

## 中国宏观策略研究

### PMI 小幅反弹，工业生产维持较高景气度

2017年8月31日

- PMI 指数小幅反弹：**今天统计局公布的8月份制造业采购经理人指数,相比上个月出现小幅反弹,上升0.3个百分点至51.7%,高于去年同期1.3个百分点。在构成PMI指数的五项指数中,虽然三项指数出现不同程度的回落(原材料库存、从业人员、供应商配送时间),但由于权重较大的生产指数和新订单指数反弹幅度较大,因此PMI指数在8月依然小幅上扬。我们认为8月PMI指数反弹主要是一方面导致7月PMI指数回落的季节性因素有所减弱(全国大范围持续高温、部分地区遭受暴雨洪涝灾害,一些企业例行设备检修),另一方面是实体经济依然维持供需两旺的局面。生产经营活动预期指数连续第三个月改善,反映制造业企业对未来行业景气度依然维持乐观预期。
- 内外需分化：**反映未来国内需求和海外需求的“新订单指数”和“新出口订单指数”出现分化,“新订单指数”小幅反弹0.3个百分点至53.1%,反映内需没有明显走弱的迹象;但“新出口订单指数”连续第二个月下滑,跌0.5个百分点至50.4%。虽然全球经济复苏的趋势依然没有改变,但是据我们观察这轮依靠超宽松的货币放松造就经济复苏过程中需求改善的幅度有限,导致对全球贸易的拉动效应也偏弱。鉴于摩根士丹利全球贸易领先指数最近几个月连续出现回落,因此我们认为上半年出口拉动对中国经济增长超预期贡献良多,但下半年可持续性不高,更多的需要内需来支撑经济的平稳增长。
- 限产推高价格,拉低库存：**由于去产能力度不减,导致供给相对需求依然偏紧,上游原材料价格继续攀升,造成购进价格指数在8月再次跳升7.4个百分点至65.3%的年内新高。我们认为伴随着第四轮中央环保督察启动发力,目前去产能进入了深水区。如果说去年在去产能过程中依然有用无效闲置产能来充数的话,今年的去产能会更多的触及有效产能,因此对供给而言会造成实质性的影响。需求平稳但供给收紧继续推动去库存,原材料库存和产成品库存指数在8月份分别下跌0.2和0.6个百分点至48.3%和45.5%。

章俊

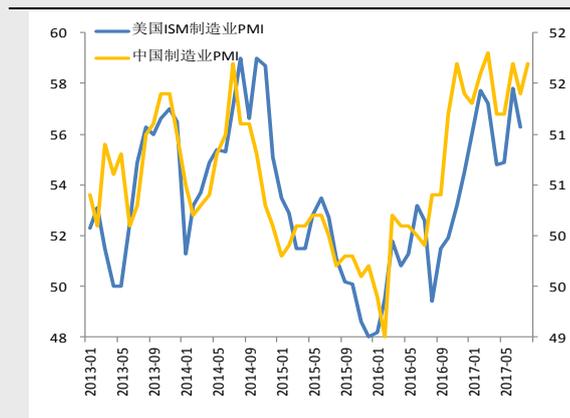
首席经济学家

联系方式:

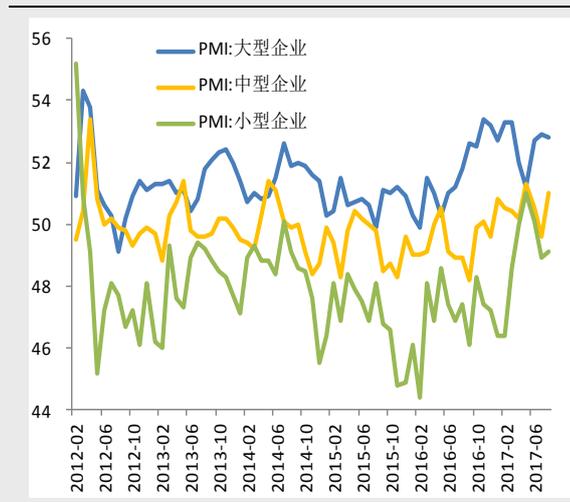
电话: (021) 20336292

E-mail: [steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com](mailto:steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com)

图表 1: 中美 PMI 同步性较高



图表 2: 中小企业反弹



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- **上游价格上涨不可持续：**从历史经验看，经济周期性复苏会推动 PPI 上涨，而 PPI 上涨会通过 CPI 中的非食品价格向 CPI 传导。但这里面隐含的前提是终端需求改善支撑中下游行业可以通过提价来转嫁上游行业成本，之后才会体现为 CPI 上涨。由于目前需求端的温和复苏不能完全解释钢铁、有色、煤炭等上游行业价格的暴涨，这一轮 PPI 的大幅反弹很大程度上还是由于供给侧改革去产能导致短期内供给相对需求出现偏紧所造成的。在 PPI 大幅反弹并在高位徘徊之际，反观 CPI 却不温不火，除了在年初受春节因素影响出现较大涨幅之外，年内都在 0.8% - 1.5% 之间窄幅波动。即便我们剔出对 CPI 拖累较大的食品价格，和 PPI 相关性较大的非食品价格涨幅也相对温和，并已经在 4 月份见顶回落，滞后 PPI 拐点 2 个月。并且在 PPI 同比增速连续 3 个月持平于 5.5% 之际，非食品 CPI 同比增速下滑势头不减，从 2.3% 降至 2.0%。很明显，PPI 向 CPI 的传导渠道并不畅通，我们认为这背后主要还是终端需求并没有出现实质性改善，导致中下游行业（特别是集中度较低的下游行业）无法通过提价来转嫁上游成本上涨的压力。考虑到上半年拉动经济增长的一些因素会在下半年走弱（出口、基建、房地产投资）导致终端需求回落，中下游行业更难通过提价来消化上游成本压力，因此也很难打通传统意义上的 PPI 向 CPI 的传导路径。反过来说，如果上游成本不能顺利向终端传导的话，鉴于中下游行业消化成本能力有限，上游行业的涨价也是不可持续的。

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，并以其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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司