

固定收益研究/动态点评

2019年06月30日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：安固转债：体外检测，别样“童话”》2019.06
- 2《固定收益研究：华森转债：中西互补，细分龙头》2019.06
- 3《固定收益研究：鸽派预期与不确定性，一齐提升》2019.06

经济动能弱，逆周期调节+贸易摩擦降温正当时

——2019年6月官方PMI数据点评

PMI数据概要：供需两弱，价格走低

6月官方制造业PMI 49.4%，持平于上月。5月内外事件冲击的影响开始滞后显现，逆周期政策需要保持延续度，关注7月底政治局会议的形势判断与政策定调。G20会晤结果为贸易摩擦降温正当时。债市面临的基本面状态仍偏正面，但已在市场预期当中，且G20会晤结果超预期有助于提升风险偏好、降低经济尾部风险，7月份流动性存在小幅收敛，债市短期可能存压，好在基本面支撑下空间有限。重申利率债波动空间有限的背景下，需要坚持调整或上行中买入判断，美联储降息、经济下行、中美贸易摩擦反复可能是未来利率下行触发剂。

供需持续低迷，基本面下行压力明显

供需方面，6月生产指数51.3%，回落0.4个百分点；新订单指数49.6%，回落0.2个百分点。供需继续走弱，在外部冲击与内部可能出现的信用收缩叠加下，基本面下行压力明显加大。需求未见底，企业生产备货意愿低迷，产能利用率可能继续走低。库存方面，6月原材料库存指数48.2%，回升0.8个百分点；产成品库存指数48.1%，持平于上月。企业处在主动去库存阶段，制造业投资或仍维持低位。

进出口订单大幅回落，贸易摩擦升级压制

6月新出口订单指数46.3%，回落0.2个百分点；进口指数46.8%，回落0.3个百分点。中美互加关税的影响显现。6月起对华2000亿美元商品提高关税落地导致相关订单回落，而剩余商品加税的预期再度引发贸易抢跑，还存在对冲托底效果，但结构上的分化可能更明显。G20会晤特朗普表示不再加征新关税，但并未取消已加征关税。意味着抢出口现象或消退，反而对7月出口形成更大压力。进口指数回落同样是内需不足与加税影响的叠加反映，随着国内消费刺激与基建逆周期托底，进口订单或先行回暖。

油价拖累价格表现，PPI或步入通缩

6月原材料购进价格指数49%，回落2.8个百分点，主因油价拖累，也反映企业生产备货意愿较弱；出厂价格指数45.4%，回落3.6个百分点，仍反映终端需求乏力。近期在美伊局势紧张、美联储降息预期等因素叠加下，油价有所上涨，但尚未填补5月底的油价跌幅。全球需求疲弱制约油价上行空间，但美伊等中东问题仍是年内油价风险点。在企业主动去库存周期，价格仍或处在下滑通道。预计6月PPI环比转负，同比继续走低。在需求未见底、油价高基数等因素下，PPI或步入通缩。

建筑活动与出口趋弱，失业尾部风险上升

6月制造业从业人员指数46.9%，回落0.1个百分点；非制造业从业人员指数48.2%，回落0.1个百分点。自5月起，非制造业从业人员指数连续下行，更预示就业紧张局面，基建地产投资走弱是主要压力来源。虽然新关税的风险暂时化解，但前期2000亿美元商品提高关税的影响仍然存在，东南沿海许多中小加工贸易企业可能面临倒闭风险，或进一步向就业市场传导。而叠加7、8月份大学生毕业季，失业率存在阶段性冲高风险。

建筑业景气度弱于季节表现，地产投资或继续放缓

6月建筑业PMI回升0.1个百分点至58.7%，环比表现弱于季节性。6月钢材库存出现超季节性累库，印证建筑业活动偏弱。5月以来地产融资政策收紧的信号频现，棚改减半的影响也可能体现，房地产投资或继续走低。6月下旬螺纹钢价格触底走高，专项债新规可能对基建投资开始提振。经济内生动力较弱的宏观环境下，基建加力托底经济仍可期。但今年财政有其能力边界，在隐性债务的制约下，基建上行动能也将相对温和。

风险提示：逆周期政策力度超预期、中美贸易摩擦反复。

2019年6月官方PMI数据点评

6月官方制造业PMI 49.4%，持平于上月，第2个月运行在荣枯线以下。总体仍呈现“供需两弱，价格走低”的基本面特征。本月PMI指数延续全线回落态势，仅原材料库存分项因生产走弱出现累库。5月份外部贸易摩擦升级、内部包商事件冲击的影响开始滞后显现，虽然G20峰会的谈判结果可能对微观主体信心有所提振，但经济内生动力仍不足，逆周期政策需要保持延续度，关注7月底政治局会议的形势判断与政策定调。G20会晤结果为贸易摩擦降温正当时。

供需持续低迷，基本面下行压力明显

供需方面，6月生产指数51.3%，回落0.4个百分点；新订单指数49.6%，回落0.2个百分点。供需继续走弱，在外部冲击与内部可能出现的信用收缩叠加下，基本面下行压力明显加大。需求端看，出口受关税与外需走弱压制、地产融资条件有所收紧、消费因就业市场不确定性有所受抑。需求未见底，企业生产备货意愿低迷，产能利用率可能继续走低。

库存方面，6月原材料库存指数48.2%，大幅回升0.8个百分点，主因生产走弱；产成品库存指数48.1%，持平于上月。库存周期仍处在主动去库存阶段，制造业投资或维持低位。

进出口订单继续回落，关税落地影响显现

6月新出口订单指数46.3%，回落0.2个百分点；进口指数46.8%，回落0.3个百分点。进出口订单继续回落，中美互加关税的影响显现。

6月起对华2000亿美元商品提高关税落地导致相关订单回落，而对剩余3000亿商品加关税的预期再度引发小级别贸易抢跑，还存在一定对冲托底效果。但结构上的分化可能更明显，尚未加税商品中消费品占比高，意味着6月出口订单中消费品或增加、资本品或下降。G20峰会上，特朗普表示不再对中国出口产品加征新的关税，但并未取消已加征关税。意味着抢出口现象或消退，反而对7月出口形成更大压力。而进口指数回落同样是内需不足与加税影响的叠加反映，随着国内消费政策刺激与基建逆周期托底，进口订单或先行回暖。

油价拖累价格表现，PPI或步入通缩

6月原材料购进价格指数49%，回落2.8个百分点，主因油价拖累，也反映企业生产备货意愿较弱；出厂价格指数45.4%，回落3.6个百分点，仍反映终端需求乏力。

6月国际油价环比走低明显拖累工业品价格表现。近期在美伊局势紧张、美联储降息预期等因素叠加下，油价有所上涨，但尚未填补5月底的油价跌幅。全球需求疲弱制约油价上行空间，但美伊等中东问题仍是年内油价风险点。在企业主动去库存周期，价格仍或处在下滑通道。预计6月PPI环比转负，同比继续走低。在需求未见底、油价高基数等因素下，PPI或步入通缩。

建筑活动与出口趋弱，失业尾部风险上升

6月制造业从业人员指数46.9%，回落0.1个百分点；非制造业从业人员指数48.2%，回落0.1个百分点。从业人员指数继续回落，就业压力仍然明显。

工业生产持续放缓，制造业从业人员指数延续下行走势。但自5月起，非制造业从业人员指数连续下行，更预示就业紧张局面，基建地产投资走弱是主要压力来源。虽然新加关税的风险暂时化解，但前期2000亿美元商品提高关税的影响仍然存在，东南沿海许多中小加工贸易企业可能面临倒闭风险，或进一步向就业市场传导。而叠加7、8月份大学生毕业季，失业率存在阶段性冲高风险。

建筑业景气度弱于季节表现，地产投资或继续放缓

6月建筑业PMI回升0.1个百分点至58.7%，地产基建并未明显走强。建筑业活动存在季节性，2014年以来的历年6月份建筑业PMI环比均为正值，今年环比表现弱于季节性。

6月主要城市钢材库存出现超季节性累库，同样印证建筑业活动偏弱。5月以来银保监会23号文、郭树清在陆家嘴论坛发言等地产融资政策收紧的信号频现，同时棚改减半的影响也可能逐步体现，房地产投资或继续走低。而6月下旬螺纹钢价格触底走高，6月10日下发的专项债新规可能对基建投资开始有所提振。

在经济内生动力较弱、外部不确定性仍存的宏观环境下，逆周期政策对冲存在必要性，基建加力托底经济仍可期。但今年减税降费、土地收入下滑意味着财政有其能力边界。6月28日，财政部长刘昆表示，地方财政再困难也不能违法违规举债。在隐性债务的制约下，基建上行动能也将相对温和。

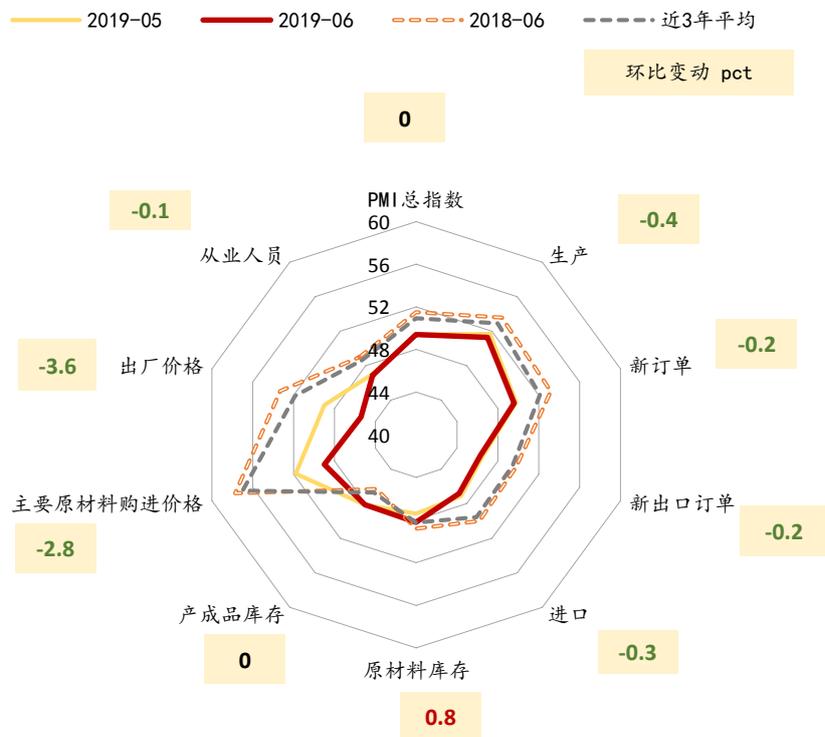
投资启示

债市面临的基本面状态仍偏正面，但已在市场一致预期当中，且G20会晤结果超预期有助于提升风险偏好、降低经济尾部风险，7月份流动性存在小幅收敛，债市短期可能存压，好在基本面支撑下空间有限。重申利率债波动空间有限的背景下，需要坚持调整或上行中买入判断，美联储降息、经济下行、中美贸易摩擦反复可能是未来利率下行触发剂。

6月PMI数据全览

“供需两弱，价格走低”

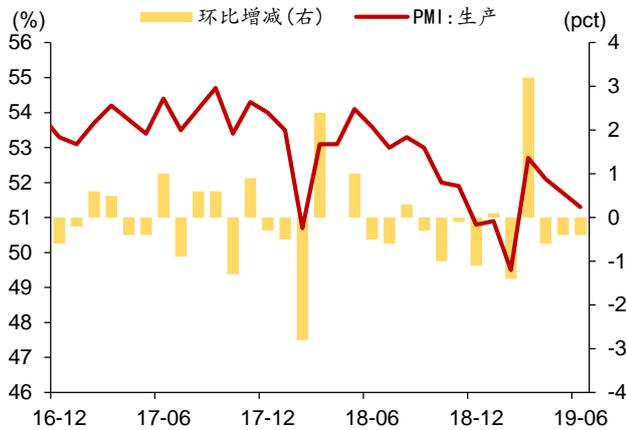
图表1：PMI环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

