

经济需求预期改善 工业品向好金融资产承压

寇宁/肖利娜

一德研究院

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

一德研究院宏观策略研究中心

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

- 在经济产出扩张放缓、外需施压的背景下，预计三季度经济增长较二季度会有小幅回落至6.6%。随着国内政策放松，四季度经济增长大概率会与三季度持平。
- 下半年国内需求在政策推动下的增长改善程度将成为决定经济总体走势的主要因素，基建及地产投资的波动，仍是决定四季度经济走向的主要因素。
- 下半年公共财政支出对基建投资增速形成4.05%的托底，PPP项目及非标等渠道最终对基建投资增长拉动1.2%，下半年专项债将成为基建重要的资金来源，三季度基建投资增速将见底回升，全年增长9.11%。
- ，四季度预计土地购置费用将抑制房地产开发投资增速下降3.5%左右。销售回款融资对房地产开发资金来源增速的支撑将减弱。考虑到建安工程增速有底部企稳迹象，房地产开发投资全年将有7.43%的增速。
- 三季度猪肉价格的回升并非通胀预期回升的表现。三季度原油价格增速回调，将缓解通胀回升压力。工资收入增速低位抑制CPI反弹高度，预计此轮CPI反弹的高点为2.5%。
- 8月中旬以来，日内股指与人民币汇率的联动性明显加大，表明目前人民币贬值导致国内利率上涨压力对资产价格的影响更为主导。
- 四季度供给下降对工业品价格的支撑仍将存在，同时，在四季度经济需求预期改善的条件下，预计四季度PPI环比仍将延续上涨。
- 三季度，仅煤炭行业呈现供给增长下降同时价格上涨，预计四季度煤炭价格受供给影响延续上涨，黑色产业价格继续上涨的概率较大，但受限产的影响，煤炭行业对于的下游需求增长或将不及黑色产业，预计煤炭价格四季度表现或弱势黑色。
- 伴随化工行业利润回升刺激了集中生产，部分计划三季度检修的装置延后至四季度进行，并将因此带来四季度产业供给下降。但价格的大幅上涨对下游行业利润形成打压，抑制下游需求，由此预计四季度化工产业价格仍有望走高，但涨幅或有所回落。
- 四季度，随着基建投资的预期恢复，有色行业总体需求将出现改善，美元涨势放缓将缓解有色总体价格压力。但有色产业供给过剩的基本面没有改变，价格上涨空间有限。

■ 核心观点

预计三季度经济增长小幅回落至6.6%，四季度经济增长大概率与三季度持平。预计年内CPI反弹的高点为2.5%。

美联储渐进加息对国内利率的压力将持续存在，金融期货年内将持续承压。预计期债走势总体强于股指，IC表现将好于IH与IF。

预计煤炭价格四季度表现或弱势黑色，化工产业价格涨幅或有所回落，不及黑色，有色产业价格上涨空间有限，供给过剩压力较大的沪锌价格预计表现较弱，供给偏紧的沪铜价格表现预计相对较强。

目录

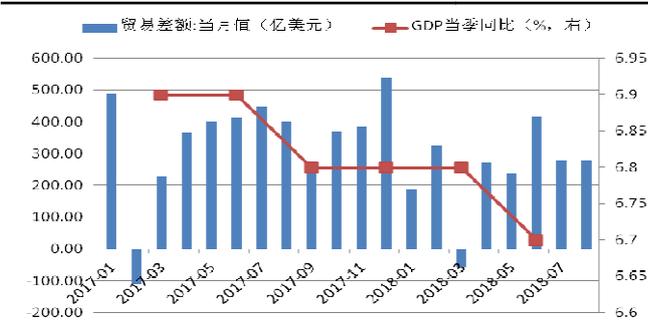
1. 国内供给扩张持续放缓 叠加外贸压力施压经济	1
1.1 供求均弱施压三季度经济增长	1
1.2 供给收缩、外贸影响仍是四季度经济的关键因素	2
2. 投资对冲外贸压力 通胀反弹高度有限	3
2.1 专项债加快推动 基建投资见底回升	3
2.2 土地购置回落建安企稳 地产投资增速略高于 2017	5
2.3 猪价上涨通胀阶段反弹 工资收入抑制反弹高度	6
3. 金融资产承压工业品价格向好	7
3.1 利率上涨压力难消 金融资产承压	8
3.2 供给收缩延续 工业品价格向好	9
免责声明	12

1. 国内供给扩张持续放缓 叠加外贸压力施压经济

1.1 供求均弱施压三季度经济增长

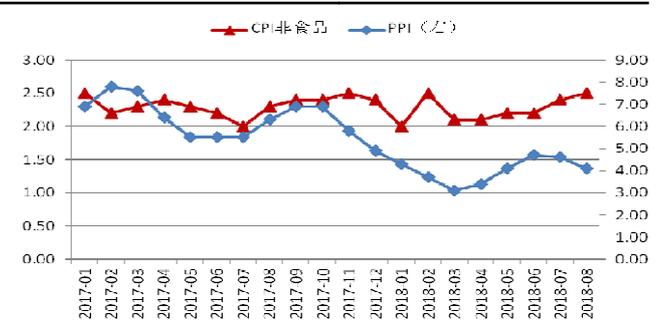
2018 年以来，国内经济运行稳中略有调整。上半年，国内 GDP 累计同比增长 6.8%，较去年同期小幅下滑 0.1%，其中二季度 GDP 当季同比增长 6.7%，较一季度下滑 0.1%，较去年同期下滑 0.2%。同期，国内贸易顺差今年以来显著回落，2018 年 1-6 月，国内累计实现贸易顺差 1377.83 亿美元，环比 2017 年下半年的 2414.57 亿美元大幅下滑，不及 2017 年同期的 1780.99 亿美元（见图 1），在顺差总体回落的背景下，经济增长也出现调整，显示在外围环境不佳的背景下，国内经济增长压力加大。

