

宏观研究/动态点评

2019年11月30日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 盈利小震荡无忧, 等待政策兑现》
2019.11
- 2 《宏观: 政府性基金收入好印证地产需求
好》2019.11
- 3 《宏观: 艰难中的政策利率曲线下移》
2019.11

PMI 回升超市场预期, 后面怎么看?

2019年11月中采 PMI 数据点评

11月 PMI 回升超出季节性

11月中采制造业 PMI 录得 50.2%, 比上月上升 0.9 个百分点, 由于十一假期因素, 历史上 11 月 PMI 数据一般季节性回升, 但今年数据升幅高于以往 11 月升幅, 超出了季节性市场预期, 结束了连续 6 个月的收缩区间运行。其中, 11 月生产指数回升 1.8 个百分点至 52.6%, 新订单指数回升 1.7 个百分点至 51.3%, 重回荣枯线上, 代表内需外需的进口和新出口订单指数均有改善。但 11 月价格指数回落, 或意味着需求尚难确认复苏, 年内经济仍存下行压力, 我们预计在逆周期政策发力叠加库存周期回升的情况下, 明年一季度经济企稳概率大。

进出口指数回升明显, 我们对明年进出口数据不悲观

11 月新出口订单指数回升 1.8 个百分点至 48.8%, 与圣诞节海外订单增加有关, 进口指数回升 2.9 个百分点至 49.8%, 进口改善幅度更大, 我们认为体现前期节假日压制订单的滞后释放及部分消费类行业抢订单行为。中美经贸谈判近期取得积极进展, 后续仍需关注是否有协议落地及是否就已征关税批次取消达成共识。我们预计明年中美逆周期政策力度较强, 有望延缓全球经济下行趋势, 叠加贸易摩擦趋缓, 我们对明年进出口数据不悲观。

价格指数回落, 需求企稳短期尚难确认

生产和订单指数大幅回升是否意味着需求已经企稳? 我们认为还难以下此定论, 主要原因在于价格指数回落。11 月 PMI 出厂价格和原材料购进价格指数分别回落 0.7 和 1.4 个百分点至 47.3% 和 49%, 体现出需求仍未显著复苏, 预计 PPI 同比在 12 月才可能在翘尾因素的影响下有所反弹。另外, 从行业大类看, 11 月农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、汽车、铁路、船舶、航空航天设备等制造业生产指数和新订单指数双双上升, 我们认为数据改善也有部分消费类行业抢订单的原因。

库存周期处于被动去库存

11 月原材料库存指数回升 0.4 个百分点至 47.8%, 产成品库存指数回落 0.3 个百分点至 46.4%, 库存周期仍处于被动去库存, 后续看 PPI 反弹是否有需求支撑, 预计明年一季度库存周期有望触底反弹。

从业人员指数有所改善

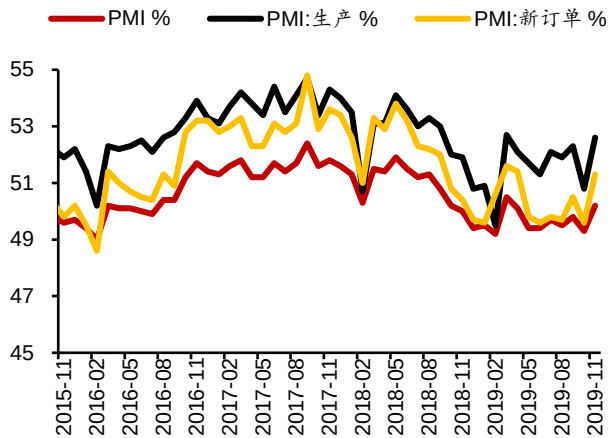
11 月制造业从业人员指数持平于 47.3%, 非制造业从业人员指数大幅回升 0.8 个百分点至 49%。就业指数自底部区域反弹迹象明显, 尤其是服务业就业吸纳能力体现, 就业市场结构性特征明显, 较大程度上缓解今年就业压力。我们认为就业形势仍是重要政策底线, 需密切关注, 今年各月份失业率相比去年同期均有所抬升, 我们预计年内就业压力仍在, 但实现全年 5.5% 目标难度不大。随着明年年初经济企稳, 就业压力也将有所减弱。

经济企稳仍待明年一季度, 权益市场风格可能向周期类切换

11 月 PMI 超预期走高, 但我们认为数据中包含一定季节性, 且年内需求尚难确认复苏, 我们认为明年一季度我国加大逆周期调控力度, 经济企稳概率大。其中, 财政政策加快专项债发行及使用并形成“实物工作量”, 货币政策宽松将以扩信用为主要方式, 着重针对民营、小微、制造业、服务业“好”项目及地方基建、老旧小区改造、保障房建设等“类地产”领域, 预计明年一季度扩信用效果显现, 将有大规模信用释放, 债券市场或有承压, 但配置价值也将逐渐出现, 权益市场风格可能向周期类切换。

