



# 宏观经济预计仍将萎缩

报告日期：2019年10月05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](mailto:huyanhongydsc@foxmail.com)

陶渊明（晋）《责子》：“天运苟如此，且进杯中物。”

## 报告观点：

1. PMI 荣枯线下，中小企业进一步萎缩。整体 PMI 雷达图在原料价格维度扩张。
2. 国际贸易持续萎缩，盛行以邻为壑政策；投资减少，全球制造业集体收缩。
3. PMI 的数量型萎缩仍然持续，和社会消费品零售数据，物价指数数据之间的复核验证是吻合的。
4. 就业支持的消费以及人口支撑的信贷数据展望负面，对制造业的远期冲击负面。

## 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。

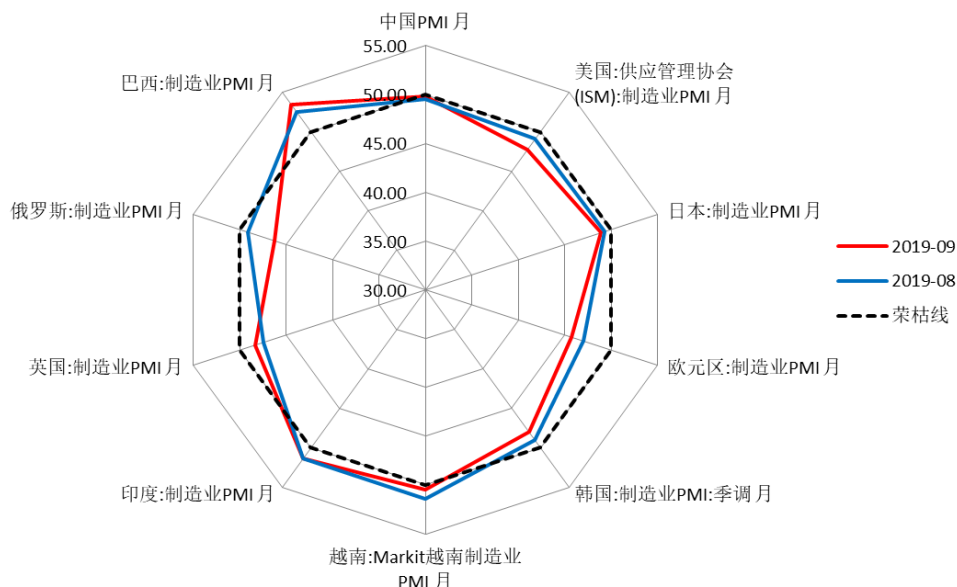
报告有效期：3 个月

## 一、全球制造业雷达图进一步收缩

我们提醒投资者关注全球经济下形成的需求进一步萎缩的风险。考虑到原油供应的巨大波动后(9月14日,全球最大石油企业沙特阿美两处石油设施受到无人机攻击后起火。央视新闻),油价跌破袭击前原油价格水平,反映了经济的前景暗淡。工业品领域的商品价格透露经济衰退信号,而最让决策者头疼的是,农业品领域的主要商品价格的通胀特征仍然保持,扰乱试图让经济稳定的货币政策选择。我们认为基于工业领域和农业领域价格分化导致的财政货币决策困境,要求决策层选择观望等待更多经济数据信号,而我们的框架下评估结论是,决策层等到的只能是更加两极化的信息,结果就是政策选择上进一步迷茫,而迷茫本身就是负面信号。从现在来看,全球经济持续萎缩在升级强化,未来不乐观,一些外向型中小经济体发生危机的可能性大大增加。9月份全球PMI雷达图收缩,巴西、越南、印度扩张区间,更多的国家处于萎缩区间:中国、美国、日本、欧元区、韩国、英国、俄罗斯位于荣枯线以下,保持衰退特征。

指标名称	中国 PMI	美国: 供应管理协会 (ISM): 制造业 PMI	日本: 制造业 PMI	欧元区: 制造业 PMI	韩国: 制造业 PMI: 季调	越南: Markit 越南制造业 PMI	印度: 制造业 PMI	英国: 制造业 PMI	俄罗斯: 制造业 PMI	巴西: 制造业 PMI
2019-09	49.80	47.80	48.90	45.70	48.00	50.50	51.40	48.30	46.30	53.40
2019-08	49.50	49.10	49.30	47.00	49.00	51.40	51.40	47.40	49.10	52.50

数据来源: 国家统计局, 英大证券研究所整理



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从大面积的扩张转化为大面积的收缩，其中日本、欧元区、美国的制造业萎缩的更加严重。这就是当前，我们面临的全球经济背景，总需求的萎缩是必然要面对的问题，而不是或然问题，甚至国家之间以邻为壑的政策可能还会有更多，这些风险需要我们谨慎对待。

指标名称	中国 PMI	美国：供应管理协会 (ISM) :制造业 PMI	日本：制造业 PMI	欧元区：制造业 PMI	韩国：制造业 PMI：季	越南：Markit 越南制造业 PMI	印度：制造业 PMI	英国：制造业 PMI	俄罗斯：制造业 PMI	巴西：制造业 PMI
2019-09	49.80	47.80	48.90	45.70	48.00	50.50	51.40	48.30	46.30	53.40
2019-08	49.50	49.10	49.30	47.00	49.00	51.40	51.40	47.40	49.10	52.50
2019-07	49.70	51.20	49.40	46.50	47.30	52.60	52.50	48.00	49.30	49.90

2019-06	49.40	51.70	49.30	47.60	47.50	52.50	52.10	48.00	48.60	51.00
2019-05	49.40	52.10	49.80	47.70	48.40	52.00	52.70	49.40	49.80	50.20
2019-04	50.10	52.80	50.20	47.90	50.20	52.50	51.80	53.10	51.80	51.50
2019-03	50.50	55.30	49.20	47.50	48.80	51.90	52.60	55.10	52.80	52.80
2019-02	49.20	54.20	48.90	49.30	47.20	51.20	54.30	52.10	50.10	53.40
2019-01	49.50	56.60	50.30	50.50	48.30	51.90	53.90	52.60	50.90	52.70
2018-12	49.40	54.30	52.60	51.40	49.80	53.80	53.20	54.20	51.70	52.60
2018-11	50.00	59.30	52.20	51.80	48.60	56.50	54.00	53.60	52.60	52.70
2018-10	50.20	57.70	52.90	52.00	51.00	53.90	53.10	51.10	51.30	51.10
2018-09	50.80	59.80	52.50	53.20	51.30	51.50	52.20	53.60	50.00	50.90
2018-08	51.30	61.30	52.50	54.60	49.90	53.70	51.70	52.80	48.90	51.10
2018-07	51.20	58.10	52.30	55.10	48.30	54.90	52.30	53.80	48.10	50.50
2018-06	51.50	60.20	53.00	54.90	49.80	55.70	53.10	54.40	49.50	49.80
2018-05	51.90	58.70	52.80	55.50	48.90	53.90	51.20	54.30	49.80	50.70
2018-04	51.40	57.30	53.80	56.20	48.40	52.70	51.60	53.90	51.30	52.30
2018-03	51.50	59.30	53.10	56.60	49.10	51.60	51.00	54.90	50.60	53.40
2018-02	50.30	60.80	54.10	58.60	50.30	53.50	52.10	55.20	50.20	53.20
2018-01	51.30	59.10	54.80	59.60	50.70	53.40	52.40	55.30	52.10	51.20

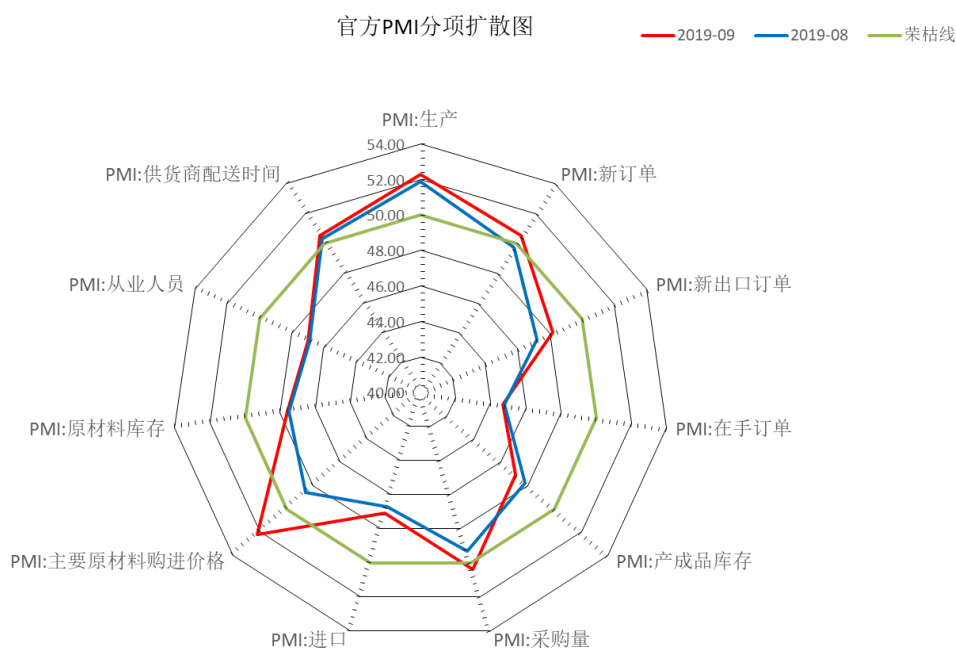
数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

根据目前经济运行情况和数据，我们复核了现有的宏观经济分析框架，得出

的结论是——全球经济仍将下行，中国经济还未达到稳健平衡状态。我们此前维持的结论不变。宏观经济全球角度来看，正在从危险的边缘走向失控。全球经济增长的长期性下滑，推动一些资本和技术外溢的国家在政策选择上更加保守封闭，与此同时，一些国家仍然远远落后，存在巨大的上升空间，而此时发达经济体因为自身的杠杆水平过高，也不乐意向外输出资本和技术来培养欠发达地区的市场（中国曾经就是一个欠发达的），对于资本回报的要求，使得全球的“政治家和资本家”都更加短视，远远不如1970-1990年代世界各国领导人选择的求同存异的政策共荣模式，彼时打破各种冷战走向合作的例子层出不穷。现如今全球层面，政策选择上走向了集体不理性，从合作走向分歧（中美、美欧、日韩、美印），反过来驱动经济进一步疲软。国家或者经济组织之间充满了：分裂，争吵，不合作，互相使绊。这些分歧降低贸易的总规模，减少跨国企业的长期投资计划，降低全球的投资水平，减少整体性的就业机会，这些影响还未被足够重视，其负面冲击当前还没有被商业运行周期充分放大并传导进来，很多人甚至动不动因为噪音数据而写出长篇大论的经济触底，要繁荣的报告。