图 1：我国贸易差额当月值及 GDP 当季同比（亿美元，%）



资料来源：wind，一德研究院

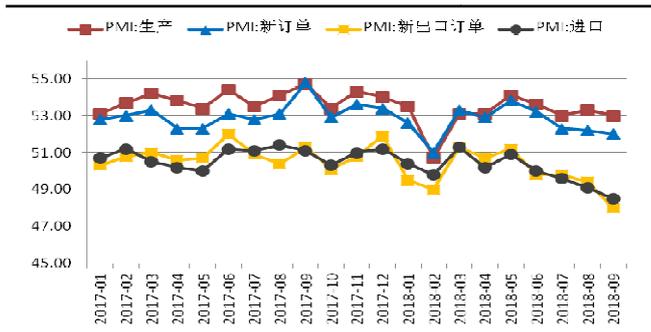
图 2：PPI 与 CPI 非食品当月同比增长（%）



资料来源：wind，一德研究院

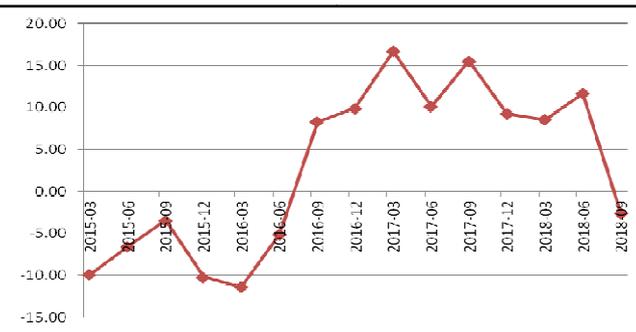
与此同时，2018 年以来，国内 PPI 环比先降后升，同时，下半年以来，PPI 与 CPI 非食品同比增长较 2018 年上半年略有回升，三季度国内价格水平增长呈现稳中有升的走势。2018 年 7-8 月，国内 PPI 当月同比平均增长 4.35%，高于 2018 年上半年 3.88% 的增速，但远不及去年同期的 5.90%；而受国内因素影响的 CPI 非食品 2018 年下半年以来平均增速 2.45%，较上半年 2.18% 和去年同期 2.15% 的平均增长小幅回升（见图 2）。在经济总体承压下，三季度国内总体价格水平的回升，表明下半年以来，相对需求的疲弱，供给收缩对商品价格的影响更加显著。三季度，国内生产及需求增长均出现明显下滑，其中，9 月，中采制造业 PMI 生产指数环比下降 0.3% 至 53%，为仅高于去年春节期间的年内次低点，显示制造业生产扩张显著放缓；9 月，PMI 新订单指数环比下降 0.2% 至 52%，其中新出口订单指数下降至近 3 年来最低点 48%（见图 3），显示贸易摩擦背景下，外需回落对国内经济增长影响增大。同时，6 大发电集团耗煤量三季度同比增长 -2.63%，远低于今年二季度 11.69% 及去年同期 15.54% 的增长（见图 4），由此预计在经济产出扩张放缓、外需施压的背景下，三季度经济增长承压较大，预计三季度经济增长较二季度会有小幅回落至 6.6%。

图 3：中采 PMI 生产及新订单指数（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 4：6 大发电集团日均耗煤量当季同比增长（%）

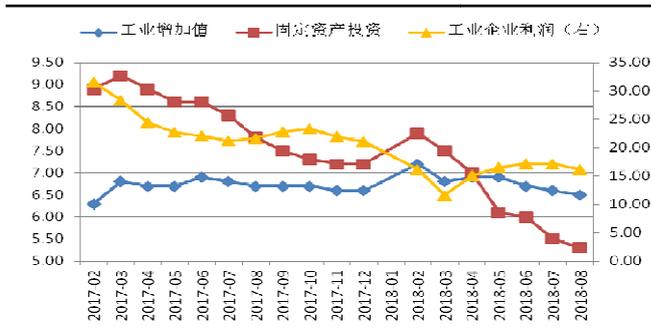


资料来源：wind，一德研究院

1.2 供给收缩、外贸影响仍是四季度经济的关键因素

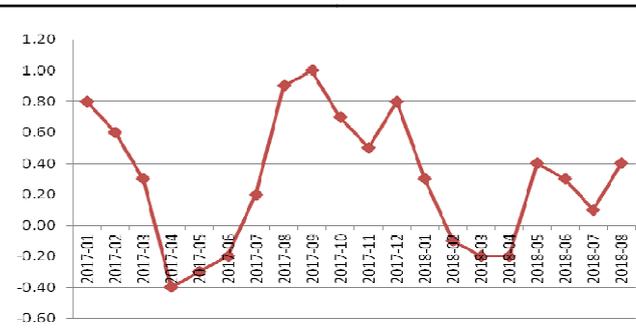
2018 年三季度以来，在需求持续疲弱及环保督查影响下，企业开工未能延续第二季度的扩张态势呈现放缓，规模以上企业工业增加值累计同比增长由 6 月的 6.7% 回落至 8 月的 6.5%（见图 5）。在产出放缓供给收缩的同时，国内价格水平呈现小幅回升，PPI 环比增长 8 月回升至 0.4% 的年内高点（见图 6），而同期，国内需求增长持续下滑，1-8 月，国内固定资产投资增长 5.3%，较 1-6 月的 6.0% 下滑 0.7 个百分点（见图 5）。在需求增长较弱、产出放缓收缩的情况下，工业品价格的回升表明三季度供给收缩对商品价格起主要拉动作用，且四季度在采暖季限产政策下仍会延续。

图 5：工业增加值、固定资产投资及工业企业利润累计同比（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 6：PPI 环比增长（%）



