

固定收益研究/动态点评

2019年11月30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

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 继续补齐资管监管拼图》
2019.11

2《固定收益研究: 降幅未超预期, 看点在 5
年期联动》2019.11

3《固定收益研究: 被复杂化的“常规”》
2019.11

PMI 重回扩张区间, 冬日的一抹亮色

——2019 年 11 月官方 PMI 数据点评

PMI 数据概要: 供需回暖, 量升价跌

11 月官方制造业 PMI 50.2%, 回升 0.9 个百分点, 7 个月来首次重回扩张区间。整体呈“供需两旺, 量升价跌”基本面特征。PMI 回暖有结构特征, 即需求主要受出口与建筑业提振, 背后是外部环境改善与内部逆周期调节政策以及地产端韧性, 而内生性需求还有待释放, 出现制造业价格向下、建筑业价格向上的背离。受益于需求改善, 库存周期开始切换至被动去库存阶段, 明年初主动补库有助于加固经济回暖。中美博弈、逆周期政策、地产端风险的动态变化仍是主导短期内基本面方向与节奏的关键。

供求走旺, 库存周期切换至被动去库存

供需方面, 11 月生产指数 52.6%, 回升 1.8 个百分点; 新订单指数 51.3%, 回升 1.7 个百分点。行业角度, 农副食品加工、食品饮料、医药、汽车、运输设备等制造业供求明显走旺。首先, 新订单的修复或主要受出口与建筑业提振。其次, 需求修复带动生产走旺, 库存周期可能接近底部拐点。11 月原材料库存指数 47.8%, 回升 0.4 个百分点, 显示企业生产备货意愿增强; 产成品库存指数 46.4%, 回落 0.3 个百分点。需求回暖背景下的库存去化, 意味着主动去库存已开始向被动去库存切换。

出口订单受外需回暖提振, 进口回升体现逆周期政策外溢

11 月新出口订单指数 48.8%, 回升 1.8 个百分点; 进口指数 49.8%, 回升 2.9 个百分点。出口订单受益于外需回暖, 还与圣诞节海外订单增加有关。进口指数或受国内投资增长拉动, 体现逆周期政策外溢。11 月外需明显回暖, 美欧日 PMI 齐步走高。微观上, 我国出口集装箱运价指数也快速攀升, 种种迹象表明当月出口或显著改善, 也助力库存周期向主动补库存切换。进口指数回升反映国内逆周期政策的需求外溢, 基建投资蓄势待发。

建筑业与制造业价格分化, 内生性需求有待释放

11 月原材料购进价格指数 49%, 回落 1.4 个百分点; 出厂价格指数 47.3%, 回落 0.7 个百分点。但建筑业投入品价格指数 56.3%, 大幅回升 3.2 个百分点。当月制造业与建筑业的价格出现明显分化, 一方面说明制造业下行压力仍在, 猪肉等食品涨价对非食品的挤出效应明显。另一方面体现基建逆周期发力可期, 地产施工仍维持旺势。随着逆周期调节力度加大、库存周期见底, 制造业供求两旺格局可能延续, 价格有望回暖。

建筑业维持高景气度, 基建蓄势待发

11 月建筑业 PMI 回落 0.8 个百分点至 59.6%, 处在高景气度。当月建筑业上游材料价格显著回暖, 钢材库存去化加快, 微观印证建筑业活动走热, 受益于地产施工进度加快、基建发力预期较强。但地产下游的商品房与土地成交乏力, 融资政策约束影响正逐步体现, 后续投资降温风险较大, “因城施策”下的政策微调值得期待。基建投资升温是短期内更具确定性的方向。据 Mysteel, 12 月东北螺纹钢南下计划总量 123.8 万吨, 同比增加 42.6 万吨, 年初南方地区具备开工条件, “北材南下”意味基建蓄势待发。

市场启示

经济仍存在下行压力, 但基建托底、库存周期带来韧性, 尤其是中美如果能顺利达成第一阶段协议, 有助于提振全球经济信心, 断崖式下行风险不大。央行调降 OMO 利率约束债市上行空间, 但专项债发行、CPI 冲高、金融数据、政策风险值得关注, 中美谈判进展仍是重要变量。我们仍判断十年期国债在 3.3% 之上的空间不大, 坚持震荡市的操作思路。近日股市调整、转债新券发行较快, 12 月可能是转债择机埋伏春季躁动的好时机。股市估值收敛、行业逻辑、行业景气三大结构机会值得关注。

风险提示: 房地产投资超预期回落、中美贸易谈判出现反复。

2019 年 11 月官方 PMI 数据点评

11 月官方制造业 PMI 50.2%，回升 0.9 个百分点，7 个月来首次重回扩张区间。本月 PMI 指数整体呈现“供需两旺，量升价跌”的基本面特征。当月 PMI 指标回暖的背后存在结构特征，即需求主要受出口与建筑业提振，背后是外部环境改善与内部逆周期调节政策，以及地产端的韧性支撑，而消费等内生性需求还有待释放，出现了制造业价格指数向下、建筑业价格指数向上的背离。此外，受益于需求改善，库存周期开始切换至被动去库存阶段，历史经验在 1 个季度以内，明年初有望步入主动补库阶段，有助于加固经济回暖的表现。

中美博弈、逆周期政策、地产端风险的动态变化仍是主导短期内基本面方向与节奏的关键。三季度 6.0% 的 GDP 增速触及目标底线、10 月经济数据又有所回落。金稳委第十次会议强调“平衡好稳增长和防风险的关系，加强逆周期调节力度”。即便考虑到四经普对实际 GDP 上调的潜在因素，为实现 2020 年 GDP 翻番目标，逆周期调节力度有望维持。我们看到地方专项债限额提前下发、基建项目资本金下调等逆周期调节政策正在有所发力。

供需走旺，库存周期切换至被动去库存

供需方面，11 月生产指数 52.6%，回升 1.8 个百分点；新订单指数 51.3%，回升 1.7 个百分点。供求指数均大幅回升至今年二季度以来的新高。行业角度，农副食品加工、食品饮料、医药、汽车、运输设备等制造业供求明显走旺。首先，当月新订单的修复或主要受出口与建筑业提振，分别受益于外部环境改善与内部逆周期调节政策，以及地产端的韧性支撑。内生性需求可能还有待释放。其次，需求修复带动生产走旺，库存周期可能接近底部拐点。

11 月原材料库存指数 47.8%，回升 0.4 个百分点，显示企业生产备货意愿增强；产成品库存指数 46.4%，回落 0.3 个百分点。需求回暖背景下的库存去化，意味着主动去库存已开始向被动去库存切换。

出口订单受外需回暖提振，进口回升体现逆周期政策外溢

11 月新出口订单指数 48.8%，回升 1.8 个百分点；进口指数 49.8%，回升 2.9 个百分点。出口订单受益于外需回暖，还与圣诞节海外订单增加有关。进口指数或受国内投资增长拉动，体现逆周期政策外溢。

自中美第十三轮谈判后，贸易摩擦进入缓和期，贸易活动开始有所修复。而 9 月初中美新征关税经过了两个月的消化期，对进出口冲击影响也基本消退。11 月外需明显回暖，美欧日 Markit 制造业 PMI 齐步走高，韩国前 20 日出口同比较前值大幅回升 10.1 个百分点。微观上，我国出口集装箱运价指数快速攀升，种种迹象表明当月出口增速或显著改善，也助力库存周期向主动补库存切换。此外，根据不同企业“出口订单增加-企业生产-出口交货”存在时滞，我们认为至明年一季度出口都还存在修复动力。进口指数大幅回升或反映国内逆周期政策的需求外溢，基建投资可能已蓄势待发。

