

## 固定收益研究/动态点评

2019年01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

# PMI 低位企稳，债市趋势转缓

## ——2019年1月官方PMI数据点评

### 相关研究

- 1《固定收益研究：发行利差下调为地方债打新“降温”》2019.01
- 2《固定收益研究：维格转债：机会与风险俱在》2019.01
- 3《固定收益研究：平银转债：零售转型，优质标的》2019.01

### 债市趋势转缓，波动加大，短期情绪小幅提振

中期来看，经济下行隐忧未解除，货币政策合理充裕不改，小型资产荒仍在，债市趋势不言逆转。但 PMI 低位初现企稳对应债市趋势性转缓，波动加大。短期来看，美联储加息预期继续转淡，股市业绩和信用债违约“雷声不断”，地方债发行利差降低等对债市情绪小幅提振。通过城投债适度信用下沉获得票息机会仍可坚持，但越在利率低位越要避免饮鸩止渴。对于负债端压力较大的机构，资产负债濒临倒挂，又到了规模是“毒药”的阶段。我们近两周建议转债需要适度兑现题材品种，节后仍以寻找机会为主。

### 数据概要

1月官方制造业 PMI 指数 49.5%（市场预期 49.3%，前值 49.4%），小幅回升 0.1 个百分点，但连续第二个月在枯荣线以下运行。总体来看，经济下行压力仍在，但有所缓解，呈现“供强于求，量价回暖”的基本面特征。但本月数据的结构特征显著，如必选品消费强于可选品、大企业预期好于小企业、基建产业链受益明显，反映的是居民预期仍差、企业加剧分化、政策逆周期调节发力。

### 供强于求，经济存企稳迹象

1月生产指数 50.9%，回升 0.1 个百分点，逆季节性回升主要因必选消费品需求拉动、库存去化引发补库意愿、头部企业景气度回升。新订单指数 49.6%，回落 0.1 个百分点，需求继续放缓但降幅有所收窄。新出口订单 46.9%，回升 0.3 个百分点，或预示 11 月以来的出口快速下滑压力有所缓解。但仍在较低景气度，出口风险不容忽视。进口指数 47.1%，回升 1.2 个百分点，一方面与生产指数相印证，另一方面，中美贸易谈判步入关键时间窗口，前期达成部分进口措施或已进入实质性阶段。

### 价格短暂回升但难以持续

1月原材料购进价格指数 46.3%，回升 1.5 个百分点，出厂价格指数 44.5%，回升 1.2 个百分点。因 OPEC+ 减产计划，原油价格开始反弹，受基建发力托底，煤炭、钢铁价格止跌企稳，原材料价格指数大幅回升。出厂价格回升主要受必选消费品价格提振。预计 1 月 PPI 环比降幅收窄。我们认为，基建提速仍难对冲地产回落对需求拖累，工业品通缩风险仍存，上游行业或将面临业绩压力。

### 关注春节后的就业压力

1月制造业从业人员指数为 47.8%，较上月继续回落 0.2 个百分点。非制造业从业人员指数为 48.6%，较上月小幅回升 0.1 个百分点。12 月城镇调查失业率提高 0.1 个百分点，城镇新增就业人数累计同比回落 0.3 个百分点，就业问题已开始显现，但春节后是压力较大时点。中央经济工作会议“要把稳就业摆在突出位置，实施就业优先政策”。我们认为就业问题是政策底线，视中美贸易摩擦进展情况，决定逆周期调节的力度，也将考验地产调控政策的定力。

### 基建是今年稳增长的主要政策抓手

1月建筑业 PMI 较上月回落 1.7 个百分点至 60.9%，主要受冬季低温天气和春节民工返乡等因素影响。但仍处于较高景气区间，反映经济内生动力趋弱下，政策逆周期发力节奏较快，重卡等数据或可相互验证。基建是今年稳增长的主要抓手。1月地方债发行约 4180 亿，随着资金来源初步解决，加上前期国办 101 号文指导投资领域、国发 117 号文激励地方做事意愿，基建加码或已提前提速，预计一季度基建投资增速开始走高。此外，仍应重新审视影子银行等的作用和房地产调控政策在下行周期的松紧程度。

风险提示：逆周期政策效果不及预期，中美贸易谈判结果不及预期。

## 2019年1月官方PMI数据点评

1月官方制造业PMI指数49.5%（市场预期49.3%，前值49.4%），小幅回升0.1个百分点，但连续第二个月在枯荣线以下运行。总体来看，经济下行压力仍在，但有所缓解，呈现“供强于求，量价回暖”的基本面特征。但本月数据的结构特征显著，如必选消费品强于可选品、大企业预期好于小企业、基建产业链受益明显，反映的是居民预期仍差、企业加剧分化、政策逆周期调节发力。

### 供强于求，经济存企稳迹象

1月生产指数50.9%，小幅回升0.1个百分点，经济或存企稳迹象；新订单指数49.6%，小幅回落0.1个百分点，需求继续放缓，但降幅有所收窄。整体而言，供强于求，未来价格或承压。新出口订单46.9%，回升0.3个百分点，或预示11月以来的出口快速下滑压力有所缓解。但仍在较低景气度，出口风险不容忽视。进口指数47.1%，回升1.2个百分点，改善明显。一方面与生产指数相印证，生产活动有所回温；另一方面，中美贸易谈判步入关键时间窗口，前期达成部分进口措施或已进入实质性阶段。

### 生产逆势回升存三方面因素

1月因春节临近，生产指数通常存在季节性回落，但本期生产指数逆势回升存三方面因素。一是必选消费品、地产后周期品需求拉动。食品饮料、烟草制品、纺织服装、家具等相关制造业的出厂价格指数位于扩张区间。二是库存去化引发企业补库意愿。原材料库存指数回升1个百分点至48.1%，产成品库存指数回落1.1个百分点至47.1%。三是企业分化加剧，龙头优势明显。大型企业PMI为55.4%，较上月回升1.2个百分点，中小型企业PMI分别较上月下降1.2和1.3个百分点，且仍位于临界点以下。

### 价格短暂回升但或难以持续

1月原材料购进价格指数46.3%，回升1.5个百分点，出厂价格指数44.5%，回升1.2个百分点。因OPEC+减产计划，原油价格开始反弹，受基建发力托底，煤炭、钢铁价格止跌企稳，原材料价格指数大幅回升。出厂价格回升主要受必选消费品价格提振，反映居民预期较差下的消费结构分化，必选品反而受益。由于原材料购进价格指数与PPI环比同期走势一致，预计1月PPI环比降幅收窄。我们认为，基建提速仍难对冲地产回落对需求拖累，工业品通缩风险仍存，上游行业或将面临业绩压力。

### 关注春节后的就业压力

1月制造业从业人员指数为47.8%，较上月回落0.2个百分点。非制造业从业人员指数为48.6%，回升0.1个百分点。12月城镇调查失业率提高0.1个百分点，城镇新增就业人数累计同比回落0.3个百分点，就业问题开始显现，但春节后是压力较大时点。中央经济工作会议“要把稳就业摆在突出位置，实施就业优先政策”。我们认为就业问题是政策底线，视中美贸易摩擦进展情况，决定逆周期调节的力度，也将考验地产调控政策的定力。

### 基建是今年稳增长的主要政策抓手

1月建筑业PMI较上月回落1.7个百分点至60.9%，主要受冬季低温天气和春节民工返乡等因素影响。但仍处于较高景气区间，反映经济内生动力趋弱下，政策逆周期发力节奏较快，重卡等数据或可相互验证。基建是今年稳增长的主要政策抓手。1月地方债发行约4180亿（一般债2635亿，专项债1545亿），往年同期零发行。随着资金来源初步解决，加上前期国办101号文指导投资领域、国发117号文激励地方做事意愿，基建加码或已提前提速，预计一季度基建投资增速开始反转走高。此外，仍应重新审视影子银行等的作用和房地产调控政策在下行周期的松紧程度。

## 债市趋势转缓，波动加大，短期情绪小幅提振

一季度是市场普遍预期经济下行压力最大的时段，但政策逆周期调节也在提早发力。尤其表现在地方专项债相比往年提前发行，12月份财政支出加速、发改委项目审批提速等。社融增速预计在一季度企稳，经济底还有较大不确定性，基建等是托底力量，而向上缺少弹性。财政政策转为积极但力度不及预期，货币政策易松难紧但存在汇率等制约，监管政策应根据经济形势变化做出微调，比如非标等融资渠道和融资主体抑制等。春节之后，多重因素交织，中美贸易谈判结果、两会召开，开工旺季成色与就业情况备受瞩目，尤其是就业情况将决定后续政策取向。

中期来看，经济下行隐忧未完全解除，货币政策合理充裕不改，小型资产荒仍在，债市趋势不言逆转。但PMI低位初现企稳对应债市趋势性转缓，波动加大。短期来看，美联储加息预期继续转淡，股市业绩和信用债违约“雷声不断”，地方债发行利差降低等对债市情绪有小幅提振。通过城投债适度信用下沉获得票息机会仍可以坚持，但越在利率低位越需要避免饮鸩止渴。对于负债端压力较大的机构，资产负债濒临倒挂，又到了规模是“毒药”的阶段。我们近两周建议转债需要适度兑现题材品种，节后仍以寻找机会为主。

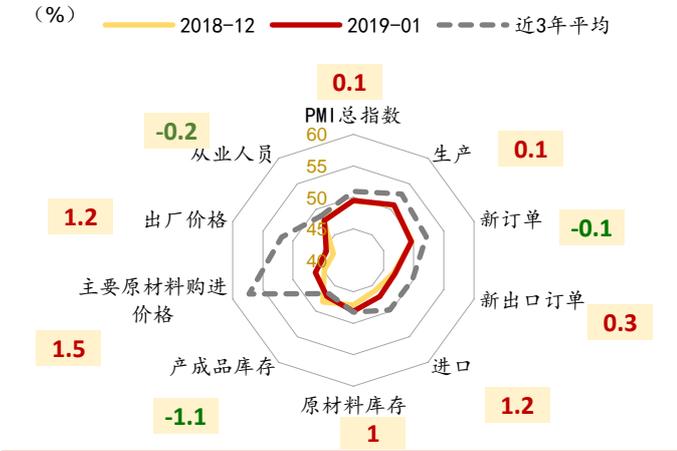
### 风险提示

- 1、逆周期政策效果不及预期。**若基建投资增速回升不及预期，或难对冲地产投资回落压力。需求难以提振，经济恐或继续惯性回落。
- 2、中美贸易谈判结果不及预期。**若中美贸易谈判未达成和解，3月1日美将重启对华关税加征，对出口、企业预期继续形成打压，经济仍难以内生性回暖。

# 1月PMI数据全览

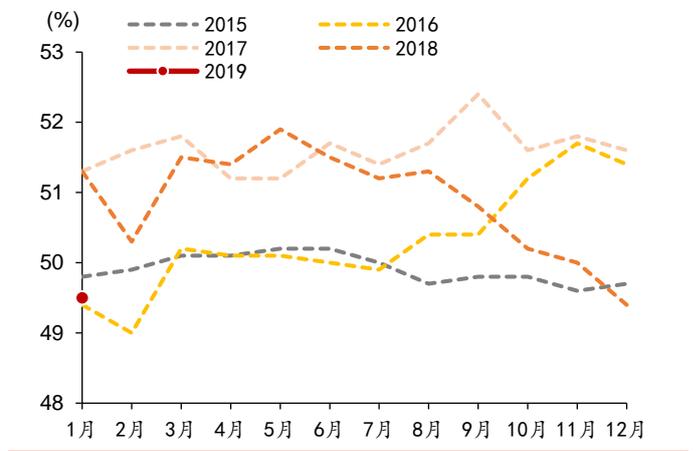
## 1月制造业PMI小幅回升

图表1: PMI环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

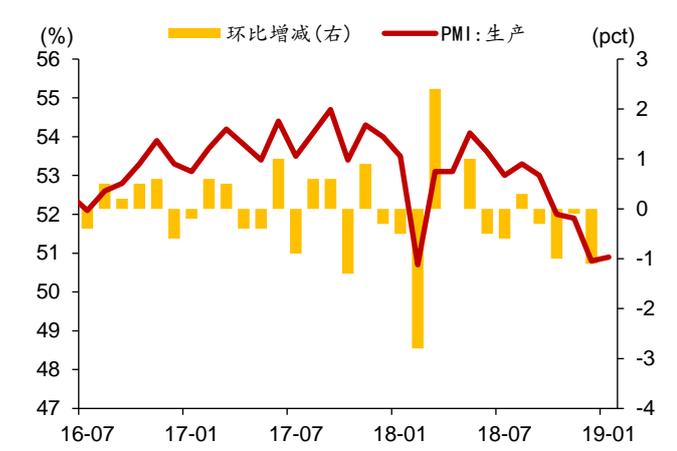
图表2: 制造业PMI季节图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

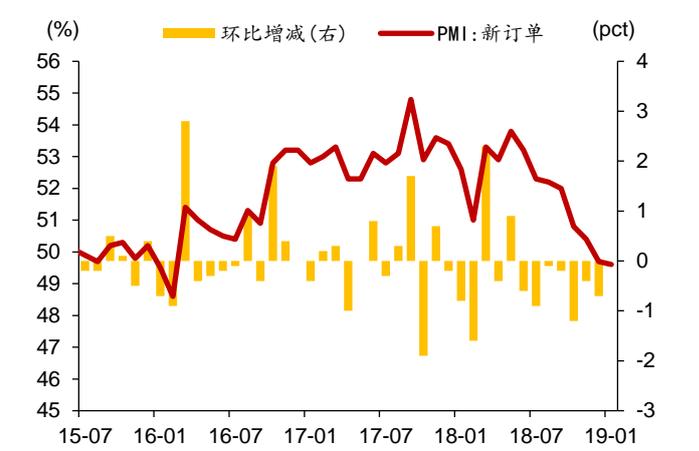
## 供强于求，经济企稳迹象

图表3: PMI生产指数回升



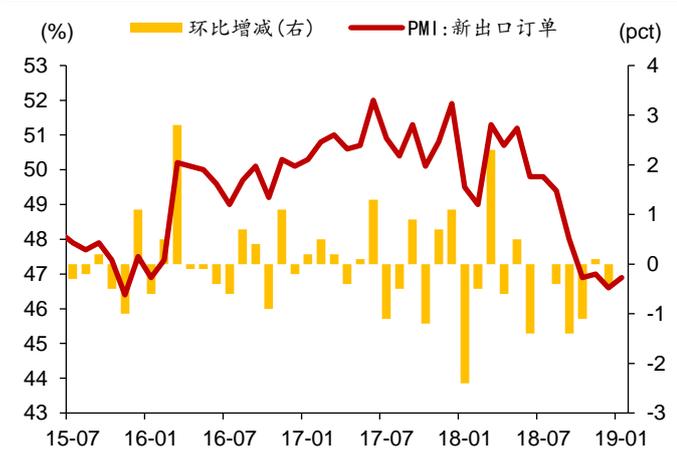
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI新订单指数继续回落



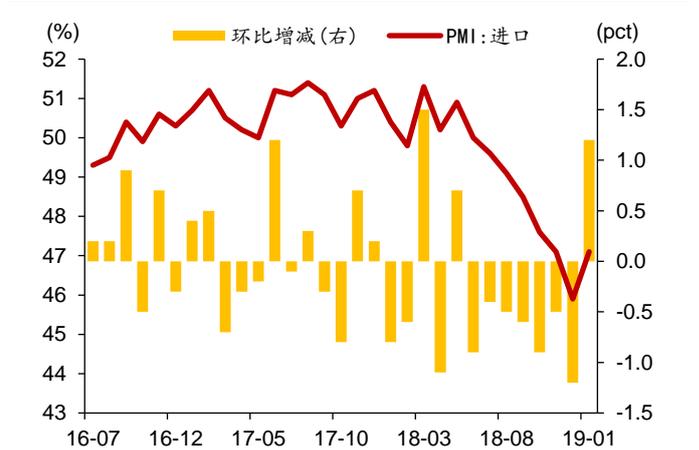
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PMI新出口订单指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

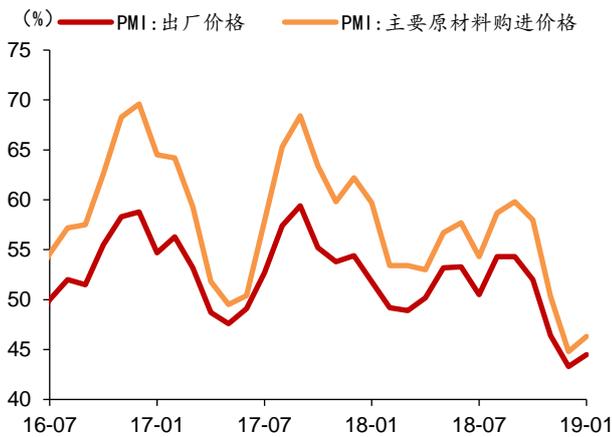
图表6: PMI进口指数明显回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

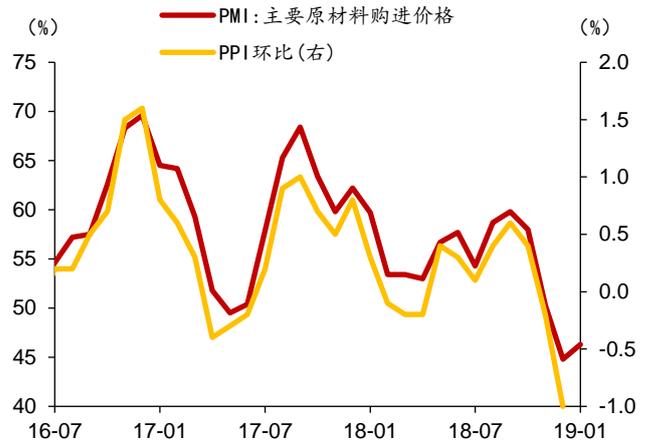
## 价格短暂回升但或难以持续

图表7: 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

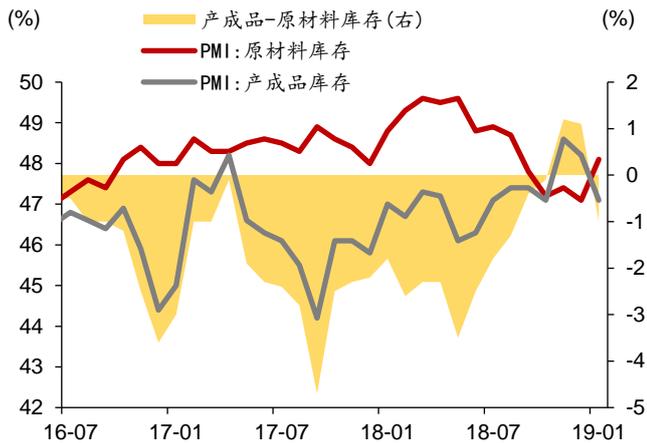
图表8: PMI 原材料价格预示 PPI 环比降幅收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

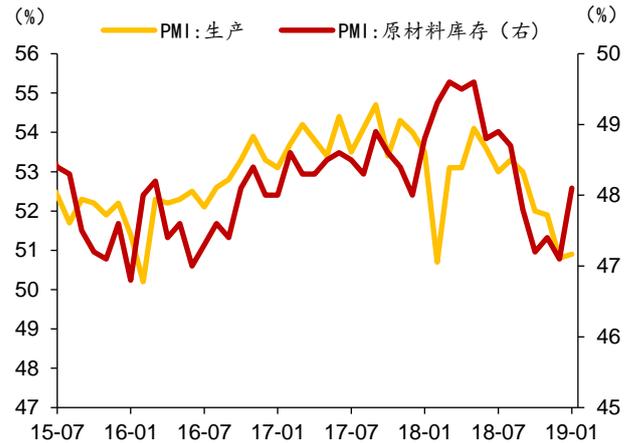
## 库存去化引发企业补库意愿

图表9: PMI 产成品与原材料库存剪刀差收窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 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

## 关注春节后的就业压力

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\\_14377](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14377)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>