

## 固定收益研究/动态点评

2019年04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：永续债税收政策首次明确》2019.04
- 2 《固定收益研究：TMLF 缩短放长，结构引导》2019.04
- 3 《固定收益研究：19 巨化 EB：发行条款再创新》2019.04

# 减税抢跑透支兑现，经济向好动能仍存

## ——2019年4月官方PMI数据点评

### 策略启示：配置盘尝试增持，交易盘保持耐心、看短做短

4月制造业PMI 50.1%，略有回落，但仍处于荣枯线以上，剔除增值税下调扰动看，经济向好动能仍存。我们仍认为短期是债市的喘息期，季末之后资金面略有好转，本周利率债供给压力不大，股市受业绩类等影响表现疲软。二季度整体来看，后续的经济惯性、CPI确定性的上行、供给压力、资金面扰动仍是制约因素。股债之间的性价比重新平衡，维持十年国债3.3-3.55%是价值区间，3.55%历史中枢附近机会将凸显。在经过近期调整，长端利率债赔率改善，胜率仍有较大不确定性，我们建议配置盘尝试增持，交易盘保持耐心、看短做短。

### PMI数据概要：供需回落，价格分化

4月官方制造业PMI 50.1%（市场预期50.7%，前值50.5%），回落0.4个百分点，第二个月运行在荣枯线以上。总体呈现“供需回落，价格分化”的基本面特征。近两个月PMI生产、库存等分项指标，因下调增值税率落地前企业加快备货而存在前后增减扰动，但对比2月看生产仍强，新订单环比更强者于历史季节性，表明经济向好动能仍存。

### 供需走弱主因下调增值税扰动

4月生产指数52.1%，回落0.6个百分点；新订单指数51.4%，回落0.2个百分点；原材料库存指数47.2%，回落1.2个百分点；产成品库存指数46.5%，回落0.5个百分点。增值税率下调前，企业加快原材料备货倒逼上游增加生产，导致3月生产、原材料库存指数环比大幅走高。本月回调部分源于透支兑现，但生产指数较2月走高2.6个百分点，仍是近7年最大景气回升幅度，复苏向好的态势并未逆转。新订单指数环比略降，但历史对比需求明显较强。随着终端消费企稳、基建逐步发力、房地产建安开支回升，需求景气有望延续向好态势。

### 进出口指数继续回升，外贸压力最大时点或已过

4月新出口订单指数49.2%，回升2.1个百分点；进口指数49.7%，回升1个百分点。上月进出口指数主因节后复工大幅走高，本月贸易活动回归常态但指数仍能保持较强增长动能，反映外贸压力最大时点或已过。一季度对美贸易额同比降15.4%，但4月中美第九轮磋商后，双方将设立执法办公室以推进后续协议执行，贸易谈判在曲折中向好发展。考虑到加关税前的抢跑透支在一季度已集中释放，对美贸易修复有望提振进出口增长。

### 出厂与原材料价格剪刀差走扩改善制造业盈利

4月原材料购进价格指数53.1%，回落0.4个百分点；出厂价格指数52%，回升0.6个百分点。下调增值税与备货动力减弱导致原材料价格有所回落。而此前原材料价格上涨滞后传导，出厂价格有所回升，也侧面反映需求较强。增值税率下调后，产业链上下游之间定价能力导致不同行业价格分化。出厂价格与原材料购进价格剪刀差走扩有利于制造业行业盈利改善。

### 建筑业景气度有所回落，失业压力仍存

4月制造业从业人员指数47.2%，回落0.4个百分点，失业季节性高点已过但仍存压力。反映东部沿海中小企业状况的财新制造业PMI回落0.6个百分点，就业市场尾部风险仍存。今年两会首次将就业优先政策置于宏观政策层面。我们认为就业问题是政策底线，决定逆周期力度，仍需关注7-8月季季节性失业高点。4月建筑业PMI回落1.6个百分点至60.1%，但仍位于高景气区间，房地产施工较快、财政逆周期发力基建。但一季度经济好于预期，政策重心出现再平衡，同时减税降费、土地收入下滑意味着财政有能力边界，建筑业景气度回落或反映基建上行动能相对温和。

风险提示：房地产投资超预期回落、中美贸易谈判戏剧性逆转。

## 2019年4月官方PMI数据点评

4月官方制造业PMI 50.1%（市场预期50.7%，前值50.5%），回落0.4个百分点，第二个月运行在荣枯线以上。总体呈现“供需回落，价格分化”的基本面特征。近两个月PMI生产、库存等分项指标，因下调增值税率落地前企业加快备货而存在前后增减扰动，但对比2月看生产仍强，新订单环比更强于历史季节性，表明经济向好动能仍存。

### 供需走弱主因下调增值税扰动

4月生产指数52.1%，回落0.6个百分点；新订单指数51.4%，回落0.2个百分点。增值税率下调前，企业加快原材料备货倒逼上游增加生产，导致3月生产指数环比大幅走高。本月生产指数回调部分源于透支兑现，但较2月走高2.6个百分点（一定程度剔除增值税前后扰动），仍是近7年最大景气回升幅度，生产复苏向好的态势并未逆转。新订单指数环比略降，中上游制造业上月订单同样存在透支，但历史对比需求明显较强。随着终端消费企稳、基建逐步发力、房地产建安开支回升，需求景气有望延续向好态势。

### 原材料库存回落因提前备货透支兑现

4月原材料库存指数47.2%，回落1.2个百分点；产成品库存指数46.5%，回落0.5个百分点。同样因增值税率下调，企业为增加税收抵扣而在上月加快原材料补库，存在一定透支。本月原材料库存指数回落主要是前期透支的合理回调。4月减税、5月降社保费率、金融供给侧改革化解中小企业融资问题，企业信心有望进一步修复，主动补库意愿有望增强。产成品库存回落反映需求较好，尤其新出口订单环比大涨消化库存。

### 进出口指数继续回升，外贸压力最大时点或已过

4月新出口订单指数49.2%，回升2.1个百分点；进口指数49.7%，回升1个百分点。上月进出口指数主因节后复工大幅走高，本月贸易活动回归常态但指数仍能保持较强增长动能，反映外贸压力最大时点或已过。一季度对美贸易额同比降15.4%，但4月中美第九轮磋商后，双方将设立执法办公室以推进后续协议执行，贸易谈判在曲折中向好发展。考虑到加关税前的抢跑透支在一季度已集中释放，对美贸易修复有望提振进出口增长。

### 出厂与原材料价格剪刀差走扩改善制造业盈利

4月原材料购进价格指数53.1%，回落0.4个百分点；出厂价格指数52%，回升0.6个百分点。下调增值税与备货动力减弱导致原材料价格有所回落。而此前原材料价格上涨滞后传导，出厂价格有所回升，也侧面反映需求较强。此外，增值税率下调后，产业链上下游之间定价能力导致不同行业价格分化。其中，上游黑金冶炼加工业价格升幅大；中间品制造业价格有所回落；因猪肉价格上涨，食品加工行业价格回升；但饮料、服装等下游行业价格有所回落。整体而言，出厂价格与原材料购进价格剪刀差走扩有利于制造业行业盈利改善。

### 失业压力仍存，就业底线决定逆周期力度

4月制造业从业人员指数47.2%，回落0.4个百分点；非制造业从业人员指数48.7%，持平于上月。从业人员指数小幅回落，意味着失业的季节性高点虽已过但仍有压力。中型企业PMI回落0.8个百分点，反映东部沿海中小企业状况的财新制造业PMI回落0.6个百分点，中小微、外向型企业压力仍在，就业市场尾部风险仍存。今年两会首次将就业优先提升至宏观政策层面，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，就业问题是年内政策底线，决定逆周期力度（城镇调查失业率是重要观测指标，5.5%是红线）。目前就业有压力无风险，仍需关注7-8月的季节性失业高点。

## 建筑业景气度有所回落，基建上行动能或温和

4月建筑业PMI回落1.6个百分点至60.1%，虽有所回落但仍位于高景气区间，房地产施工较快、财政继续逆周期发力基建。高频数据显示，3月下旬以来钢材日均产量较高但库存去化仍快，水泥产量同比大增但价格仍在走高，微观反映建筑业活动仍旺盛。但一季度经济好于预期，政策重心出现再平衡，同时减税降费、土地收入下滑意味着财政有能力边界，建筑业景气度回落或反映基建上行动能相对温和。

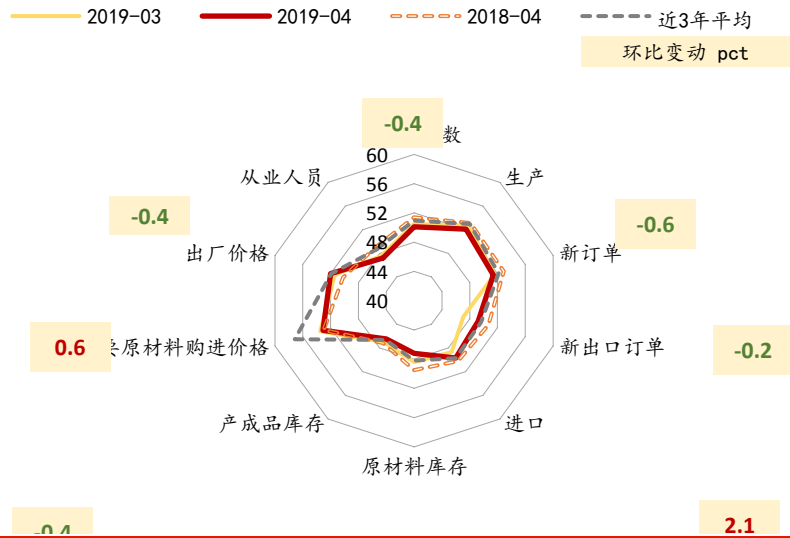
## 策略启示：配置盘尝试增持，交易盘保持耐心、看短做短

PMI数据有所回落，但仍处于50%以上，剔除增值税下调扰动看，经济向好动能仍存。我们仍认为短期是债市的喘息期，季末之后资金面略有好转，本周利率债供给压力不大，股市受业绩类等影响表现疲软。二季度整体来看，后续的经济惯性、CPI确定性的上行、供给压力、资金面扰动仍是制约因素。股债之间的性价比重新平衡，维持十年国债3.3-3.55%是价值区间，3.55%历史中枢附近机会将凸显。在经过近期调整，长端利率债赔率改善，胜率仍有较大不确定性，我们建议配置盘尝试增持，交易盘保持耐心、看短做短。

## 4月PMI数据全览

### 4月制造业PMI受下调增值税前备货透支扰动

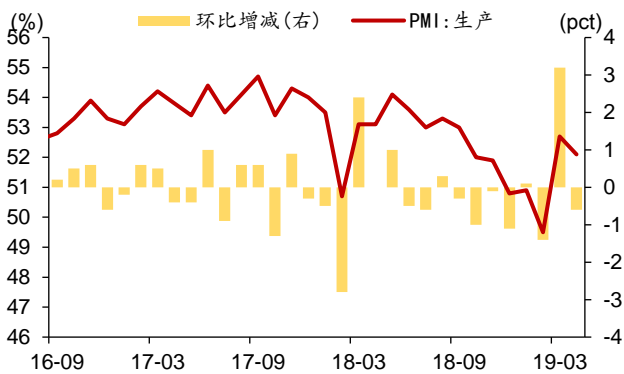
图表1: PMI环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

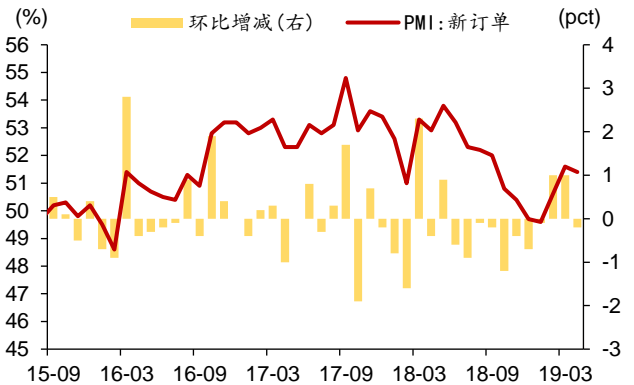
### 供需走弱主因下调增值税扰动

图表2: PMI生产指数回落



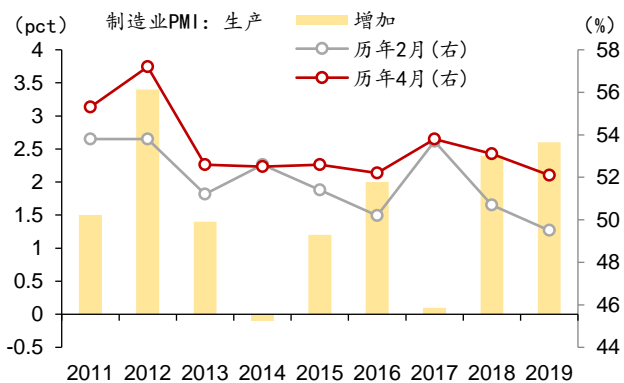
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: PMI新订单指数继续回落



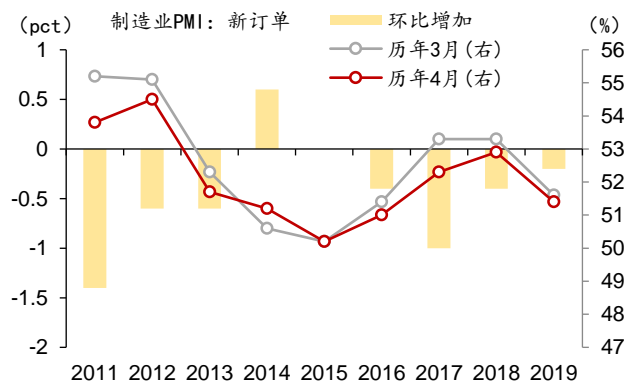
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI生产指数较2月回升仍高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

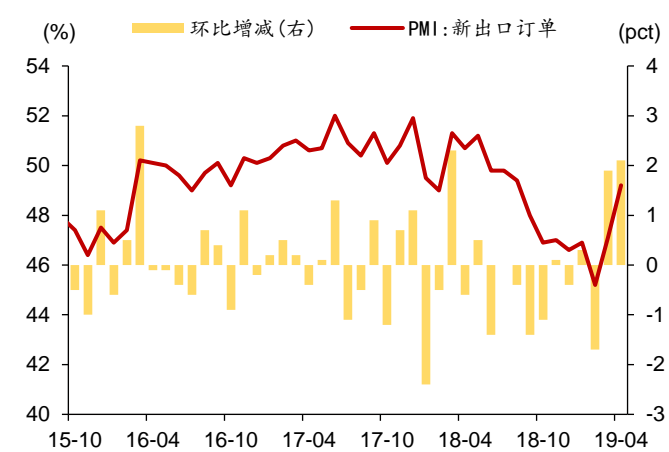
图表5: PMI新订单指数环比历史对比较强



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

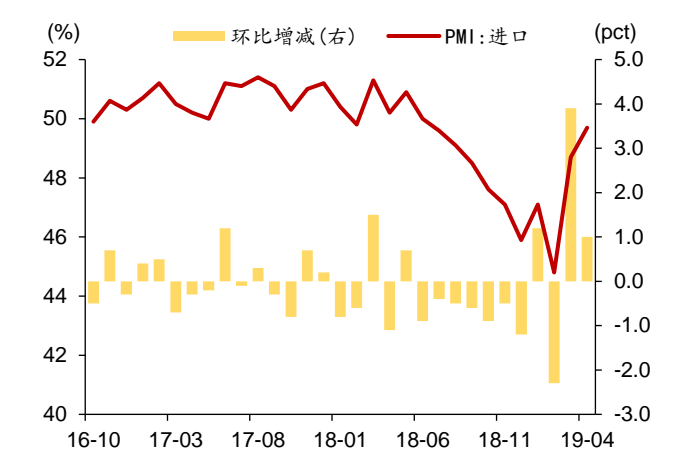
## 进出口指数继续回升，外贸压力最大时点或已过

图表6: PMI新出口订单指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

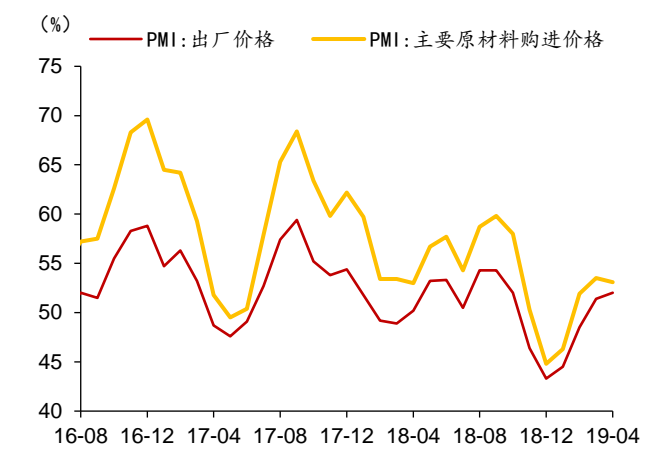
图表7: PMI进口指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

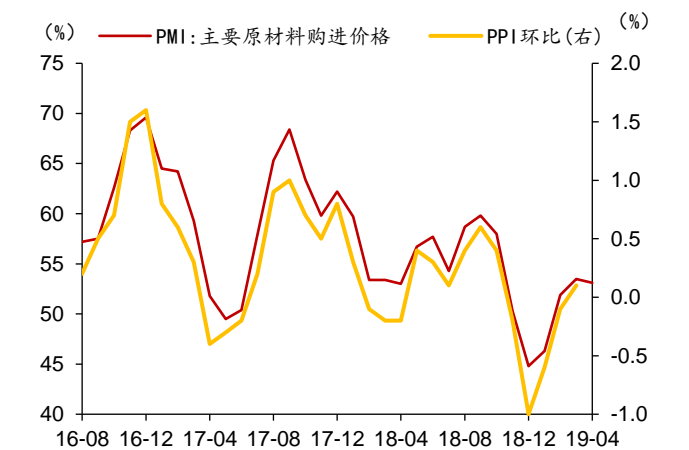
## 出厂与原材料价格剪刀差走扩改善制造业盈利

图表8: PMI出厂价格回升, 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

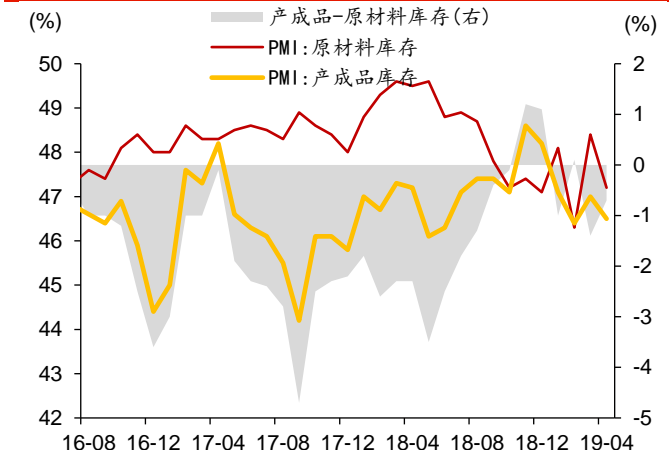
图表9: PMI原材料价格与PPI环比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

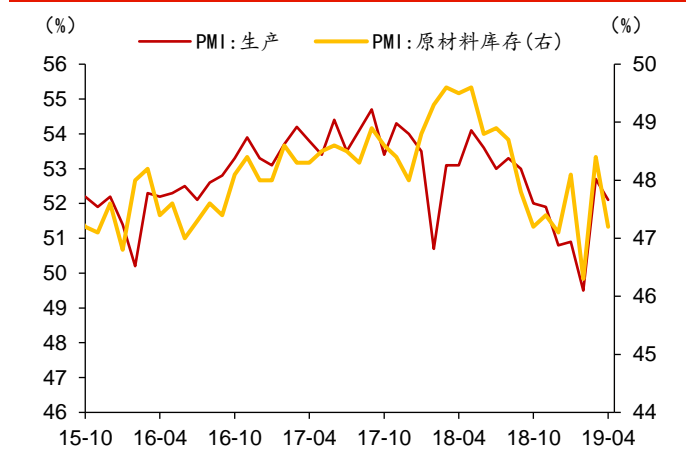
## 原材料库存回落因提前备货透支兑现

图表10: PMI产成品与原材料库存回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: PMI原材料库存领先生产指数1-2个月

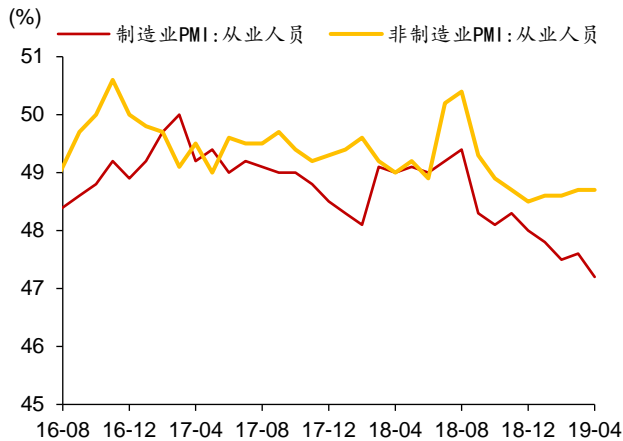


资料来源: Wind, 华泰证券研究所



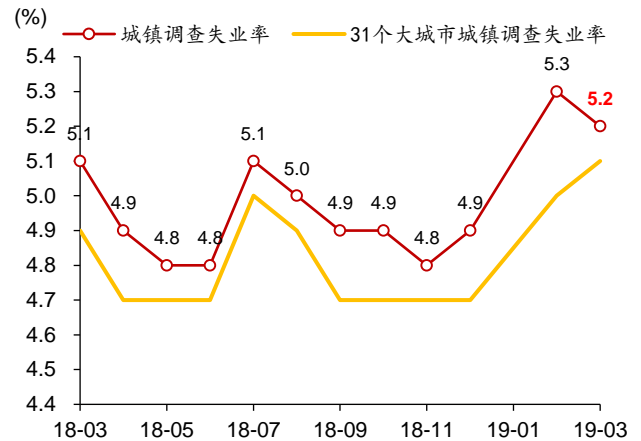
## 失业压力仍存，就业底线决定逆周期力度

图表12: PMI制造业从业人员指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

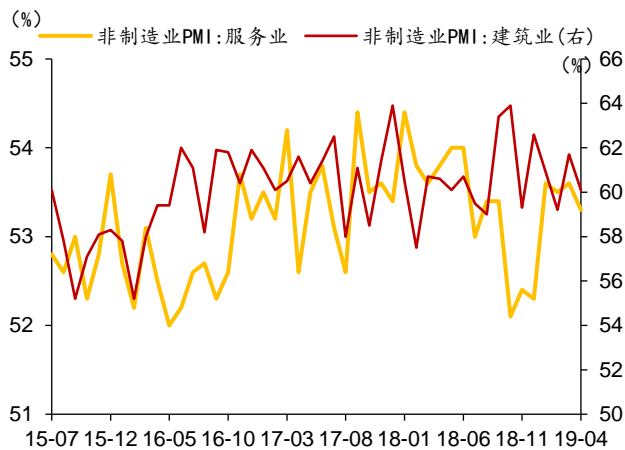
图表13: 关注就业指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

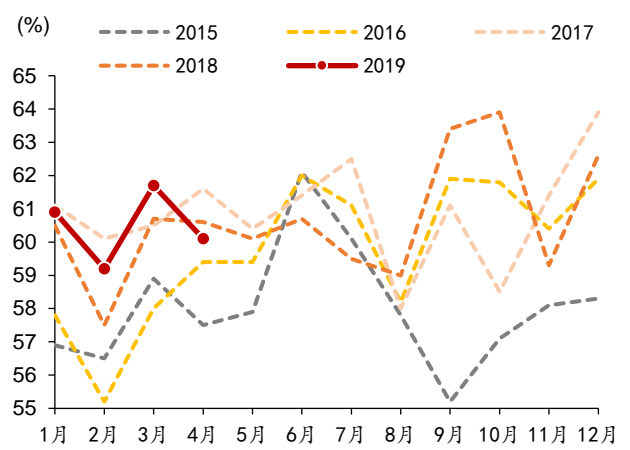
## 建筑业景气度有所回落，基建上行动能或温和

图表14: 建筑业 PMI 回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 建筑业 PMI 季节图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## PMI 同期对比、横向对比

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\\_12812](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12812)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn