

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

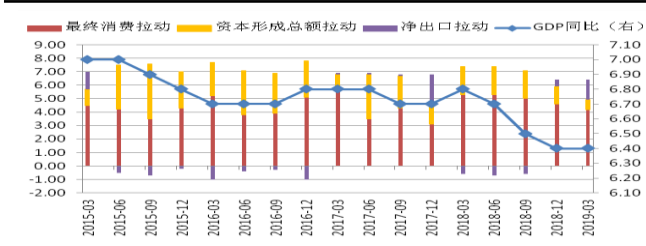
1. 经济增长压力犹存 逆周期调节可期	1
1.1 外部风险加大 二季度经济承压	1
1.2 外需扰动供给 内需托底经济	2
2. 稳投资仍需基建托底 房地产投资拐点或现	2
2.1 稳投资仍需基建托底 专项债和“旧改”拉动有限	3
2.2 制造业投资边际回落 利润及出口抑制仍在	4
2.3 建安放缓棚改冲击 房地产投资拐点可寻	6
3. 猪肉、鲜果推升通胀 反弹仍存高度可控	7
4. 股债先降后稳 商品价格承压	8
4.1 资金约束犹存 金融资产先降后稳	8
4.2 股市板块分化 债市弱势震荡	10
4.3 工业品价格压力显现 产业分化仍将延续	12
免责声明	14

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

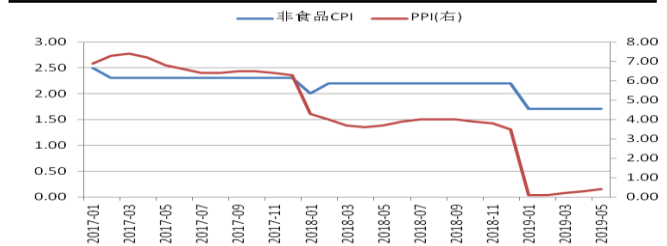
2019 年一季度，国内经济增长企稳，经济增速持平于 2018 年四季度的 6.4%，但在中美贸易摩擦加剧、国内逆周期调节政策频出背景下，三大需求中货物和服务净出口对 GDP 拉动增长 1.46%，而消费、投资对 GDP 的拉动减弱（见图 1），经济增长缺乏内生动力支撑。进入二季度，工业生产总体下滑，经济主要支撑基建和房地产投资增速减缓，经济下行压力凸显。与此同时，上半年国内价格水平总体下降。2019 年 1-5 月，国内 PPI 累计同比增长 0.4%，较 2018 年的 3.5% 下滑 3.1%，CPI 非食品价格累计同比增长 1.7%，较 2018 年的 2.2% 下降 0.5%（见图 2）。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

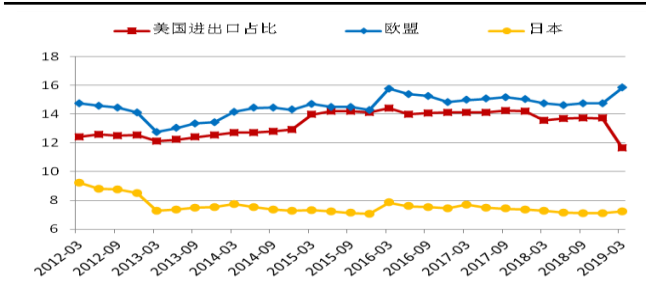
图 2：国内 PPI 与 CPI 非食品当月同比增长率（%）



资料来源：wind

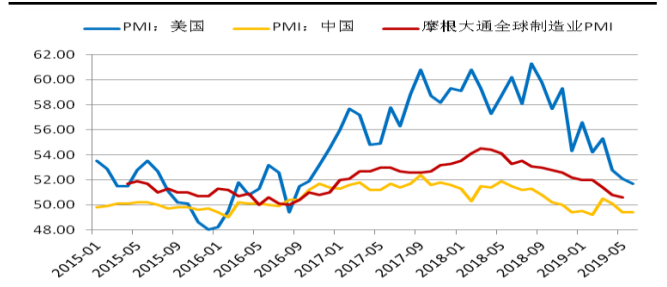
5 月以来，中美贸易谈判进度一度搁置及美对多国贸易政策收紧，使得全球贸易风险加大。但 2019 年一季度，我国进出口额中，美国占比由 2018 年的 13.65% 一跃降至 11.64%，同期欧、日占我国贸易比重加大（见图 3），显示在中美贸易摩擦下，由于我国贸易结构调整，使得净出口对我国经济拉动作用不降反升，对经济冲击有限。而 2019 年以来全球经济景气延续放缓，2019 年 5 月摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯分界线至 49.8%，为 2013 年以来首次；主要经济体中，欧元区、日本和中国制造业 PMI 均低于全球制造业 PMI，而美国制造业景气也明显下滑，5 月降至 52.1%，6 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（%）

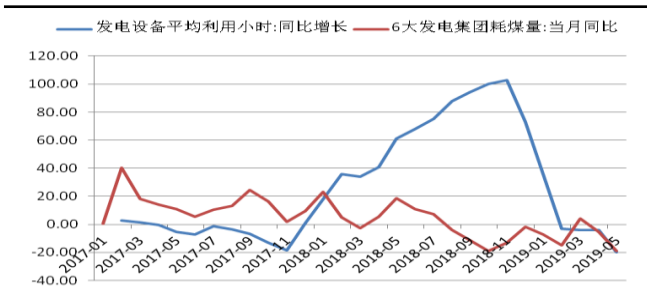


资料来源：wind，一德研究院

1.2 外需扰动供给 内需托底经济

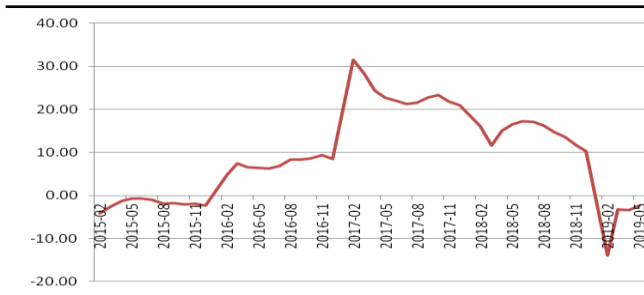
2019年上半年，受外围经济体景气下滑影响国内供给持续收缩。2019年5月，6大发电集团日均耗煤量当月同比增长-18.9%，发电设备平均利用小时同比增长-20%，均处于低位，工业生产用电总体走弱（见图5）。同时，2019年以来，工业企业利润总额持续负增长（见图6），也抑制了企业生产意愿。在外部环境总体疲弱影响下，加大内生增长是主要着力点，国内需求仍将是下半年托底经济增长的主要支撑，逆周期调节政策仍需发力。

图5：发电集团耗煤量当月同比及高炉开工率（%）



资料来源: wind

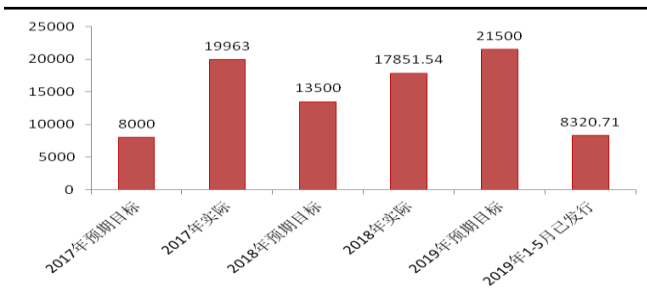
图6：工业企业利润总额累计同比（%）



资料来源: wind

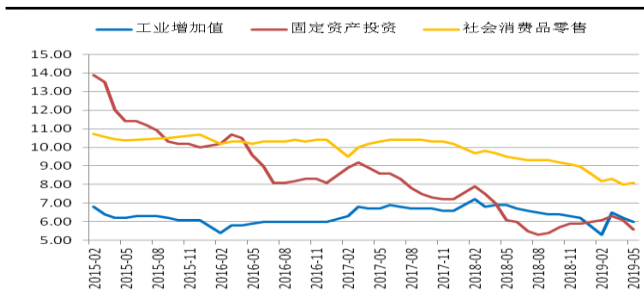
截至2019年5月，地方专项债已发放8320.71亿元，按全年预期目标2.15万亿元，争取9月底之前完成来算，6-9月，地方政府专项债会集中发放1.31万亿元（见图7），同时在财政支出和城投债端压力下，专项债补充资本金转变基建融资方式，增加基建投资逆周期调控的空间。6月19日，国务院常务会中提到要部署推进城镇老旧小区改造，由于其投资周期短、边际效益明显，有利于稳投资促消费。进入二季度以来，工业产出、固定资产投资和消费均出现调整，一季度供求企稳反弹态势消失（见图8），预计下半年经济增长总体依然承压，而三季度在稳投资、促消费政策下，经济增长或获支撑维稳在6.3%，四季度在稳投资支撑放缓下或将小幅调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

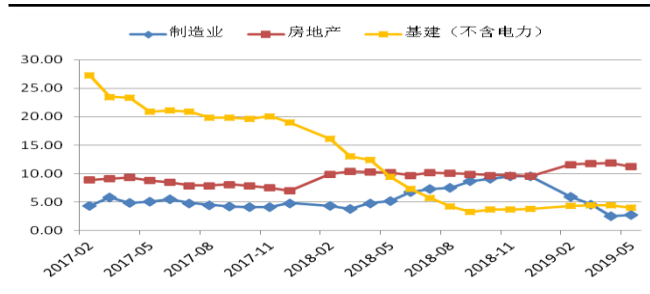
国内投资方面，2019年5月，固定资产投资累计同比5.6%，较一季度总体回落0.7个百分点。三大投资中，基建投资回落0.4个百分点至4.0%，房地产投资回落0.6个百分点至11.2%，制造业投资回落1.9%至2.7%（见图

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

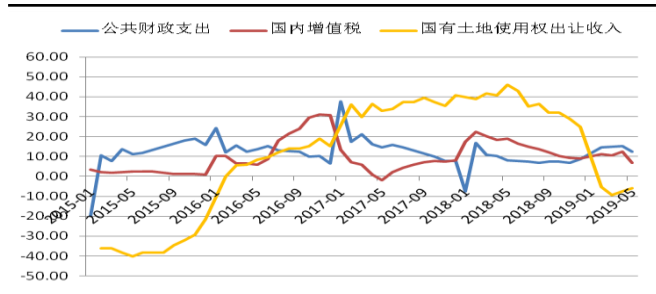
2019 年二季度新增值税正式实施，同时年初各地方政府纷纷下调土地出让金的收入预期，财政收入及政府性基金收入面临压力，财政收入压力制约财政支出同比增速三季度或仍下行。5 月，国内增速税收入累计同比 6.8%，二季度以来下滑 3.9%；制约公共财政支出累计同比增长较一季度回落 2.5 个百分点至 12.5%；另外，国有土地使用权出让收入累计同比-6%，年内连续负增长（见图 10），年内财政支出及政府性基金收入端的压力，从根本上限制了基建投资增速难以恢复大幅上涨。

图 9：固定资产投资三大分项累计同比（%）



资料来源：wind

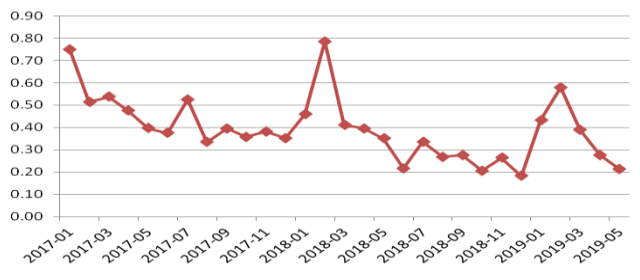
图 10：公共财政支出、增值税及土地出让累计同比（%）



资料来源：wind

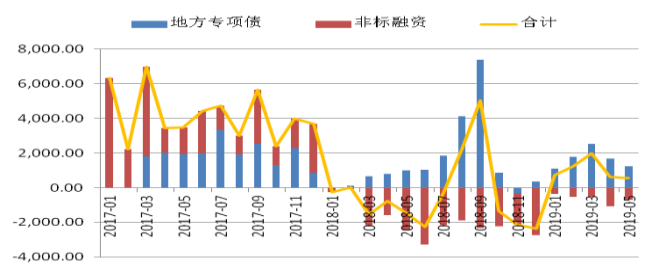
2019 年以来，基建投资占新增信贷的比重呈下降趋势（见图 11），国内贷款对基建资金的重要性有所下降，同时由于在基建项目融资过程中，银行贷款的成本较高，一般不是基建项目融资的首选，而选择成本较低的专项债。在 2018 年金融去杠杆的背景下，信托、委托贷款等非标融资金额明显受限，2019 年非标融资累计新增-3192.5 亿元，虽较 2018 年的少增幅度有缩减，但仍对基建投资增长有一定拖累，地方专项债作为基建融资方式的补充，两者新增当月值合计二季度也有所减少（见图 12），三季度地方专项债的集中投放成主要关注增量点。同时要注意到，地方专项债全年额度政策指导在 9 月发放完成，四季度或将面临稳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

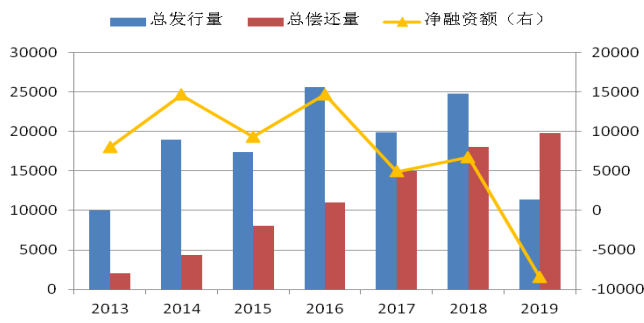
图 12: 非标融资、地方政府专项债及合计新增当月值 (亿元)



资料来源: wind

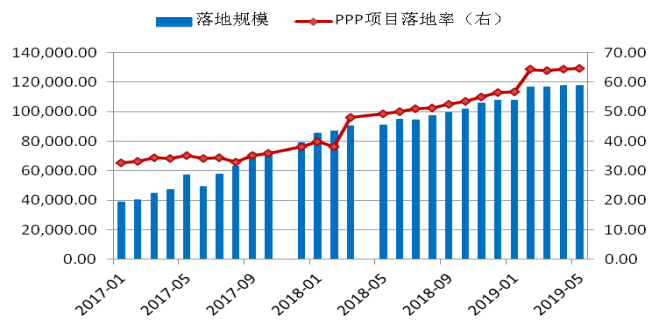
加上 2019 年城投债到期偿还量增加, 置换债净融资额也将明显萎缩 (见图 13), 对基建投资增速的拉动作用减小。2018 年以来, 地方专项债成基建投资资金来源的主要支撑, 并在 2019 年财政支出、政府性资金收入、非标和城投债等多重融资压力下, 政策推动专项债将持续发力托底基建投资。我们估算专项债可作资本金对基建投资的提振空间, 按专项债在 9 月前将全年的新增额度发放完计算, 6-9 月, 新增专项债还有 1.3 万亿的额度, 而指定可用作资本金的收费公路和轨道交通项目专项债占比约为 10%, 也就是专项债中可用于基建部分资金约 1300 亿元左右。再考虑实际抵充资本金需求项目并不多, 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

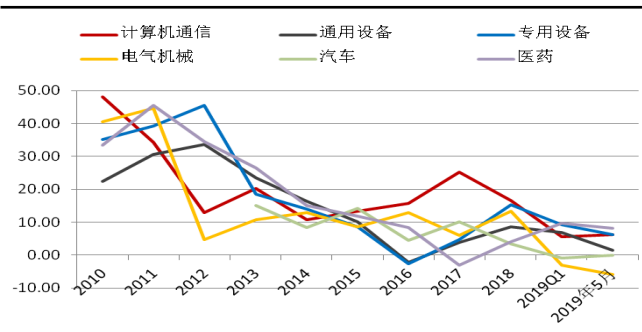
另外, 旧城改造虽然侧重基建投资, 但由于老旧小区改造公益性较强, 经营性收入性弱, 会使资金来源渠道受限, 财政资金或是其主要来源, 但财政压力下“旧改”对稳投资的拉动空间预计单季度不会超过 1500 亿元, 即拉动基建增速低于 1.0 个百分点。在财政支出压力、城投债到期偿还量增加及 PPP 项目落地率增长放缓 (见图 14) 等多重因素影响下, 基建投资维持低速增长, 二季度逆周期调节效果不及预期, 三季度专项债和“旧改”将成主要增量支撑, 预计 7.5% 的基建投资增速目标或在三季度达到, 而四季度或支撑减弱而有小幅调整压力。

