

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

逆周期调节可期 资产价格弱势分化

寇宁/肖利娜

一德期货宏观战略部



寇宁

宏观经济分析师
期货从业资格号：
F0262038
投资咨询从业证书号：
Z0002132
kouning@ydqh.com.cn

肖利娜

宏观经济分析师
期货从业资格号：
F3019331
投资咨询从业证书号：
Z0013350
xiaolina132@163.com

一德期货 宏观战略部

电话：(022) 28130235
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区徐州道12号万通中心802-804
邮编：300051

■ 内容摘要

- 二季度，工业生产总体呈现下滑，经济主要支撑基建和房地产投资增速减缓，经济下行压力凸显。国内非贸易品及可贸易工业品价格中枢呈现一致下降，上半年受外部因素的影响较大，预计二季度GDP增速或在6.3%。
- 在外围负面干扰持久化影响下，国内需求企稳仍将是下半年托底经济增长的主要支撑，逆周期调节政策仍需发力。专项债补充资本金增加基建投资逆周期调控空间，预计下半年经济增长总体依然承压，而三季度在稳投资、促消费政策下，经济增长或获支撑维稳在6.3%，四季度在稳投资支撑放缓下或将小幅调整至6.2%。
- 地方专项债及“旧改”投放拉动合计不超过3.06个百分点，预计7.5%的基建投资增速目标或在三季度达到，而四季度或支撑减弱而有小幅调整压力。房地产在“棚改”及土地购置费用支撑均减弱的背景下，房地产投资的高增速或将迎来拐点，预计下半年有4-5个点的下降空间。制造业受产能周期及企业利润缩减影响，下半年仍会在总体边际回落中或有小幅反弹运行。
- 二季度，CPI创两年内新高，主因猪肉和鲜果价格的快速攀升提振。2019年下半年，猪价对CPI的拉动效用在0.3个百分点，而鲜果价格会逐步恢复调整，预计下半年CPI虽仍有反弹压力但高度可控在3%之内。

■ 核心观点

随着以基建为主导的投资需求的恢复，金融市场将承受资金流出的压力，股市、债市三季度预计将面临较大的下行压力。但伴随投资回稳，国民收入改善将反哺金融市场，股市、债市或在四季度获得支撑，金融资产下半年预计呈现先降后稳的走势，资产价格的上涨幅度将取决于未来信贷恢复的程度。

伴随基建投资的发力，预计下半年周期板块将再度强于防御板块，以上证50指数为代表大盘股预计强于以中证500指数为代表的成长股，股票市场延续分化。

地方债发行及基建投资预期企稳亦将对国债市场流动性构成压力。但鉴于下半年经济增长压力大于上半年，经济增长预期低位对债券市场构成支撑，预计下半年国债市场价格中枢将恢复性抬升，但受货币政策及流动性制约涨幅有限，总体呈现弱势震荡的走势。

二季度以来，随着需求的下降，供给收缩对工业品价格的支撑作用减弱，在下半年国内需求弱势维稳的预期下，预计工业品价格下半年将出现调整。

相对于工业品由供给主导的逻辑，重化产业需求的分化是导致产业间运行差异的主因，下半年，在经济依靠基建投资托底的预期下，重化产业间需求结构差异仍将存在，黑色产业价格表现预期相对较强。

目录

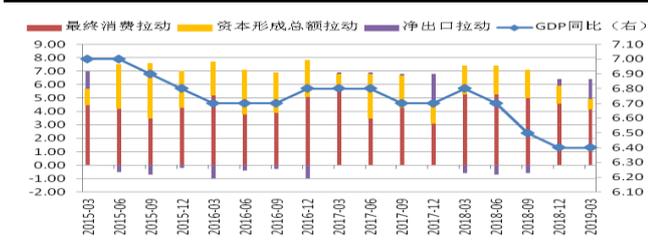
1. 经济增长压力犹存 逆周期调节可期	1
1.1 外部风险加大 二季度经济承压	1
1.2 外需扰动供给 内需托底经济	2
2. 稳投资仍需基建托底 房地产投资拐点或现	2
2.1 稳投资仍需基建托底 专项债和“旧改”拉动有限	3
2.2 制造业投资边际回落 利润及出口抑制仍在	4
2.3 建安放缓棚改冲击 房地产投资拐点可寻	6
3. 猪肉、鲜果推升通胀 反弹仍存高度可控	7
4. 股债先降后稳 商品价格承压	8
4.1 资金约束犹存 金融资产先降后稳	8
4.2 股市板块分化 债市弱势震荡	10
4.3 工业品价格压力显现 产业分化仍将延续	12
免责声明	14

1. 经济增长压力犹存 逆周期调节可期

1.1 外部风险加大 二季度经济承压

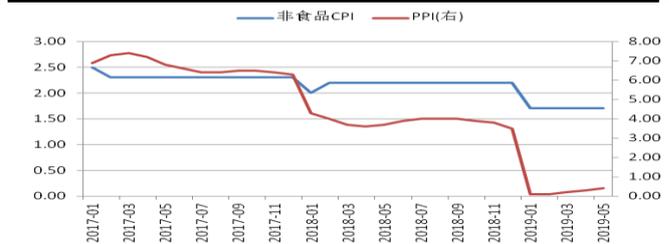
2019 年一季度，国内经济增长企稳，经济增速持平于 2018 年四季度的 6.4%，但在中美贸易摩擦加剧、国内逆周期调节政策频出背景下，三大需求中货物和服务净出口对 GDP 拉动增长 1.46%，而消费、投资对 GDP 的拉动减弱（见图 1），经济增长缺乏内生动力支撑。进入二季度，工业生产总体下滑，经济主要支撑基建和房地产投资增速减缓，经济下行压力凸显。与此同时，上半年国内价格水平总体下降。2019 年 1-5 月，国内 PPI 累计同比增长 0.4%，较 2018 年的 3.5% 下滑 3.1%，CPI 非食品价格累计同比增长 1.7%，较 2018 年的 2.2% 下降 0.5%（见图 2）。国内非贸易品及可贸易品价格中枢一致下降，表明 2019 年上半年经济受外部因素的影响较大。

图 1：国内 PPI 与 CPI 非食品季累计同比增长率（%）



资料来源：wind

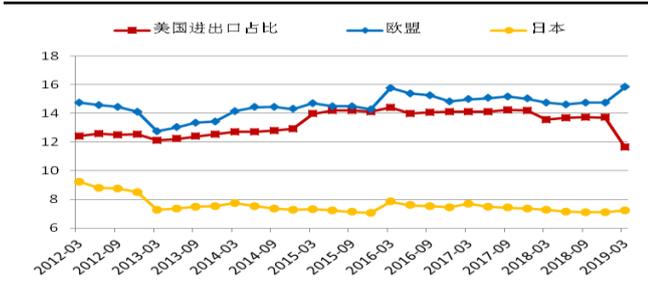
图 2：国内 PPI 与 CPI 非食品当月同比增长率（%）



资料来源：wind

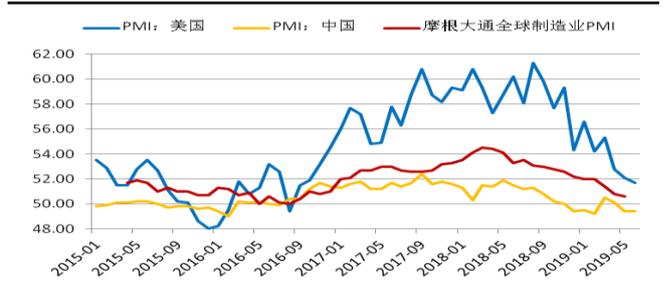
5 月以来，中美贸易谈判进度一度搁置及美对多国贸易政策收紧，使得全球贸易风险加大。但 2019 年一季度，我国进出口额中，美国占比由 2018 年的 13.65% 一跃降至 11.64%，同期欧、日占我国贸易比重加大（见图 3），显示在中美贸易摩擦下，由于我国贸易结构调整，使得净出口对我国经济拉动作用不降反升，对经济冲击有限。而 2019 年以来全球经济景气延续放缓，2019 年 5 月摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯分界线至 49.8%，为 2013 年以来首次；主要经济体中，欧元区、日本和中国制造业 PMI 均低于全球制造业 PMI，而美国制造业景气也明显下滑，5 月降至 52.1%，6 月再下滑至 51.7%（见图 4）。外部来看，二季度相对于贸易战，美国经济见顶及欧、日经济增长下滑对我国供给端带来的冲击将施压我国国内经济增长，预计二季度 GDP 增速或在 6.3%。

图 3：对美、欧、日进出口金额在我国占比（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 4：全球及中、美制造业 PMI（%）



资料来源：wind，一德研究院

1.2 外需扰动供给 内需托底经济

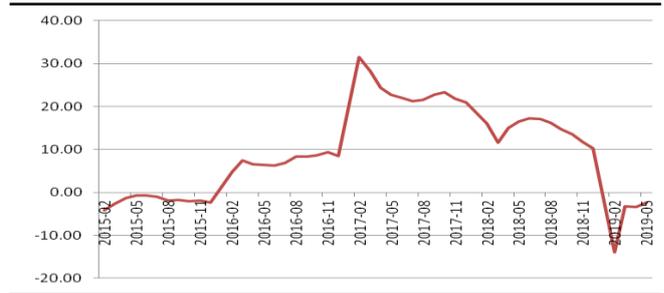
2019年上半年，受外围经济体景气下滑影响国内供给持续收缩。2019年5月，6大发电集团日均耗煤量当月同比增长-18.9%，发电设备平均利用小时同比增长-20%，均处于低位，工业生产用电总体走弱（见图5）。同时，2019年以来，工业企业利润总额持续负增长（见图6），也抑制了企业生产意愿。在外部环境总体疲弱影响下，加大内生增长是主要着力点，国内需求仍将是下半年托底经济增长的主要支撑，逆周期调节政策仍需发力。

图5：发电集团耗煤量当月同比及高炉开工率（%）



资料来源：wind

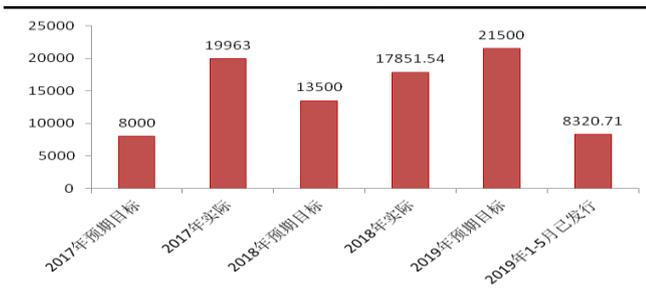
图6：工业企业利润总额累计同比（%）



资料来源：wind

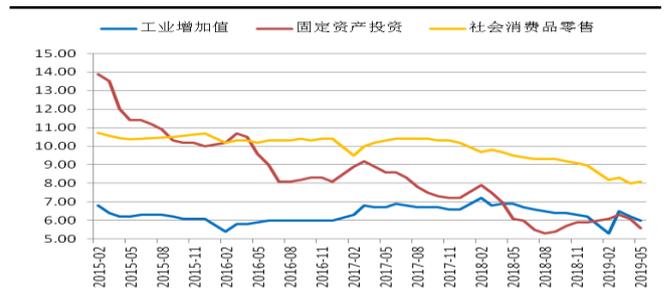
截至2019年5月，地方专项债已发放8320.71亿元，按全年预期目标2.15万亿元，争取9月底之前完成来算，6-9月，地方政府专项债会集中发放1.31万亿元（见图7），同时在财政支出和城投债端压力下，专项债补充资本金转变基建融资方式，增加基建投资逆周期调控的空间。6月19日，国务院常务会中提到要部署推进城镇老旧小区改造，由于其投资周期短、边际效益明显，有利于稳投资促消费。进入二季度以来，工业产出、固定资产投资和消费均出现调整，一季度供求企稳反弹态势消失（见图8），预计下半年经济增长总体依然承压，而三季度在稳投资、促消费政策下，经济增长或获支撑维稳在6.3%，四季度在稳投资支撑放缓下或将小幅调整至6.2%。

图7：地方专项债2017-2019发行情况（亿元）



资料来源：wind

图8：工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售（%）



资料来源：wind

2. 稳投资仍需基建托底 房地产投资拐点或现

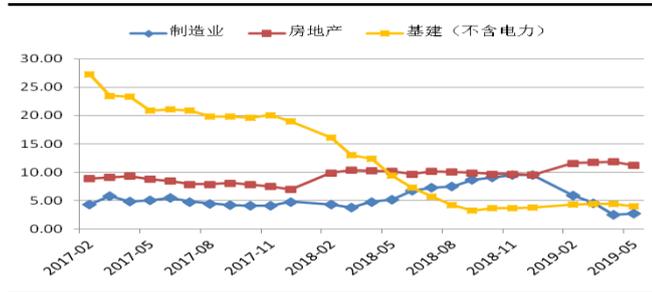
国内投资方面，2019年5月，固定资产投资累计同比5.6%，较一季度总体回落0.7个百分点。三大投资中，基建投资回落0.4个百分点至4.0%，房地产投资回落0.6个百分点至11.2%，制造业投资回落1.9%至2.7%（见图

9)。逆周期调节政策拉动一季度经济短期企稳后，伴随外部经济疲弱及减税政策下国内财政压力增大，基建投资资金实际落地效果不及预期；在地方专项债及“旧改”的投放拉动下，三季度基建投资增速大概率会再度企稳回升，而专项债在四季度支撑将减弱。而房地产在“棚改”及土地购置费用支撑均减弱的背景下，房地产投资的高增速或将迎来拐点。制造业受产能周期及企业利润缩减影响，边际回落压力持续存在。考虑地方专项债可作为资本金有项目条件要求及投放落地时间问题，更多是对冲基建项目其他资金来源的收缩，维稳目的不变，但不宜过于乐观。

2.1 稳投资仍需基建托底 专项债和“旧改”拉动有限

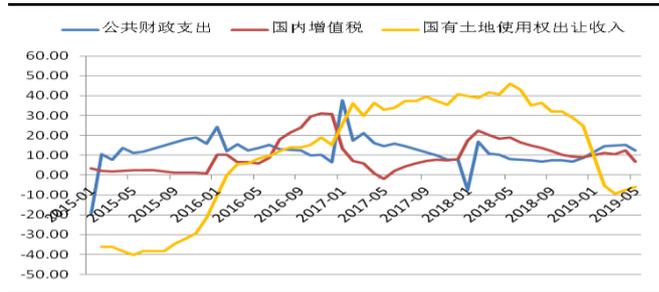
2019 年二季度新增值税正式实施，同时年初各地方政府纷纷下调土地出让金的收入预期，财政收入及政府性基金收入面临压力，财政收入压力制约财政支出同比增速三季度或仍下行。5 月，国内增速税收入累计同比 6.8%，二季度以来下滑 3.9%；制约公共财政支出累计同比增长较一季度回落 2.5 个百分点至 12.5%；另外，国有土地使用权出让收入累计同比-6%，年内连续负增长（见图 10），年内财政支出及政府性基金收入端的压力，从根本上限制了基建投资增速难以恢复大幅上涨。

