

固定收益研究/动态点评

2019年09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: 降息之路: 数据依赖与风险管理的平衡木》2019.09

2《固定收益研究: “美元荒”下联储降息概率看哪个?》2019.09

3《固定收益研究: 央行“另类”选项的背后缘由》2019.09

PMI 季节性回暖, 基建对冲地产

——2019年9月官方PMI数据点评

PMI数据概要: 供需回暖, 量价回升

9月官方制造业PMI 49.8%, 回升0.3个百分点, 第5个月在荣枯线以下。季节性供需回暖或是环比改善的主因, 价格受供给端扰动明显, 房屋建筑业活动显著走弱值得关注。贸易摩擦升级后, 微观主体活力再度受抑。基建投资出现久违的反弹, 政策逆周期托底作用显现。但当前支撑经济韧性的仍主要是房地产, 在融资政策趋紧的环境中, 投资下行节奏是基本面的灰犀牛风险, 基建对冲地产下行的压力增大。当前中美博弈、逆周期政策、出口与地产端风险的动态变化是主导基本面方向与节奏的关键, 而贸易摩擦向金融领域扩散的风险更值得警惕。

供需边际回暖主因为季节性因素

9月生产指数 52.3%, 回升0.4个百分点; 新订单指数 50.5%, 回升0.8个百分点。生产指数环比回升有季节性因素, 9月步入传统的“金九银十”需求旺季, 历年9月份PMI多呈现“生产与新订单指数环比走强、库存指数环比下降”的特征组合。今年8月受台风天气影响, 生产偏弱, 9月生产指数本应大幅修复。但环比仅是历史均值水平, 总需求不振, 企业仍在主动去库存周期。而临近70年大庆, 北方地区环保限产力度加大。

汇率贬值等因素刺激出口订单

9月新出口订单指数 48.2%, 回升1个百分点; 进口指数 47.1%, 回升0.4个百分点。人民币汇率大幅贬值后趋稳, 刺激出口订单需求。但8月份贸易摩擦升级的影响或将逐步兑现, 参考去年关税落地对相关商品的出口抑制表现, 短期内出口承压的格局未变, 需关注10月份谈判进展。9月进口指数虽受汇率、中方反制关税等因素打压, 但供需边际走旺对进口存在显著提振。当前进口指数还处历史底部区域, 逆周期调节政策有待继续加码。

价格回升源于供给扰动

9月原材料购进价格指数 52.2%, 回升3.6个百分点; 出厂价格指数 49.9%, 回升3.2个百分点。当月价格指数显著回升, 需求回暖是提振因素, 但原材料价格涨幅高于出厂价格, 供给端扰动是主导因素。当月油价反弹主要因地缘政治扰动, 9月中旬沙特石油设备遭袭, 市场对原油供给收缩的担忧升温。而近期环保限产政策趋严与建筑业新订单走旺共同驱动了黑色价格回升。预计9月PPI环比转正, 同比因翘尾走低或仍表现低迷。

地产投资下行恐加速, 基建对冲需要加力

9月建筑业PMI大幅回落3.6个百分点至57.6%。其中, 房屋建筑业指数环比回落4.1个百分点。9月是传统施工旺季, 但本月建筑业疲弱, 融资政策收紧影响或明显体现, 而基建投资增速反弹局面有望延续。四季度提前发行专项债新增额度的可能性较高, 扩大项目范围、明确资本金比例有利于发挥专项债资金的杠杆作用。9月底金稳委会议提出, 发挥好政策性金融机构的逆周期调节作用。后续或加大对基建项目配套融资的支持力度。

