



宏观经济评估与股票市场展望

报告日期：2019年05月20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

宋·贺铸《芳心苦·杨柳回塘》：“当年不肯嫁春风，无端却被秋风误。”

报告观点：

1. 宏观风险：中国宏观虚拟利润指数低位，经济仍然弱。居民承接企业部门的杠杆转移，且宏观杠杆率继续上升。
2. 价量视角：食品类物价上升，PPI 基本稳定。全球 PMI 扩张快速放缓，回落接近临界。
3. 汇率展望：中美真实回报率差驱动人民币进一步贬值。
4. 货币财政：货币政策空间很小，财政政策空间更小。
5. 股票市场：业绩型股票将享受流动性溢价，整体市盈率还将进一步下降。
6. 本文以客观描述为重点，综合分析为辅，欢迎批评交流。

一、宏观虚拟利润指数较弱

2019 年 1 季度，宏观利润水平的稳定，主要来自于资金成本的下降。但目前物价的上升，对整体利率有提升影响，压制宏观虚拟利润指数。目前宏观利润持续下滑的趋势不再进一步下滑。2018 年到 2019 年间的低利率水平平滑经济波动，但未来物价主导经济前进方向，物价上升，不利于宏观经济企稳。

经济疲软时期，现金流是市场活动主体最为重要的分析切入点，企业的生存离不开现金流的稳健。经济增长与成本差形成一个宏观维度下的净现金流指标。GDP 增长率与资金成本的差值可以作为一个切入点，（宏观虚拟利润的标志）净

现金流正负积累决定经济的稳定性。宏观利润的稳定，有利于经济系统的稳定。这保证了当前债务扩张的风险程度是否可以接受。如果宏观利润持续下滑，那么债务持续扩张是危险的。反之，宏观利润上升，债务扩张风险下降，尽管负债机会成本上升，但至少增长的利润覆盖成本的增加。宏观利润为负数，经济系统在宏观层面的现金流循环就不再能够维持，将进入负反馈阶段，产生债务收缩的需要，去杠杆，清债务首先导致现金成本上升，短期资金市场利率水平持续上升，更进一步强化债务出清。宏观利润为正数，经济系统在宏观层面的现金流循环就能够维持，为债务提供保障，市场化的去杠杆压力也不会太大。



数据来源：Wind 英大证券研究所整理

二、全球 PMI 扩张进一步放缓

我们梳理最新的 PMI 全球数据，可以看出处于荣枯线以上的国家有，中国、美国、越南、印度、英国、俄罗斯、巴西、日本、韩国；而欧元区处于收缩区间。中国采购经理人指数快速跌向荣枯线，未来跌破风险很大。大家可以看到的是，经济数据疲软，十年期国债收益率持续下降，市场的实际利率水平达到历史低位，降息的实质意义很小。PMI 专题分析中，我们提出中国 PMI 大型企业分项对宏观经济走势展望的意义重大，目前该分项极有可能在未来 3 个月内跌破荣枯线，并

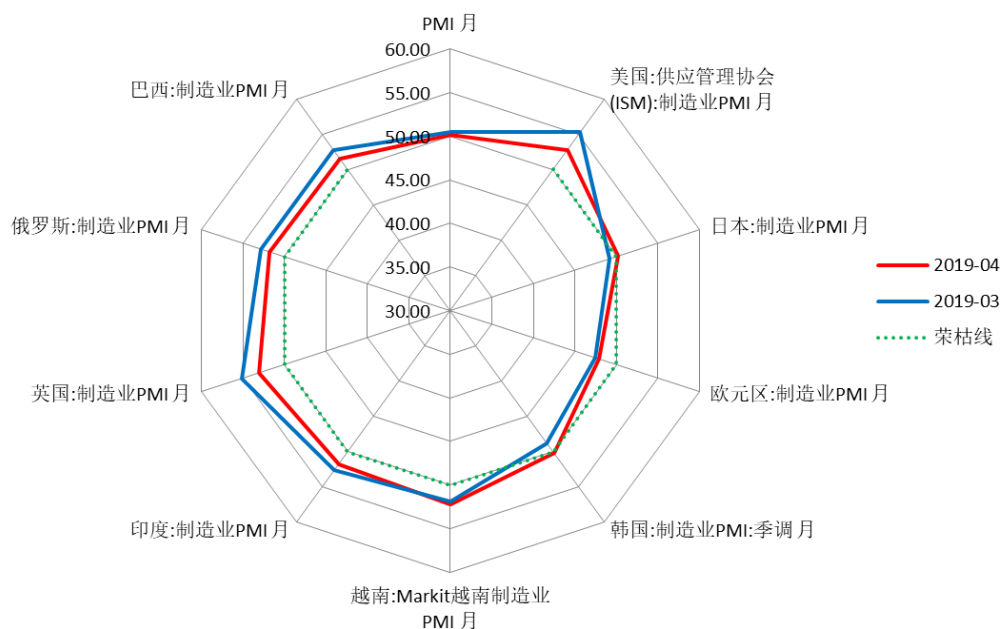
增大宏观系统重要企业资产负债表的脆弱性。

PMI	中国	美国	日本	欧元区	韩国	越南	印度	英国	俄罗斯	巴西
2019-04	50.10	52.80	50.20	47.90	50.20	52.20	51.80	53.10	51.80	51.50
2019-03	50.50	55.30	49.20	47.50	48.80	51.90	52.60	55.10	52.80	52.80

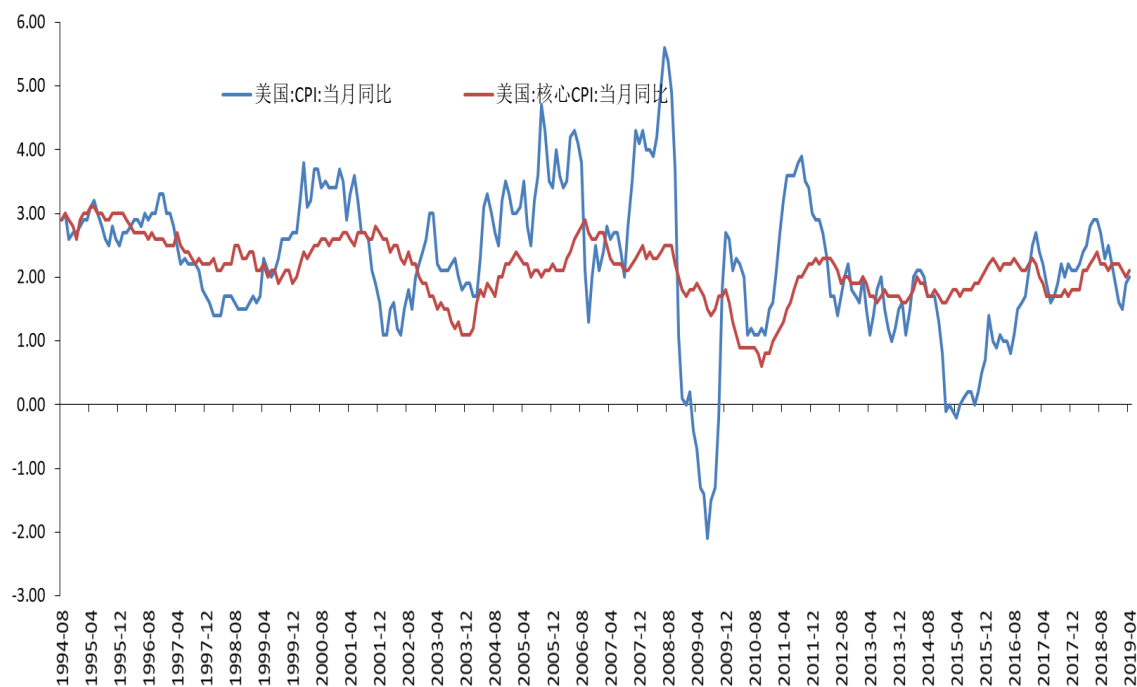
数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

我们强调 2018 年 11 月提出的警惕 RISK ON 模式袭击市场。全球经济从对加息的担忧切换为中国经济增长前景担忧上来。这将不利于长期投资的展开，不利于扩张性企业经营行为的发生。对于金融市场来说，2018 年下半年开始的救援活动，的确改变了 2019 年上半年短期的市场预期，也改变了部分企业的融资环境，但有一点没有改变——宏观维度下的现金流，没有发生积极改善。我们看到更多的上市公司暴雷 1 季度业绩报，上市公司中布满的是中国最具备竞争力的企业或者技术最先进企业代表，然而他们都没有赚钱，那么我们的经济活动中，到底谁赚了钱？那些从体量、研发能力、经营能力都不如他们的更弱企业？我们很难向一个正常人解释，一个经济持续增长的国家。她的经济市场中最优秀的一批企业上市，但不赚钱。那么到底是经济增长的数据有问题，还是那些企业本来赚钱，把表做成亏损呢？按道理，这些上市公司的增长应当超越整体的宏观经济增长，才更为合理。

我们从一个更宏观的视角看，全球的制造业运行状态。全球的制造业雷达图来看，扩张进一步放缓，贴近荣枯线。随着贸易争端的持续，企业活动的长期投资计划不可避免地受到负面冲击，将对全球性经济产生显著的负面影响。美国核心 CPI 数据相对平稳，虽然在上半年美联储的加息预期大幅度下降，但如果未来通胀趋势继续上升，美联储重提加息的可能性会再度回来。

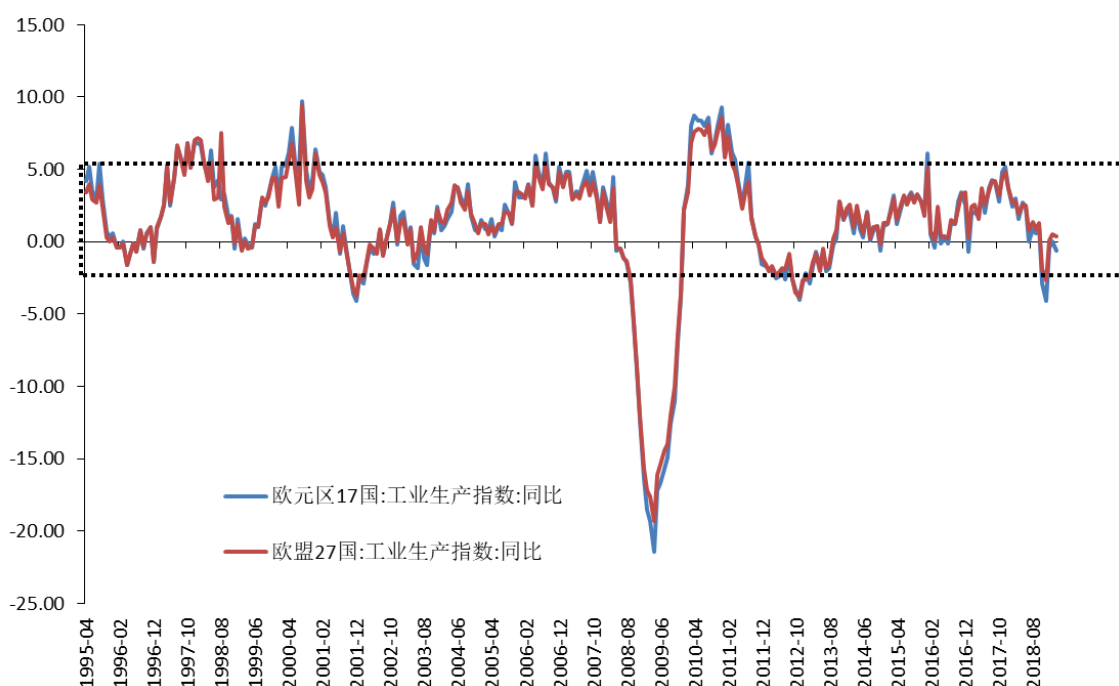


数据来源: Wind 英大证券研究所整理



数据来源: Wind 英大证券研究所整理

3 月份欧元区 17 国工业生产指数(不包括能源和建筑)为-0.6%。欧盟 27 国工业生产指数为 0.4%，低于 2 月份的 0.5%。工业生产指数维持较低水平。这意味着经济活动的萎靡，不利于欧元的稳定。作为欧元区中最大的经济体，德国疲软的经济数据也增加了人们对欧元区经济放缓的担忧。德国这的出口也受到全球贸易变化的影响。

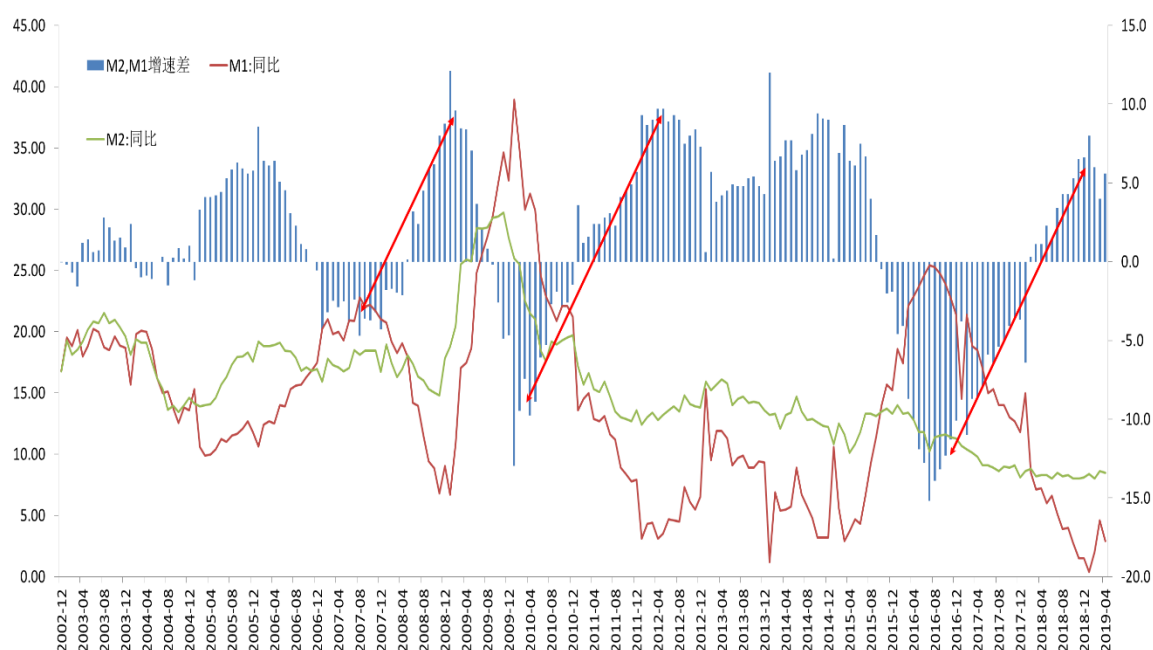


数据来源：Wind 英大证券研究所整理

三、货币量扩张稳定

4 月末，广义货币(M2)余额 188.47 万亿元,同比增长 8.5%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 54.06 万亿元,同比增长 2.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.7 个和 4.3 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.4 万亿元,同比增长 3.5%。当月净回笼现金 976 亿元。M2/M1 增速差收敛转为扩大。这意味着货币结构上，长期货币替代短期货币的特征出现。从积极的方面考虑是，全社会积极贷款扩张，投入经济助力经济发展，导致的贷款杠杆传递形成的 M2 增速放大，而 M1 增速放缓。考虑到 M0 的增长，我们可以

更精确的说,现金货币直接转化为M2货币,在M1上没有太多时间的滞留和过渡。这个现象一方面意味着经济前景的极度看好导致了货币传递的跃迁,另一方面可能是因为行政性支撑经济的政策,导致货币跨越了正常的传导过程,出现了非正常的变化,而在这个角度来讲,可能意味着人为加杠杆加快,政府驱动的非市场化行为过多。未来的数据会出现反复,以平抑这种非市场的波动。就现在的货币环境应对收缩的实体经济,这样的货币增速,仍然不算低,未来M2/M1的增速差将进一步下滑,这将意味着货币结构的短期化,经济趋向保守,规避风险。



数据来源: WIND, 英大证券研究所整理

4月末社会融资规模存量为209.68万亿元,同比增长10.4%。其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为141.85万亿元,同比增长13.5%。*社会融资规模存量10.4% > M2增长率8.5%,说明整个社会信用融资总量增加超过了货币本身提供的信用增长,整个经济保持加杠杆状态扩张。根据观望的货币政策评估认为当前杠杆水平相对稳定。*



四、居民杠杆持续上升、企业温和

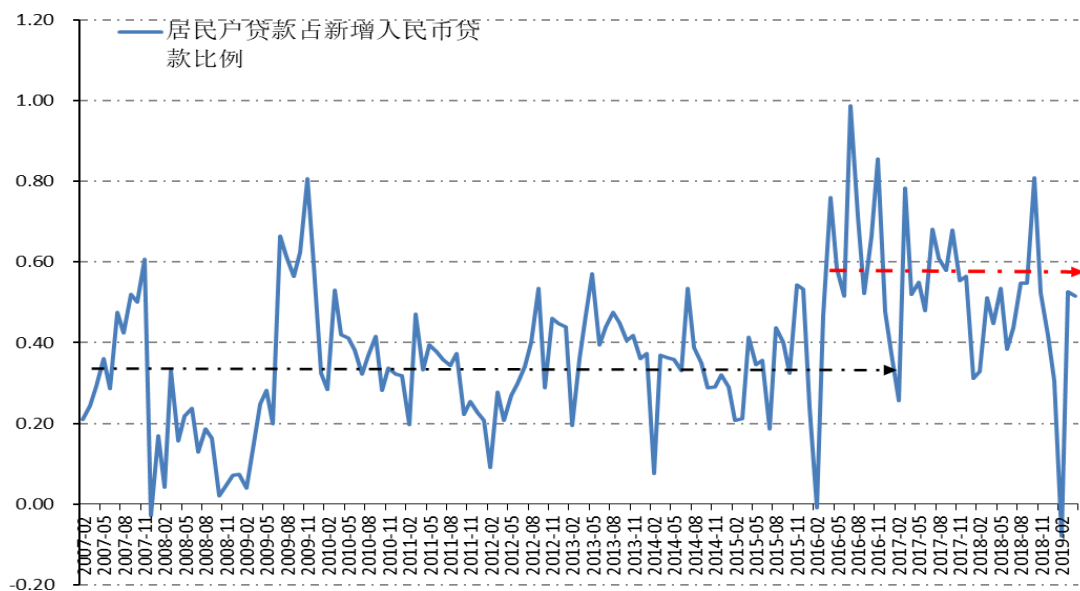
4.1. 企业信贷扩张让位居民信贷扩张

4月末，本外币贷款余额 148.64 万亿元，同比增长 12.9%。月末人民币贷款余额 143.12 万亿元，同比增长 13.5%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 0.8 个百分点。4 月份人民币贷款增加 1.02 万亿元，同比少增 1615 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 5258 亿元，其中，短期贷款增加 1093 亿元，中长期贷款增加 4165 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 3471 亿元，其中，短期贷款减少 1417 亿元，中长期贷款增加 2823 亿元，票据融资增加 1874 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1417 亿元。4 月末，外币贷款余额 8204 亿美元，同比下降 6.2%。当月外币贷款减少 206 亿美元，同比多减 248 亿美元。*企业部门的债务扩张放缓，在总贷款中比重下降。居民部分中长期贷款增加庞大，与 2019 年上半年房地产销售业绩增长有密切关系，居民部门通过房产增加杠杆的热度不减。从目前的宏观利润状况来看，企业的负债缺乏持续增长的能力。*

4.2. 宏观杠杆率上升风险较大

4 月末，本外币存款余额 189.25 万亿元，同比增长 8.2%。月末人民币存款余额 184.08 万亿元，同比增长 8.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.4 个百分点。4 月份人民币存款增加 2606 亿元，同比少增 2746 亿元。其中，住户存款减少 6248 亿元，非金融企业存款减少 1738 亿元，财政性存款增加 5347 亿元，非银行业金融机构存款增加 2785 亿元。4 月末，外币存款余额 7672 亿美元，同比下降 5.8%。当月外币存款减少 17 亿美元，同比少减 205 亿美元。*人民币存款余额增速 8.5% 低于贷款余额增速 13.5%，意味着整个社会的杠杆化水平在进一步增大。监管当局通过政策指导助力宏观经济的稳定。住户存款减少 6248 亿元，住户贷款新增 5258 亿。未来这一趋势可能会继续发生。*

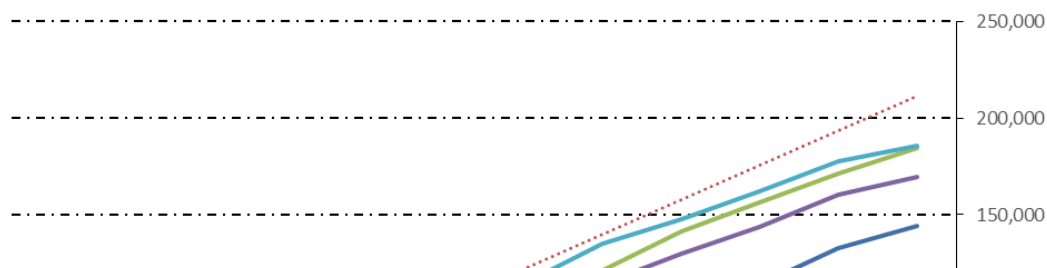
居民户贷款占新增人民币贷款比例



数据来源：WIND，英大证券研究所整理

2019 年债券发行总量，超出历史记录，从预测延长线看，2019 年有可能超过历史水平，那么债务规模将进一步扩张。

债券发行量合计



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_12415

