



经济下行风险升，展望大型 PMI 破荣枯线

报告日期：2019年05月01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

汉乐府《郊祀歌》十九曲之九：“日出入安穷？时世不与人同。故春非我春，夏非我夏，秋非我秋，冬非我冬。”

英大证券研究所

胡研宏 研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系方式：0755-83007164

Email: huyanhongydsc@foxmail.com

报告观点：

1. 住户部门信贷扩张不可持续。
2. 经济下行风险上升，预计 3 个月内大型 PMI 跌破临界。PMI 雷达图波动收紧的特征持续。
3. 大型企业是过去 2-3 的供给侧改革时期经济前景的中流砥柱。大型企业的风险是经济系统风险的核心，是系统重要性银行资产负债表的主要组成成分。

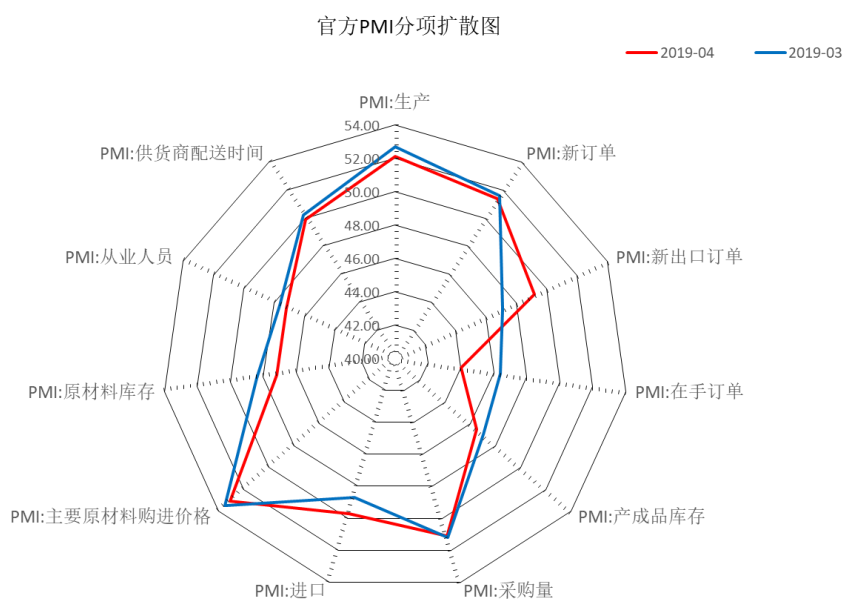
维持上期观点：

4. 供给侧改革的边际效用已经很低，后续关注副作用。
5. 经济的传导缓慢，甚至会发出一些错误信号，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、PMI 雷达图缩——波动下行

2019年4月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月回落0.4个百分点，继续保持在扩张区间。虽然维持临界点以上，但制造业景气持续收缩，跌破50概率较大。此前的PMI跟踪报告中，我们不断提到的风险加以重申。原料价格扩张显著，加大企业成本，增加经济复苏难度，导致的需求疲软。经济探底的过程中充满往复运动，一时的好坏和危机或者幅度都没有太强的关系。当前，需要关注持续累积的负面经济效应（制造业收缩，从业下滑）累积的企业资产负债表冲击和家庭部门资产负债表冲击。就经济领域来讲，目前的数据还不支持复苏的结论。

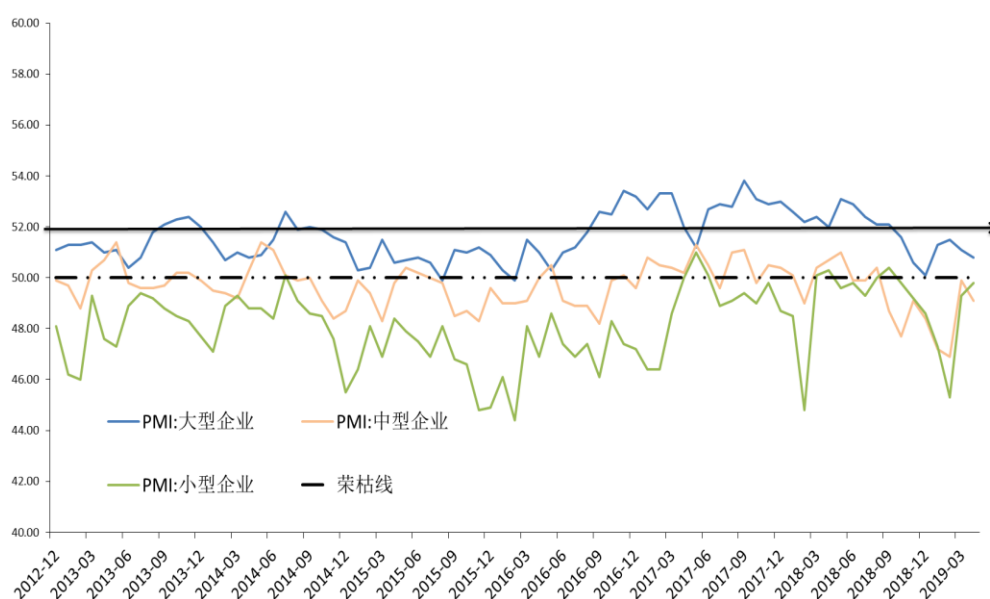


数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数和新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。生产指数为52.1%，比上月回落0.6个百分点，位于临界点之上，表明制造业生产扩张步伐有所放缓。新订单指数为51.4%，比上月小幅回落0.2个百分点，位于临界点之上，表明制造业市场需求总体稳定。原材料库存指数为47.2%，比

上月下降 1.2 个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量有所回落。从业人员指数为 47.2%，比上月下降 0.4 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量有所减少。供应商配送时间指数为 49.9%，比上月下降 0.3 个百分点，降至临界点以下，表明制造业原材料供应商交货时间较上月略有放慢。

二、市场主体跟踪——大型企业收缩预警



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 50.8%，低于上月 0.3 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 49.1%，低于上月 0.8 个百分点，位于临界点之下；小型企业 PMI 为 49.8%，高于上月 0.5 个百分点，抵近临界点。我们再次需要提醒投资者：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，而未来经济的风险因子主要集中在大型企业上。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。当然也许是笔者水平有限，无法厘清新经济的表现形态，就目前的数据和经济表现来看，

