

经济年中触底，市场否极泰来：预测全部验证 ——点评 3 月 PMI 数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/3/31

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 3 月官方制造业 PMI 50.5，此前连续 3 个月低于荣枯线，预期 49.6，前值 49.2。非制造业 PMI 54.8，预期 54.4，前值 54.3。

解读：

1、经济年中触底，市场否极泰来——预测——验证，帅吗？

我们在 2018 年下半年提出“经济 2019 年年中触底”，继 1 月 M2、社融增速触底回升之后，3 月 PMI 指数也触底回升。

我们在 2018 年下半年提出“当前 A 股很多都很便宜”“最好的投资机会就在中国”，2019 年初提出“否极泰来”，A 股随后大涨走牛。

我们在 2019 年初提出“债市、股市、房市、商品将先后转好”，3 月份以来，房市、商品也相继回暖。

专注宏观经济形势分析 20 年，深感基础研究和逻辑框架的重要性，深信独立客观是研究的根本。2010 年参与研究提出“增速换挡”，2014 年预测“5000 点不是梦”，2015 年预测“房价翻一倍”“经济 L 型”，2017 年预测“新周期”。

现重发年初的《否极泰来——2019 年宏观展望》观点，大家拭目以待：

2019 年宏观形势主要判断：经济年中触底，资本市场否极泰来

1) 上半年中国经济还将惯性下滑，随着主动去库存周期结束、产能新周期和货币财政政策效应显现，年中经济将触底，下半年企稳，全年前低后稳，经济失速风险缓解。

经济有自身运行规律，关注世界经济、金融、库存、产能、房地产、政治等六大周期。

2) 年初 M2 和社融增速触底回升，政策底（2018 年 3 季度）、市场底（2019 年 1 季度）、经济底（2019 年中）将先后出现。

3) 货币宽松和周期轮动，债市、股市、房市、商品将先后转好。

4) 未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。

5) 中国“增速换挡”步入“经济 L 型”触底期，有三次触底，第一次是 2016 年初，第二次是 2019 年中。

6) 当前三大挑战：中美贸易战具有长期性和严峻性；渐行渐近的人口危机；调动地方政府和企业家的积极性，推动新一轮改革开放。

2、制造业 PMI 超预期回升，生产、新订单、采购量、经营预期指数明显上升，中小企业是主要贡献力量，主动去库存渐入尾声，经济年中触底

3 月 PMI 的主要特点是：

1) 制造业 PMI 为 50.5%，较上月上升 1.3 个百分点，结束连续 3 个月低于荣枯线的状态，创 6 个月新高，各分项全部回升，尤其是生产、采购量和出厂价格指数回升幅度较大。整体上，将 1-2 月 PMI 合并后，3 月 PMI 的回升强于往年，但主要是生产强于往年，而新订单回升较为温和，意味着供给端企业复工意愿较强、需求在稳步复苏。1 季度 PMI 均值为 49.7%，低于去年四季度均值的 49.9%，因此，从季度看，经济在惯性下滑。

2) 内需回暖强于外需, 内需主要是受基建支撑, 与专项债加快发行、建筑业用工量和新订单大幅上升相印证, 但外需受世界经济放缓影响仍低于荣枯线。

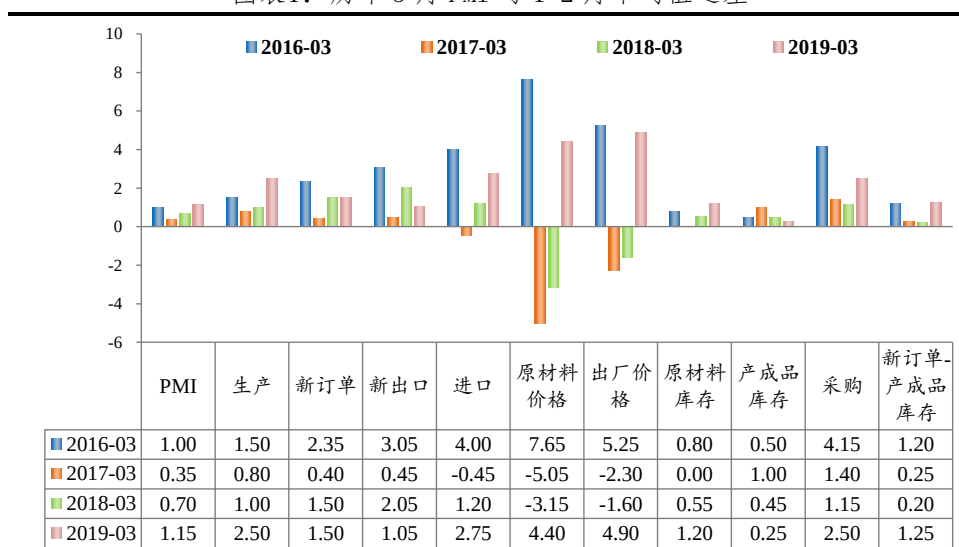
3) 中小企业回升幅度较大是此次回升的主要贡献力量, 大型企业 PMI 下降, 供给侧改革升级、宽货币到宽信用、减税降费等政策提振中小企业信心。

4) 经营预期和采购量指数均上升, 显示企业对未来乐观, 务实、开放、市场化改革和简政放权的措施逐步激发市场活力。

5) 原油价格上涨带动价格指数回升, 通缩压力暂缓, 企业盈利预期好转。

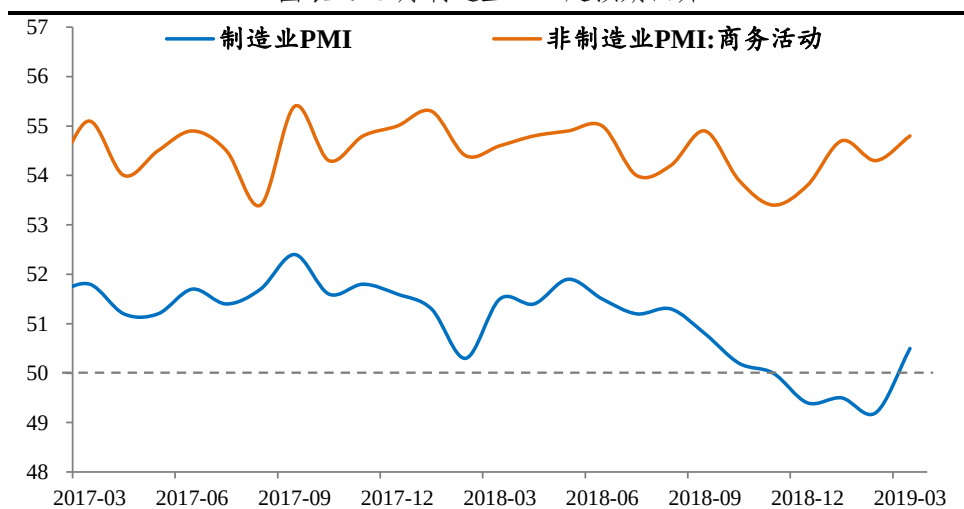
6) 原材料和产成品库存指数均上升, 但仍低于荣枯线, 且产成品库存指数上升幅度明显低于 2016-2018 年同期, 意味着库存去化速度放缓, 主动去库存渐入尾声, 预计在二季度前后转入被动去库存, 对经济的拖累减弱, 年中触底。

图表1: 历年 3 月 PMI 与 1-2 月平均值之差



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表2：3月制造业 PMI 超预期回升



资料来源：Wind，恒大研究院

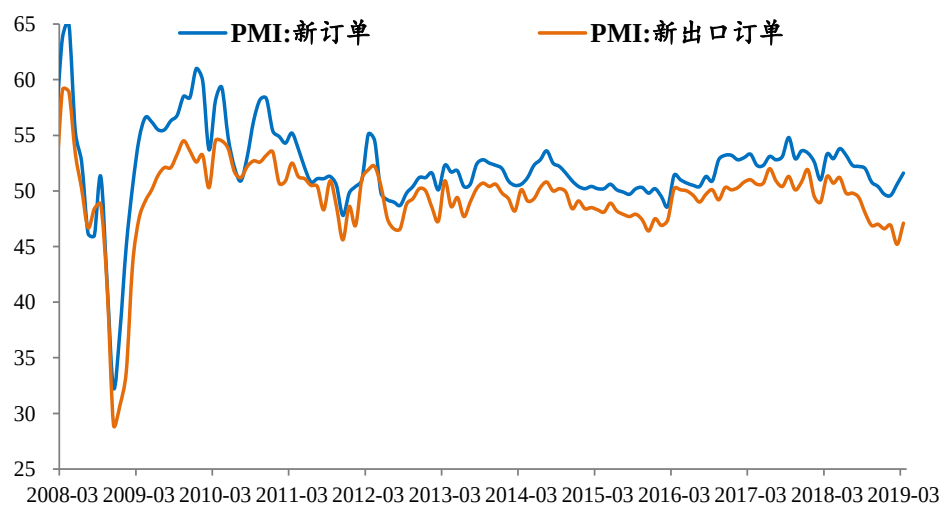
3、内外需均回暖，企业节后复工意愿较强，生产大幅上升

生产端，3月PMI生产指数52.7%，较上月回升3.2个百分点，较1-2月均值上升2.5个百分点，高于2016-2018年同期的1.5、0.8和1个百分点，主要受内需回暖和春节后企业复工影响。

