

供需小幅回升，持续性尚待观察

——1月份汇丰 PMI 数据点评

俞平康
首席经济学家
(0755) 8249 2303
yuping kang@mail.htsc.com.cn

研究员：薛鹤翔
执业证书编号：S0570515010001
(021) 2897 2090
xuehexiang@mail.htsc.com.cn

联系人：孙峥
(0755) 2388 4615
sunzheng@mail.htsc.com.cn

相关研究

投资要点：

◆ **数据表现：** 1月份汇丰 PMI 初值为 49.8，前值为 49.6，上升 0.2 个百分点，高于市场预期的 49.5；产出和新订单指数分别为 50.1 和 50.8，分别上升 0.2 和 1.1 个百分点；就业指数下降 0.2 个百分点。

◆ **我们的观点：**

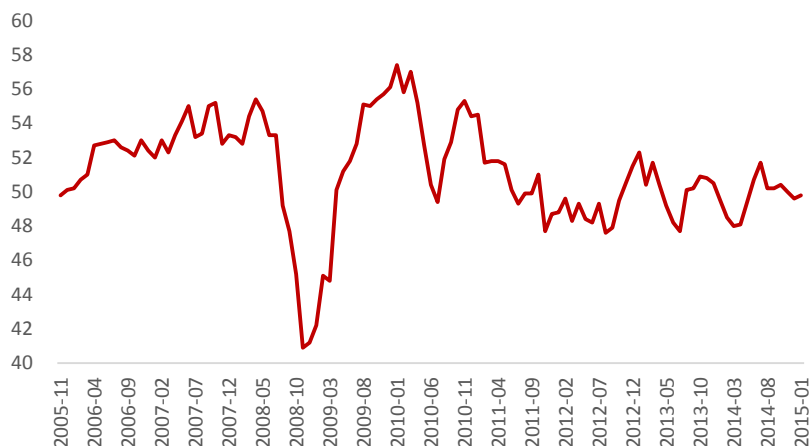
◆ **汇丰 PMI 温和回升，结束连续下跌趋势。** 1月份汇丰 PMI 小幅反弹 0.2，指数的回升暗示短期财政及货币政策的效力可能正在逐渐显现。去年最后两个月基建投资有明显的加码迹象，发改委对于铁路、公路和机场等投资审批力度显著加大，货币政策方面也维持了持续的宽松格局。从去年 12 月份的经济数据来看，新增信贷及工业增加值数据均超出了市场的预期，这说明在经历过前期的政策蛰伏期，政策效力可能正在显现，因此 PMI 也相应出现了改善，但是持续性尚待观察，还需要后续实体经济数据的进一步证实。

◆ **产出和新订单指数回升显著，供需均有所反弹。** 1月份产出、新订单指数分别为 50.1 和 50.8，分别较上月反弹 0.2 和 1.1 个百分点，供给和需求力量有所反弹，需求端反弹的力度似乎更大，这说明基建投资的加码和消费季节性的到来对于产成品的去库存可能产生了积极的影响。

◆ **原材料和产成品库存双降，被动去库存周期是否展开尚需确认。** 从 PMI 分项数据来看，原材料和产成品库存双降，基建政策带动了产成品的去库存过程，使得原材料方面似乎在被动减库存，事实上这种双降的格局我们在去年也观察到几次，但这种短期的双降格局尚无法形成趋势，产成品库存因供给调整出现持续波动是去年下半年以来的常态，因此也许下个月产成品库存又会出现上涨的情况，被动去库存周期是否已经展开尚需时间确认；投入价格指数下降至 39.9，为 2009 年 3 月以来最低，通缩压力加大；新出口订单指数增速放缓，就业指数下滑。

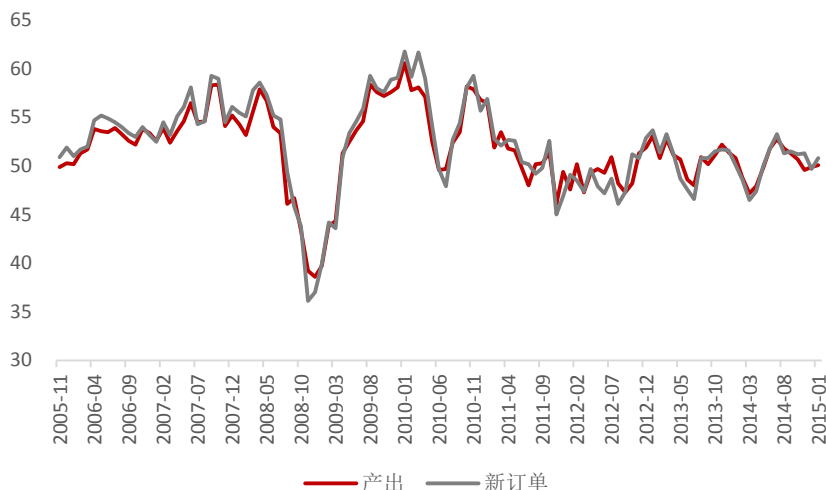
◆ **通缩压力下，“低价高量”或成短期经济常态。** 从 PMI 供需分项改善和 PMI 分项价格低迷的事实出发，联系去年三季度以来经济的运行逻辑，可以发现经济“以价换量”的增长模式很明显，无论在进出口、消费、工业产出等方面，价格因素均表现的十分疲软，这其中有一些国际大宗商品价格较低的影响，但国内需求疲软是一个更重要的原因。今年对于房地产投资下行压力较大和基建投资加码，市场已经形成比较一致的预期，制造业投资如何演绎一方面取决于基建等短期政策如何引导库存去化，另一方面取决于企业改革如何引导资金去向，但这是一个长期过程。目前制造业投资已经出现显著分化，部分小行业加杠杆需求明显，但传统周期性行业仍表现低迷，如果制造业投资能够企稳，对于 2015 年经济将有边际上的较大助力，但目前这一迹象还不明显，尚且需要持续的观察。

图 1: 汇丰 PMI 指数



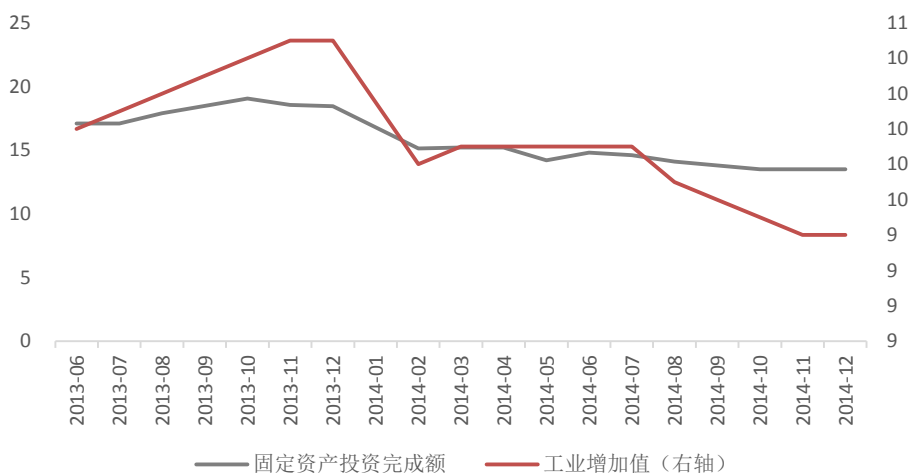
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 2: 汇丰产出和新订单分项 PMI 指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 3: 制造业固定资产投资和工业增加值累计同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82492388 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn