

证券研究报告 / 债券研究报告

东北固收 9 月 PMI 数据点评：超季节性回升，债市短期多看少动

报告摘要：

事件：2019 年 9 月 30 日，统计局公布中国 2019 年 9 月份官方制造业 PMI 相关数据。

点评：2019 年 9 月制造业 PMI 枯荣线下回升，录得 49.8%，高于前值 0.3 个百分点，超过市场预期 49.6%。具体分析为：

第一，从主要因素看，四大核心项均对 PMI 构成正向拉动。生产环比上行 0.4 个百分点，新订单环比上行 0.8 个百分点，从业人员环比上行 0.1 个百分点，原材料库存环比上行 0.1 个百分点，分别对 PMI 构成正向拉动 0.1、0.24、0.02、0.01 个百分点，合计正向拉动 PMI 0.37 个百分点，核心分项中的逆指标供货商配送时间对 PMI 构成了负向拉动 0.03 个百分点。**第二，从分项来看，出口数据回升 1 个百分点，由 47.2% 回升至 48.2%，虽然低于历年均值 49.57%，但是回升幅度超出历史均值回升（0.53%）幅度 0.47 个百分点，超季节性回升。**本月进口指数回升 0.4 个百分点，录得 47.1%，较历年均值 49.4% 低 2.3 个百分点，但环比为超季节性回升，历年均值 9 月环比下行 0.01 个百分点。本次进口指数回暖推测是受中美贸易战局势缓和以及单月 9 月内需回暖共同所致。**第三，供应商配送时间指数回升，较上月上升 0.2 个百分点，较历年均值高 0.49 个百分点，这也是五大分项中唯一一个对 PMI 指数做贡献的分项。****第四，生产指数上行 0.4 个百分点，录得 52.30%，低于历史均值 0.54 个百分点，超出历史回升幅度均值（0.26）0.14 个百分点，生产端回暖基本符合季节性变化，也可能有国庆前的抢生产因素。**与高频数据也较为一致，9 月 6 大发电集团耗煤量同比收于 3.57%，较上月-2.24% 大幅回升。**第五，库存指标显示累积库存情况缓解，本月产成品库存下行 0.7 个百分点，录得 47.1%，较均值（47.14%）低 0.04 个百分点，库存下，而生产上，9 月的库存周期从 PMI 数据视角看，可能将进入被动去库存状态。**

总结及分析：本月 PMI 的回升主要是供需两端回暖所致，去库存成效明显，经济下行趋势有所缓和。此次 PMI 的回暖我们判断主要是季节性的反弹（季末月的反弹），也有国庆前的抢出口，抢生产因素影响。9 月经济数据的好转可以期待。

从对债市影响看，9 月的 PMI 数据事实上已经在债市上有所显现，10 年国债、10 年国开自 8 月中旬分别逐步调整了 10bp，15bp 左右，这一波债市调整可能在 9 月数据未公布完全之前，都不结束。从季度视角来看，债市牛市双底年内已经走过，9 月和四季度通胀压力较大，实际 GDP 下行空间预计不大，预计四季度债市仍有较为确定的调整压力。

相关报告

《东北固收 8 月 PMI 数据点评：PMI 如期回落，抢出口不改内外需趋弱形势》

2019-9-1

《东北证券 7 月 PMI 数据点评：PMI 逆季节性回升，但可能是短暂的改善》

2019-8-7

《东北证券 6 月 PMI 数据点评：指数持平 5 月，但结构进一步恶化》

2019-7-6

《东北证券 5 月 PMI 数据点评：贸易冲击需求，带动 PMI 回落，宏观政策逆周期调节可期待》

2019-6-3

《东北证券 4 月 PMI 数据点评：PMI 回落符合预期，5 月债市博弈机会》

2019-5-1

《东北固收 3 月制造业 PMI 数据点评 PMI 回升符合预期，供求回暖外压依旧》

2019-3-31

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

事件:

2019年9月30日,统计局公布中国2019年9月份官方制造业PMI相关数据:中国制造业采购经理指数为49.8%,较上月回升0.3个百分点,已经连续五个月位于枯荣线下。

点评:

2019年9月制造业PMI枯荣线下回升,录得49.8%,高于前值0.3个百分点,超过市场预期49.6%,9月PMI枯荣线下超预期回升是核心四大分项回暖所致,但主要是新订单指数和生产指数对PMI的强力拉动,具体分析为:

第一,从主要因素看,四大核心项均对PMI构成正向拉动。生产环比上行0.4个百分点,新订单环比上行0.8个百分点,从业人员环比上行0.1个百分点,原材料库存环比上行0.1个百分点,分别对PMI构成正向拉动0.1、0.24、0.02、0.01个百分点,合计正向拉动PMI 0.37个百分点,核心分项中的逆指标供货商配送时间对PMI构成了负向拉动0.03个百分点。

第二,从分项来看,出口数据回升1个百分点,由47.2%回升至48.2%,虽然低于历年均值49.57%,但是回升幅度超出历史均值回升(0.53%)幅度0.47个百分点,超季节性回升。此次出口数据回暖主要是由于贸易摩擦所致,9月11日,特朗普宣布,对中国输美3000亿美元商品加征关税政策推迟到10月15日,这项新政策不改9月抢出口现象,预计九月出口数据有所改善。本月进口指数回升0.4个百分点,录得47.1%,较历年均值49.4%低2.3个百分点,但环比为超季节性回升,历年均值9月环比下行0.01个百分点。本次进口指数回暖推测是受中美贸易战局势缓和以及单月9月内需回暖共同所致。

第三,供应商配送时间指数回升,较上月上升0.2个百分点,较历年均值高0.49个百分点,说明供应商对配送订单响应及配送效率抬升,主要是受配送需求不高所致。这也是五大分项中唯一一个对PMI指数做贡献的分项。

第四,生产指数上行0.4个百分点,录得52.30%,低于历史均值0.54个百分点,超出历史回升幅度均值(0.26)0.14个百分点,生产端回暖基本符合季节性变化,也可能有国庆前的抢生产因素。与高频数据也较为一致,9月6大发电集团耗煤量同比收于3.57%,较上月-2.24%大幅回升。

第五,库存指标显示累计库存情况缓解,本月产成品库存下行0.7个百分点,录得47.1%,较均值(47.14%)低0.04个百分点,本月原材料库存上行0.1个百分点,录得47.6%,较均值(48.06%)低0.46个百分点。库存下,而生产上,9月的库存周期从PMI数据视角看,可能将进入被动去库存状态。

从具体的分项看,13个分项中11个分项较上月上行,计入PMI公式的各大核心项除配送指数外对PMI构成正向拉动,各分项中主要原材料购进价格及出厂价格超季节性大幅上行,显示供求双端回暖。

生产端指数上行0.4个百分点,录得52.3%,低于历史均值0.54个百分点,超季节性回暖,主要是受内外需回暖,去库存情况良好所致。

需求指数端,内外需双回暖,新订单是此次PMI回暖的主力。9月PMI新订单指数上行0.8个百分点,录得50.5%,重归枯荣线上,新出口订单录得48.2%,较上月上行1个百分点,超季节性变动,主要是受益于抢出口现象。内需方面的采购量指数录得50.4%,重归枯荣线上,低于均值(51.24%)0.84个百分点,进口指数录得47.1%,较上月回升0.4个百分点,低于均值(49.04%)1.94个百分点。值得注

意的是，此次内外需回暖是超季节性回暖，其中采购量较历史增幅均值高 1.18 个百分点。

库存指数端，原材料库存上行，产成品库存下行。9 月 PMI 库存端指标较 8 月涨跌不一，原材料库存较上月上行 0.1 个百分点，产成品库存较上月下行 0.7 个百分点，显示企业去库存成效明显，需求回暖，库存回落，这是被动补库存状态。

价格指数端，两大指标全线上行。9 月主要原材料购进价格大幅上行 3.6 个百分点，低于历史均值 2.6 个百分点；出厂价格较上月上行 3.2 个百分点，低于历史均值 3.88 个百分点。价格端的大幅上行也侧面印证了需求供给的双线回暖，经济下行压力有所缓解。

就业指数上行。9 月 PMI 从业人员指标继续下滑 0.1 个百分点至 47.00，较历史均值低 1.67 个百分点，生产转好而就业仍差，这应该是 9 月以来政策继续宽松的原因之一。

总结及分析：

9 月 PMI 枯荣线下回升 0.3 个百分点，录得 49.8%，接近枯荣线，本月 PMI 的回升主要是供需两端回暖所致，去库存成效明显，经济下行趋势有所缓和。此次 PMI 的回暖我们判断主要是季节性的反弹（季末月的反弹），也有国庆前的抢出口，抢生产因素影响。9 月经济数据的好转可以期待。

从对债市影响看，9 月的 PMI 数据事实上已经在债市上有所显现，10 年国债、10 年国开自 8 月中旬分别逐步调整了 10bp，15bp 左右，这一波债市调整可能在 9 月数据未公布完全之前，都难以结束，10 月经济数据可能有季节性回落，且通胀预计有小幅下行，债市调整有望稍事休息。从季度视角来看，债市牛市双底年内已经走过，9 月和四季度通胀压力较大，实际 GDP 下行空间预计不大，预计四季度债市仍有较为确定的调整压力。

表 1：PMI 分项和历史均值比较

指标名称	9 月环比变动	2011-18 年均值 9 月环比	历年 9 月均值	历年 8 月均值	历年 7 月均值	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04	2019-03
PMI	0.30	0.05	50.71	50.66	50.56	49.50	49.70	49.40	49.40	50.10	50.50
PMI: 生产	0.40	0.26	52.84	52.59	52.62	51.90	52.10	51.30	51.70	52.10	52.70
PMI: 新订单	0.80	0.24	51.61	51.38	51.06	49.70	49.80	49.60	49.80	51.40	51.60
PMI: 新出口订单	1.00	0.53	49.57	49.04	49.03	47.20	46.90	46.30	46.50	49.20	47.10
PMI: 在手订单	-0.10	0.22	45.94	45.73	45.08	44.80	44.70	44.50	44.30	44.00	46.40
PMI: 产成品库存	-0.70	-0.29	47.14	47.44	47.39	47.80	47.00	48.10	48.10	46.50	47.00
PMI: 采购量	1.10	-0.08	51.24	51.33	50.80	49.30	50.40	49.70	50.50	51.10	51.20
PMI: 进口	0.40	-0.01	49.04	49.05	48.56	46.70	47.40	46.80	47.10	49.70	48.70
PMI: 出厂价格	3.20	-0.79	53.78	54.57	50.03	46.70	46.90	45.40	49.00	52.00	51.40
PMI: 主要原材料购进价格	3.60	0.81	54.80	53.99	51.12	48.60	50.70	49.00	51.80	53.10	53.50
PMI: 原材料库存	0.10	0.13	48.06	47.93	48.20	47.50	48.00	48.20	47.40	47.20	48.40
PMI: 从业人员	0.10	-0.31	48.67	48.98	48.79	46.90	47.10	46.90	47.00	47.20	47.60

PMI: 供货商配送时间	0.20	-0.04	50.01	50.05	50.08	50.30	50.10	50.20	50.90	49.90	50.20
PMI: 生产经营活动预期	1.10	-0.84	56.54	55.67	53.30	53.60	53.40	54.50	56.50	56.80	56.20

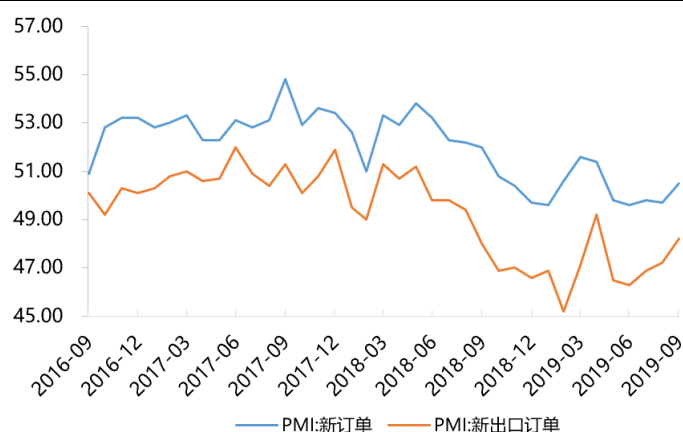
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: PMI (单位: %)



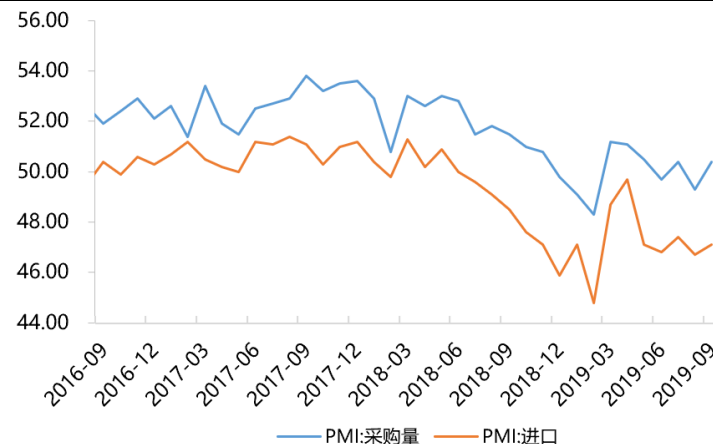
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: PMI 需求类指数 (单位: %)



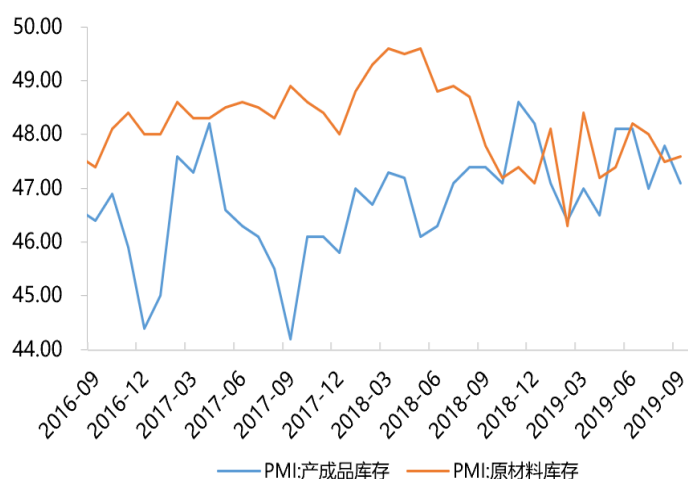
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PMI 采购类指数 (单位: %)



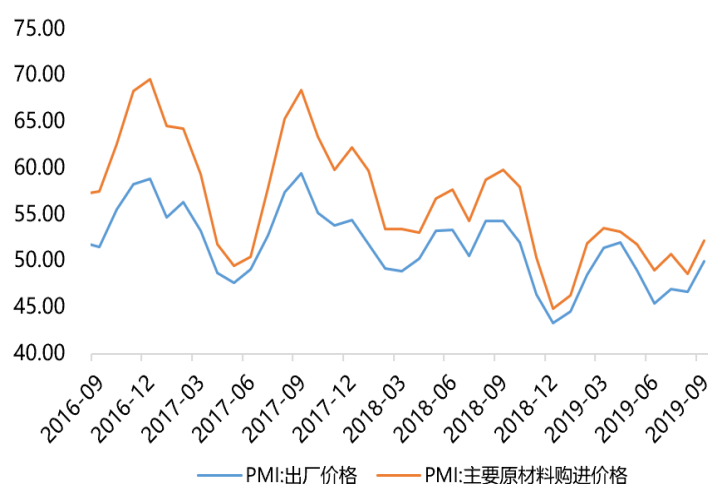
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: PMI 库存类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: PMI 价格类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

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_9807

