

中小企业“寒冰”未融

——评 2019 年 2 月 PMI 数据

摘要

2 月 PMI 验证了我们前期判断：1 月数据反弹并不具备可持续性，经济增长仍在承压中。具体表现在：

需求方面，内需回升基础不稳难以对冲外需下行。2 月份新出口订单降至金融危机以来的最低值，验证 1 月出口反弹为春节效应下的提前出口，其反弹缺乏订单基础；尽管 2 月新订单有所修复，但采购量及进口指标仍在下行，表明内需回升基础不稳。同时，2 月建筑业 PMI 延续下行态势，表明建筑业持续扩张有限，未来社融持续反弹缺乏基础。

生产方面，受春节假期及节后复工迟缓影响，2 月生产指标进一步下行；生产经营活动预期指标回升或表明伴随春节效应消退，3 月生产活动将部分回暖。

结构方面，中小企业各项指标全面下行指示“寒冰”未融。其中，小型企业新出口订单创单月最大跌幅尤为值得关注，这一方面表明出口下行压力不减，另一方面表明小型企业困境症结或在需求。对此，未来货币和财政政策对中小企业的倾斜力度或加码。

关键词： PMI

宏观研究部

蒋冬英

分析师

电话：021_22852639

邮箱：880208@cib.com.cn

李苗献

分析师

电话：021_22852641

邮箱：880206@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件:

2019 年 2 月中国官方制造业 PMI 为 49.2%，前值 49.5%，市场预期 49.4%，我们的预期为 49.2%。官方非制造业 PMI 为 54.3%，前值 54.7%，市场预期 54.5%。综合 PMI 52.4%，前值 53.2%。

评论:

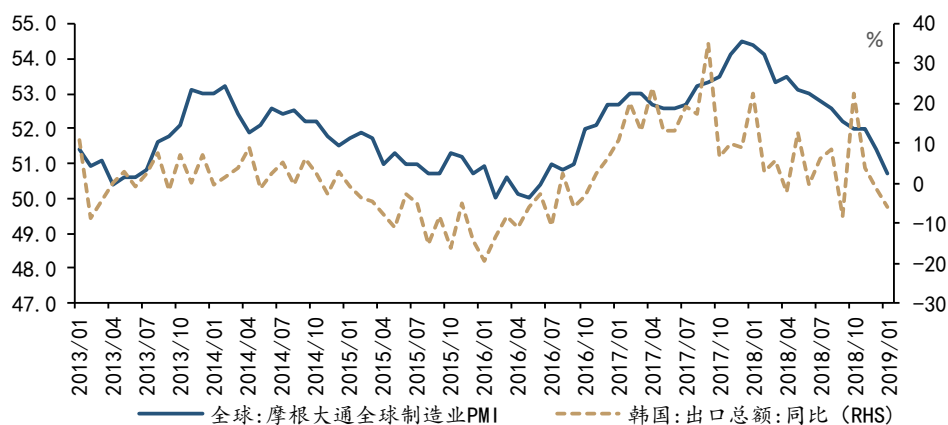
一、乍暖还寒：内外需的拉锯

与我们预测的完全一致，2 月制造业 PMI 较前月回落 0.3 个百分点至 49.2%。正如我们 1 月 31 日发布的报告《回暖，待时——评 1 月 PMI 数据》指出，尽管 1 月制造业 PMI 显示经济放缓的势头趋缓，但分项指标显示经济回暖仍缺乏需求基础。2019 年 1 月出口及信贷数据超预期，由此引发市场对经济是否已回暖的讨论。我们认为，1 月数据超预期并不具备可持续性，2 月经济数据将再次呈现乍暖还寒的特征。2 月 PMI 数据验证了我们这一坚持，具体表现在：

