

中国宏观策略研究

PMI 季节性反弹，可持续性不强

2017年3月31日

- **PMI 指数季节性反弹：**今天统计局公布的3月制造业采购经理人指数延续上个月改善的势头，从51.6%上升至51.8%。考虑到3月份天气转暖，经济活动开始提速，因此历史上3月份PMI相较于2月份都有不同程度的改善，所以今天公布的PMI数据出现季节性回升，基本符合市场预期。
- **分项指数显示供需两旺局面：**代表生产经济活动的“生产指数”以及反映未来国内需求的“新订单指数”同步PMI指数，分别从上一个月的53.7和53.0%上升至54.2%和53.3%，改善幅度分别达为0.5和0.3个百分点。反映海外需求的“新出口订单指数”也持续改善，这与OECD领先指数的走势基本一致，说明全球经济温和复苏拉动中国出口。3月份“产成品库存指数”和“原材料库存指数”双双回落，在一定程度上说明在需求旺盛的情况下，企业库存周转加快。生产和需求推动企业加大采购力度和用工量，3月份“采购量指数”上升2.0个百分点，是所有分项指数中改善幅度最大的一项；而且“就业指数”从2012年6月以来首次回升到50这个枯荣线水平。“积压订单指数”从上个月的46%微升0.1个百分点至46.1%，说明供需缺口不大，因此无需太过担心需求旺盛引发通胀压力。“原材料购进价格指数”在去年12月份见顶之后连续第三个月回落，从上个月的64.2%大幅下降至59.3%。鉴于“原材料购进价格指数”在一定程度上有领先PPI的关系，因此我们预计3月份PPI也大概率会见顶回落。虽然近期PMI持续改善过程中，大中型企业情况明显好于小型企业，但小型企业PMI在3月份出现明显反弹，从上个月的46.4%升至48.6%。鉴于小型企业的PMI依然低于50枯荣线，因此是否能持续跟上大中型企业改善的步伐有待观察。

章俊

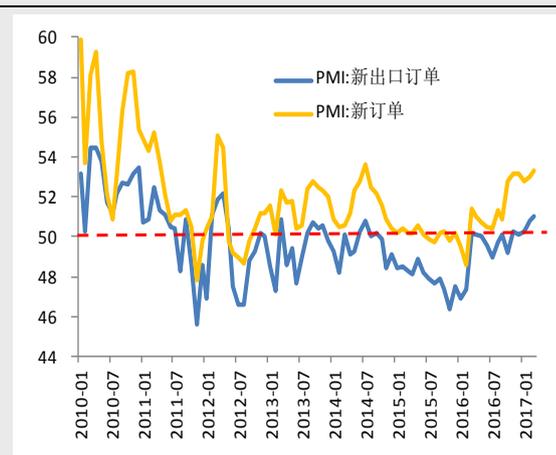
首席经济学家

联系方式：

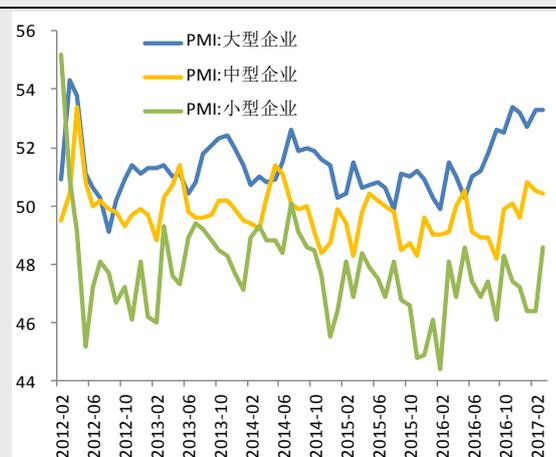
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：需求持续改善



图表 2：小型企业反弹



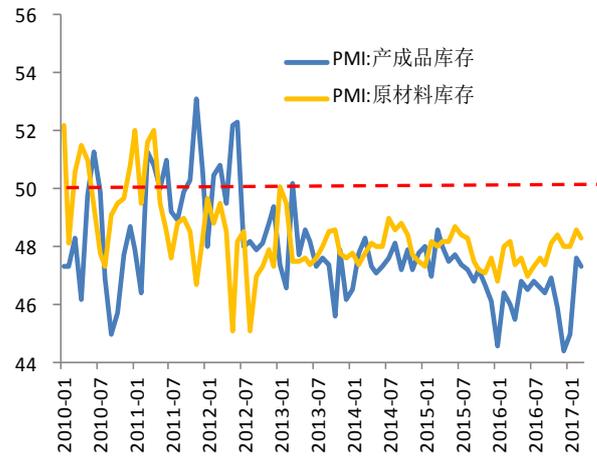
资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

