



从一季度数据及政治局会议看商品价格走势

摘要

一季度 GDP 增长主要是出口和工业回暖所致，净出口成为拉动经济的主要力量。进口应该是国内内需的先行指标。这说明国内需求仍旧低迷。同时进口也是出口的先行指标，我们预计三季度后出口形势也不乐观。但总体看，净出口的快速增长对经济的拉动作用会延续到二季度。工业增加值也有较快恢复。其中制造业、采矿业的增速也高于去年年底的水平。这说明工业生产增长势头较好。

投资有所恢复，房地产市场预期好转。我们预计房地产投资会在二季度继续维持这种趋势。但基础建设投资可能会在三季度开始有所下滑。唯一令人担忧的是制造业投资并没有遏制住下滑趋势，制造业即使内需部门，也是外需部门，说明经济后期增长仍有不确定性。

从这次 4 月 19 日政治局会议内容来看，中央对经济增长及国内形势的判断与去年底相比较有所变化。首先，对今年一季度经济增长的良好开端表示认可，对后期的经济增长预期相对好于去年底。因此更加关注结构性改革和高质量发展方面，前期的一些稳经济的政策可能会有所变化，货币政策和财政政策方面可能会更加趋向于财政方面；房地产市场调控又回到相对严格的局面；后期环保压力可能会重现。这些变化将会对商品市场产生较大影响

我们对近期商品市场的看法：我们认为当前部分商品价格已经较为充分反映供需状况。后期值得注意的方面有：1. 一、二线城市房地产市场是否持续升温？2. 环保压力会在什么时候重现？3. 国际原油价格会在多高位置停留多久？国内通胀形势能否稳住？4. 四、五月份货币宽松程度时候会有所变化？

南华期货研究所

张一伟 010-63032869

zyw89@nawaa.com

Z0010392

从一季度数据及政治局会议看商品价格走势

一季度 GDP 增长主要是出口和工业回暖所致

2019 年一季度 GDP 同比增速为 6.4%，与去年四季度相同，略超出我们 6.3% 的预期，而且从工业增加值和进出口情况的等方面数据来看似乎经济恢复程度超乎前期一致预期。从“三驾马车”对 GDP 拉动作用来看，净出口成为拉动经济的主要力量。净出口对经济增长的拉动作用从前值 0.5% 大幅上升至 1.46%。而最终消费支出和资本形成总额对 GDP 同比增速的拉动则分别从前值 4.6% 下降至 4.17% 以及从前值 1.3% 下降至 0.77%（见图 1）。从对经济增长的贡献率角度，净出口的贡献率上升了 14.8 个百分点至 22.8%；而最终消费支出的贡献率则下降 6.5 个百分点至 65.1%，资本形成总额的贡献率下降 8.3 个百分点至 12.1%（见图 2）。这种情况有点类似于 2017 年四季度，当时也是出口出乎意料的大增，随后经济增速有所上扬。

这次净出口的反弹是在国际贸易环境不利的情况下发生的，同时也有进口增速下滑过快的原因。三月份进口增速为-3.8%（见图 3），整个一季度的进口增速不到 1%；而去年一季度的进口增速接近 20%。进口应该是国内内需的先行指标。这说明国内需求仍旧低迷。同时进口也是出口的先行指标，我们预计三季度后出口形势也不乐观。但总体看，净出口的快速增长对经济的拉动作用会延续到二季度。

工业增加值也有较快恢复。三月份工业增加值增长 8.5% 的速度高于 2015~2018 年同月的水平，一季度累计工业增加值增速 6.5%，略低于 2017、2018 年同期的水平。分行业看，三月份制造业、采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业工业增加值增速分别为 9%、4.6%、7.7%，均高于去年同期水平，其中制造业、采矿业的增速也高于去年年底的水平。这说明工业生产增长势头较好。

投资有所恢复，房地产市场预期好转

今年一季度，固定资产投资增长 6.3%，较去年全年增速回升了 0.4 个百分点。分三大领域中，制造业投资继续回落，仅增长 4.6%；而房地产和基建投资均有大幅回升，分别增长 11.8% 和 2.95%，较去年全年增速回升 2.3 和 1.2 个百分点（见

图 5、6)。特别是房地产投资，无论是开发投资完成额还是新开工面积，都有不同程度的反弹。考虑到土地成交价款和购置面积增速大幅回落，预计扣除土地购置费的房地产投资增速有较强改善，这与市场预期有着紧密联系。一是在往年停缓建项目的“复工潮”下，施工进度加快，推升建安工程投资快速回升。二是随着一二线城市规模的推进，在前期调控政策下，库存下降很快；同时今年调控政策并没有加码，市场预期在好转。我们预计房地产投资会在二季度继续维持这种趋势。但基础建设投资可能会在三季度开始有所下滑。唯一令人担忧的是制造业投资并没有遏制住下滑趋势，制造业即使内需部门，也是外需部门，说明经济后期增长仍有不确定性。

货币政策相对宽松

三月份新增社融 2.86 万亿元，同比多增了 1.28 万亿元，增幅为 80.4%，也是 2017 年八月份以来的增速新高。其中贡献主要来自于贷款、表外非标融资以及地方政府专项债。三月份人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 5777 亿元。增速为 71.4%（见图 9、图 10）。这其中居民的中长期贷款较去年同期多增了 800 多亿元，主要是房地产市场销售回暖所致。而针对企业的一般贷款对于信贷的贡献也在上升，企业的中长期贷款规模也有所改善。总体来看，一季度货币环境相对宽松。

4 月 19 日政治局会议内容解读

4 月 19 日召开的中央政治局会议与去年 12 月的政治局会议相比，有如下三点值得我们重视：

一、对经济增长的表述发生了变化。

这次政治局会议对经济的判断是：“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。”而去年底的表述则是“稳中有变”。

二、宏观调控的内容有所变化。

这次的会议没有继续提到“六个稳”的目标，二是对结构性改革、高质量发展的要求进行了提升，主要的表述：1. “经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”；2. “注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性

去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。”3. “统筹国内国际两个大局，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作”。与去年底的会议相比，对经济形势的判断有所好转，进而更加关注结构性改革和高质量发展方面，稳经济的政策可能会有所变化。

三、再次提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒”的房地产调控定位

这次会议重现提出：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。这种提法又回归到 2018 年 7 月 31 日政治局会议提出的“坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”的调控思路上来。这说明中央对房地产市场调控的态度又回归到相对严格的思路上。因此我们对房地产市场三季度后的趋势相对谨慎。

我们认为，从这次政治局会议内容来看，中央对经济增长及国内形势的判断与去年底相比较有所变化。首先，对今年一季度经济增长的良好开端表示认可，对后期的经济增长预期相对好于去年底。因此更加关注结构性改革和高质量发展方面，前期的一些稳经济的政策可能会有所变化，货币政策和财政政策方面可能会更加趋向于财政方面；房地产市场调控又回到相对严格的局面；后期环保压力可能会重现。这些变化将会对商品市场产生较大影响。

我们对近期商品市场的看法

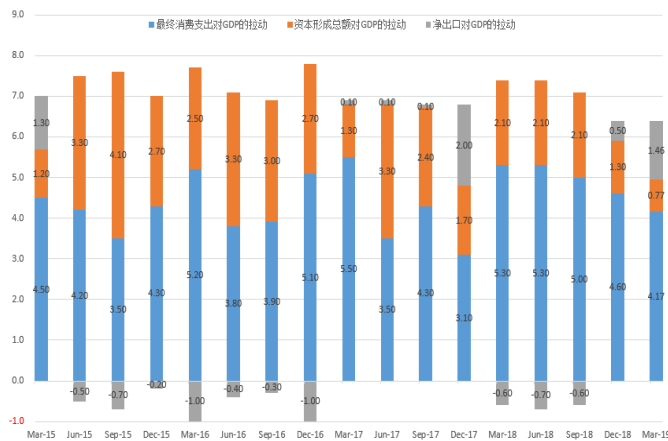
一季度随着中央各项政策的实施，国内经济增长势头企稳，商品的供需矛盾得到一定缓和。在需求的带动下，商品的产量恢复较快。一季度国内市场的钢材和水泥产量同比增长分别为 10.8% 和 9.4%（见图 11），与 11.8% 的房地产开发投资增速相一致，共同达到近两年来的最高水平。说明在基建和房地产市场的带动下，黑色产业产销两旺。这从黑色产业接个上也得到印证。南华黑色商品指数今年以来已经上扬超过 20%（见图 12）。当然这里面也有原材料涨价导致的因素。

