

中小企业 PMI 收缩，经济风险加大

胡研宏 研究员 英大研究所

执业证书编号：S0990113110017

联系方式：0755-83007164 Email: huyanhongydc@foxmail.com

基本结论：

1. 中小企业 PMI 收缩,大型企业 PMI 扩张。
2. 就业 PMI 分项预示消费进一步下滑。该分项与社会消费品零售总额的增速下滑趋势高度拟合，寓意未来更为悲观的消费者和小企业的收支状况不乐观。
3. 在金融市场流动性谨慎和实体经济保守经营的双重效应叠加下，未来的金融资产和实体经济可能会出现黑天鹅事件，经济区域性危机的可能性大大增加。
4. 报告有效期：1-2 个月

一、PMI 分项雷达图扩张

2018 年 6 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，比上月回落 0.4 个百分点，仍高于上半年均值 0.2 个百分点，制造业总体继续保持扩张态势。



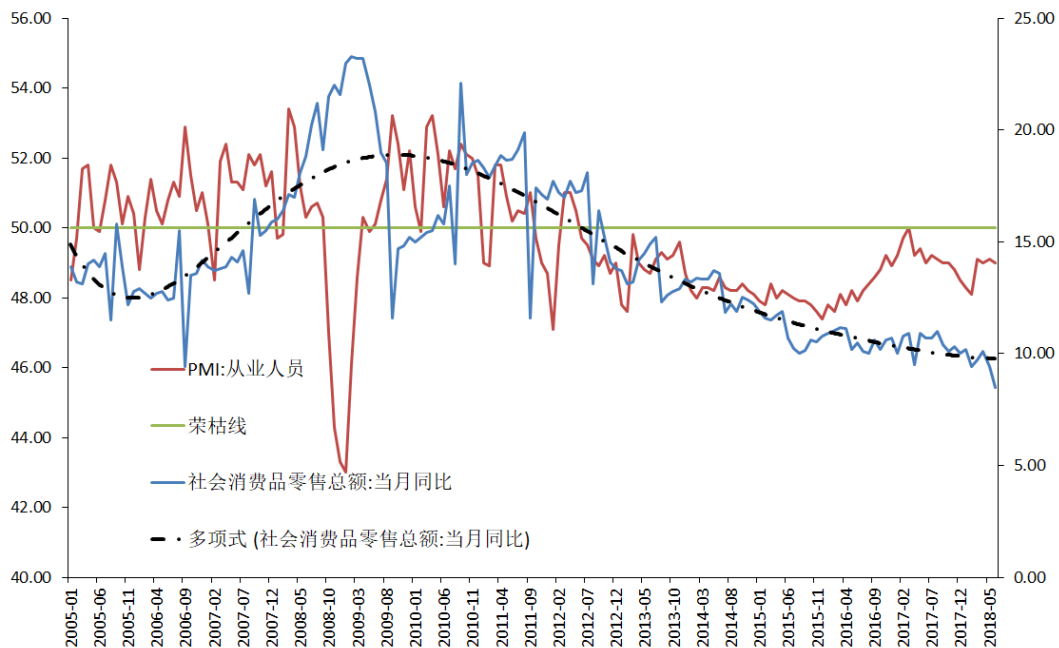
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

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 53.6%，低于上月 0.5 个百分点，仍处于扩张区间，表明制造业生产保持增长，增速有所放缓。新订单指数为 53.2%，比上月回落 0.6 个百分点，继续高于临界点，表明制造业

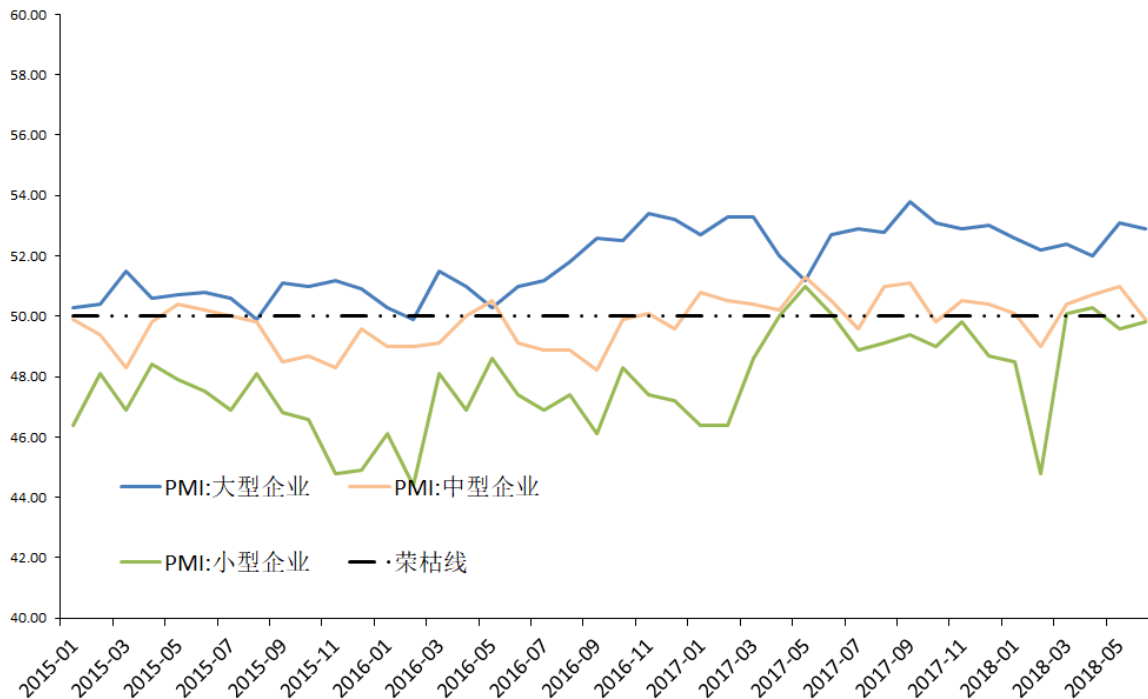
市场需求保持扩张，增幅有所收窄。原材料库存指数为 48.8%，比上月下降 0.8 个百分点，位于临界点以下，表明制造业主要原材料库存量继续减少。从业人员指数为 49.0%，低于上月 0.1 个百分点，位于临界点以下，表明制造业企业用工量收缩。供应商配送时间指数为 50.2%，高于上月 0.1 个百分点，位于临界点之上，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

二、PMI 就业分项与社会消费品零售总额同比下滑趋势一致

从业人员指数为 49%，比上月下降 0.1 个百分点，低于临界点，表明制造业企业用工量持续萎缩，就业负面。很显然从下图可以看出，社会消费品零售总额和就业的正向关系十分稳定，2016 年 3 月份至 2017 年 3 月就业情况的下滑有所缓解，但并未正向扩张。2018 年 5 月份社会消费品零售总额数据进一步下滑，对应的就业 PMI 分项仍然处于收缩范围。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

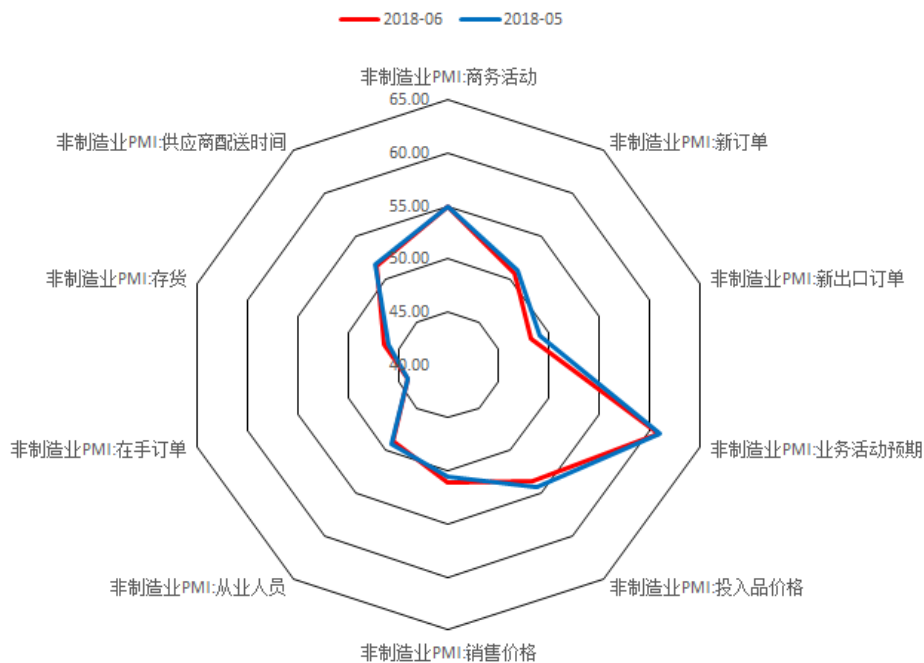
从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.9%，比上月回落 0.2 个百分点，保持在临界点之上；中型企业 PMI 为 49.9%，比上月下降 1.1 个百分点，落至临界点以下；小型企业 PMI 为 49.8%，比上月回升 0.2 个百分点，仍低于临界点。大型企业进一步扩张，但放缓；中、小型企业位于临界点以下，持续收缩。

目前来看，工业原料商品价格继续上涨，带动资源型为主的大企业经营扩张，数据相对积极，而原料品价格的坚挺导致中下游企业的利润受到侵蚀较为严重，难以恢复经营扩张的局面。当前原油价格高企，且在 6 月 28 日，美国政府要求所有国家今年 11 月完全终止从伊朗购买石油，目前美国正与欧洲、亚洲和中东的盟友就这一问题进行沟通，并截至 11 月 4 日要求各国实现彻底不进口伊朗石油。而欧洲方面已开始减少进口伊朗石油，印度也在为停止从伊朗进口石油做准备。考虑到原油作为基础原料的地位，未来仍然有可能出现工业品价格持续上涨，但经济相对萎靡的状态。滞胀是未来经济的最大风险，未来可能会进一步产生市场混乱的信号。

四、非制造业 PMI 成本上升

2018 年 6 月份，中国非制造业商务活动指数为 55.0%，比上月上升 0.1 个百分点，高于上半年均值 0.2 个百分点，非制造业总体保持平稳向好的发展势头。从下面图形可以看出，非制造业 PMI 分项所围绕区域保持动态平衡，投入品价格仍然处于扩张区间。

非制造业PMI分项扩张图



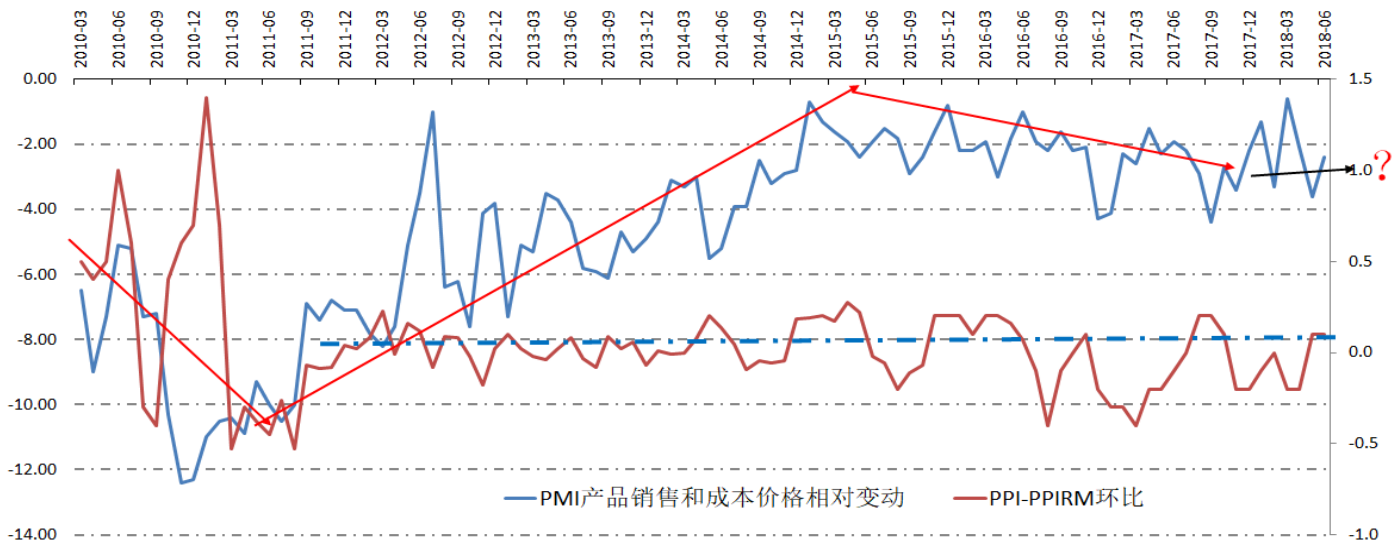
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

分行业看，服务业商务活动指数为 54.0%，与上月持平，服务业继续保持较快增长态势。从行业大类看，铁路运输业、航空运输业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上的高位景气区间，业务总量实现快速增长。道路运输业、资本市场服务、居民服务及修理业等行业的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 60.7%，比上月上升 0.6 个百分点，建筑业扩张步伐有所加快。新订单指数为 50.6%，比上月回落 0.4 个百分点，仍位于临界点之上，表明非制造业市场需求增速有所放缓。分行业看，服务业新订单指数为 50.3%，比上月微落 0.1 个百分点，继续高于临界点。建筑业新订单指数为 52.6%，比上月回落 1.6 个百分点，位于临界点以上。投入品价格指数为 53.5%，比上月回落 0.7 个百分点，高于临界点，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有所收窄。分行业看，服务业投入品价格指数为 52.1%，比上月回落 1.2 个百分点。建筑业投入品价格指数为 61.7%，比上月上升 2.3 个百分点。销售价格指数为 51.1%，比上月上升 0.5 个百分点，位于临界点以上，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 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点。建筑业销售价格指数为 54.4%，比上月上升 1.6 个百分点。从业人员指数为 48.9%，比上月下降 0.3 个百分点，低于临界点，表明非制造业从业人员数量收缩。分行业看，服务业从业人员指数为 48.5%，比上月下降 0.5 个百分点。建筑业从业人员指数为 51.2%，比上月上升 1.2 个百分点。业务活动预期指数为 60.8%，比上月回落 0.2 个百分点，持续位于高位景气区间，表明非制造业企业对市场发展预期保持乐观。分行业看，服务业业务活动预期指数为 60.3%，与上月持平。建筑业业务活动预期指数为 63.6%，比上月回落 1.5 个百分点。

五、非制造业虚拟利润下降

非制造业企业虚拟利润指数发生积极的变化没有持续，与之前的判断相反，表明企业经营环境有所恶化。笔者此前报告提出企业价格策略从被动到主动，下游企业调价将更为积极，有助于通胀的抬升。目前整体趋势仍然存在，有助于 PMI 数据的稳定和改善。核心因子即贸易战对进出口数据影响是否会扩大，甚至影响经济增长前景，如果影响到，那么这些分析的逻辑将会被推翻。2016-2017 年期间，非制造业投入品价格（也就是基础原料品价格，受益于供给侧去产能涨价的品种）上升提高中小企业成本压力，推动了中小企业收缩经营，或破产，或转让，或坚持，总体产能下滑。当前可以说到了出清基本结束，下游企业的议价能力并未显著提升，物价水平上升明显。市场需要警惕这种通胀扩大对经济运行的负面影响。

非制造业PMI销售品-投入品价差（蓝）与PPI-PPIRM环比



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

六、贸易战长期经济扰动

中美贸易战会是长期的。对金融市场资产定价带来波动性扩大的重估需求；对实体经济的经营投资带来保守效应，减少企业扩张行为。在金融市场流动性谨慎和实体经济保守经营的双重效应叠加下，未来的金融资产和实体经济可能会出现黑天鹅事件，经济区域性危机的可能性大大增加。

背景资料：

PMI 调查，涉及《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011）中制造业的 31 个行业大类，3000 家调查样本。制造业采购经理调查问卷涉及生产量、新订单、出口订货、现有订货、产成品库存、采购量、进口、购进价格、出厂价格、原材料库存、从业人员、供应商配送时间、生产经营活动预期等 13 个问题。对每个问题分别计算扩散指数，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。其中出厂价格指数于 2017 年 1 月起发布。PMI 是一个综合指数，由 5 个扩散指数（分类指数）加权计算而成。5 个分类指数及其权数是依据其对经济的先行影响程度确定的。具体包括：新订单指数，权数为 30%；生产指数，权数为 25%；从业人员指数，权数为 20%；供应商配送时间指数，权数为 15%；原材料库存指数，权数为 10%。其中，供应商配送时间指数为逆指数，在合成 PMI 综合指数时进行反向运算。

风险提示

笔者构造的数据分析方法存在逻辑或者修正的问题，验证风险需要跟进上述数据的演进，适时重估经济状况，投资有风险，需要谨慎对待，报告全文仅供参考，风险自担。



风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上