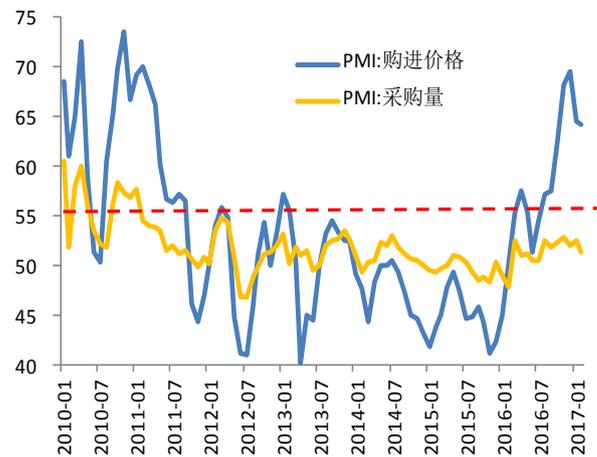
- **工业生产复苏的可持续性不强：**根据统计局数据来看，主要是两类企业扩张比较明显：一类是高技术制造业，3月份高技术制造业PMI为54.2%，高于制造业总体2.4个百分点；第二类是传统行业，特别是石油加工及炼焦业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业PMI连续两个月上升，3月份均高于制造业总体水平。考虑到高技术企业在制造业中的占比有限，因此拉动工业生产主要还是上游基础原材料行业。而上游行业需求旺盛主要是基于对今年固定资产投资的前景乐观情绪。考虑到PMI指数是反映情绪的soft data，因此在一定程度上可能过高估计的实体经济的景气度，毕竟所谓的hard data工业增加值数据在最近几个月的改善幅度有限，完全跟不上PPI反弹的节奏。

- 我们认为目前市场对今年的固定资产投资可能存在过度乐观的情绪：认为基建投资会重新提速，并且房地产投资增速回落幅度温和可控。鉴于目前全国范围内房地产调控升级，不但限购的范围从一线城市向热点的二三线城市扩大，而且限购的门槛不断抬高（相关政策不仅投资投机性需求受到严格控制，连改善性需求也受到拖累），再加上银行房贷政策收紧。虽然从长期来看，调控政策升级有助于抑制房地产价格泡沫以及防范系统性金融风险，但短期内急刹车可能会引致年内存在政策超调的风险，从而有可能导致房地产投资失速。同时，我们对基建投资增速能保持15%以上的增速表示怀疑：一方面是基建投资本身基数过大，15%以上的高速增长难以为继；另一方面基建的融资问题是今年基建是否能再次扮演“单骑救主”角色的关键。我们认为今年货币政策趋向中性，债市去杠杆以及PPP落地不及预期都会导致基建投资出现在项目规划立项阶段“雷声大”但到了落实推进阶段“雨点小”的概率较大。因此如果固定资产投资未来被证实低于预期，那目前工业生产复苏的可持续性也就很难维系。

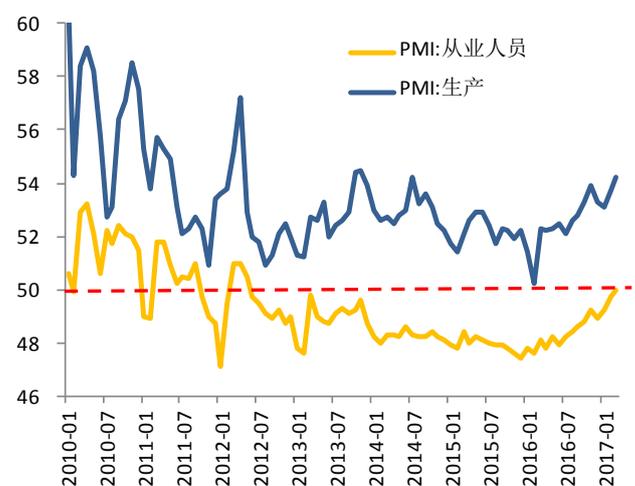
图表3：库存下降



图表4：购进价格回落



图表5：生产带动就业改善



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫证券

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与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质版本。

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。

