



每周經濟視點

2016年9月5日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

中國製造業 PMI 顯示中國經濟仍高度依賴內需的推動

- 官方製造業 PMI 在今年 8 月達到 50.4，是自 14 年 11 月以來的最高位
- 數據顯示大型企業業務在擴張，但中型和小型企業的業務卻在萎縮
- 新訂單指數在過去六個月保持在 50 以上的水平，但新增出口訂單指數在過去的三個月維持在 50 以下的水平
- 製造業廠商緊縮運營資本和人力資源方面的開支，並希望提高生產效率
- 財新製造業 PMI 標準差相當於官方製造業 PMI 標準差的兩倍，導致市場對短期經濟預期出現意見分歧

官方製造業 PMI 在 8 月回升到 50.4，是自 14 年 11 月以來的最高點。官方製造業 PMI 中的大型企業 PMI 指數已經連續 6 個月維持在 50 以上的水平，但是中型和小型企業 PMI 則分別在過去的 3 個和 25 個月內維持在 50 以下的水平。因此，官方製造業 PMI 的上升主要是受到大型企業的業務復蘇影響。(圖表 1)

製造業擴張仍然主要受到國內需求支持。8 月，製造業新訂單指數上升至 51.3，創下自今年 4 月以來的新高。製造業新訂單指數已連續 6 個月高於 50。8 月，新出口訂單指數微漲至 49.7，但已連續三個月低於 50，這表明大部分新訂單來自國內市場。此外，我們相信大部分的新訂單期限較短，因為在手訂單指數（未交付的訂單指數）自 12 年 3 月一直低於 50。製造業用人單位都非常謹慎，不願擴大自己的員工隊伍。製造業從業人員指數自 2012 年 5 月一直低於 50。我們認為大型企業獲得較多的新訂單，所以大型企業 PMI 反映他們商業活動能夠持續擴張。資本市場投資者對於中小型製造業企業的應持謹慎態度。

製造商專注於加強管理營運資金及人力資源，以提高生產效率。8 月，生產指數上漲至 52.6，達到自 15 年 7 月以來的最高值。然而，原材料庫存指數、產成品庫存指數和從業人員指數，自 2013 年 4 月以來持續低於 50。這些數據都體現出廠商都在為提高財務和人力資源的效率，加大控制營運資金和人力資源成本的力度。

非製造業的國內和海外的新訂單疲軟，對於就業市場構成壓力。8 月，官方非製造業 PMI 回落至 52.7，是自 11 年 2 月以來最低水平。非製造業的新訂單指數和國外新訂單指數分別為連續 2 個月和 8 個月低於 50。而非製造業的就業指數已連續 19 個月低於 50。非製造業的新訂單持續疲軟降低雇主擴充勞動力的意欲。

建築行業的經營環境較服務業好。官方非製造業 PMI 顯示，建築業比服務業經營境況較好。建築行業的新訂單指數和就業指數分別連續 66 個月和 3 個月位於 50 以上，表明建築業雇主願意擴大他們的員工隊伍，以應交付新訂單持續增加。相反，服務業的新訂單指數連續 5 個月低於 50，就業指數已超過兩年一直處於 50 以下水平。

8 月，官方 PMI 和財新 PMI 反映製造業和非製造業出現不同的增長勢頭。8 月，官方製造業 PMI 顯示製造業經營活動擴張，並顯示加速現

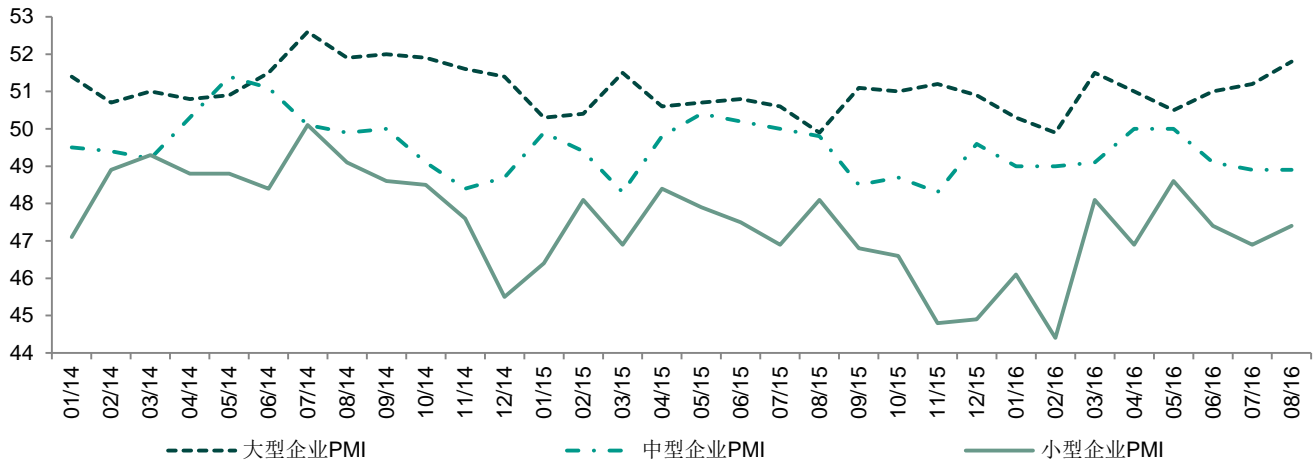


象；財新 PMI 顯示製造業經營活動擴張，但呈現減速現象。同期官方非製造業 PMI 顯示非製造業經營活動擴張，但呈現減速現象；財新的非製造 PMI 顯示非製造業經營活動擴張，並呈現加速現象。官方 PMI 和財新 PMI 的分歧使市場對這兩項數據的可信度產生懷疑。但是，由於它們調查的樣本數量顯著不同，導致統計標準偏差的明顯差異。因此，我們認為這兩項經濟數據出現的分歧是合理的。

財新製造業 PMI 標準差相當於官方製造業 PMI 標準差的 2 倍。自 2014 年 1 月至 8 月 2016 年，財新製造業 PMI 的標準差為 1.08，國家統計局製造業 PMI 的標準差為 0.54。我們相信，這兩項數據的標準差不同主要由於其所採用的樣本大小不一。財新製造業 PMI 的樣本量為 500 家製造企業；而官方製造業 PMI 的樣本量則為 3000 家製造企業。在非製造業 PMI 方面，自 2014 年 1 月至 8 月 2016 年，財新 PMI 和官方 PMI 的標準偏差分別為 1.07 和 0.65。財新非製造業 PMI 的樣本量為 400 家企業；國家統計局的樣本量為 4000 家企業。資本市場或貨幣市場的交易商/投機者可能更願意使用財新的 PMI 數據系列，因為財新的 PMI 數據有較高的標準差，導致市場更高的波動，並帶來更多的交易機會。政府或經濟學家可能更願意使用國家統計局的 PMI 數據系列，因為國家統計局調查有較大的樣本量和較低的標準偏差，這將能更好地反映整體經濟狀況，也有利於平滑經濟數據的波動。（圖表 4 和 5）

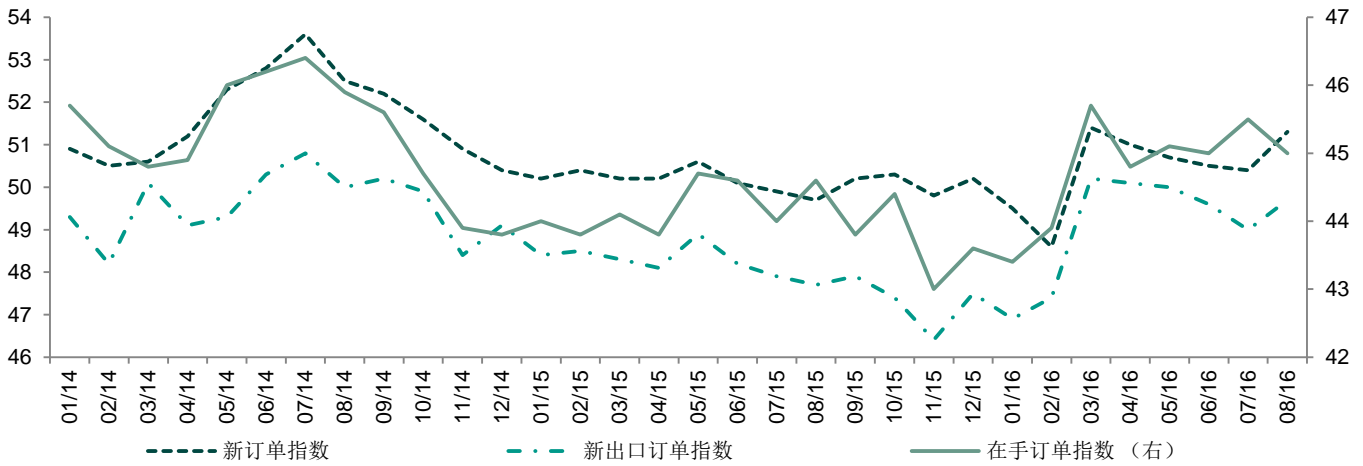


圖表 1：不同規模企業的 PMI 指數走勢



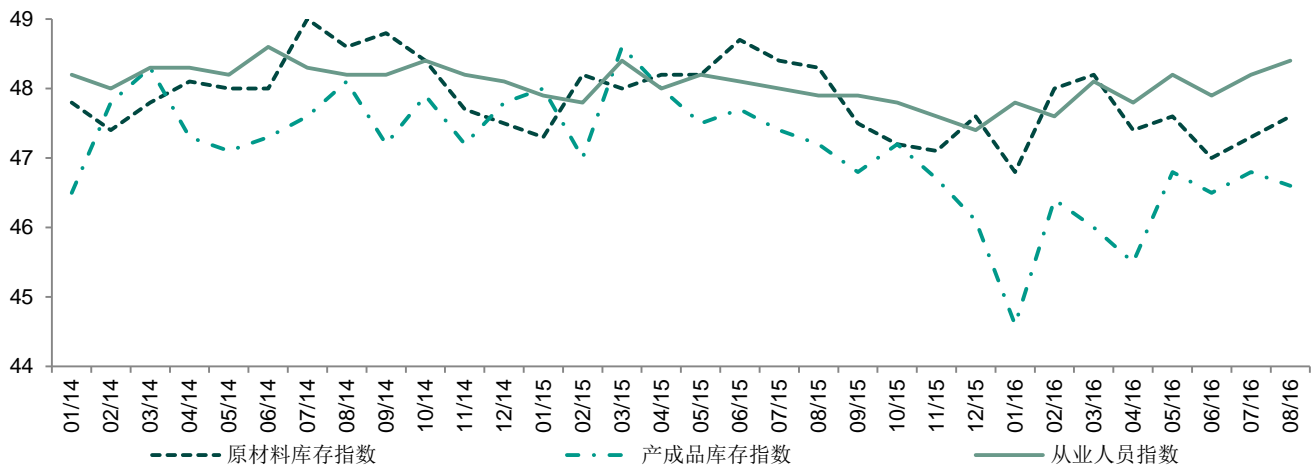
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2：製造業新訂單主要來自國內市場，同時在手訂單量較低



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 3：原材料庫存指數、產成品庫存之指數和從業人員指數顯示製造企業正在降低運營資本水平和用人規模



來源：國家統計局、農銀國際證券

**圖表 4: 財新製造業 PMI 和官方製造業 PMI 在樣本數量上的不同導致數據出現差異**

	財新/Markit 中國製造業 PMI 500	官方 中國製造業 PMI 3000
樣本規模		
數據結果		
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)
標準差 (14 年 1 月-16 年 8 月, 跨度為 32 個月)	1.08	0.54
標準差 (15 年 9 月 - 16 年 8 月, 跨度為 12 個月)	0.95	0.38
波動性	較高	較低

來源：財新-Markit、國家統計局、農銀國際證券

圖表 5: 財新製造業 PMI 和官方製造業 PMI 在樣本數量上的不同導致數據出現差異

	財新/Markit 中國非製造業 PMI 400	官方 中國非製造業 PMI 4000
樣本規模		
數據結果		
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)
標準差 (14 年 1 月-16 年 8 月, 跨度為 32 個月)	1.07	0.65
標準差 (15 年 9 月 - 16 年 8 月, 跨度為 12 個月)	0.76	0.49
波動性	較高	較低

來源：財新-Markit、國家統計局、農銀國際證券

中國經濟數據

	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
實際國民生產總值 (同比%)	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---
出口增長 (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)
進口增長 (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)
貿易餘額 (美元/十億)	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
零售額 (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
工業增加值 (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
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資(累計同比%)	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
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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)
廣義貨幣供應量 (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
新增貸款 (人民幣/十億)	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
總社會融資 (人民幣/十億)	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

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率				
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源					美國聯邦基金目標利率				
道瓊斯工業平均指數	18,491.96	0.00	17.81	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	46.04	3.60	493,424	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,179.98	0.00	20.45	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	48.75	4.10	156,037	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,249.90	0.00	40.96	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.77	(0.79)	104,537	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,078.05	0.00	21.16	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	人民幣/公噸	488.00	2.31	N/A	美國 1 年期國債	0.2434	0.00	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	6,885.29	(0.14)	57.29	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,575.75	0.00	18,739	1.1914	0.00		
德國 DAX30 指數	10,709.64	0.24	24.33	倫敦期貨交易所鋁期貨 ³ 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,594.00	0.00	42,525	1.6024	0.00		
法國 CAC 40 指數	4,559.56	0.38	23.47	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,617.25	0.00	17,286	美國 10 年期國債	(0.033)	0.00	
西班牙 IBEX 35 指數	8,950.70	0.47	22.23	倫敦金屬交易所銅期貨 ³ 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,627.00	0.00	44,000	日本 10 年期國債	2.7980	1.10	
意大利 FTSE MIB 指數	17,279.13	0.55	40.63	貴金屬					中國 10 年期國債	2.7980	1.10	
Stoxx 600 指數	351.14	0.20	27.32	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,331.30	0.35	179,071	歐洲央行基準利率(再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,008.30	0.00	61.03	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	19.50	0.67	52,865	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.5257	0.13	
MSCI 法國指數	128.75	0.00	21.29	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	1,072.70	0.99	11,496	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.8351	0.17	
MSCI 德國指數	136.5	0.00	24.46	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.0700	0.40	
MSCI 意大利指數	49.05	0.00	40.88	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	328.50	0.00	208,271	1 月期上海同業拆借利率	2.6860	(0.40)	
亞洲			外匯					香港 3 月期銀行同業拆借固定利率				
日經 225 指數	17,037.63	0.66	21.22	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	399.25	0.00	73,624	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.24	(6.00)
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,429.58	1.06	24.51	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	20.18	0.00	64,060	Baa	4.19	(6.00)	
恒生指數	23,649.55	1.65	12.87	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	952.50	0.00	89,610	附注:			
恒生中國企業指數	9,830.57	1.48	8.31	1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新於報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,319.68	0.17	15.31	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格								
上證綜合指數	3,072.10	0.15	17.82									
深成指	10,695.45	0.52	32.37									
MSCI 中國指數	62.46	0.00	13.54									
MSCI 香港指數	12,958.11	0.00	14.69									
MSCI 中國指數	813.16	0.00	17.30									

附注:

- 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新於報告發布日期)
- 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183