

宏观研究/动态点评

2019年06月01日

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

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：利润修复仍需时间，聚焦新供给》2019.05
- 2《宏观：鲜果价格会是CPI中长期影响因素吗》2019.05
- 3《宏观：货币政策确认灵活适度》2019.05

PMI 跌落荣枯线，类滞胀环境下资产怎么走？

2019年5月中采PMI数据点评

5月PMI跌至收缩区间，主因内需的前期透支和外需转弱

5月中采制造业PMI回落0.7个百分点至49.4%，再次降至收缩区间，其中，生产指数回落0.4个百分点至51.7%，或受五一假期影响；新订单指数降1.6个百分点至49.8%，跌至50%以下，是综合指数大幅回落的主因，我们认为或受前期国内订单透支及外需走弱的共同影响。5月进口和新出口订单指数分别下行2.6和2.7个百分点至47.1%和46.5%，再次转弱，且外需仍弱于内需。展望后市，我们认为短期内国内基建、地产需求端支撑仍存，3、4月受增值税率调整导致的生产、订单提前后续会陆续恢复常态；但5月初以来贸易局势再度紧张，未来外需仍存风险，贸易顺差可能面临冲击。

需密切关注贸易问题带来的失业压力

5月制造业和非制造业PMI从业人员指数分别下行0.2和0.4个百分点至47%和48.7%，其中制造业从业人员指数突破历史低位，我们提示关注贸易问题与7月大学生毕业季叠加带来的失业风险。失业率存在较为清晰的季节性，年中上行在预期之内，而贸易摩擦成为最大的不可控因素。据全球价值链和中国贸易增加值核算数据库提供的数据库数据，2012年起，美国超越欧盟成为对我国就业拉动最多的贸易国家，2017年对美出口拉动了我国1685.85万就业，单位就业拉动0.39人/万美元，一旦贸易摩擦形势严峻，将对我国就业市场构成明显冲击。我们认为就业形势可能成为重要的政策底线，7月是重要风险时点。

库存周期或进入筑底阶段，短期可能有所反复

5月PMI原材料库存和产成品库存分别上行0.2和1.6个百分点至47.4%和48.1%，与27日统计局发布的工业企业存货增速数据一致，体现企业主动补库存特征，主因是短期需求有所支撑。但我们认为由于需求难以确认全面复苏，企业补库存的趋势可能存在反复，库存周期后续大概率仍处于筑底震荡阶段。

基本面和市场波动性预将加大

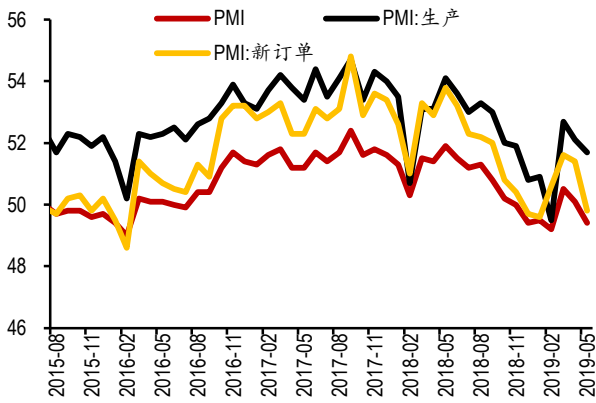
PMI回落继续验证我们“政策主线在供给侧”的判断。经济下行、通胀上行压力均有所加大，当前经济呈现“类滞胀”特征，我们认为未来经济走向仍主要取决于政策。我们测算，美国对进口自我国的2000亿美元商品关税提高及对3000亿美元商品加征关税对今年我国GDP增速综合影响可达-1.9个百分点，外部环境面临的不确定性给内部经济走势施加了更大压力。工业数据能否企稳本质上取决于下游需求是否可持续，即地产、基建、消费及外需。目前政策主线仍是以供给侧改革的方式稳定总需求，我们认为经济维持低位概率大，类滞胀宏观环境下，资产价格波动性将有所加大。

股市波动性加剧，债市存短期交易性机会

基本面不确定性加剧和风险偏好降低的情况下，预计股票市场二季度波动性加大，结构方面可关注CPI、PPI剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。我们判断央行未来可能着重供给侧，采取利率市场化降息，叠加阶段性资产荒，利率债可能出现短期交易性机会。

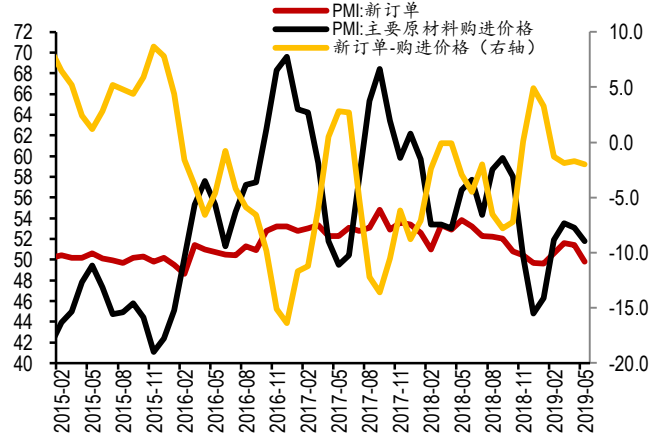
风险提示：基建、地产投资超预期下行；贸易谈判进展不顺利，出口受到大幅冲击，经济形势恶化。