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

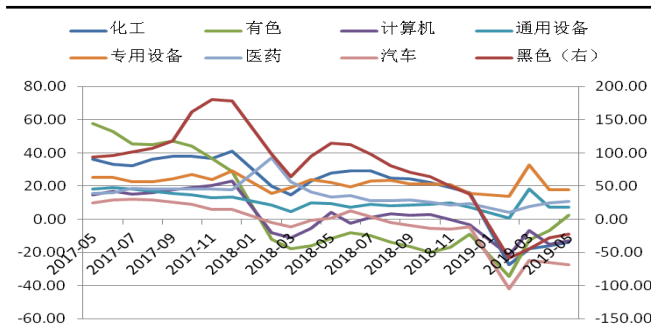
看法不变。5月，制造业投资延续一季度回落态势，较一季度回落1.9%至2.7%，其主要高新技术制造业中，除计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速在低位小幅回升外，通用设备、专用设备、电气机械及器材及医药等制造业投资同比增长分别回落5.4、3.1、2.8和1.6个百分点，对二季度的制造业投资增速造成明显拖累（见图15）。在供给侧改革去产能推动下，重化工业产能基本出清，而高技术制造业受利润回落影响产能增长也面临压力，2019年以来，传统制造业利润累计同比主要处于负增长，5月，化工、黑色和有色利润分别为-13.6%、-22.4%和2.6%，而计算机通信和汽车制造业利润增速也仅有-13.0%和-27.2%（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

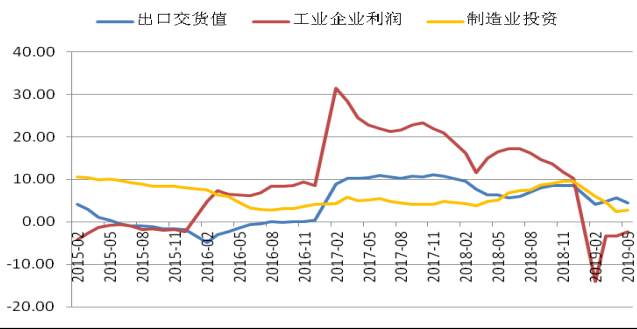
图 16: 不同制造业利润累计同比 (%)



资料来源: wind

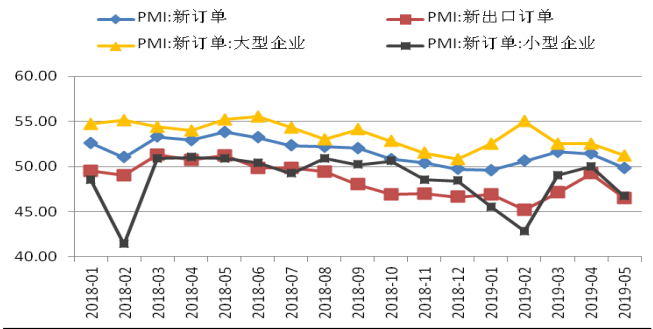
除产能周期及行业利润的限制因素外，工业企业出口交货值增速5月仅为4.4%，处于历年相对低位，加上工业企业利润总体增速2019年以来持续负增长（见图17），这对下半年制造业投资增速形成双重制约。另外，在中美贸易摩擦持续及反复变化影响下，制造业PMI新订单、新出口订单及小型企业新订单指数均降至荣枯分界线之下，5月环比分别为49.8%、46.5%和46.7%，大型企业新订单指数虽保持在51.2%，但较往年同期也明显下滑（见图18）。在G20中美双方谈话中，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，一方面对下半年出口受压制作用减弱，另一方面前期加关税及对部分高技术企业的禁令仍在。G20会晤暂不加征新的关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。

图 17: 制造业投资及工业企业利润、出口交货值累计同比 (%)



资料来源: wind

图 18: 制造业 PMI 生产、新订单及进出口指数 (%)

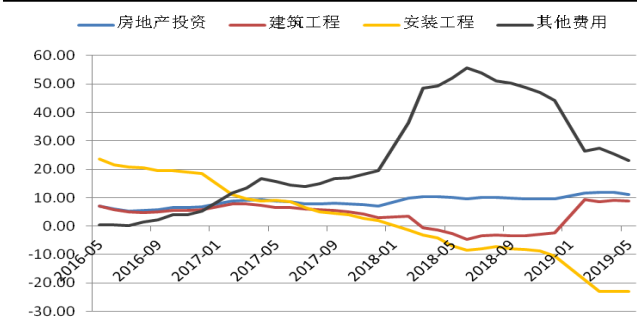


资料来源: wind

2.3 建安放缓棚改冲击 房地产投资拐点可寻

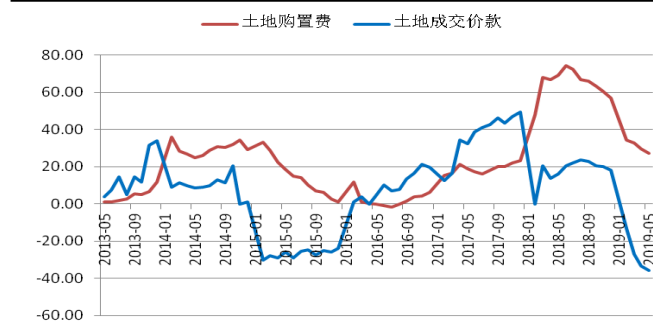
2019 年 5 月,受房地产投资中占 35%左右的其他费用增速快速下滑影响,房地产投资增速出现调整,较一季度回落 0.6 个百分点。2019 年以来,占房地产投资完成额约 60%的建筑工程投资增速由负转正,保持在 9%左右,对房地产投资的增速形成支撑(见图 19)。受调控影响,开发商拿地速度放缓,土地成交价款增速随之下滑,2019 年快速跌至负增长,且降幅持续扩大至 5 月的-35.6%,考虑土地购置费用的滞后反应期近乎一年,预计下半年土地购置费增速将会持续下滑,且大概率会降至负增(见图 20),这将对下半年房地产开发投资增速拉动作用减弱 3 个百分点。

图 19: 房地产开发投资及各组成部分累计同比 (%)