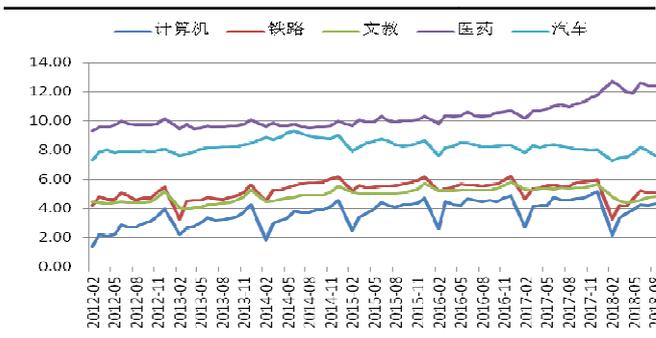
资料来源：wind，一德研究院

同时，三季度生产放缓、需求持续疲弱与 PPI 同比增速下降拖累工业企业利润增速，1-8 月工业企业利润总额同比增长 16.2%，较上半年增速下降 1%，较去年同期的 21.6% 大幅回落（见图 5）。此外，至 8 月，文教、铁路、计算机通信、汽车等主要下游工业部门销售利润率水平分别降至 4.81%、5.07%、4.29%、7.62% 的 2014 年以来的相对低位（见图 7），企业利润空间的收缩将对未来企业的生产形成抑制，同时，考虑到四季度采暖季限产政策持续且范围扩大、要求更严，加上企业逐渐进入冬季开工淡季，预计四季度国内供给的收缩仍是经济增长的主要压力。

另外，三季度以来中美贸易摩擦逐步升级恶化，在外需对国内需求影响加大的同时，随着出口增长的显著下

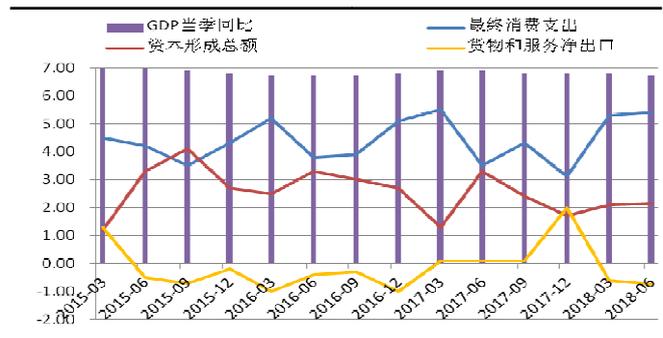
降及国内生产放缓供给收缩，PMI 进口指数 9 月也跌至 48.5%的 2016 年 2 月以来低点（见图 3），显示贸易摩擦对我国下半年经济增长的负面影响加大，四季度货物和服务净出口对 GDP 增长拉动率或将降至-1.0%左右（见图 8）。但随着国内政策放松，减税降费、基建回暖、促消费等一系列政策措施也会对最终消费支出和资本形成总额的拉动作用形成一定支撑，四季度经济增长大概率会与三季度持平。

图 7：主要下游部门销售利润同比（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 8：对 GDP 当季同比的拉动（%）



资料来源：wind，一德研究院

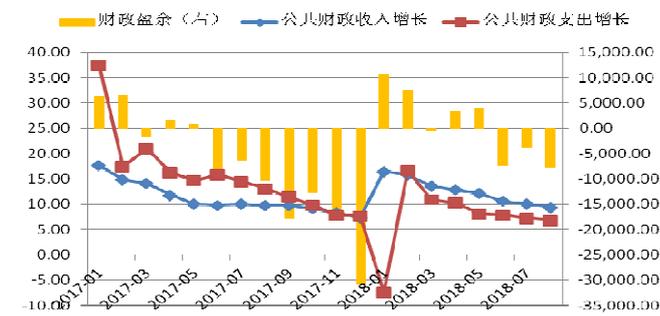
2. 投资对冲外贸压力 通胀反弹高度有限

在供给扩张放缓、外贸压力加大的背景下，下半年国内需求在政策推动下的增长改善程度将成为决定经济总体走势的主要因素。2018 年以来，国内固定资产投资增长持续回落，其中，制造业投资底部企稳回升，投资增长总体好于 2017 年，而基建投资增长较 2017 年大幅回落，是拖累固定资产投资增长的主要因素，房地产投资今年以来超预期上涨，成为国内投资增长的主要支撑。可见，伴随我国经济进入底部调整，制造业投资底部已定，但扩张空间受利润制约波动趋稳，政策引导下，楼市降温及加快地方政府专项债发行进度，短期内，基建及地产投资的波动，仍是决定四季度经济走向的主要因素。

2.1 专项债加快推动 基建投资见底回升

2018 年以来，基建投资增速持续下滑，至 8 月，基建投资(不含电力)累计同比增长快速降至 4.2%，远不及去年同期 19.8%的增速，受基建投资主要的资金来源财政支出的大幅回落影响。至 8 月，公共财政支出同比增长由上半年的 7.84 降至 6.87%，远低于去年同期的 13.08%，且二季度以来持续低于我国公共财政收入累计同比增速（见图 9），鉴于上半年公共财政存在较高的盈余，下半年公共财政支出增长有所加速，至 8 月，公共财政赤字 7805 亿元，较年内公共财政预算赤字目标 2.6%还有 15141 亿元财政赤字投入，对 2018 年基建投资增速形成 4.05%的托底增速。

图 9：公共财政收支累计同比与财政盈余（%，亿元）



资料来源：wind，一德研究院

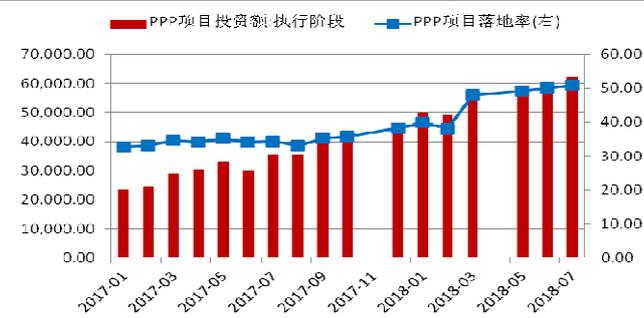
图 10：基建投资增速与非标融资规模（%，亿元）



资料来源：wind，一德研究院

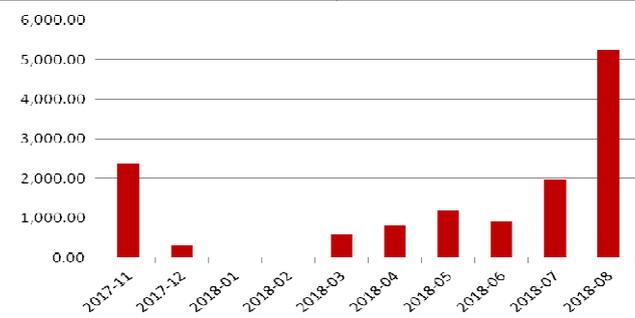
受金融去杠杆及金融严监管的影响，目前基建投资通过 PPP 项目及非标等渠道进行融资受限依然较多。2018 年以来，非标融资规模持续下降，1-8 月非标当月融资规模平均为-2518 亿元，远低于 2017 年 2974 亿元的月平均融资规模（见图 10），影响基建投资资金来源，从而制约基建投资增长。同时，虽然 7 月 PPP 项目落地率达 50.91%，但其融资受期限长、回报率低影响，实际开工率远不及落地率，年初的测算存在高估 PPP 模式对基建投资的拉动，目前仅考虑处于执行阶段的投资规模，至年底或有 7 万亿的项目投资额处于执行阶段，其中市政、交通约占 60%的投资项目可在年内完成，即约有 4200 亿元的投资额拉动（见图 11）。综合非标及 PPP 项目等渠道融资对基建投资的影响，最终对 2018 年的基建投资增长可拉动 1.2%。

图 11：PPP 项目落地率与执行阶段投资（%，亿元）



资料来源：wind，一德研究院

图 12：地方政府债券专项债券发行额当月值（亿元）



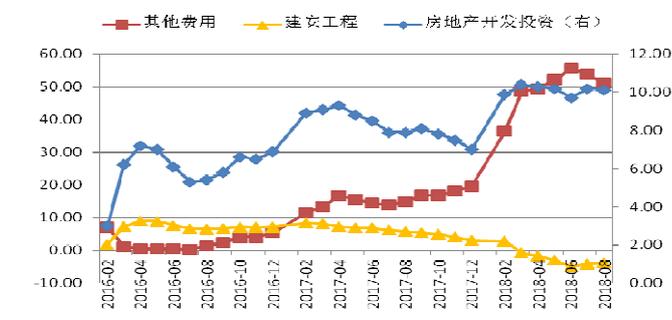
资料来源：wind，一德研究院

随着国家出台一系列措施要求保障重点基建投资项目资金需求，加快 1.35 万亿元地方专项债发行进度。下半年专项债将成为基建重要的资金来源，8 月，地方政府债券专项债券当月发行额 5266 亿元，年内累计已发行 10721 亿元（见图 12），但考虑到专项债投向中土地储备和棚户区改造的资金占比超 60%，可年内可提振基建投资增速的大约只有 5400 亿元，或将拉动基建投资增速增长 3.86%。可见，虽然基建投资受非标和 PPP 项目融资受限，但政策推动下，财政支出加快、地方专项债发行提速、多地加快推进基建项目，三季度基建投资增速将见底回升，2018 年基建投资(不含电力)投资完成额规模大概率接近 15.28 万亿，较 2017 同比增长 9.11%。

2.2 土地购置回落建安企稳 地产投资增速略高于 2017

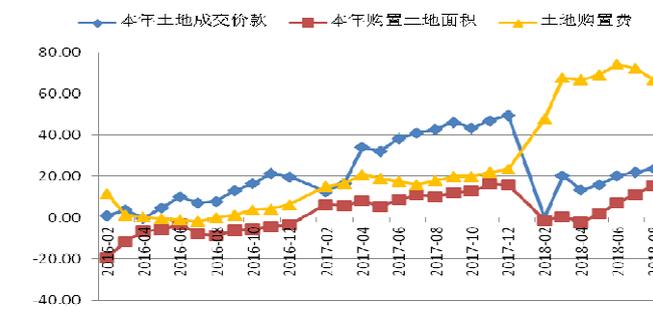
今年以来，房地产投资超预期增长，主要来自以土地购置为主要组成部分的其他费用的增长。三季度开始，房地产投资增速趋于稳定，略有回调，2018年1-8月，房地产开发投资增长10.1%，远高于2017年7%的增长，但低于年内高点10.4%。2018年1-8月，房地产开发投资中，其他费用同比增长51.1%，较2017年19.6%的增长大幅上升，但较6月的年内高点下降了4.5%，而同期，建筑工程、安装工程同比降幅较6月分别收窄1.4%、1.2%（见图13）。由于我国土地出让相关规定，土地购置增长通常滞后于土地出让半年到一年的时间，2017年12月，土地出让增长达到高点后增速显著放缓，由此预计土地购置费用增长将在四季度持续调整（见图14），综合预计四季度其他费用增长至少还有10%的回落空间，抑制房地产开发投资增速下降3.5%左右。

图 13：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

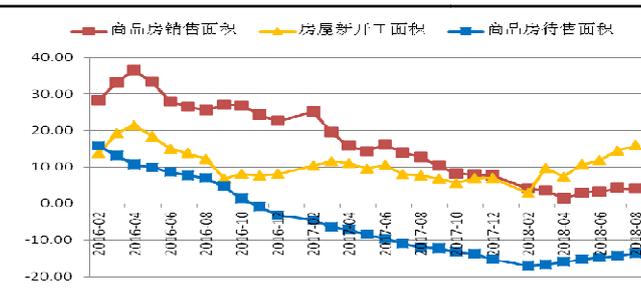
图 14：土地成交、购置土地面积及土地购置费累计同比（%）



资料来源：wind，一德研究院

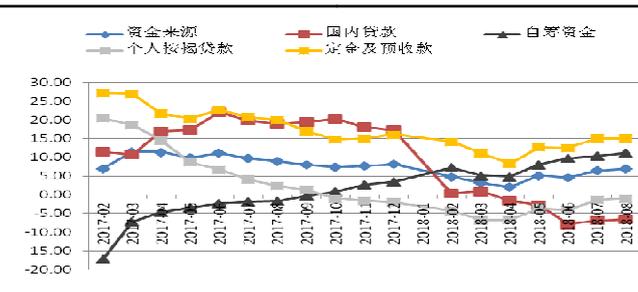
同时，2016年以来，此轮房地产政策调控持续不放松，在限贷限购基础上，购房贷款利率逐步上升，商品房销售增速较2016年的高点总体回调幅度超30%，受新房限价政策影响，商品房销售面积增速由4月的1.3%小幅反弹至8月的4.0%，而商品待售面积降幅收窄（见图15），显示商品房销售整体情况依然不佳。9月开始，多地公积金政策调整，加大了对商品房销售的抑制，或将结束4月以来商品房销售面积增速的小幅反弹。此外，下半年以来，房地产开发投资资金来源增速有所回升，1-8月，房地产开发资金来源累计同比增长恢复至6.9%的年内高点，但仍不及2017年8.2%的增长，其主要是受房企内部融资渠道中的定金及预收款、自筹资金、个人按揭贷款的支撑（见图16），受销售放缓影响，定金及预收款、个人按揭贷款等销售回款融资对房地产开发资金来源增速的支撑也将减弱。预计四季度房地产投资增长在土地购置及资金来源影响下会延续回调。同时考虑到建安工程投资完成额占房地产开发投资总额的64%，增速已有底部企稳迹象，若四季度降幅再收窄1.3%，会拉动房地产开发投资增速上涨0.83%，则房地产开发投资全年将有7.43%的增速，略高于2017年的7%。

图 15: 商品房销售、新开工、待售面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 一德研究院

图 16: 房地产开发投资资金来源累计同比 (%)



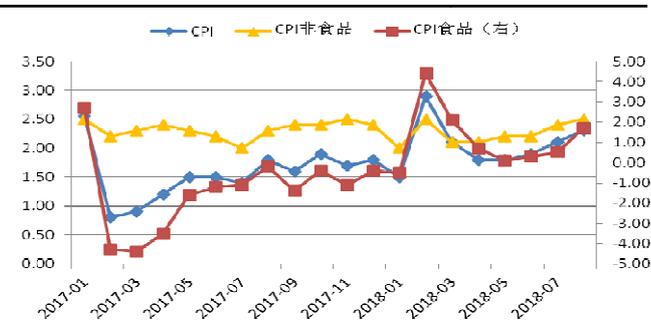
资料来源: wind, 一德研究院

综合而言, 四季度基建投资加快增长在抵消房地产投资增长的下降同时, 净效应对经济增长还有 2.28% 的拉动, 可以对冲净出口负增长对经济增长的压力。因此, 在预计促消费政策可以保持最终消费支出的拉动率维持稳定的基础上, 在供给扩张放缓、外贸压力的背景下, 下半年经济增长将出现小幅的下滑, 预计三季度 GDP 增长 6.6%, 四季度 GDP 增长 6.6%, 全年经济增长 6.7%。

2.3 猪价上涨通胀阶段反弹 工资收入抑制反弹高度

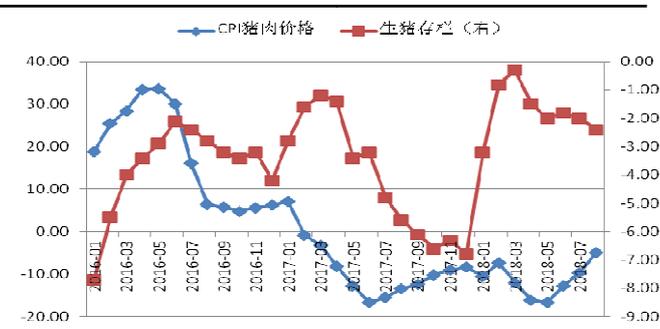
8 月, 国内 CPI 同比、环比增长双双回升, 其中, CPI 同比增长由 7 月 2.1% 升至 2.3%, 环比由 0.3% 升至 0.7%。支撑三季度 CPI 回升的主要因素主要来自食品价格中猪肉价格的上涨。8 月, CPI 食品价格分别同比、环比分别由 7 月的 0.5%、0.1% 回升至 1.7%、2.4%, CPI 非食品价格同比回升 0.1% 至 2.5%、环比则回落 0.1% 至 0.2% (见图 17)。在 CPI 食品中, 猪肉价格自二季度以来持续回升至 8 月的 6.5%, 同比降幅由年内低点 5 月的 -16.7% 回升至 -4.9%, 是 CPI 食品增长回升的主要拉动力量。但猪肉价格回升的同时, 生猪存栏 8 月同比降幅由 -2.0% 扩大至 -2.4% (见图 18), 这一方面表明三季度猪肉价格的回升并非农户补库导致市场供给减少的结果, 另一方面也显示出目前农户受猪瘟影响的通胀预期依旧低迷。此轮猪肉价格的回升的主要来自猪肉价格持续下跌带来的农户主动去库存的影响, 并非通胀预期回升的表现, 而在生猪存栏没有实现增长的情况下, 猪肉价格及由此拉动 CPI 的回升预计将仅为通胀阶段性的反弹, 难以形成趋势性的上涨预期。

图 17: CPI、CPI 食品及 CPI 非食品当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德研究院

图 18: 生猪存栏与 CPI 猪肉当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德研究院

此外, 原油价格通过水电燃料和交通工具燃料影响影响 CPI 非食品中的居住、交通通讯而成为通胀的一大扰

动因素。2018年以来,OEPC一揽子原油价格当月同比增速持续上升,影响CPI非食品同比增速上涨至8月的2.5%,三季度开始,原油价格增速明显回调,由6月的61.96%回落至9月的44.3%(见图19),预计四季度CPI非食品价格增速也会有所调整,将会缓解通胀阶段回升的压力。

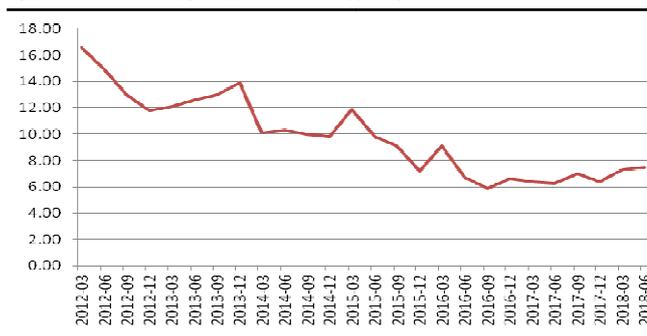
与此同时,作为决定我国通胀波动中枢的工资收入,农村外出务工劳动力月收入同比增长2016-2017年维持历史低位,2018年逐步稳定下来,增长均值7.40%高于2017年6.53%(见图20),由此导致CPI波动中枢较前两年有所抬升,但工资收入增速相对低位抑制CPI反弹的高度,预计此轮CPI反弹的高点为2.5%。

图19: CPI非食品及一揽子原油价格当月同比(%)



资料来源: wind, 一德研究院

图20: 农村外出务工收入同比增长率(%)

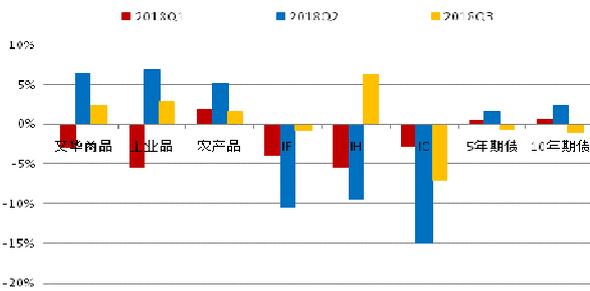


资料来源: wind, 一德研究院

3. 金融资产承压工业品价格向好

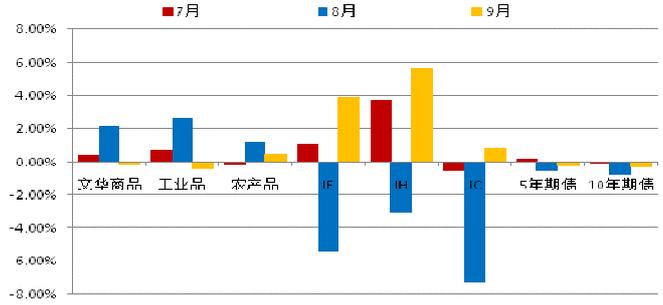
三季度,国内商品期货与金融期货走势延续分化。三季度,商品期货延续普涨,文华商品指数上涨2.39%,其中,工业品及农产品指数分别上涨2.79%、1.49%。同时,金融期货三季度普遍收跌,其中,5年期、10年期国债期货分别下跌0.64%、1.14%,沪深300(IF)、中证500指数(IC)分别下跌0.82%、7.04%,仅上证50指数(IH)上涨6.02%(见图21)。下半年国内货币、财政政策先后放松,继6月央行定向降准后,7月23日,国务院常务会议进一步要求财政更加积极,保障在建项目及融资平台资金需求。随着政策转暖,期货市场品种7月多数收涨,商品市场摸底反弹,股指期货止跌企稳,国债期货创出新高,但8月,尽管经济按照政策导向呈现改善,财政开支显著加速,地产投资稳步上涨,融资增长维持高位,但金融期货在商品市场总体加速上涨的情况下出现全面大幅的调整,期货市场品种走势出现背离,且延续至9月,9月商品期货涨势显著转弱,而金融期货走势边际改善,其中,估值期货出现了较强的反弹(见图22)。在经济基本面与7月预期偏离不大的情况下,国内商品期货与金融期货的背离显示出两者价格驱动因素存在差异。

图 21：主要期货品种 2018 年前三季度涨跌幅（%）



资料来源：wind，文华财经

图 22：主要期货品种 7-9 月月度涨跌幅（%）

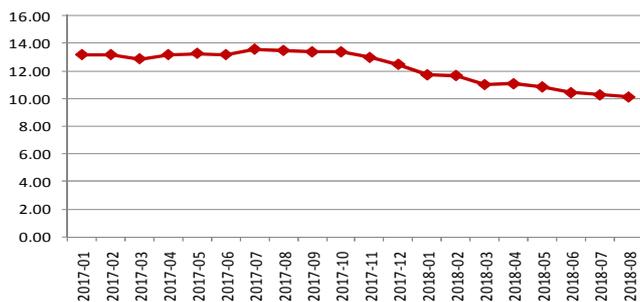


资料来源：wind，文华财经

3.1 利率上涨压力难消 金融资产承压

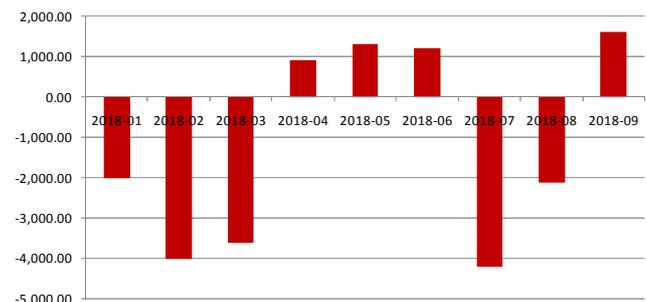
上半年，在国内去杠杆压力、公司债券违约、投资需求增长持续下滑及美国启动对我国关税制裁的多重压力下，国内融资增长连续下降，5月以来，国内社会融资余额同比增长跌破11%至10.87%，6月进一步跌至10.44%的2015年以来新低（见图23），国内融资环境收紧对经济增长构成威胁。为稳定融资增长，5-6月，央行加大公开市场投放力度，并实施定向降准支持债市。二季度，公开市场操作一改一季度净回笼格局，5月、6月，央行公开市场分别实现净投放1300亿元、1200亿元，较4月的900亿元显著增加（见图24）。6月24日，央行宣布自2018年7月5日起，定向降准0.5%支持“债转股”及小微企业融资。随着货币的放松，银行市场流动性改善，银行间市场利率下降，7月银行间7天质押式回购加权利率由6月的3.34%大幅回落至2.73%。受利率下降的影响，国内期指、期债7月双双走强。

图 23：社会融资余额同比增长率（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 24：央行公开市场月度净投放（亿元）

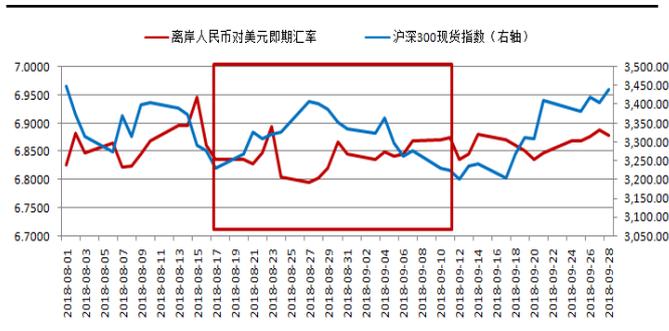


资料来源：wind，一德研究院

但随着7月美国正式启动对中国的关税制裁，尽管银行间市场流动性稳定充裕，银行间市场利率8月进一步下降，但金融期货8月出现了股债齐跌的走势，特别是股指期货8月全线大跌，IF、IH、IC分别下跌5.45%、3.01%、7.25%，其中，对流动性较为敏感的IC跌幅最大，表明驱动股指下跌的核心因素并非来自国内流动性层面。8月以来，人民币出现加速贬值，8月中旬离岸市场人民币对美元汇率升至6.958，逼近7的心理关口，随后，8月24日，央行宣告进行了汇率逆周期干预，而在此后的首个交易日股市出现显著反弹，且在结构上，IC指数强于

IH，显示出市场对流动性向好的预期。8月中旬以来，随着人民币贬值压力额度持续增大，日内股指与人民币汇率的联动性明显加大（见图 25），人民币贬值对股指走势产生较大压力，反映出市场对人民币贬值带来市场流动性趋紧的预期较强。一方面，人民币贬值可能导致国内资本流出压力增大，冲击国内资金市场；另一方面贬值导致央行为了维持人民币汇率稳定而尽力维持利率水平，货币政策不能有效宽松，而利率维持高位，不仅对资产估值不利，同时也对企业盈利形成压力。从目前情况下，尽管今年以来外汇储备持续下降，但除去汇率及资产估值影响后，国内外汇储备总体稳定，并未出现明显的资本外流的迹象。但同时，8月中旬以来，伴随人民币贬值加速，银行间市场利率显著上涨（见图 26），表明目前人民币贬值导致国内利率上涨压力对资产价格的影响更为主导。

图 25：社会融资余额同比增长率（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 26：银行间 7 天质押式回购加权利率（%）



资料来源：wind，一德研究院

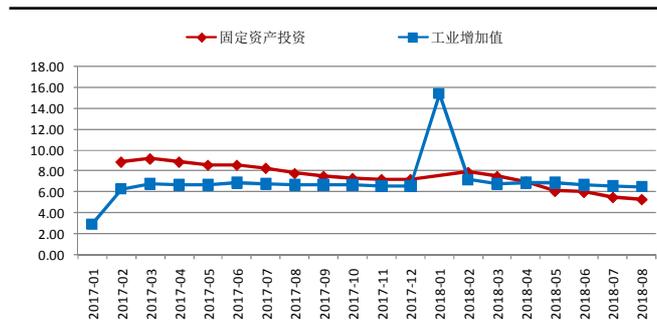
9月，美联储议息会议如期上调联邦基金利率区间0.25%至2%-2.25%，同时，在前瞻指引上，删除了“货币政策的立场仍然宽松”的表述，在声明发布后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔强调美联储仍预计未来会循序渐进加息。而国庆假期期间，多位美联储官员先后发表讲话，力挺渐进加息，美债收益率因此飙涨，美国10年期国债收益率升至3.2%以上，美元指数一度上涨超过96，进一步加重的国内金融资产价格的下行压力。从后市看，随着美国经济增长见顶预期日渐增强，美联储需急需恢复利率正常化以为未来宽松政策预留空间，由于当前美国经济增长维持强劲，预计美联储在联邦基金利率回复至3%的正常区间之前，坚持渐进加息的概率较大，而根据9月美联储最新联邦基金目标利率预测，2019年联邦基金目标利率中值为3.125%，这意味着，如果按照美联储每次加息0.25%计算，至少至2019年上半年，美联储都将维持渐进加息不变，联邦基金利率将持续走高，且12月美联储将大概率继续加息，由此带来国内利率的压力将持续存在，由此预计金融期货年内将持续承压。考虑到当前政府稳定信用债以及支持地方债发行，政策有意引导资金流向债券市场，预计期债走势总体强于股指，而在流动性维持紧平衡的背景下，业绩相对稳定的蓝筹股表现将优于成长股，预计IC表现将好于IH与IF。

3.2 供给收缩延续 工业品价格向好

下半年以来，在国内经济供求增长双双回落的条件下，国内工业品价格总体走高，显示出目前供给收缩仍是

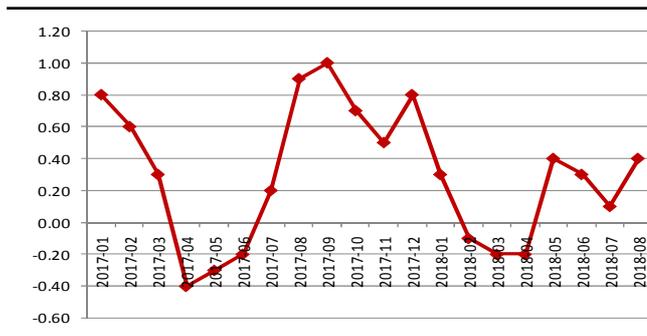
主导国内工业品价格的主要因素。7-8月，国内固定资产投资与工业增加值累计同比增长分别由6月的6%、6.7%，逐月回落至5.5%、5.3%和6.6%、6.5%（见图27），而同期PPI环比延续5月以来的正增长，工业品价格总体持续走高（见图28）。考虑到四季度将进入秋冬限产高峰，供给下降对工业品价格的支撑仍将存在，同时，在四季度经济需求预期改善的条件下，预计四季度PPI环比仍将延续上涨。

图 27：固定资产投资与工业增加值累计同比增长率（%）



资料来源：wind，一德研究院

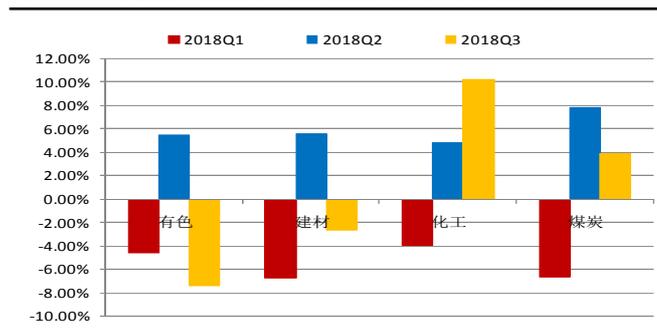
图 28：PPI 环比（%）



资料来源：wind，一德研究院

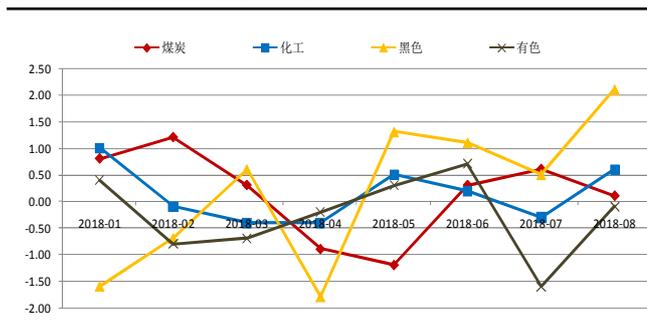
与 PPI 相对，三季度国内工业品期货价格总体上涨，但产业分化明显。三季度，文华工业品期货指数上涨 2.79%，其中，化工指数大涨 10.21%，煤炭指数上涨 3.92%，而有色、建材指数分别下跌 7.35%、2.63%（见图 29），其中，玻璃指数下跌是拖累建材指数下跌的主因，而螺纹指数三季度大幅上涨 4.16%。从现货价格看，黑色冶炼与煤炭行业 PPI 环比三季度以来持续正增长，且黑色冶炼行业价格增速远高于其他行业。化学原料制品行业 7 月价格出现下跌，但总体涨幅较高，而有色金属冶炼行业 PPI 环比 7、8 月出现了负增长，走势较弱（见图 30），总体来看，与期货市场价格大体一致。

图 29：固定资产投资与工业增加值累计同比增长率（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 30：主要重化产业 PPI 环比（%）



资料来源：wind，一德研究院

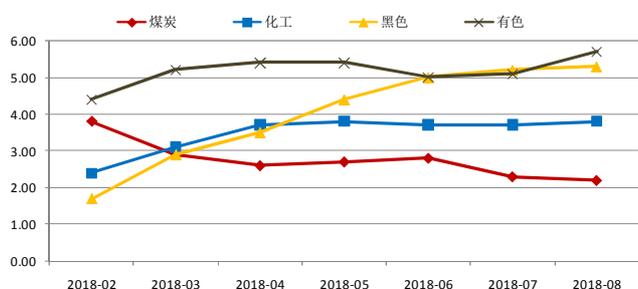
从各产业的产出变化看，4 月以来，主要重化工业中，仅煤炭行业产出增长出现回落，化工、黑色、有色产业产出较年初加速增长，黑色冶炼产出增长尤其明显（见图 31）。可见，相较 PPI 因供给收缩而上涨逻辑，仅煤炭行业呈现供给增长下降同时价格上涨，而黑色产业三季度以来呈现了量价齐升的走势，这一方面可能与房地产投资恢复的预期有关，另一方面也受到行业高利润的支撑。二季度以来，受煤炭价格下跌的影响，黑色冶炼利润增速显著回升，行业利润同比增长一度超过 100%，利润高增叠加冬季限产等预期，或加速了企业的生产意愿。三季度以来，随着黑色冶炼利润下降，黑色冶炼行业产出增长边际放缓，但行业价格加速上涨，除限产预期外，

煤炭价格导致成本的上涨或起到了重要的影响。预计在四季度煤炭价格受供给影响延续上涨的预期下，黑色产业价格继续上涨的概率较大，考虑到四季度投资需求预期恢复，黑色产业消化价格上涨的能力增强，但受限产的影响，煤炭行业下游需求增长或将不及黑色产业，预计煤炭价格四季度表现或弱于黑色。

化工行业由于受供给侧改革影响相对较小，与黑色产业相比，化工行业基本面走势与工业品总体走势具有较高的一致性，但三季度，尽管化工行业价格波动与工业品波动保持一致，但产出增长稳中有升，强于工业产出总体增速，显示出二季度以来，伴随化工行业价格的上涨，行业利润回升刺激了行业的集中生产，这使得部分计划三季度检修的装置延后至四季度进行，并将因此带来四季度产业供给下降。但同时，价格的大幅上涨对下游行业利润形成打压，抑制下游需求，由此预计四季度化工产业价格仍有望走高，但上涨幅度或较三季度有所回落，相对基本面不及黑色产业。

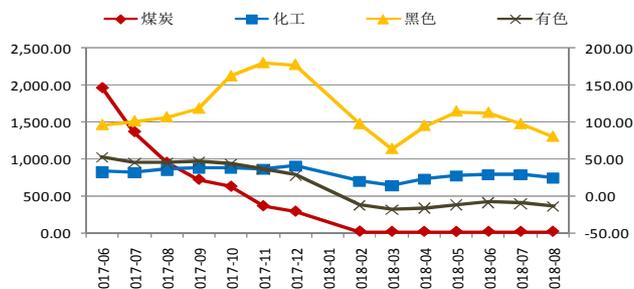
有色产业进入三季度出现价格下跌同时产出增长的情况，显示出有色产业存在较大的供给压力，同时，三季度美元走强也对有色产业总体价格产生了较大的影响。四季度，随着基建投资的预期恢复，有色行业总体需求将出现改善，供求矛盾有所弱化，同时，美元上涨趋势边际放缓将缓解有色行业总体的价格压力。但对有色产业而言，供给过剩的基本面没有改变，以沪锌为代表的有色行业仍面临趋势下行的压力，四季度产业价格的边际改善主因汇率、基建等外部与短期因素影响，由此拉动价格上涨空间有限，同时，产业品种因供给压力不同，价格走势或将有所分化，其中，供给过剩压力较大的沪锌价格预计表现较弱，供给偏紧的沪铜价格表现预计较强。

图 31：主要重化产业工业增加值累计同比增长率（%）



资料来源：wind，一德研究院

图 30：主要重化行业利润总额累计同比增长率（%）



资料来源：wind，一德研究院

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。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

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

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

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

天津滨海新区营业部 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

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

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

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

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: 0533-358 6709

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

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

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: 0535-216 3353/216 9678