第一，从需求端看，当前经济触底回暖仍决定于内需的扩张能否托住外需的下行。

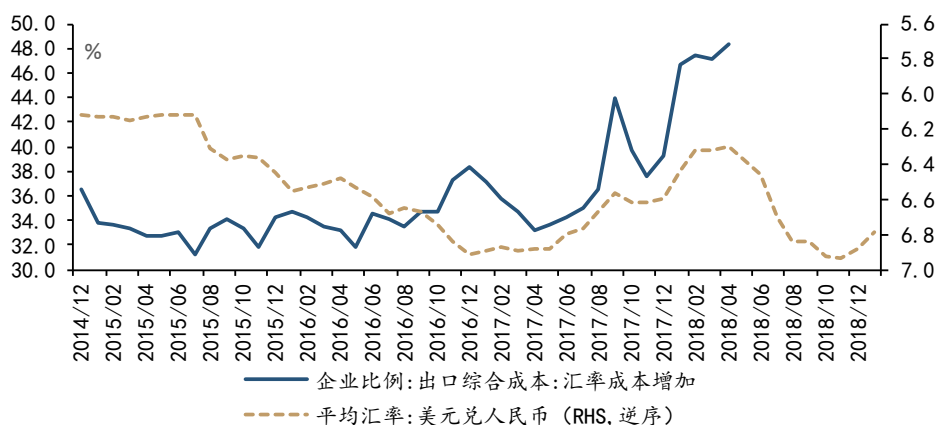
2 月新出口订单较前月下行 1.7 个百分点至 45.2%，创近十年新低。当前我国出口面临诸多不利：其一，无论是全球摩根大通全球制造业 PMI 亦或是全球贸易风向标韩国出口增速，均指示全球贸易正处于降温期，参见图表 1。其二，2018 年 11 月以来人民币整体处于升值通道，这或使企业出口企业汇率成本增加，尤其是近期中美贸易谈判就汇率达成一致，或进一步抬升企业出口汇率成本，参见图表 2。其三，中美贸易争端加速我国产业转出进而使部分外资企业主导的出口转移，当前中美贸易争端仍存在反复的可能，同时中国劳动力、土地等要素成本上升，产业转出尤其是成本导向型产业转出加速，或使这类出口转移。由此，正如我们 2 月 14 日发布的报告《虚实之间：出口反弹与进口修复》指出，1 月出口超预期主要是春节效应叠加贸易争端引致下的“提前出口”及部分虚假贸易所致，未来出口仍处于下行通道中。

图表 1 全球摩根大通全球制造业 PMI 与韩国出口同比



资料来源: WIND, 兴业研究

图表2 企业出口综合成本汇率成本增加与美元兑人民币平均汇率



资料来源: WIND, 兴业研究

由此, 在外需下行背景之下, 内需能否发力成为稳经济的关键。2月新订单 PMI 较前月回升 1 个百分点至 50.6%, 表征内需有所修复。1 月的社融新高某种程度上表明融资需求有所升温, 但我们 2 月 27 号发布的报告《社融新高后的经济走势》认为由于建筑业和房地产扩张潜力有限, 社融难以持续反弹。2 月建筑业 PMI 较前月下行 1.7 个百分点至 59.2%, 建筑业新订单更是下行 3.8 个百分点至 52.0%, 表明建筑业持续扩张仍有限, 进一步验证我们这一观点。

内需回升基础不稳亦可从进口和采购量两个指标观察。2 月进口较前月下行 2.3 个百分点至 44.8%, 为 2009 年 2 月以来的最低值, 从侧面验证我国内需不足; 同时 2 月采购量较前月下行 0.8 个百分点至 48.3%, 表明内需不足。因此, 我们简单将进口视为外部采购而采购量视为内部采购, 二者均处于收缩区间。

第二, 从供给端观察, 现实不及预期。2 月生产指标较前月下行 1.4 个百分点至 49.5%, 生产活动跌入收缩区间。一方面, 2019 年春节假期位处 2 月前半

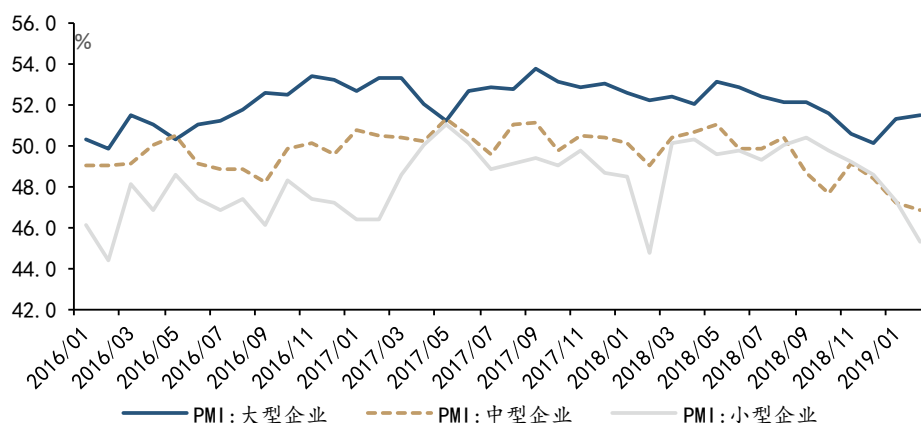
月，春节假期及节后复工迟缓均影响 2 月生产活动，因此这一下行部分具有季节性因素；另一方面，2 月从业人员较前月下行 0.3 个百分点至 47.5%，进一步验证节后复工节奏放缓。但值得关注的是，2 月份生产经营活动预期较前月反弹 3.7 个百分点至 56.2%，或表明伴随春节假期影响消退，未来生产活动将部分修复。