市场启示

9月PMI反弹, 经济增长动能改善。季节性供需回暖或是改善主因。四季度经济下、通胀上、外部乱的特征难改, 但GDP翻番要求不允许出现断崖下行风险。10月地方债供给进入空档期, 利率债预计窄幅、高频波动。更注重安全边际, 仍持有5年期左右品种, 十年国债如果进入3.2-3.3%区间, 关注增持机会。地方政府隐性债务化解有利于降低城投债短期风险, 不碰最差的仍是底线。股市情绪驱动的特征明显, 风险在于贸易摩擦会否向金融蔓延、三季报业绩, 积极因素在于长假后资金有望回流, 预计结构性行情特征不改, 基建等板块值得关注, 科技等板块将在业绩期到来之际分化。

风险提示: 贸易摩擦向金融领域扩散、四季度房地产投资过快下行。

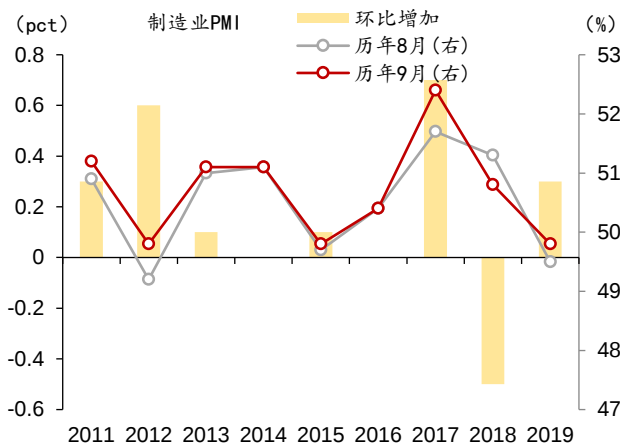
2019 年 9 月官方 PMI 数据点评

9 月官方制造业 PMI 49.8%，回升 0.3 个百分点，但已第 5 个月运行在荣枯线以下。本月 PMI 指数整体呈现“供需回暖，量价回升”的基本面特征。季节性供需回暖是 PMI 环比改善的主因，价格受供给端扰动明显，房屋建筑业活动显著走弱值得关注。

8 月份贸易摩擦升级后，微观主体活力再度受抑。9 月中旬公布的经济数据几乎全面回落，尤其是居民消费、工业企业生产与投资表现乏力，体现内生动力趋弱。基建投资出现久违的反弹，政策逆周期托底作用显现。但当前支撑经济韧性的仍主要是房地产，在融资政策趋紧的环境中，投资下行节奏是基本面的灰犀牛风险，基建对冲房地产下行的压力增大。

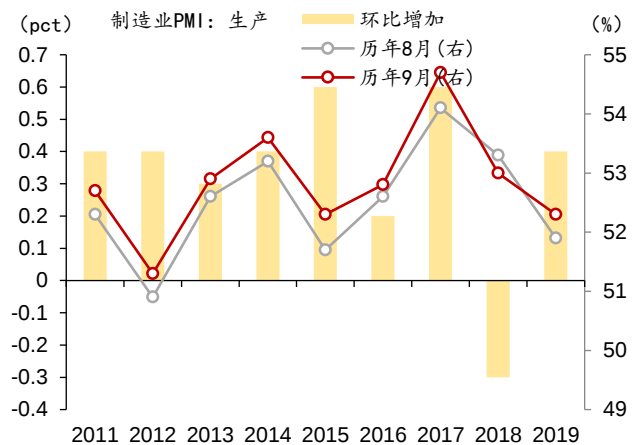
面对“六稳”压力加大，9 月份金稳委两次召开会议，强调“加大逆周期调节力度”。“把财政与货币金融政策更好结合”、“发挥政策性金融机构的逆周期调节作用”是新思路。当前中美博弈、逆周期政策、出口与地产端风险的动态变化是主导基本面方向与节奏的关键，而贸易摩擦向金融领域扩散的风险更值得警惕。

图表1： 历 9 月制造业 PMI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 历年 9 月 PMI 生产环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

供需边际回暖主因为季节性因素

供需方面，9 月生产指数 52.3%，回升 0.4 个百分点；新订单指数 50.5%，回升 0.8 个百分点。生产指数环比回升有季节性因素，但仅基本持平于历史同期表现（PMI 是经季调数据，但个别月份季节性仍明显）。9 月步入传统的“金九银十”需求旺季，历年 9 月份 PMI 多呈现“生产与新订单指数环比走强、库存指数环比下降”的特征组合。今年 8 月受台风天气影响，生产偏弱，9 月生产指数本应大幅修复。但环比仅是历史均值水平，其一，总需求不振，企业仍在主动去库存周期。8 月份工业产成品库存增速继续放缓，9 月库存指数也有所下行。其二，临近 70 年大庆，北方地区环保限产力度加大。9 月最后一周全国高炉开工率较前周降 10.5 个百分点，创历史单周最大降幅。供需边际回升下，9 月原材料库存指数 47.6%，回升 0.1 个百分点，原材料备货增加。产成品库存指数 47.1%，回落 0.7 个百分点。当月需求表现强于生产，库存被动下降。

汇率贬值等因素刺激出口订单

9 月新出口订单指数 48.2%，回升 1 个百分点；进口指数 47.1%，回升 0.4 个百分点。人民币汇率在 8 月份大幅贬值后趋稳，刺激出口订单需求。但 8 月份贸易摩擦升级的影响或将逐步兑现，特朗普新一轮对华关税分别于 9 月 1 日、10 月 15 日、12 月 15 日落地加征，参考去年关税落地对相关商品的出口抑制表现，短期内出口承压的格局未变，需关注 10 月份谈判进展。9 月进口指数虽受汇率、中方反制关税等因素打压，但供需边际走旺对进口存在显著提振。当前进口指数还处在历史底部区域，内需疲态尚未显著改善，逆周期调节政策仍有待继续加码。

价格回升源于供给扰动

9 月原材料购进价格指数 52.2%，回升 3.6 个百分点；出厂价格指数 49.9%，回升 3.2 个百分点。当月价格指数显著回升，季节性需求回暖是提振因素，但原材料价格涨幅高于出厂价格，供给端扰动是主导因素。当月油价反弹主要因地缘政治扰动，9 月中旬沙特石油设备遭袭，市场对原油供给收缩的担忧升温。而近期环保限产政策趋严与建筑业新订单走旺共同驱动了黑色价格回升。出厂价格与原材料购进价格剪刀差回落，边际上负面影响制造业盈利。根据 PMI 价格指数与 PPI 环比拟合关系，预计 9 月 PPI 环比转正，同比因翘尾走低或仍表现低迷。

结构性失业风险仍较大

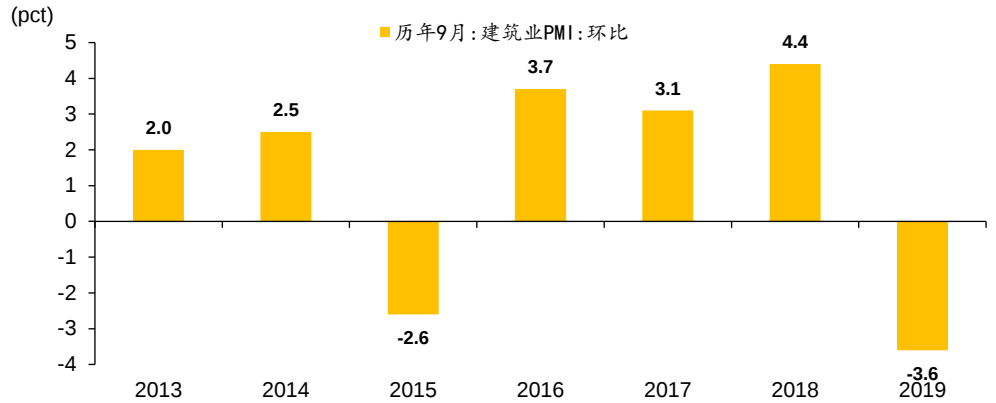
9 月制造业从业人员指数 47%，回升 0.1 个百分点，生产走旺对用工有所带动；非制造业从业人员指数 48.2%，回落 0.7 个百分点，主要受建筑业从业人员指数回落 1.6 个百分点拖累，地产端压力开始体现。8 月份总理主持稳就业工作座谈会，提出当前“六稳”工作首要是稳就业。今年前 8 个月新增城镇就业 984 万人，完成全年目标 89.5%，8 月调查失业率 5.2%，已迈过季节性高点。落实减税降费、支持小微企业融资政策继续发力，只要四季度经济不失速恶化，完成全年就业目标的压力不大。但 7 月以来房企融资大幅收紧、8 月贸易摩擦升级，外向型制造业与地产建筑业领域的结构性失业风险较大。

地产投资下行恐加速，基建对冲需要加力

9 月建筑业 PMI 大幅回落 3.6 个百分点至 57.6%。其中，房屋建筑业商务活动指数 55.2%，环比大幅回落 4.1 个百分点。9 月份是传统施工旺季，建筑业景气指标通常季节性走高。近 5 年（除 2015 年）9 月份建筑业指数环比改善幅度在 2.5 个百分点以上。本月建筑业表现疲弱，主要受到房屋建筑业的拖累。当月地产投资下行的节奏可能显著加快，融资政策收紧的影响或开始明显体现。

而基建投资增速反弹局面有望延续。9 月初金稳委第七次会议提出，把财政与货币金融政策更好地结合，随着降准释放资金支持专项债发行与配套融资，基建资金来源或改善。但四季度仍面临专项债无额度的窘境。对此，一方面，国常会部署专项债工作，四季度提前发行新增额度的可能性较高，而扩大项目范围、明确资本金比例有利于发挥近期新发专项债资金的杠杆作用。另一方面，9 月底金稳委会议提出，发挥好政策性金融机构的逆周期调节作用。后续或加大对基建项目配套融资的支持力度。

图表3： 历年9月建筑业 PMI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场启示

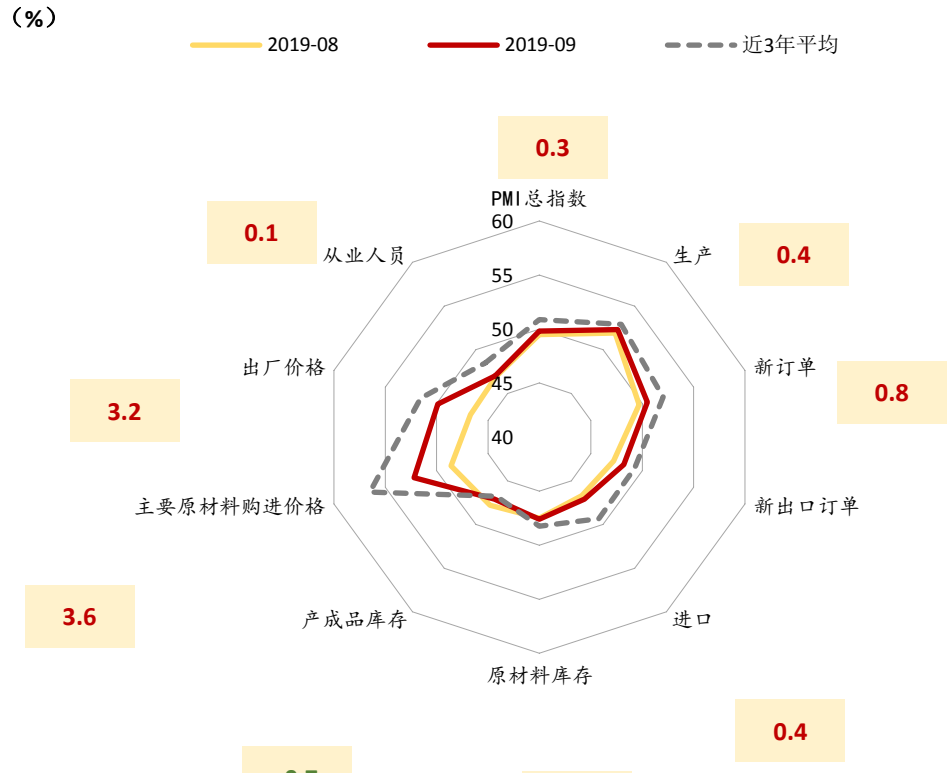
9 月份中采、财新 PMI 均出现反弹，“新订单-产成品库存”指标显示经济增长动能出现改善。季节性供需回暖是 PMI 环比改善的主因。但最近几年季末月经济数据回升现象值得关注。微观调研也显示，基建项目的审批速度加速，地方专项债项目资本金应用范围扩大，对逆周期调节、托底经济起到积极作用。四季度，经济下（基建对冲地产）、通胀上、外部乱的整体特征难改，但考虑到 2020 年 GDP 翻番、实现小康社会要求，经济有下行压力，但不允许出现断崖式下行风险。十月份，中美贸易谈判、会否向金融扩散等变数重重，相对确定的是地方债供给进入空档期，利率债预计呈现窄幅、高频波动特征。在这种情况下，更注重安全边际，仍持有 5 年期左右品种，十年国债如果进入 3.2-3.3% 区间，关注增持机会。我们注意到，机构的负债端成本尚未降低，地方政府隐性债务化解有利于降低城投债短期风险，机构对城投债适度信用下沉的意愿增强，当然不碰最差的仍是底线。

