



PMI 季节反弹，经济未来仍谨慎

报告日期：2019年12月02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：huyan hongy dsc@foxmail.com

曹雪芹 《红楼梦》第九八回：“此时李纨见黛玉略缓，明知是迴光返照的光景，却料着还有一半天的耐头。”

报告观点：

1. 系统稳定的需求看，经济数据特征未转好，前景谨慎。
2. 大企业换气，中小企业继续潜水。
3. 季节性冲击导致PMI扩张的可能性更大，反哺2-3季度过度悲观的生产不足。
2020年春节提前，产生的生产备货导致的PMI反弹。
4. 就业持续萎缩，居民杠杆上升，二者协同压制社会消费。

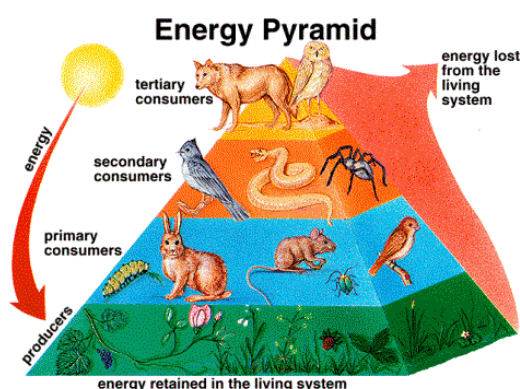
维持观点：

5. 维持大型企业经济稳定器转为风险发源地概率提高。大型非金融企业首先影响关联性金融机构的风险系数，二者的互动影响更值得关注。
6. 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，部分企业可能已经错失了最佳的调整资产负债表的时机。

报告有效期：3个月

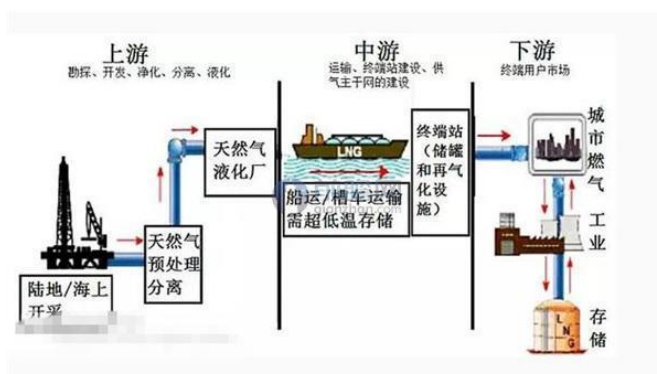
一、政策致力系统多样性，则经济稳

(1) 经济是一个系统。这个经济系统里有稳定的资金流循环。市场主体有大有小，有强有弱，有上游也有下游，环环相扣，并无高低之分，共同构成一个稳定的宏观经济。大的经济体的耐冲击性也正是来源于其经济生态的复杂性和多样性，而单一性和多样性消灭将大大增加系统的脆弱性和风险性。



来源: www.baidu.com

(2) 系统内部的上下游产业链相互依存，丰富的上下游企业，有利于提供大量的选择，和在一些企业出现问题的时候，整个上下游传导链不会产生较大的价格波动和产量波动，以便于维持更粗线条的经济稳定和物价稳定。



来源: www.baidu.com

(3) 从宏观到到微观的纽带——各种表格和指标约束

所有经济主体面临现代经济商业制度的约束。企业面临几个表的约束，这是刚性的，用来面对税务问题，用来面对金融市场投融资的信用评级问题，也用来指导自身的发展。政府面临向公民提供公共产品服务的可持续性问题的，这就依赖于财政收支的稳定。诸如西方的民众诉诸政府的抗争大部分来自于财政问题。家庭面临承上启下的养老育儿和家庭生活质量目标，落脚点是就业，至少绝大部分家庭不存在太多的资产性收入，非工资收入。非家庭个人相对简单，但也是一个工资条和消费条的约束。这些约束从就业到企业生产到政府征税，环环相扣，从微观勾稽到了宏观。这就是经济。

企业：资产负债表；现金流量表；利润表。

政府：公共财政预算约束，提供公共产品和服务。

家庭：家庭收支表，家庭资产负债表；家庭就业和抚育赡养负担。

个人：个人收支，维持个人生存发展。

(4) 政策如何影响企业，形成系统风险。

我们在（1）（2）（3）部分铺垫的材料就是用来分析（4）部分内容，那些我们仓促决定的政策，或者深思熟虑的政策如何影响经济，笔墨有限，还是相对简洁的介绍下形成过程，举例如下：

某项政策导致企业 A（被嫌弃的传统产业）关门，这将影响经济系统中该企业所承接的上下游企业经济效益。对于企业 A 是毁灭性的，因为关门。那么这个企业的资产负债表，现金流量表等在很短的时间内，就只成为历史。上下游企业 B、C 因为缺少了 A 企业的订单或者供应，那么面临的是产品需求萎缩，或者供应不足带来的成本上升。直接损害现金流量表，进而资产负债表受损。

不是有替代企业么？当然有，但是一个政策是全局性的推广的时候，就像天冷一样，没有地方给你继续穿短裤，光膀子，气候性灾难。这个不多说了。那么

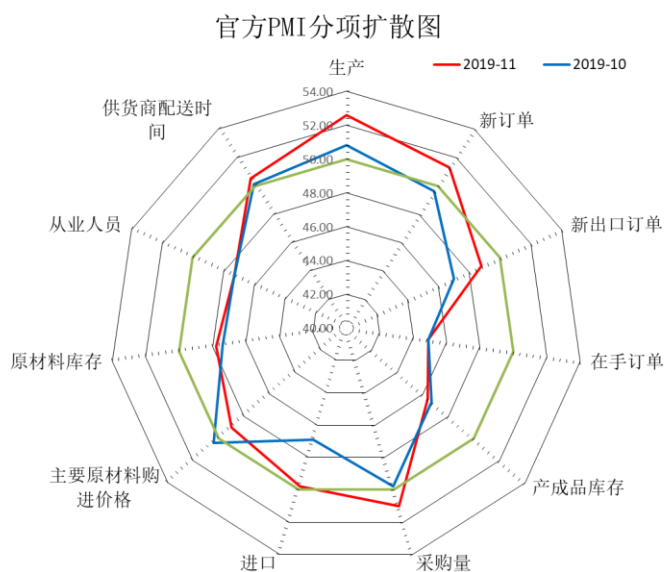


拥有资源优势的企业，当然可以继续攫取大量利润，提价过冬，心满意足。其他企业就忍饥挨饿，勒紧裤腰带。这些企业通常是某一类所谓的支柱性企业，同时还有刚兑的隐含信用，因而又获得了信贷资金的强力倾注，可以说是在经济降速转型中，他们获得了改革开放以来最好的幸福时刻，想想觉得不可思议，不应该，但这是真的。

我在前面的报告系统讲过，为什么暂时没有危机。并不是说永远不会，如果经济生态系统，持续性，有偏性造成企业生态的恶化，那么危机只会是时间问题，好在，现在似乎已经有管理层关注这个问题，但是否来得及和是否足够重视并非笔者需要考虑的。我们现在需要的就是研判和跟踪所有经济的正常和异常的迹象，为投资者放哨，提请关注机会和风险。

二、PMI 雷达图季节性反弹

2019 年 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点，反弹至临界点以上，制造业景气度扩张。PMI 进一步下行的趋势被暂时遏制，但尚不能确认为经济探底结束，新的平衡迹象没有足够多的证据。货币政策会继续保持中立态度，以平滑流动性为主，关注系统重要性金融机构的运营。我们对经济的看法仍然谨慎，新的扩张 PMI 是积极的，但需要等待数据来证实经济是否开启筑底的特征。我们对经济进入筑底阶段的数据有一个特征描述：众多宏观数据，逐渐下跌放缓（1），开始集体或者部分的出现反弹（2），随后进入宏观系列数据好坏兼有（3）且不再单边趋势下行。就目前的数据，我们还不能评估，因为很担心是因为 2020 年春节（1 月 25 日）提前，产生的生产备货导致的 PMI 反弹。

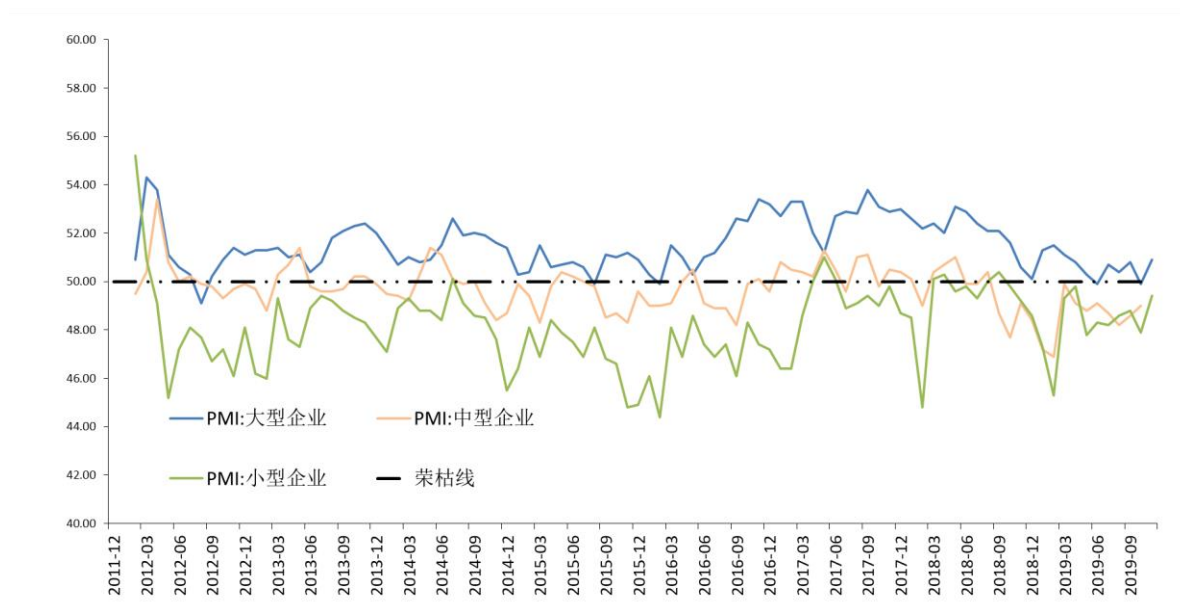


数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从雷达图看出，主要原料购进价格进入收缩区间，这意味着制造业企业原料成本开始相对有利。当然**采购量，企业的生产，新订单状况都十分积极**。其实这3个数据存在一定的信息共线性，同时增长，给PMI的扩张贡献过大。笔者认为这个数据存在季节性冲击，在1月公布的12月份数据可能会更为清晰地反应经济的常态状况。

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52.6%，比上月上升1.8个百分点，高于临界点，表明制造业企业生产扩张加快。新订单指数为51.3%，比上月上升1.7个百分点，重返临界点之上，表明制造业市场需求有所增长。原材料库存指数为47.8%，比上月回升0.4个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为47.3%，虽位于临界点之下，但与上月持平，表明制造业企业用工景气度变化不大。供应商配送时间指数为50.5%，比上月上升0.4个百分点，位于临界点之上，表明制造业原材料供应商交货时间加快。

三、大企业换气，中小企业潜水

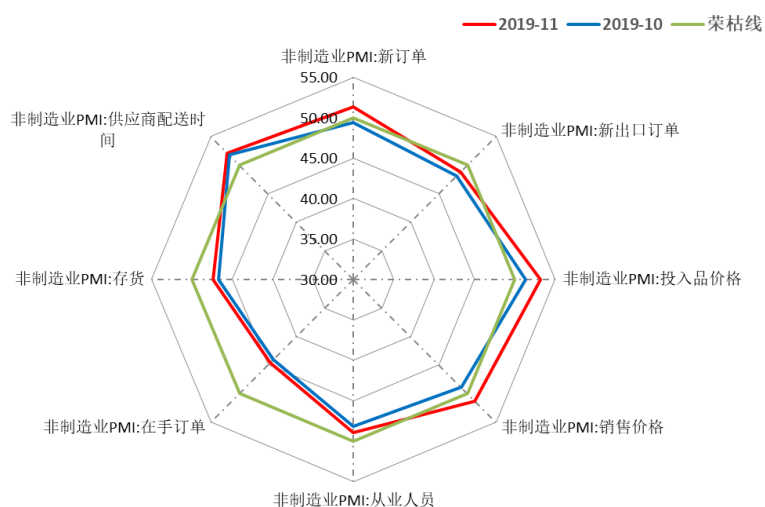


数据来源：英大证券研究所整理，WIND

本次公布数据，从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.9%，比上月上升 1.0 个百分点；中型企业 PMI 为 49.5%，比上月回升 0.5 个百分点；小型企业 PMI 为 49.4%，比上月回升 1.5 个百分点。当前，**大型企业逆周期提价能力已经大大削弱**。此话怎讲——从 PMI 雷达图可以看出来，尽管订单上升，但原材料价格还是进行萎缩。**但本次数据中型企业的萎缩进一步放缓，小型企业 PMI 的放缓也快速收敛，这是好事**。至少中小企业的下坡路变缓了，但未来能否走出圆弧底，还需要进一步观察，目前并不乐观。我们维持之前报告撰写的看法：从系统风险的重要性角度看，经济的风险因子主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量。客观的社会需求萎缩首先导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。在中小企业长期的萎缩下滑后，整个微观生态的企业让利空间已经很小，导致中小型企业数量和产量下降，而大型企业无法从中小企业身上挤轧更多的利润出来。

四、非制造业 PMI 扩张

2019 年 11 月份，非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 1.6 个百分点，表明非制造业继续保持增长态势，增速加快。我们认为，非制造业活动的加快和制造业的关系是保持一致的，协同性季节性影响较大。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

很显然，价格是非 PMI 数据靓丽的核心（业务预期活动干扰非 PMI 指数的真实性），投入品价格上涨也开始快速放缓，预计未来 3 个月，可能也会进入萎缩区间。我们会看到非 PMI 核心分项的萎缩全面展开。这是经济十分不利的信号。

(1) 新订单指数为 51.3%，比上月上升 1.9 个百分点，重返扩张区间，表明非制造业市场需求增加。分行业看，服务业新订单指数为 50.5%，比上月上升 2.1 个百分点；建筑业新订单指数为 56.0%，比上月上升 1.2 个百分点。

(2) 投入品价格指数为 53.2%，比上月上升 1.9 个百分点，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扩大。分行业看，服务业投入品

价格指数为 52.6%，比上月上升 1.7 个百分点；建筑业投入品价格指数为 56.3%，高于上月 3.2 个百分点。

(3) 销售价格指数为 51.3%，比上月上升 2.4 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环比上涨。分行业看，服务业销售价格指数为 51.1%，比上月上升 2.7 个百分点；建筑业销售价格指数为 52.6%，高于上月 0.4 个百分点。

(4) 从业人员指数为 49.0%，比上月回升 0.8 个百分点，表明非制造业企业用工景气度回升。分行业看，服务业从业人员指数为 47.8%，比上月略升 0.2 个百分点；建筑业从业人员指数为 55.5%，比上月上升 3.7 个百分点。

(5) 业务活动预期指数为 61.0%，高于上月 0.3 个百分点，位于高位景气区间，表明非制造业企业对未来市场发展信心增强。分行业看，服务业业务活动预期指数为 60.6%，比上月上升 0.3 个百分点；建筑业业务活动预期指数为 63.1%，比上月略降 0.1 个百分点。

行业看，服务业商务活动指数为 53.5%，高于上月 2.1 个百分点，服务业景气回升。从行业大类看，邮政业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险业等行业商务活动指数位于 58.0% 以上较高景气区间，业务总量快速增长。铁路运输业、道路运输业、餐饮业、房地产业等行业商务活动指数位于收缩区间。建筑业商务活动指数为 59.6%，比上月回落 0.8 个百分点，位于较高景气区间。

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_8691

