

固定收益研究/动态点评

2019年10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: 增长触“底线”, 逆周期方式是关键》2019.10
- 2《固定收益研究: 量价摆布的新思考》2019.10
- 3《固定收益研究: 金融数据超预期的背后原因更值得关注》2019.10

PMI 走弱: 冰与火并存

——2019年10月官方PMI数据点评

PMI 数据概要: 供需走弱, 量价齐跌

10月官方制造业PMI 49.3%, 回落0.5个百分点, 第6个月运行在荣枯线以下。今年经济活动“季末月反弹、季初月回落”特征明显, 本质是抢工与透支兑现, 但加大了数据波动, 扰动市场对宏观经济变化的预期。排除波动因素看, 制造业PMI已长达半年处在收缩区间, 内外需不足的宏观环境尚未实质改变, 实体通缩压力仍有待缓解。当前中美博弈、逆周期政策、出口与地产端风险的动态变化是主导基本面方向与节奏的关键。外需压力并未好转, 地产端风险仍待解, 而三季度6.0%的GDP增速已触及目标底线, 为实现翻番目标, 人民日报提出“把稳增长放在更突出的位置”。

季初月生产回落, 库存周期仍在探底阶段

10月生产指数50.8%, 回落1.5个百分点; 新订单指数49.6%, 回落0.9个百分点。9月生产抢工对10月存在透支。新订单回落受出口订单拖累明显, 但内需疲态也尚未好转, 扩大内需政策仍待加码与落实。供需边际走弱下, 10月原材料库存指数47.4%, 回落0.2个百分点, 企业备货意愿不足。产成品库存指数46.7%, 回落0.4个百分点。主动去库存仍在探底阶段。本轮库存周期底部可能在今年末至明年初出现。由于本轮M1与社融的反弹力度都较弱, 房地产投资也受到打压, 库存周期大概率见底, 有助于经济表现出韧性, 但见底后回升力度可能偏弱。

出口短期继续承压, 关注订单修复趋势

10月新出口订单指数47%, 回落1.2个百分点; 进口指数46.9%, 回落0.2个百分点。随着中美贸易摩擦再次进入缓和期, 人民币汇率转向升值, 对出口订单有一定抑制。9月集中出口交货, 或对10月出口订单存在挤出。中美第十三轮谈判虽有阶段性成果, 但美方仅是暂缓新关税, 9月的关税落地对10月出口仍有负面影响。出口订单指数自年初以来处在底部抬升的通道, 我们认为四季度出口仍存在压力, 但明年一季度存在修复希望。

去库存压制价格回暖, 与猪肉带动CPI上行对照的是实体通缩压力仍在

10月原材料购进价格指数50.4%, 回落1.8个百分点; 出厂价格指数48%, 回落1.9个百分点。工业主动去库存压制价格回暖, 实体通缩现状尚未缓解。国际油价重回弱势, 国内环保要求有所放松, 黑色价格也表现偏弱。10月出厂价格与原材料购进价格剪刀差继续回落, 边际上负面影响制造业盈利。根据PMI价格指数与PPI环比拟合关系, 预计10月PPI环比重新转负。

就业目标压力不大, 但警惕结构性失业风险

10月制造业从业人员指数47.3%, 回升0.3个百分点, 稳就业政策效果有所体现。完成全年就业目标的压力不大, 但结构性失业问题需警惕。一方面, 贸易摩擦加快了我国低端加工制造业的产业转移节奏, 出口持续低迷造成外向型企业生存困境。另一方面, 近期房企拿地开工回落, 竣工增速上移, 意味着在建项目可能处在收缩阶段。传统加工制造与地产端用工可能出现供给过剩, 亟待基建进一步加码抵补结构性失业风险。

建筑业景气反弹待观察, 基建上行对冲是关键

10月建筑业PMI回升2.8个百分点至60.4%。9、10月份建筑业指数波动较大, 反弹还需要观察, 但微观调研显示基建活动有所增强。受地产融资政策约束, 建筑业景气度还存在走弱压力, 基建能否对冲成为关键。预计央行将增加PSL投放, 政策性银行对专项债项目配套融资。PPP与专项债结合也是可行思路。9月国常会部署后, 地方已开始积极上报基建项目, 基建投资仍有望稳中提速。不过今年地方专项债新增额度已发行完毕, GDP增速触及底线又加大逆周期调节的诉求, 提前发行专项债仍有意义。

风险提示: 房地产投资超预期下行、中美贸易谈判出现反复。

2019年10月官方PMI数据点评

10月官方制造业PMI 49.3%，回落0.5个百分点，已第6个月运行在荣枯线以下。本月PMI指数整体呈现“供需走弱，量价齐跌”的基本面特征。今年经济活动“季末月反弹、季初月回落”的特征明显，本质是抢工与透支兑现，但加大了数据的波动，扰动市场对宏观经济变化的预期。排除这种波动因素，制造业PMI已长达半年处在收缩区间，内外需不足的宏观环境尚未实质改变，实体通缩压力仍有待缓解。

当前中美博弈、逆周期政策、出口与地产端风险的动态变化是主导基本面方向与节奏的关键。10月初，中美第十三轮经贸谈判取得阶段性进展，但10月30日，智利宣布取消APEC领导人非正式会议，中美两国如何寻找契机签署书面协议值得关注。而外需压力并未好转，地产端风险仍待解。同时，三季度6.0%的GDP增速已触及目标底线，为实现2020年GDP翻番目标，10月30日人民日报提出“把稳增长放在更突出的位置”。

季初月生产回落，库存周期仍在探底阶段

供需方面，10月生产指数50.8%，回落1.5个百分点；新订单指数49.6%，回落0.9个百分点。生产指数回落仍符合今年“季末月反弹、季初月回落”的特征，9月生产抢工对10月存在透支。国庆长假原则上影响反映环比变化的PMI指数，但历史数据并未体现这一季节性特征。新订单回落受出口订单拖累明显，但内需疲态也尚未好转，扩大内需政策仍待加码与落实。

供需边际走弱下，10月原材料库存指数47.4%，回落0.2个百分点，企业备货意愿不足。产成品库存指数46.7%，回落0.4个百分点。需求不足，主动去库存仍在探底阶段。M1、社融与PPI分别对应着实体的货币、信用与需求，对工业库存周期有较好领先性。本轮库存周期底部可能在今年末至明年年初才能出现。由于本轮M1与社融的反弹力度都较弱，房地产投资也受到打压，库存周期大概率见底，有助于经济表现出韧性，但见底后回升力度可能偏弱。

出口短期继续承压，关注订单修复趋势

10月新出口订单指数47%，回落1.2个百分点；进口指数46.9%，回落0.2个百分点。随着中美贸易摩擦再次进入缓和期，10月份人民币汇率转向升值，对出口订单有一定抑制。9月集中出口交货，可能也对10月出口订单存在挤出。中美第十三轮谈判虽有阶段性成果，但美方仅是暂缓新关税，前期加征的关税并未取消。根据过去几轮关税落地对出口的冲击效果，9月的新征关税对10月出口仍有负面影响。但值得关注，出口订单指数自年初以来处在底部抬升的通道。由于“出口订单增加-企业生产-出口交货”存在时滞，我们认为四季度出口仍存在压力，但明年一季度存在修复希望。进出口指数往往“亦步亦趋”，但本期进口指数降幅较小，或与贸易谈判中达成的农产品采购承诺有关。

去库存压制价格回暖，与猪肉带动CPI上行对照的是实体通缩压力仍在

10月原材料购进价格指数50.4%，回落1.8个百分点；出厂价格指数48%，回落1.9个百分点。当月价格指数显著回落，工业主动去库存压制价格回暖，实体通缩现状尚未缓解。9月沙特产油设备受空袭事件并未继续发酵，国际油价重回弱势。同时国内环保要求有所放松，黑色价格也表现偏弱。10月16日，生态环境部发布《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求秋冬季期间PM2.5平均浓度同比下降4%，较征求意见稿5.5%的要求有所放松。出厂价格与原材料购进价格剪刀差继续回落，边际上仍负面影响制造业盈利。根据PMI价格指数与PPI环比拟合关系，预计10月PPI环比重新转负。

就业目标压力不大，但警惕结构性失业风险

10月制造业从业人员指数47.3%，回升0.3个百分点，稳就业政策效果有所体现；非制造业从业人员指数48.2%，持平于前值。今年前三季度新增城镇就业1097万人，已完成全年目标99.7%，9月调查失业率5.2%，持平于上月，同比走高0.1个百分点。只要四季度经济不失速恶化，完成全年就业目标的压力不大，但结构性失业问题可能逐渐暴露。一方面，中美贸易摩擦加快了我国低端加工制造业向东南亚国家的产业转移节奏，同时出口持续低迷造成外向型企业生存困境。另一方面，近期房地产开发节奏看，房企拿地开工因融资收紧回落，施工进度后移、竣工增速上移，意味着在建项目可能处在收缩阶段。传统加工制造与地产端用工可能出现供给过剩，亟待基建进一步加码抵补结构性失业风险。

建筑业景气反弹待观察，基建上行对冲是关键

10月建筑业PMI回升2.8个百分点至60.4%。其中，房屋建筑业商务活动指数64.0%，环比上升8.8个百分点。9、10月份建筑业指数波动较大，9月建筑业景气大幅回落并未在当月地产、基建数据中反映，因此10月份的反弹还需要观察，但微观调研显示基建活动有所增强。

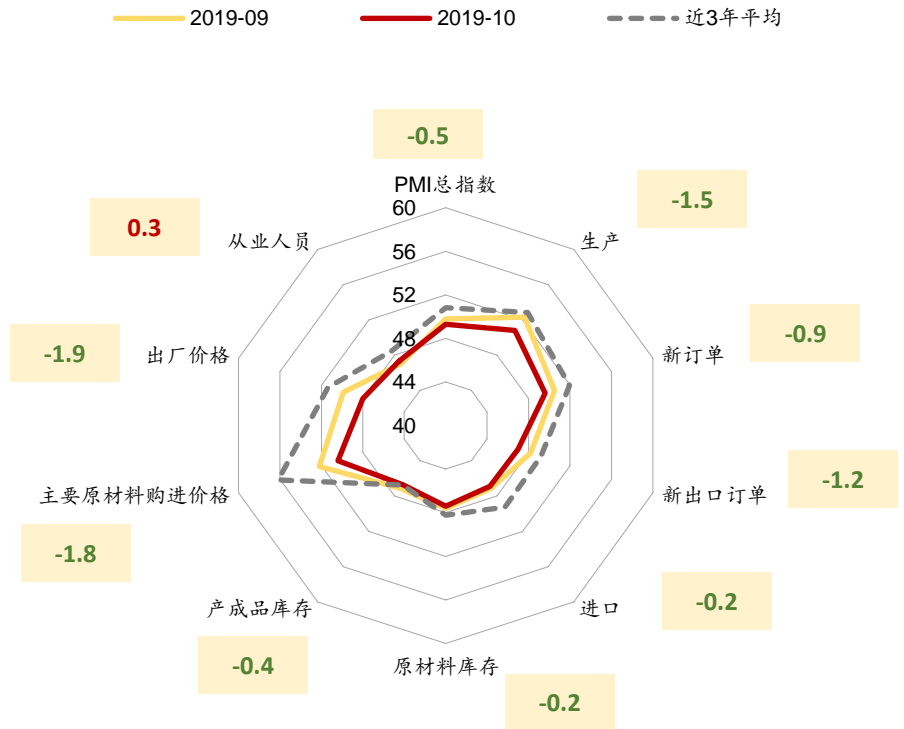
房地产新开工面积增速略领先于PMI建筑业。受地产融资政策约束，新开工增速或延续回落态势，建筑业景气度还存在走弱的压力，基建能否继续上行对冲成为关键。根据9月份金稳委会议，财政与货币金融政策结合、发挥政策性金融机构的逆周期调节作用，可能是当下解决基建资金来源的关键。预计央行将增加PSL投放，政策性银行加大对专项债项目的配套融资。PPP与专项债结合也是撬动资金杠杆的思路。同时专项债配套融资项目的范围扩大，又堵住了土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，有助于资金聚焦于基建领域。9月国常会部署后，从各省投资项目在线审批监管平台数据看，地方已开始积极上报基建项目，基建投资仍有望稳中提速。不过9月过后，今年地方专项债新增额度已发行完毕，GDP增速触及底线又加大逆周期调节的诉求，提前发行专项债仍有意义。

10月 PMI 数据全览

“供需走弱，量价齐跌”

图表1: PMI 环比变动概览

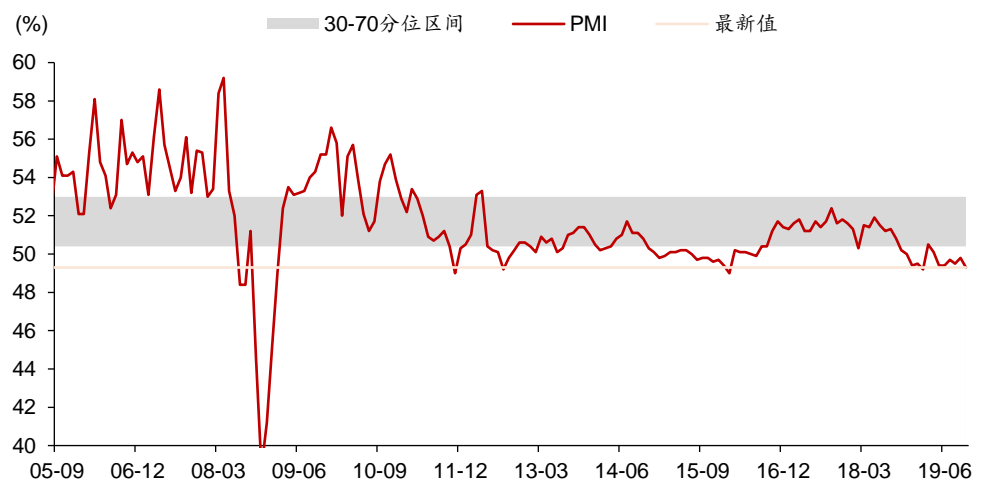
(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 制造业 PMI

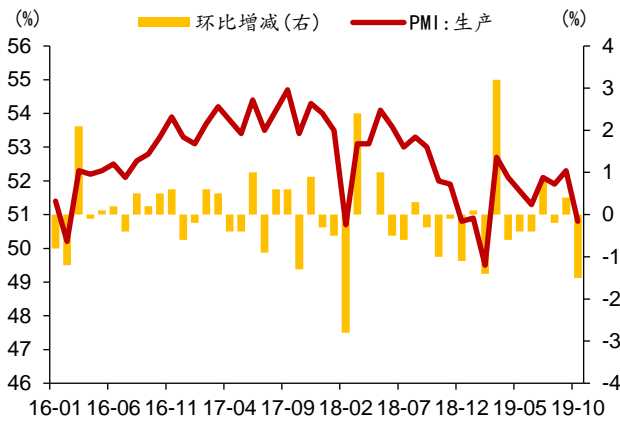
(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

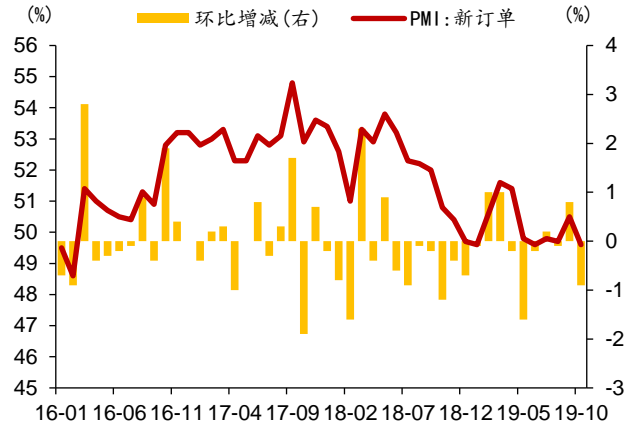
季初月生产回落，库存周期仍在探底阶段

图表3: PMI 生产指数回落



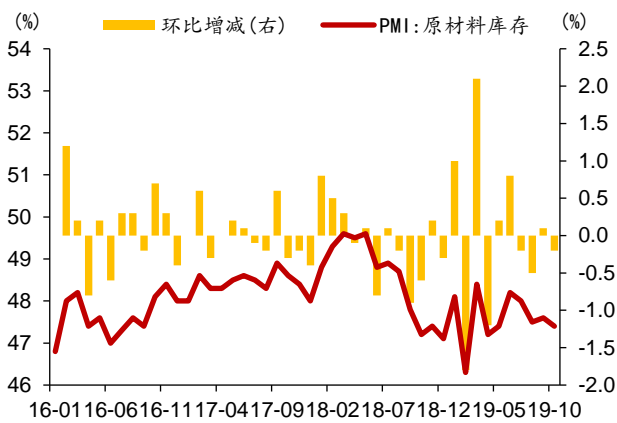
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 新订单指数回落



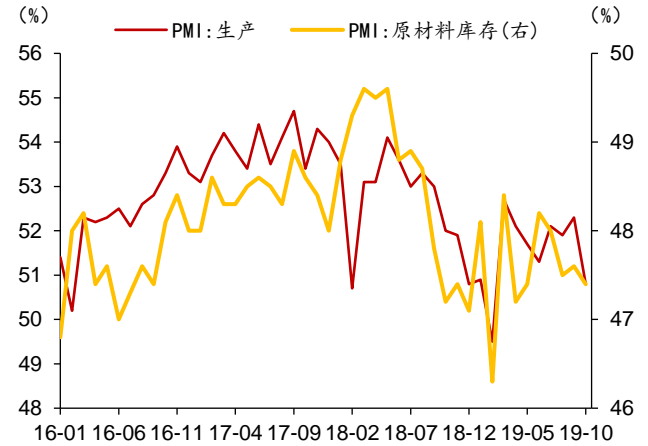
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PMI 原材料库存回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

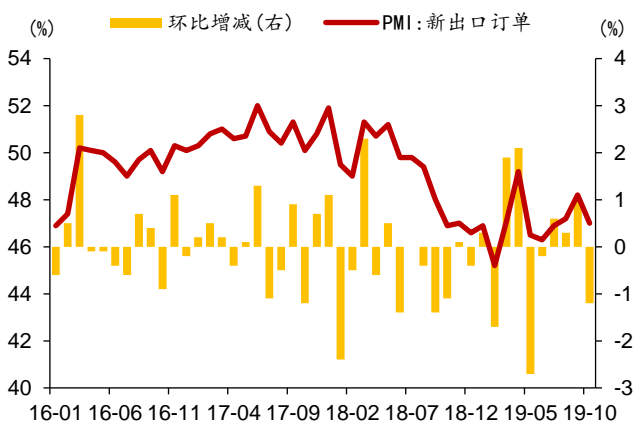
图表6: PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

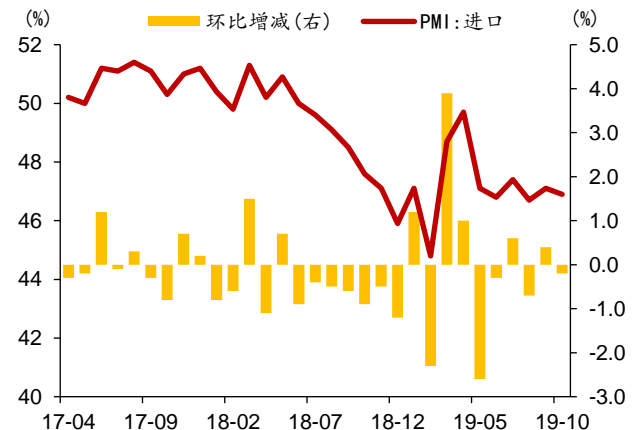
出口短期继续承压，关注订单修复趋势

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

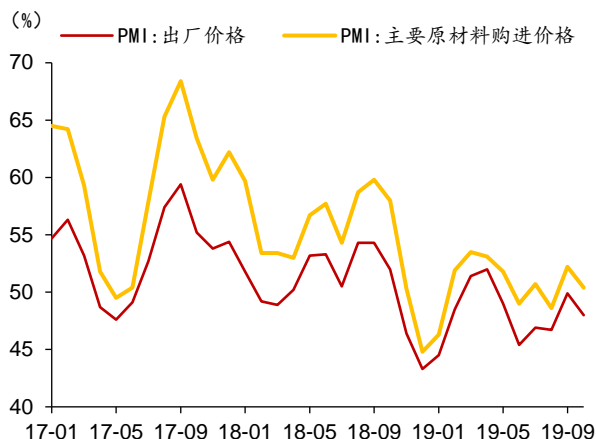
图表8: PMI 进口指数回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

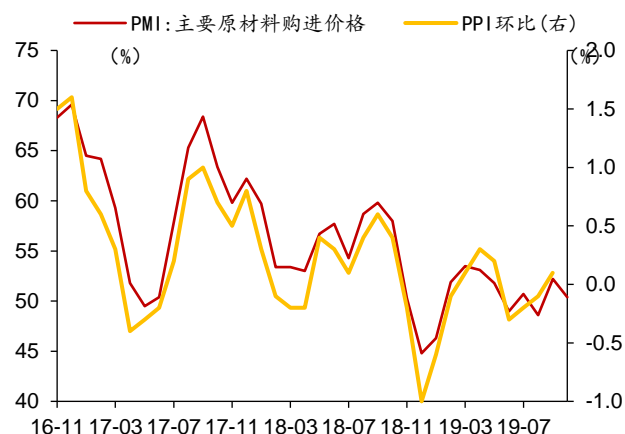
供给扰动去库存压制价格回暖，实体通缩压力仍在

图表9：PMI出厂价格与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

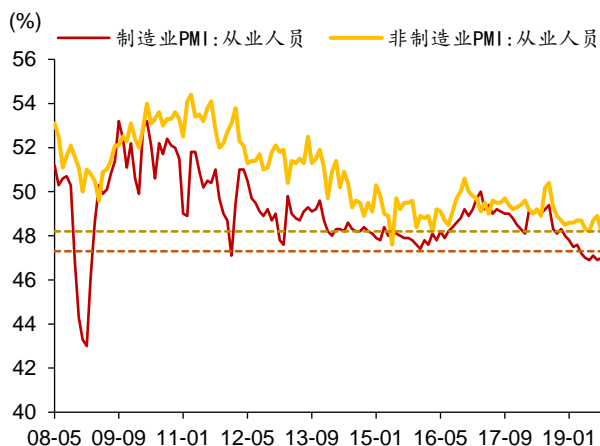
图表10：PMI原材料价格与PPI环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

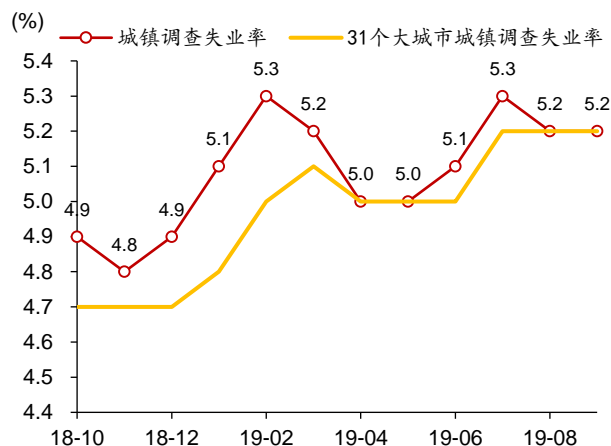
就业目标压力不大，但警惕结构性失业风险

图表11：PMI制造业从业人员指数回升、非制造业持平



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

建筑业景气反弹待观察，基建上行对冲是关键

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_9324



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>