

首席宏观研究顾问：苏剑

宏观分析师：王坤

执业证书编号：S1220513080001

电话：010-68584861

邮件：wangkun1@foundersec.com

宏观分析师：林明

执业证书编号：S1220514060010

电话：010-68584875

邮件：linming@foundersec.com

宏观分析师：郑小霞

执业证书编号：S1220512080002

电话：010-68584833

邮件：zhengxiaoxia0@foundersec.com

合作单位：北京大学经济研究所

合作单位主要参与者：蔡含篇、戴家武、李波

请务必阅读最后特别声明与免责条款

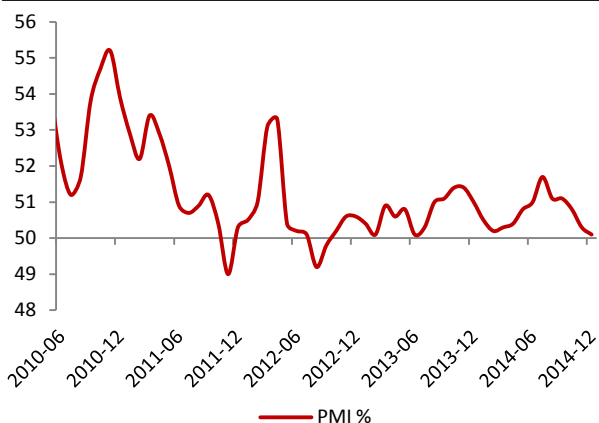
国家统计局：2014年12月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月回落0.2个百分点。其中，生产指数为52.2%，比上月回落0.3个百分点；新订单指数为50.4%，低于上月0.5个百分点；原材料库存指数为47.5%，比上月下降0.2个百分点；从业人员指数为48.1%，比上月微降0.1个百分点。

简评：12月官方制造业PMI继续小幅下降，但略好于市场预期值50.0%（Bloomberg调查预测中值）。与汇丰制造业PMI所反映的经济信号一致，整体经济依然在减速，下行压力较大但尚未处于失速状态，货币政策仍有较大的放松空间。

从分项数据看，12月官方制造业PMI的下降，主要来自新订单、生产以及原材料库存指数下行的拖累。内部订单需求萎缩，外部订单需求亦较弱，导致企业产成品库存去化力度不强，企业对于未来的预期也变得更加谨慎，原材料库存一直低位，不利于后续的生产的扩张。

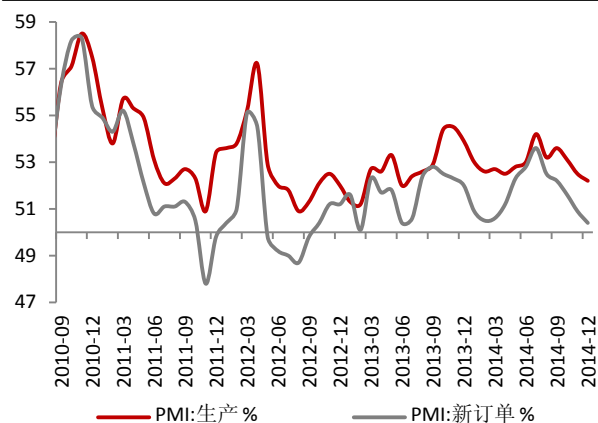
- **内部订单需求有所萎缩，新订单指数进一步下行。**12月新订单指数大幅下降0.5个百分点至50.4%，新出口订单指数由48.4%反弹至49.1%，但仍处萎缩区间。内部订单需求的萎缩是新订单指数下行的主要原因，这也可能意味着经济内需出现进一步走弱。另外通过电厂发电量、主要工业品价格库存等高频数据来看，也反映了内需趋弱的判断。
- **生产指数下降，生产动能不足。**12月生产指数出现了连续3个月的下降，由11月的52.5%降至52.2%，内外订单需求仍在下行，企业扩充原材料库存进行生产扩张的意愿趋弱。新订单减去产成品库存衡量的生产动能指标有所下降，对于需求与未来预期的谨慎，将抑制企业未来生产扩张行为。
- **产成品库存主动去化，原材料补库持续减弱，工业品通缩压力加剧。**12月产成品库存指数由47.2%升至47.8%，原材料库存指数继续下行至47.5%，购进价格指数下行1.5个百分点至43.2%，制造业整体仍处漫长的主动去库存周期当中。价格分项数据也与我们观察到的主要工业品价格高频数据一致，工业品通缩压力在加剧，既有来自外部价格冲击，亦有需求下行原因，货币政策仍有较大放松空间。
- **小型企业经营压力更大，经营状况加速恶化。**12月大型企业PMI由51.6%小幅下行至51.4%，中型企业PMI由48.4%小幅升至48.7%，相对来说，小型企业状况不容乐观，其PMI由47.6%大幅下行至45.5%，连续5个月出现显著下行。

图 1：12 月官方制造业 PMI 继续下降，略好于市场预期



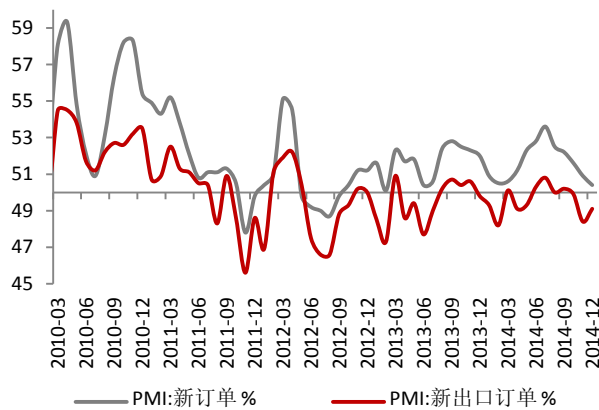
数据来源：wind, 方正证券研究所

图 2：12 月生产与新订单指数均有所下降



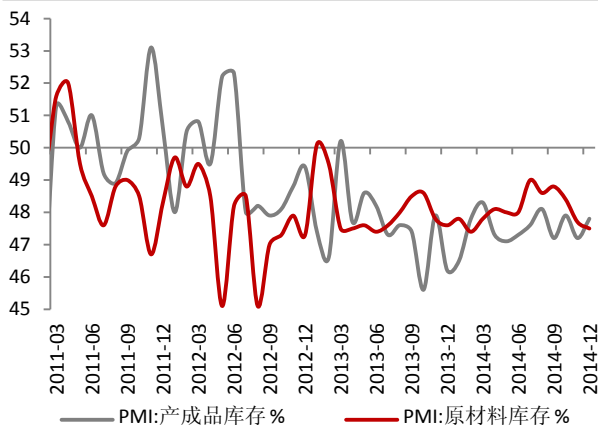
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图 3：12 月新订单指数下降，新出口订单指数小幅回升



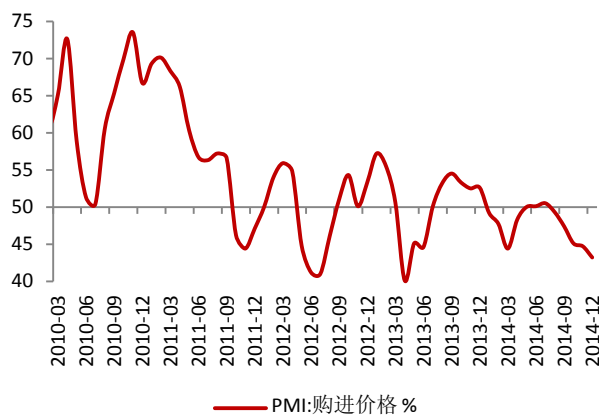
数据来源：wind, 方正证券研究所

图 4：12 月原材料库存指数继续下降，产成品有所反弹



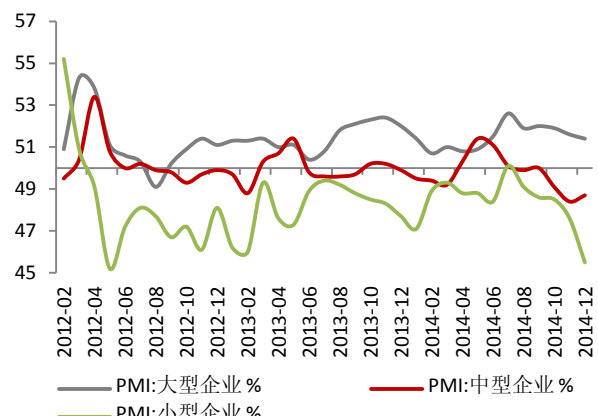
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图 5：12 月购进价格指数继续下行



数据来源：wind, 方正证券研究所

图 6：12 月小型企业 PMI 大幅下行



数据来源：Wind, 方正证券研究所

【方正宏观】简介：

方正证券研究所宏观研究团队（简称【方正宏观】）由北京大学经济研究所与方正证券研究所共同打造。

北京大学经济研究所 1985 年成立。依托北京大学，重点研究领域包括经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。所长为北京大学省委常委、常务副校长刘伟教授，北京大学经济学院苏剑教授担任常务副所长。

方正证券研究所作为卖方研究的新锐，朝着国内一流卖方研究的标准，搭建一个体系完善、制度领先的平台，在聚集国内优秀研究人才的同时，更加注重人才培养机制，努力在宏观经济、产业与公司研究、衍生品市场等各个领域形成突破，为广大投资者提供优质的研究服务。

【方正宏观】在著名经济学家刘伟教授的指导下，由苏剑教授任首席宏观研究顾问，带领方正证券研究所宏观研究团队，以及 20 名左右的专职研究员和众多北京大学博士、硕士研究生，开展关于中国宏观经济问题的研究工作。近期研究包括《从人口变化看中国长期发展》、《从能源消耗看短期和中长期经济波动》以及《中国经济潜在增长率》等方面的重大课题，同时密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com