

固定收益研究/动态点评

2020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

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：20200429 信用债日常跟踪》2020.04

2《固定收益研究：20200428 信用债日常跟踪》2020.04

3《固定收益研究：20200427 信用债日常跟踪》2020.04

外需冲击的现实与海外重启的期待

2020年4月官方PMI点评

核心观点

4月官方制造业PMI 50.8%，回落1.2个百分点，第2个月处在荣枯线之上。分项看，需求表现弱于生产，海外订单收缩是最大拖累项，库存仍在被动累积、工业品通缩压力继续体现。而行业分化显著，制造业链条呈现压力、服务业环比改善、建筑业强势走旺。二季度宏观的核心主题是外需冲击与政策应对，而市场的关注点转为向前看，开始转向欧美经济重启。同时国内财政逆周期扩基建、促消费是较确定性方向。我们认为经济环比改善与流动性外溢下，股市有望低斜率上行，而债市进入寻底筑底阶段，建议控制久期+降低5年期利率+增持中短信用+保持适度杠杆+增持转债。

供需维持扩张但结构恶化，产成品仍在被动累库阶段

4月生产指数53.7%，回落0.4个百分点；新订单指数50.2%，回落1.8个百分点。库存方面，原材料库存指数48.2%，回落0.8个百分点；产成品库存指数49.3%，回升0.2个百分点。国内复工复产继续推进，生产指数维持扩张。然而出口收缩拖累订单走弱，产出缺口进一步向下，导致产成品继续被动累库，也加大了出厂价格的通缩压力，并有可能影响到企业后续的生产积极性。据采购经理调查，订单不足的企业占比高达57.7%。

外需压力得到印证，欧美经济重启成为新的关注点

4月新出口订单指数33.5%，大幅回落12.9个百分点；进口指数43.9%，回落4.5个百分点。外需压力在数据层面得到印证，进口韧性源于国内复工复产，但仍因海外停工受到拖累。5月份欧美重启经济的节奏成为新的关注点，或逐步缓解出口压力。目前政策应对思路是支持企业出口转内销，以扩大内需递补外需缺口。我们认为出口冲击集中于下游消费品制造业，单凭基建发力如同“隔靴搔痒”，促消费可能是纾困重点，恢复并拓宽消费场景，通过消费券等撬动消费热情，缓解收入放缓预期引发的节俭行为。

产出缺口进一步向下，工业品通缩压力继续体现

4月原材料购进价格指数42.5%，回落3个百分点；出厂价格指数42.2%，回落1.6个百分点。4月份国内企业基本完成复工，但海外经济停滞造成国内出口滞销，生产恢复而终端需求承压，推动制造业出厂价格继续走弱。中微观层面，能源化工价格继续走低、黑色系价格下游强于上游、有色金属触底反弹。我们认为5月份工业品需求正在走出最悲观时点。而新兴市场国家疫情仍在上行期，原材料供给担忧可能继续升温。我们预计5月PPI环比降幅可能收窄，而去库存压力与低油价是约束环比弹性的关键因素。

制造业与建筑业就业形势分化，三重就业压力值得关注

4月制造业从业人员指数50.2%，回落0.7个百分点；非制造业从业人员指数48.6%，回升0.9个百分点，其中建筑业回升4个百分点至57.1%，服务业回升0.4个百分点至47.1%。当月就业指数分化，制造业就业走弱或体现“订单消失-企业停工-员工失业”压力链条；服务业就业回暖或源于商场加快复市；建筑业就业强势回升反映基建投资走旺。我们认为就业存在三重压力：结构性失业、农民工隐性失业与吸纳高校毕业生新增就业。

市场启示

外需冲击是二季度宏观的最大挑战，预计宽松政策环境仍将保持，近日市场开始演绎欧美重启经济的逻辑。股市中的龙头逻辑在强化，政策驱动仍是清晰的主线，内需相对确定性较高。经济环比改善与流动性外溢下，股市有望低斜率上行。二季度可能是债市寻底筑底阶段，我们建议控制整体久期+逐步降低5年期利率品种（多数转为信用，少数转为7-10年期利率）+增持中短期信用债+保持适度杠杆（三季度需要警惕）+逐步增持转债。

