



经济压力提升，谨防大企业酿风险

报告日期：2019年06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

宋·曾原一《谒金门·梅粉褪》“等待春风晴得稳。琵琶重整顿。”

报告观点：

1. 大型企业从过去的经济风险稳定器将转变为风险发源地，大型非金融企业还是系统重要性银行资产负债表的主要组成成分，二者的互动影响需要值得关注。
2. 经济风险持续积聚尚未得到充分释放。预计 2-3 个月内大型 PMI 跌破临界。PMI 雷达图持续收紧。
3. 建材（固定资产）价格坚挺，农产品（消耗品）价格飙升，化工品（耐用品）价格萎靡。家电，汽车，服装等耐用品消费持续萎靡，这些信息都在强化经济衰退的结论。
4. 部分企业可能已经错失了最佳的调整资产负债表的时机（对观点 6 的延伸）。

维持过去观点：

5. 供给侧改革的边际效用已经很低，后续关注副作用。
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。

报告有效期：3 个月

一、应对风险，不擅出击

中国的经济高速增长时代过去了，在寻找自然增长率水平的过程中，充满了不确定性。我们认为，经济的企稳代表性的特征是，大部分经济数据不再持续下行，开始横向震荡，找到一个新的台阶，而非很多人所期待的那样，经济数据开始回暖，甚至翻转上升。这一点认识对于当前的经济分析也尤为重要，我们不会因为一时的，或者一小部分经济数据的好坏得出“繁荣或者危机”的结论。我们需要关注整个经济演变的过程，而非想象的结果。我们在 2013 年以来的宏观报告中，都是在不断推演经济的可能运行路径。幸运的是，我们用简明的框架得到了很多其他机构得不到的结论。有很多经济数据或者经济逻辑本可以穿越周期，只是当很多分析师希望打扮这些经济数据来解释或者证明自己聪慧的时候，误会了经济数据的本来面貌，将共线性的数据当成了不同维度的数据，平添了不切实际的信心或者悲观。

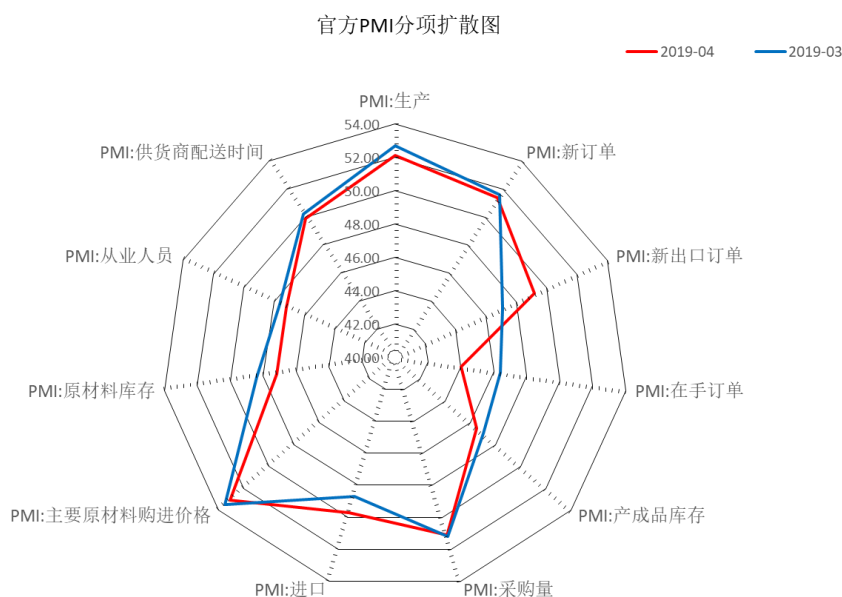
2018 年我们提出的去杠杆的超预期负面作用。2019 年我们提出维稳善意的低效用和衍生风险，分析了以往“耐用品（汽车，家电，农用机械）下乡政策在当前不再有效的原因。我们提出了避险资产配置的必须要性，推荐了国债、黄金和日元的配置选项。而在于 A 股，只有估值友好，而流动性并不友好这个基本论断仍然有效。