图 9：固定资产投资三大分项累计同比（%）



资料来源：wind

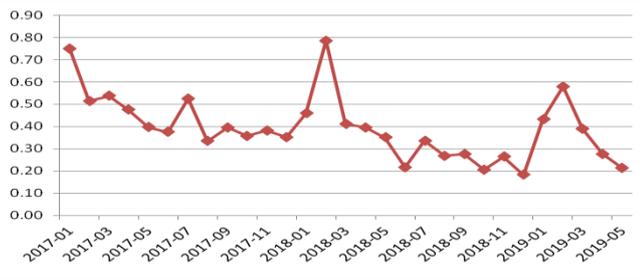
图 10：公共财政支出、增值税及土地出让累计同比（%）



资料来源：wind

2019 年以来，基建投资占新增信贷的比重呈下降趋势（见图 11），国内贷款对基建资金的重要性有所下降，同时由于在基建项目融资过程中，银行贷款的成本较高，一般不是基建项目融资的首选，而选择成本较低的专项债。在 2018 年金融去杠杆的背景下，信托、委托贷款等非标融资金额明显受限，2019 年非标融资累计新增-3192.5 亿元，虽较 2018 年的少增幅度有缩减，但仍对基建投资增长有一定拖累，地方专项债作为基建融资方式的补充，两者新增当月值合计二季度也有所减少（见图 12），三季度地方专项债的集中投放成主要关注增量点。同时要注意到，地方专项债全年额度政策指导在 9 月发放完成，四季度或将面临稳投资支撑减弱的局势。

图 11: 企业中长期信贷占比



资料来源: wind

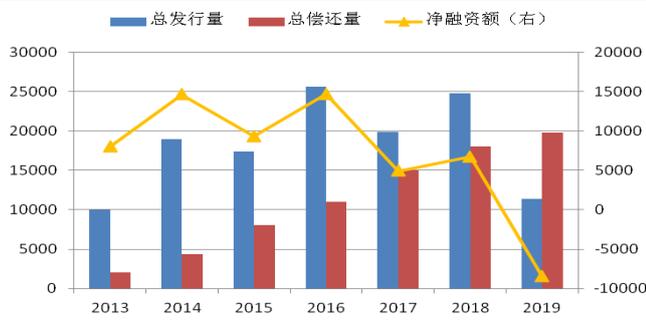
图 12: 非标融资、地方政府专项债及合计新增当月值 (亿元)



资料来源: wind

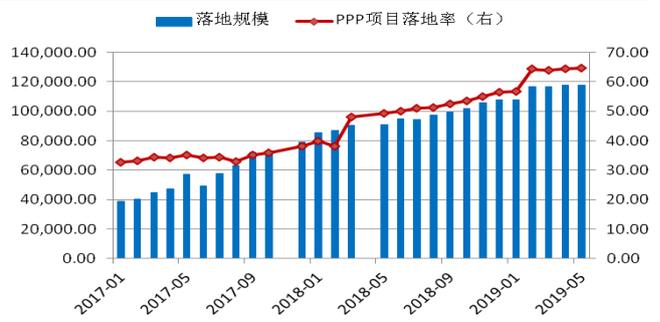
加上 2019 年城投债到期偿还量增加, 置换债净融资额也将明显萎缩 (见图 13), 对基建投资增速的拉动作用减小。2018 年以来, 地方专项债成基建投资资金来源的主要支撑, 并在 2019 年财政支出、政府性资金收入、非标和城投债等多重融资压力下, 政策推动专项债将持续发力托底基建投资。我们估算专项债可作资本金对基建投资的提振空间, 按专项债在 9 月前将全年的新增额度发放完计算, 6-9 月, 新增专项债还有 1.3 万亿的额度, 而指定可用作资本金的收费公路和轨道交通项目专项债占比约为 10%, 也就是专项债中可用于基建部分资金约 1300 亿元左右。再考虑实际抵充资本金需求项目并不多, 可增加资本金或将减半约为 650 亿元, 杠杆率按 5 倍计算, 最终可撬动基建投资资金新增在 3250 亿元左右。如果考虑基建项目资金在投放落地的延迟可能, 实际拉动资金或不足 3000 亿元, 考虑到 2018 年基建投资 (不含电力) 总量在 14.53 万亿左右, 因此额外拉动基建投资增速不会超过 2.06 个百分点。

图 13: 2019 年城投债到期偿还量增加 (亿元)



资料来源: wind

图 14: PPP 项目落地率及落地规模 (% , 亿元)



资料来源: wind

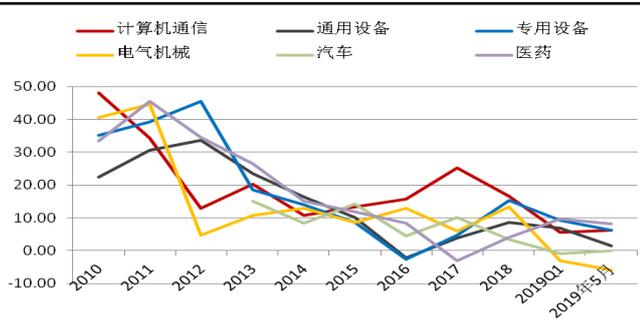
另外, 旧城改造虽然侧重基建投资, 但由于老旧小区改造公益性较强, 经营性收入性弱, 会使资金来源渠道受限, 财政资金或是其主要来源, 但财政压力下“旧改”对稳投资的拉动空间预计单季度不会超过 1500 亿元, 即拉动基建增速低于 1.0 个百分点。在财政支出压力、城投债到期偿还量增加及 PPP 项目落地率增长放缓 (见图 14) 等多重因素影响下, 基建投资维持低速增长, 二季度逆周期调节效果不及预期, 三季度专项债和“旧改”将成主要增量支撑, 预计 7.5% 的基建投资增速目标或在三季度达到, 而四季度或支撑减弱而有小幅调整压力。

2.2 制造业投资边际回落 利润及出口抑制仍在

本轮以计算机通信为代表的高技术产业投资主导的产能周期中, 2019 年制造业投资较 2018 年会呈边际回落

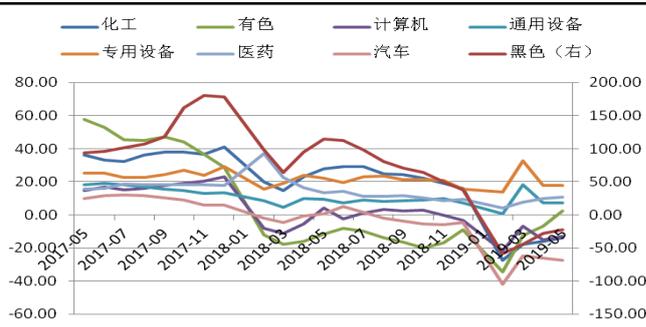
看法不变。5月，制造业投资延续一季度回落态势，较一季度回落1.9%至2.7%，其主要高新技术制造业中，除计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速在低位小幅回升外，通用设备、专用设备、电气机械及器材及医药等制造业投资同比增长分别回落5.4、3.1、2.8和1.6个百分点，对二季度的制造业投资增速造成明显拖累（见图15）。在供给侧改革去产能推动下，重化工业产能基本出清，而高技术制造业受利润回落影响产能增长也面临压力，2019年以来，传统制造业利润累计同比主要处于负增长，5月，化工、黑色和有色利润分别为-13.6%、-22.4%和2.6%，而计算机通信和汽车制造业利润增速也仅有-13.0%和-27.2%（见图16）。在产能增长受限及利润回落影响下，制造业投资增速将受到限制。

图15：不同制造业投资累计同比（%）



资料来源：wind

图16：不同制造业利润累计同比（%）



资料来源：wind

除产能周期及行业利润的限制因素外，工业企业出口交货值增速5月仅为4.4%，处于历年相对低位，加上工业企业利润总体增速2019年以来持续负增长（见图17），这对下半年制造业投资增速形成双重制约。另外，在中美贸易摩擦持续及反复变化影响下，制造业PMI新订单、新出口订单及小型企业新订单指数均降至荣枯分界线之下，5月环比分别为49.8%、46.5%和46.7%，大型企业新订单指数虽保持在51.2%，但较往年同期也明显下滑（见图18）。在G20中美双方谈话中，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，一方面对下半年出口受压制作用减弱，另一方面前期加关税及对部分高技术企业的禁令仍在。G20会晤暂不加征新的关税并未实际改善总体外需疲弱状态，我们已经接受中美经贸问题成为一个长久性的磋商问题，下半年制造业投资增速仍会在总体边际回落中或有小幅反弹运行。

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_11602

