

证券研究报告

PMI 回落符合预期，5 月债市博弈机会

报告摘要:

事件:

2019 年 4 月 30 日，统计局公布中国 2019 年 4 月份官方制造业 PMI 相关数据：官方制造业 PMI50.10%，预期 50.50%，前值 50.50%；官方非制造业 PMI54.30%，预期 54.90%，前值 54.80%。

点评:

2019 年 4 月制造业 PMI 较 3 月回落 0.4 个百分点，仍保持在荣枯线之上。4 月 PMI 的下行原因可以归因为四点：第一、从历史角度来看，11、13、16 年三年 PMI 均呈现 4 月低于 3 月的情况。第二、受春节因素消退以及增值税透支 4 月生产的影响，预计 4 月生产将有所回落。第三、库存指标显示目前依旧延续去库趋势，计入核心 5 分项的原材料库存指标对 PMI 形成负向拉动。第四、根据我们前期的预判，4 月的信贷、社融水平均将要低于 3 月的水平，因此 4 月经济状况有可能有波动下行的可能。

从具体的分项看，13 个分项中有 9 项均较 3 月有所下行。其中生产以及库存分项对 PMI 负向拉动最为明显。除此之外，价格以及从业人员分项变动也对 PMI 产生负向影响。与之相对应：4 月 PMI 分项中有 4 项呈现正向拉动：分别是新出口订单、进口以及出厂价格和供应时间这四大分项。**生产指数下行至 52.1%，低于 5 年的历史均值水平（52.80%），生产分项的下行为 4 月 PMI 下降的主因。**4 月 PMI 生产分项的下行主要系两面原因所致：第一、今年 3 月水平高于往年的水平，季节性因素作用下 4 月生产将自然回落。第二、企业为了增加抵扣项，在 3 月透支了 4 月的生产，这也导致了 4 月 PMI 生产分项的下滑。**库存周期发生转换，被动去库实质依旧。**4 月 PMI 两大库存指标较 3 月有所回落，同时生产指标也显示有下行压力。但已公布的 3 月工业企业利润数据显示，目前企业库存周期已由主动去库进入到被动去库的阶段。虽然 4 月生产有所回落，但一方面其下落是由于 3 月透支生产引发；另一方面高频指标以及需求端数据也印证目前经济有所回暖，库存周期实质上仍处于被动去库阶段。

总结及分析：4 月 PMI 的下行与我们的预期相符，如我们一周策略所提及的已经是越来越明显，未来利率债可能只有博弈预期差的机会。宏观经济已经企稳，但数据上可能会有反复，回升力度不一定很大。短期策略来说，我们认为 5 月是宏观数据可能出现反复的一个月。5 月有望出现宏观预期差，带来一定的交易行情，PMI 的指标变动印证了我们的观点，可以短期博弈下预期差做多。

历史收益率曲线



收益率 (%)	10Y	1Y
国债	3.4268	2.7223

相关数据

品种	2019/4/29	
国债	1Y	2.7223
	3Y	3.0376
	5Y	3.2199
	7Y	3.4391
	10Y	3.4268

相关报告

【东北固收·3月制造业 PMI 数据点评】

PMI 回升符合预期，供求回暖外压依旧
2019-3-31

【东北固收·2月制造业 PMI 数据点评】春节错位 PMI 如期下行，价格双升 PPI 环增同低

2019-2-28

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001
010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005
010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025
010-58034586 zoukun@nesc.cn

事件:

2019年4月30日,统计局公布中国2019年4月份官方制造业PMI相关数据:官方制造业PMI 50.10%,预期50.50%,前值50.50%;官方非制造业PMI 54.30%,预期54.90%,前值54.80%。

点评:

2019年4月制造业PMI较3月回落0.4个百分点,仍保持在荣枯线之上。4月PMI的下行原因可以归因为四点:第一、从历史角度来看,11、13、16年三年PMI均呈现4月低于3月的情况。第二、受春节因素消退以及增值税透支4月生产的影响,预计4月生产将有所回落。第三、库存指标显示目前依旧延续去库趋势,计入核心5分项的原材料库存指标对PMI形成负向拉动。第四、根据我们前期的预判,4月的信贷、社融水平均将要低于3月的水平,因此4月经济状况有可能有波动下行的可能。

从具体的分项看,13个分项中有9项均较3月有所下行。其中生产以及库存分项对PMI负向拉动最为明显。除此之外,价格以及从业人员分项变动也对PMI产生负向影响。与之相对应:4月PMI分项中有4项呈现正向拉动:分别是新出口订单、进口以及出厂价格和供应时间这四大分项。

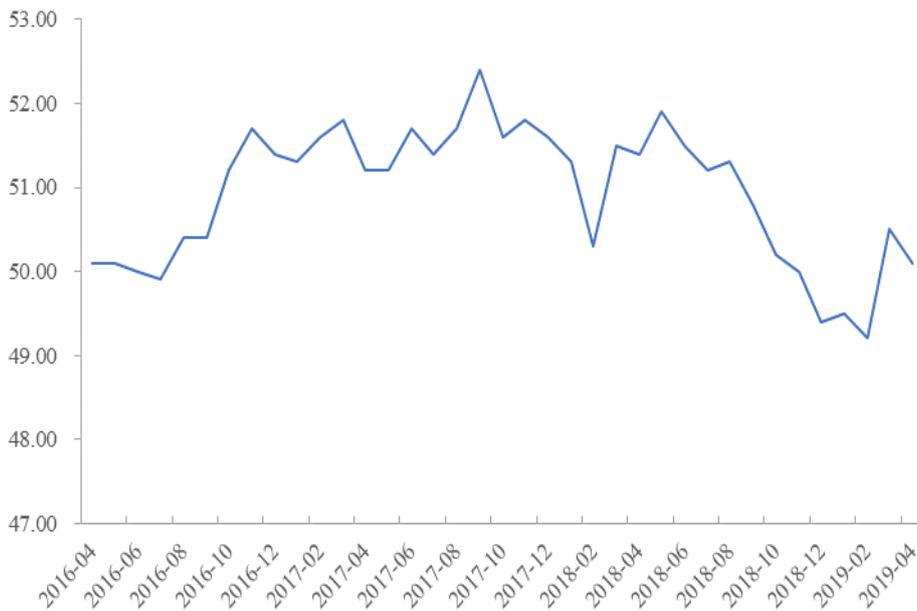
生产指数下行至52.10%,低于5年的历史均值水平(52.80%),生产分项的下行为4月PMI下降的主因。4月PMI生产分项的下行主要系两面原因所致:第一、今年3月水平高于往年的水平,季节性因素作用下4月生产将自然回落。第二、企业为了增加抵扣项,在3月透支了4月的生产,这也导致了4月PMI生产分项的下滑。

内外双需指标齐升,缓慢回升助力经济。4月PMI的新订单以及进口指标,分别较3月回升2.1和1.0个百分点,较上月均有所回暖,延续前期回暖的趋势。虽然内外需求指标依旧位于荣枯线下,但指标已连续回升,尤其是外需回暖趋势不断增强。根据1季度GDP的三大需求拉动情况来看:出口拉动作用有明显好转。预计2季度出口对经济仍回维持正向拉动作用。

库存周期发生转换,前瞻指引PPI回升。4月PMI两大库存指标较3月有所回落,同时生产指标也显示有下行压力。但已公布的3月工业企业利润数据显示,目前企业库存周期已由主动去库进入到被动去库的阶段。虽然4月生产有所回落,但一方面其下落是由于3月透支生产引发;另一方面高频指标以及需求端数据也印证目前经济有所回暖,库存周期实质上仍处于被动去库阶段。4月价格指标产生分化,如统计局做出的表述:“主要原材料购进价格指数为53.1%,比上月小幅回落0.4个百分点;出厂价格指数升至52.0%,高于上月0.6个百分点,为6个月高点。两个价格指数差值连续两个月缩小,表明相关行业企业利润空间有所改善。”。同时由于产品价格上涨, PPI环比也将回升(3月PPI环比为0.1%,为正值),预计4月PPI同比也将回升。

总结及分析: 4月 PMI 的下行与我们的预期相符, 如我们一周策略所提及的已经是越来越明显, 未来利率债可能只有博弈预期差的机会。宏观经济已经企稳, 但数据上可能会有反复, 回升力度不一定很大。短期策略来说, 我们认为5月是宏观数据可能出现反复的一个月。5月有望出现宏观预期差, 带来一定的交易行情, PMI 的指标变动印证了我们的观点, 因此我们维持前期的观点, 可以短期博弈下预期差做多。

图 1: PMI (单位:%)



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: PMI 需求类指数 (单位:%)



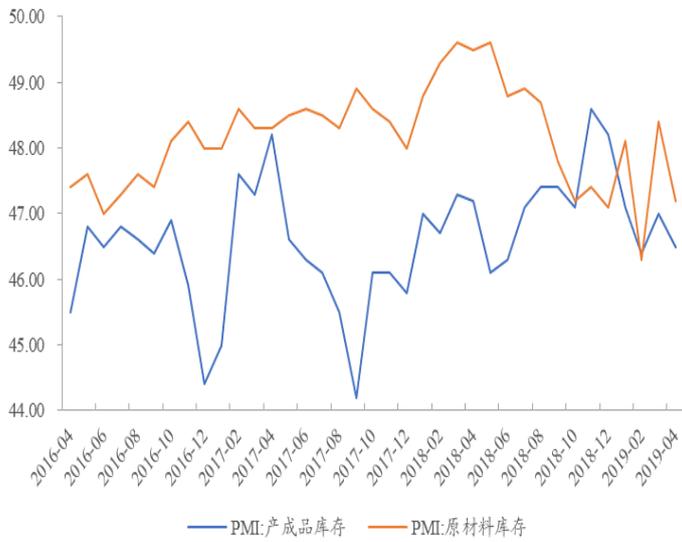
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PMI 采购类指数 (单位:%)



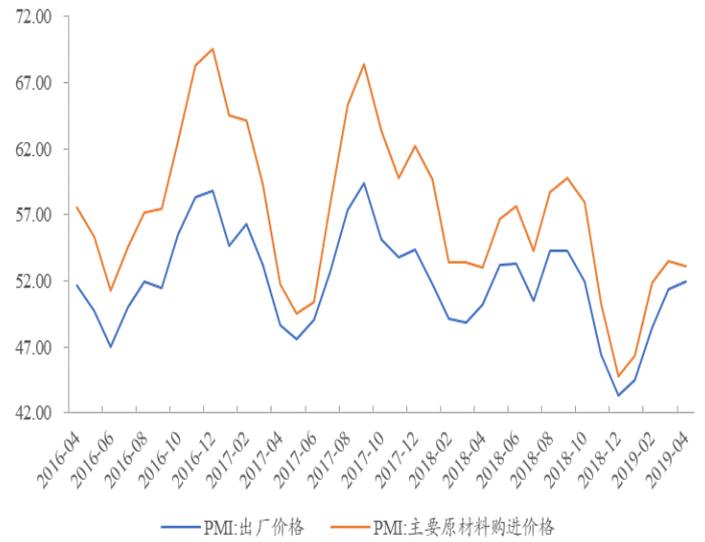
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: PMI 库存类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: PMI 价格类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

分析师简介:

刘辰涵, 南开大学经济学硕士, 现任东北固收分析师。
付昊, 南开大学经济学硕士, 现任东北固收研究助理。
邹坤, 北京大学数学系硕士, 现任东北固收研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	由此	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准 5% 至 5% 之间

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_12801

