



关注大型 PMI 未来跌破临界的风险

报告日期：2019年04月01日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

战国·宋·庄周《庄子·逍遥游》：“今子有大树，患其无用，何不树之于无何有之乡，广莫之野？”

英大证券研究所

胡研宏 研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系方式：0755-83007164

Email: huyanhongydsc@foxmail.com

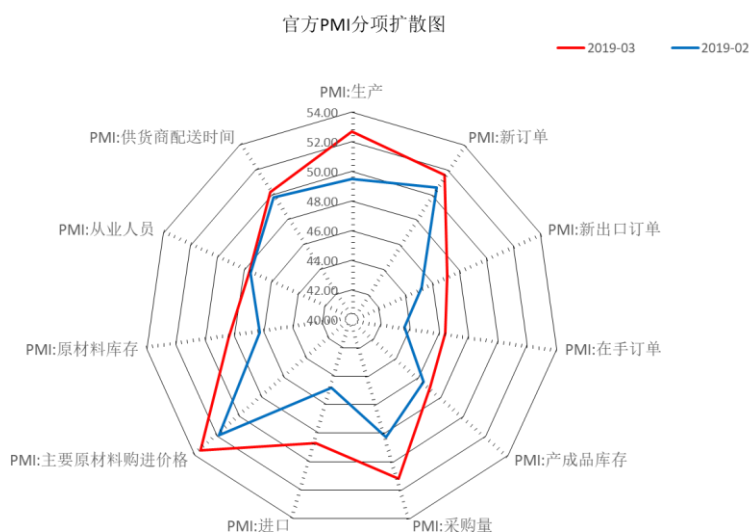
报告观点：

1. 原料价格坚挺，但大型 PMI 的扩张出现颓势。中小企业 PMI 维持收缩，尽管收缩幅度变小。PMI 就业分项差，消费负面，施压于居民部门负债端。中型、小企业萎缩加快，短期缺乏明显上行动能。工业品价格坚挺、经济疲软总有一个需要卸妆。
2. 供给侧改革的边际效用已经很低，后续需要关注其副作用。大型企业的风险是经济系统风险的核心，是银行资产负债表的主要组成成分。
3. 经济的传导缓慢，甚至会发出一些错误信号，原料型企业应当迅速调整资产负债表以降低自身风险。部分企业和居民的再次加杠杆行为应当保持克制。企业裁员，减少家庭部门自由现金流，消费进一步萎缩且破坏家庭部门资产负债表稳定。

报告有效期：3 个月

一、PMI 分项雷达图扩张—经济下行的往复

2019 年 3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.5%，比上月上升 1.3 个百分点，重回临界点以上，制造业景气结束持续收缩，但尚不能确认为复苏。原料价格扩张显著，加大企业成本，增加经济复苏难度，导致的需求疲软。市场的分析报告将被经济下行过程中的往复运动所迷惑，转而看好经济的复苏，但就目前的数据和经济表现来看，还远远没到复苏阶段。

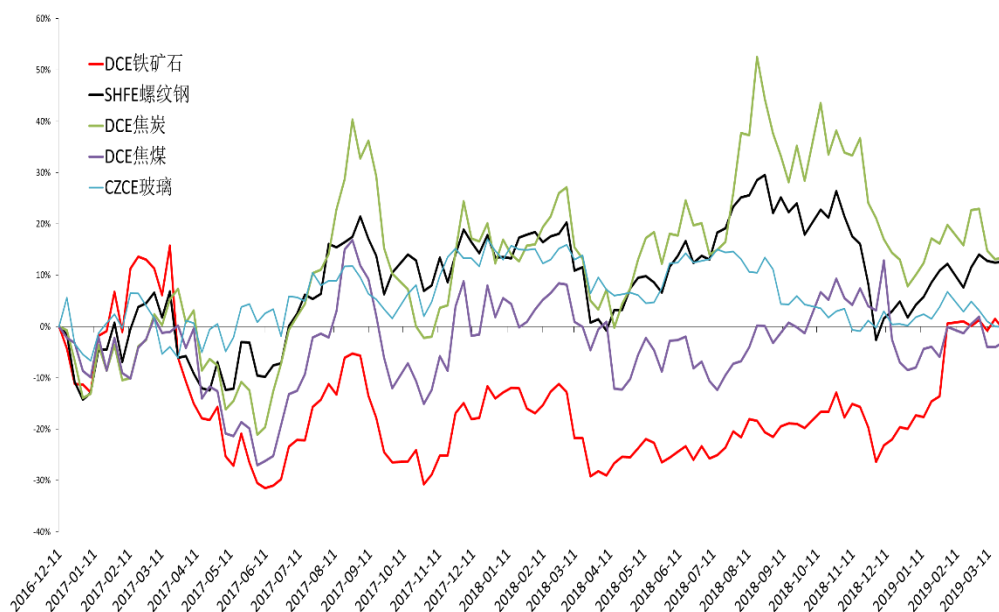


数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 52.7%，比上月上升 3.2 个百分点，重返临界点之上，表明随着春节后企业集中开工，制造业生产活动有所加快。新订单指数为 51.6%，比上月上升 1.0 个百分点，连续两个月位于临界点之上，表明制造业市场需求继续增长。原材料库存指数为 48.4%，比上月回升 2.1 个百分点，仍低于临界点，表明制造业主要原材料库存量下降幅度变慢，尚未出现积极备货的特征，企业并不急于扩张经营。从业人员指数为 47.6%，比上月微升 0.1 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量继续萎缩。供应商配送时间指数为 50.2%，比上月上升 0.4

个百分点，高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间比上月有所加快。

二、工业品价格坚挺、经济疲软总有一个需要卸妆

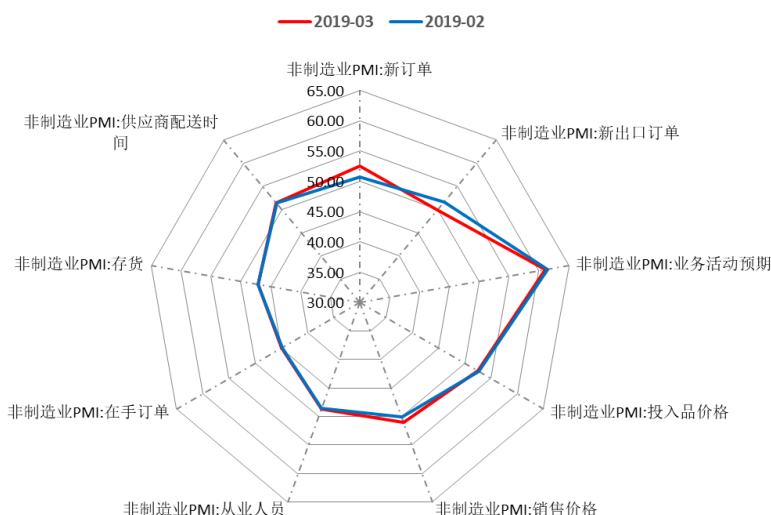


数据来源：WIND，英大证券研究所整理

我们在前面的报告中分析，提出供给侧改革的四个价格脉冲上升的时间段。我们知道，工业原料商品价格的上涨，带动资源型为主的大企业经营扩张，数据相对积极。工业原料供应受到供给侧改革以及环保治理的影响，生产受到抑制保持了在经济相对疲软的环境下价格坚挺。从通常（通畅）的经济传导来分析，会产生中下游企业高成本下被动减产，从而减少对上游原料的需求下降，并且体现为中下游企业商品涨价，上游原料品降价，然而这个现象并未出现，中下游不具备垄断性，导致其提价能力十分有限，只能在短期内持续消耗企业资本积累，表现为资产负债表的萎缩与现金流量表的恶化。这个趋势短期内不会有明显的改善，经济最困难的时候并未到来。

三、非制造业 PMI 扩张

2019年3月份，中国非制造业商务活动指数为54.8%，比上月上升0.5个百分点，表明非制造业总体保持平稳较快增长。分行业看，服务业商务活动指数为53.6%，比上月微升0.1个百分点，服务业运行稳定。从行业大类看，铁路运输业、装卸搬运及仓储业、邮政业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务和保险业等行业商务活动指数位于57.0%以上的较高景气区间，业务总量快速增长，经营活动较为活跃；住宿业和房地产业等行业商务活动指数低于临界点，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为61.7%，比上月上升2.5个百分点，重回高位景气区间。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

(1) 新订单指数为52.5%，比上月上升1.8个百分点，位于临界点之上，表明非制造业企业产品订货量环比增加。分行业看，服务业新订单指数为51.5%，比上月上升1.0个百分点，位于临界点之上；建筑业新订单指数为57.9%，比上月上升5.9个百分点，升至较高景气区间。

(2) 投入品价格指数为52.5%，比上月回落0.2个百分点，位于临界点之上，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平涨幅略有收窄。分行业看，

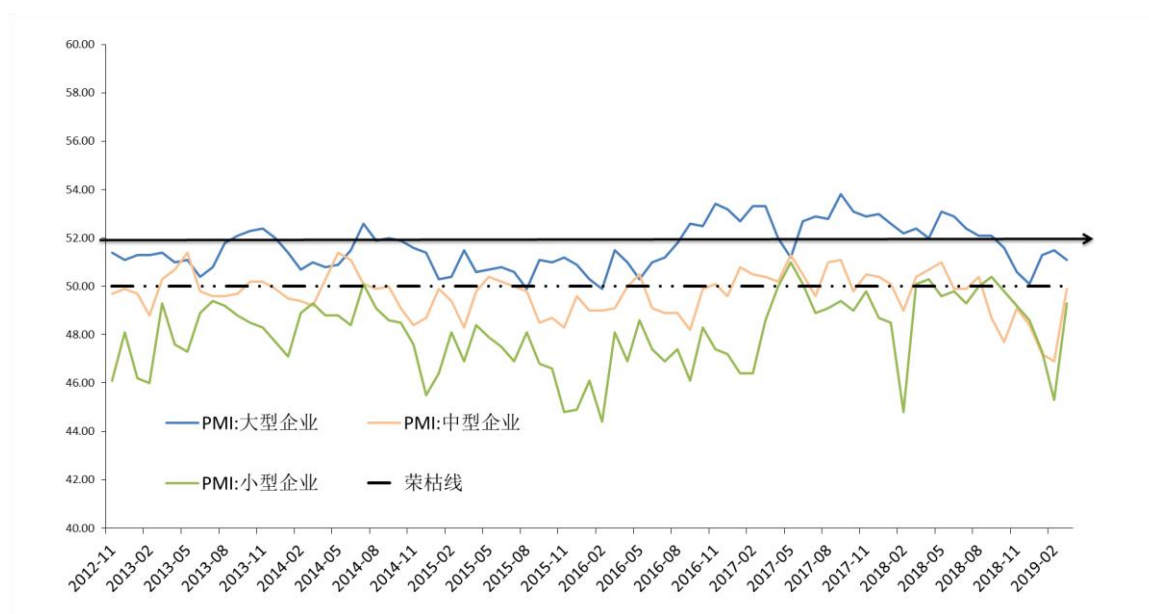
服务业投入品价格指数为 52.2%，比上月回落 0.3 个百分点；建筑业投入品价格指数为 54.0%，比上月上升 0.4 个百分点。

(3) 销售价格指数为 51.0%，比上月上升 0.9 个百分点，位于临界点之上，表明非制造业销售价格总体水平继续上涨。分行业看，服务业销售价格指数为 50.6%，比上月上升 0.8 个百分点；建筑业销售价格指数为 53.2%，比上月上升 1.5 个百分点。

(4) 从业人员指数为 48.7%，比上月微升 0.1 个百分点，位于临界点之下，表明非制造业企业用工量环比减少。分行业看，服务业从业人员指数为 47.8%，与上月持平；建筑业从业人员指数为 54.1%，比上月上升 0.9 个百分点。

(×) 业务活动预期指数为 61.1%，比上月回落 0.4 个百分点，仍位于高位景气区间，表明非制造业企业对市场发展预期乐观。分行业看，服务业业务活动预期指数为 60.3%，比上月回落 0.3 个百分点；建筑业业务活动预期指数为 65.7%，比上月回落 1.0 个百分点。

四、市场主体跟踪—大型企业收缩预警



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.1%，低于上月 0.4 个百分点，高于临

界点；中、小型企业 PMI 为 49.9% 和 49.3%，分别比上月上升 3.0 和 4.0 个百分点，但仍然位于临界点以下。我们需要提醒投资者的是，供给侧改革过程中，宏观经济的风险因子主要集中在中小企业上，而未来经济的风险因子主要集中在大型企业上。经济的系统性风险不在中小企业上，经济的系统风险在大型企业上。我们希望见到的是，中下游企业产品销售旺盛，或者上游原料价格下滑，如此出现的中小企业 PMI 修复是正常的，而目前，上游原料型商品价格坚挺，下游消费不振，这些数据本身出现了严重的不协调。当然也许是笔者水平有限，无法厘清新经济的表现形态，就目前的数据和经济表现来看，我们提醒投资者需要更多关注风险。

五、经济演进更新

来自《20180902-经济演化下一阶段特征分析》对经济的演进过程做了一些推演，大体的资产负债表和现金流量表推进逻辑没有变化，而节奏出现了一些调整。大型企业 PMI 在未来一个季度如果滑落 50 以下且维持 2 个月，那么经济的风险将急剧上升。而此前提到的一些市场节奏会逐渐出现。

供给侧改革以来，中小企业的成本驱动和中国经济潜在增长下滑驱动经济下了一个台阶，而未来，中国大型企业的收缩将驱动经济整体再下一个台阶，伴随着下行的调整，经济可能存在局部甚至全面的风险需要释放。需要税收支撑的财政压力增大可能会让一些维稳性的投资项目搁置，是未来经济的又一个重要风险。

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_13380

