

下半年制造业投资将趋稳

- **2019年上半年，制造业投资出现较大幅度的下滑，主要原因在于工业企业利润的持续下滑以及制造业位于建设周期后期。**2019年6月制造业投资累计同比为3.0%，较2018年12月累计同比9.5%下降6.5个百分点，出现较大幅度的下滑。制造业32个行业里面占比最高的6个行业当中，除计算机通讯电子增速上升之外，化学原料、电器设备以及汽车制造增速等行业均降至负区间。制造业投资出现下滑的主要原因在于：第一，工业企业利润持续下滑。一般而言，制造业企业利润是判断制造业投资趋势的核心指标，制造业企业利润领先制造业投资1年左右。2018、2019年上半年，工业企业利润同比均出现下滑，利润下滑将导致制造业投资中枢下移。第二，从两年的制造业建设时长来看，2019年大部分行业投资进入尾声，制造业投资进入下行期。历史经验表明，制造业建设周期为两年，2004年以来，我国共计经历过三轮明显的制造业投资建设时期，分别为2005.02-2006.12、2007.02-2008.12、2010.05-2011.12。受供给侧改革改善企业盈利影响，本轮制造业投资改善开始于2018年，并于2019年开始回落。因此，整体上看，与我们年初判断相符。**对于2019年下半年，我们认为，制造业投资增速将趋稳，主要原因是制造业盈利企稳、企业经营状况边际改善以及制造业设备更新周期并未结束等。**首先我们一个整体判断是：2019年制造业投资较2018年整体将会下行，但1-6月制造业投资增速为3.0%，比2018年低6.5个百分点，已触底至历史最低水平，进一步大幅下滑的空间有限。其次是基本面因素：第一，制造业企业利润边际改善。2019年1-6月工业企业利润累计同比增速收窄至-2.4%（2019年2月份为-14%），而观察2018年下半年工业企业利润也同样企稳，盈利改善是制造业回暖的重要依据；第二，在宽松政策（减税降费，支持民企融资等）的指引下，制造业企业家信心指数、企业经营状况包括管理费用率、产能利用率、税费等指标均边际改善，支撑制造业投资趋稳；三是石油加工、化学原料等行业产能置换仍有空间，表明产业结构升级并未完全结束。由此判断，2019年下半年制造业投资将趋稳。
- **中观层面，7月生产依然偏弱。**从需求来看，7月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄；100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；7月以来乘联会汽车零售同比由涨转跌。从生产来看，7月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大；全国高炉开工率均值同比跌幅扩大。从价格来看，7月以来原油、钢铁和有色价格均值上升，水泥和煤炭价格均值下跌，预计7月PPI环比为负，PPI同比转负；7月以来猪肉和蔬菜价格均值上涨，水果价格均值下跌，预计CPI环比小幅上涨，CPI当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体下行，人民币兑美元持平前值，全球股市上涨，国内工业品价格下跌。**货币市场方面，上周央行净回笼资金3143亿元。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率整体下行，期限利差走扩，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数上涨，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

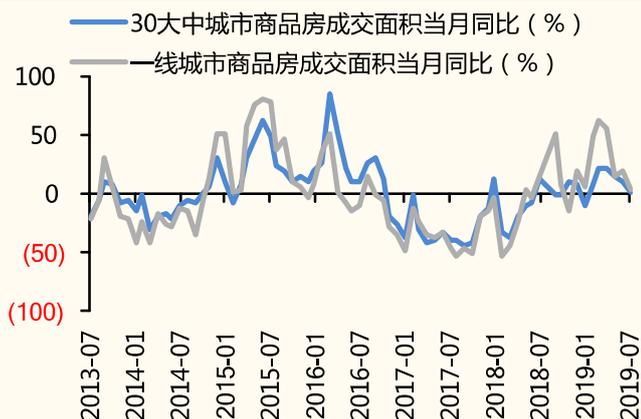
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，7月生产依然偏弱

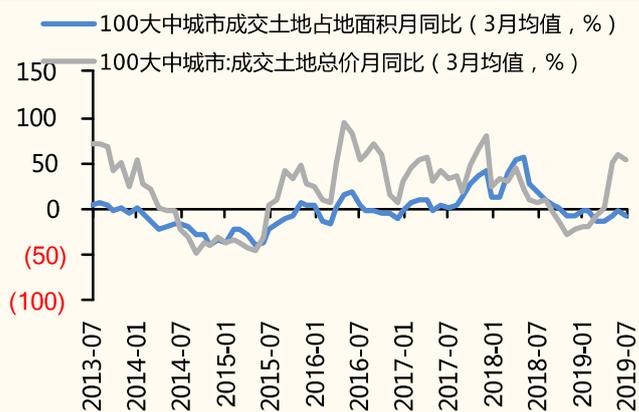
- 7月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一线城市同比涨幅收窄，二线城市同比涨幅扩大，三线城市同比由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为1.8%（前值9.5%）。一线城市同比4.2%（前值18.6%）、二线城市同比4.9%（前值2.6%），三线城市同比-4.1%（前值15.3%）。北京、深圳商品房销售面积同比涨幅收窄，广州同比由跌转涨，上海同比由涨转跌。
- 7月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比由涨转跌，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-23.8%（前值-6.6%），土地成交总价同比为-6.4%（前值为49.3%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-21.4%（前值21.2%），工业用地成交面积同比为-32.4%（前值为-30.5%）。
- 7月以来汽车零售同比由涨转跌。具体来看，截止7月21日，乘联会车市零售同比为-11.0%（前值5.2%），乘联会车市批发同比为-14.0%（前值-15.0%）。

图表1：7月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



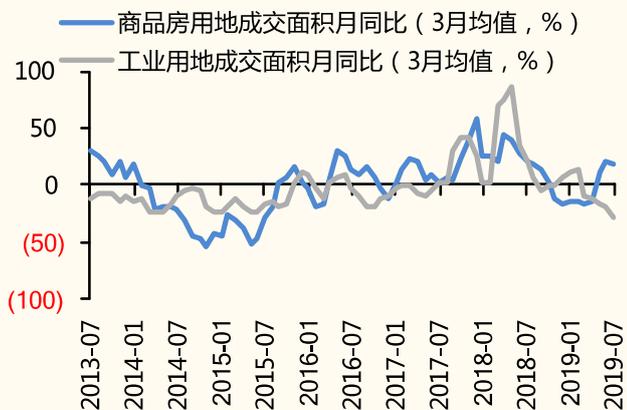
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：7月以来土地成交面积同比跌幅扩大



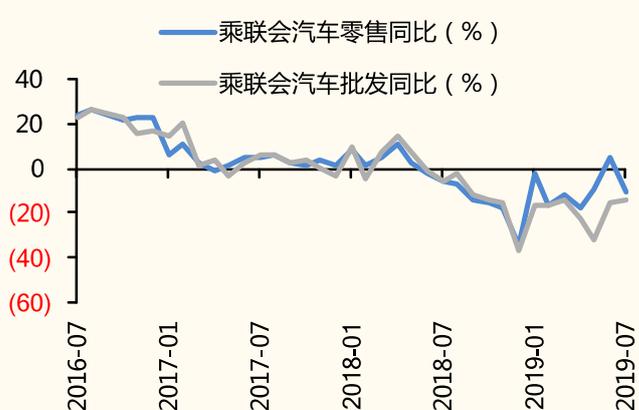
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：7月以来商品房用地成交面积同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

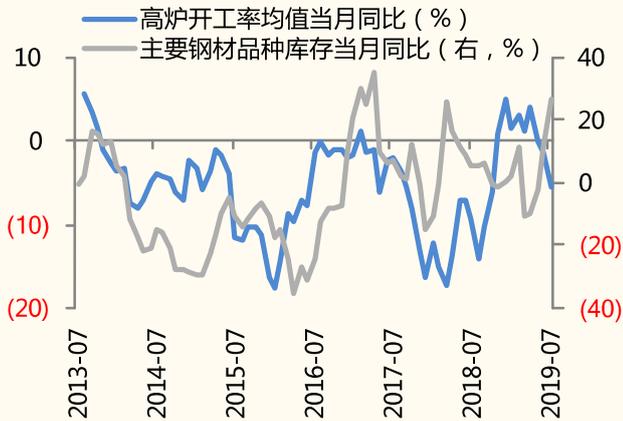
图表4：7月以来汽车零售同比由涨转跌



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

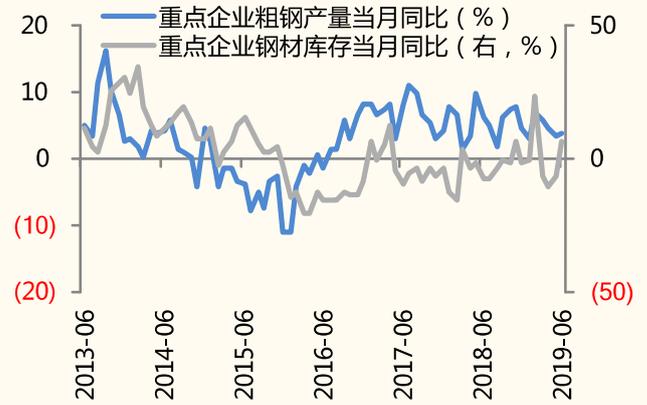
- 7月以来高炉开工率均值同比跌幅扩大，钢铁社会库存同比涨幅扩大。具体来看，7月高炉开工率均值为66.4%，同比为-5.4%（前值-1.5%）。钢铁社会库存同比为27.1%（前值11.8%）。
- 7月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，7月以来六大发电集团日均煤耗同比为-17.0%（前值-10.1%）。

图表5：7月以来高炉开工率同比跌幅扩大



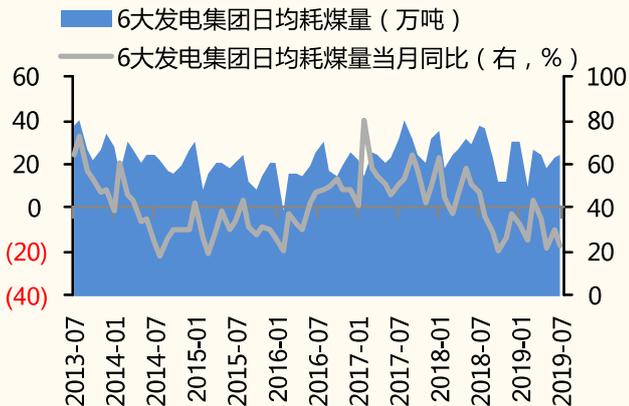
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：6月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



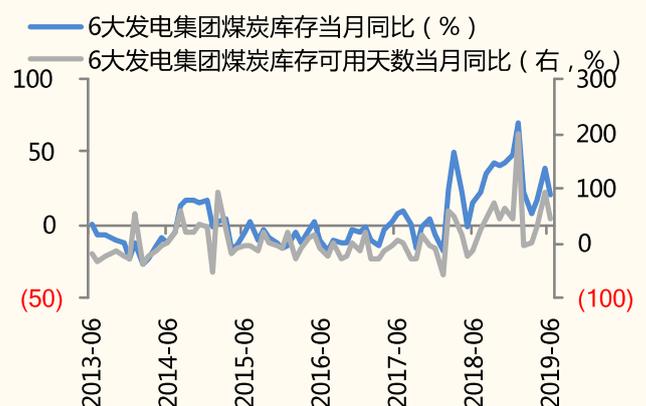
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：7月以来6大发电集团日均耗煤同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

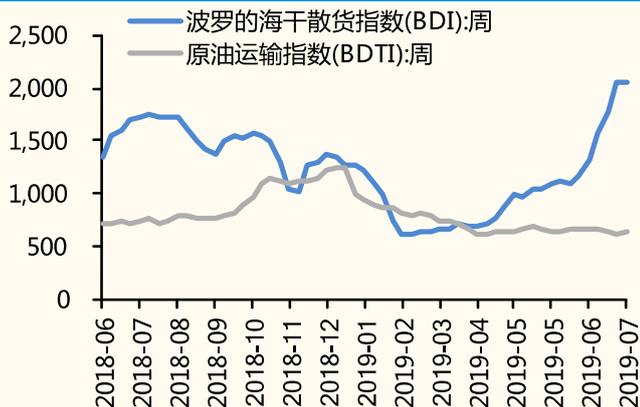
图表8：6月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 上周 BDI 下降，BDTI 上升；CICFI 上升，CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量下降至 286.6 万吨，港口库存下降。上周焦炭港口库存上升 2.8%，焦炭企业库存下降 11.0%。

图表 9: 上周 BDI 下降, BDTI 上升



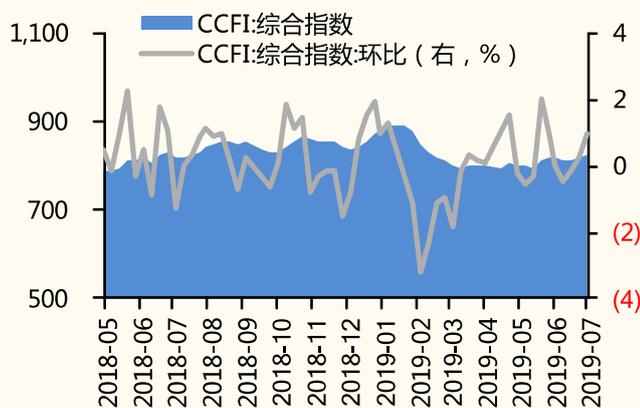
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 上升



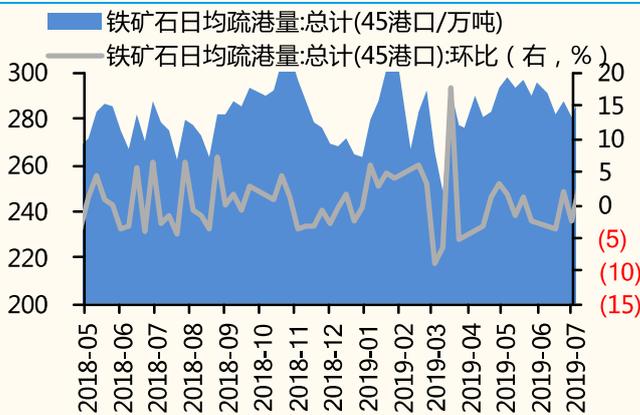
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 上升



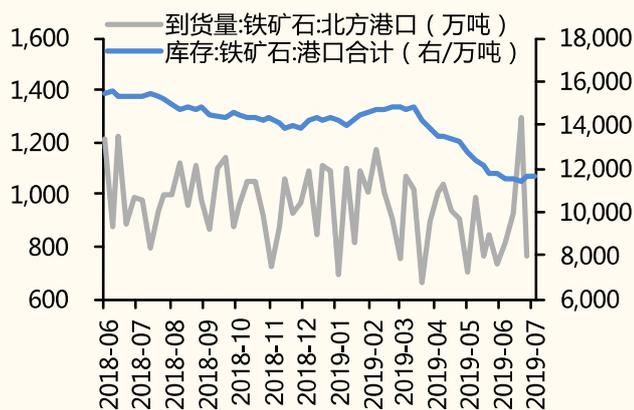
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量下降



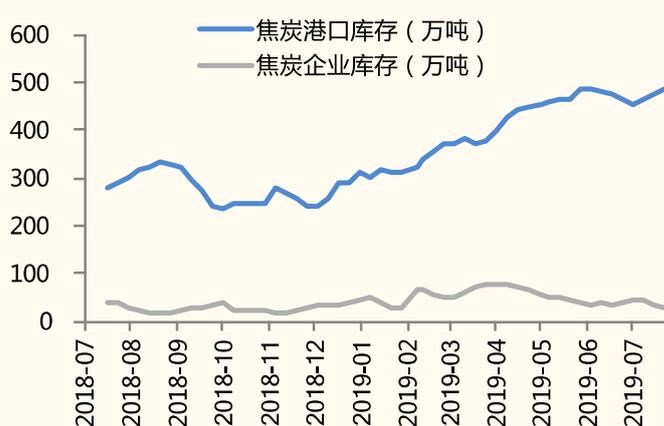
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存下降, 港口库存上升

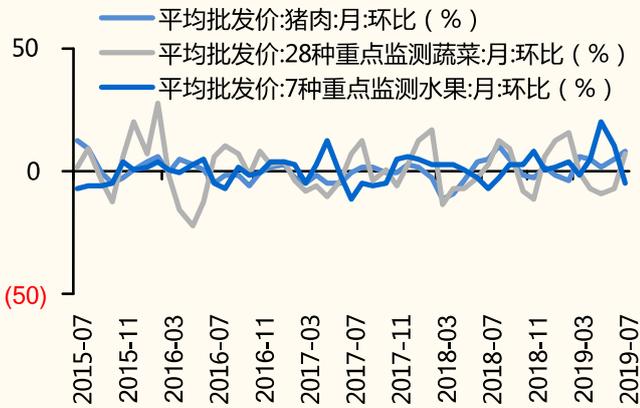


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 7 月以来猪肉、蔬菜价格均值上涨, 水果价格均值下跌, 原油、钢铁和有色金属价格均值上升, 水泥和煤炭价格均值下降。农产品方面, 7 月以来猪肉价格均值上升 (8.5%, 前值 5.1%), 蔬菜价格均值上升 (6.5%, 前值-6.7%), 水果价格均值下降 (-5.3%, 前值 10.3%); 工业品方面, 煤炭价格均值下降 (-0.5%, 前值-0.7%), 原油价格均值上升 (1.9%, 前值-10.3%), 水泥价格均值下降 (-

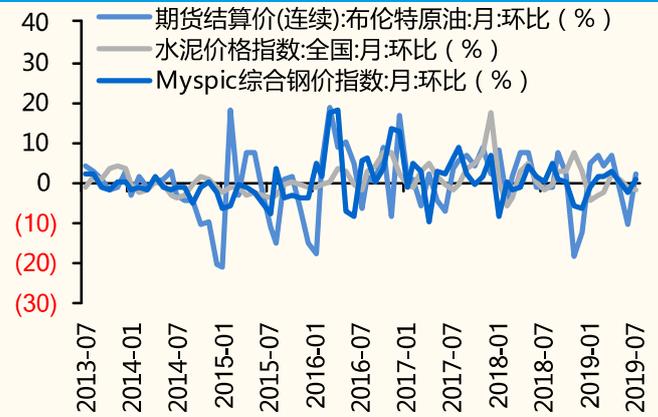
2.0%，前值-1.0%），钢铁价格均值上升（0.9%，前值-2.8%），有色价格均值上升（0.6%，前值-1.4%）。

图表 15：7 月以来猪肉和蔬菜价格均值上涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：7 月以来原油和钢铁价格均值上升

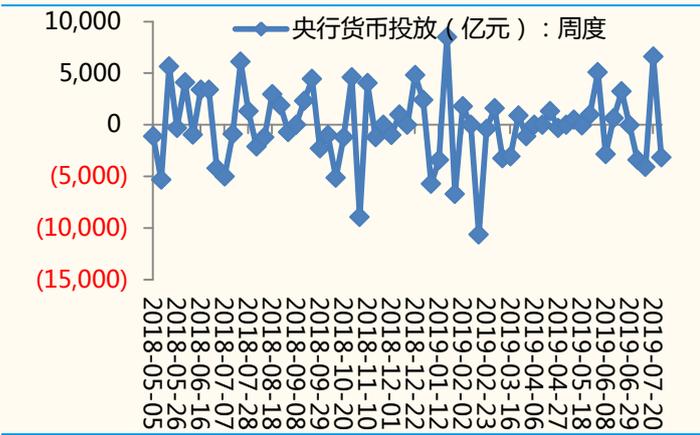


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体下行，人民币兑美元持平前值，全球股市上涨，国内工业品价格下跌。

- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 3143 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 3143 亿元，其中 7 天逆回购到期 4600 亿元，续作 500 亿，MLF 到期 5020 亿元，MLF 续作 2000 亿元，TMLF 投放 2977 亿元，国库现金定存 1000 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 27bp，R007 下行 20bp；DR001 下行 20bp，DR007 下行 19bp。R001-DR001 下行 6bp，R007-DR007 持平前值，表明银行融出意愿较为上升，非银金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率整体下行，期限利差走扩，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 1bp，1Y 国开债到期收益率下行 2bp；10Y 国债到期收益率上行 1bp，10Y 国开债到期收益率上行 1bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 4bp、1YAA 企业债到期收益率下行 8bp、10YAAA 企业债到期收益率持平前值、10YAA 到期收益率持平前值。
- 外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数上涨，即期市场量下降。上周，在岸人民币兑美元汇率持平前值。美元指数上涨，美元兑日元、欧元、英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格下跌。国内股市方面，上证综指上涨 0.7%；创业板指上涨 1.3%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.1%，纳斯达克指数上涨 2.3%，德国 DAX 上涨 1.3%。国内商品市场方面，螺纹钢价格下跌 1.5%，铁矿石价格下跌 2.6%，焦炭价格下跌 0.3%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.4%；ICE 布油价格上涨 1.6%，LME 铜下跌 1.8%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 7月以来央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 07/22-07/26 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.68	(27)	113	15
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.86	(20)	20	(28)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.63	(20)	124	15
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.64	(19)	8	(40)
R001-DR001(bp)	5	(6)	(11)	0
R007-DR007 (bp)	22	(0)	12	12
SHIBOR:隔夜	2.64	(19)	127	8
SHIBOR:1周	2.65	(11)	4	(26)
7日年化收益率:余额宝	2.31	2	1	(31)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.12	1	(5)	(27)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	0	(49)	(80)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.79	37	(67)	64

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 07/22-07/26 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.64	2.63	2.63	(1)	(2)	3
中债国债到期收益率:10年	3.17	3.15	3.17	1	(6)	(6)
中债国开债到期收益率:1年	2.67	2.66	2.67	(2)	(6)	(8)
中债国开债到期收益率:10年	3.55	3.53	3.54	1	(7)	(10)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.17	3.14	3.14	(4)	(6)	(45)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.32	4.31	4.32	(0)	(7)	(1)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.74	3.69	3.69	(8)	0	(44)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.38	5.37	5.38	(0)	(7)	(4)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	54	51	54	2	(4)	(9)
中债国开债期限利差	89	87	88	3	(1)	(1)
中债企业债期限利差(AAA)	118	114	118	4	(1)	44
中债企业债期限利差率(AA)	169	164	169	8	(7)	40
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	54	51	51	(4)	(4)	(48)
中债企业债信用利差(AAA):10年	117	114	115	(1)	(1)	5
中债企业债信用利差(AA):1年	110	106	106	(8)	2	(47)
中债企业债信用利差(AA):10年	223	220	221	(1)	(1)	2
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.0%	0.4%	0.4%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	0.0%	0.7%	0.5%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 07/22-07/26 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.88	6.87	6.88	0.0%	0.2%	0.2%
美元兑离岸人民币	6.89	6.87	6.88	0.0%	0.2%	0.2%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	53	-12	30	-39	26	-14
即期询价成交量: 美元兑人民币			218.0	-52.0	-141.4	-61.4
USDCNY: NDF 1年			6.92	0.0%	0.1%	0.3%
CFETS 人民币汇率指数			92.99	0.0%	0.4%	-0.3%
巨潮人民币实际有效汇率指数	121.46	120.78	121.42	0.5%	1.3%	2.2%

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_11179



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn