

固定收益研究/动态点评

2019年12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

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 统一监管落地, 力度没有幻想》2019.12

2《固定收益研究: LPR 改革推进, 从增量到存量》2019.12

3《固定收益研究: 基本面呈现更多弱改善证据》2019.12

PMI 维持扩张, 弱复苏继续

——2019 年 12 月官方 PMI 数据点评

PMI 数据概要: 生产回暖, 价格反弹

12 月官方制造业 PMI 50.2%, 持平于前值, 第 2 个月在扩张区间。整体呈“生产回暖, 价格反弹”的特征, 显著好于季节性, 尤其生产指数逆势回暖, 反映企业预期明显改善。外需修复征兆较强、中美贸易实质性进展、基建逆周期发力已在咫尺, 经济景气度逐步切换。库存周期进入磨底期, 对经济的拖累开始消退。但低库存与高产能利用率下的 PPI 弹性、地产投资下滑压力值得警惕, 中小银行风险处置、地方隐性债务仍是潜在风险点。为确保实现全面小康社会目标, 宏观政策重心或更倾向于稳增长。

生产逆季节性回暖, 补库周期隐现

12 月生产指数 53.2%, 回升 0.6 个百分点; 新订单指数 51.2%, 回落 0.1 个百分点。生产逆季节性回暖, 体现需求预期改善与低库存状态下, 企业开始加快生产活动, 而产能瓶颈有望助推制造业投资提速。行业角度, 食品饮料、纺织服装、医药、汽车、电气机械、通信设备等制造业生产指数位于高景气区间。订单指数保持在扩张区间, 出口订单增多是重要贡献。原材料库存指数 47.2%, 回落 0.6 个百分点; 产成品库存指数 45.6%, 回落 0.8 个百分点。生产快速走旺导致原材料库存消耗, 需求回暖导致产成品库存加快去化, 已连续 2 个月处于被动去库存阶段, 补库周期隐现。

出口改善值得期待, 内需企稳带来进口回升

12 月新出口订单指数 50.3%, 回升 1.5 个百分点; 进口指数 49.9%, 回升 0.1 个百分点。出口订单短期受到圣诞与元旦双节的海外订单提振。中长期而言, 出口回暖开始具备需求逻辑支撑, 中美关税实现由升到降的转变, 将利好对美出口。出口改善值得期待, 也将助力库存周期切换。进口指数维持高位, 体现国内逆周期政策外溢、内需初步企稳。也或与中方承诺增加对美国食品和农产品进口、近期加快肉类进口弥补供给缺口有关。

低库存与高产能利用率下的价格弹性逐步兑现

12 月原材料价格指数 51.8%, 回升 2.8 个百分点; 出厂价格指数 49.2%, 回升 1.9 个百分点。出厂价格回升反映需求好转, 并利好制造业盈利修复与投资扩产的动力。原材料价格回升幅度更大, 反映企业生产备货的积极性较高。微观铜价油价攀升也在释放经济企稳信号。而玻璃价格回调或反映地产竣工节奏放缓。年初基建投资高起点对工业品价格可能会有较大拉动, 我们继续提示, 低库存与高产能利用率的组合下, 警惕 PPI 快速反弹。

竣工激增而开工不足拖累建筑业活动, 等待基建对冲

12 月建筑业 PMI 回落 2.9 个百分点至 56.7%, 弱于季节性, 或受地产项目后端大量竣工, 而前端开工不足所致。地产端看, 土地成交依然乏力, 高频 30 城商品房销售走弱, 短期地产投资下行趋势难改。基建端看, 据已公布的专项债发行计划, 首先, 发行时间进一步前置, 较 2019 年提前了 20 天。其次, 1 月份发行规模同比大增。“资金跟着项目走”的模式意味着, 专项债资金能够很快形成实物工作量, 有助于对冲地产投资下滑压力。

市场启示

基本面继续呈现温和回暖迹象。中美贸易摩擦缓和, 改革及防风险政策又到高发期, 现金管理类理财新规等接连落地。流动性和供求关系目前或是较好时点, 关注地方债供给、流动性、金融数据、通胀等边际变化。年底是供给空档期, 需求力量却在膨胀, 后续预计更趋平衡。现金管理类理财新规之后, 二级资本债、偏低资质信用债供求冲击较大。继续在结构变化中找机会, 超长利率债一季度不适合进攻, 超短信用债(龙头地产为主)+转债个券+适度杠杆, 长端利率等待冲击中能否出现更好安全边际。

风险提示: 房地产投资超预期回落、经济企稳导致逆周期政策退位

2019 年 12 月官方 PMI 数据点评

12 月官方制造业 PMI 50.2%，持平于前值，第 2 个月保持在扩张区间。本月 PMI 指数整体呈现“生产回暖，价格反弹”的基本面特征，显著好于历史季节性表现，尤其生产指数逆势回暖，反映企业预期明显改善。外需修复征兆较强、中美贸易实质性进展、基建逆周期发力已在咫尺，经济景气度逐步切换。库存周期进入磨底期，对经济的拖累开始消退。但低库存与高产能利用率下的 PPI 弹性值得警惕，地产投资存在下滑压力，中小银行风险处置、地方隐性债务仍是潜在风险点。为确保实现全面小康社会目标，2020 年宏观政策重心或更倾向于稳增长。货币政策“灵活适度”更偏宽松，财政政策“大力提质增效”提高地方专项债撬动作用、优化投向，房地产基调以“稳”为主，因城施策增加灵活性。

生产逆季节性回暖，补库周期隐现

供需方面，12 月生产指数 53.2%，回升 0.6 个百分点；新订单指数 51.2%，回落 0.1 个百分点。生产指数逆季节性回暖，体现需求预期改善与低库存状态下，企业开始加快生产活动，而产能瓶颈有望助推制造业投资提速。行业角度，食品饮料、纺织服装、医药、汽车、电气机械、通信设备等制造业生产指数位于高景气区间。订单指数也继续保持在扩张区间，说明 11 月的需求好转并非昙花一现，出口订单增多是重要贡献。

12 月原材料库存指数 47.2%，回落 0.6 个百分点；产成品库存指数 45.6%，回落 0.8 个百分点。生产快速走旺导致原材料库存消耗，需求回暖导致产成品库存加快去化，已连续 2 个月处于被动去库存阶段，补库周期隐现。

出口改善值得期待，内需企稳带来进口回升

12 月新出口订单指数 50.3%，回升 1.5 个百分点；进口指数 49.9%，回升 0.1 个百分点。

出口订单继续大幅改善，短期受到圣诞与元旦双节的海外订单提振，尤其“黑五”购物节之后，对消费品存在补库需求。中长期而言，外需步入修复阶段，出口回暖开始具备需求逻辑支撑。数据上，全球制造业 PMI 在 2019 年 8 月出现拐点，11 月起“经济金丝雀”韩国的前 20 日出口同比持续显著改善。其次，2019 年 12 月中美经贸协议文本达成一致，贸易摩擦开启以来，中美关税首次实现由升到降的转变，将利好对美出口。预计 12 月出口在低基数上反弹，2020 年出口改善更值得期待，也将助力库存周期切换。

进口指数维持高位。2019 年 5-10 月，进口指数在 47%附近徘徊，近两个月进口指数大幅攀升至接近 50%，一方面体现国内逆周期政策外溢、内需初步企稳。另一方面，中方承诺增加对美国食品和农产品进口，近期国内肉类供给缺口也推动进口加速。

低库存与高产能利用率下的价格弹性逐步兑现

12 月原材料购进价格指数 51.8%，回升 2.8 个百分点；出厂价格指数 49.2%，回升 1.9 个百分点。随着经济初步企稳，高价格弹性正逐步兑现。出厂价格回升反映需求好转，并利好制造业盈利修复与投资扩产的动力。原材料价格回升幅度更大，反映企业生产备货的积极性较高。

微观数据看，“经济晴雨表”铜价大幅攀升，油价也持续上行，均在释放经济企稳的信号。而玻璃价格回调、水泥价格止涨或反映地产竣工节奏开始放缓、施工旺势略有弱化，地产端风险仍需高度关注。后续，年初基建投资高起点对工业品价格可能会有较大拉动，我们继续提示，低库存与高产能利用率的组合下，警惕 PPI 快速反弹。

地产竣工导致建筑业用工需求收缩，有待基建承接

12 月制造业从业人员指数 47.3%，持平于前值；非制造业从业人员指数 48.3%，回落 0.7 个百分点，其中建筑业从业人员指数回落 4.8 个百分点。当月非制造业从业人员的回落主要受建筑业就业下滑拖累，随着近期地产项目大量竣工，建筑业用工需求较快缩减，因此基建发力来承接建筑业用工更有必要性。

2019 年前 11 个月新增城镇就业 1279 万人，已完成当年政府目标。11 月城镇调查失业率 5.1%，持平于前值。目前就业市场总体稳定，减轻了宏观政策压力。我国就业市场的稳定有赖于第三产业的蓄水池功能。据四经普数据，2018 年我国第二产业的从业人员较 2013 年减少 2005 万人，占比下降 10.4%，而第三产业的从业人员增加 4726 万人，占比增长 28.9%。近年来，在经济结构转型升级过程中，大量劳动力退出传统制造业，被服务业吸纳。进而，非制造业从业人员与经济的联系大大加强，与 GDP 增速高度同步。因此，有必要提高对非制造业就业的关注度。

竣工激增而开工不足拖累建筑业活动，等待基建对冲

12 月建筑业 PMI 回落 2.9 个百分点至 56.7%，弱于季节性值得警惕。过去十年间有 7 年的 12 月份建筑业 PMI 环比正增长。当月建筑业活动走弱或主要受地产项目后端大量竣工，而前端开工不足所致。随着 2020 年初基建发力，有望提振建筑业景气度。

地产端看，12 月土地成交依然乏力，前期融资政策收紧与地产高压态度约束房企前端投资。而以价换量的销售策略不具有持续性，随着房价下跌城市数不断增加，高频 30 城商品房销售面积同比走弱，短期地产投资下行趋势难改。好在政策基调转缓，11 月以来“因城施策”框架下的政策微调频现，有助于改善居民与房企预期，平滑投资失速风险。

基建端看，万事已备（政策调整与项目储备）、东风将至（专项债），2020 年基建投资有望实现高起点。根据部分省份公布的专项债发行计划，首先，发行时间进一步前置。河南、四川两省将于元旦次日开始发行，较 2019 年提前了 20 天。其次，发行规模同比大增。截至 12 月 30 日数据显示，2020 年 1 月计划发行 2483.6 亿元，同比增长 60.8%。“资金跟着项目走”的模式意味着，专项债资金能够很快形成实物工作量，有助于对冲地产投资下滑压力。

市场启示

11 月份工业企业利润增速由负转正，12 月 PMI 表现超季节性，都显示出基本面继续呈现温和回暖迹象。此外，中美贸易摩擦短期缓和，改革及防风险政策又到了高发期，现金管理类理财新规等接连落地。不过，债市在资金面充裕、配置压力仍大情况下不为所动。我们认为，目前流动性和供求关系可能是较好的时点，后续关注地方债供给、流动性、金融数据、通胀等边际变化。其中，通胀等已经在市场预期之中，难以超预期。市场一致认为长端利率债短期冲击是机会，一致预期加上学习能力，导致市场对利空、利多都钝化。

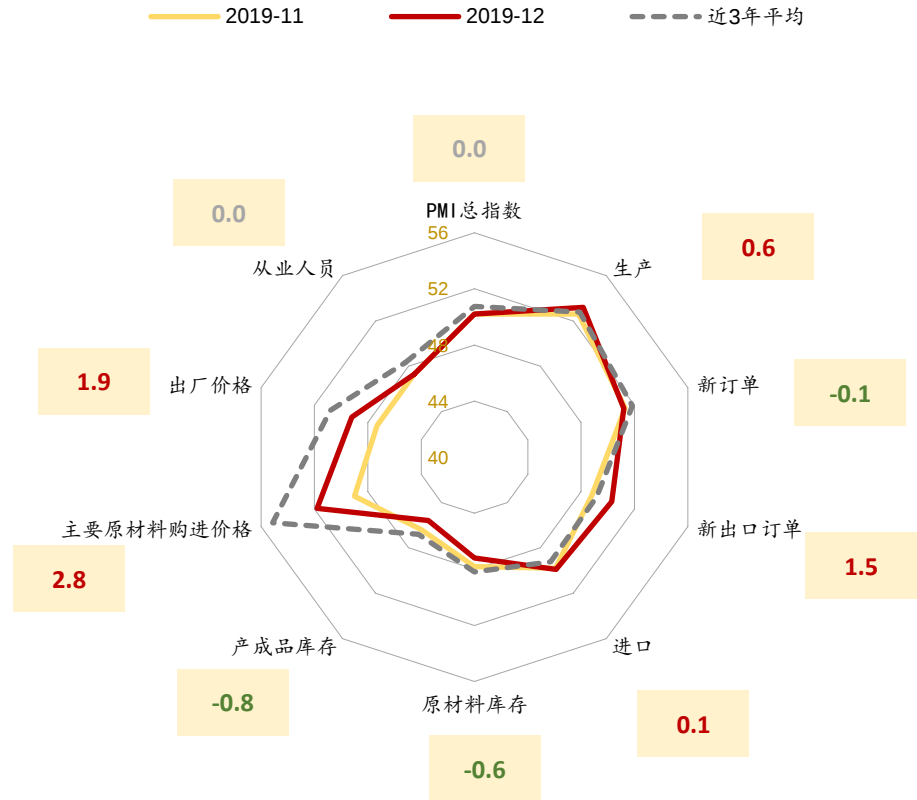
相对而言，供求还是最现实的影响因素，年底是供给空档期，需求力量却在膨胀，后续预计会更趋平衡。现金管理类理财新规之后，二级资本债、偏低资质信用债供求冲击较大。我们仍在结构变化中找机会，前期推荐“超长利率债+超短信用债”，规避政策风险且收效较好，曾预计曲线变陡（10-2 年期）。后续看，超长利率债一季度不适合进攻、适可而止，超短信用债（龙头地产为主）+转债个券+适度杠杆，长端利率等待冲击中能否出现更好安全边际。

12 月 PMI 数据全览

“供需回暖，价格回升”

图表1： PMI 环比变动概览

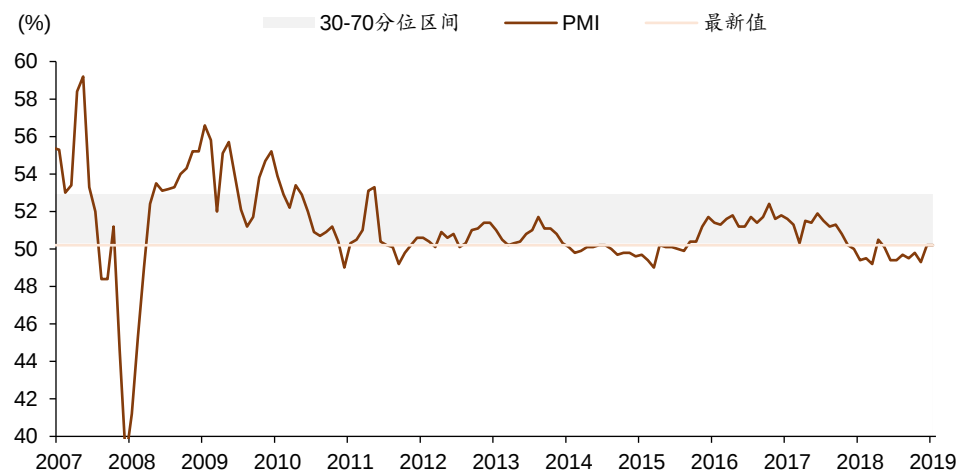
(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 制造业 PMI

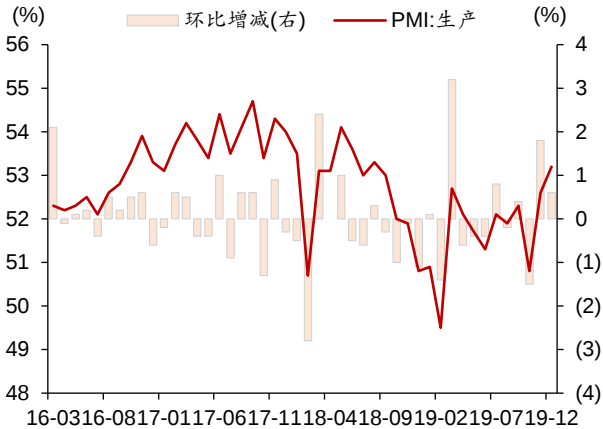
(%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

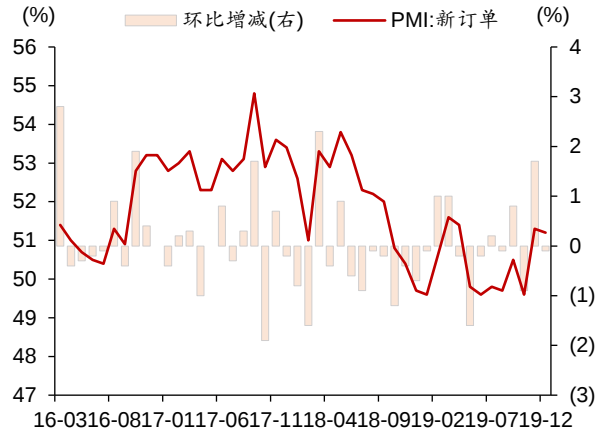
生产逆季节性回暖，补库周期隐现

图表3： PMI 生产指数回升



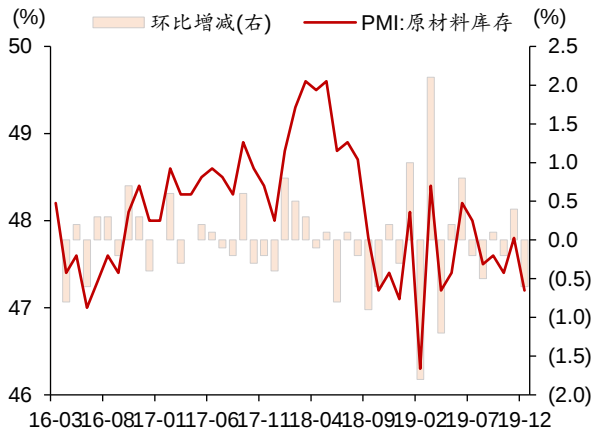
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： PMI 新订单指数回升



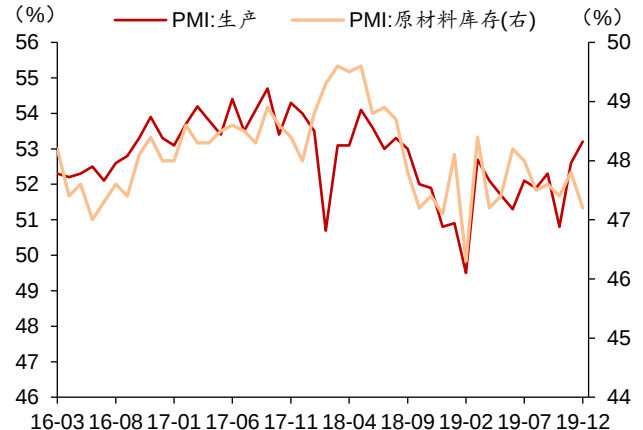
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： PMI 原材料库存回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

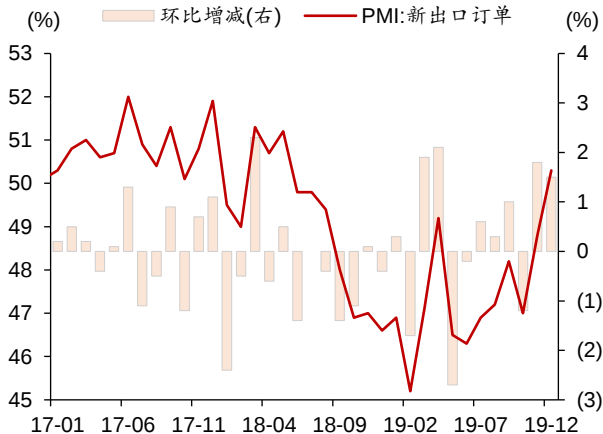
图表6： PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

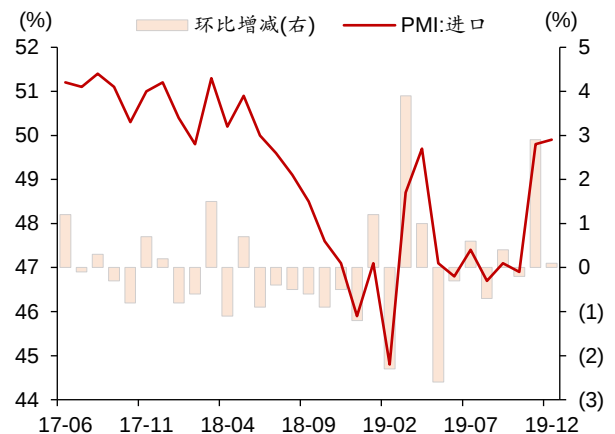
出口改善值得期待，内需企稳带来进口回升

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

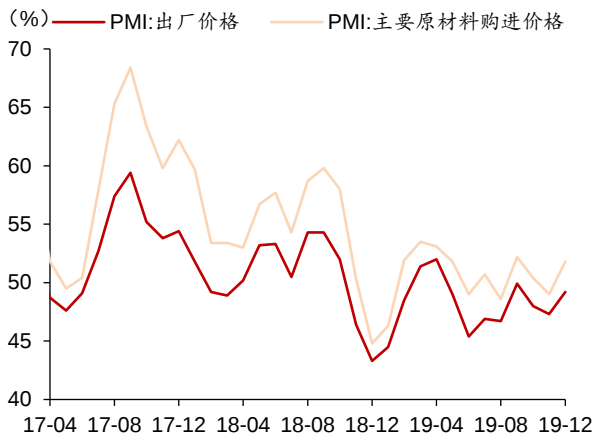
图表8： PMI 进口指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

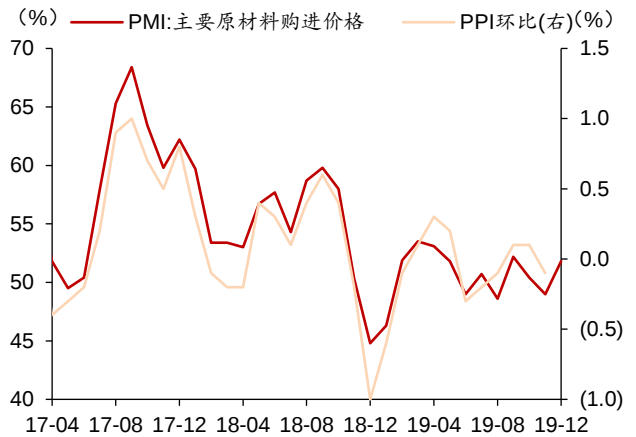
低库存与高产能利用率下的价格弹性逐步兑现

图表9: PMI 出厂价格与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

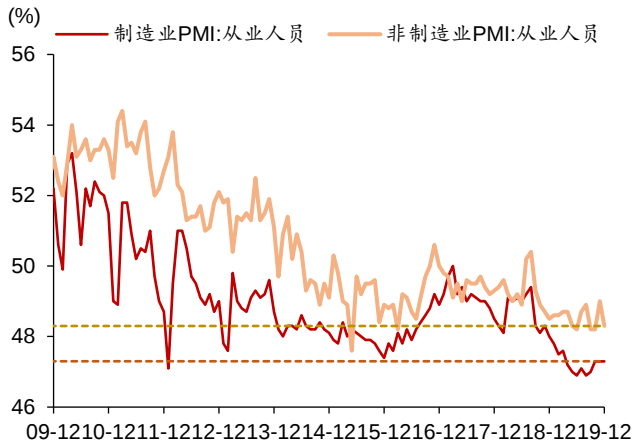
图表10: PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

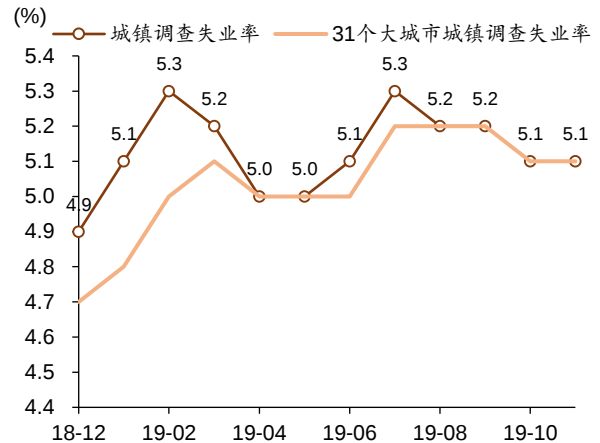
地产竣工导致建筑业用工需求收缩, 有待基建承接

图表11: PMI 非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

竣工激增而开工不足拖累建筑业活动, 等待基建对冲

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_8044