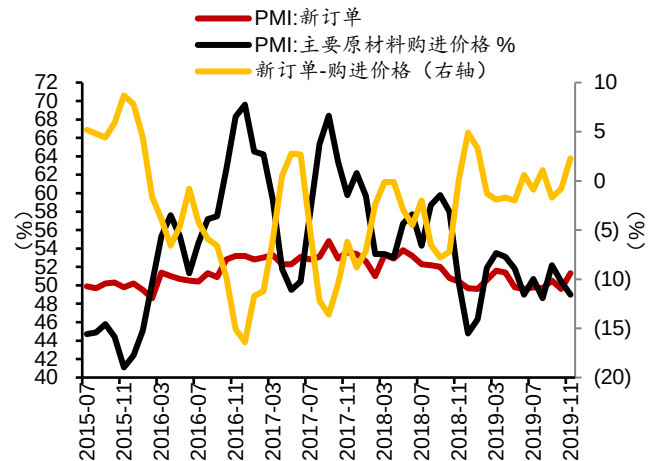
风险提示: 政策落地不及预期; 供给侧因素推升 PPI 超预期回升。

图表1：中采制造业 PMI 及其生产指数、新订单指数



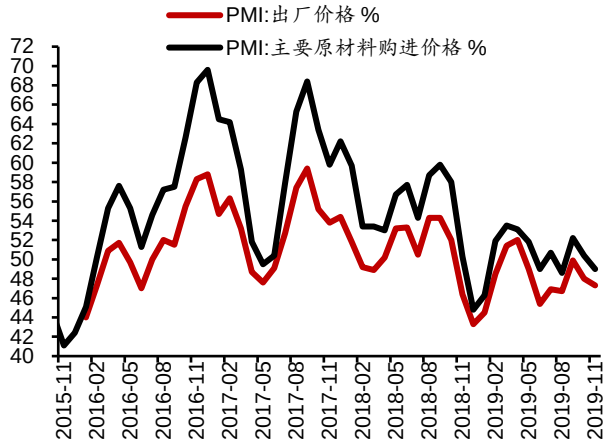
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：制造业 PMI 利润趋势指标



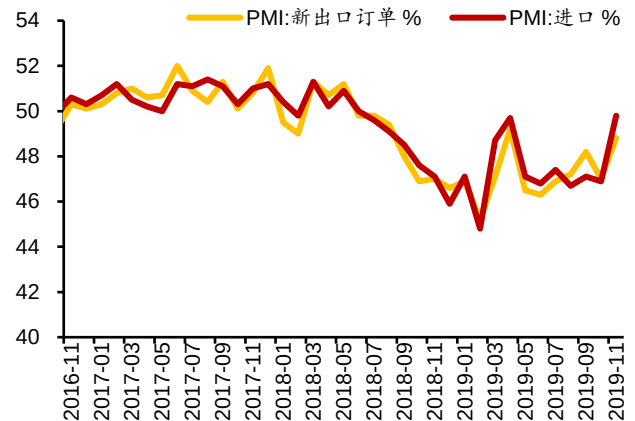
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：制造业 PMI 价格指数



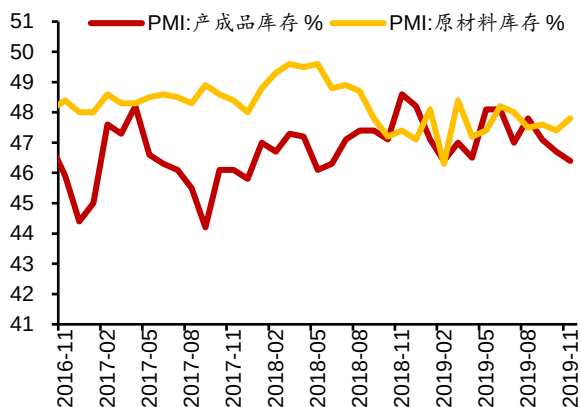
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：制造业新出口订单指数及进口指数



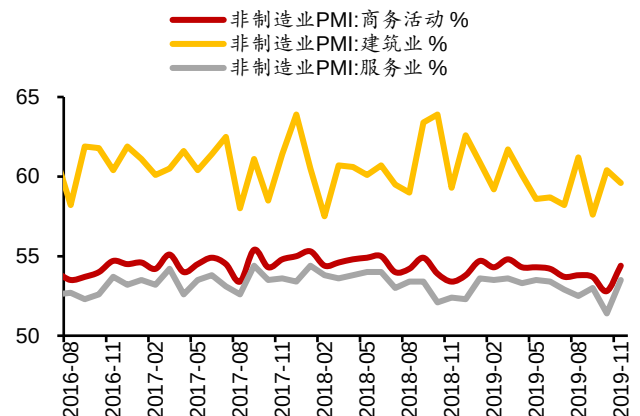
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：制造业库存指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：非制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

政策落地不及预期；供给侧因素推升 PPI 超预期回升。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_8725

