

固定收益研究/动态点评

2019年03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

相关研究

- 1《固定收益研究：百姓转债：医药流通又见新标的》2019.03
- 2《固定收益研究：现代转债：高评级药企，优质标的》2019.03
- 3《固定收益研究：精测转债：小众行业，大众需求》2019.03

节后复工带动 PMI 全线回暖

——2019年3月官方PMI数据点评

策略启示：货币政策仍处于效果观察期，债市难以打破震荡市格局

股市、债市都需要基本面变化引领方向。股市需业绩驱动才能更进一步，债市僵局需要基本面破局。PMI数据超预期利好股市，债市偏利空。待金融信贷数据进一步确认方向。4月MLF续作还是降准替代备受瞩目，我们认为在较大资金缺口下，二季度降准概率大，但本次MLF续作概率仍存。利率债震荡格局仍难打破，目前中段性价比稍高。维持10年期国债3%及以下为多头陷阱，3.3-3.55%区间再现配置价值的判断。但PMI数据超预期，股市活跃程度仍高，利率债短期可能承压，震荡格局还难以打破，票息策略仍略好于久期策略。转债和信用债中寻找结构性机会仍是重点。

PMI数据概要：供需两旺、量价齐升

3月官方制造业PMI 50.5%（市场预期49.6%，前值49.2%），回升1.3个百分点，重回荣枯线以上。本月PMI分项指标环比全线翻红主因节后复工，但与历史相比表现仍强，总体呈“供需两旺、量价齐升”的基本面特征，一季度经济失速担忧或被证伪。

供需两旺主因节后复工，历史对比表现仍强

3月生产指数回升3.2个百分点，新订单指数回升1个百分点，指数环比走高主因节后复工，历年3月环比均不同程度回升。但对比看，生产指数环比达2011年以来新高，反映今年3月生产明显偏强。3月原材料库存指数回升2.1个百分点，产成品库存回升0.6个百分点。原材料库存大幅走高并与产成品库存剪刀差走扩，反映企业主动补库存意愿增强，看好需求回暖。产成品库存回升主因节后生产旺盛强于订单需求。我们认为，虽然3月数据回暖有季节性因素，但一季度经济存下行压力、无失速风险，经济初现企稳迹象。

进口指数强于出口，贸易顺差或转逆

3月新出口订单指数回升1.9个百分点，进口指数回升3.9个百分点，指向3月进出口增速回升。由于今年春节初一到十五均在2月，停工显著影响2月外贸活动，因此3月进出口回升尚不能反映趋势性。尤其3月欧元区制造业PMI下行加速，美国经济放缓迹象已现，3M10Y美债曲线倒挂更引发衰退担忧。外需疲弱决定出口短期仍在寻底过程。建筑业活动升温反映基建加码已在途中，政策托底内需边际提振进口。进口指数回升幅度远高于出口预示贸易顺差或由正转逆。

投资拉动价格走高，但4月PPI仍存通缩风险

3月原材料购进价格指数回升1.6个百分点，出厂价格指数回升2.9个百分点，反映企业采购意愿增强、终端需求回暖。商务部大宗商品价格指数看，3月能源、钢铁、有色价格均不同程度回升。基建投资加快、房地产施工走高带动建安投资托升工业品需求，预计3月PPI环比与同比转正。但在国内房地产投资压力、海外工业生产放缓的宏观背景下，结合油价基数因素，PPI同比大概率自4月步入通缩区间。

失业潮风险暂缓，建筑业活动重回高景气度

3月制造业从业人员指数回升0.1个百分点，反映就业的季节性压力已过。今年两会首次将就业优先政策置于宏观政策层面。我们认为就业问题是年内政策底线，决定逆周期调节力度与地产调控定力，需对调查失业率指标保持高度关注。3月建筑业PMI回升2.5个百分点，受益于气候转暖、节后开工与政策逆周期发力，基建增速有望大幅攀升。但今年春节返乡置业热情明显降温，2月商品房销售量价回落与房企拿地下滑指向后续房地产投资压力，基建与地产力量对抗仍将是决定经济走势的关键。

风险提示：基建发力不及预期，中美贸易谈判戏剧性逆转。

2019年3月官方PMI数据点评

3月官方制造业PMI 50.5%（市场预期49.6%，前值49.2%），回升1.3个百分点，大幅反弹重回荣枯线以上。本月PMI分项指标环比全线翻红主因节后复工，但与历史相比表现仍强，总体呈“供需两旺、量价齐升”的基本面特征。一季度经济失速担忧或被证伪，后续继续观察金融信贷数据表现，货币政策仍处于政策效果观察期。

供需两旺主因节后复工，历史对比表现仍强

3月生产指数52.7%，大幅回升3.2个百分点；新订单指数51.6%，回升1个百分点。3月生产与新订单指数环比走高主因节后复工，历年3月环比均有不同程度回升。但历史对比看，生产指数环比达2011年以来新高，反映今年3月生产明显偏强。3月28日，李克强总理博鳌论坛上表示，“进入3月份，日均发电量、用电量增速达到两位数，进出口、货物运输等增长加快”。我们认为，虽然数据回暖有季节性因素，但整体而言，一季度经济存下行压力、无失速风险，经济初现企稳迹象。

企业信心有所修复，主动补库存意愿显现

3月原材料库存指数48.4%，大幅回升2.1个百分点；产成品库存指数47.0%，回升0.6个百分点。原材料库存大幅走高并与产成品库存剪刀差走扩，反映企业主动补库存意愿，看好后续需求回暖。央行企业家信心指数一季度显著企稳回升，随着4月增值税减税落地，企业活力或继续激发。产成品库存回升主因节后生产旺盛强于订单需求，但仍在较低景气度，库存压力不大。

进口指数强于出口，贸易顺差或转逆

3月新出口订单指数47.1%，回升1.9个百分点；进口指数48.7%，回升3.9个百分点。进出口指数大幅走高，指向3月进出口增速回升，或印证总理表述。由于今年春节初一到十五均在2月，停工显著影响2月外贸活动，因此3月进出口回升尚不能反映趋势性。尤其3月欧元区制造业PMI下行加速，美国经济放缓迹象已现，3M10Y美债曲线倒挂更引发衰退担忧。外需疲弱决定出口短期仍在寻底过程。建筑业活动升温反映基建加码已在途中，政策托底内需边际提振进口。进口指数回升幅度远高于出口预示贸易顺差或由正转逆。

投资拉动价格走高，但4月PPI仍存通缩风险

3月原材料购进价格指数53.5%，回升1.6个百分点；出厂价格指数51.4%，回升2.9个百分点，反映企业采购意愿增强、终端需求回暖。从商务部大宗商品价格指数看，3月能源、钢铁、有色价格均不同程度回升。基建投资加快、房地产施工走高带动建安投资托升工业品需求，预计3月PPI环比与同比转正。但在国内房地产投资压力、海外工业生产放缓的宏观背景下，结合油价基数因素，PPI同比大概率自4月步入通缩区间。

失业潮风险暂缓，就业压力决定政策力度

3月制造业从业人员指数47.6%，回升0.1个百分点；非制造业从业人员指数48.7%，回升0.1个百分点。2月城镇调查失业率大幅升至5.3%曾引发失业潮担忧，主因节后农民工进城存在摩擦性失业，3月从业人员指数回升反映就业的季节性压力已过。今年两会首次将就业优先政策置于宏观政策层面，总理指出，财政和货币政策在很大程度上都是围绕就业来进行的。我们认为就业问题是年内政策底线，决定逆周期调节力度与地产调控定力，需对调查失业率指标保持高度关注。

建筑业活动重回高景气度，基建逆周期加码发力

3月建筑业PMI回升2.5个百分点至61.7%，受益于气候转暖、节后开工与政策逆周期发力。2月挖掘机销量同比大幅增长69%，已预示3月建筑业活动升温。年初专项债前置发行，然而受春节停工与天气因素，基建投资开年表现尚不如人意。但1-2月财政存款大幅增加为后续发力提供更大空间，“开局平稳”的要求意味3月政策逆周期强度不弱，基建增速有望大幅攀升。但今年春节返乡置业热情明显降温，2月商品房销售量价回落与房企拿地下滑指向后续房地产投资压力，基建与地产力量对抗仍将是决定经济走势的关键。

市场启示：货币政策仍处效果观察期，债市难以打破震荡市格局

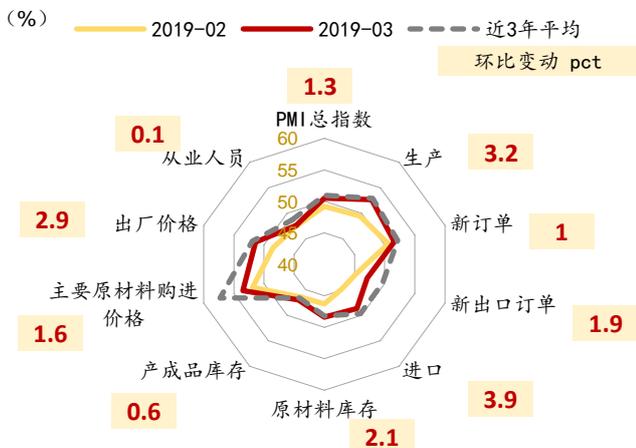
股市、债市都需要基本面变化引领方向。股市需要业绩驱动才能更进一步，债市打破僵局需要基本面破局。PMI数据超预期显然对股市是利好，对债市偏利空。后续金融信贷数据将进一步帮助投资者确认方向。而4月份MLF到期续作还是降准替代备受瞩目，市场已经开始憧憬降准。我们认为二季度降准概率大，毕竟存在巨大的资金缺口，但本次MLF续作概率仍存。

利率债震荡格局仍难打破，仍建议在有安全边际的前提下博弈小机会，目前中段性价比稍高。我们三周前判断近期债市有小机会，虽然兑现但倍感艰辛。维持10年期国债3%及以下为多头陷阱，3.3-3.55%区间再现配置价值的判断。但是PMI数据超预期，股市活跃程度仍高，4月份MLF续作概率不能排除，利率债短期可能承压，震荡格局还难以打破，票息策略仍略好于久期策略。转债和信用债中寻找结构性机会仍是重点。

3月PMI数据全览

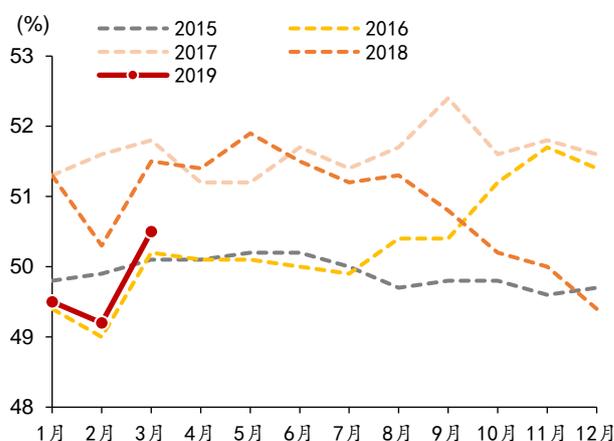
3月制造业PMI主因节后复工回升

图表1: PMI环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

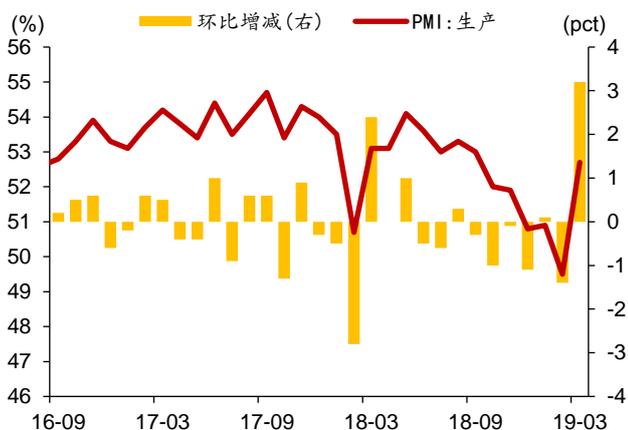
图表2: 制造业PMI季节图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