图表1： 中采制造业 PMI 及其生产指数、新订单指数



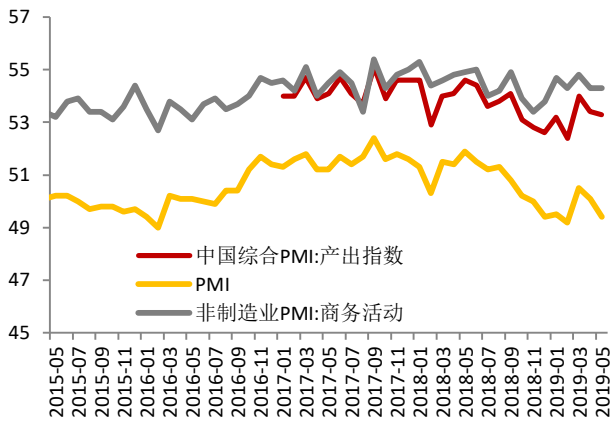
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 制造业 PMI 利润趋势指标



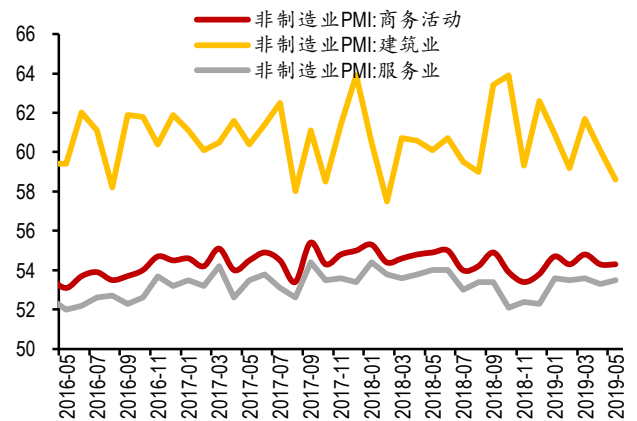
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 制造业 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 产出指数



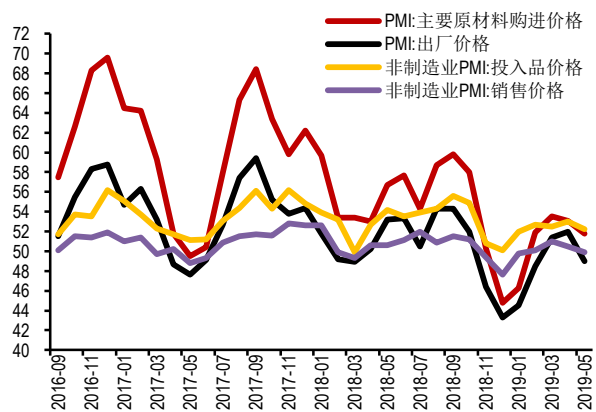
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 非制造业及建筑业、服务业 PMI 指数



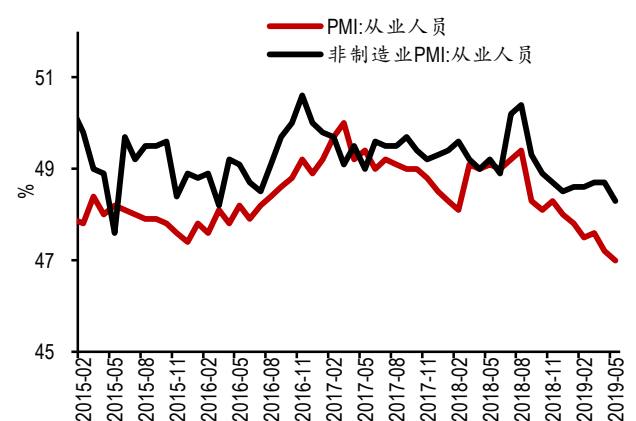
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 制造业和非制造业 PMI 价格指数



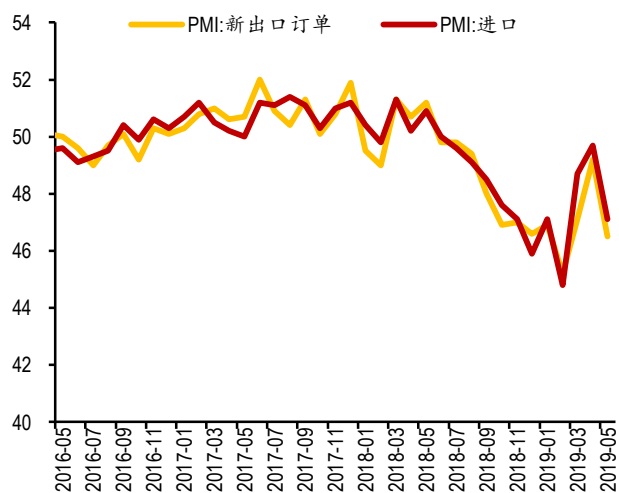
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 制造业与非制造业 PMI 从业人员指数



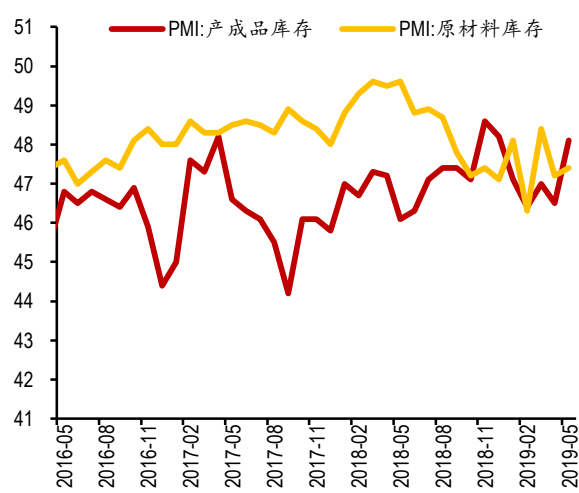
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 制造业 PMI 新出口订单指数、进口指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 制造业 PMI 库存指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：基建、地产投资超预期下行；贸易谈判进展不顺利，出口受到大幅冲击，经济形势恶化。

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_12198