风险提示：海外经济重启节奏慢于预期、特别国债等财政工具超预期。

2020年4月官方PMI数据点评

4月官方制造业PMI 50.8%，回落1.2个百分点，第2个月处在荣枯线之上。从分项指数看，需求表现弱于生产，海外订单收缩是最大拖累项，库存仍在被动累积、工业品通缩压力继续体现。而行业分化更加显著，制造业链条呈现压力、服务业环比改善、建筑业强势走旺。二季度宏观的核心主题是外需冲击与政策应对，而市场的关注点转为向前看，开始转向欧美经济重启。同时国内扩大内需战略加快启动，预计二季度财政政策将在逆周期中扮演主角，扩基建、促消费是相对确定性方向。

供需维持扩张但结构恶化，产成品仍在被动累库阶段

供需方面，4月生产指数53.7%，回落0.4个百分点；新订单指数50.2%，回落1.8个百分点。库存方面，4月原材料库存指数48.2%，回落0.8个百分点；产成品库存指数49.3%，回升0.2个百分点。首先，4月国内复工复产继续推进，生产指数仍保持在扩张区间。截至4月25日，全国制造业采购经理调查中，77.3%的企业复产率逾正常水平的八成，较上月提高9.4个百分点。然而，出口收缩拖累订单走弱，产出缺口（订单-生产）进一步向下，导致产成品继续被动累库，也加大了出厂价格的通缩压力，并有可能影响到企业后续的生产积极性。据采购经理调查反映，订单不足的企业占比高达57.7%，其中纺织服装、化学原料等15个行业新订单弱于生产。

外需压力得到印证，欧美经济重启成为新的关注点

4月新出口订单指数33.5%，大幅回落12.9个百分点；进口指数43.9%，回落4.5个百分点。新出口订单大幅跳水，外需压力在数据层面得到印证，进口指数韧性源于国内复工复产，但仍因海外停工受到拖累。3月下旬以来欧美与新兴市场国家疫情相继演绎，企业停工、商场关闭的情况在海外重演，4月美国（36.9%）、欧元区（33.6%）、英国（32.9%）制造业PMI相继创下08年金融危机以来新低，反映经济活动因疫情停滞，与国内2月的状况相近。韩国4月前20日出口金额同比下降26.9%，由于韩国新冠疫情较早度过高峰期（3月初），出口增速骤降主要体现全球需求冻结。外需压力从预期层面落地，出口占比较高的电子设备、文娱用品、家具家电、纺织服装等行业迎来压力测试。5月份欧美重启经济的节奏成为新的关注点，或逐步缓解出口压力。

目前政策应对思路是支持企业出口转内销，以扩大内需递补外需缺口。我们认为出口冲击集中于下游消费品制造业，单凭基建发力如同“隔靴搔痒”，促消费可能是纾困重点，恢复并扩宽消费场景，通过消费券等撬动消费热情，缓解收入放缓预期引发的节俭行为。其一，劳动节是短期居民消费回补的重要窗口，消费券可能起到积极作用，可选消费品或迎来利好；其二，公共消费如何发力值得期待，我们认为政府自身消费并非“洪水猛兽”，扩大政府采购规模有助于定向纾困与产业引导。4月23日，四部委《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》提出“加大新能源汽车政府采购力度”，既是纾困车企，也是支持新能源汽车产业发展，还能够改善政府办公条件，起到“一箭三雕”的效果。

产出缺口进一步向下，工业品通缩压力继续体现

4月原材料购进价格指数42.5%，回落3个百分点；出厂价格指数42.2%，回落1.6个百分点。制造业价格指数继续回落，预计4月PPI环比维持负增长。4月份国内企业基本完成复工，但海外疫情加速扩散。海外经济停滞造成国内出口滞销，虽然基建发力对冲，但消费启动仍较慢。生产恢复而终端需求承压，推动制造业出厂价格继续走弱。

中微观层面，4月能源化工价格继续走低、黑色系价格下游强于上游、有色金属触底反弹。4月原油需求进一步萎靡与局部储存空间告急导致油价继续承压，化工品价格沿着成本下移，下游广谱工业品成本也在压降阶段。我们认为，传统基建对应黑色金属需求、新型基建对应有色金属需求。国内新老基建加快铺开对基本金属的需求侧支撑有所体现。

我们认为5月份外需压力减缓，同时国内扩投资、促消费的效果逐步释放，工业品需求正在走出最悲观时点。而新兴市场国家疫情仍在上行期，原材料供给担忧可能继续升温。我们预计5月PPI环比降幅可能收窄，而去库存压力与低油价是约束环比弹性的关键因素。

制造业与建筑业就业形势分化，三重就业压力值得关注

4月制造业从业人员指数**50.2%**，回落**0.7**个百分点；非制造业从业人员指数**48.6%**，回升**0.9**个百分点，其中建筑业回升**4**个百分点至**57.1%**，服务业回升**0.4**个百分点至**47.1%**。当月制造业与非制造业从业人员指数分化。制造业就业走弱或反映外需压力已对加工制造业企业造成实质冲击，“订单消失-企业停工-员工失业”的压力链条有所体现。服务业就业回暖或源于**327**政治局会议推动商场市场复工复市，线下消费门店的开店率在4月大幅提高。建筑业就业连续两个月强势回升，或侧面反映基建投资走旺。

我们认为眼前就业仍有三重压力：结构性失业、农民工隐性失业与吸纳高校毕业生新增就业。其一，结构性失业可能体现在“两头在外”的加工制造业、线下体验式服务业，前者存在海外订单丢失与上游供应断裂的压力，后者因居民防疫心理，需求恢复较慢。其二，农民工返乡掩盖失业压力。据统计局今年一季度农村外出务工人员数同比下降**30.6%**，减少**5400**万人。由于农民工返乡后，不纳入城镇调查失业率统计范畴，或导致低估失业压力。其三，今年高校毕业生达**874**万人，上半年经济增速偏低，随着年中毕业季临近，稳就业的压力可能较大。

建筑业回升至高景气区间，基建投资向上的确定性较强

4月建筑业 PMI 回升**4.6**个百分点至**59.7%**。建筑业 PMI 回升至高景气度区间，尤其业务活动预期指数大幅走高至**65.4%**。微观层面两条线索反映建筑业活动走旺，其一，进入4月份，建筑钢材成交与表观需求均呈现环比大幅修复、同比增长转正的局面。根据 Mysteel 数据，2月后两周、3月、4月前三周的主流贸易商钢材成交量同比依次为**-66.8%**、**-12.1%**、**1.9%**，在4月初实现了同比正增长。其二，挖机销量往往领先于施工强度，3月份销量同比增长**11.6%**，预示了建筑业景气度提升。

具体而言，我们认为地产端向上弹性有限，基建端向上的确定性与持续性更强。地产端的直观压力在于，一季度商品房库存攀升与销售回款不足约束了房企拿地开工进度，而存量施工项目收缩或令投资“断档”。我们认为，中长期 LPR 调降打开了房贷利率下行空间，有利于释放刚需，但政治局重提“房住不炒”，房地产销售与投资端向上的弹性有限。基建端，我们认为上半年资金来源可能走在了施工进度之前，尤其5月份专项债再补**1**万亿元、特别国债有望最迟在5月两会上亮相（基建或是主要支持领域），二季度基建资金来源仍充裕，或保障了基建投资的向上斜率。

