

固定收益研究/动态点评

2020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

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 20200629 信用债日常跟踪》2020.06

2《固定收益研究: 票据“债券化”之路开启》2020.06

3《固定收益研究: 20200624 信用债日常跟踪》2020.06

经济渐进修复下的结构和政策信号

2020年6月官方PMI点评

核心观点

6月官方制造业PMI 50.9%，环比上升0.3个百分点，第4个月处在荣枯线之上，经济仍处于疫后渐进修复的阶段。分项看，外需开始改善、库存积极去化、价格继续回暖，企业的生产动力有所增强。二季度可能是经济环比修复最快的阶段，但也带来政策重心再平衡。三季度，财政加码基建具有确定性，消费有望稳步修复，但出口仍存隐忧。向后看，经济仍有望逐季好转，视线更应关注结构分化，以及政策退出“救急模式”后的重心变化。货币政策可能是收敛而不收紧，十年期国债进入2.9-3.0%区间不悲观。股市面临的基本面和流动性环境仍有利，地缘风险稍加提防。

供求回暖得益于外需与基建带动

6月生产指数53.9%，环比上升0.7个百分点；新订单指数51.4%，环比上升0.5个百分点。医药/有色/通用设备/电气机械行业订单与生产指数环比增幅较大。新订单回升主要受出口订单环比增长拉动，生产指数环比走高存在订单和原材料进口回升的推力，反映在库存积极去化的过程中，企业生产预期改善。但小型企业供求指标反而恶化，疫情环境下，行业集中度可能加快提升。据中采，当月原材料/设备类/中间品生产均环比有所回升，而消费品产量回落，这反映基建地产投资、而非消费是生产的主要驱动力。

经济重启提振外需，基建带动进口改善

6月新出口订单指数42.6%，环比回升7.3个百分点。或受益于海外经济重启。由于订单到出口存在时滞，三季度的出口可能仍有压力，但至少会改善企业预期、提振生产积极性。向后看，出口的不确定性在于美国疫情反弹阻碍重启节奏、海外产能恢复削弱供给转移带来的支撑。进口指数47%，环比上升1.7个百分点。国内基建强势发力背景下，铁矿石补库存需求大幅增长，基建投资正带动国内进口边际改善，而贸易顺差可能收窄。

工业品价格继续回暖，关注结构性信号

6月原材料购进价格指数56.8%，环比上升5.2个百分点；出厂价格指数52.4%，环比上升3.7个百分点。预计6月PPI环比转正、同比回升。价格回暖与库存下降是积极去库存组合，制造业盈利有望继续修复，上游工业弹性更大。高频来看，有色与能源涨价，反映外需改善；玻璃涨价，暗示地产竣工走强，地产相关消费品可能受益；水泥与黑色系价格走弱，受6月南方洪涝对建筑业户外施工负面影响，水泥价格区域分化的格局凸显。

气候因素添扰，建筑建材短空长多

6月建筑业PMI环比回落1.0个百分点至59.8%，受南方雨水洪涝扰动，或对基建地产投资带来不利影响。气候因素只是阶段性扰动，短期影响施工进度，中期反而催生赶工、甚至农田、水利设施灾后重建需求。6月建筑业预期指数为67.8%，也显示后续需求向好，并且6-7月发行抗疫特别国债将再次加码基建投资。建筑、建材行业存在“短空长多”的宏观逻辑。

市场启示

货币政策方面，疫情和经济出现积极改善，政策后遗症的关注度提升，直达实体工具的出现降低对宽货币的依赖度，货币政策可能是收敛而不收紧。利率债供给压力三季度仍大，结构性存款压降、理财新规过渡期、类债基金统一监管等监管政策对市场可能有扰动。在这种复杂环境下，我们重申相信常识和安全边际，十年期国债进入2.9-3.0%区间不悲观。股市面临的基本面和流动性环境仍有利，地缘风险稍加提防，权重股抱团上涨的同时关注可选消费、老旧小区改造、科技、大金融等候选板块机会。

风险提示：海外疫情反弹、南方洪涝持续。

2020 年 6 月官方 PMI 数据点评

6 月官方制造业 PMI 50.9%，环比上升 0.3 个百分点，第 4 个月处在荣枯线之上。 PMI 指数维持扩张态势，经济仍处于疫后渐进修复的阶段。分项看，外需开始改善、库存积极去化、价格继续回暖，企业的生产动力有所增强。结构上，基建走强是推动供求、进口回暖的主线，消费尚且乏力。此外，小型企业景气度环比明显走弱，行业集中度或加快提升，但对就业存在不利影响。

我们认为二季度是经济环比修复最快的阶段，各项经济指标逐月向好，但也带来政策重心再平衡。三季度，财政加码基建仍相对具有确定性，消费有望稳步修复，但出口仍存隐忧。向后看，经济虽然短期难以恢复至疫前状态、修复斜率可能放缓，但有望逐季好转。视线或更应关注经济的结构分化，以及政策退出“救急模式”后的重心变化。

供求回暖得益于外需与基建带动

供需方面，6 月生产指数 53.9%，环比上升 0.7 个百分点；新订单指数 51.4%，环比上升 0.5 个百分点。 据统计局，医药/有色/通用设备/电气机械行业订单与生产指数较上月走高逾 10 个百分点。库存方面，6 月原材料库存指数 47.6%，环比上升 0.3 个百分点；产成品库存指数 46.8%，环比回落 0.5 个百分点。

当月新订单环比回升主要受出口订单环比增长拉动，生产指数环比走高存在订单和原材料进口环比回升的双重推力，反映在库存积极去化的过程中，企业生产预期有所改善。但我们关注到，一是小型企业供求指标反而双双恶化，一定程度解释就业指标环比走弱，也反映疫情环境影响下，行业集中度可能加快提升。二是据中采，当月原材料/设备类/中间品生产均有所环比回升，而消费品产量全线回落，这反映基建地产投资、而非消费是提振生产的主力。

经济重启提振外需，基建带动进口改善

6 月新出口订单指数 42.6%，环比回升 7.3 个百分点。 海外经济重启无疑是驱动出口订单回暖的主要动力，欧美日等主要经济体 PMI 正有序修复。据统计局，造纸印刷/石油加工/通用设备/电气机械等行业环比回升幅度较大。由于订单到出口存在时滞，第三季度的出口数据可能仍有压力，但至少会改善企业预期、提振生产积极性。向后看，出口的不确定性在于美国疫情反弹阻碍重启节奏、海外产能恢复削弱供给转移带来的支撑因素。

6 月进口指数 47%，环比上升 1.7 个百分点。 中国进口干散货运价指数（CDFI）与进口增速走势一致，当月 CDFI 受主运铁矿石/煤炭的海岬型船只运价大幅拉升，也在 BDI 中反映，同时看到我国铁矿石到港量在 5 月底达到并维持在较高水平。国内基建强势发力的背景下，铁矿石补库存需求环比大幅增长，基建投资正带动国内进口边际改善，而贸易顺差可能环比收窄。

工业品价格继续回暖，关注结构性信号

6 月原材料购进价格指数 56.8%，环比上升 5.2 个百分点；出厂价格指数 52.4%，环比上升 3.7 个百分点。 一是，价格指数连续两个月大幅回暖，预计 6 月 PPI 环比“正式”转正、同比回升；二是，价格回暖与库存下降是积极的去库存组合，制造业盈利有望继续修复，上游工业改善的弹性更大。

上游高频价格传递更多结构性信号：

其一，有色（铜/铝）与能源（原油/动力煤）继续涨价，这两类商品全球定价，受益于海外经济重启，暗示外需改善，但也存在供给端干扰，一是全球最大的铜生产商智利国家铜业公司疫情加剧，二是月初 OPEC+ 达产协议延长减产；

其二，玻璃涨价，暗示地产竣工走强，地产相关消费品可能受益；

其三，水泥与黑色系（铁矿石/焦炭/螺纹钢）价格走弱，这两类商品国内定价，主要是受 6 月南方雨水洪涝对建筑业户外施工的负面影响，其中水泥由于贮存时间短、运输半径有限，价格区域分化格局凸显。

制造业用工走弱系季节规律，关注毕业季压力

6 月制造业从业人员指数 49.1%，环比回落 0.3 个百分点，制造业用工景气度下降或系部分行业出口压力兑现，小企业景气度走弱，此外该指数 6 月走弱有季节性规律，7 月将会进入招工旺季；建筑业从业人员指数环比回落 1.4 个百分点至 57.4%，南方雨水洪涝是主要扰动因素；服务业人员环比回升 0.4 个百分点至 47.1%，一是线下服务业复工复产较晚，仍在渐进恢复的阶段，二是线上服务业受益于疫情对生产生活方式的影响，行业景气持续改善带动用工需求。

6 月国内疫情局部反复对当地就业市场存在冲击，但对全国就业影响有限。更值得担忧的是，国内高校毕业季到来，失业率往往季节性走高，且今年压力更为突出（874 万高校毕业生创历史新高、今年经济增速可能是前后多年的最低点）。失业率很可能再次挑战 6% 的底线。我们认为失业率是宏观政策的目标锚，6% 以上的调查失业率或诱发政策更加积极。

气候因素添扰，建筑建材短空长多

6 月建筑业 PMI 环比回落 1.0 个百分点至 59.8%，景气走弱主要受到南方雨水洪涝扰动。月初以来我国经历了大范围强降雨过程，据应急管理部，截至 6 月 23 日今年南方洪涝灾害已造成 26 省市区 1122 万人次受灾。受此影响，华东、华中、华南等地区施工走弱，或对基建地产投资带来不利影响。

气候因素毕竟只是阶段性扰动，短期影响施工进度，中期反而会催生赶工、甚至农田、水利设施灾后重建需求。6 月建筑业预期指数为 67.8%，环比走高 0.3 个百分点，显示后续需求向好，并且 6-7 月发行的抗疫特别国债将再次加码基建投资。建筑、建材行业存在“短空长多”的宏观逻辑。

市场启示

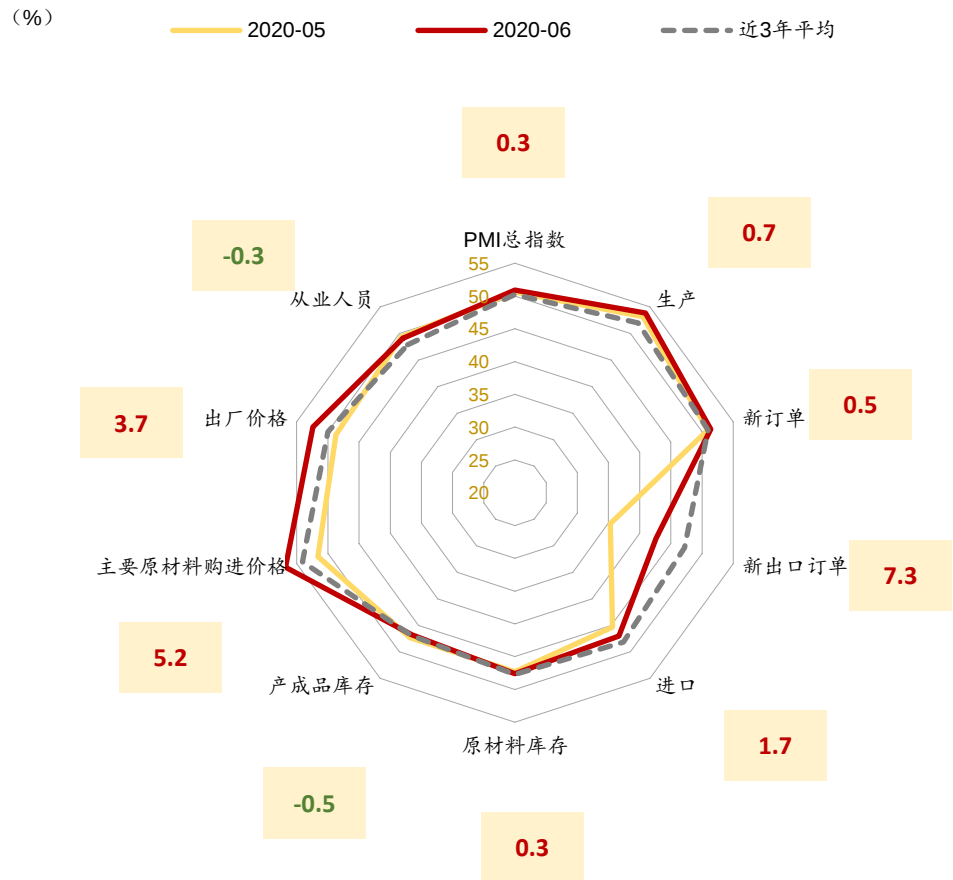
PMI 数据好于市场预期（Wind 一致预期为 50.1%），尤其是新出口订单有所恢复，“订单-库存”等动能指标表现良好，生产没有受洪涝灾害、北京疫情的冲击，基本面仍处于渐进修复的过程当中。当然，后续来看，生产修复到一定程度之后斜率将有所放缓，消费有望成为新的关注点，外需仍有隐忧。

货币政策方面，央行例会措辞出现诸多变化，肯定疫情和经济的边际积极变化，“坚持总量政策适度”，删除宏观杠杆率表述，强调直达实体工具，显示出向常态回归的倾向。我们形容为“中病即止”，疫情和经济出现积极改善，政策后遗症的关注度提升，直达实体工具的出现降低对宽货币的依赖度，DR007 已经回归到 OMO 利率附近，货币政策可能是收敛而不收紧。

利率债供给压力三季度仍大，结构性存款压降、理财新规过渡期、类货基统一监管等监管政策对市场可能有扰动。在这种复杂环境下，我们重申相信常识和安全边际，十年期国债进入 2.9-3.0% 区间不悲观。股市面临的基本面和流动性环境仍有利，地缘风险稍加提防，权重股抱团上涨的同时关注可选消费、老旧小区改造、科技、大金融等候选板块机会。

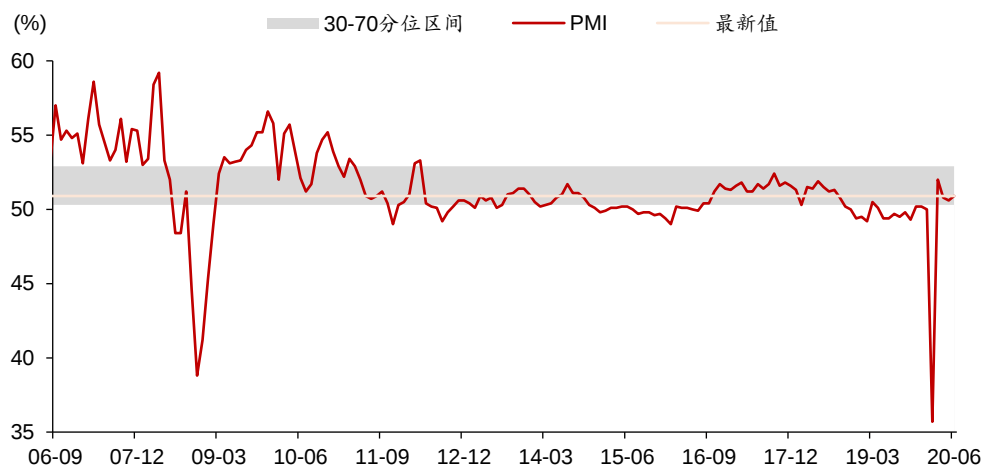
6 月 PMI 数据全览

图表1: PMI 环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 制造业 PMI

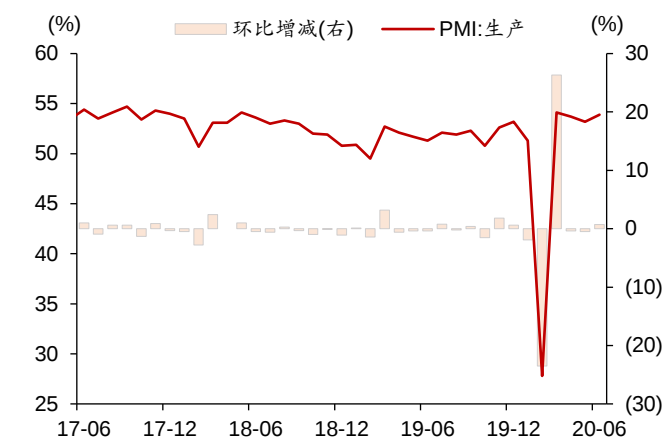


注: 分位区间为 2005 年 PMI 统计以来的数据分位

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

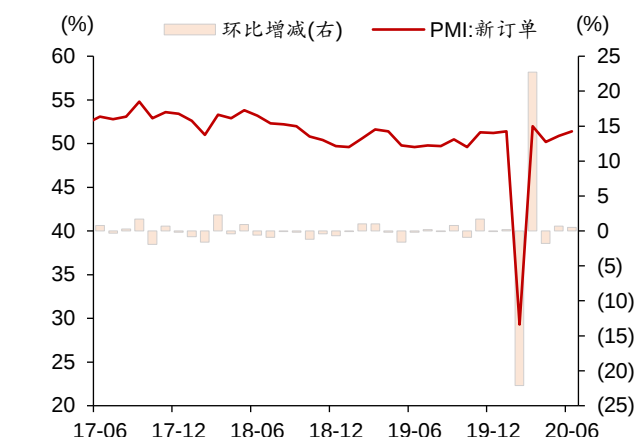
供求回暖得益于外需与基建带动

图表3: PMI 生产指数回升



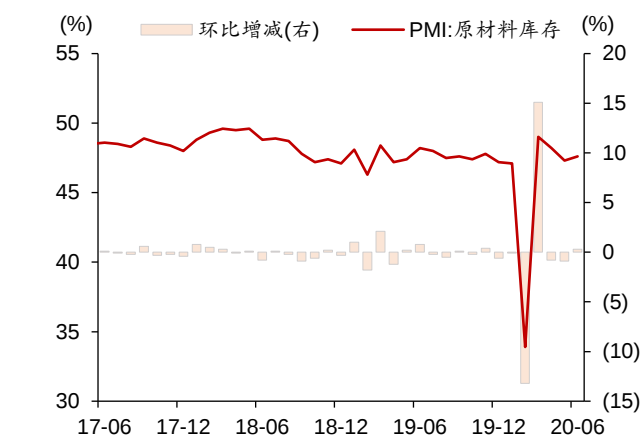
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 新订单指数回升



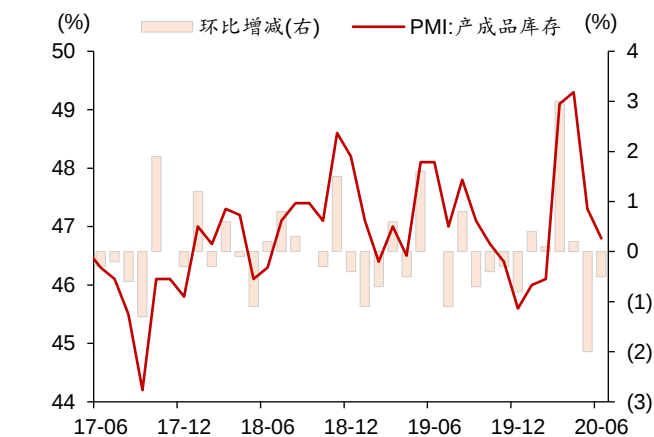
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PMI 原材料库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

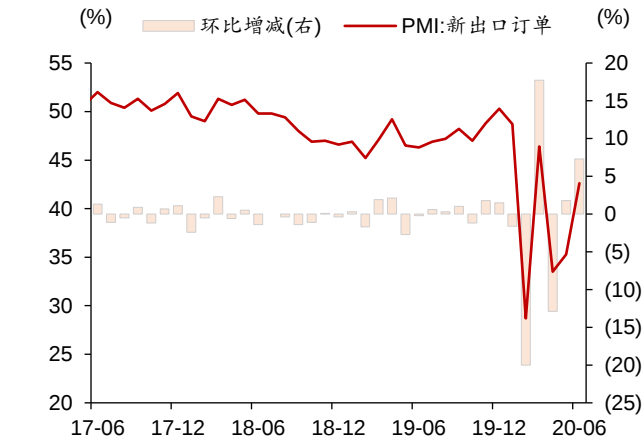
图表6: PMI 产成品库存回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

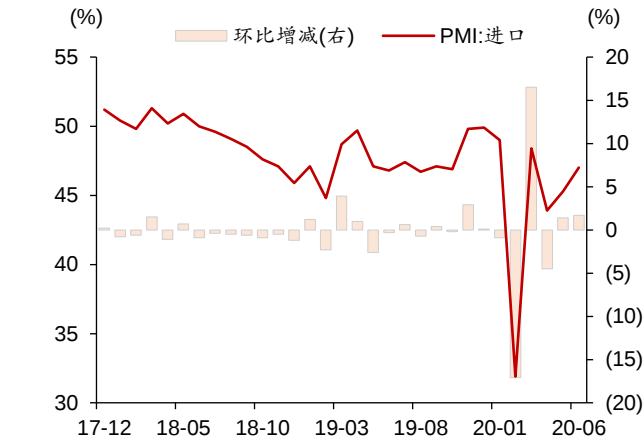
经济重启提振外需, 基建带动进口改善

图表7: PMI 新出口订单指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

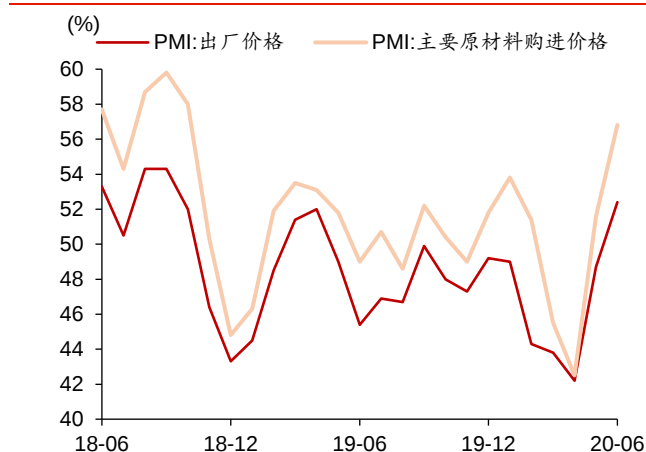
图表8: PMI 进口指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

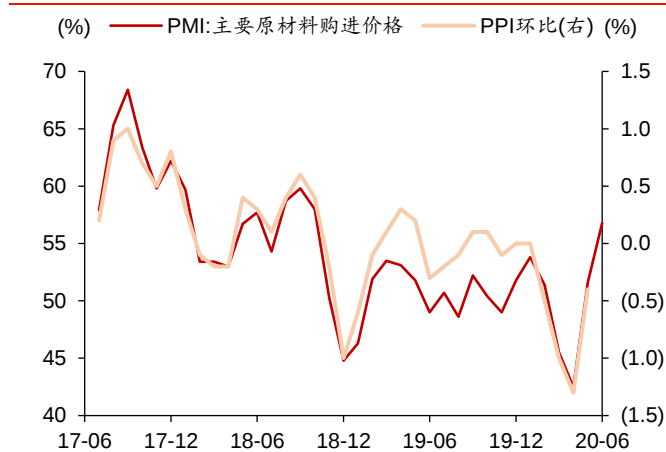
工业品价格继续回暖，关注结构性信号

图表9：PMI 主要原材料购进价格指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

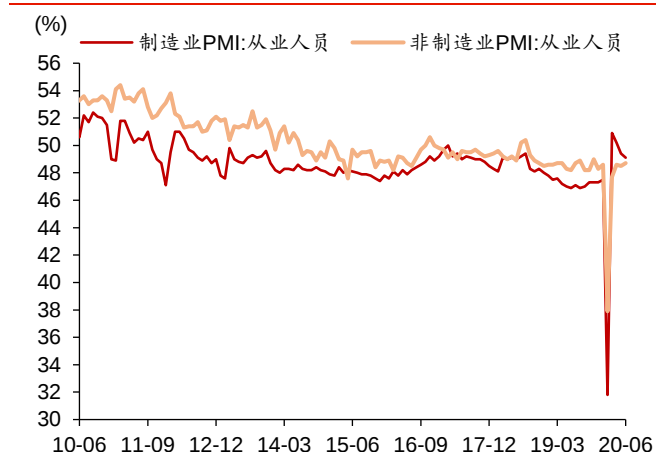
图表10：PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

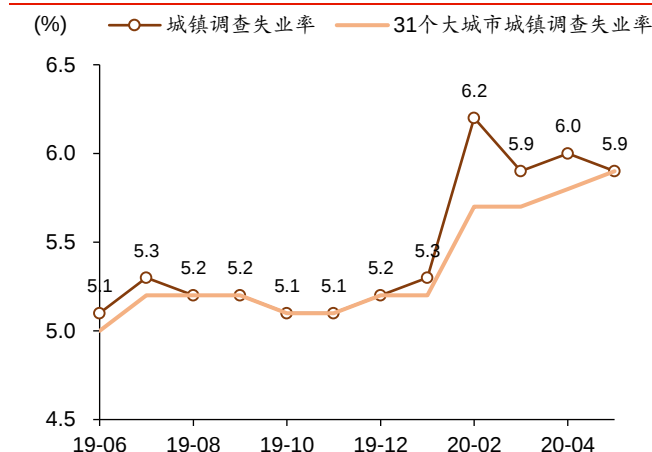
制造业用工走弱系季节规律，关注毕业季压力

图表11：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12：关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

气候因素添扰，建筑建材短空长多

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_4204