建筑业与制造业价格分化，内生性需求有待释放

11 月原材料购进价格指数 49%，回落 1.4 个百分点；出厂价格指数 47.3%，回落 0.7 个百分点。但建筑业投入品价格指数 56.3%，大幅回升 3.2 个百分点。当月制造业与建筑业的价格出现明显分化，一方面说明制造业下行压力仍在，猪肉等食品涨价对非食品的挤出效应明显。另一方面体现基建逆周期发力可期，地产施工仍维持旺势。

当月水泥、玻璃、螺纹钢价格均大幅走高，相较于历史同期涨势依然显著，受地产与基建产业链需求提振较为明显，印证地产施工竣工活动旺势仍在，而基建投资反弹或已在酝酿阶段。此外，当月油价也持续走高，但不同于 9 月份沙特受袭事件扰动，11 月油价呈现出的上行动能或主要受益于全球总需求修复。随着逆周期调节力度加大、库存周期见底，制造业供求两旺格局可能延续，价格有望回暖。而出厂价格与原材料购进价格剪刀差回升，边际上有助于改善制造业盈利。

建筑业旺势带动用工回暖，结构性失业更需关注

11 月制造业从业人员指数 47.3%，持平于前值；非制造业从业人员指数 49%，回升 0.8 个百分点，其中建筑业从业人员指数回升 3.7 个百分点。建筑业等第三产业发挥了就业市场稳定器的作用。

今年前 10 个月新增城镇就业 1193 万人，已完成当年政府目标。10 月城镇调查失业率 5.1%，环比走低 0.1 个百分点。就业的总量状况相对稳定，但在经济结构分化加剧、新旧动能加快转换的背景下，结构性失业问题更值得关注。首先，从工业企业利润、投资数据看，近期高技术制造业增速持续走高，与传统制造业明显背离，可能出现一面是用工趋紧，另一面是失业风险加大。其次，近期地产竣工端活跃度对建筑业就业存在支撑，但地产前端拿地、新开工指标均在走弱，后续存量在建项目的收缩可能带来失业压力，有待基建投资活动对冲。

建筑业维持高景气度，基建蓄势待发

11 月建筑业 PMI 回落 0.8 个百分点至 59.6%，处在高景气度，尤其分项订单、价格、从业人员指数均较前值有所回升。当月建筑业上游材料价格显著回暖，钢材库存去化加快，微观印证建筑业活动走热，受益于地产施工进度加快、基建发力预期较强。

但 11 月地产端下游的 30 城商品房与百城土地成交表现乏力，地产融资政策约束的影响正逐步体现，后续投资降温的风险较大。此外，70 城二手房价同比下跌城市数不断增加，“因城施策”框架下的政策微调值得期待，深圳、佛山等城市购房政策已略有松动。

基建投资升温是短期内更具确定性的方向。11 月 13 日，国常会部署降低基建类项目资本金。11 月 27 日，财政部提前下达新增专项债务限额 1 万亿元，同时要求早发行、早使用，确保明年初即可使用见效。今年地方专项债助力基建经历了政策调整三部曲：可用作资本金、扩展用作资本金范围、放松资本金限制。9 月起全国基建类项目大批上报，随着新一批专项债发行使用，基建反弹具有较高确定性。据 Mysteel 数据，12 月东北螺纹钢南下计划总量 123.8 万吨，同比增加 42.6 万吨，由于年初南方地区更具备开工条件，“北材南下”意味着基建蓄势待发。

市场启示

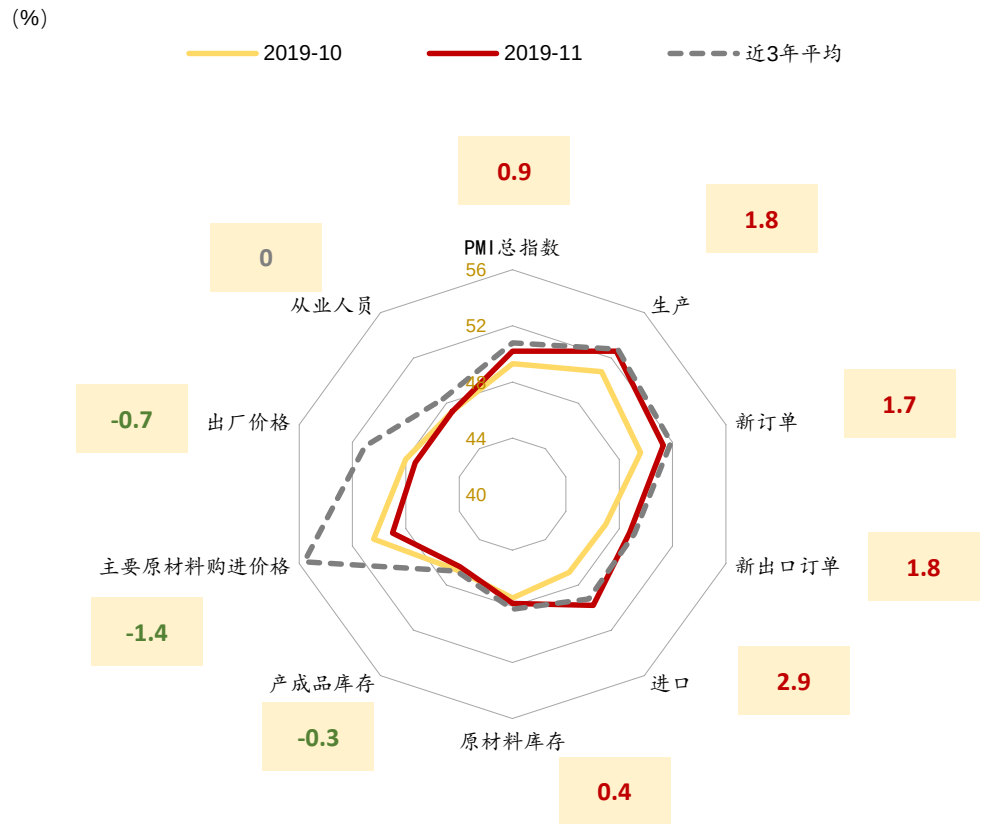
我们认为对中国经济的看法，视角很重要，过度悲观或乐观都不可取。纵向看中国经济增速下行存在必然性，但横向看中国仍是全球增长最快的经济体之一，结构转型在快速转化的过程中。中短期来看，我们仍认为存在一定的下行压力，但在基建托底、库存周期带来韧性，尤其是中美如果能顺利达成第一阶段协议，有助于提振全球经济信心，断崖式下行风险仍不大。

央行调降 OMO 利率约束了债市上行空间，但地方专项债发行、CPI 继续冲高、金融数据、政策风险仍值得关注，中美贸易谈判进展仍是重要变量。在这种情况下，我们仍判断十年期国债在 3.3% 之上的空间不大，但重回前期低点也很难，仍坚持震荡市的操作思路。上周提醒 3.2% 之下的交易空间有限，等待未来一系列冲击过程中的增持机会。近日股市出现调整、转债新券发行较快，12 月份可能是转债择机埋伏春季躁动的好时机。股市估值收敛（传统行业高股息品种等）、行业逻辑（科技、基建、消费升级）、行业景气（汽车、部分小金属、维生素等）三大结构机会值得关注。

11 月 PMI 数据全览

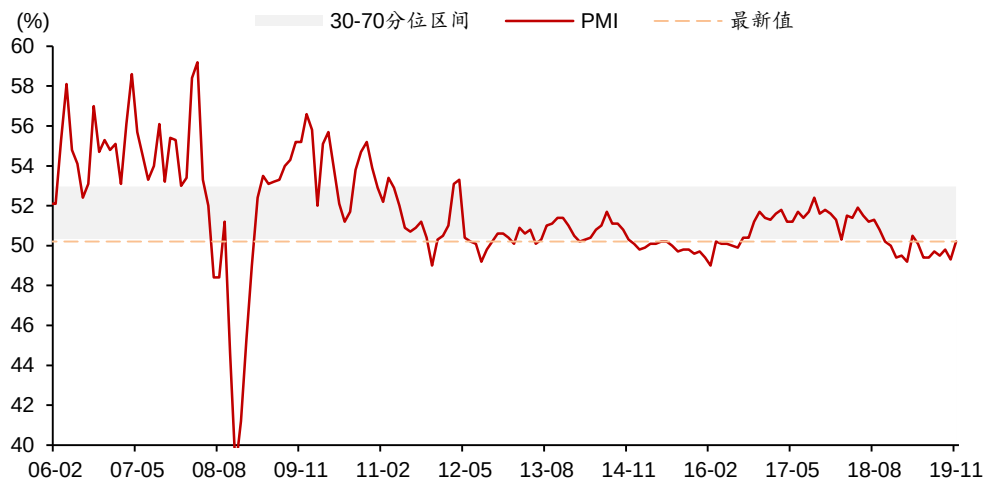
“供需回暖，量升价跌”

图表1： PMI 环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

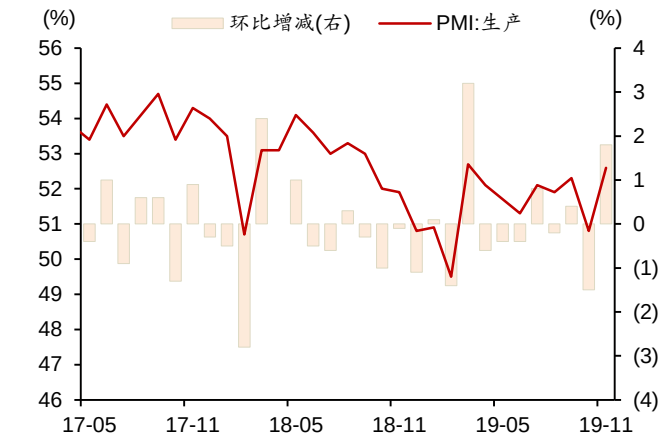
图表2： 制造业 PMI



资料来源：Wind，华泰证券研究所

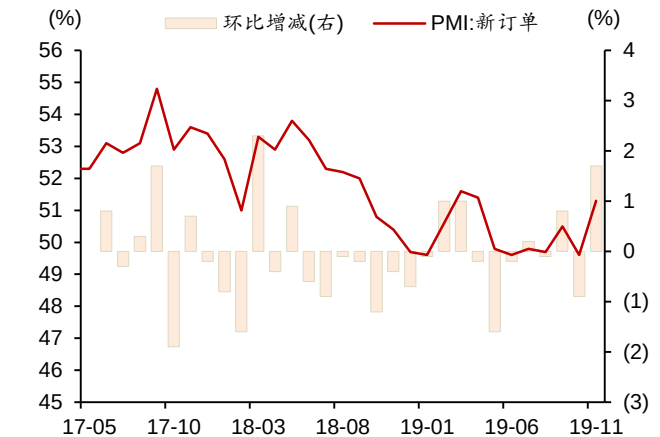
供求走旺，库存周期切换至被动去库存

图表3： PMI 生产指数回升



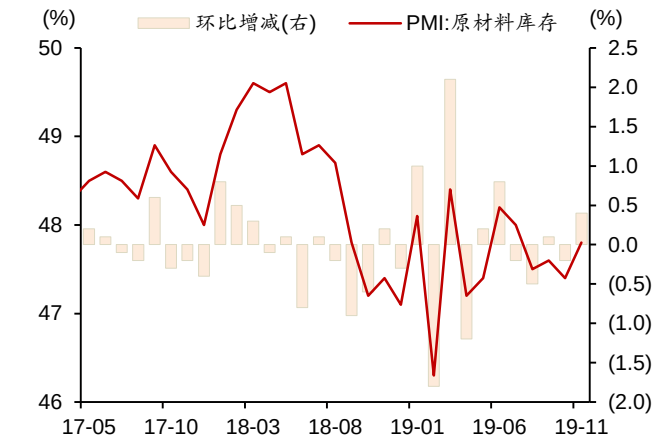
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： PMI 新订单指数回升



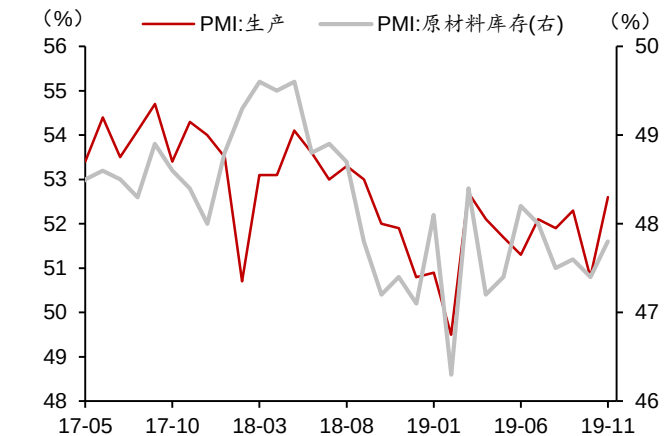
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： PMI 原材料库存回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

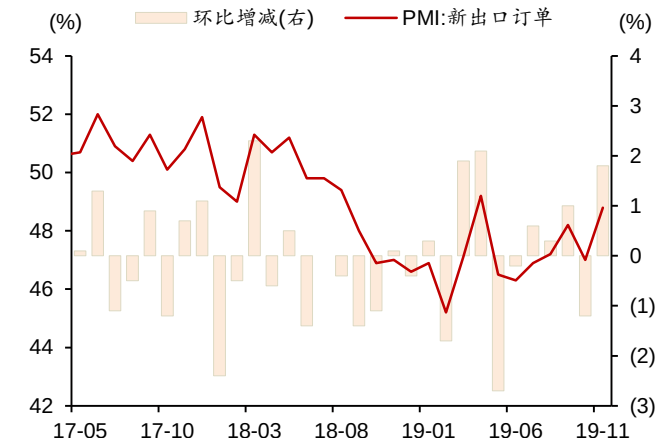
图表6： PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

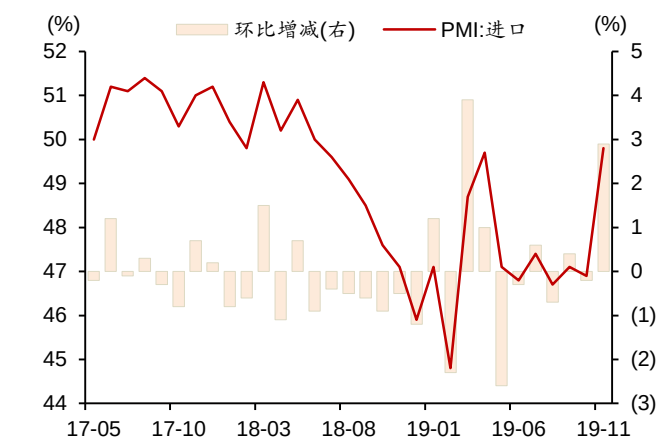
出口订单受外需回暖提振，进口回升体现逆周期政策外溢

图表7： PMI 新出口订单指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

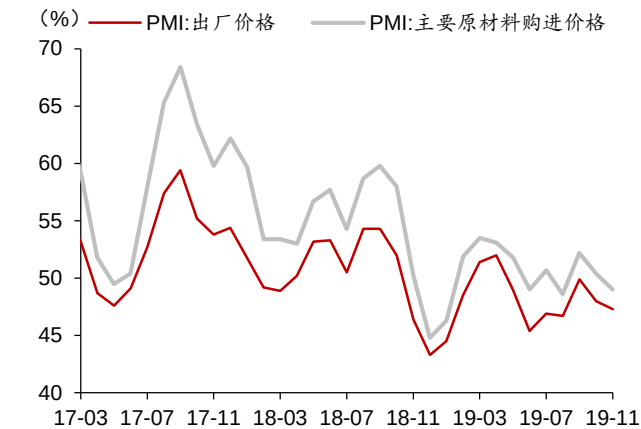
图表8： PMI 进口指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

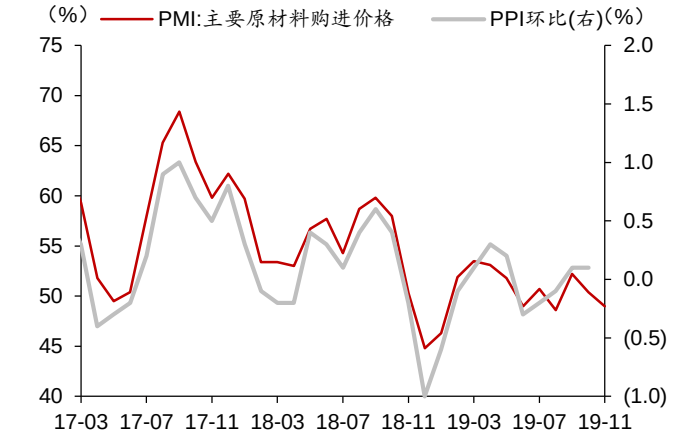
建筑业与制造业价格分化，内生性需求有待释放

图表9： PMI 出厂价格与主要原材料购进价格指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

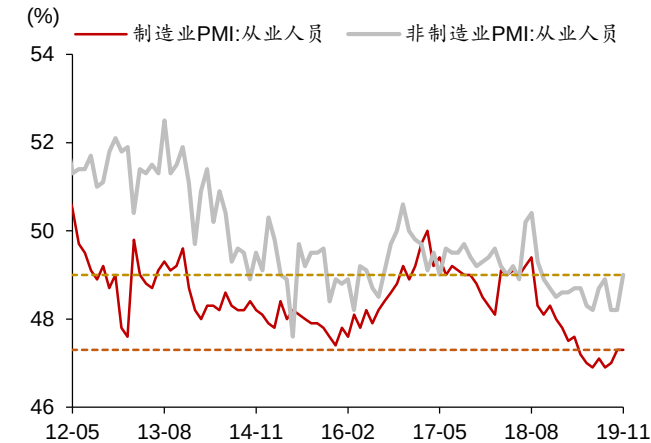
图表10： PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

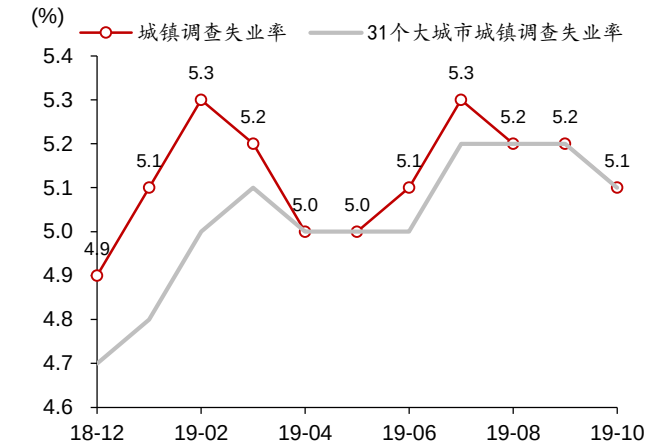
建筑业旺势带动用工回暖，结构性失业更需关注

图表11： PMI 非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12： 关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

建筑业维持高景气度，基建蓄势待发

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_8721