从预期来看，我们认为二季度经济增速会继续加快，需求端仍旧较旺；但内需的两大主要推动力——房地产和汽车行业并没有预期的那么乐观，所以我们认为当前部分商品价格已经较为充分反映供需状况。

后期值得注意的方面有：1. 一、二线城市房地产市场是否持续升温？2. 环保

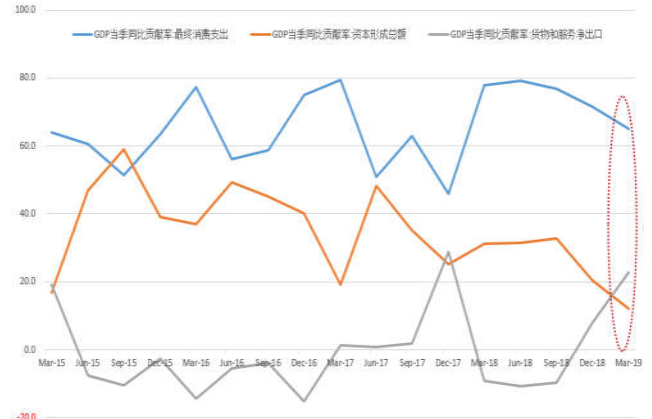
压力会在什么时候重现？3. 国际原油价格会在多高位置停留多久？国内通胀形势能否稳住？4. 四、五月份货币宽松程度时候会有所变化？

图 1、一季度经济增长主要靠出口



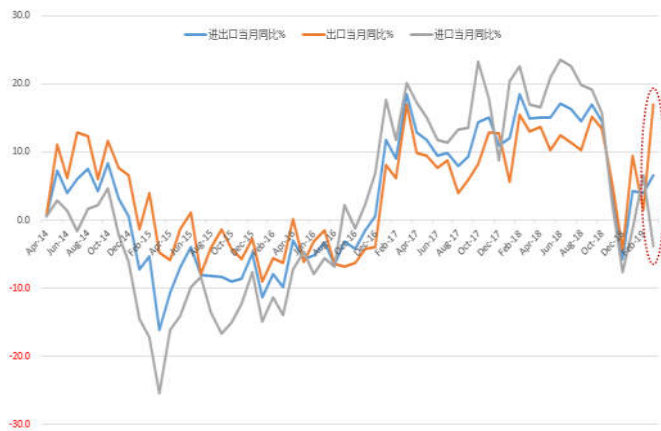
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、出口贡献最大



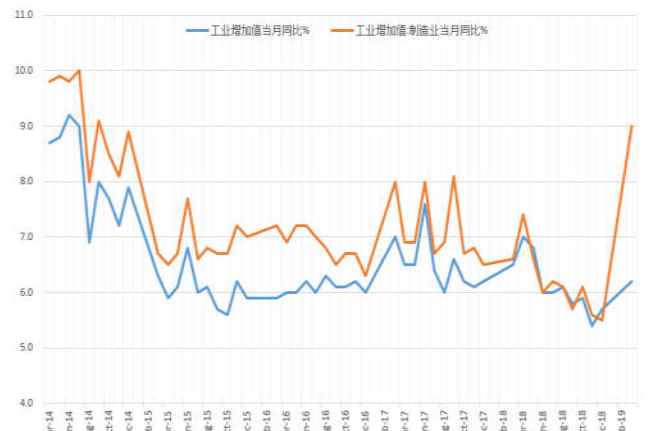
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 3、出口增速