需求端，新订单指数为51.6%，较上月回升1个百分点，连续两个月回升，较1-2月均值上升1.5个百分点，与2016-2018年同期的2.4、0.4和1.5个百分点相比复苏温和，预示需求在缓慢回暖中。主要源于专项债提前发行、货币宽松等逆周期调节逐渐发挥作用，基建明显发力。1-3月地方政府债券（一般债和专项债）净发行额达1.2万亿，去年同期为2195亿；其中3月净发行额为4773亿，去年同期为1910亿。反映经济动能的指标（新订单-产成品库存）较上月回升0.4个百分点，连续3个月上升。

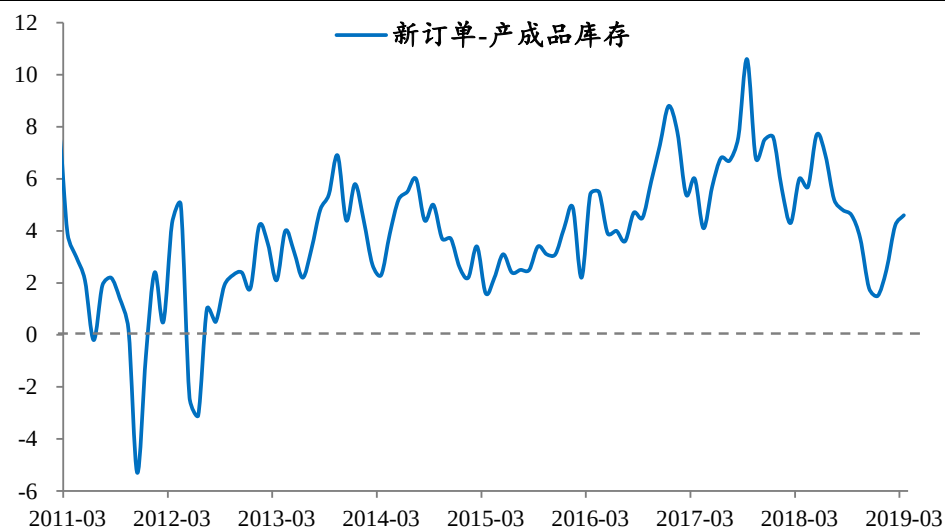
外需上升，但新出口订单仍在荣枯线下，出口形势依然严峻。新出口订单指数47.1%，较上月回升1.9个百分点，但仍低于荣枯线。全球BDI指数今年以来暴跌近50%，出口形势依然严峻。主要原因：一是去年抢出口提前透支需求。二是世界经济见顶回落。3月美国制造业PMI为52.5%，较上月下滑0.5个百分点；欧元区和日本制造业PMI连续2个月低于荣枯线，分别为47.6%和48.9%，较上月下滑1.7个百分点和持平；其中，欧洲经济火车头德国制造业PMI为44.7%，创2012年9月以来新低。BDI指数今年以来暴跌近50%，3月BDI指数企稳但仍处于低位，国际贸易活跃度较低。

图表3：新订单指数连续两个月回升，内需回暖



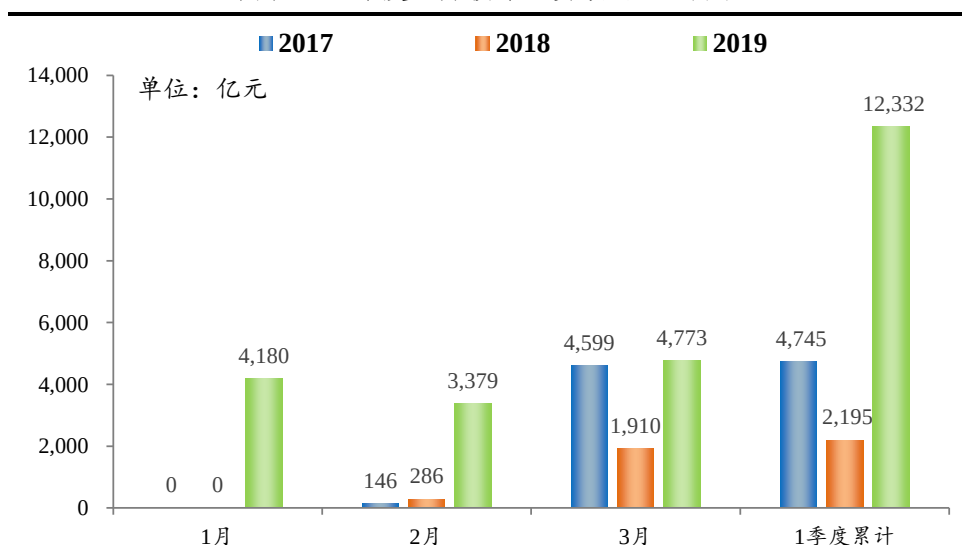
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：经济动能指标（新订单-产成品库存）连续3个月回升



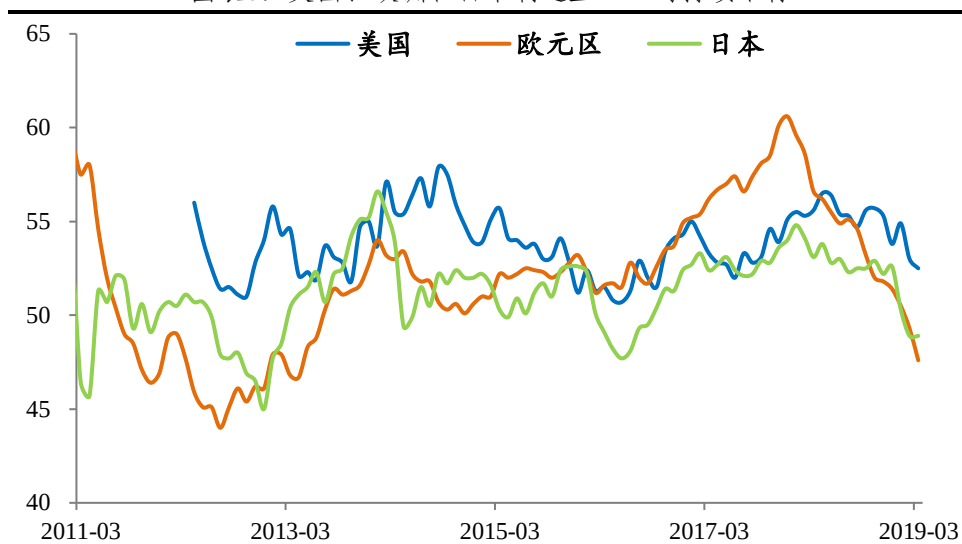
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：1 季度地方债净融资额达 1.2 万亿



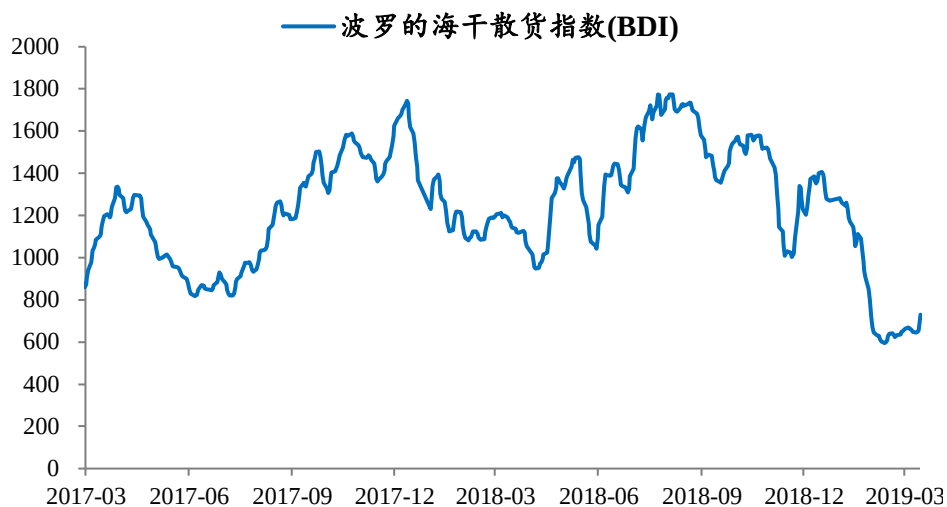
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：美国、欧洲和日本制造业 PMI 均持续下行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7: BDI 指数处于低点, 全球贸易活动趋弱

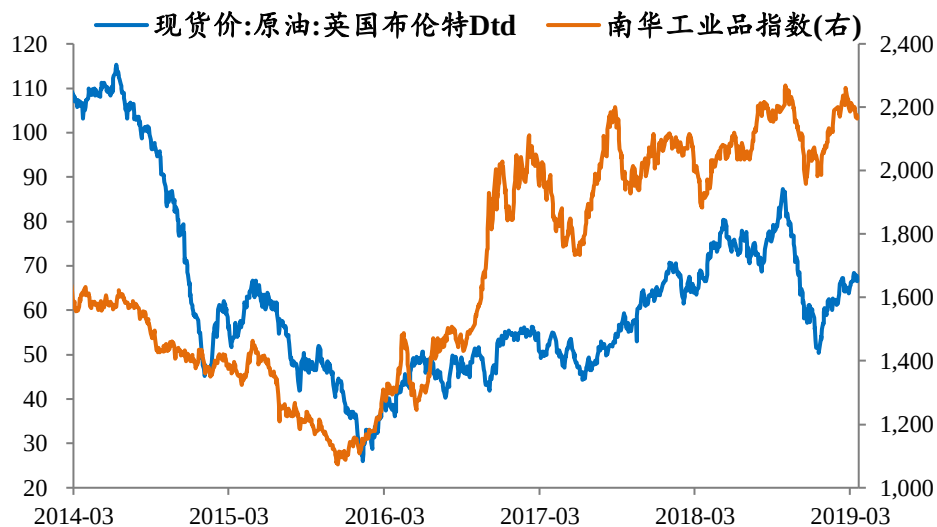


资料来源: Wind, 恒大研究院

4、原油价格上涨和节后复工带动价格指数上升, 通缩压力暂缓, 企业盈利预期好转

3月PMI价格指数受原油价格上涨和节后复工带动回升, 出厂价格指数重回荣枯线上方, 通缩压力暂缓, 但2019年PPI整体低于去年, 企业仍有盈利压力, 预计盈利底在下半年出现。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为53.5%和51.4%, 较上月分别回升1.6和2.9个百分点, 均为5个月高点, 出厂价格指数已重回荣枯线上方。3月布伦特原油环比上涨约3.0%, 同比下降2.2%, 较2月收窄0.1个百分点; 螺纹钢、动力煤环比上涨2.3%和4.9%。从行业看, 石油加工、黑色金属冶炼及压延加工两个行业价格指数均位于56.0%以上的较高区间。

图表8: 原油价格保持回升态势



资料来源: Wind, 恒大研究院

5、供改升级版和逆周期调节提振企业信心，经营预期指数、采购量大幅上升，考虑到需求、价格回升及库存去化放缓，主动去库存渐入尾声

供改升级版和逆周期调节提振企业信心，宽货币到宽信用、财政发力等促使企业经营预期指数和采购量大幅上升，中小企业明显改善，成为3月PMI上升的主要力量。2018年底的中央经济工作会议和2019年的两会释放出强烈的市场化改革和简政放权的信号，供给侧改革更注重市场化、法治化，对去年的一些错误认识和做法予以纠偏，内涵拓展为“巩固、增强、提升、畅通”，即巩固前期“三去一降一补”供给侧改革成果，增强微观主体活力，提升产业链水平，畅通国民经济循环，尤其是金融和实体经济对的良性循环。2月习近平总书记提出的金融供给侧结构性改革强调要调整市场结构，大力发展多层次资本市场，提高直接融资比例；深化银行等金融机构改革，推动银行业混合所有制改革；要完善金融产品体系，开发差异化金融产品，更好服务于实体经济。

生产经营预期指数为56.8%，较上月回升0.6个百分点，升至7个月以来的高点；采购量指数为51.2%，较上月上升2.9个百分点，反映企业对未来较为乐观。源于：外部中美贸易战暂缓，内部持续强化逆周期调节，财政货币等政策持续发力。货币政策从宽货币到宽信用，社融和M2触底反弹。2万亿的减税降负规模激发市场活力，改善企业经营预期。

中小企业景气度大幅回升，新订单上升主要集中于中小企业，大型企业景气度下滑。大型企业PMI为51.1%，比上月回落0.4个百分点，继续高于临界点。中、小型企业PMI为49.9%和49.3%，分别比上月大幅回升3.0和4.0个百分点。其中，中小企业新订单指数上行明显，大企业略有下滑。3月大型企业新订单指数为52.5%，较上月回落2.5个百分点，中小企业新订单指数分别为51.2%和49.0%，较上月分别回升4.6和6.2个百分点，中小企业经营压力有所缓解。

原材料和产成品库存指数分别为48.4%和47.0%，较上月回升2.1和0.6个百分点，但仍低于荣枯线。产成品库存上升幅度明显低于2016-2018年，原材料库存指数上升主要源于采购量加大。库存去化放缓，主动去库存渐入尾声。

目前需求、价格回升，带动预期改善和采购量加大，当企业经营者确认需求回升可持续，才会继续增加生产和采购，去库存进入尾声向补库存过渡，此时经济触底并走向企稳，预计发生在2-3季度。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13364