下面，我们继续来扫描 PMI 数据所能揭示的更多信息。从广义的角度来讲，持续累积的负面经济效应（制造业收缩）将改变企业资产负债表，通过企业调节流量表（招聘/裁员/减产）来对上下游企业或者家庭部门现金流量表产生冲击，进而彻底改变他们的资产负债表，增加风险水平。就目前的数据来讲，经济见底还远远未到。

二、PMI 雷达图缩——波动下行

2019 年 5 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月回落 0.7 个百分点，正式进入收缩区间。我们在 5 月的报告《经济下行风险升，展望大型

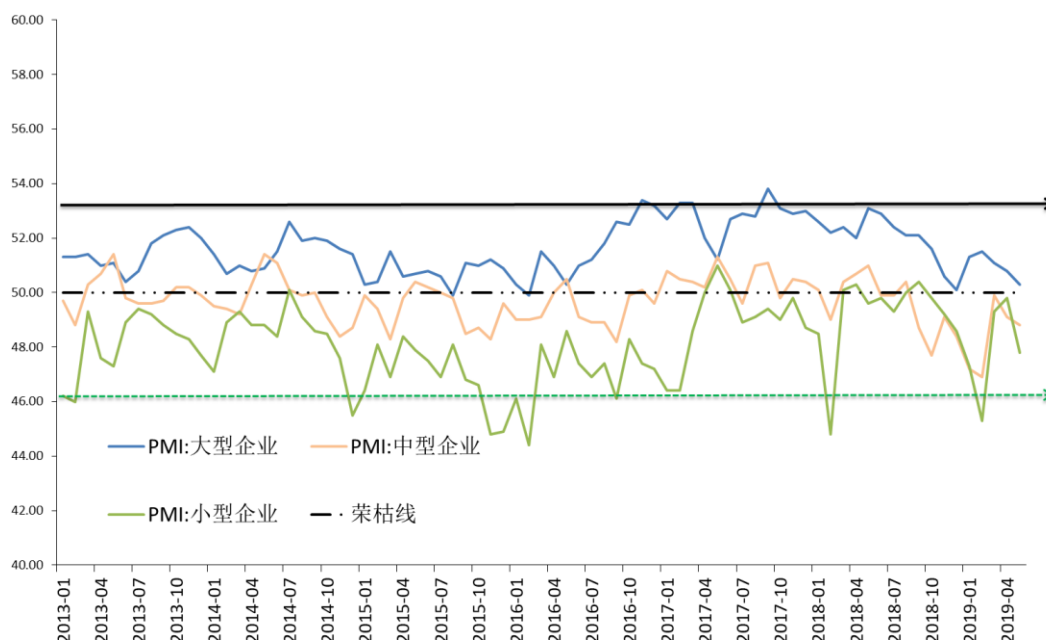
PMI 破荣枯线》提出，虽然彼时 PMI 维持临界点以上，但制造业景气持续收缩，跌破 50 概率较大，当前的数据印证了这一点。此前报告中，我们强调的风险加仍然存在——原料价格依然较高，企业成本不低，且需求端十分疲软。目前的农产品的价格持续上涨增加货币政策选择难度，不利于经济复苏。



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 51.7%，比上月回落 0.4 个百分点，仍位于临界点之上，表明制造业生产继续保持扩张态势。新订单指数为 49.8%，比上月下降 1.6 个百分点，位于临界点之下，表明制造业市场需求有所回落。原材料库存指数为 47.4%，比上月回升 0.2 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有所收窄。从业人员指数为 47.0%，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回落。供应商配送时间指数为 50.9%，比上月上升 1.0 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——大型企业将跌破临界



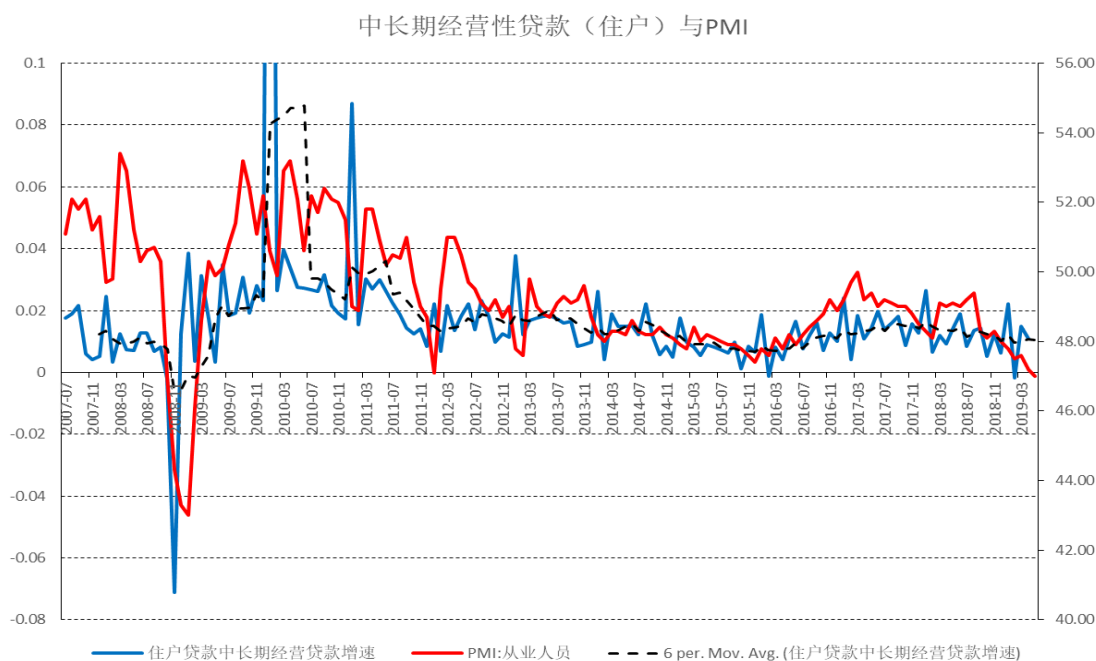
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.3%，比上月回落 0.5 个百分点，快速逼近临界点，预计在 2 个月内跌破；中、小型企业 PMI 为 48.8% 和 47.8%，分别比上月下降 0.3 和 2.0 个百分点。我们提醒投资者：曾经供给侧改革过程中，宏观经济的风险因子主要集中在中小企业上，因为他们承受了上游产品价格上涨，以及大企业定价权垄断的压力，导致了自身盈利能力的持续下降，而未来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，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。经济的系统性风险不在中小企业上，经济的系统风险在大型企业上。我们希望见到的是，中下游企业产品销售旺盛，或者上游原料价格下滑，如此出现的中小企业 PMI 修复是正常的，而目前，上游原料型商品价格坚挺，下游消费不振，这些数据本身出现了严重的不协调。我们所期待的东西都没有实现，说这些期望本来是多此一举，笔者为了缓和经济负面数据所带来的压迫感。对于

我们的客户来讲，客观认识数据和承认数据，并考虑目前的数据和经济表现的演化方向很重要。我们再次强调，随着 2019 年下半年经济政策支持效应（来自 2018 年末）和补库存（2018 年末到 2019 年初）两大积极因素消失，经济将显得更加脆弱。这个论断是更早的时候就提出的，现在仍需要强调他的有效性。

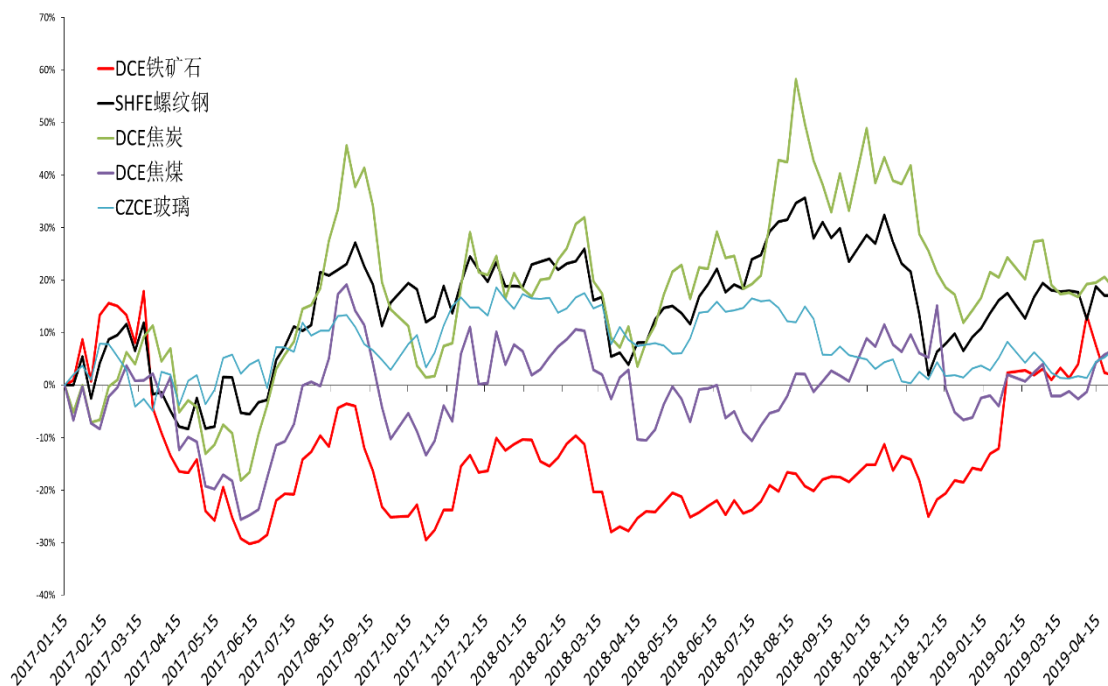
四、住户家庭部门中长期经营性贷款下降

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。住户部门的决策相比于企业更为敏感，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。



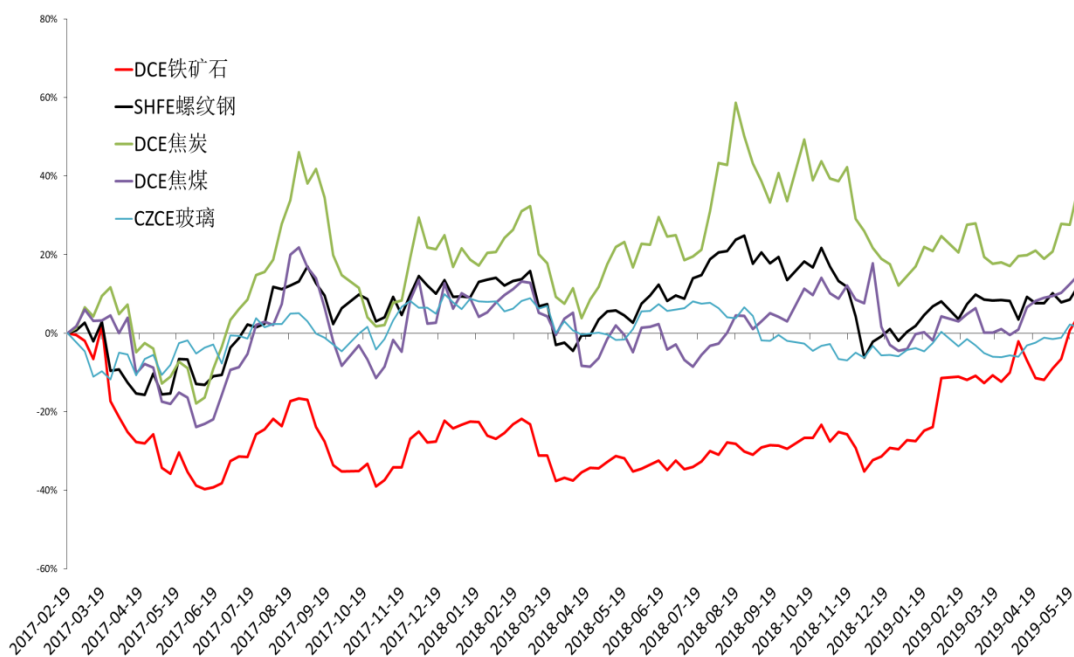
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

五、建材价格坚挺、农产品价格飙升、化工品价格走熊



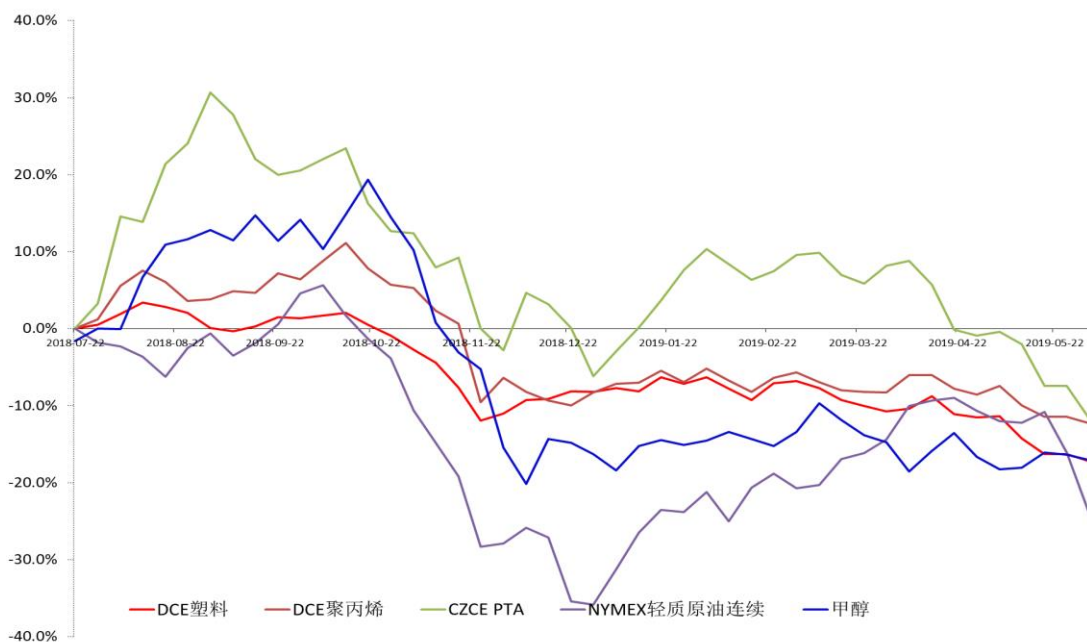
数据来源：WIND，英大证券研究所整理

我们在前面的报告中分析，提出供给侧改革的四个价格脉冲上升的时间段。我们知道，工业原料商品价格的上涨，带动资源型为主的大企业经营扩张，数据相对积极。工业原料供应受到供给侧改革以及环保治理的影响，生产受到抑制保持了在经济相对疲软的环境下价格坚挺。从通常（通畅）的经济传导来分析，会产生中下游企业高成本下被动减产，从而减少对上游原料的需求下降，并且体现为中下游企业商品涨价，上游原料品降价，然而这个现象并未出现，中下游不具备垄断性，导致其提价能力十分有限，只能在短期内持续消耗企业资本积累，表现为资产负债表的萎缩与现金流量表的恶化。这个趋势短期内不会有明显的改善，经济最困难的时候并未到来。



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。我们看看化工产业链的商品价格就知道了，他们正在经受耐用消费品消费萎靡的最大痛苦，可以说各行各业中，目前影响对大的就是化工行业，尽管原油价格在过去几年都比较坚挺，但化工品的价格趋势是十分明显，下跌，似乎没有享受到原油价格上涨带来的任何好处。



数据来源：WIND，英大证券研究所整理

六、非制造业 PMI 扩张放缓

2019年5月份，中国非制造业商务活动指数为54.3%，与上月持平，表明非制造业总体延续平稳较快的发展势头。分行业看，服务业商务活动指数为53.5%，比上月上升0.2个百分点，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、邮政业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务等行业商务活动指数位于60.0%以上的高位景气区间，相关企

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_12178



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn