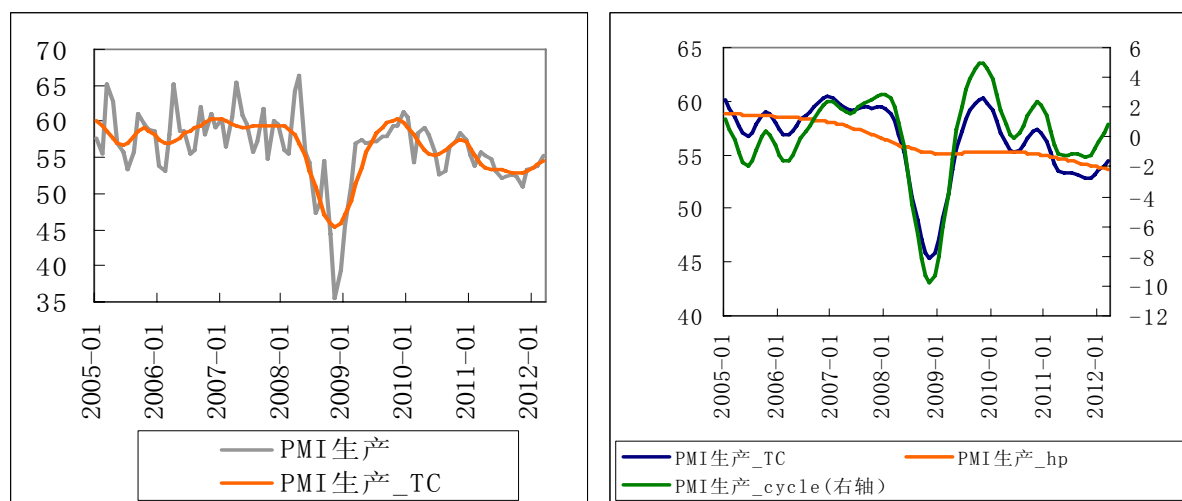
相比于05年以来3月份均值3.1的环比增速,本月环比提高2.1个百分点仍旧相对较低,剔除季节性因素后,PMI_SA比2月份的52.2%下降0.6个百分点至51.6%,表明反弹高度偏弱。

但PMI的趋势循环值(PMI_TC)却是反弹至51.5%,并且连续4个月回升。从计量角度看,相比于PMI_SA,PMI_TC剔除了不规则因素,因此,更好地代表趋势,而周期循环值(PMI_CYCLE)在本月升至0.14%,为1年来首次转正,表明经济周期向好。并且结合去年以来,在年初连续3月保持回升态势的只有2009年。并且经济逐渐见底的情景有望再现,我们认为反弹趋势比高度重要。

图1: PMI 趋势性反弹, 经济底部有望接近



资料来源: wind, 东北证券

图 2: PMI 生产指标也趋势回升

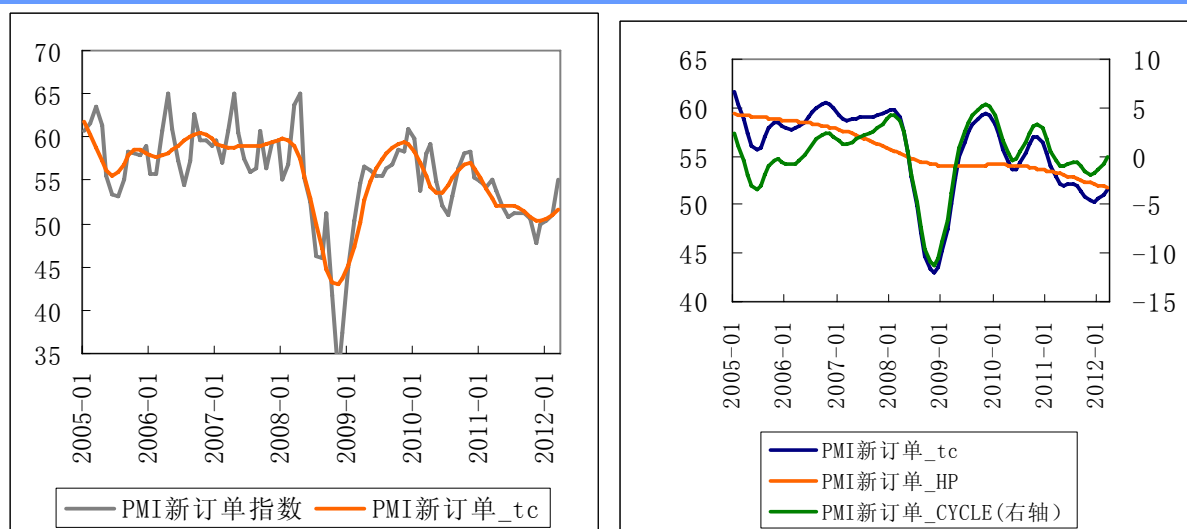
资料来源: wind, 东北证券

2、汇丰和 CFLP 的 PMI 背离反应政策效应的体现程度及时间差

本月 PMI 大幅反弹至 53.1%，但汇丰 PMI 却反而下降至 48.3%，人们也似乎更加担心经济将持续下滑。

汇丰和 CFLP 的 PMI 两者明显背离，这其中有样本和季节性因素权重差别的原因，前者 400 多样本偏重中小企业，而官方 PMI 的 820 家样本更多反映了大型（国有）企业的情况。从两者样本看，可能中小企业当前仍面临较大的困局。

同时，本月两者的明显背离更可能在于不同企业稳增长政策的反应程度和时差的不同。显然，大型（国有）企业更容易得益于稳增长政策，在信贷、项目等方面的获取能力要强于中小企业，因此，回暖明显。从订单看，稳增长政策并非悬在空中，而是落地。新订单创下 1 年新高至 55.1%，而生产和 PMI 总体都为近 1 年新高，在新出口订单回暖力度不大的情况，PMI 反应了稳增长对内需的拉动。

图 3: PMI 订单指标大幅反弹表明稳增长逐渐落地，内需拉动效应明显

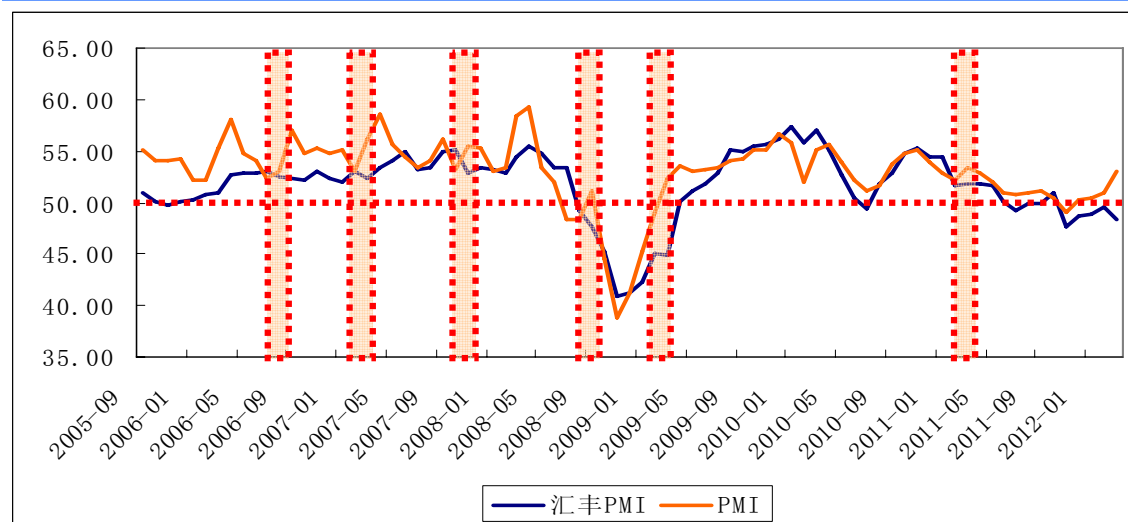
资料来源: wind, 东北证券

3、经济向好迹象明显，不应过分割裂两类 PMI 及放大汇丰 PMI 的指示效应

如何看待两者的背离，以及未来趋势将影响对经济走势的判断。我们认为：

第一，不管是汇丰还是官方，PMI 在年初的前 2 个月持续回升表明存在向好的趋势，而在官方 PMI 反弹时，汇丰出现回落的情况至少出现过 6 次。从历史经验看，趋势向好时，官方反弹更具代表，而在趋势下行时汇丰似乎更能反映现实。考虑到年初连续 2 个月的反弹，趋势向好的可能性较大。

图 4：在官方 PMI 反弹时，汇丰出现回落至少出现过 6 次

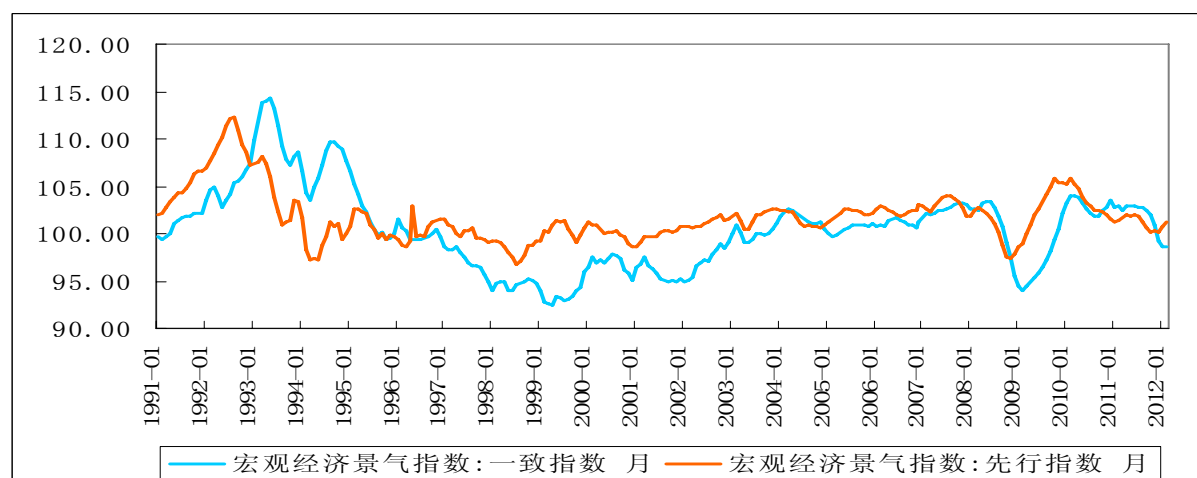


资料来源：wind，东北证券

第二，若两者数据兼为真，那么大企业经营状况好于小企业。若大企业趋势向好，那么产出占主体的大企业代表经济总体将向好，并且有望传递到小企业。而不是放大小企业的回落趋势，来判断经济仍将大幅下滑。

第三，而从其他先行指标看，经济相好的迹象已经开始显示：（1）宏观景气指数的先行指标连续 2 个月反弹；（2）信贷持续增加，M2 拐点确定；（3）新开工投资项目增加，稳增长并非悬在空中而是逐渐落地。

图 5：宏观景气指数的先行指标已经见底回升



资料来源：wind，东北证券

因此，我们仍谨慎乐观判断经济底部临近，二季度有较大可能增速见底。稳增长政策将进一步落实，发改委批项目和财政资金和减税将在转型项目（产业）上扶持，而货币政策将继续适度放松，预计上半年仍有 1 次降准，时间或在 4 月底 5 月初，年中不排除打开降息之门。政策将为经济回暖增加动力。

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。