资料来源: wind, 一德研究院

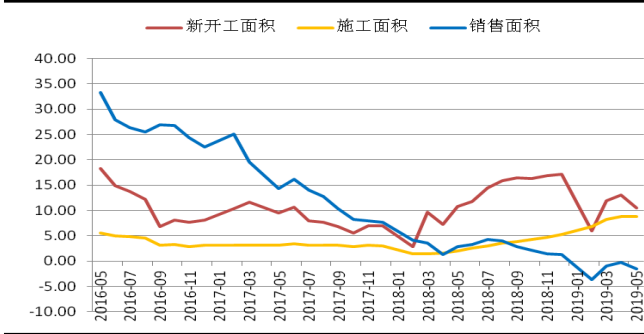
图 20: 土地成交价款及购置费累计同比 (%)



资料来源: wind, 一德研究院

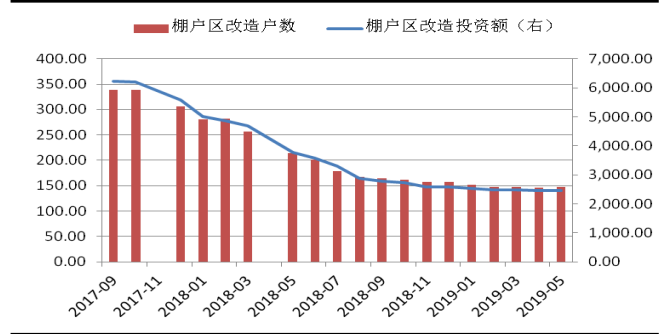
2019 年,商品房销售持续低,在前期拿地高增及终端销售不佳下,竣工面积增速也持续低迷,而在房企高周转模式下新开工增速仍有 10%以上的增速,带动了施工面积增速企稳回升至 5 月的 8.8%,进而拉动建安投资增速在一季度的回升。而在土地成交减少及商品房销售负增长持续下,新开工面积增速三季度增长或存压,5 月较前两个月已有所回落至 10.5%,施工面积增速也呈现放缓(见图 21),这将放缓对建安工程增速恢复的拉动。

图 21：房屋新开工、施工及销售面积累计同比（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 22：棚户区改造户数及投资额（个，亿元）



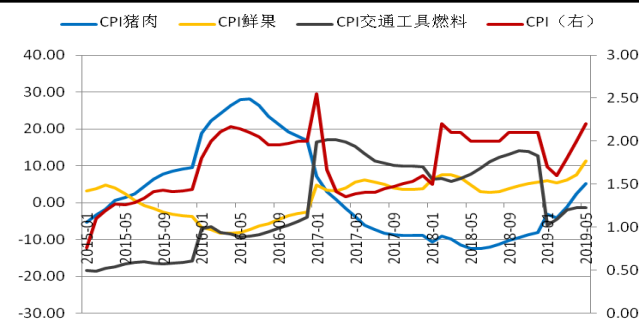
资料来源：wind，一德研究院

另外，2019 年棚户区改造套数仅 280 万套，较 2018 年实际改造套数 627 万套减少一半还多，棚改投资额大幅减少对地产投资完成额增长也会有较大的冲击。综合来看，2019 年下半年房地产开发投资增速会有明显调整，预计有 4-5 个点的下降空间。

3. 猪肉、鲜果推升通胀 反弹仍存高度可控

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。5 月，CPI 累计同比较一季度扩大 0.4 个百分点至 2.2%。其中，猪肉价格受猪瘟影响而延续攀升，累计同比增速在 4 月结束了 24 个月的负增长回升至 2.4%，5 月增幅扩大至 5.2%；鲜果受季节性因素及去年因灾减产库存太低双重影响而回升 5.2 个百分点至 11.3%（见图 23）。此次非洲猪瘟使我国生猪去产能加快，5 月底，能繁母猪存栏同比下降至历史低位-23.9%，6 月 22 省市猪肉均价在 24 元/公斤，涨势有所放缓但仍是两年内高位（见图 24）。由于疫情的影响，加上控制手段受限，猪场复产难度大，从而拉长了猪价周期高位时间，预计猪肉价格依然会震荡走高，或仍有两年的上涨周期，高点有望达到 2016 年高点 30 元/公斤（见图 24），就 2019 年下半年来看，猪价对 CPI 的拉动效用在 0.3 个百分点。7 种重点监测水果二季度平均批发价在 7.34 元/公斤，较一季度的 5.98 元/公斤环比上涨 22.74%，6 月 19 日，7 种重点监测水果平均批发价创新高 8.73 元/公斤，近期小幅回落至 8.40 元/公斤（见图 25），随三季度新果大批入市及不同品种之间的选择形成替代下，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。

图 23: CPI、猪肉、鲜果及交通工具燃料累计同比 (%)



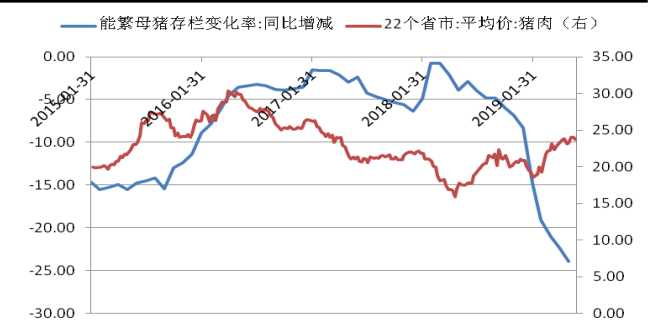
资料来源: wind, 一德研究院

图 25: 7 种重点监测水果平均批发价 (元/公斤)



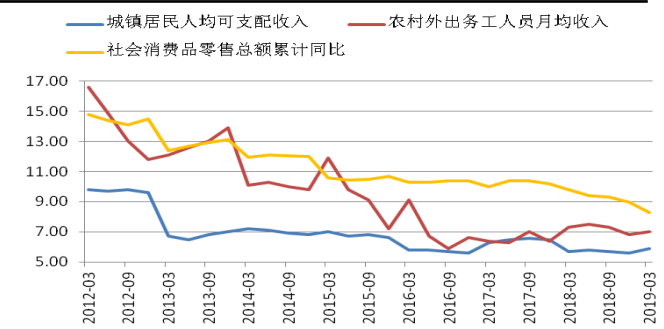
资料来源: wind

图 24: 能繁母猪存栏同比与猪肉平均价 (%、元/公斤)



资料来源: wind, 一德研究院

图 26: CPI 分项当月同比增长率 (%)



资料来源: wind

另外, 决定我国通胀波动中枢的工资收入处于历年低位, 也会抑制通胀走高的持续性。一季度, 城镇居民人均可支配收入实际累计同比 5.9%, 农村外出务农人员月均收入同比 7.0%, 虽较去年四季度有小幅回升, 但较 2018 年总体是走低的, 其受一季度经济景气反弹推动, 而二季度经济增长压力凸显, 对工资收入增长构成压制, 同时拖累社会消费品零售增速持续下滑, 2018—2019 年增长中枢较 2015—2017 年下降 1.2 个百分点 (见图 26)。在经济增长承压, 多部门发布稳投资、促消费政策来改善经济内生增长动力, 在实际购买力下降背景下, 叠加外部贸易摩擦的不确定性并未消除, 通胀的持续走高也不利于国内消费需求增长。

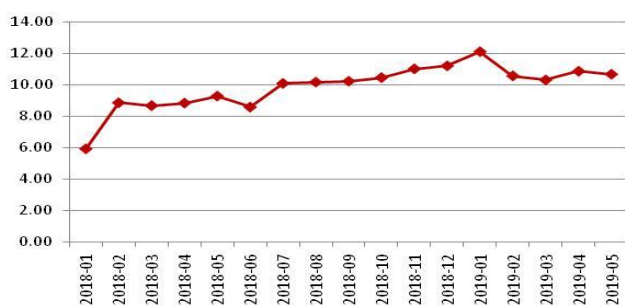
4. 股债先降后稳 商品价格承压

4.1 资金约束犹存 金融资产先降后稳

2019 年二季度, 受到国内需求恢复不及预期的影响, 实体部门资金来源增长回落, 资金约束收紧。二季度以来, 国内经济供求增长双双回落, 其中, 固定资产投资累计同比增长由 3 月的 6.3% 降至 5 月的 5.6%, 规模以上工业增加值累计同比增长由 3 月的 6.5% 降至 5 月的 6%, 实体经济增长放缓对国民收入的增长构成压力。与此同时, 受到实体融资需求疲弱的影响, 国内融资增长乏力, 截至 2019 年 5 月, 国内社会融资规模存量与金融机构各项贷款余额同比增长分别为 10.59%、13.4%, 双双低于 3 月 10.69%、13.7% 的增长。在此背景下, 由于国内价格水平二季度总体上行, 导致经济主体现金需求增加, 截至 2019 年 5 月, 包括个人存

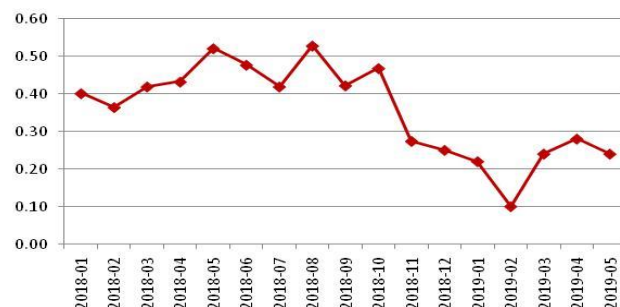
款及企业定期存款的准货币同比增长由3月的10.32%上涨至10.68%（见图27）。此外，在年初以来信贷宽松，房贷利率处于低位的情况下，房地产销售二季度进一步回暖，2019年1-5月商品房销售额同比增长6.1%，较1-3月加快0.5%，伴随销售回暖，国内资金流入房地产市场，1-5月，金融机构新增居民中长期贷款同比增长11%，较1-3月7%的增速大幅回升，与二季度金融机构各项贷款余额增长下滑形成对比。伴随资金流入，二季度以来，国内住宅价格环比持续增长，百城住宅价格指数4月、5月环比分别上涨0.28%、0.24%（见图28）。在实体部门资金约束总体收紧的情况下，经济主体现金需求增长及住宅价格的上涨，对金融资产资金形成挤压，二季度，国内股市、债市双双回落，上证综合指数下跌5.1%，10年期国债收益率由3月的3.13%上涨至3.31%。同时，二季度国内资本流出压力平稳，4-5月，国内资本流入月均373亿美元，基本持平于一季度月均370亿美元，二季度在人民币对美元总体贬值的背景下，国内资本流入压力平稳进一步表明国内经济流动性趋紧。

图 27：准货币同比增长率（%）



资料来源：wind

图 28：百城住宅价格指数环比增长率（%）



资料来源：wind

导致二季度国内资金趋紧的主要原因，一方面来自实体投融资需求增长大幅下滑，一方面与基建投资增长相对乏力有关。2019年一季度，伴随信贷的放松及地方债发行加速，国内基建投资逐步恢复，拉动总体固定资产投资增长一季度显著改善。但在基建启动增长的同时，制造业投资受到周期性的压力增长持续回落，实体融资需求疲弱，导致信贷投放乏力，尽管当局加大公开市场投放，但资金仍滞留于银行体系，银行资金供求宽松，资金价格下滑。二季度，银行市场7天回购利率由3月的2.79%下降至2.5%。而在制造业投资增长下滑的同时，基建投资增速二季度以来未能延续回升的势头对冲制造业投资的下降，总体导致了国内投资需求进而国民收入增长的下降，因此对实体经济资金来源造成增长压力。

在此背景下，2019年5月财政部发布做好地方政府债券发行工作的意见，要求2019年6月底前完成提前下达新增地方债券额度的发行，争取9月底前完成全年新增地方债券发行。6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，体现出政府下半年加基建投资力度，对冲经济压力的政策导向。2019年1-5月，我国累计发行地方债14596亿元，其中一般债券5998亿元、专项债8598亿元，分别完成全年进度64.5%、40%。同时，2018年12月，全国人大决定授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债务限额5800亿

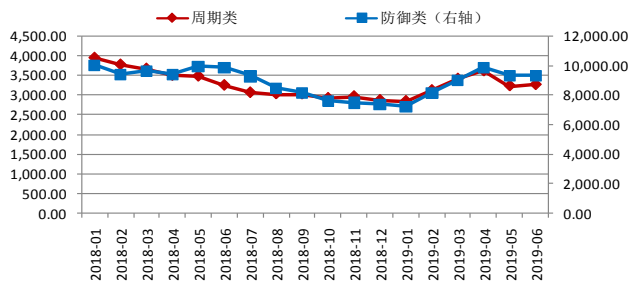
元、新增专项债务限额 8100 亿元，这意味着，按照财政部要求，6 月起至三季度，新增专项债月均发行量将达 3200 亿元，地方债发行将在三季度显著加快，在专项债允许有条件作为重大项目资本金的政策支持下，专项债发行加速将对基建投资产生显著的拉动和撬动作用。

随着地方债发行加速及以基建为主导的投资需求的恢复，经济主体实物资本资金需求上涨，短期内，金融市场将承受资金流出的压力，在当局坚持“不搞大水漫灌”的政策预期下，股市、债市三季度预计将面临较大的下行压力。但伴随基建稳增长政策在年底起效，投资回稳带来经济增长进而国民收入的回升，实体经济资金供应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，而资产价格的上涨幅度将取决于未来信贷恢复的程度。

4.2 股市板块分化 债市弱势震荡

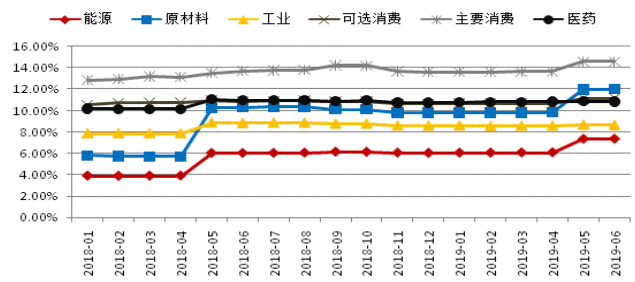
二季度，受 5 月特朗普意外宣布对价值 2000 亿美元中国商品加征关税的影响，市场风险偏好遭受重创，国内股票市场跳空下行，市场估值大幅下降。但同时，国内股票市场板块走势出现分化，防御板块表现好于周期板块，2019 年二季度，主要消费、可选消费、医药卫生等防御板块平均下跌 1.46%，能源、原材料、工业、金融地产等周期板块平均跌幅为 6.66%（见图 29）。受板块分化的影响，三大股指中，消费及可选消费等防御板块占比较高的上证 50 指数、沪深 300 指数表现较强，涨幅超过上证指数，而信息技术占比较高的中证 500 指数跌幅较大。二季度，上证综合指数下跌 3.62%，同时，中证 500 指数下降 10.76%，沪深 300 指数下跌 1.21%，上证 50 指数逆势上涨 3.24%。但同时，考察二季度板块盈利发现，周期板块与防御板块盈利变动没有明显的差异，二季度，防御板块 ROE 由 11.72%提高至 12.19%，周期板块 ROE 由 8.16%提高至 9.35%，具体行业中，相比于主要消费，能源、原材料等周期行业盈利上涨更为强劲（见图 30）。由此可知二季度周期行业估值的相对较大幅度的下滑主要受到市场风险偏好下滑的影响。6 月 29 日 G20 峰会上，中美领导人举行会晤，同意重启贸易谈判，利好市场风险偏好的修复，同时，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。

图 29：中证周期行业与防御行业指数



资料来源：wind

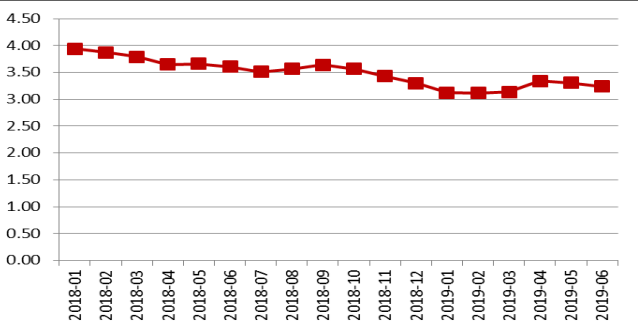
图 30：中证主要行业 ROE



资料来源：win

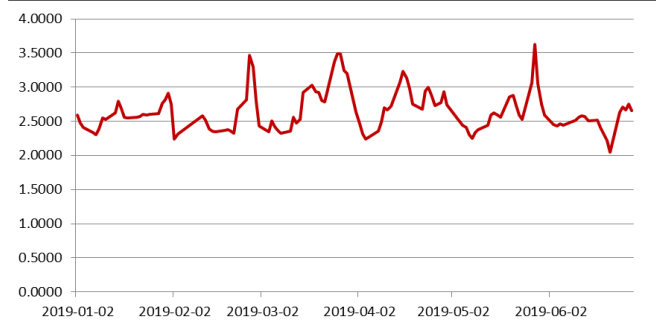
对债券市场来说，二季度，国债收益率较一季度系统性抬升，但季度内国债收益率呈现逐月回落的走势，2019 年 4-6 月，10 年期国债收益率分别为 3.34%、3.31%、3.24%（见图 31），二季度均值 3.29%，较一季度 3.12%均值上涨 0.17%。而二季度以来，央行公开市场货币投放力度加大，银行间市场流动性稳定充裕。2019 年二季度，央行公开市场货币净投放 5575 亿元，较一季度净回笼 6115 亿元显著增加，同时，2019 年 4-6 月，银行间市场 7 天质押式回购加权利率均值为 2.63%，较一季度的 2.65%小幅下降（见图 32），这表明，二季度债券市场下跌的主因并非货币政策收紧或国内流动性收紧的压制，国债价格中枢的系统性下降或主要受到国内通胀上涨及由此带来的货币政策收紧的预期的影响，而伴随着国内经济增长不及预期，货币政策转向放松，国债利率因此修正回落。而二季度以来，在货币政策放松的同时，国内信贷增速持续回落，显示货币政策的宽松并非实体经济融资需求增长的结果，5 月中美贸易摩擦的意外恶化及包商银行信用风险等事件冲击或是造成货币政策持续宽松的主因。下半年，随着 G20 峰会中美同意重启贸易磋商，中美贸易摩擦风险缓和，且在目前银行间市场流动性充裕的情况下，货币政策进一步宽松的空间边际收窄。同时，考虑到当前国内信贷增速回落与银行市场利率低位并存，这表明结构性失衡仍是当前实体经济流动性的主要问题，宽信用仍将是政策调控的核心方向。此外，包商银行被托管后，相较于大型商业银行，中小银行面临较大信用压力，央行定向加大对中小银行资金支持，以防控系统性风险的概率较大，这也将一定程度上对当局全面宽松政策构成制约。而在地方债发行加速的背景下，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。但同时，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。

图 31：10 年期国债收益率 (%)



资料来源：wind

图 32：银行间市场 7 天质押式回购加权利率 (%)

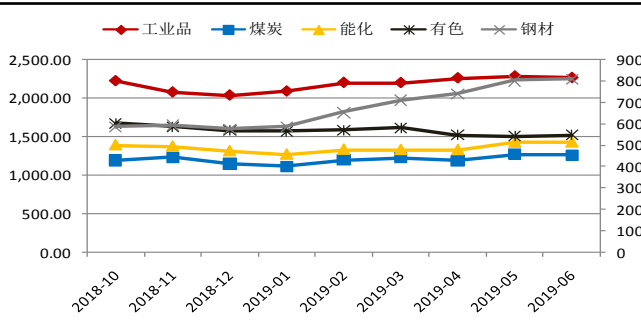


资料来源：wind

4.3 工业品价格压力显现 产业分化仍将延续

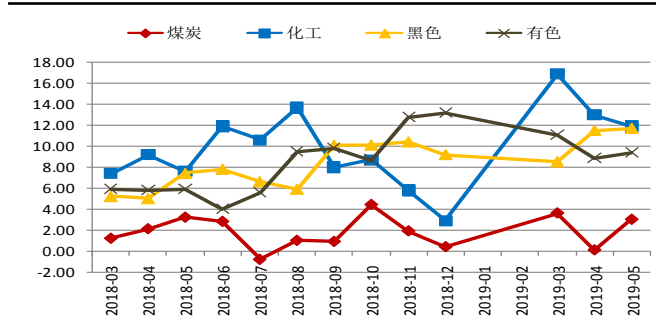
二季度，国内工业品价格持续上涨，1-5 月国内 PPI 同比增长 0.4%，较 1-3 月 0.2% 的增长有所加快。而同时，二季度，国际大宗商品宏观环境走弱，一方面，二季度以来，国际经济景气下滑，国际商品价格走势低迷，CRB 指数二季度下跌 1.48%，全球制造业 PMI 二季度环比持续回落，5 月，摩根大通全球制造业 PMI 自 2012 年 12 月以来首先跌破 50% 枯荣分界线，至 2019 年 6 月摩根大通全球制造业 PMI 进一步跌至 49.4% 的 2012 年 11 月以来的低点。另一方面，在全球工业品需求疲软的同时，广义名义美元指数由一季度的 114.53 上涨至 115.44，美元走强进一步加重了国际大宗商品价格的下行压力。因此，在工业品外部环境走弱的背景下，国内工业品价格的上涨主要受到国内因素的影响，而在二季度国内供求增长双双回落的背景下，工业品价格的上涨主要受到供给收缩的影响。但 5 月以来，伴随国内需求增长同步回落，PPI 环比涨势有所放缓，6 月中采制造业 PMI 两大价格指数加速下行，制造业 PMI 原材料购进价格、出厂价格指数环比分别下降 2.8%、3.6% 至 49%、45.4%，显示 6 月 PPI 环比下降压力进一步加大，这表明随着需求的下降，供给收缩对工业品价格的支撑作用出现减弱，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。

图 33：南华工业品价格指数



资料来源：wind

图 34：主要重化产业增加值当月同比增长率 (%)



资料来源：wind

而相对于二季度工业品总体量跌价升的走势，主要重化产业运行走势却出现了明显的分化。2019 年二季度，南华工业品价格指数总体收涨 3.01%，其中，煤炭、钢材指数分别上涨 3.88%、5.57%，而能化、有色指数分别下跌了 1.5%、4.61%（见图 33）。与产业价格走势对应，二季度黑色产业工业产出显著增长，而有色、能化产业工

业产出二季度增长显著放缓（见图 34），呈现出黑色产业量价齐升、有色、能化产业量价齐跌的走势。这表明相对于总体工业品由供给主导的逻辑，主要重化产业需求的分化是导致产业间运行差异的主因，其中，二季度黑色产业需求受地产投资支撑较强，而有色、能化产业主要受汽车、船舶及电子电器需求下滑的拖累需求较弱。下半年，在国内经济依靠基建投资托底的预期下，主要重化产业间需求结构差异仍将存在，黑色产业需求预计将继续强于有色、能化产业，黑色产业价格表现预期相对较强。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678