

生产持续加快，补库存未得验证

——对 2019 年 12 月 PMI 数据点评及债市策略

固定收益简报

◆ 事件

2019 年 12 月 31 日，统计局公布 12 月 PMI 指数。12 月官方制造业 PMI 为 50.2%，与上月持平；非制造业商务活动指数为 53.5%，较前值 54.4% 下降 0.9 个百分点。

◆ 点评

1、12 月份制造业 PMI 与上月持平，生产持续加快，库存指数下降

12 月份制造业 PMI 为 50.2%，与上月持平，继续处在 50% 的荣枯线上，经济整体处于扩张态势。**生产扩张持续加快**。12 月制造业 PMI 生产指数为 53.2%，较上月提升 0.6 个百分点。从历年统计数据来看，12 月份制造业 PMI 生产指数一般均比 11 月份低，本月明显提升，进一步表明企业生产得到持续加快。**库存指数下降，企业补库存没有得到验证**。12 月原材料库存指数为 47.2%，较上月下降 0.6 个百分点；产成品库存指数为 45.6%，较上月下降 0.8 个百分点。原材料和产成品库存同时下降可能表明并没有出现企业持续的补库存行为。**整体而言，市场预期的经济企稳复苏并没有得到确切支撑，还需得到其他数据进一步验证。**

2、非制造业 PMI 有所回落，建筑业季节性回落

12 月份非制造业商务活动指数为 53.5%，比上月回落 0.9 个百分点，非制造业总体虽保持扩张态势，但增速有所放缓。分行业看，服务业商务活动指数为 53.0%，比上月回落 0.5 个百分点；建筑业商务活动指数为 56.7%，比上月回落 2.9 个百分点，虽然保持在较高景气水平，但因进入寒冬整体回落明显。

◆ 债市观点

此次公布的 PMI 数据验证了我们认为的“判断基本面已经企稳为时尚早，还需要更多数据才能进行清晰研判”的观点，也进一步说明当前经济下行压力仍然较大，基本面走向依然存在较大的不确定性。2020 年 1 月 2-6 日，地方政府计划发行债券 1325.7 亿元，全部为专项债。专项债密集发行叠加 1 月份春节效应，可能对流动性形成一定冲击，需要予以关注。在 2020 年债市的判断上，我们仍维持之前的看法，即认为 10Y 国债仍将在 2.95%-3.35% 区间内震荡，很难形成向上的趋势性风险以及向下的趋势性机会。

◆ 风险提示

经济下行压力持续加大，结构性通胀改善不达预期。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）

010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

联系人

李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebscn.com

相关报告

三维度评价地方政府综合实力——地方债研究专题之二

.....2019-10-21

探索各省地方债收益率差异的“秘密”——地方债研究专题

.....2018-11-21

“稳增长”还是“去杠杆”？——7 月 30 日政治局会议感触

.....2019-07-30

包商银行债权处置方案引发的思考——用 TLAC 解决负向宏观外溢性

.....2019-07-26

债券市场以稳为主——光大证券 2019 年下半年利率债投资策略

.....2019-06-19

事件

2019 年 12 月 31 日，统计局公布 12 月 PMI 指数。12 月官方制造业 PMI 为 50.2%，与上月持平；非制造业商务活动指数为 53.5%，较前值 54.4% 下降 0.9 个百分点。

点评

1、12 月份制造业 PMI 与上月持平，生产持续加快，库存指数下降

12 月份制造业 PMI 为 50.2%，与上月持平，继续处在 50% 的荣枯线上，经济整体处于扩张态势。

生产扩张持续加快。12 月制造业 PMI 生产指数为 53.2%，较上月提升 0.6 个百分点。高频数据显示，12 月 6 大发电集团日均耗煤量 74.24 万吨，11 月日均耗煤量 61.21 万吨，环比增长 21.3%。12 月全国高炉开工率均值（截至 12 月 30 日）69.95%，比 11 月的 65.28% 提高 4.67 个百分点。从历年统计数据来看，12 月份制造业 PMI 生产指数一般均比 11 月份低，本月明显提升，进一步表明企业生产得到持续加快。

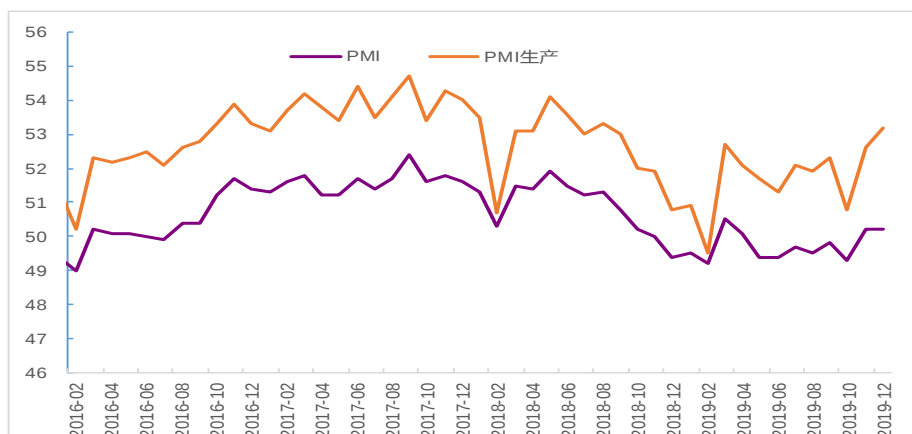
需求有所调整，外需提升。12 月制造业 PMI 新订单指数为 51.2%，比上月微落 0.1 个百分点，但连续两个月位于临界点之上。进口指数录得 49.9%，较上月（49.8%）稍有提升。新出口订单指数录得 50.3%，较上月（48.8%）提升 1.5 个百分点，并且重新站上荣枯线，出口有所修复。

库存指数下降，企业补库存没有得到验证。12 月原材料库存指数为 47.2%，较上月（47.8%）下降 0.6 个百分点；产成品库存指数为 45.6%，较上月（46.4%）下降 0.8 个百分点；原材料和产成品库存同时下降可能表明并没有出现企业持续的补库存行为。

大、中型企业 PMI 均位于荣枯线之上，小型企业 PMI 下降明显，继续位于荣枯线之下。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.6%，比上月回落 0.3 个百分点，中型企业 PMI 为 51.4%，比上月上升 1.9 个百分点，大、中型企业 PMI 均位于临界点之上；小型企业 PMI 为 47.2%，比上月下降 2.2 个百分点，位于临界点之下。

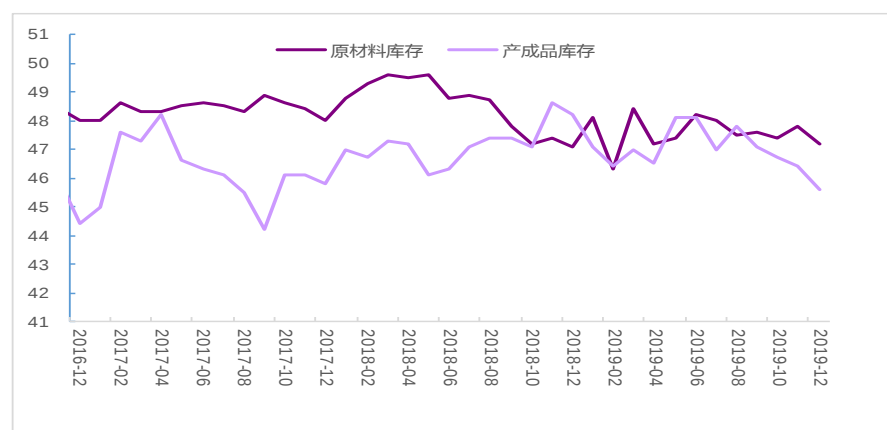
整体而言，市场预期的经济企稳复苏并没有得到确切支撑，还需得到其他数据进一步验证。另外，本月购进价格指数为 51.8%，较上月（49%）提升 2.8 个百分点；出厂价格指数为 49.2%，较上月（47.3%）提升 1.9 个百分点。企业原材料购进价格和出厂价格都有所回升，但原材料购进价格指数上升更快。价格上升，整体有利于企业组织生产经营，但能否实现盈利，未来还需要持续关注制造业价格变化。

图 1：12 月制造业 PMI 与上月持平，生产扩张加快



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 2：库存指数下降，补库存没有得到验证

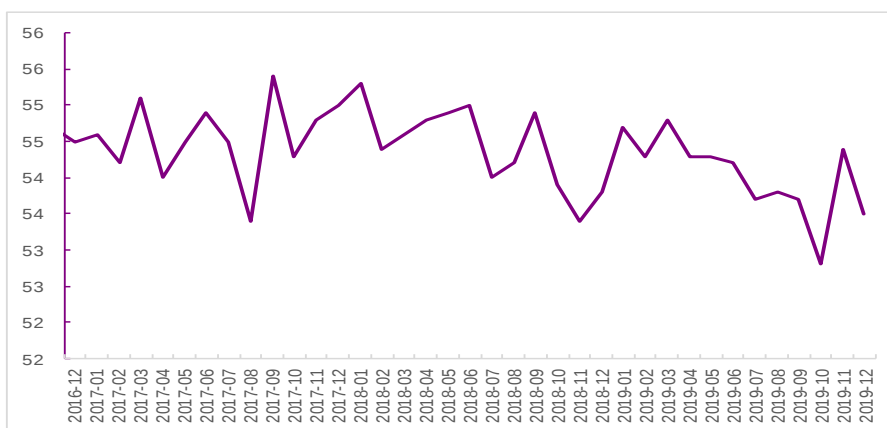


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2、非制造业 PMI 有所回落，建筑业季节性回落

2019 年 12 月份，非制造业商务活动指数为 53.5%，比上月（54.4%）回落 0.9 个百分点。数据表明，非制造业总体虽保持扩张态势，但增速有所放缓。

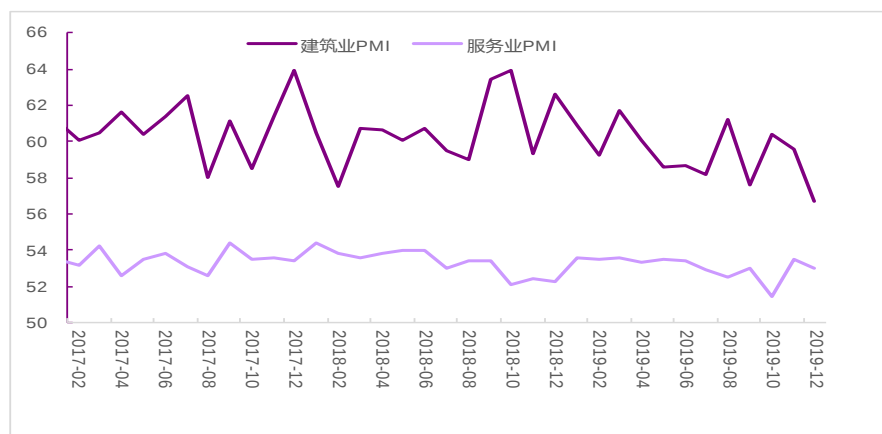
图 3：非制造业商务活动指数本月有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

分行业看，服务业商务活动指数为 53.0%，比上月（53.5%）回落 0.5 个百分点。建筑业商务活动指数为 56.7%，比上月（59.6%）回落 2.9 个百分点，虽然保持在较高景气水平，但因进入冬季整体回落明显。

图 4：服务业和建筑业 PMI 均有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

债市观点

上周公布的 11 月工业利润增速由负转正，工业企业生产规模近期呈现一定扩张迹象。由于近期相关数据表现超预期，市场进一步预期基本面企稳回暖。当时我们认为“判断基本面已经企稳为时尚早，还需要更多的数据才可能进行清晰的研判”。此次公布的 PMI 数据验证了这一观点，也进一步说明当前经济下行压力仍然较大，基本面走向依然存在较大的不确定性。

今年 11 月末财政部提前下达 2020 年专项债额度 1 万亿，目前部分省市已经公布 1 季度专项债发行计划。据 Wind 统计的近期地方政府债券发行情况，2020 年 1 月 2-6 日，地方政府计划发行债券 1325.7 亿元，全部为专项债。我们认为，专项债密集发行叠加 1 月份春节效应，可能对流动性形成一定冲击，需要予以关注。在 2020 年债市的判断上，我们仍维持之前的看法，即认为 10Y 国债仍将在 2.95%-3.35% 区间内震荡，很难形成向上的趋势性风险以及向下的趋势性机会。

风险提示

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_8060

