

中国宏观策略研究

PMI 季节性反弹，但经济前景依旧不乐观

2015 年 4 月 1 日

- 今天国家统计局公布 3 月制造业采购经理人指数，该指数从 2 月的 49.9 反弹至枯荣线之上的 50.1，略高于市场预期。通常而言，每年的 1/2 月份受到春节因素的影响，制造业活动一般较弱，因此作为反映制造业景气度的 PMI 指数会在期间出现一定幅度的下滑。但这种情况会在 3 月份随着各类项目的开工而有所改变，制造业活动会在 3 月份开始转暖。从 2005 年以来的 10 年间的历史数据来看，3 月份历史 PMI 平均值为 54.3，相对于 2 月份的平均改善幅度为 2.53 个百分点。因此 3 月份统计局 PMI 虽然已经是 1 月份触底之后的连续第二个月反弹，但我们认为指数的改善主要是由季节性开工所带动的，且反弹的力度依旧偏弱。这说明实体经济回暖速度依旧较慢，未来政策宽松的必要性依旧较高。
- 统计局 PMI 在 3 月份的改善这和早前公布的汇丰 PMI 指数从 2 月的 50.7 大幅回落至 3 月的 49.2，并创 11 个月新低的趋势相左。我们认为这可能和汇丰 PMI 里中小企业样本占比较高，但统计局 PMI 中规模以上的大中型企业占比较高有关。这也可以从统计局中、小型企业 PMI 双双回落，持续低于 50 临界点中得到佐证。这可能说明节后开工的项目大部分是去年 4 季度批复的大型基建工程，因此大型企业相对于中小民营企业受益较大。
- 采购经理人分项指数更能说明问题所在：和 PMI 整体指数和生产指数反弹不一致的是，反映未来需求的“新订单指数”和“新出口订单指数”双双回落，从 2 月份的 50.4 和 48.5 下滑 0.2 百分点至 50.2 和 48.3。说明国内制造业企业面临国内和海外需求疲软的双重压力，经济形势依旧严峻。“进口指数”出现小幅反弹，这可能是在大宗商品价格持续下行的背景下，国内贸易商有在低位买入的趋势。但是企业层面，我们依旧没有看到增加原材料库存的意愿，3 月份“原材料库存指数”下滑 0.2 百分点至 48。阻碍企业增加原材料库存的主要原因依

章俊

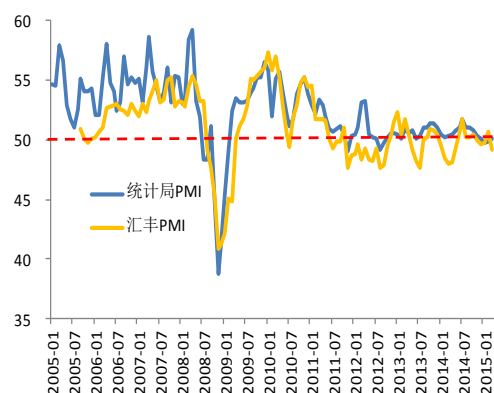
宏观经济研究主管

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：PMI 季节性反弹



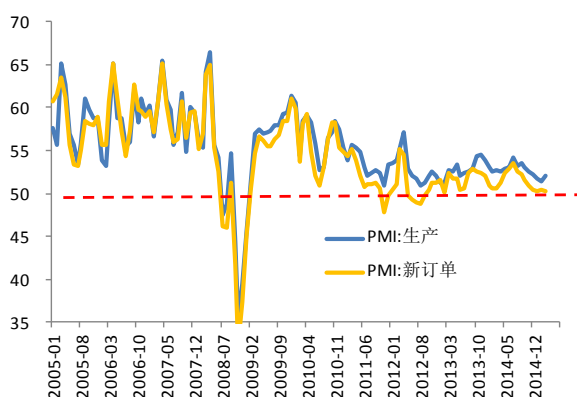
旧是下游需求的疲软，企业的产成品销售依旧没有起色，反映在“产成品库存指数”从2月的47大幅反弹至3月的48.6。由于海外原油等大宗商品价格降幅收窄，而国内建筑钢材产品价格出现回升，PMI指数中的“购进价格指数”也延续上个月的反弹趋势从上个月的43.9上升至45。鉴于“购进价格指数”对PPI环比增速有很好的领先效应，因此我们预计未来PPI可能会企稳回升，上游行业通缩风险有所减弱。

- **经济下行趋势不改，政策宽松力度加大：**虽然政府从去年4季度开始加大了在铁路，核电以及水利环保等基建项目投资方面的审批力度，以期于今年经济增长托底，但我们认为这些项目的开工和对经济的拉动效应在3月份开始有所体现。目前来看房地产投资对经济增长的拖累依旧没有改观，而基建投资对经济增长拉动的边际效应也在下降。因此要防止经济增长失速并为经济改革提供相对稳定的环境，政府必须加大政策宽松的力度。本周一房地产政策的放松，也侧面说明实体经济下滑势头不减，其中重要的原因之一就是受到房地产投资低迷的拖累。因此政府在加大货币和财政宽松力度的同时，在这个时间点放松房地产政策并不是意料之外的事情。但鉴于目前人口拐点带动房地产行业周期也进入拐点，并且居民财富配置更加均衡和多元化之后，房地产的投资性需求也在下降。因此政府希望通过释放改善性需求来对冲投资性需求下降来实现为房地产市场托底，进而为房地产投资托底的目的。

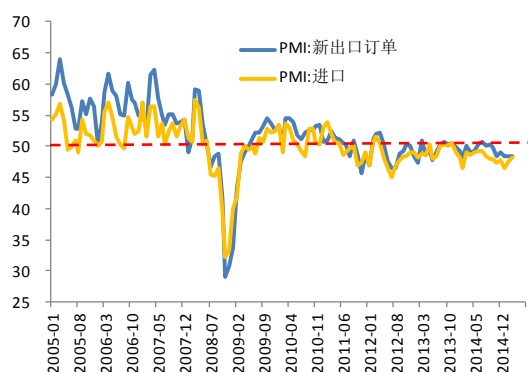
我们预计即将公布的1季度GDP有可能从去年4季度的7.3%下滑至7%，并存在跌至7%以下的风险。鉴于目前整体经济下滑势头不减，要实现今年7%的增长目标，政府需要在政策托底方面加大力度，除了可能继续放松房地产调控以实现稳定房地产消费之外，在财政和货币方面的措施将最为直接：就财政而言，我们认为不同于去年实际财政赤字低于预算赤字率的情况，今年实际执行赤字率很有可能高于预算，预计可能接近3%左右，从而加大在政府主导的大型基建项目上的财政资金投入；同时针对中小企业以及新兴行业的减税力度也会加大。而就货币政策层面，我们预计央行会在年内下调基准利率2-3次，并根据包括外汇占款在内的市场流动性指标来适时下调存款准备金率，同时也会容忍人民币汇率适度贬值来应对美元升值和其他主要货币（欧元，日元等）由

于推行或加大量化宽松所而贬值的压力。

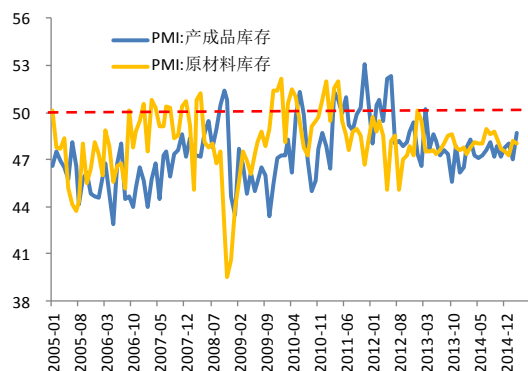
图表 2：国内生产和新订单



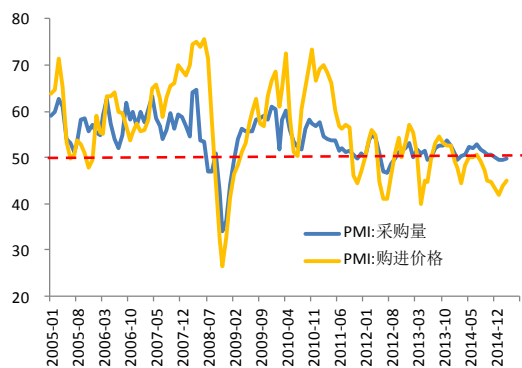
图表 3：出口新订单和进口



图表 4：产成品和原材料库存



图表 5：采购和购进价格



摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

注意事项

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供本公司的机构客户（非个人投资者）参考之用。本公司不会因任何人收到本文件而视其为客户。

除非获得本公司的事先书面同意，任何单位、个人或其他实体在任何时候均不得整体或部分地发布、复制、出售、引用或转发本文件。本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性、有效性、及时性和完整性而准备的，但是本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性、有效性、及时性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何与之相关的责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司或本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理均不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或信息以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见、投资建议或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的建议、意见、要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司提醒并建议本公司客户就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见并谨慎抉择。

本公司的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向本公司客户提供与本文件中的观点不一致的口头或书面市场评论或交易策略，且本公司的相关业务部门可能会做出与本文件的内容或表达的意见不一致的投资决策。

本文件的一切版权、所有权和利益及其所载的所有内容均为本公司独家拥有或为本公司根据适用法律所使用。未经本公司事先书面授权，不得全部或部分修改、抄袭、分发、传送、展示、演示、复制、发布、出租、许可、剪辑、编辑、转载、公开传输、公开播送、转授权、引用或使用本文件的信息、软件、产品或服务，创制衍生品、转让或用于任何其他商业或公开用途，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何单位、个人或其他实体不得未经授权而使用本文件，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人或实体全权承担责任和后果。任何单位、个人或其它实体复制或下载本文件或其全部或部分内容时，不删除或隐藏本文件所载的版权标识或其他通知或说明。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。在未取得本公司或拥有该等商标或服务标志的第三方的书面许可前，禁止将任何商标作任何用途。

本公司有权自行更改、修正或改正本文件所载的信息、资料或描述，而无义务及无需预先发出通知。

