

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：安图转债：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。

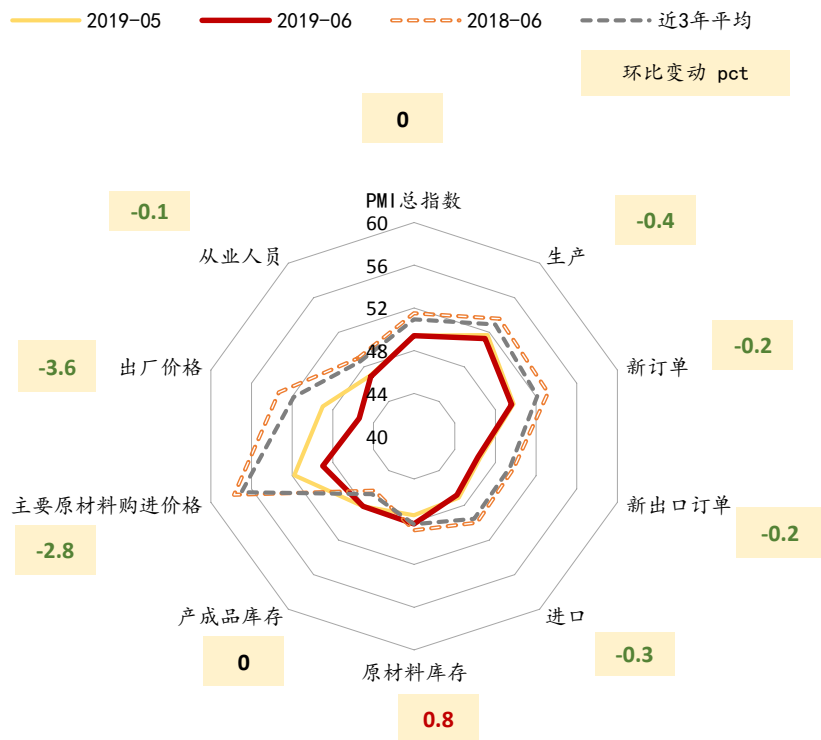
投资启示

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”

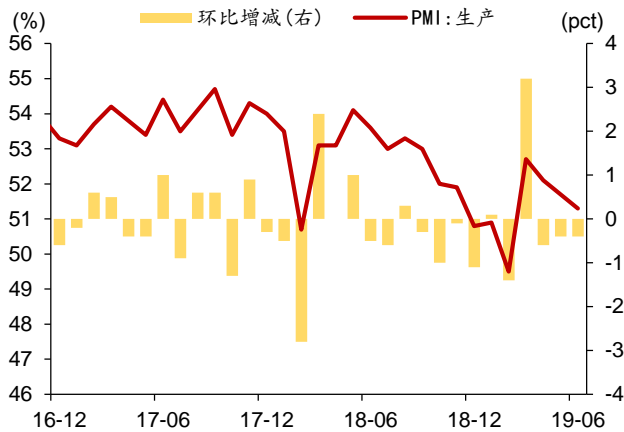
图表1：PMI环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

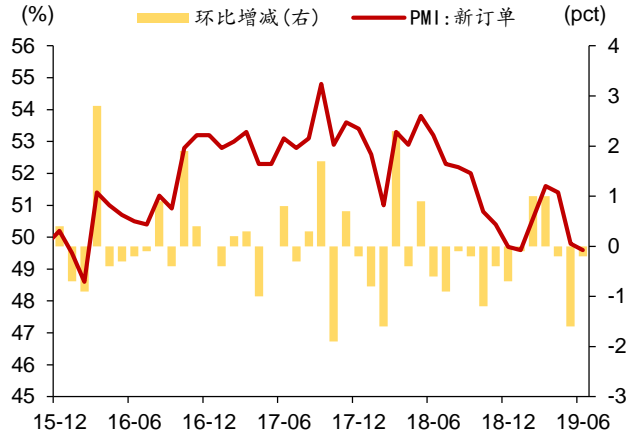
供需持续低迷，基本面下行压力明显

图表2：PMI 生产指数回落



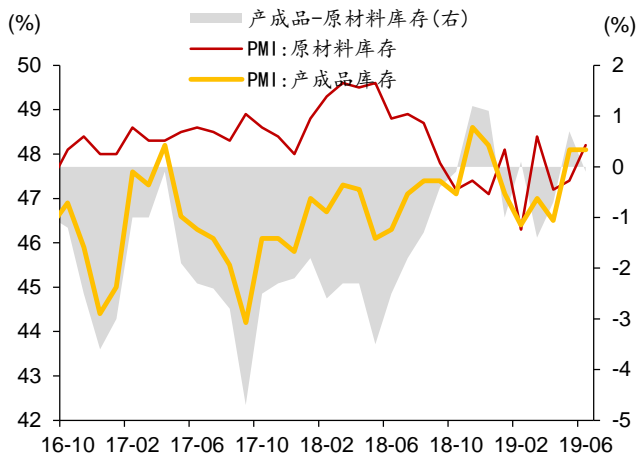
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：PMI 新订单指数回落



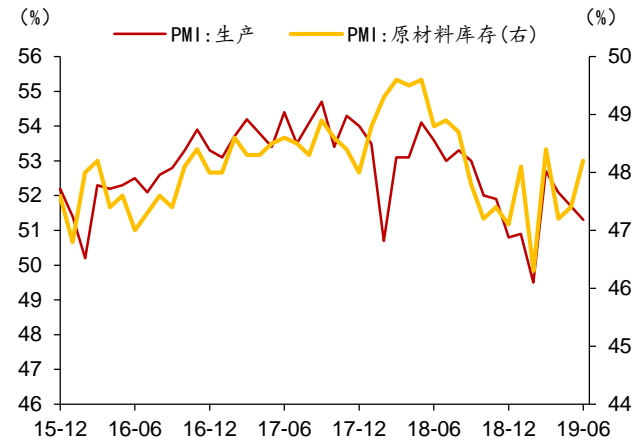
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PMI 原材料库存回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

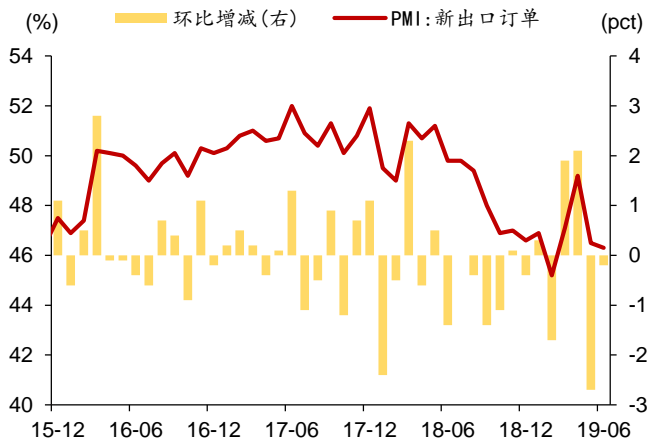
图表5：PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

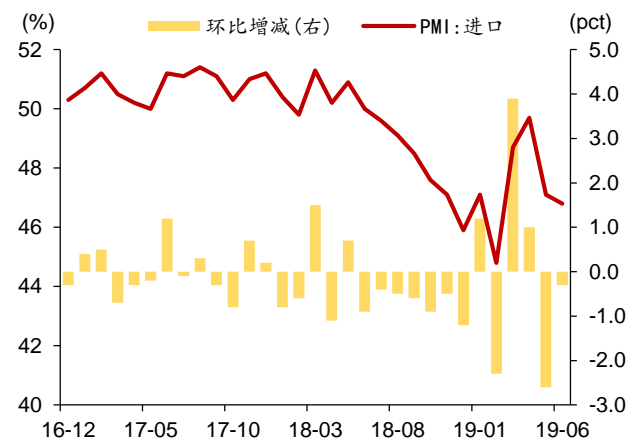
进出口订单继续回落，关税落地影响显现

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

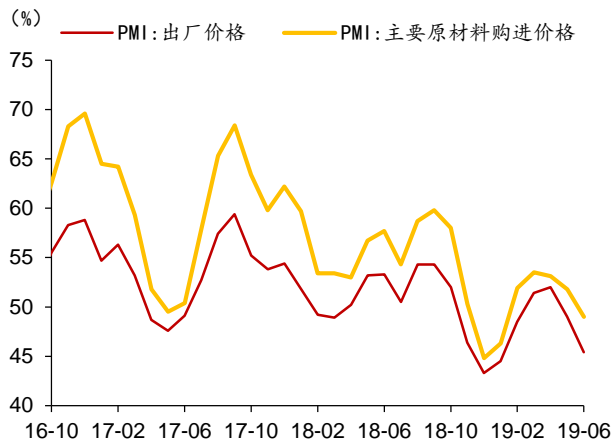
图表7：PMI 进口指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

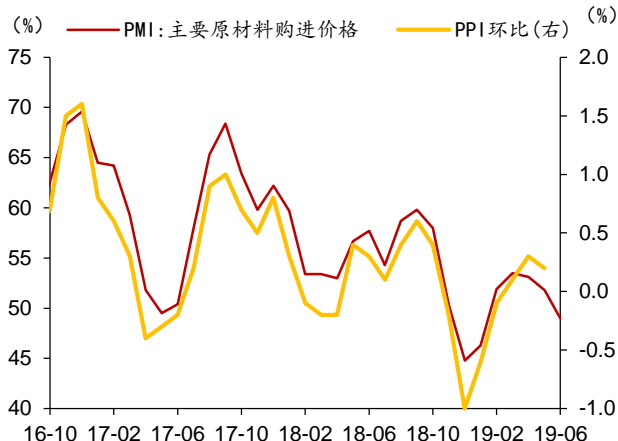
油价拖累价格表现，PPI或步入通缩

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

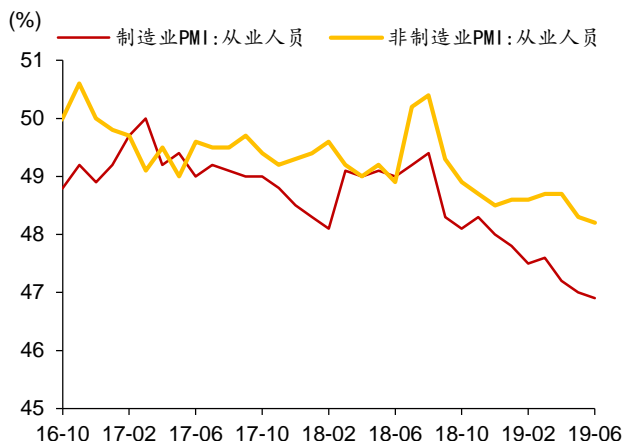
图表9：PMI原材料价格与PPI环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

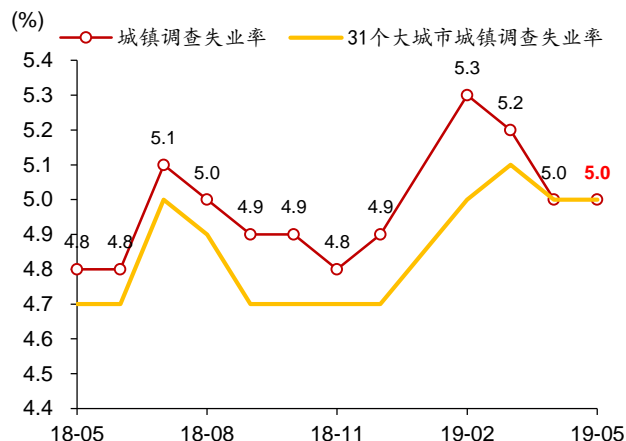
建筑活动与出口趋弱，失业尾部风险上升

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>