市场启示

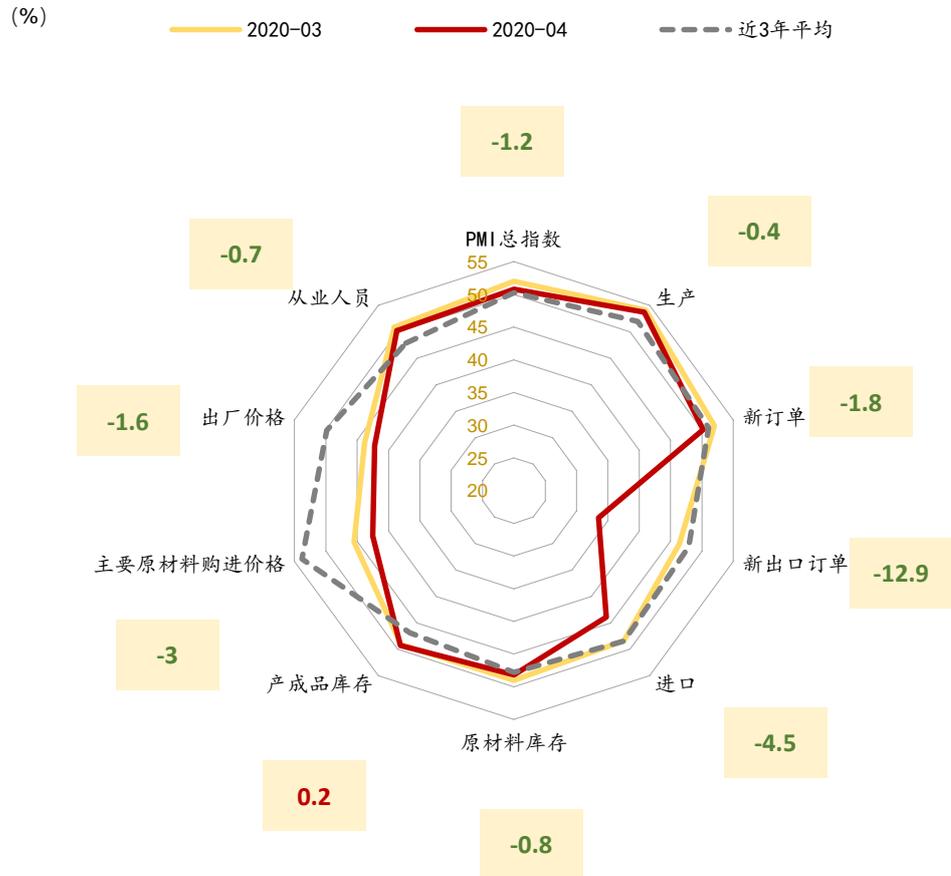
PMI 新出口订单大幅下降，是拖累4月 PMI 的最关键指标，也与韩国贸易数据相呼应。外需冲击仍是二季度宏观经济层面最大的挑战。在这种环境下，经济面临的现实下行压力仍大，宽松的政策环境仍将保持。但流动性充足+美欧逐步重启经济+中国恢复常态（标志是两会召开）+瑞德西韦有一定疗效，市场开始选择向前看，近日开始演绎重启经济逻辑。

股债在这种环境下有可能都能找到自己的逻辑和表现空间。其中，经过本次疫情之后，股市中的行业龙头逻辑在强化，政策驱动（基建建材、新基建、老旧改造相关的防水处理等、城镇环境改造等）仍是清晰的主线，内需相对确定性较高，但重启经济预期刺激有望使得前期遭遇重挫的可选消费等反弹，证券等在金融板块中估计也容易胜出。中期来看，GDP 逐季好转，融资条件宽松+债基利率破**2%**，流动性可能向股市溢出，股市有望低斜率上行。

二季度可能是债市寻底筑底阶段，短端想象力有限，长端面临的供给和基本面因素偏多，昨天还是在5年期发力，中短端变平坦，中长反而更陡峭。我们在过去一个月判断曲线将陡峭化，认为5年期利率债性价比比较高。上周市场表现出做平冲动，沿着收益率曲线向长端找机会。但如果市场演绎重启经济逻辑，加上五月份利率债供给高峰，货币宽松+财政发力+疫情进入重启经济阶段+机构负债成本下行滞后，利率曲线尤其是长端保持陡峭的概率不小，十年期国债大概率仍在**2.5%**附近徘徊。我们的建议：控制整体久期+5年期利率（逐步降，多数转为信用，少数转为**7-10**年利率）+中短期信用债（增，信用利差尚可）+适度杠杆（保持，最为拥挤的点，三季度需要警惕）+转债（逐步增，缺少优质大盘标的）。

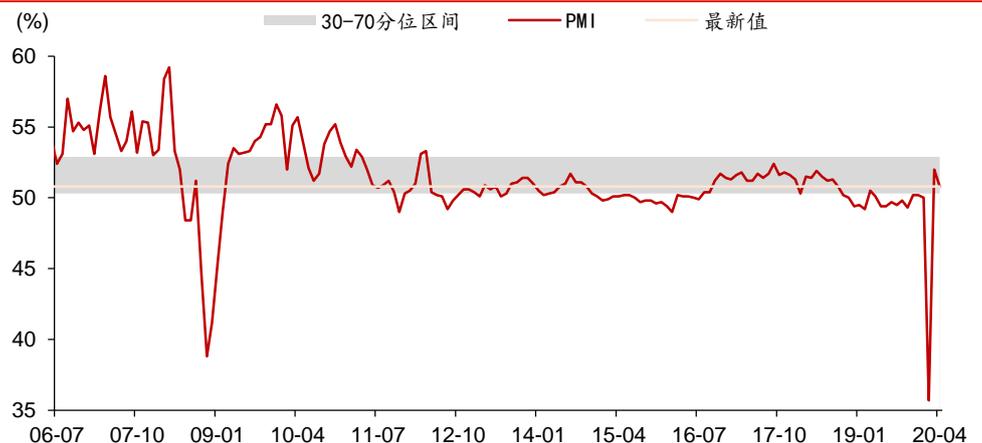
4月PMI数据全览

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

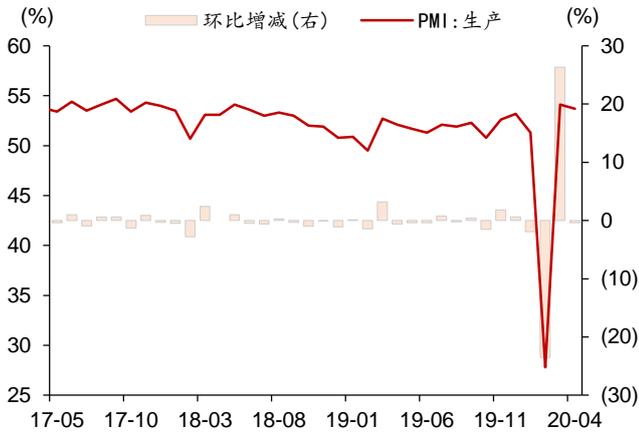


注: 分位区间为 2005 年 PMI 统计以来的数据分位

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

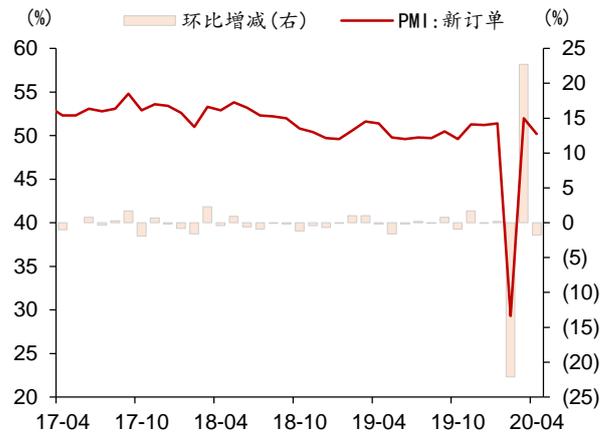
供需维持扩张但结构恶化，产成品仍在被动累库阶段

图表3: PMI 生产指数回落



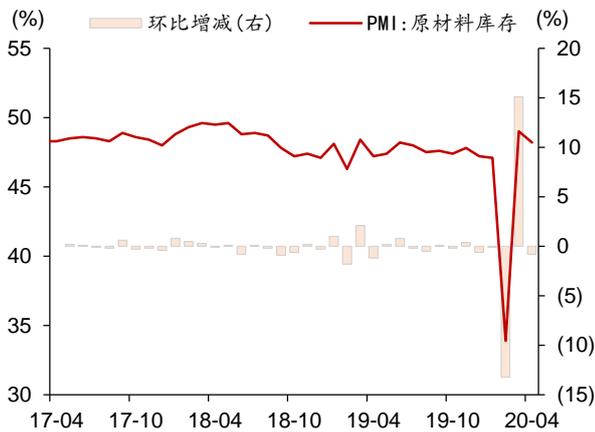
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 新订单指数回落



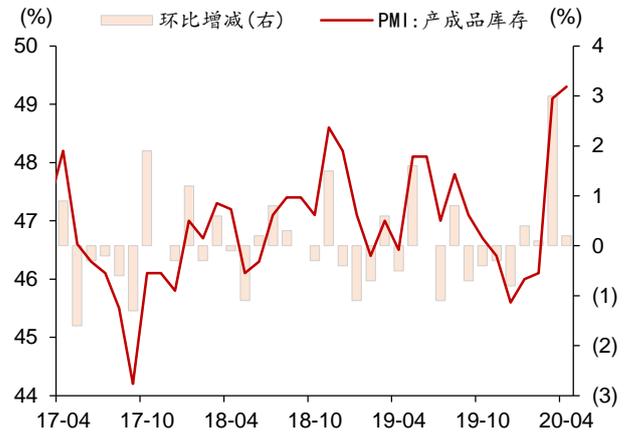
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PMI 原材料库存回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

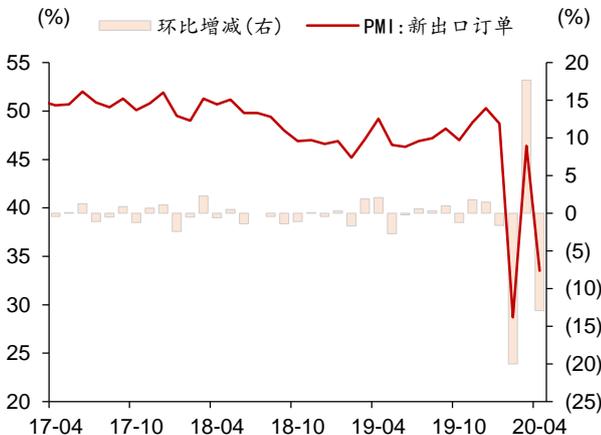
图表6: PMI 产成品库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

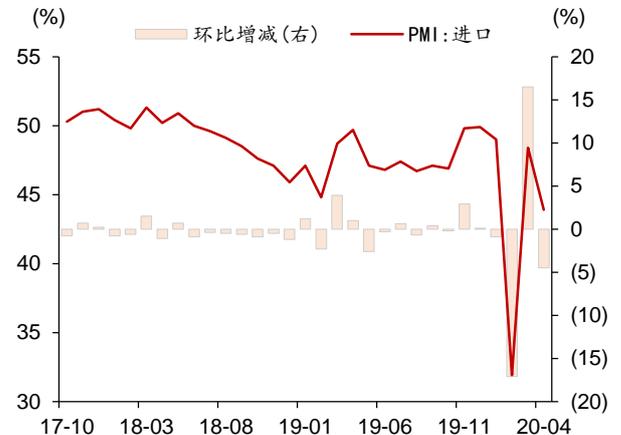
外需压力得到印证，欧美经济重启成为新的关注点

图表7: PMI 新出口订单指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

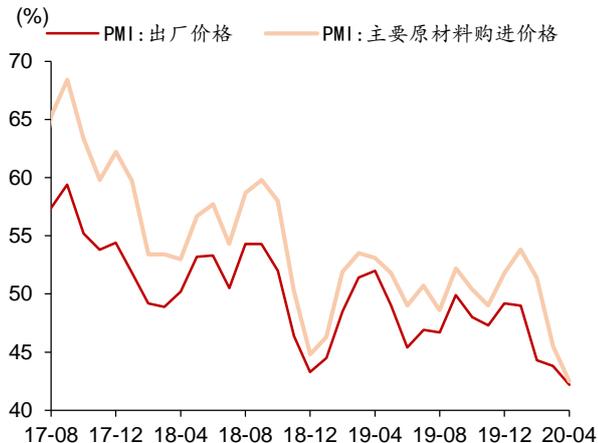
图表8: PMI 进口指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

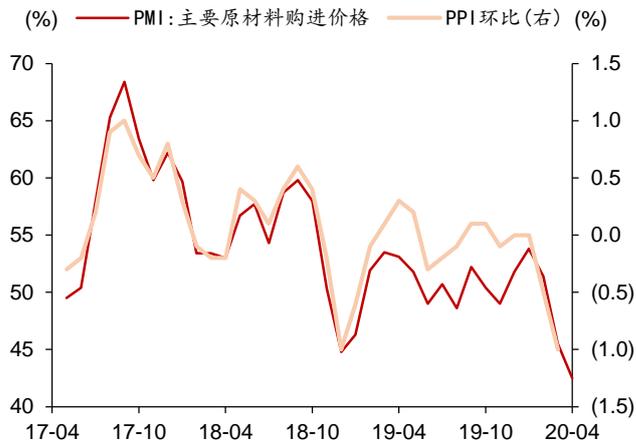
产出缺口进一步向下，工业品通缩压力继续体现

图表9: PMI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

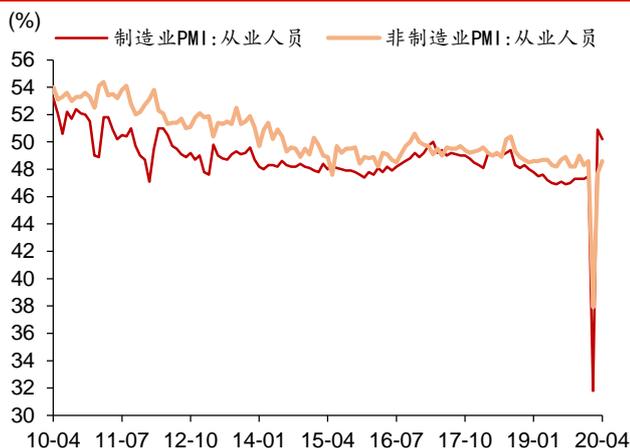
图表10: PMI原材料价格与PPI环比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

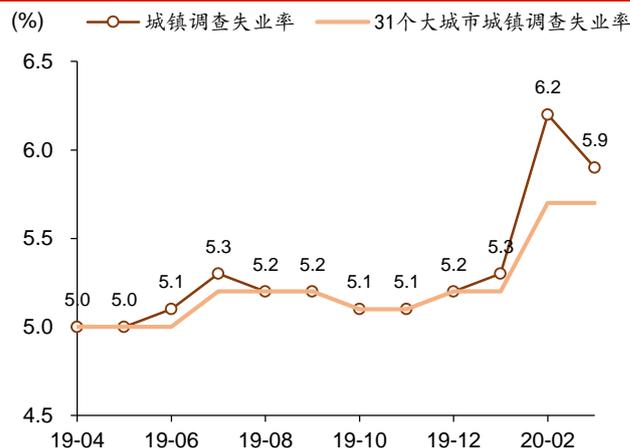
制造业与建筑业就业形势分化，三重就业压力值得关注

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

建筑业回升至高景气区间，基建投资向上的确定性较强

图表13: 建筑业PMI回升



图表14: 建筑业PMI季节图



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_5449