## 二、PMI 雷达图收缩

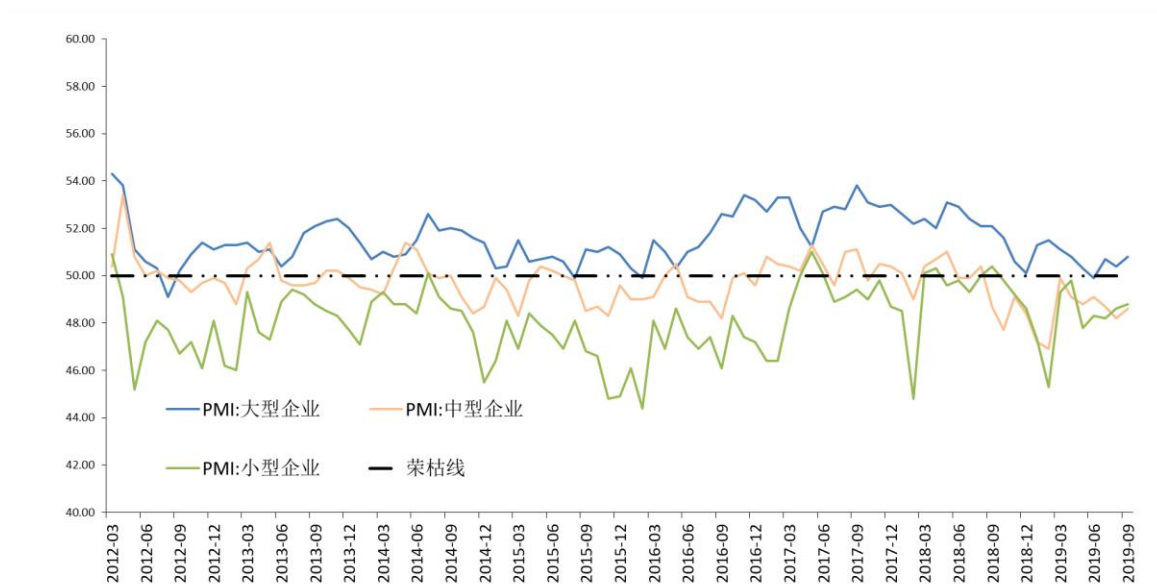
2019年9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比上月回升0.3个百分点，PMI维持临界点以下，制造业景气持续收缩。当前宏观经济的最大问题是，需求端十分疲软且大型企业有持续收缩的经济冲击力，同时农产品的价格持续上涨，货币政策选择困难，不利于经济复苏。我们在报告《价格扩张不是经济扩张，风险持续积聚》的观点仍将维持。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从雷达图看出，主要原料购进价格扩张显著，这意味着制造业企业原料成本上升，当然采购量也从临界点下方，跃迁到 50 上，这是推动原料购进价格的力量。企业的订单状况不容乐观。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、新订单指数和供货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 52.3%，比上月上升 0.4 个百分点，高于临界点，表明制造业生产扩张有所加快。新订单指数为 50.5%，比上月上升 0.8 个百分点，升至临界点之上，表明制造业产品订货量有所增加。原材料库存指数为 47.6%，比上月略升 0.1 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略有收窄。从业人员指数为 47.0%，比上月略升 0.1 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量回落幅度缩小。供货商配送时间指数为 50.5%，比上月上升 0.2 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有所加快。

### 三、市场主体跟踪——大企业临界反弹、中小企业萎缩



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 50.8%，高于上月 0.4 个百分点，连续位于扩张区间；中、小型企业 PMI 为 48.6% 和 48.8%，分别回升 0.4 和 0.2 个百分点。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。当前，大型企业逆周期提价能力已经大大削弱。

从图上看出来 2012 年以来大型企业几乎很少有连续低于荣枯线的月份，大部分时期保持扩张（2012 年前 PMI 不进行企业规模分类），整个经济系统在利润分配的层面上可能更有利于大型企业的积累，而不利于中小企业的积累，从而造成大型企业存在持续扩张的基本条件和背景（考虑到大型企业主要是国企，且具

备强大的融资便利)。大型企业采取的高价格策略占据了利润分配的优势，严重损害了中小企业的生存空间，导致经济系统脆弱加剧。这可能也是政府在 2018 年到 2019 年开始提出的企业主体竞争中性的基本原因，这个问题不解决，不利于中国市场经济的深化发展，也不利于经济系统性生态的稳定和安全(这个问题，我们前面反复讨论过)。

现在宏观经济的系统风险在大型企业的主宰下放大。只有大型企业不再有很强的能力持续提价，定价能力上开始向买方转移，经济的稳定性才会逐渐积累。上游原料价格下滑，中下游企业积累利润，增强资产负债表弹性，出现中小企业 PMI 修复，迎来一个互动式经济平衡过程，中小企业产品销售旺盛，再反馈力量去稳定大型企业，但经济远未到这个阶段。综合大量经济数据和企业运行的动态逻辑来看，我们再次强调，经济在变得更加脆弱。

#### 四、非制造业 PMI 扩张

2019 年 9 月份，非制造业商务活动指数为 53.7%，略低于上月 0.1 个百分点，非制造业总体延续平稳扩张态势。分行业看，服务业商务活动指数为 53.0%，比上月上升 0.5 个百分点，服务业增长加快。从行业大类看，航空运输业、邮政业、互联网软件信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务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。住宿业、餐饮业、房地产业、居民服务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 57.6%，

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\\_9789](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9789)