股市情绪驱动的特征明显，风险因素在于贸易摩擦会否向金融蔓延备受关注、三季报业绩，积极因素在于长假后资金有望回流，预计结构性行情特征不改，基建等板块值得关注，科技等板块将在业绩期到来之际分化。

9 月 PMI 数据全览

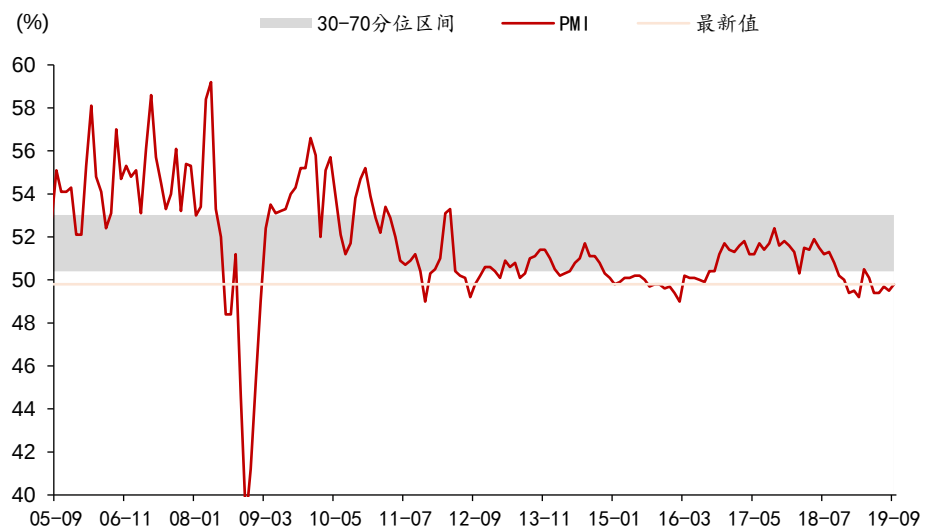
“供需回暖，量价齐升”

图表4： PMI 环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

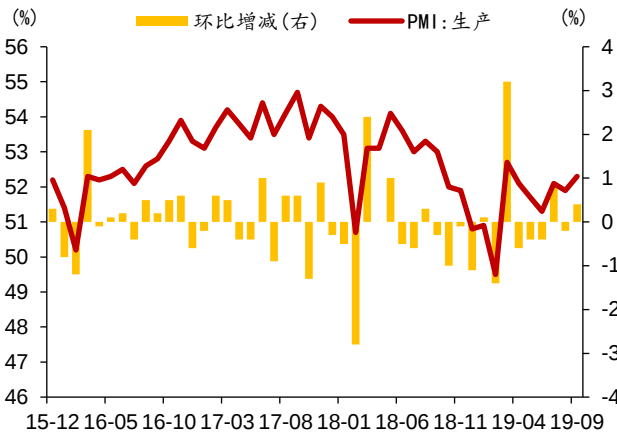
图表5： 制造业 PMI



资料来源：Wind，华泰证券研究所

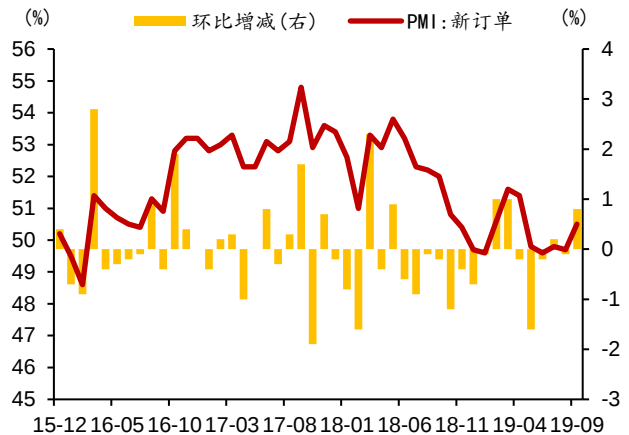
供需边际回暖主因为季节性因素

图表6: PMI 生产指数回升



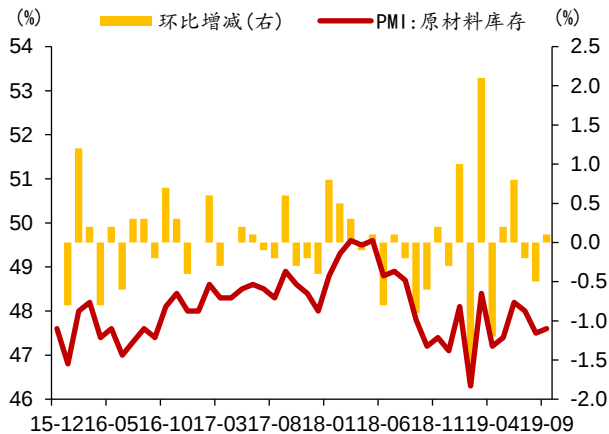
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: PMI 新订单指数回升



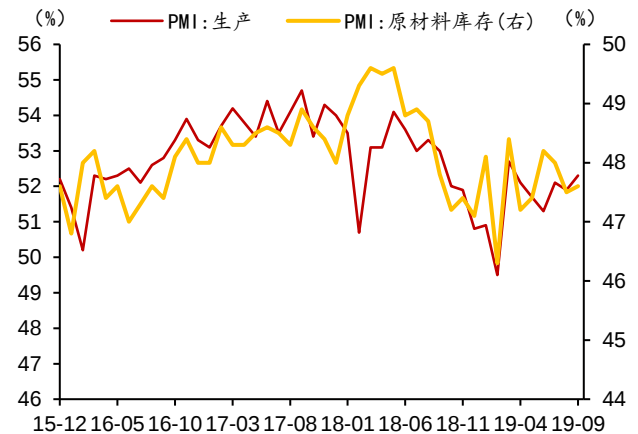
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PMI 原材料库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 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

汇率贬值等因素刺激出口订单

图表10: PMI 新出口订单指数回升

(%) 环比增减(右) PMI:新出口订单 (%)

图表11: PMI 进口指数回升

(%) 环比增减(右) PMI:生产 (%)

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_9835