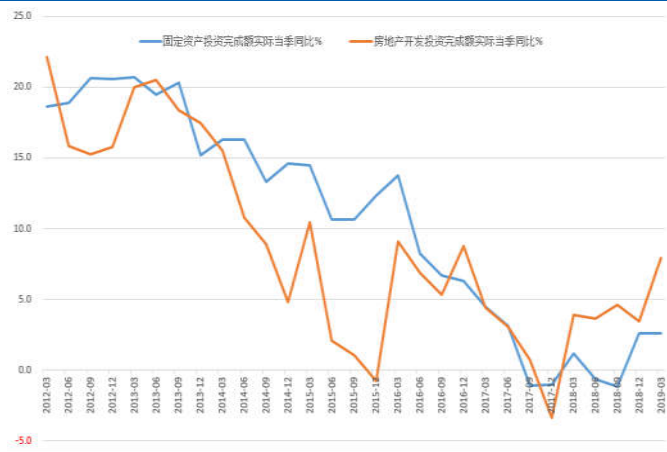
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、工业增加值有所恢复



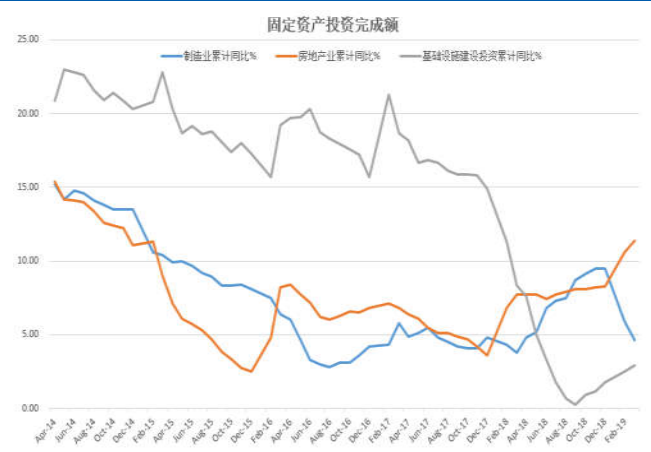
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、固定投资增速



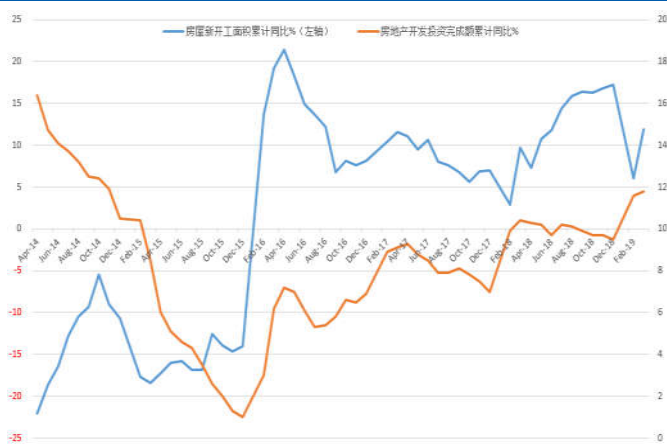
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、房地产拉动投资



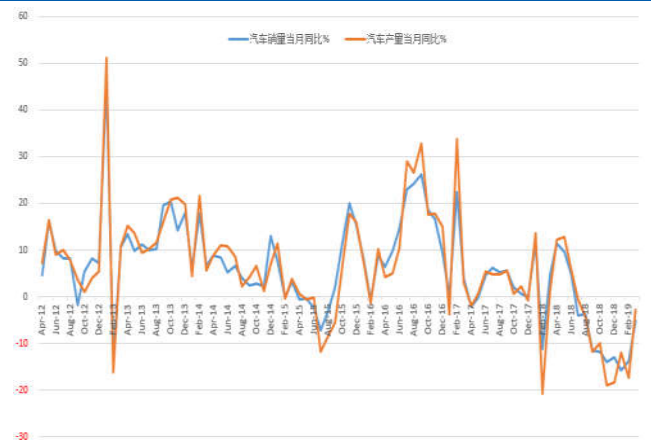
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 7、今年房地产相对乐观



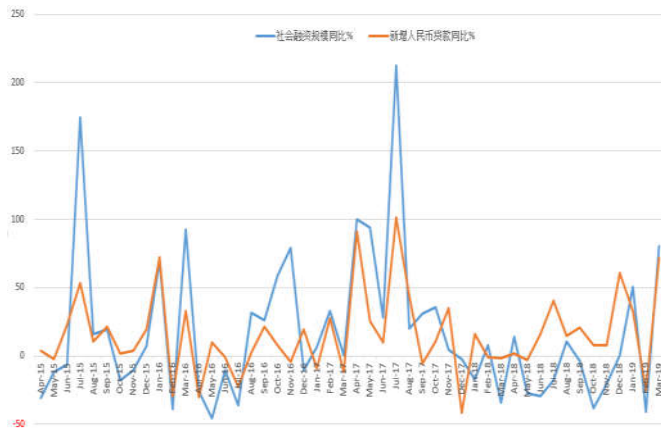
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 8、汽车销售有待观察



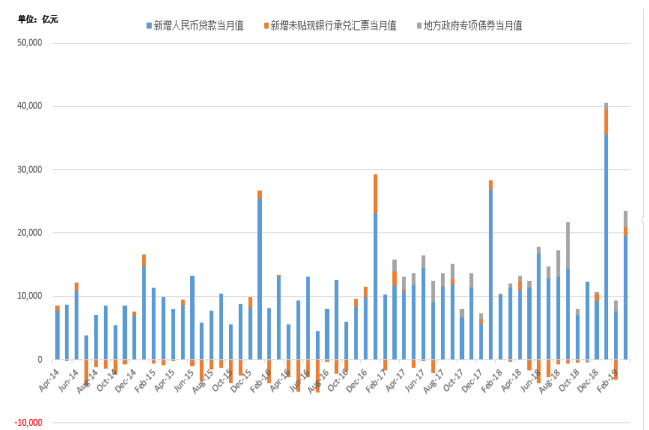
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 9、货币环境有所宽松



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 10、信贷投放较快



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 11、主要商品产量及进口增速

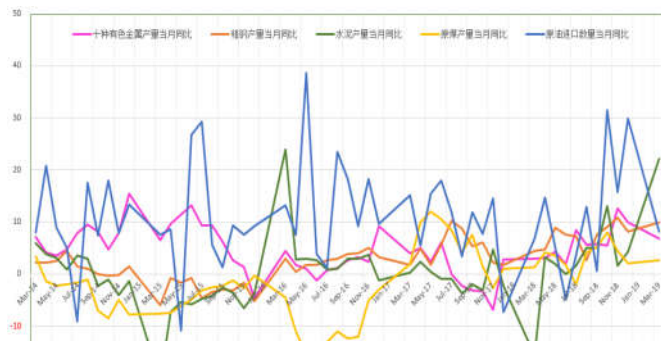
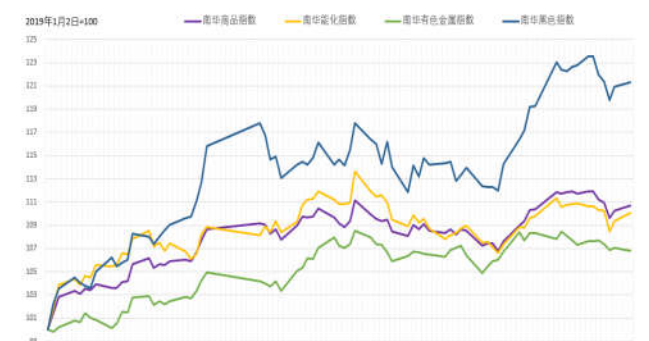


图 12、商品价格已基本反映供需矛盾



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_12866

