



宏观经济可能会进一步萎缩

报告日期：2019年09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：huyanhongyds@foxmail.com

岑参<唐>，《白雪歌送武判官归京》：“散入珠帘湿罗幕，狐裘不暖锦衾薄。”

报告观点：

1. 大型 PMI 逼近临界，预计未来仍将跌落，中小企业进一步萎缩。整体 PMI 雷达图在原料价格维度扩张，展望收缩。
2. 国际经济分裂，盛行以邻为壑政策，跨国贸易、投资减少。
3. 农产品（快消品）价格坚挺，化工品（耐用品）价格萎靡，建材（固定资产）价格大跌。家电，汽车，服装等耐用品消费持续萎靡。
4. 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。

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。
7. 供给侧改革的边际效用已经很低，后续关注副作用

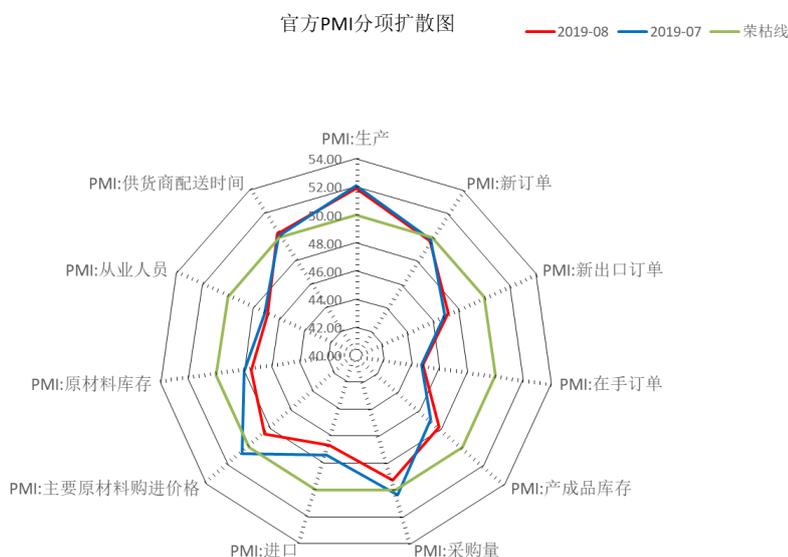
报告有效期：3 个月

一、重视国际贸易投资萎缩的风险

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也不会有大的变化。宏观经济不论是全球角度的，还是国内角度的，正在危险的边缘疯狂的试探，每个国家都在个体理性选择的路上，走向集体的不理性结果。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，一方面会降低贸易的总规模，另一方面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，而这些影响在当前大部分的国际经济合作组织还未被足够重视，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。

二、PMI 雷达图收缩

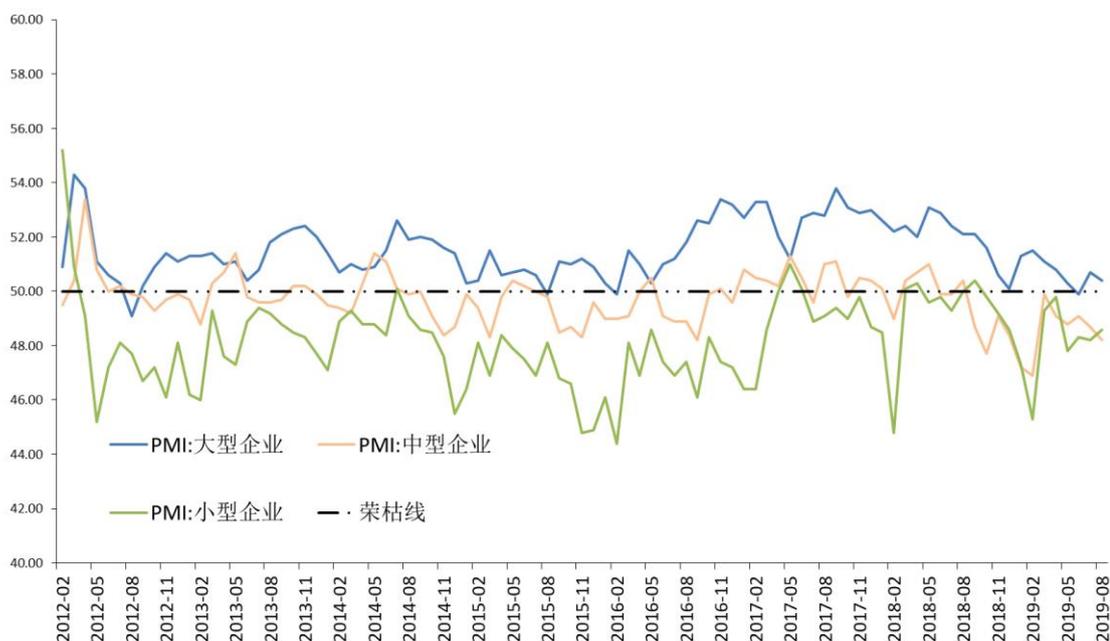
2019年8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，比上月小幅回落0.2个百分点，制造业景气水平继续下滑，**处于收缩区间**。我们在报告《**价格扩张不是经济扩张，风险持续积聚**》的观点仍将维持。PMI维持临界点以下，制造业景气持续收缩，我们强调的风险加仍然存在——原料价格依然较高，不过已经开始下行之路。**当前宏观经济的最大问题是，需求端十分疲软且大型企业有持续收缩的经济冲击力，同时农产品的价格持续上涨，货币政策选择困难，不利于经济复苏。**



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，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 51.9%，比上月回落 0.2 个百分点，仍高于临界点，表明制造业生产总体继续保持扩张。新订单指数为 49.7%，比上月下降 0.1 个百分点，位于临界点之下，表明制造业产品订货量有所减少。原材料库存指数为 47.5%，比上月下降 0.5 个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量下降。从业人员指数为 46.9%，比上月下降 0.2 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量有所回落。供应商配送时间指数为 50.3%，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加快。

三、市场主体跟踪——大企业跌向临界，中小企业恶化



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

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）。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），“做大做强国企”可能是被贯彻的最为坚定的，当然这也可能是中国的经济生态系统催生的必然趋势，长期好坏难以断定，我们只能去分析短期的受益者和不利者。

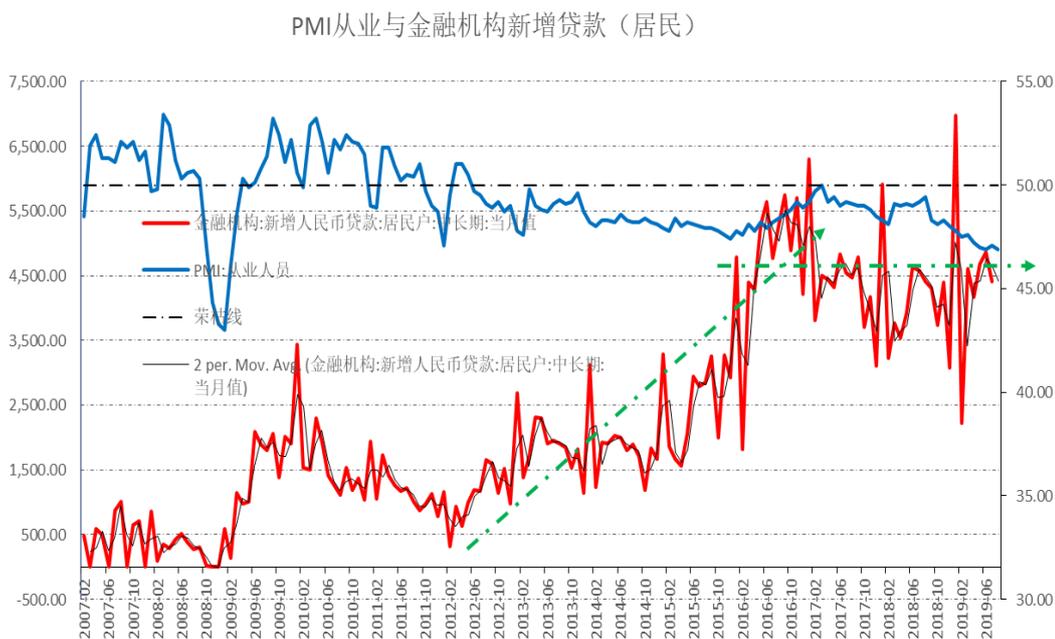
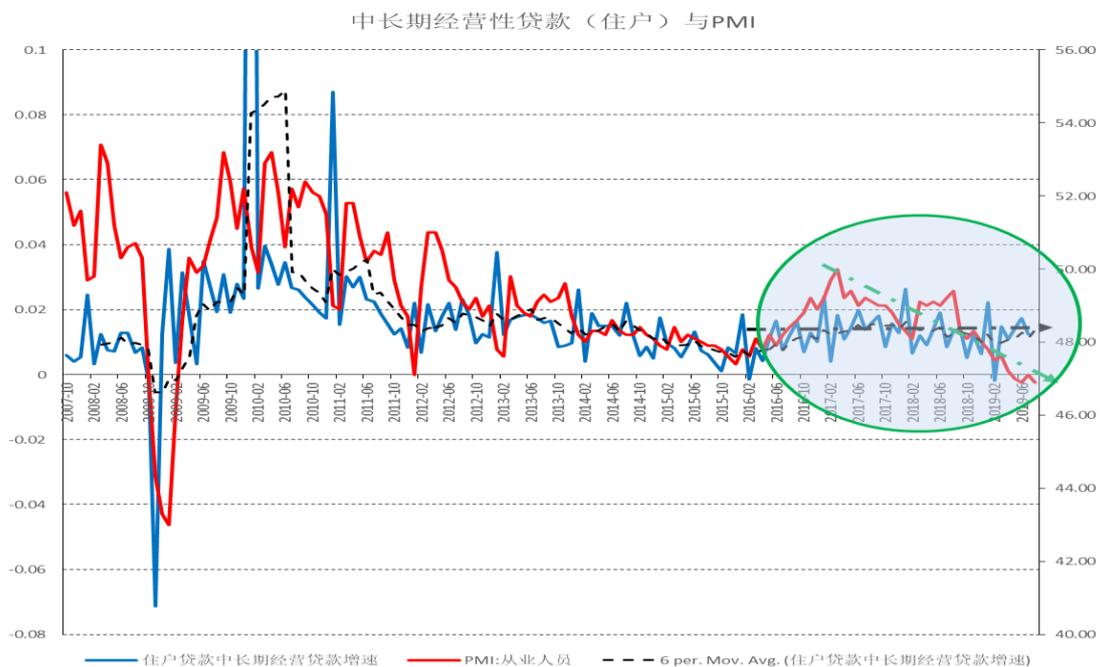
本次公布数据，从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.4%，低于上月 0.3 个百分点，仍位于扩张区间；中型企业 PMI 为 48.2%，比上月下降 0.5 个百分点，位于临界点之下；小型企业 PMI 为 48.6%，比上月回升 0.4 个百分点，位于临界点

之下。从宏观系统风险的重要性角度来看：经济的风险因子主要集中在大型企业上，因为中下游企业生态的严重破坏，导致中小型企业经济能量大大下降，而大型企业无法从中小企业身上挤轧更多的利润出来，客观的社会需求萎缩导致（因此前文提到大型企业 PMI 开始走向荣枯线下方）。当前，大型企业逆周期提价能力已经大大削弱，这是他对中小企业前期压榨后果的必然反映。前提大型企业采取的高价格策略，过分地占据了利润分配的优势，严重损害了中小企业的生存空间，导致经济脆弱加剧。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、住户部门长期经营性贷款 2015 年来与就业趋势矛盾

