

## 固定收益研究/动态点评

2019年05月31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：三星转债：冷柜玻璃，浅尝即可》2019.05

2《固定收益研究：中国将允许银行开展期债交易点评》2019.05

3《固定收益研究：定力与灵活性兼备，利率并轨路径隐现》2019.05

## 外部弱化+情绪冲击，经济动能减弱

### ——2019年5月官方PMI数据点评

#### PMI数据概要：供需两弱，价格走低

5月官方制造业PMI 49.4%（市场预期49.9%，前值50.1%），回落0.7个百分点，再次跌破荣枯线。总体呈现“供需两弱，价格走低”的基本面特征。PMI指数几乎全线回落，仅库存分项存在被动累库，劳动节假期延长有所扰动，但全球经济继续下行、内生动力相对不足是景气度回落主因。微观主体信心有所受抑，逆周期政策需要保持延续度，稳增长预期仍有必要。

#### 供需走弱存在假期因素与外部扰动叠加

供需方面，5月生产指数51.7%，回落0.4个百分点；新订单指数49.8%，回落1.6个百分点。供需双双回落，假期因素与外部扰动叠加，基本面显露下行压力。首先，劳动节假期延长对生产活动影响明显。从高频发电煤耗看，今年节后复产节奏明显晚于往年。其次，贸易摩擦升级打压外需预期，企业生产备货放缓。库存方面，5月原材料库存指数47.4%，回升0.2个百分点；产成品库存指数48.1%，回升1.6个百分点。需求显著走弱，企业出现被动累库现象，或抑制后续企业生产动力。

#### 进出口订单大幅回落，贸易摩擦升级压制

5月新出口订单指数46.5%，回落2.7个百分点；进口指数47.1%，回落2.6个百分点。进出口订单均大幅回落，一方面受贸易摩擦升级影响，另一方面仍反映内外需疲态。美方再加关税导致新出口订单明显受抑。但本月出口或重现小级别抢跑，微观层面CCFI美东与美西航线再次与综合指数出现喇叭型缺口。与其他地区贸易方面，需求仍是主逻辑，主要经济体PMI仍在回落或收缩区间意味出口难有大幅提振，但转口贸易或将出现边际增量。此外，5月人民币汇率大幅贬值或对后期出口存在托底效果。

#### 需求疲弱拖累价格表现，PPI或渐入通缩

5月原材料购进价格指数51.8%，回落1.3个百分点；出厂价格指数49%，回落3个百分点。供需两弱，但需求更为低迷（降幅更大、落入收缩区间），价格明显承压。从商务部大宗商品价格指数看，5月能源、钢铁价格月初开始呈缓降态势。国际油价短期见顶，需求逻辑是主导因素。钢铁价格回落或说明地产施工节奏开始有所放缓，同时传统基建投资偏弱。有色价格下行或反映地产竣工节奏仍待企稳。预计5月PPI环比涨幅收窄、同比回落。在全球工业生产放缓、油价同比拖累等因素下，PPI或逐渐步入通缩。

#### 中小企业景气走弱，失业尾部风险需要提防

5月制造业从业人员指数47%，回落0.2个百分点；非制造业从业人员指数48.3%，回落0.4个百分点。中、小型企业PMI为48.8%和47.8%，分别回落0.3和2.0个百分点，显著弱于大型企业。中小企业作为吸纳就业主力军，景气度回落将增加就业市场尾部风险。4月失业率与年化城镇新增就业人口均在政府目标范围内，但7、8月毕业季叠加中美贸易摩擦升级，失业潮风险有所增加。我们认为，就业问题是政策底线之一，决定逆周期力度，尤其警惕7、8月失业率季节性冲高。

#### 建筑业景气度回落，地产施工节奏或放缓

5月建筑业PMI回落1.5个百分点至58.6%，地产基建等建筑业活动有所走弱。高频数据显示，主要钢材库存季节性下行放缓、螺纹钢价格自月初波动回落，水泥价格也止步不前，微观也印证建筑业活动走弱，或主因地产施工节奏放缓所致。而基建增速稳步上移仍可期，外部环境的不确定性需要确定性的逆周期政策对冲，基数走低也助力上行趋势。但今年减税降费、土地收入下滑意味着财政有其能力边界，在严控地方隐性债务的制约下，基建上行动能或将相对温和。

