

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

慢降即回升 复苏有迹象但不稳固

——6 月份 PMI 数据点评

发布时间：2012-7-2

- 核心观点：6 月份 CFLP 的 PMI 和汇丰 PMI 一致出现慢降，略超市场预期，由于季节性因素，6 月份 PMI 慢降就是数据实际上的回升，但 PMI 间诸多指标相互背离，尚难明确印证经济走向坚强的复苏，仍需政策进一步激发需求。
- 首先，表征数据本身相对乐观。PMI 仅回落 0.2 个点至 50.2%，远比回落 1.03 个点的环比均值水平要好。而汇丰 PMI 也仅回落 0.7 个点至 48.1，同时出现慢降格局，考虑到 6 月份季节性因素较大回落的内在要求，慢降即是回升。
- 而这种回升也体现在季调值（SA）上，PMI 和 PMI 生产指数、订单指数的季调值（SA）都出现了明显回升，三者分别回升 0.67、0.42 和 0.76 个点。这与我们上个月提出的 PMI 涉水过河与去伪存真的提法一致，即表征数据将下降，但提出季节性因素可能企稳。
- 但 6 月份的数据只能给与谨慎乐观，多项数据间不同向，表明经济复苏并未完全形成一致预期和行为。经济复苏有迹象，但不稳固。
- 第一，新出口订单和新订单的背离。前者大降 2.9 个点至 47.5，后者仅是回落 0.6 个点至 49.2；第二，订单与采购的背离，订单相对稳定，但企业采购明显回落 3.9 个点至 46.9，表面企业向好预期仍未一致形成，经营仍谨慎；第三，生产回升、采购回落与原材料库存的回升间的矛盾，三者不能佐证；第四，新订单稳定，但进口仍大幅回落，6 月份进口订单回落至 46.5% 的低位。
- 同时，PMI 和 PMI 生产指数、订单指数的季调值（SA）虽然回升，但其趋势循环值（TC）仍处于下行，表明向好趋势仍未确认。有可能来自于政策推动下，需求、生产的好转刚出现，未确认持续性。
- 而新出口订单降至低位也表明 5 月出口高增长可能不可延续，外需好转仍待确认。同时，购进价格降至 41.2 的危机后低位表明生产续需求仍旧疲软。
- 总体看，6 月份数据表明经济出现见底企稳迹象，但仍不稳固。仍需要政策的刺激，我们认为当期稳增长的调控意愿坚决，随着政策协同性提高，政策效力可以期待。
- 为此，我们维持下半年继续有限放松货币，降准 1-2 次，降息 1 次的判断，而财政、产业政策及改革将有序，我们谨慎乐观判断，生产在 6 月有望见底，最晚 7 月份见底，经济将在二季度见底，三季度企稳回升。

证券分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

主要事件:

中国物流与采购联合会和国家统计局服务业调查中心发布的6月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月回落0.2个百分点。

点评:

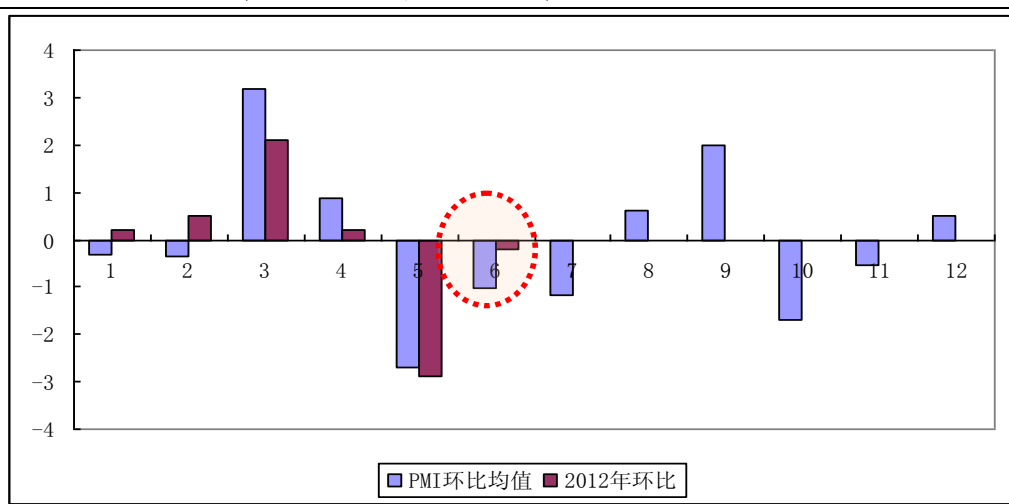
1. 难降即回升

由于6、7月份为生产的淡季，因此，PMI都出现了明显回落，前7年6月份的环比均值为下降1.02%，但2012年6月份环比仅回落0.2个点。

而汇丰PMI也仅回落0.7个点至48.1，同时出现慢降格局，考虑到6月份季节性因素较大回落的内在要求，慢降即是回升。

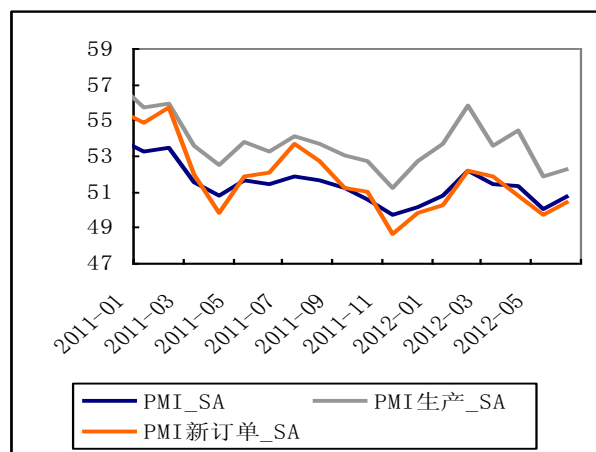
而这种回升也体现在季调值（SA）上，PMI和PMI生产指数、订单指数的季调值（SA）都出现了明显回升，三者分别回升0.67、0.42和0.76个点。这与我们上个月提出的PMI涉水过河与去伪存真的提法一致，即表征数据将下降，但提出季节性因素可能企稳。

图 1: 相比 05-11 年 PMI 环比均值，2012 年 6 月环比明显好转



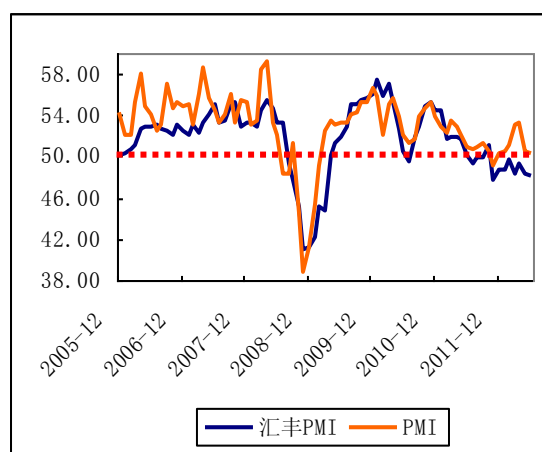
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: PMI 和生产及订单指数的季调值明显回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 汇丰 PMI 也降幅收窄



数据来源: 东北证券, Wind

2. 指标间不同向表明复苏仍不稳固

但6月份的数据只能给与谨慎乐观，多项数据间不同向，表明经济复苏并未完全形成一致预期和行为。经济复苏有迹象，但不稳固

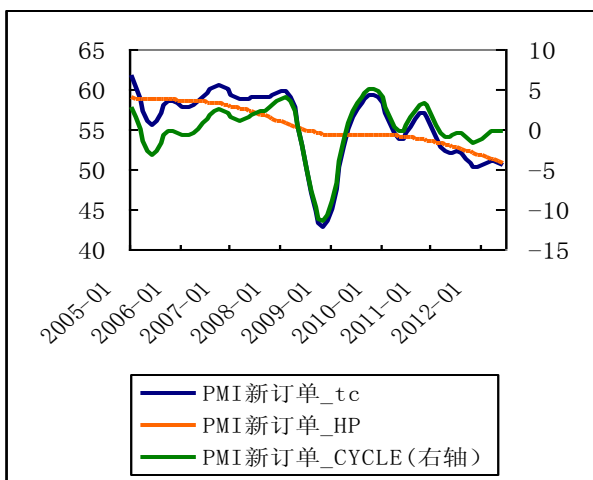
第一，新出口订单和新订单的背离。前者大降2.9个点至47.5，后者仅是回落0.6个点至49.2；第二，订单与采购的背离，订单相对稳定，但企业采购明显回落3.9个点至46.9，表面企业向好预期仍未一致形成，经营仍谨慎；第三，生产回升、采购回落与原材料库存的回升间的矛盾，三者不能佐证。第四，新订单稳定，但进口仍大幅回落，6月份进口订单回落至46.5%的低位。

同时，PMI和PMI生产指数、订单指数的季调值（SA）虽然回升，但其趋势循环值（TC）仍处于下行，表明向好趋势仍未确认。有可能来自于政策推动下，需求、生产的好转刚出现，未确认持续性。

而新出口订单降至低位也表明5月出口高增长可能不可延续，外需好转仍待确认。同时，购进价格降至41.2的危机后低位表明生产续需求仍旧疲软。

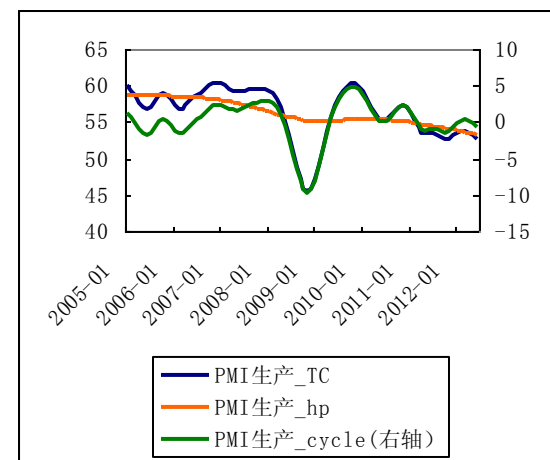
总体看，6月份数据表明经济出现见底企稳迹象，但仍不稳固。

图 4: 新订单指数有所企稳，趋势向好



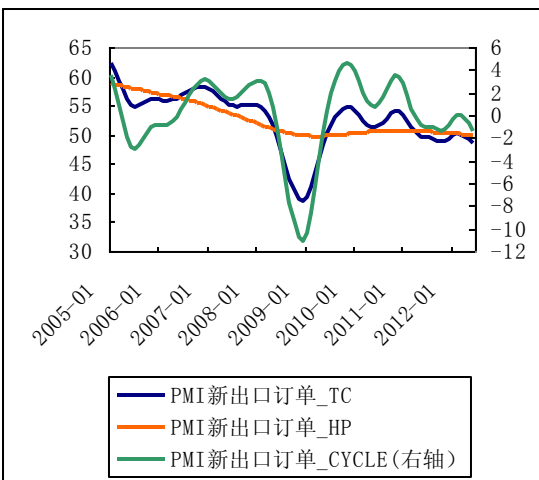
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 生产指数稳定，但趋势下降



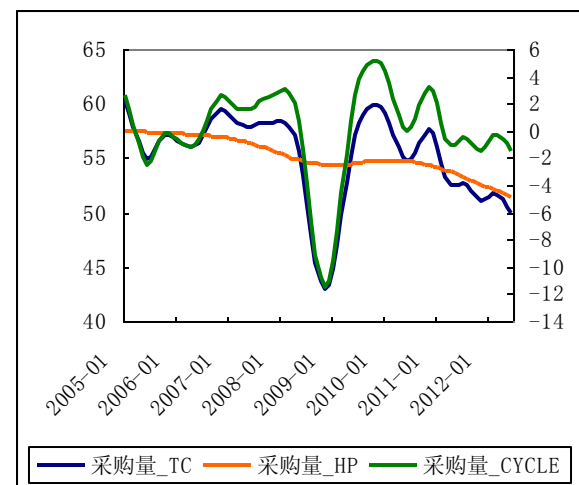
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 新出口订单仍出现明显回落，外需仍不稳



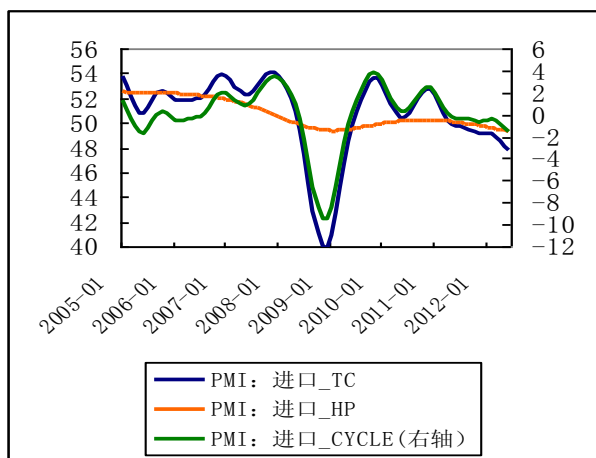
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 企业采购指数降至46.9的低位



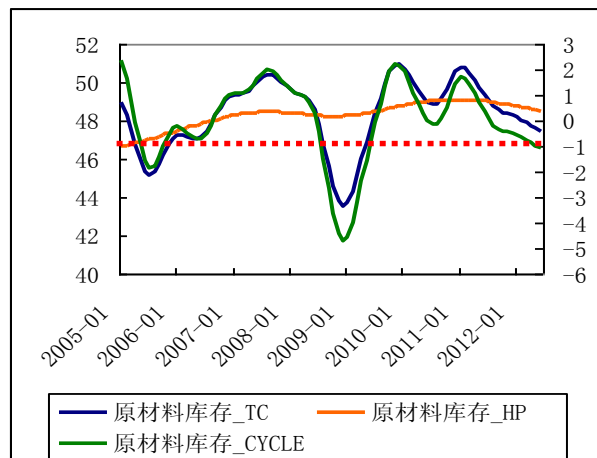
数据来源：东北证券，Wind

图 8: 进口出现明显回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 原材料名义回升但趋势仍下滑



数据来源: 东北证券, Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760