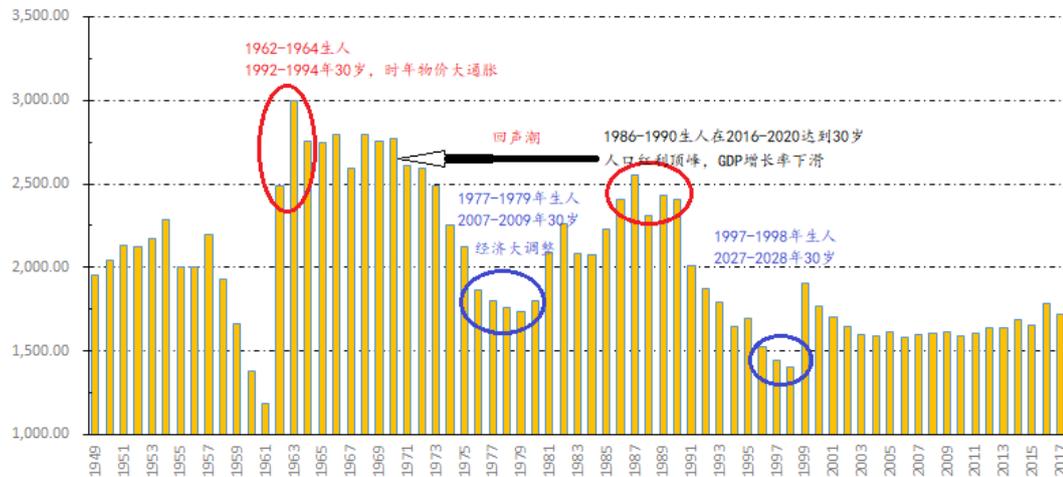
住户部门的中长期贷款增速和 PMI 从业是保持稳定的且高度相关的趋势运转的。经济扩张时期，住户部门的中长期经营性贷款增速上升，经济下行时期，中长期贷款增速下降。随着 PMI 从业的会持续下行，我们会看到更为清晰的中长期经营性贷款下降的趋势，二者保持相当高的关联度。2015 年来，住户部门经营性贷款增速保持稳定的水平，而就业是持续下滑的。此前，二者保持稳定的高度相关性趋势。通常住户部门的经营领域集中在低门槛，低投入的行业，属于经济神经的末端，对实体经济的终端消费需求，譬如餐饮，娱乐，食品销售的需求敏感度比较高，对经济的展望预测能力很强。



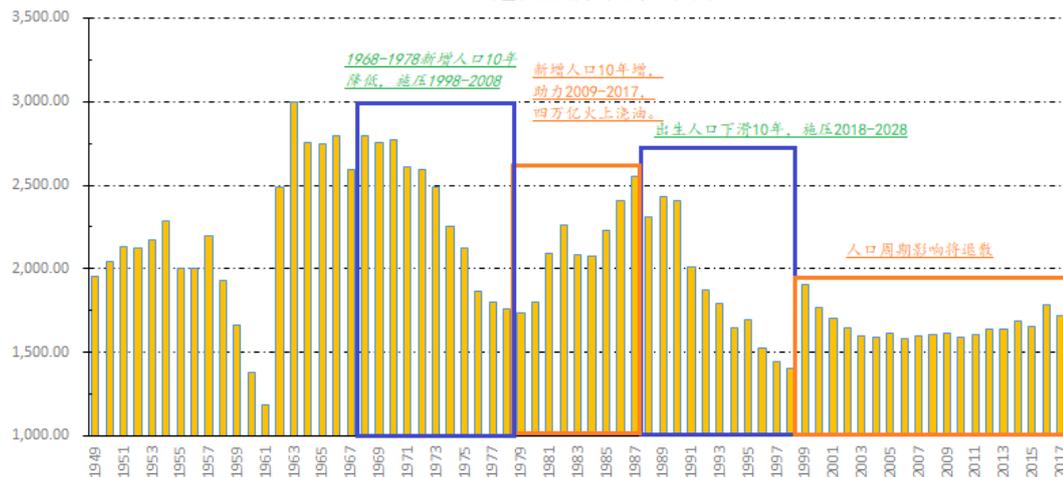
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

2015 年末金融机构新增贷款（居民）也进入一个新的增长平台，金融机构新增人民币贷款（居民户）中长期均值在 4500 亿左右，这与婚龄人口的购房需求是有很大大关系的，（20180808-房价的决定因素——婚龄人口冲击波）。

建国后历年出生人数



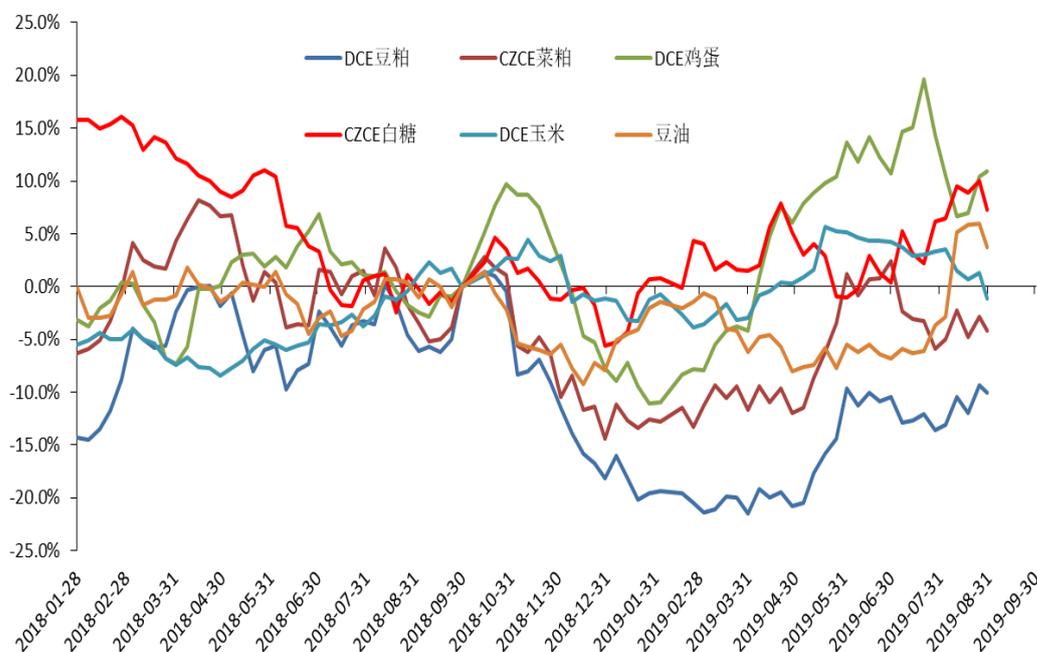
建国后历年出生人数



数据来源: 英大证券研究所, 国家统计局

我们认为房产需求和婚龄人口保持正相关关系，新增婚龄人口变化就是新增房产刚性需求的变化。总的来讲，25-30岁是一个比较合适的人口婚龄考察区间。婚龄人口的购房需求是最为强烈的，根据人口图推断，婚龄人口有这样的特殊年份：2016-2020年间，如果婚龄人口继续购房（不考虑其能力），那么金融机构新增贷款（居民）中长期应当保持继续扩张，而2021年左右，婚龄人口开始快速下滑，房屋刚性需求会持续下滑，届时这一金融数据会快速下降。考虑到当前的就业水平我们认为这一时点可能会提前1年到来是正常的，也就是2019年下半年到2020年，居民的信贷增长会出现显著的下降。

五、农产品价格坚挺、化工品、建材价格大跌



数据来源：WIND，英大证券研究所整理

我们在前面的报告中分析，提出中美贸易战带来农产品供应波动以及国内非洲猪瘟的影响，导致国内农产品肉蛋白供应不足。形成农产品价格上涨，部分农产品因为长期低回报率也累计的长期的减产效应，在2018年发酵，2019年显著的表现出来，食品是刚性需求，相比聚集了大量耐用品的化工产业链来说还是相对好过的。菜粕，豆粕价格的上涨一样来自于国际供应的缺位，随着经济贸易政策波动而更具波动性，一个基本的事实是，非国际性农产品和蔬菜水果均在2019年出现了大幅上涨。我们的判断是：农产品基本面的变化在主导市场定价，而留

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_10331