风险提示：逆周期政策力度超预期、中美贸易摩擦继续升级。

## 2019 年 5 月官方 PMI 数据点评

5 月官方制造业 PMI 49.4%（市场预期 49.9%，前值 50.1%），回落 0.7 个百分点，再次跌破荣枯线。总体呈现“供需两弱，价格走低”的基本面特征。本月 PMI 指数几乎全线回落，仅库存分项因被动累库回升，劳动节假期延长存在扰动因素，但全球经济继续下行、内生动力相对不足是景气度回落主因。微观主体信心有所受抑，逆周期政策需要保持延续度，稳预期仍有必要。

### 供需走弱存在假期因素与外部扰动叠加

供需方面，5 月生产指数 51.7%，回落 0.4 个百分点；新订单指数 49.8%，回落 1.6 个百分点。供需双双回落，假期因素与外部扰动叠加，基本面显露下行压力。首先，劳动节假期延长对生产活动影响明显。从高频发电煤耗看，今年节后复产节奏明显晚于往年。其次，贸易摩擦升级打压外需预期，企业生产备货放缓。

库存方面，5 月原材料库存指数 47.4%，回升 0.2 个百分点；产成品库存指数 48.1%，回升 1.6 个百分点。需求显著走弱，企业出现被动累库现象，或抑制后续企业生产动力。

### 出口订单大幅回落，贸易摩擦升级压制

5 月新出口订单指数 46.5%，回落 2.7 个百分点；进口指数 47.1%，回落 2.6 个百分点。进出口订单均大幅回落，一方面受贸易摩擦升级影响，另一方面仍反映内外需疲态。

对美贸易方面，贸易摩擦再起波澜。5 月 9 日美方正式宣布对华 2000 亿美元清单加征税率提高至 25%，自 6 月 1 日起实施，新出口订单明显受抑。但本月出口或重现小级别抢跑，微观层面 CCFI 美东与美西航线再次与综合指数出现喇叭型缺口。而中方对美反制对进口也存在相似影响。与其他地区贸易方面，需求仍是主逻辑，主要经济体 PMI 仍在回落或收缩区间意味出口难有大幅提振，但转口贸易或将出现边际增量。此外，5 月人民币汇率大幅贬值或对后期出口存在托底效果。

### 需求疲弱拖累价格表现，PPI 或渐入通缩

5 月原材料购进价格指数 51.8%，回落 1.3 个百分点；出厂价格指数 49%，回落 3 个百分点。供需两弱，但需求更为低迷（降幅更大、落入收缩区间），价格明显承压。

从商务部大宗商品价格指数看，5 月能源、钢铁价格月初开始呈缓降态势。国际油价短期见顶，需求逻辑是主导因素。钢铁价格回落或说明地产施工节奏开始有所放缓，同时传统基建投资偏弱。有色价格下行或反映地产竣工仍待企稳。预计 5 月 PPI 环比涨幅收窄、同比回落。在全球工业生产放缓、油价同比拖累等因素下，PPI 或逐渐步入通缩。

### 中小企业景气走弱，失业尾部风险需要提防

5 月制造业从业人员指数 47%，回落 0.2 个百分点；非制造业从业人员指数 48.3%，回落 0.4 个百分点。从业人员指数继续回落，就业压力仍存。5 月中、小型企业 PMI 为 48.8% 和 47.8%，分别回落 0.3 和 2.0 个百分点，显著弱于大型企业。中小企业作为吸纳就业主力军，景气度回落将增加就业市场尾部风险。

5 月 13 日，总理在全国就业创业工作会议上指出，把稳定和扩大就业放在更突出位置，确保完成全年就业目标任务。4 月失业率与年化城镇新增就业人口均在政府目标范围内，但 7、8 月毕业季叠加中美贸易摩擦升级，失业潮风险有所增加。今年两会总理强调财政和货币政策很大程度是围绕就业来进行。我们认为，就业问题是政策底线之一，决定逆周期力度（城镇调查失业率是关键观测指标），尤其警惕 7、8 月失业率季节性冲高。

## 建筑业景气度回落，地产施工节奏或放缓

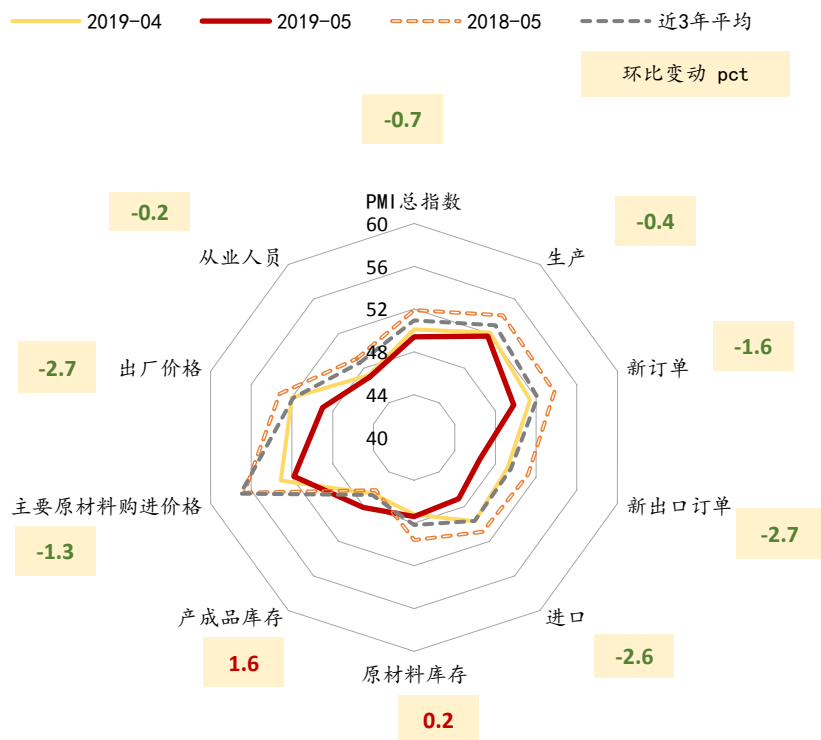
5 月建筑业 PMI 回落 1.5 个百分点至 58.6%，地产基建等建筑业活动有所走弱。高频数据显示，主要钢材库存季节性下行放缓、螺纹钢价格自月初波动回落，水泥价格也止步不前，微观也印证建筑业活动走弱，或主因地产施工节奏放缓所致。一方面，棚改减半对地产拖累可能初显，另一方面，房地产拖底经济不符合高质量发展要求，政策容忍度低，5 月房企融资条件或边际收紧。

基建增速稳步上移仍可期，外部环境的不确定性需要确定性的逆周期政策对冲，基数走低也助力上行趋势。但今年减税降费、土地收入下滑意味着财政有其能力边界，在严控地方隐性债务的制约下，基建上行动能或将相对温和。

## 5 月 PMI 数据全览

### “供需两弱，价格走低”

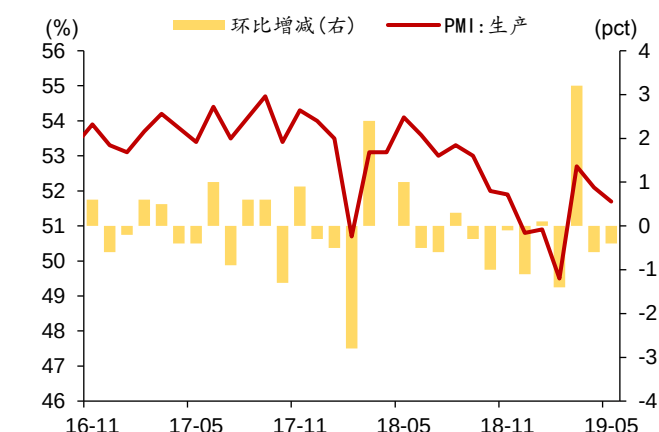
图表1： PMI 环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

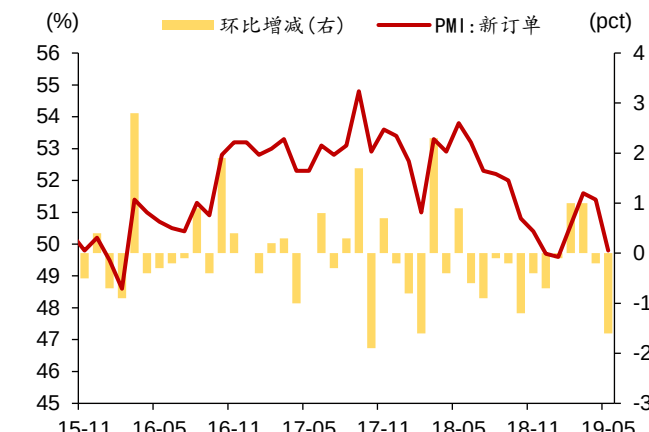
## 供需走弱存在假期因素与外部扰动叠加

图表2: PMI 生产指数回落



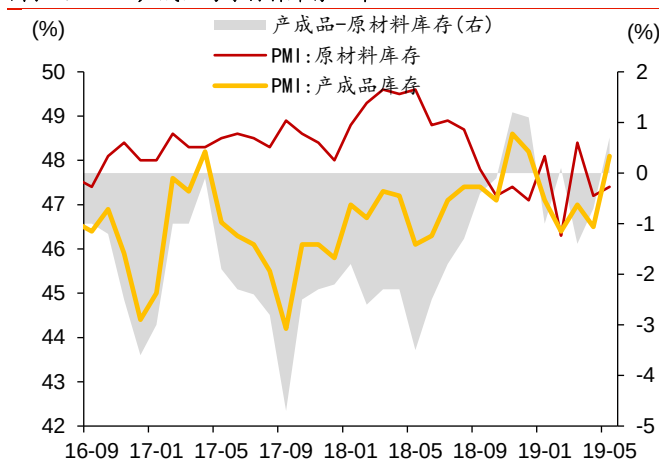
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: PMI 新订单指数回落



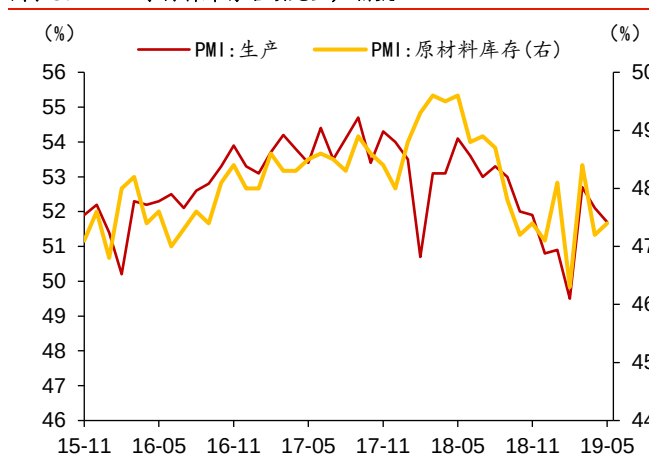
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 产成品与原材料库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

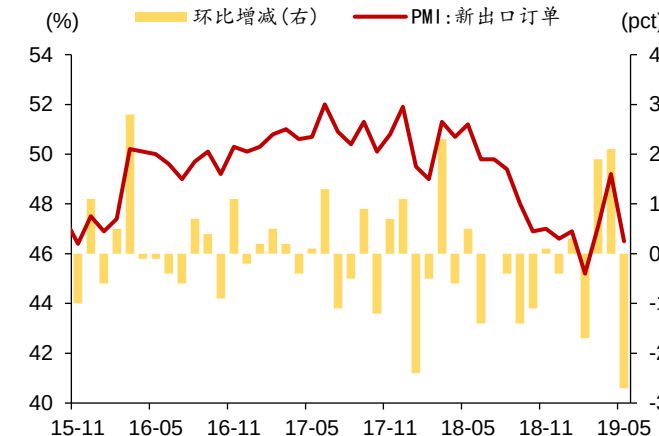
图表5: PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

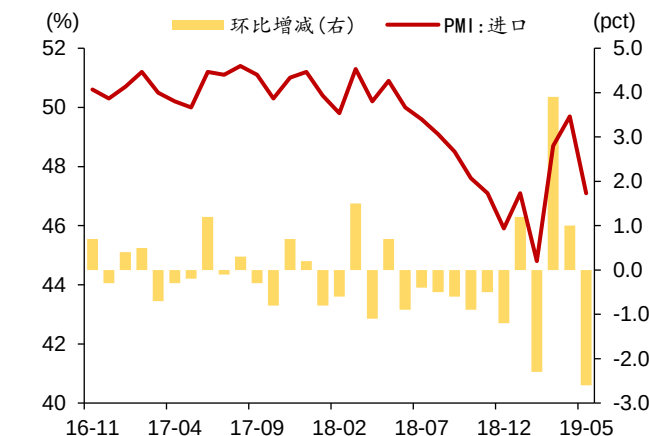
## 进出口订单大幅回落, 贸易摩擦升级压制

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

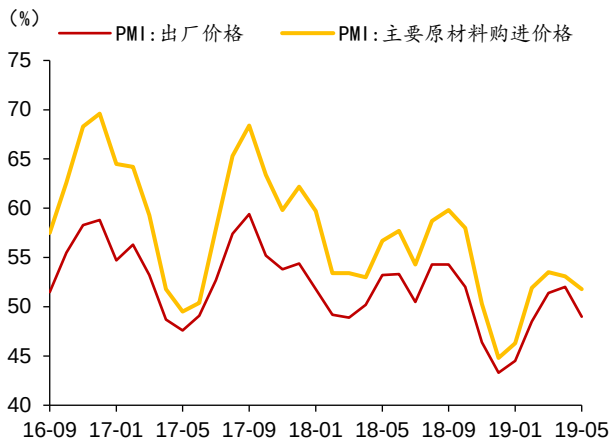
图表7: PMI 进口指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

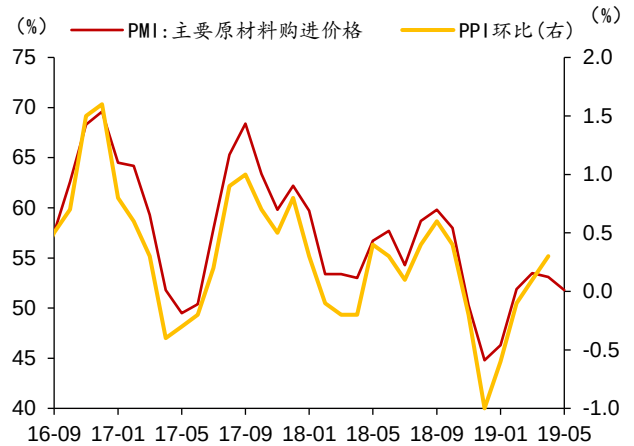
## 需求疲弱拖累价格表现，PPI 或渐入通缩

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

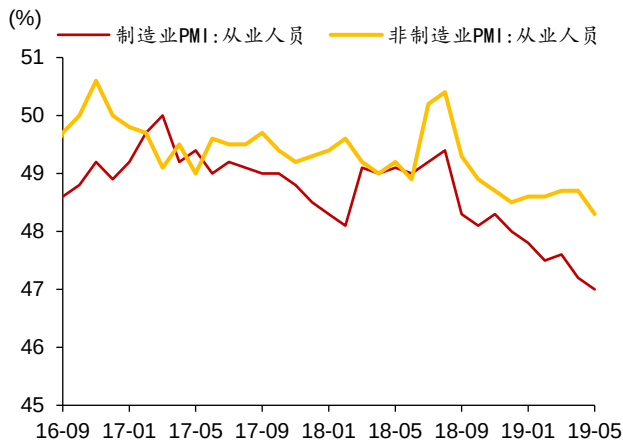
图表9： PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

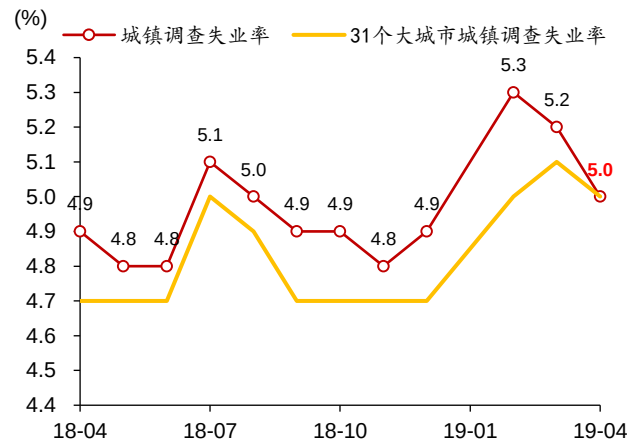
## 中小企业景气走弱，失业尾部风险增加

图表10： PMI 制造业从业人员指数回落



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

## 建筑业景气度回落，地产施工节奏或放缓

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\\_12260](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12260)