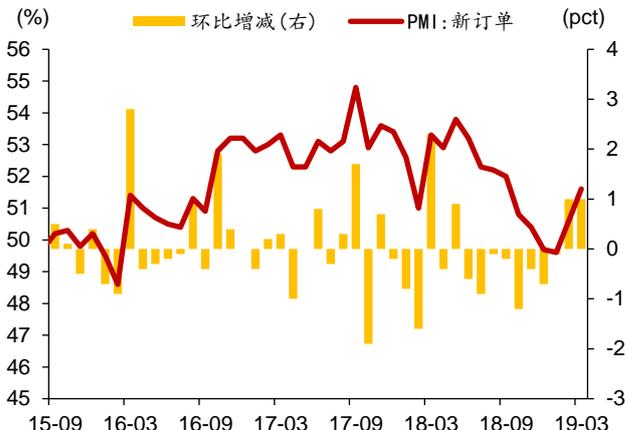
供需两旺主因节后复工, 历史对比表现仍强

图表3: PMI生产指数大幅回升



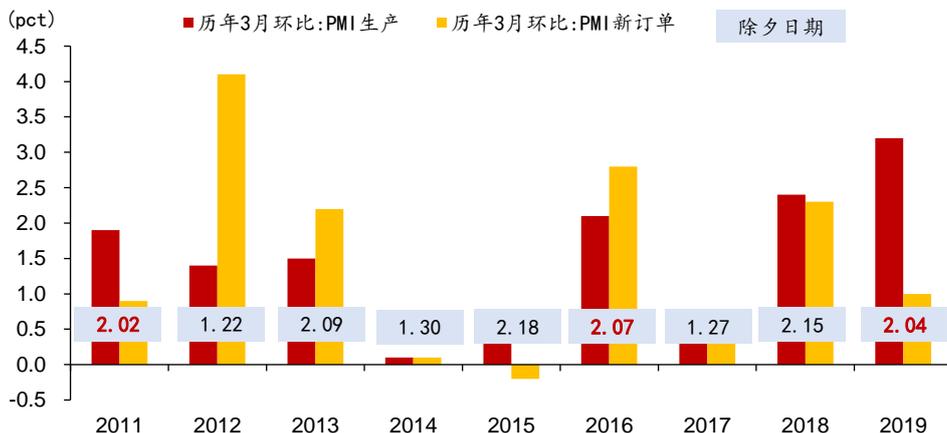
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI新订单指数继续回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

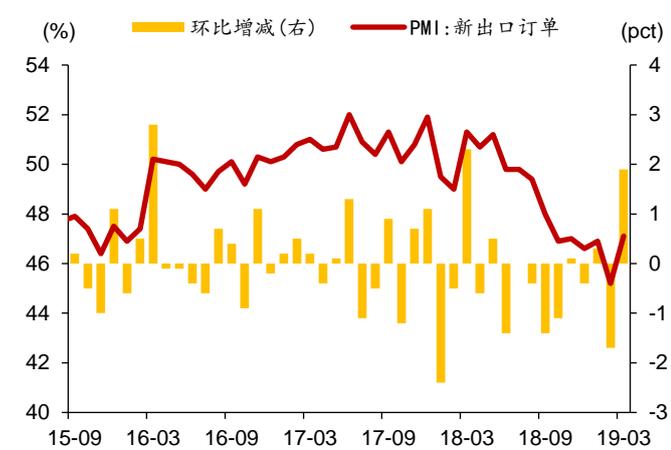
图表5: 历年3月PMI生产与新订单环比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

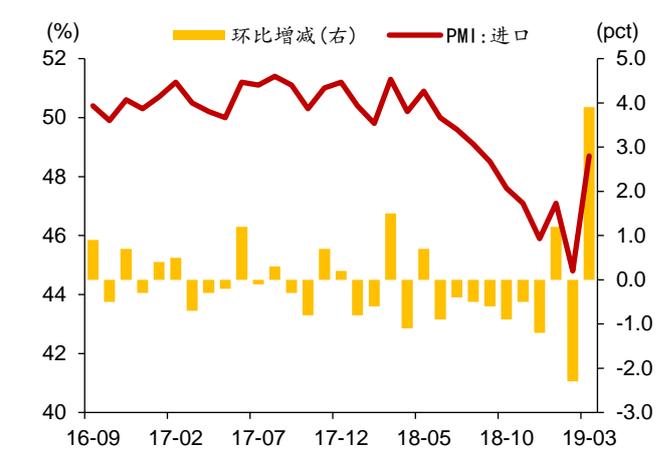
进口指数强于出口，贸易顺差或转逆

图表6: PMI新出口订单指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

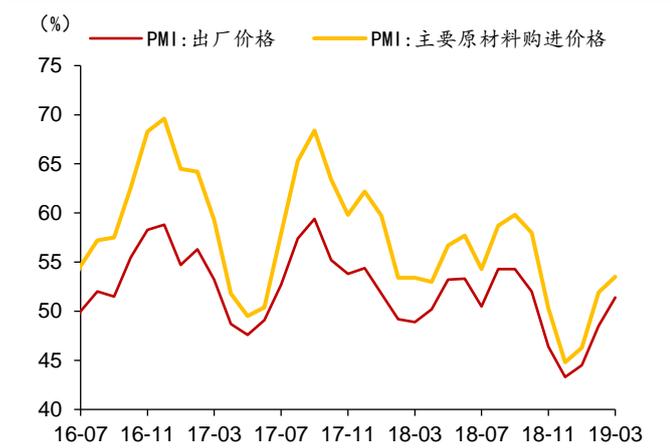
图表7: PMI进口指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

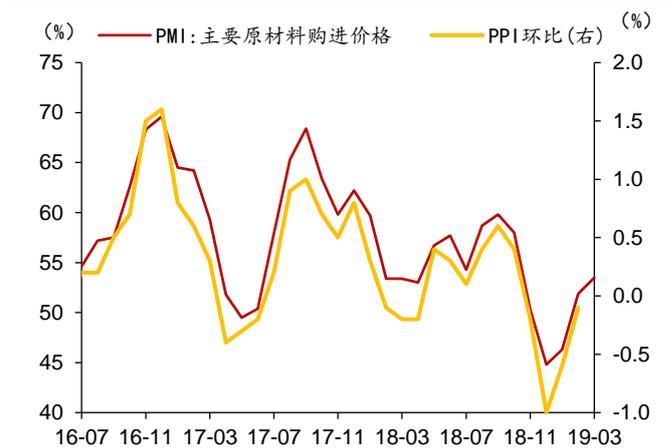
投资拉动价格走高，但4月PPI仍存通缩风险

图表8: PMI出厂价格与主要原材料购进价格指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

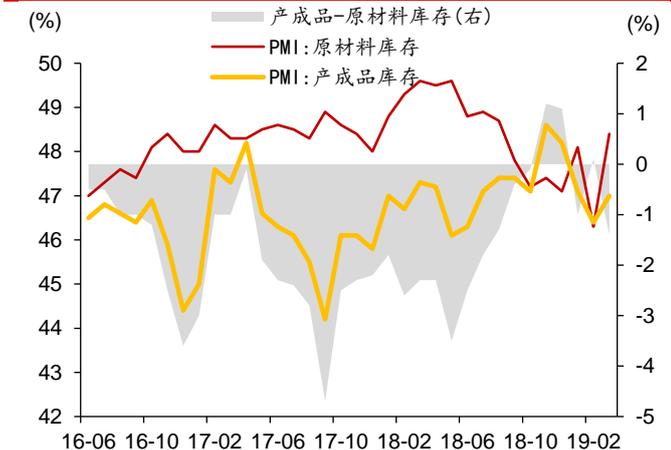
图表9: PMI原材料价格预示PPI环比转正



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

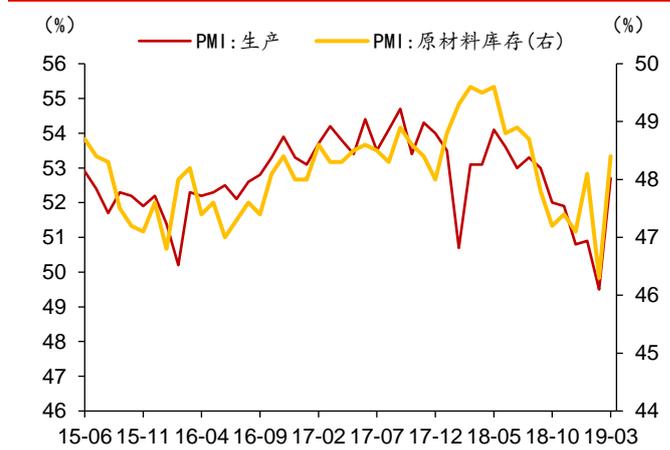
企业信心有所修复，主动补库存意愿显现

图表10: PMI产成品与原材料库存大幅回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

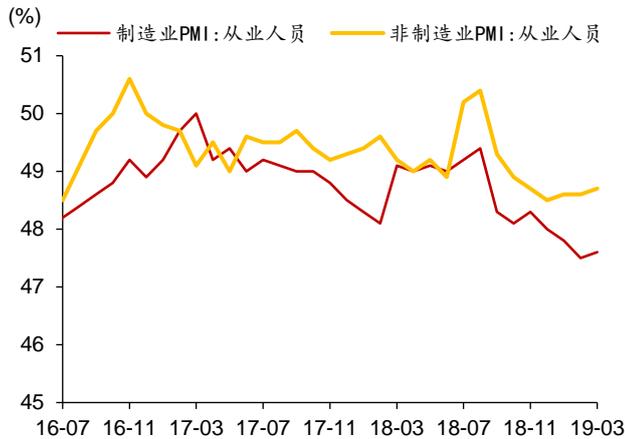
图表11: PMI原材料库存领先生产指数1-2个月



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

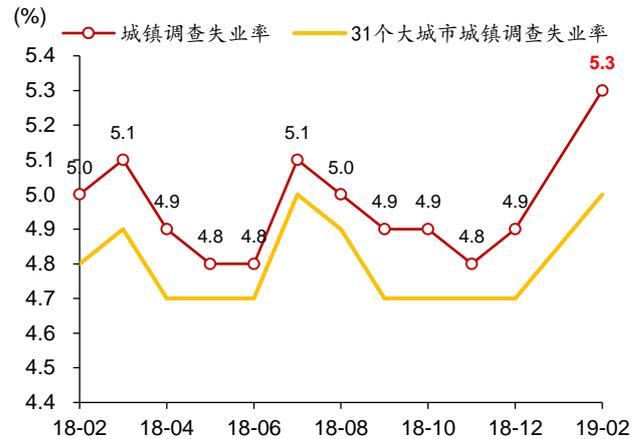
失业潮风险暂缓，就业压力决定政策力度

图表12: PMI制造业从业人员指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

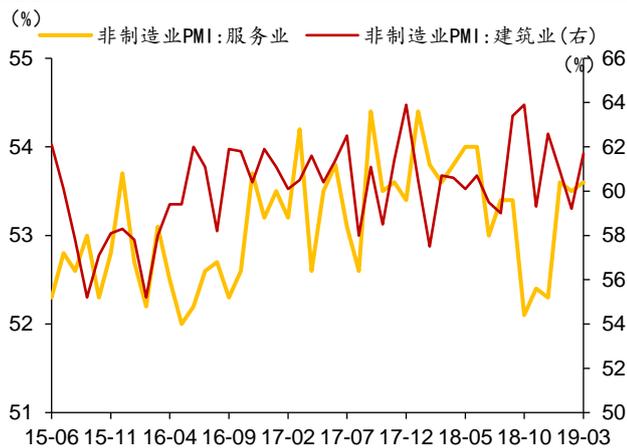
图表13: 关注就业指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

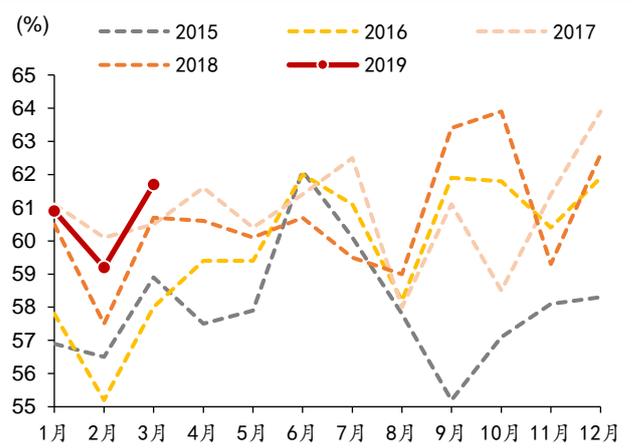
建筑业活动重回高景气度，基建逆周期加码发力

图表14: 建筑业PMI回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 建筑业PMI季节图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PMI同期对比、横向对比

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_13363



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn