



## 每周经济视点

2016年9月5日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

# 中国制造业 PMI 显示中国经济仍高度依赖内需的推动

- 官方制造业 PMI 在今年 8 月达到 50.4，是自 14 年 11 月以来的最高位
- 数据显示大型企业业务在扩张，但中型和小型企业的业务却在萎缩
- 新订单指数在过去六个月保持在 50 以上的水平，但新增出口订单指数在过去的三个月维持在 50 以下的水平
- 制造业厂商紧缩运营资本和人力资源方面的开支，并希望提高生产效率
- 财新制造业 PMI 标准差相当于官方制造业 PMI 标准差的两倍，导致市场对短期经济预期出现意见分歧

**官方制造业 PMI 在 8 月回升到 50.4，是自 14 年 11 月以来的最高点。**官方制造业 PMI 中的大型企业 PMI 指数已经连续 6 个月维持在 50 以上的水平，但是中型和小型企业 PMI 则分别在过去的 3 个和 25 个月内维持在 50 以下的水平。因此，官方制造业 PMI 的上升主要是受到大型企业的业务复苏影响。（图表 1）

**制造业扩张仍然主要受到国内需求支持。**8 月，制造业新订单指数上升至 51.3，创下自今年 4 月以来的新高。制造业新订单指数已连续 6 个月高于 50。8 月，新出口订单指数微涨至 49.7，但已连续三个月低于 50，这表明大部分新订单来自国内市场。此外，我们相信大部分的新订单期限较短，因为在手订单指数（未交付的订单指数）自 12 年 3 月一直低于 50。制造业用人单位都非常谨慎，不愿扩大自己的员工队伍。制造业从业人员指数自 2012 年 5 月一直低于 50。我们认为大型企业获得较多的新订单，所以大型企业 PMI 反映他们商业活动能够持续扩张。资本市场投资者对于中小型制造业企业的应持谨慎态度。

**制造商专注于加强管理营运资金及人力资源，以提高生产效率。**8 月，生产指数上涨至 52.6，达到自 15 年 7 月以来的最高值。然而，原材料库存指数、产成品库存指数和从业人员指数，自 2013 年 4 月以来持续低于 50。这些数据都体现出厂商都在为提高财务和人力资源的效率，加大控制营运资金和人力资源成本的力度。

**非制造业的国内和海外的新订单疲软，对于就业市场构成压力。**8 月，官方非制造业 PMI 回落至 52.7，是自 11 年 2 月以来最低水平。非制造业的新订单指数和国外新订单指数分别为连续 2 个月和 8 个月低于 50。而非制造业的就业指数已连续 19 个月低于 50。非制造业的新订单持续疲软降低雇主扩充劳动力的意欲。

**建筑行业的经营环境较服务业好。**官方非制造业 PMI 显示，建筑业比服务业经营境况较好。建筑行业的新订单指数和就业指数分别连续 66 个月和 3 个月位于 50 以上，表明建筑业雇主愿意扩大他们的员工队伍，以应交付新订单持续增加。相反，服务业的新订单指数连续 5 个月低于 50，就业指数已超过两年一直处于 50 以下水平。

**8 月，官方 PMI 和财新 PMI 反映制造业和非制造业出现不同的增长势头。**8 月，官方制造业 PMI 显示制造业经营活动扩张，并显示加速现

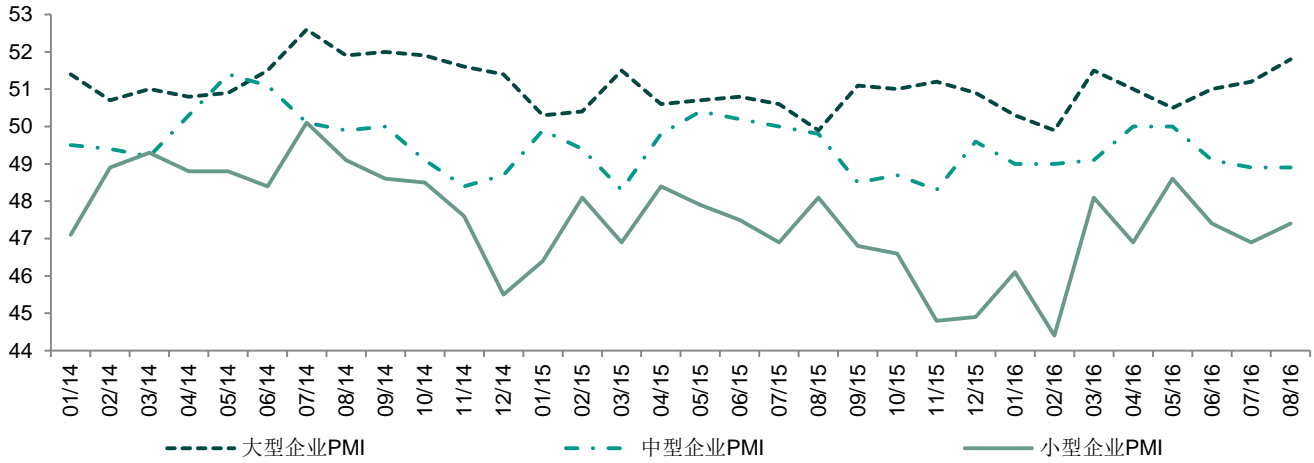


象；财新 PMI 显示制造业经营活动扩张，但呈现减速现象。同期官方非制造业 PMI 显示非制造业经营活动扩张，但呈现减速现象；财新的非制造 PMI 显示非制造业经营活动扩张，并呈现加速现象。官方 PMI 和财新 PMI 的分歧使市场对这两项数据的可信度产生怀疑。但是，由于它们调查的样本数量显著不同，导致统计标准偏差的明显差异。因此，我们认为这两项经济数据出现的分歧是合理的。

**财新制造业 PMI 标准差相当于官方制造业 PMI 标准差的 2 倍。**自 2014 年 1 月至 8 月 2016 年，财新制造业 PMI 的标准差为 1.08，国家统计局制造业 PMI 的标准差为 0.54。我们相信，这两项数据的标准差不同主要由于其所采用的样本大小不一。财新制造业 PMI 的样本量为 500 家制造企业；而官方制造业 PMI 的样本量则为 3000 家制造企业。在非制造业 PMI 方面，自 2014 年 1 月至 8 月 2016 年，财新 PMI 和官方 PMI 的标准偏差分别为 1.07 和 0.65。财新非制造业 PMI 的样本量为 400 家企业；国家统计局的样本量为 4000 家企业。资本市场或货币市场的交易商/投机者可能更愿意使用财新的 PMI 数据系列，因为财新的 PMI 数据有较高的标准差，导致市场更高的波动，并带来更多的交易机会。政府或经济学家可能更愿意使用国家统计局的 PMI 数据系列，因为国家统计局调查有较大的样本量和较低的标准偏差，这将能更好地反映整体经济状况，也有利于平滑经济数据的波动。（图表 4 和 5）

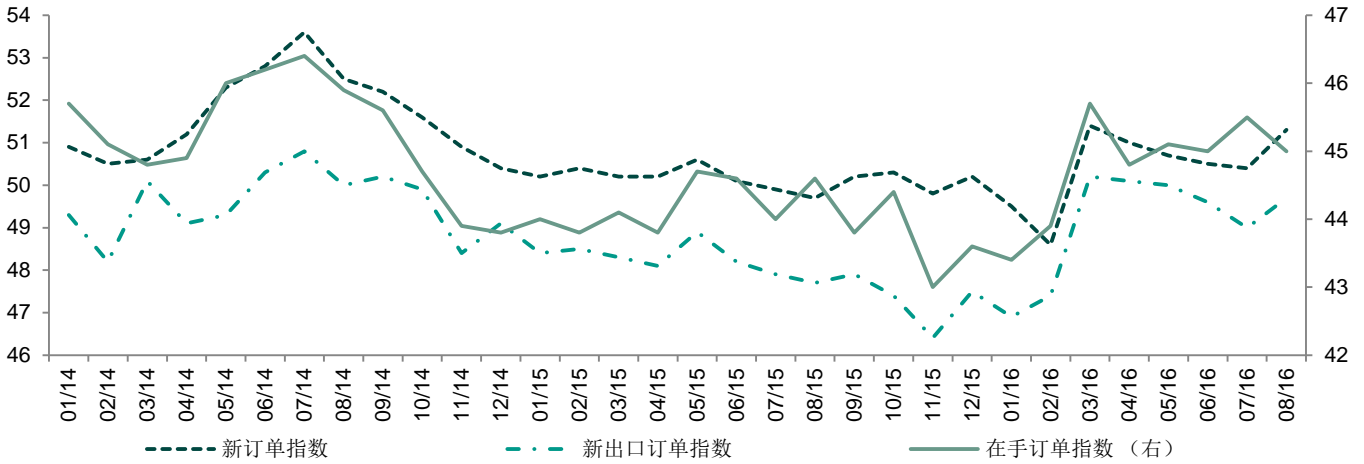


图表 1：不同规模企业的 PMI 指数走势



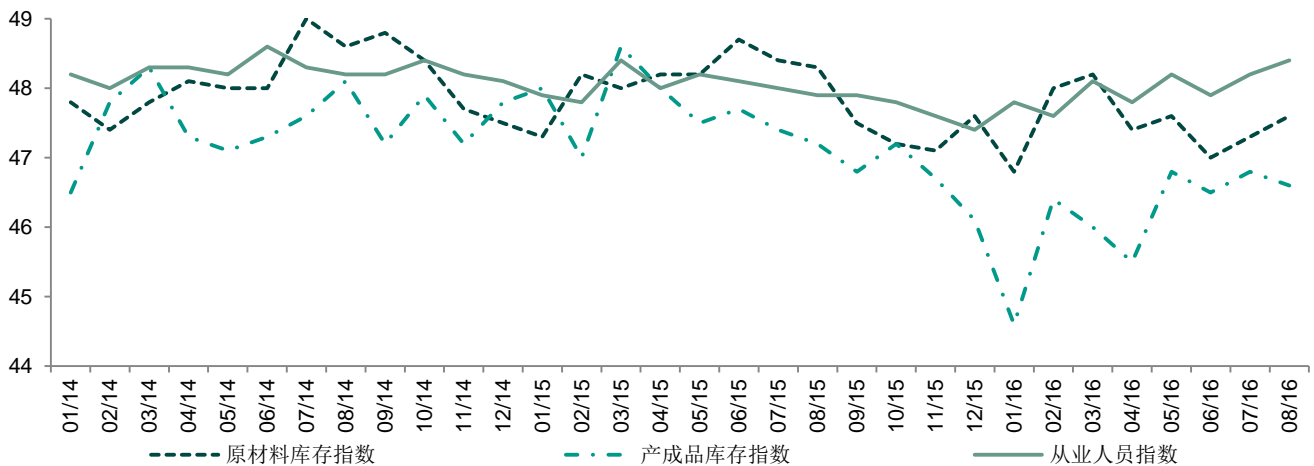
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 2：制造业新订单主要来自国内市场，同时在手订单量较低



来源：国家统计局、农银国际证券

图表 3：原材料库存指数、产成品库存之指数和从业人员指数显示制造企业正在降低运营资本水平和用人规模



来源：国家统计局、农银国际证券

**图表 4: 财新制造业 PMI 和官方制造业 PMI 在样本数量上的不同导致数据出现差异**

	财新/Markit 中国制造业 PMI	官方 中国制造业 PMI
样本规模	<b>500</b>	<b>3000</b>
数据结果		
8 月	50.0 (-0.6)	50.4 (+0.5)
7 月	50.6 (+2.0)	49.9 (-0.1)
6 月	48.6 (-0.6)	50.0 (-0.1)
标准差 (14 年 1 月-16 年 8 月, 跨度为 32 个月)	<b>1.08</b>	<b>0.54</b>
标准差 (15 年 9 月 - 16 年 8 月, 跨度为 12 个月)	<b>0.95</b>	<b>0.38</b>
<i>波动性</i>	<i>较高</i>	<i>较低</i>

来源: 财新-Markit、国家统计局、农银国际证券

**图表 5: 财新制造业 PMI 和官方制造业 PMI 在样本数量上的不同导致数据出现差异**

	财新/Markit 中国非制造业 PMI	官方 中国非制造业 PMI
样本规模	<b>400</b>	<b>4000</b>
数据结果		
8 月	52.1 (+0.4)	52.7 (-1.2)
7 月	51.7 (-1.0)	53.9 (+0.2)
6 月	52.7 (+1.5)	53.7 (+0.6)
标准差 (14 年 1 月-16 年 8 月, 跨度为 32 个月)	<b>1.07</b>	<b>0.65</b>
标准差 (15 年 9 月 - 16 年 8 月, 跨度为 12 个月)	<b>0.76</b>	<b>0.49</b>
<i>波动性</i>	<i>较高</i>	<i>较低</i>

来源: 财新-Markit、国家统计局、农银国际证券



中国经济数据

	2015							2016						
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
实际国民生产总值 (同比%)	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---
出口增长 (同比%)	2.8	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)
进口增长 (同比%)	(6.1)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)
贸易余额 (美元/十亿)	46.6	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31
零售额 (同比%)	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2
工业增加值 (同比%)	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0
制造业 PMI (%)	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9
非制造业 PMI (%)	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9
固定资产投资(累计同比%)	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1
消费物价指数 (同比%)	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8
生产者物价指数 (同比%)	(4.8)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)
广义货币供应量 (同比%)	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2
新增贷款 (人民币/十亿)	1,280.6	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6
总社会融资 (人民币/十亿)	1,833	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率				
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)				
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率				
道琼斯工业平均指数	18,491.96	0.00	17.81	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	46.04	3.60	493,424	0.50	0.00		
标准普尔 500 指数	2,179.98	0.00	20.45	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	48.75	4.10	156,037	3.50	0.00		
纳斯达克综合指数	5,249.90	0.00	40.96	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.77	(0.79)	104,537	1.00	0.00		
MSCI 美国指数	2,078.05	0.00	21.16	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	人民币/公吨	488.00	2.31	N/A	美国 1 年期国债	0.2434	0.00	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 5 年期国债				
富时 100 指数	6,885.29	(0.14)	57.29	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,575.75	0.00	18,739	1.1914	0.00		
德国 DAX30 指数	10,709.64	0.24	24.33	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,594.00	0.00	42,525	1.6024	0.00		
法国 CAC 40 指数	4,559.56	0.38	23.47	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,617.25	0.00	17,286	美国 10 年期国债	1.6024	0.00	
西班牙 IBEX 35 指数	8,950.70	0.47	22.23	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,627.00	0.00	44,000	日本 10 年期国债	(0.033)	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	17,279.13	0.55	40.63	<b>贵金属</b>					中国 10 年期国债	2.7980	1.10	
Stoxx 600 指数	351.14	0.20	27.32	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,331.30	0.35	179,071	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,008.30	0.00	61.03	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	19.50	0.67	52,865	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.5257	0.13	
MSCI 法国指数	128.75	0.00	21.29	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,072.70	0.99	11,496	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	0.8351	0.17	
MSCI 德国指数	136.5	0.00	24.46	<b>农产品</b>					隔夜上海同业拆借利率	2.0700	0.40	
MSCI 意大利指数	49.05	0.00	40.88	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	328.50	0.00	208,271	1 月期上海同业拆借利率	2.6860	(0.40)	
<b>亚洲</b>			<b>外汇</b>					香港 3 月期银行同业拆借固定利率				
日经 225 指数	17,037.63	0.66	21.22	小麥期货合约	美元/蒲式耳	399.25	0.00	73,624	公司债券 (穆迪)	Aaa	3.24	(6.00)
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,429.58	1.06	24.51	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	20.18	0.00	64,060	Baa	4.19	(6.00)	
恒生指数	23,649.55	1.65	12.87	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	952.50	0.00	89,610	附注:			
恒生中国企业指数	9,830.57	1.48	8.31	1. 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)								
沪深 300 指数	3,319.68	0.17	15.31	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格								
上证综合指数	3,072.10	0.15	17.82									
深成指	10,695.45	0.52	32.37									
MSCI 中国指数	62.46	0.00	13.54									
MSCI 香港指数	12,958.11	0.00	14.69									
MSCI 中国指数	813.16	0.00	17.30									

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格



## 权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

### 免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183