综上，2 月生产指标验证我们在数据超预期后的判断，即 1 月数据反弹并不具备可持续性，未来我国经济增长仍将继续承压。

二、春暖花未开：中小企业仍在下行

2018 年下半年以来财政和货币政策对中小企业支持明显加强，但是从中小企业发展情况看，中小企业困境犹存。2 月大型企业 PMI 较前月回升 0.2 个百分点至 51.5% 而中型企业及小型企业则分别较前月下行 0.3 及 2.0 个百分点至 46.9% 和 45.3%，参见图表 3。

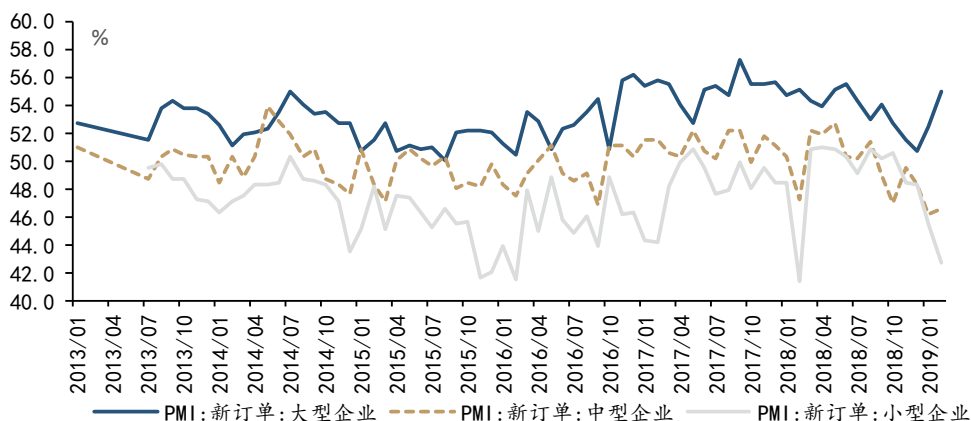
图表 3 大型、中型、小型企业 PMI



资料来源：WIND，兴业研究

从其分项指标看，2 月新订单修复主要向大型企业倾斜而小型企业新订单仍处于恶化阶段。其中，大型企业新订单较前月回升 2.5 个百分点至 55.0% 而小型企业新订单指标则较前月下降 1.7 个百分点至 42.8%，参见图表 4。

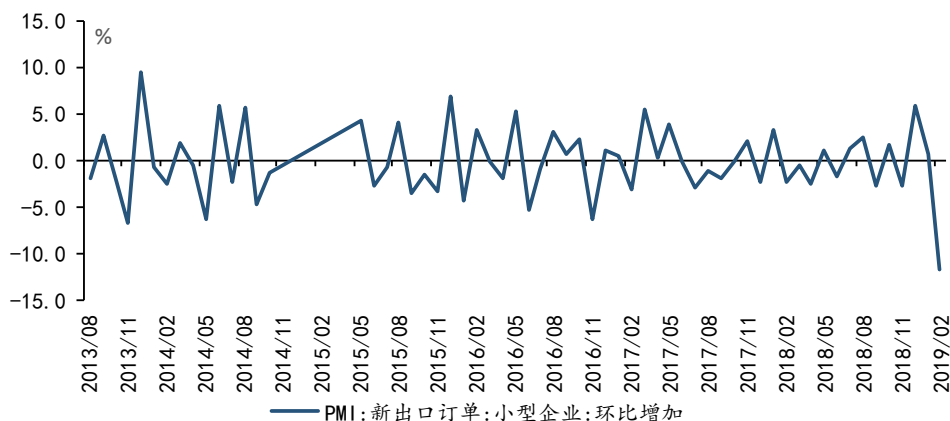
图表 4 大型、中型、小型企业 PMI 新订单



资料来源: WIND, 兴业研究

同时值得关注的是, 小型企业新出口订单大幅下跌。2 月小型企业新出口订单较前月下降 11.7 个百分点, 降幅显著高于大型企业 (下降 0.7 个百分点) 和中型企业 (下降 1.6 个百分点), 同时创历史数据以来的最大跌幅。小型企业新出口订单大幅下跌或表明在关税及人民币升值双重压力之下, 小型企业出口利润削减甚至出现亏损, 企业接单意愿下行。

图表 5 小型企业 PMI 新出口订单环比增加值



资料来源: WIND, 兴业研究

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_13969