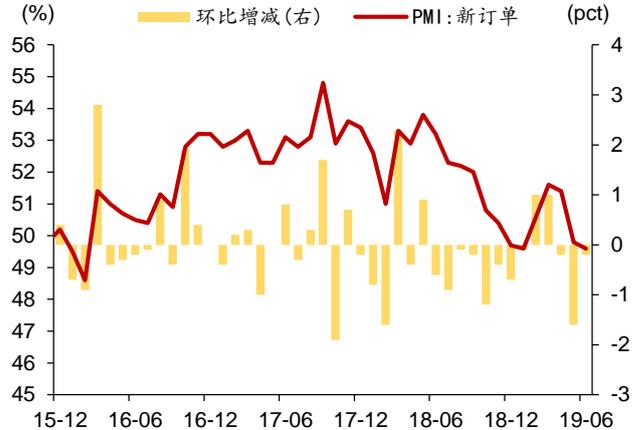
供需持续低迷，基本面下行压力明显

图表2: PMI 生产指数回落



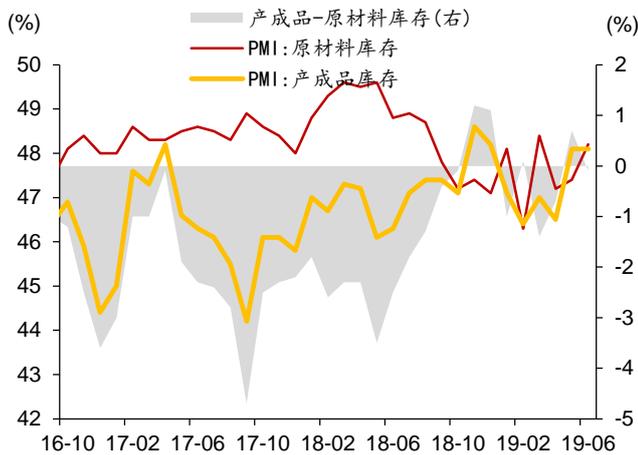
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: PMI 新订单指数回落



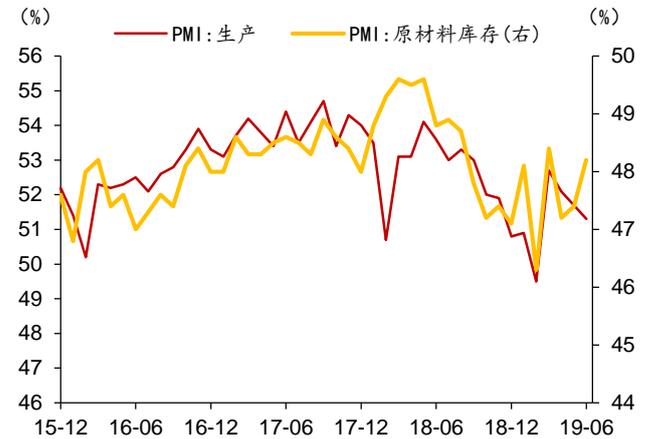
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 原材料库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

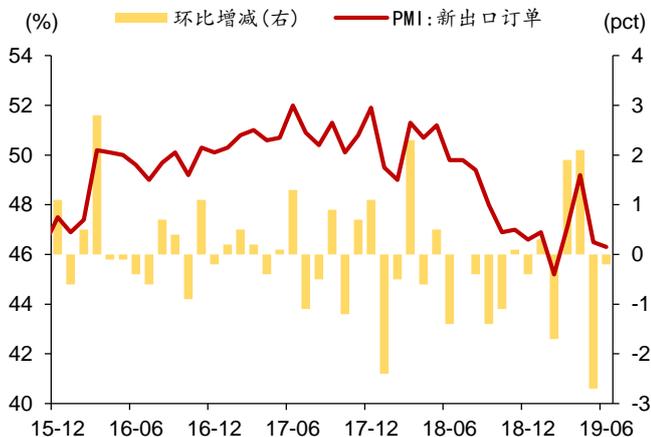
图表5: PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

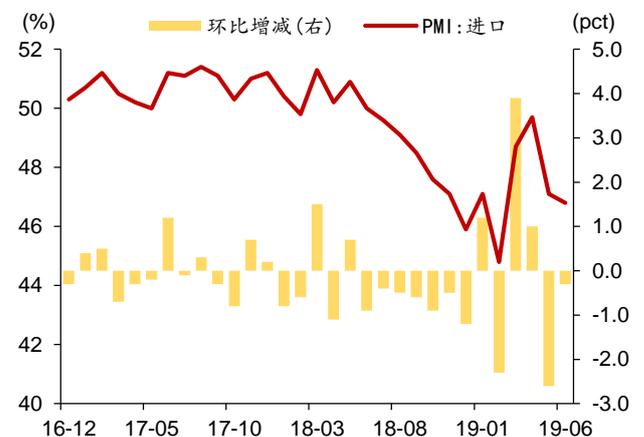
进出口订单继续回落，关税落地影响显现

图表6: PMI 新出口订单指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

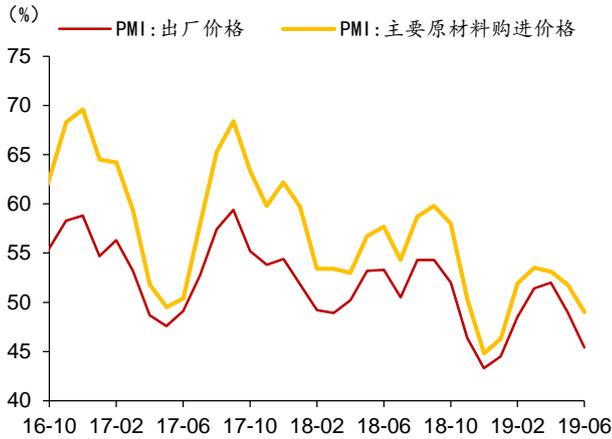
图表7: PMI 进口指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

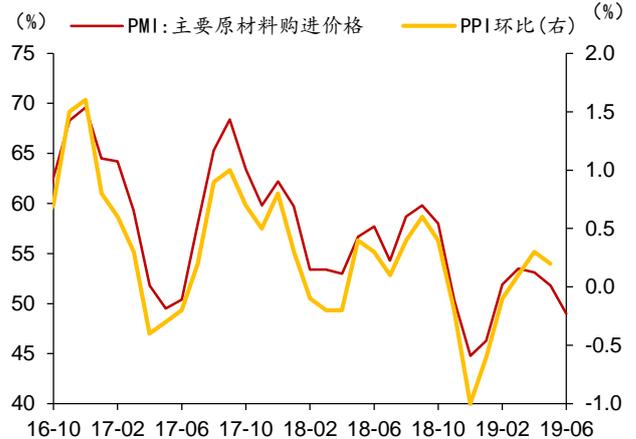
油价拖累价格表现，PPI或步入通缩

图表8：PMI出厂价格与主要原材料购进价格指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

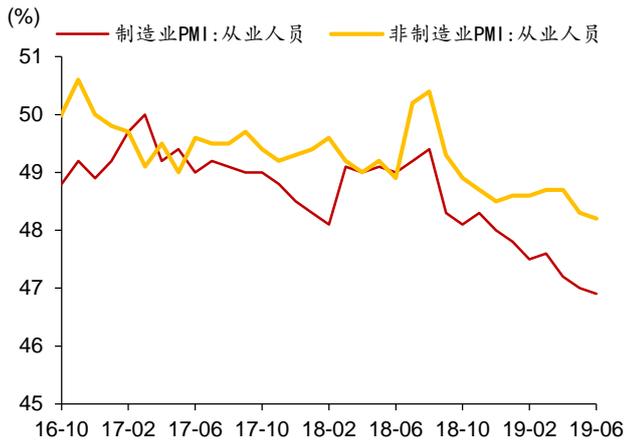
图表9：PMI原材料价格与PPI环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

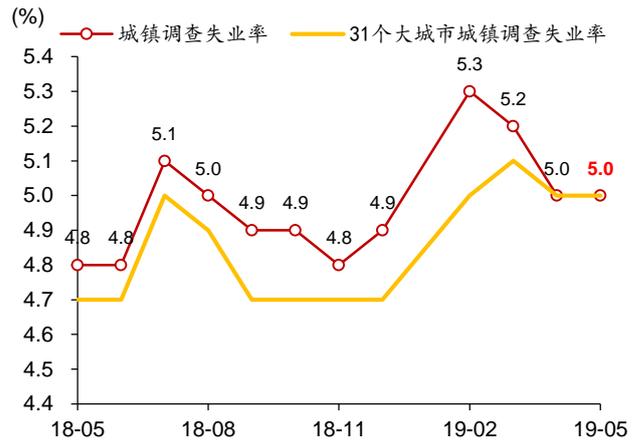
建筑活动与出口趋弱，失业尾部风险上升

图表10：PMI从业人员指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

建筑业景气度弱于季节表现，地产投资或继续放缓

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_11692



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn