

# 经济下行压力不减，外贸及服务行业债务风险上升

——2020年3月PMI数据简评

联合资信、联合评级宏观研究部

马顺福 丁继平 侯睿 王妍 王信鑫 吴玥

国家统计局日前公布的2020年3月采购经理指数显示，3月份中国采购经理指数较上月大幅回升，其中制造业PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点；非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点；综合PMI产出指数为53.0%，比上月回升24.1个百分点。正如统计公报所言，“3月份采购经理指数回升至临界点以上是2月份大幅下降后的反弹，更多反映的是一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善，并不能代表我国经济运行已恢复正常水平。”同步发布的国家统计局对3月PMI数据的权威解读表示，“虽然3月份制造业PMI大幅回升，但调查结果显示，企业生产经营压力仍然较大，本月反映资金紧张和市场需求不足的企业比重分别为41.7%和52.3%，比上月上升2.6和4.1个百分点。”显然，在2月全国经济几乎停摆的基础上，3月以来随着企业复工复产的快速推进，以及全国各地陆续解除对人流物流等的隔离限制，3月PMI数据的强劲反弹是必然的，但经济扩张能力依然较弱，经济下行压力并未明显减轻，尤其外贸和服务行业总体债务风险有所上升，应予以足够重视。

## 一、3月经济下行压力依然较大，外贸形势趋于严峻

2月PMI出现断崖式回落，制造业、非制造业和综合PMI低至35.7%、29.6%和28.9%，均创历史新低。与之对应的实际经济表现是：需求急剧萎缩，社零剧降20.5%，投资大降24.5%，出口下降15.9%；供给急剧收缩：工业增加值下降13%，规模以上工业企业收入下降17%，利润大降38.7%，服务业生产指数下降13%，均创本世纪以来新低。在此历史大底基础上，已公布的3月PMI大幅反弹，说明3月实际的经济运行情况肯定好于2月，3月各项经济统计指标环比也肯定会有可观表现，但同比数据未必有多亮眼（去年同期基数较高）。3月以来国内疫情形势复杂化、国外输入性风险加大，疫情防控不能放松，内需难以快速启动；同时疫情在国外尤其是欧美国家扩散升级，全球经济转向衰退，外需大幅收缩不可避免。这就相当于我国经济短期内受到程度远大于当年的“非典+金融危机”

的严峻挑战，面临前所未有的疫情冲击和内外需收缩之双重冲击，下行压力或将更加严重，3 月经济运行难有大的起色，一季度 GDP 负增长已成定局，全年实现增长目标承压。

3 月，我国制造业新出口订单指数 46.4%，非制造业新出口订单指数 36.8%，仍然均在荣枯线以下，处于收缩状态，而且均是连续 3 个月处于荣枯线以下，我国外贸形势进一步趋于严峻。3 月以来虽然国内疫情得到初步控制，但海外疫情扩散升级加剧，欧洲已成重灾区，美国疫情迅速恶化，各国相继进入紧急状态，封锁关闭人流物流通道，全球供应链遭遇严重冲击，我国出口企业面临订单被取消、减产、裁员等困境。这种情况下，部分外贸相关企业经营压力将进一步加大，企业现金流更趋紧张，债务违约风险高企，信用风险显著上升。

## 二、服务业恢复较慢，风险较为集中

3 月非制造业商务活动指数 52.3%，非制造业商务活动总体上有所恢复；非制造业业务活动预期指数 57.3%，新订单 49.2%（新出口订单 38.6%），其他投入品价格、销售价格、从业人员、在手订单、存货、配送时间均在收缩区间（49.4、46.1、47.7、43、46.1、46.4），可见总体上非制造业恢复情况不及制造业。分行业看，服务业商务活动指数为 51.8%，比上月回升 21.7 个百分点，但服务业新订单指数（49.3%）、投入品价格及销售价格指数（48.9%和 44.9%）、从业人员指数（46.7%）依然在荣枯线以下，处于收缩态势；建筑业商务活动指数为 55.1%，比上月回升 28.5 个百分点，除新订单指数（48.4%）仍在收缩区间外，其他分类指数均处于扩张区间。这反映出非制造业商务活动的提升，主要受益于重大建设项目和基建项目的政策促进，建筑业恢复较快。相较而言，服务业恢复并不明显。国家统计局有关负责人对 3 月 PMI 数据的解读中透露，在调查的 21 个行业中，生活性服务业商务活动指数为 50.2%，低于服务业总体指数 1.6 个百分点，其中住宿餐饮、旅游、居民服务、文化体育娱乐等行业受疫情影响较大，复工复产进度较服务业总体滞后，商务活动指数继续位于收缩区间。其主要原因是，生活服务一般需要直接接触消费者，有些地方餐饮堂食等服务出于疫情防控原因仍未完全放开；目前国内疫情明显缓解，但国外疫情日益严峻，消费者信心恢复需要时间，客流少，企业营业收入较低，复工动力不够强。这些行业受到疫情冲击最大，恢复困难最大，而长期没有或只有很少的营业收入，将导致其资金链断裂，部分

企业债务违约风险随之上升。

### 三、供大于求矛盾突出，生产者价格依旧低迷

从需求端看，3月制造业新订单指数达到52.0%，非制造业新订单49.2%，较2月相比需求有所回暖。从供给端看，3月制造业生产指数54.1%，非制造业商务活动指数52.3%。供需两端比较，供给侧扩张程度和恢复进程快于需求侧，由此形成供过于求局面，造成供给端大量企业产成品长时间库存和资金占用，不但影响企业营业收入和现金流周转，而且推低出厂价格，削弱企业效益，降低企业的风险承受能力。

3月制造业主要原材料购进价格指数45.5%（2月51.4%，1月53.8%），连续两月回落；出厂价格指数43.8%（2月44.3%，1月49%），也是连续两月回落。3月非制造业投入品价格指数（49.4%）和销售价格指数（46.1%）则是连续两个月处于收缩区间。在制造业生产指数和新订单指数等大幅回升的同时，价格指数却连续回落。一方面原因是上文所述供给侧恢复进程快于需求侧，企业供求矛盾突出；另一方面可能是国际油价等大宗商品价格今年以来持续暴跌，导致上游生产者价格低迷，并进一步向下游消费价格传导，引起全产业链价格水平趋于下降，生产端通缩形势有所加剧。这种情况压缩企业营业利润空间，使生产经营压力增大，财务风险上升。

### 四、宏观政策应及时转向重启国内消费，扩大国内市场

疫情以来，国家密集出台宏观调控政策，助力企业渡过难关，尽快复工复产。财政方面实施系列阶段性减税降费政策，减轻企业负担，加大地方政府专项债发行使用进度，增加有效投资，扩大内需。货币金融方面，采取降息降准和再贷款再贴现等结构性货币政策工具，为市场主体特别是中小微企业提供流动性支持，引导降低企业融资成本，同时支持企业借新还旧，允许企业债务展期，维护企业良好信用记录。这些政策措施有效的推动了企业复工复产进程，也是3月PMI数据强劲反弹的主要动力来源。3月31日国务院常务会议确定，再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资；增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元等，进一步强化对中小微企业普惠性金融支持措施。这些财政金融政策，主要围绕企业展开，着力于支持企业复工复产，激发企业活力，缓解企业流动性压力、提高供给水平，保持就业稳定，在疫情防控 and 恢复经济发展中具有

必要性紧迫性，可以发挥暂时性保企业救企业的作用。但在国内疫情得到初步控制，海外疫情升级，全球经济金融危机初现，外需大幅萎缩的背景下，政策重点应转向长远，及时启动国内消费，主要依靠内需稳增长稳就业，通过扩大市场需求，稳定中小微企业预期和长期发展的信心，增强企业长期发展的动力和平衡财务的能力，从根本上促进企业信用质量的提高。当前，一些地方政府已经推出了向居民发放消费券、对汽车家电等大额消费品提供补贴、放松汽车房屋限购等措施以启动内消，激发消费，提高居民对生活产品及生活服务等的消费需求，从最终需求端助力相关企业稳定收入、改善财务状况，全面提升企业信用品质，值得全国推广，并在国家层面推出类似政策措施，以更大的力度全面提振国内消费。