

中国宏观策略研究

7月 PMI 触及枯荣分界线，未来将温和改善

2015年8月1日

- 今天国家统计局公布7月制造业采购经理人指数，该指数在上个月持平于50.2之后再次走弱，下降至50，位于枯荣临界点，略低于市场预期。分企业规模看，大、中、小型企业PMI均有所回落。其中，大型企业PMI为50.6，仍保留在扩张区间；但中型企业PMI已经滑落至为50的枯荣临界点；而小型企业PMI则在低于50的收缩区间内继续下降至46.9。中小型企业PMI的走势和上周公布的财新PMI一致，因为后者的样本中以非国有的中小型企业 and 出口导向型企业占比较高。我们认为目前政府稳增长为抓手主要是体现在拉动基建投资和大型的民生项目，因此中小企业，特别是民营企业而言受益有限，而且目前人民币汇率坚挺，对出口导向型企业的负面冲击较大。生产经营活动预期指数在连续3个月大幅回落之后在7月小幅反弹至52.9，我们预计PMI指数在7月触及50枯荣临界点之后在未来会在前期稳增长政策效应逐步体现的带动下出现温和反弹。而同期公布的非制造业商务活动指数则在上升通道中继续前进，从上个月53.8微升至53.9。这说明在经济下行过程中，服务业表现出更大的韧性，同时也在一定程度上反映了中国经济在结构转型。

- **采购经理人分项指数全面回落：**7月份制造业PMI中“生产指数”从上个月的52.9回落至52.4，虽然统计局解读是受“高温暴雨等天气影响，以及一些企业限产，进行设备检修和技术改造，生产增长趋缓”等客观因素影响。但我们认为需求疲软依旧是生产放缓的最主要原因，这可以从上个月“新订单指数”和“新出口订单指数”的明显回落推导而得出。而7月份的“新订单指数”和“新出口订单指数”继续双双走弱，特别是反映国内需求的“新订单指数”从2012年10月开始的34个月来首次跌破50的枯荣临界点降至49.9。而“新出口订单指数”也跌至47.9，录得了25个月以来的新低，这一方面说明海外需求短期内依然难见曙光，另一方面人民币汇率坚挺对出口部门的负面冲击效应在逐步显现。最近在美联储加息预期

章俊

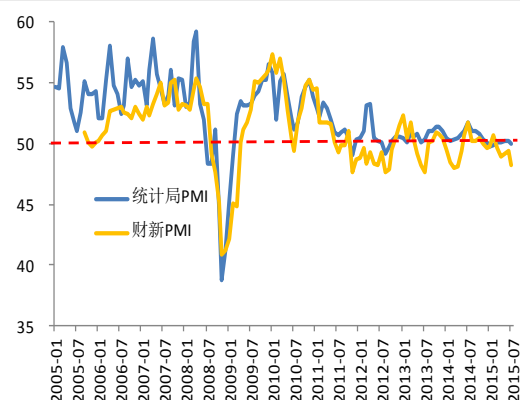
宏观经济研究主管

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

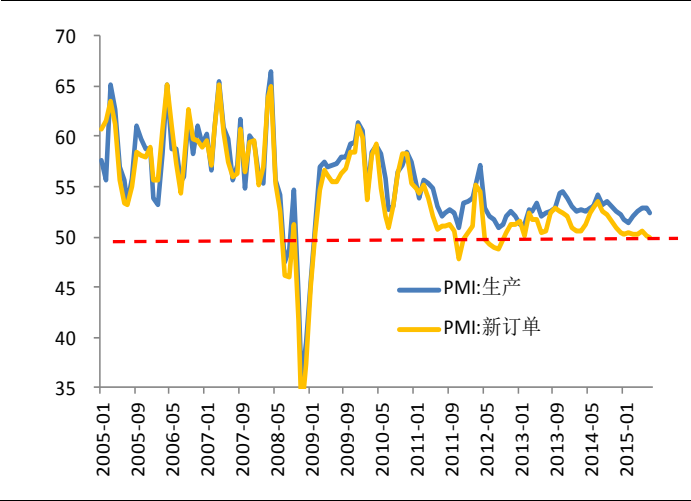
图表 1：PMI 回落



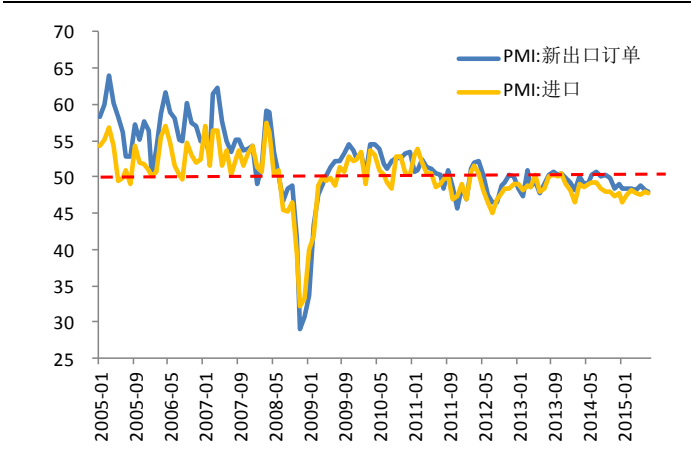
增强的背景下，全球大宗商品价格出现的暴跌行情，再次拖累“原材料购进价格指数”，从上个月的47.3大幅回落至44.7，这意味着“输入性通缩”效应在加强，短期内可能会继续拖累PPI。7月的“产成品库存指数”和“原材料库存指数”重新双双回落，鉴于未来需求前景黯淡，企业“再库存”的动力不足，“去库存”态势依旧延续

- 在前天召开的 analysis 研究当前经济形势和经济工作的政治局会议上传递出来的信息是：政府目前高度重视经济的下行压力，和由此所可能引发的各类系统性风险，因此有必要保持政策的稳定性和连续性，特别是维持积极的财政政策和松紧适度的货币政策的政策立场。会议中对就业形势的表述从上次4月份会议的“就业形势稳定”改为“把保障就业放在突出位置”显得尤为注目，这符合我们在此前的报告中提出要“关注滞后经济指标”的判断。克强总理在最近和地方政府领导座谈中多次提及目前在诸多经济数据中最为关心的是就业和居民收入的增长。虽然目前来看，这两项指标没有出现较大的波动，但我们知道这两项指标也是典型意义上的滞后经济指标。虽然目前来看经济增长已经触底，但之前经济增长持续疲软对就业和居民收入层面的负面冲击就还没有完全显现。鉴于经济转型过程中以往的经济变量之间的传导效应关系可能变得不稳定，因此政府在正确评估目前政策发挥效用之前有必要保持政策的稳定性和持续性。因此，我们认为目前和未来一段时间整体宏观经济形势和政府政策立场是“经济增长已见底，政策力度未见顶”。

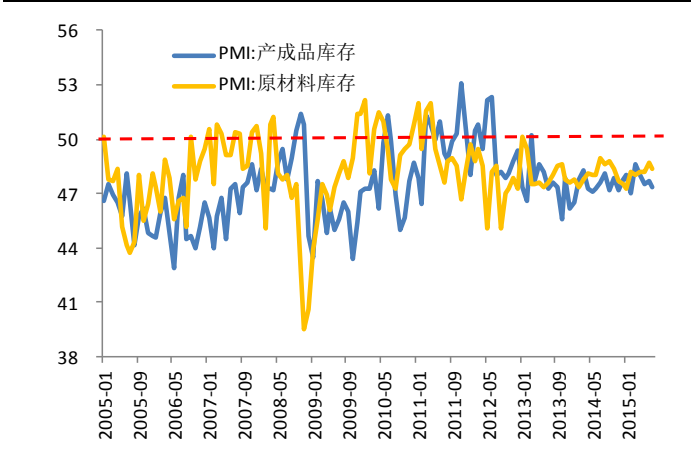
图表 2：国内生产和新订单



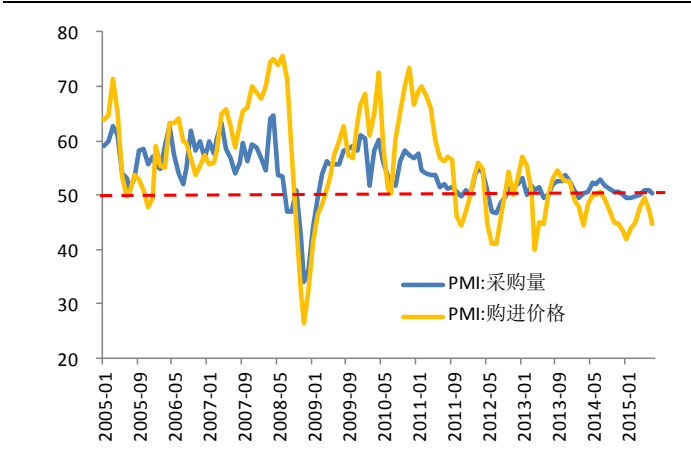
图表 3：出口新订单和进口



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

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

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和完整性而准备的，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。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也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条款仅为初步的，并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。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

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任何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。本公司建议贵方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。

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。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。