

中国宏观策略研究

PMI 指数破位下跌，但实体经济出现企稳迹象

2015年9月1日

● **PMI 指数破位下跌：**今天国家统计局公布8月制造业采购经理人指数，该指数在上个月走弱下降至枯荣临界点50之后，在8月破位下跌至49.7。分企业规模看，大型和中型企业PMI继续下行而且双双跌破50，其中大型企业降幅超过0.7个百分点。但小型企业PMI出现1.2个百分点幅度的显著反弹，这和之前公布的财新PMI（样本中以非国有的中小型企业及出口导向型企业占比较高）出现了明显的背离，后者在8月份下行动能不减。我们认为8月份制造业PMI出现破位下跌的主要原因除了需求疲软之外，还和7/8月份灾害性天气频发，以及8月下旬京津冀地区由于阅兵庆典而加大治理大气污染力度所造成的主动性停工停产有关。我们预计未来在季节性和一次性因素影响消退之后，经济增长将进入温和复苏轨道。因为我们看“生产经营活动预期指数”已经连续第二个月出现显著改善，而且8月份从上一个月的52.9上升大幅至54.1。

● **采购经理人分项指数全面回落：**8月份制造业PMI中“生产指数”从上个月的52.4回落至51.7出现明显回落，除了需求疲软之外，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，所造成的生产增长趋缓依然是重要原因。作为反映国内/海外需求面的重要指标“新订单指数”和“新出口订单指数”在8月份双双继续回落，说明未来经济增长的压力依旧很大。而“产成品库存”和“原材料库存”指数的下行则说明制造业企业在未来需求改善前景不明朗的情况下继续维持“去库存”的态势。“原材料购进价格”指数在8月出现小幅反弹，这可能最近和全球大宗商品价格触底反弹和人民币汇率贬值有关，这预示这未来国内的输入性通缩可能会在一定程度上得以缓解。“就业人员”指数连续第三个月小幅下滑，我们之前反复强调，就业作为滞后经济指标在经济长时间疲软和下滑之后已经开始出现问题，也也就是为何中央目前“稳增长”背后的大逻辑，是为了“保就业”。

章俊

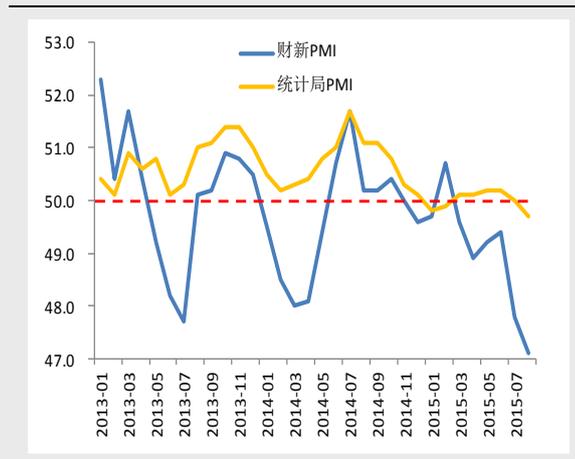
宏观经济研究主管

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

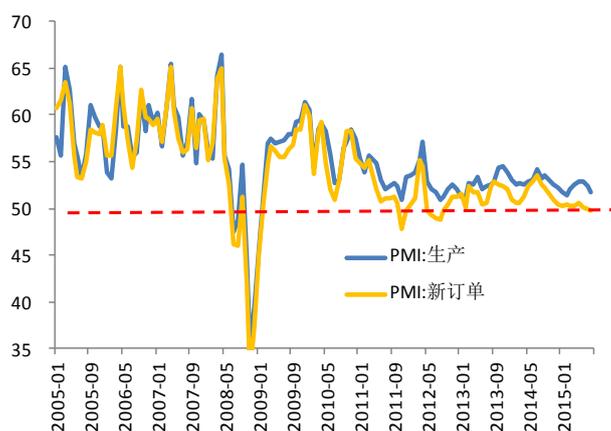
图表 1: PMI 回落



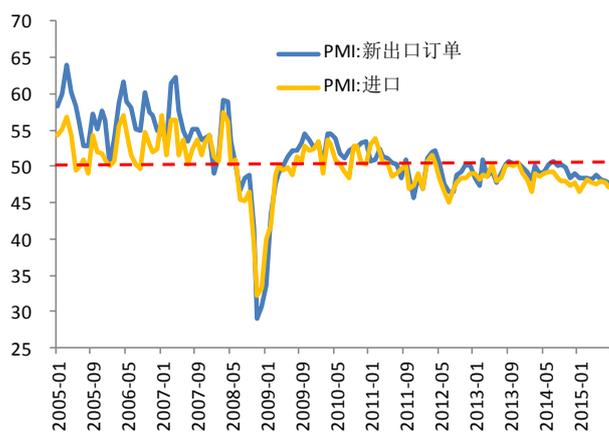
- **实体经济出现改善迹象：**根据发改委最新数据统计，进入8月份后经济运行开始出现积极变化。例如作为克强指数的两项最重要的参数：全国发用电和铁路货运装车，来看情况都有向好的迹象。8月1—28日，全国发用电同比增长2.97%，增速较去年同期回升6.54个百分点，比7月增速回升4.97个百分点。从当前电力运行趋势看，预计8月份全国发用电同比增长3%左右；9月份有望继续保持增长。与此同时，全国铁路日均装车也出现趋稳态势。煤炭、钢铁、石油等大宗货物日均装车基本稳定；8月1—27日，全国铁路日均装车数较7月份日均调度水平增加1.2%。因此我们有理由认为目前实体经济已经完成筑底，并开始进入温和改善迹象。

- **下一步主抓政策落实：**目前来看下半年增长压力较大，特别是在6月底以来金融市场动荡，特别是A股市场出现大幅回调，从而使得上半年金融行业对GDP增长超出历史平均水平大约0.5个百分点的贡献在下半年不可复制。因此今年要达到政府预期的增长目标，3/4季度经济增长轨迹必须明显企稳回升。但鉴于在国内经济“三期叠加”及海外需求依旧疲软的背景下，保持宏观政策的稳定性和连续性尤为重要，其中“积极的财政政策”将继续扮演稳增长政策组合中的核心角色，而货币政策在稳健的基调下将继续通过降息降准和其他货币政策工具的综合运用来配合财政政策的展开。除了目前我们看到的大规模地方政府债务置换来解放地方政府在基建投资方面的融资瓶颈之外，在中央层面，财政部副部长朱光耀日前公开表示，下半年的积极财政政策中还包括“适当扩大财政赤字”。此外，在目前“积极的财政政策”的基调下，项目审批和建设资金到位已经不成为障碍，而项目的落地和推进成为稳增长政策见效的关键。目前在中央层面，除了审计署重点审计了财政存量及闲置土地盘活，重大工程项目推进等方面的落实之外，最近国务院也借督查促稳增长工程落地，截至上周已经有7省59名干部由于懒政怠政、失察失职渎职等不作为问题被问责。在中央稳增长政策火力全开，以及自上而下统一思想的前提下，我们认为未来经济基本面会逐渐向好。

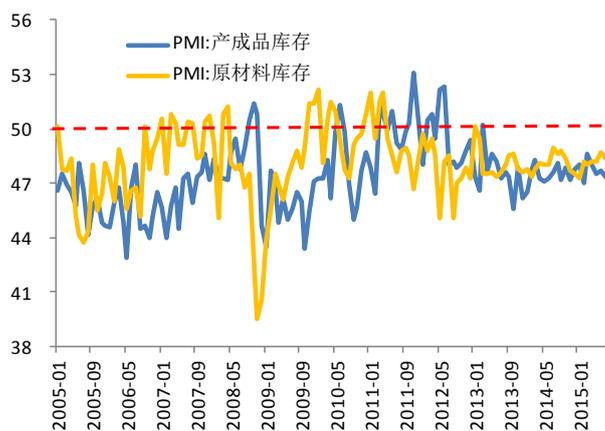
图表 2: 国内生产和新订单



图表 3: 出口新订单和进口



图表 4: 产成品和原材料库存



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。