我们提醒投资者需要更多关注风险。随着年后的经济政策支持和补库存两大积极因素的效果逐渐衰退，经济将显得更加脆弱。

三、住户家庭部门——信贷扩张不可持续

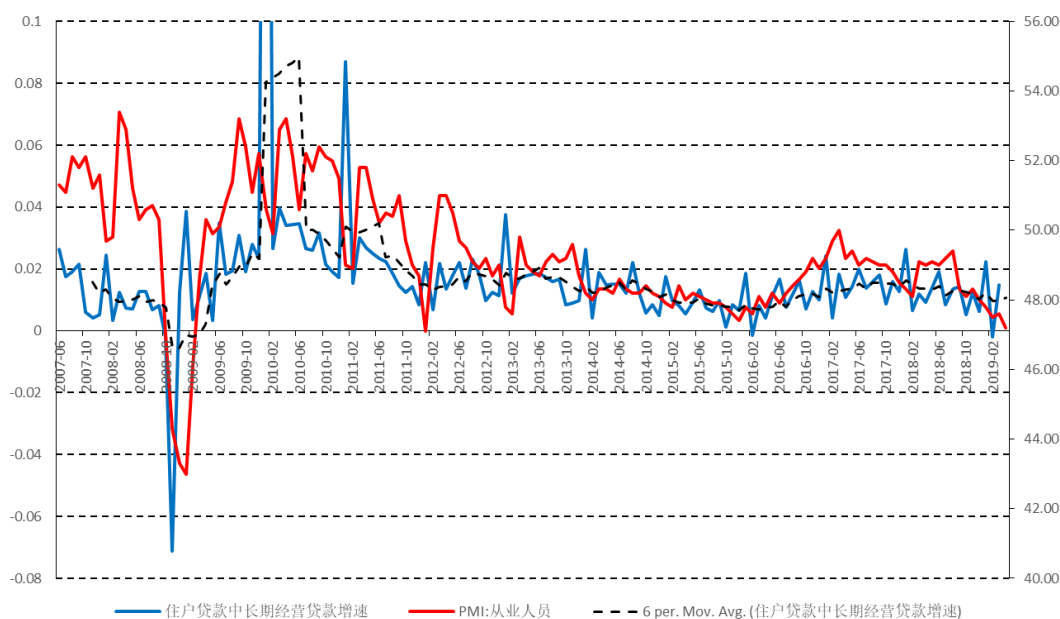
我们看待，住户部门的中长期贷款增速和 PMI 从业是保持稳定的且高度相关的趋势运转的。从经济学逻辑上也很好理解，住户部门想要扩张资产负债表，其主要支撑就是就业，经营性收入只是补充，而不是主要成分。其中有一项十分重要的就是转移净收入，占比偏高。而经济下行时期，这一分项分项势必会有较大的下行压力。我们预计 2019 年此分项会大幅下滑，虽然总体家庭可支配收入有可能继续按照政府目标“增长”。

指标	绝对量（元）	比上年增长（%）
全国居民人均可支配收入	28228	8.7（6.5）
收入来源分：	（100%）	
工资性收入	15829 （56.1%）	8.3
经营净收入	4852（17.2%）	7.8
财产净收入	2379（8.4%）	12.9
转移净收入	5168（18.3%）	8.9

资料来源：国家统计局《2018 年居民收入和消费支出情况》

根据上面的资料，我们很显然能够意识到未来住户部门的信贷变化趋势。这也是不可逆转的。随着 PMI 从业的会持续下行，我们会看到更为清晰的宏观经济趋势，虽然这个趋势并不乐观，但我们仍然提醒投资者，保持现金，心怀希望。宏观经济也存在情绪时刻，而现在就是走向下行情绪的路上。

中长期经营性贷款（住户）与PMI

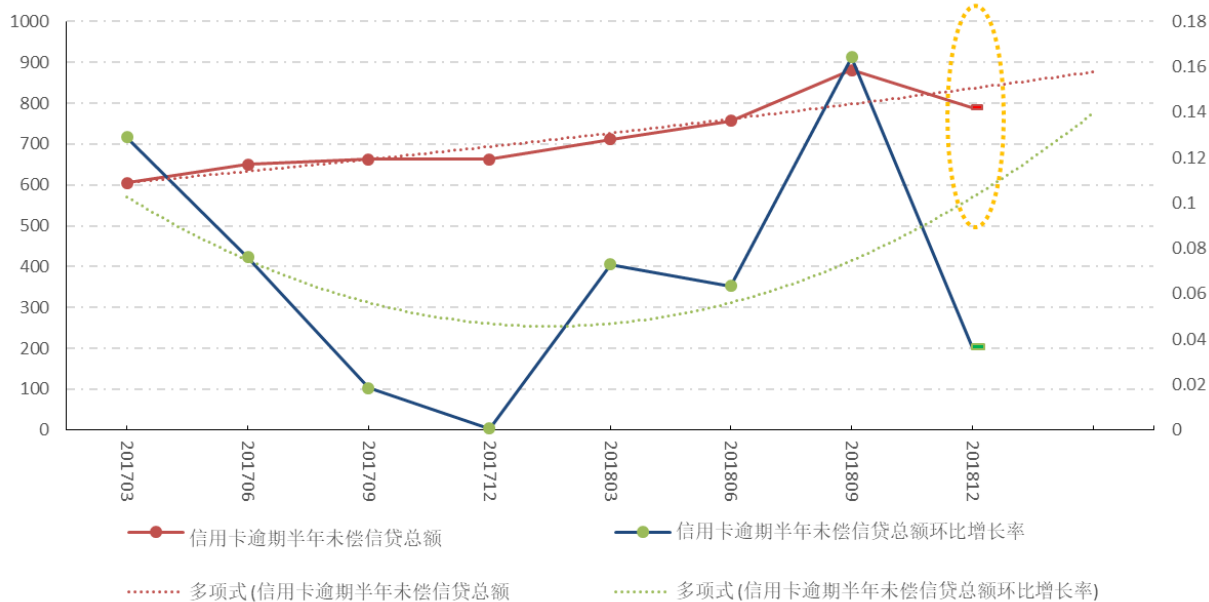


数据来源：英大证券研究所整理，WIND

家庭部门因就业下降，整体性减少消费，减少耐用品购买，保证流动性以应对房贷，车贷，食品和其他基本的消费需求，降低非刚性需求的支出。全年全国居民人均食品烟酒消费支出 5631 元，比上年增长 4.8%，占人均消费支出的比重为 28.4%，居住支出 23.4%，最大两项合计 51.8%。这两项支出是最刚性的。可支配收入非刚性支出部分更少，表现为社会消费品零售总额的进一步下降，家用电器销量下滑，更新频率下降。个人信用限额与小额信贷办理扩张并存（为了维持消费水平不得不扩张贷款）。个人从相对独立的财务支撑系统，向外扩展链接到不同的小贷公司，进而链接到大型民间金融机构，以及银行。信用卡逾期半年未偿信贷总额 788.61 亿元（2018 年 4 季度末数据，最新数据未出），占信用卡应偿信贷余额的 1.16%，占比较上季度末下降 0.18% 点。银行卡应偿信贷余额为 6.85 万亿元，环比增长 3.61%。就目前有限的数据分析看，年末存在季节性偿还增多现象，因此 2018 年 4 季度的违约放缓，需要在 2019 年 1 季度得到印证。如果 2019 年 1 季度的违约数据持续下滑，那么这个端口的数据是安全稳健的，而就目前来看，笔者认为 2019 年 1 季度的信用卡违约数据和信用卡应偿信贷余额

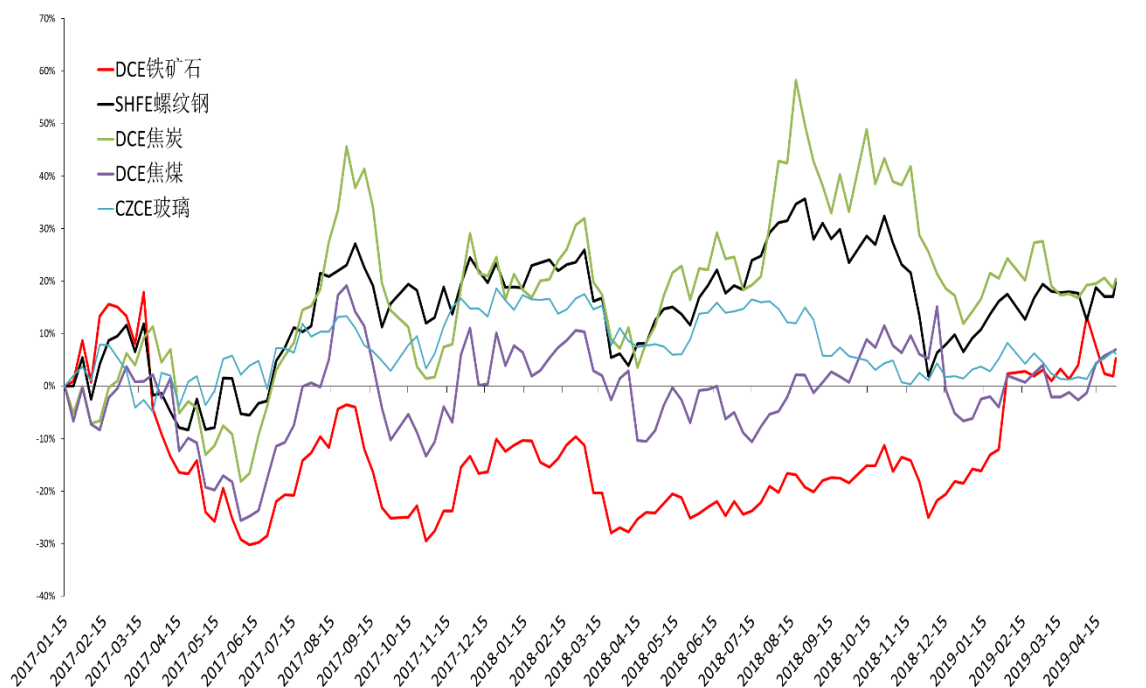
都会新高。

信用卡逾期半年未偿信贷



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

四、工业品价格还在坚挺

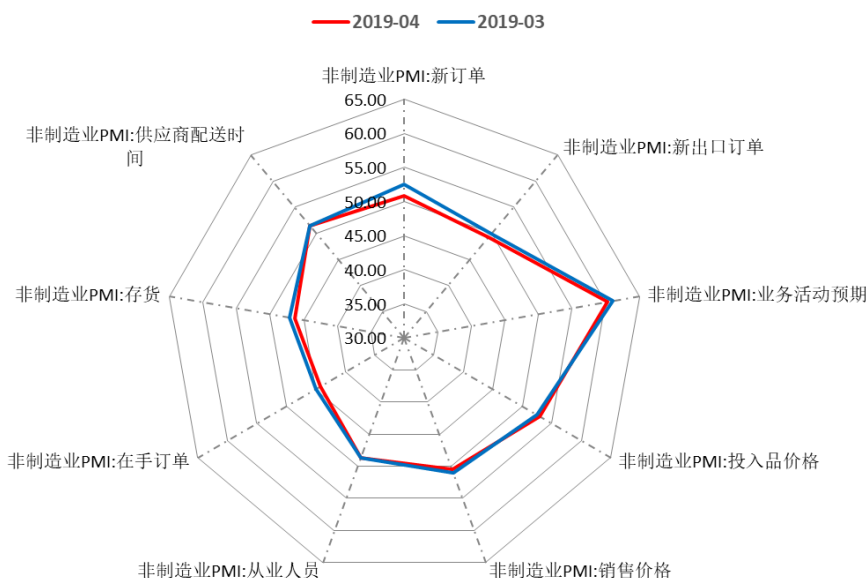


数据来源：WIND，英大证券研究所整理

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。

五、非制造业 PMI 收缩

2019年4月份，中国非制造业商务活动指数为54.3%，比上月回落0.5个百分点，但仍位于较高扩张区间，表明非制造业总体保持较快增长态势。分行业看，服务业商务活动指数为53.3%，比上月回落0.3个百分点，服务业继续保持增长，增速有所放缓。从行业大类看，水上运输业、航空运输业、邮政业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务和保险业等行业商务活动指数位于57.0%以上的较高景气区间，企业经营活动较为活跃；道路运输业等行业商务活动指数低于临界点，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为60.1%，比上月回落1.6个百分点，连续两个月位于高位景气区间，建筑业生产保持快速增长。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

(1) 新订单指数为 50.8%，比上月回落 1.7 个百分点，继续位于临界点之上，表明非制造业市场需求增速放缓。分行业看，服务业新订单指数为 50.2%，比上月回落 1.3 个百分点，位于临界点之上；建筑业新订单指数为 54.6%，比上月回落 3.3 个百分点。

(2) 投入品价格指数为 53.0%，比上月上升 0.5 个百分点，位于临界点之上，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平有所上涨。分行业看，服务业投入品价格指数为 52.5%，比上月上升 0.3 个百分点；建筑业投入品价格指数为 56.1%，比上月上升 2.1 个百分点。

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_12753



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn