

利率债通胀预期超调，把握利率债短期交易机会

——10月PMI数据点评 20191031

事件概述：

国家统计局发布10月PMI数据，制造业PMI数据录得49.3%，环比回落0.5pct，连续六个月处于荣枯线下方；非制造业PMI数据录得52.8%，环比回落0.9pct。

分析与判断：

▶ 产需季节性回落，库存去化继续，价格指数大幅回落。

1) 内外需均显疲弱，需求再度跌破荣枯线。新订单指数环比大幅回落0.9pct，继上月短暂回升至扩张区间后再度跌破荣枯线；出口方面，中美贸易摩擦缓和并未对新出口订单指数产生提振作用，反而大幅回落1.2pct，生产企业对贸易摩擦反应钝化。

2) 预期不佳，生产数据全线回落，或与季节性因素有关。生产经营活动预期指数继9月大幅提升后，本月再度回落，较上月大幅下降0.2pct，宏观经济下行压力较大，需求预期难以得到改善。生产指数回落显著，较上月大幅下降1.5pct，为近8个月以来的最低水平。从PMI的历史波动来看，多数年份10月产需指数均出现了回落，考虑到国庆节假期停工影响，本次需求和生产的放缓或与季节性因素有关。

3) 库存去化继续。采购量、原材料库存、产成品库存均出现了不同程度的放缓，较上月分别回落0.6、0.2、0.4pct，其中采购量指数重新进入收缩区间，表明生产端受需求端压制较为明显，企业补库动力偏弱。

4) 进出厂价格大幅回落，PPI或有继续下跌可能。10月，出厂价格指数为48%，大幅回落1.9pct；主要原材料购进价格亦大幅回落1.8pct至50.4%，逼近荣枯线。价格大幅回落与需求疲软的表现一致，“下游需求向上游传导”的供应链逻辑仍较为顺畅，PPI的通缩周期可能仍未走完。

▶ 产需缺口主动收窄，经济动能放缓。

10月产需缺口指标录得-1.2%，环比收窄0.6pct。由于生产指数回落幅度大于需求指数0.6pct，因此以“新订单-生产”构成的产需缺口指标延续了收窄趋势，但仍然处于“供过于求”的状态，预计将继续压制企业的生产意愿，但缺口的主动收窄有利于市场快速出清，从而加快供需平衡的恢复。从“新订单-产成品库存”构造的经济动能指标看，该缺口在需求放缓幅度大于库存减少幅度的驱动下，环比回升0.5pct，潜在生产空间受制，短期生产、经济增长动力预计将有一定程度的放缓。

▶ 不同规模企业分化，中型企业逆势回升。

分结构看，10月不同规模的制造业企业景气程度出现了分化，大型、小型企业PMI分别录得49.9%、47.9%，均较上月大幅回落0.9pct；而中型企业PMI则逆势回升，环比提升0.4pct，录得49.0%。本月是继6月以后，全年第二次大型企业PMI落在荣枯线下方。

▶ 非制造业出现分化，建筑业显著回暖。

非制造业商务活动指数录得52.8%，较上月大幅回落0.9pct。从结构上看，建筑业与服务业继续呈现分化，但本月表现为制造业回暖，服务业放缓的格局。制造业PMI指数大幅回升2.8pct至60.4%，而服务业PMI指数则回落1.6pct至51.4%。从分项上看，建筑业除新订单回落以外，预期、投入品价格、销售价格、从业人员均出现了不同程度的回暖；而服务业则仅预期项出现了1个百分点的回升。

投资建议：关注短期超调带来的交易性机会。

综合来看，10月制造业出现了“供、需、量、价”四维度全面收缩，尽管季节性因素对产需存在一定的扰动，但下行幅度仍然超出市场的预期。需求持续疲软的影响正在沿着产业链向上传导，PPI通缩周期或将继续延续。当前经济面临着“基本面下行+通胀预期上行”的类滞胀格局，无论从“六稳”角度还是从确保经济目标达成的

角度看，适当的逆周期调节确有必要，但猪肉价格快速攀升对通胀预期的冲击仍不容小觑，货币政策受到多方掣肘，难紧难松。我们认为此时正是财政政策接棒发挥效力的重要窗口期，建议关注近期逆周期调节政策变化。我们认为，基本面下行的长期逻辑仍然支持长期“债牛”，短期内将继续震荡格局，建议关注短期超调带来的交易性机会。

风险提示

政策不确定性加大；宏观经济下行超预期。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119100052

联系电话：021-20227900

【华西固收】2019年10月PMI数据一览

联系人：樊信江/颜子琦

图1：制造业PMI——较上月回落0.9PCT仍处荣枯线以下

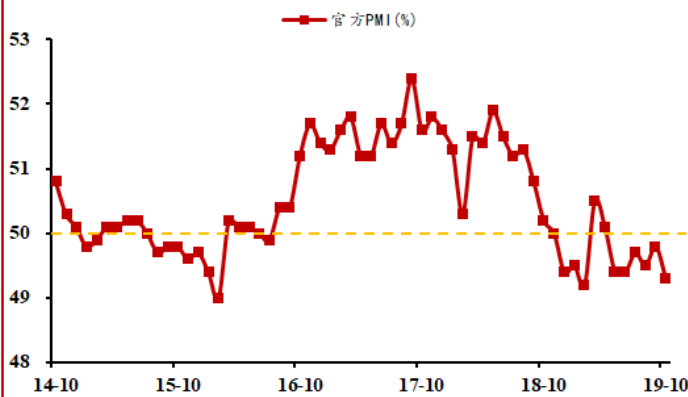


图2：非制造业PMI——整体下行0.9PCT，行业分出现分化

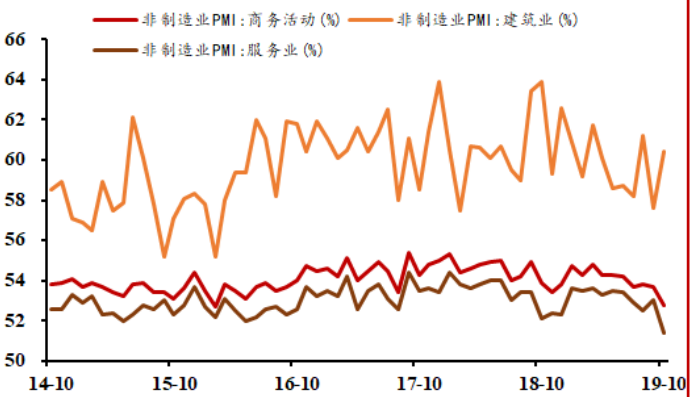


图3：制造业PMI——分项多数回落

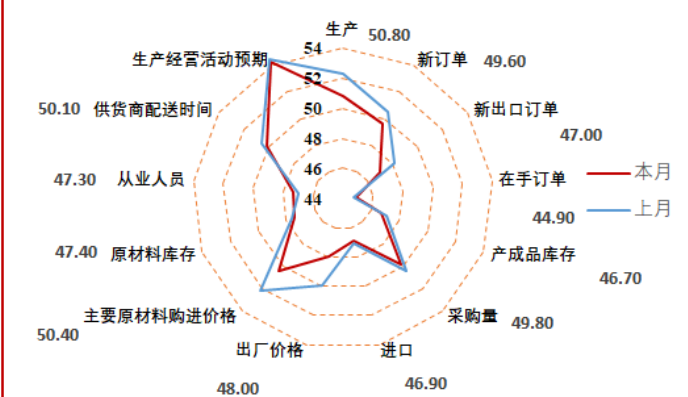


图4：非制造业PMI——分项回落较多，部分基本持平

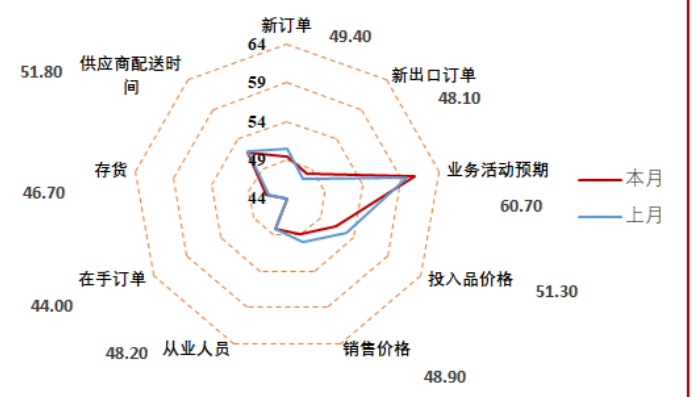


图5：制造业PMI——产需缺口回落，经济动能有所反弹

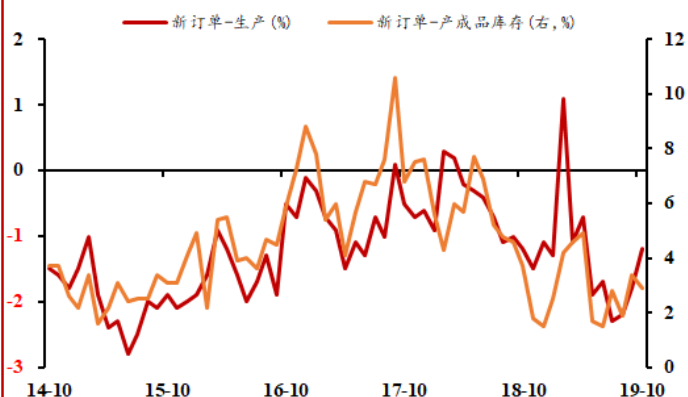


图6：制造业PMI——原材料、产成品库存均有所回落

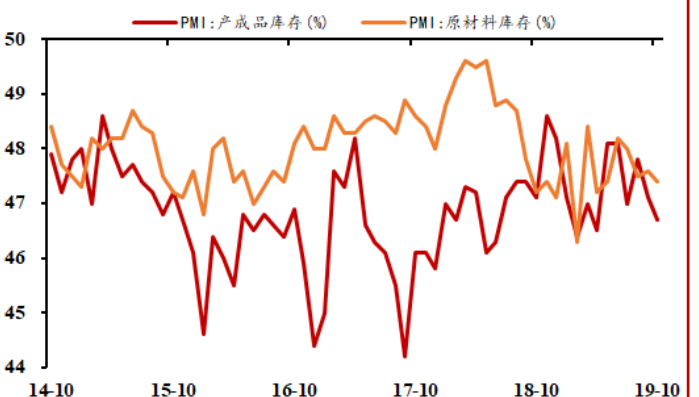


图7：制造业PMI——不同规模企业分化，中型企业有所反弹

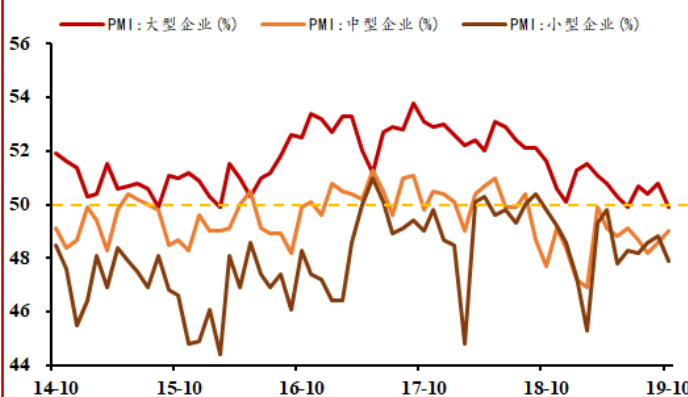
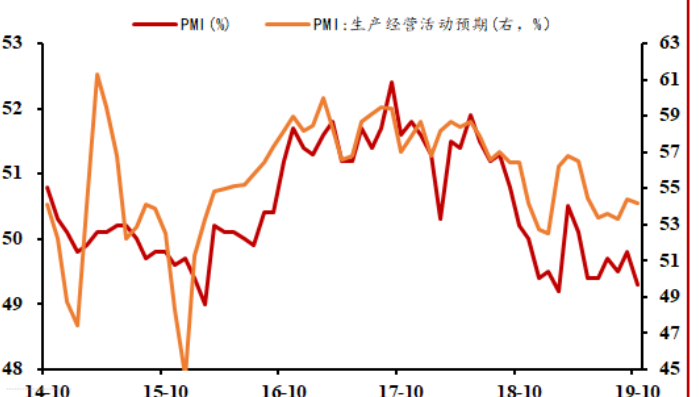


图8：制造业PMI——生产预期小幅回落0.2PCT



资料来源：国家统计局

免责声明：本信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区丰汇时代大厦5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_9339

