

基建企稳而节奏较慢 商品阶段反弹风险大



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

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：（022）59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188号信达广场16层

邮编：300042

核心观点及内容摘要

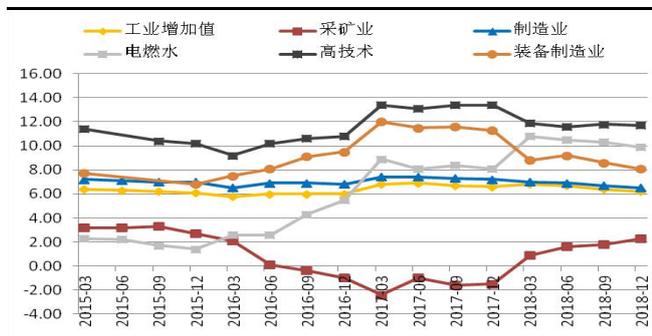
- 12月，规模以上工业增加值当月同比5.7%，工业生产收缩短期放缓，工业产出增速出现小幅反弹。2018年内工业增加值增速逐季下滑，全年整体处于收缩态势，其中高技术产业和装备制造业对工业增加值增速的支撑作用边际放缓。1月以来，6大发电集团日均耗煤量较12月同期增长13.4%，1月工业生产收缩放缓或将延续。
- 1-12月，固定资产投资累计同比5.9%，与上月持平，较2017年总体下降1.3个百分点。三大投资中，基建投资小幅回升0.1%，制造业投资持平，房地产投资回落0.2%至9.5%。基建投资自9月增速见底以来，在政策推动作用下开始企稳回升。2019年制造业投资增速将边际放缓概率大，固定资产投资增速将由制造业回暖支撑转为基建底部企稳的拉动。
- 房地产开发方面，1-12月商品房销售面积同比增速1.3%，较上月回落0.1个百分点，房屋销售的持续下滑影响房企购地热情，会使房地产开发投资中其他费用在2019年上半年延续放缓态势，保持对房地产开发投资增速小幅下降的判断。12月房地产开发资金各项来源持续趋紧，2019年短期也难得到缓解。
- 12月，社会消费品零售总额当月同比8.2%，小幅反弹0.1个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额当月同比增长2.4%，回升0.3个百分点。限额以上企业消费品零售总额中，化妆品类、通信器材类及家具类消费品回升幅度较大，是拉动本月社消零售增速出现超预期反弹的主因。2018年全年消费增速9.0%，较去年回落了1.2%，在促消费政策推动及经济增长压力犹存两方因素影响下，2019年消费增速或较2018年有所提升但也难回升到10%。
- 2018年四季度GDP同比增长6.4%，年内增速逐季下降，录得2019年二季度以来新低，全年GDP同比增长6.6%，较2017年下降0.3%。2018年经济增长下行压力持续加大，主要来自供给收缩。2019年初，在基建拉动及促消费政策下，需求疲弱态势将略有改善，工业产出的收缩态势也会呈现放缓。在政策逆周期调节逐步加码及市场预期好转的影响下，工业品价格或有阶段性反弹，但中长期来看，政策更多的是维稳而不是刺激，四季度基建虽企稳回升，但上升幅度较小节奏较慢，加上商品房销售持续调整及高技术制造业投资支撑减弱，因而向上追多风险较大；在国内经济压力与全球景气下滑的双重影响下，商品价格中枢已下移，2019年下降概率仍大。

1. 工业产出、消费反弹 投资增速持平上月

(1) 工业产出全年呈收缩 当月同比小幅反弹

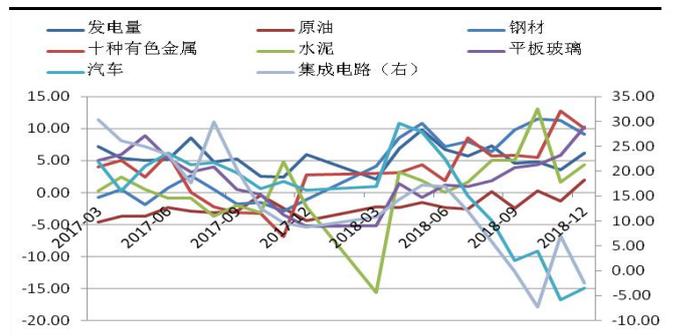
12月，规模以上工业增加值当月同比5.7%，超于市场预期，较上月回升0.3个百分点，12月6大发电集团日均耗煤量上涨34%，工业生产收缩短期放缓，从而工业产出增速出现小幅反弹。分行业来看，12月，采矿业当月同比增速3.6%，较上月明显回升1.3个百分点；而制造业增速5.5%，电燃水生产和供应业增速9.6%，分别小幅回落0.1和0.2个百分点。全年来看，2018年1-12月规模以上工业增加值同比增长6.2%，较2017年下降0.4%。2018年内工业增加值增速逐季下滑，显示全年工业生产整体处于收缩态势，其中高技术产业和装备制造业对工业增加值增速的支撑作用边际放缓（见图1）。

图1：工业增加值季度累计同比（%）



资料来源：wind

图2：主要工业品产量当月同比（%）



资料来源：wind

主要工业品产量中，12月份，发电量当月同比增长6.2%，较上月回升2.6个百分点，玻璃、水泥产量增速分别为10.2%和4.3%，较上月回升4.4和2.7个百分点；这是12月工业增加值增速回升的主要拉动因素。另外，钢材和十种有色金属小幅回落至9.1%和10%，基建项目拉动的同时商品房销售持续回落，短期水泥产量增速难以持续上涨，钢材、玻璃等在房地产销售预期不佳影响下产量也将有所放缓（见图2）。1月以来，截至1月21日，6大发电集团日均耗煤量76.47万吨，较12月同期的67.43万吨增长13.4%，显示1月工业生产收缩放缓或将延续，但叠加2月春节假期影响，2月工业增加值增速会有明显回落。综合而言，在基建拉动预期下，需求疲弱态势略有改善，2019年一季度工业生产整体较2018年四季度的收缩态势呈现放缓。

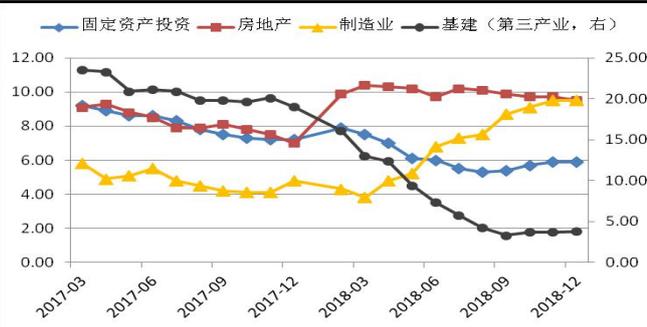
(2) 基建回升房地产回落 固定资产投资增速持平

1-12月，固定资产投资累计同比5.9%，与上月持平，较2017年总体下降1.3个百分点。三大投资中，基建投资小幅回升0.1%，制造业投资持平，房地产投资回落0.2%至9.5%（见图3）。基建投资自9月增速见底以来，在政策推动下开始企稳回升。结构上基础设施的加快主要是体现在一些短板领域，同时2018年以来，民间固定资产投资增速持续保持在8%以上的相对高位，连续两年回升，显示政策的引导和支持对基建投资回升的作用。

1-12月，制造业投资主要行业中，传统制造业中化学原料和有色冶炼投资同比增速分别为6.0%和3.2%，

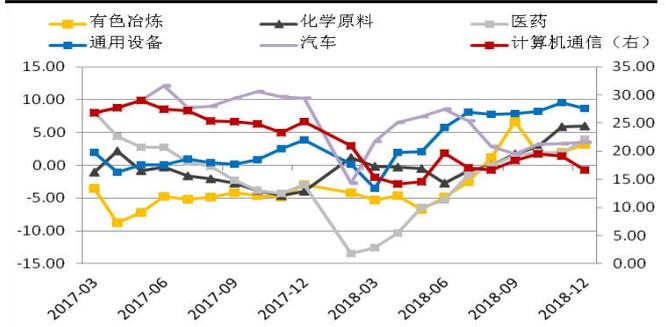
较上月持续回升；高新技术制造业中计算机通信、通用设备投资同比增长分别为 16.6% 和 8.6%，回落 2.5 和 0.9 个百分点；汽车制造业投资增速 3.5%，小幅回升 0.2 个百分点（见图 4）。制造业投资由于结构性改善 2018 年内保持回暖态势，全年增速较 2017 年回升了 4.7%。但随着经济总需求下降压力影响，工业品价格中枢下行，重化行业利润回落，而高新技术制造业的支撑作用也会减弱而呈现周期性均值回复调整，综合而言，制造业投资增速将边际放缓概率大。在政策逆周期调节及资金面改善双重力度推动下，固定资产投资增速将由制造业回暖支撑转为基建底部企稳的拉动，基建投资增速的回升力度将成为 2019 年经济投资需求改善的关键。

图 3：固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

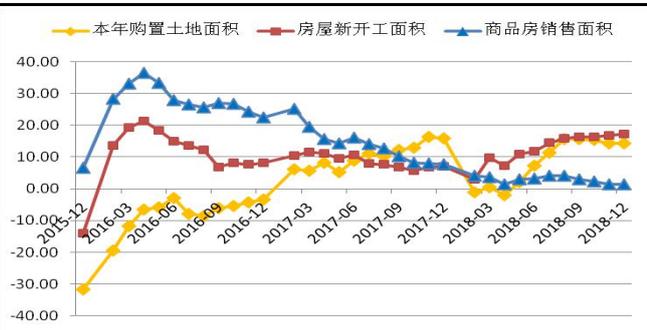
图 4：分行业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

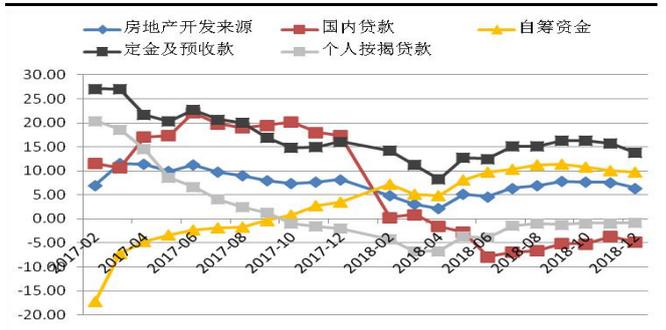
房地产开发方面，1-12 月商品房销售面积累计同比增速 1.3%，较上月回落 0.1 个百分点，是 2015 年下半年以来最低增速；房屋销售的持续下滑影响房企购地热情，12 月土地购置面积增速小幅回落 0.1% 至 14.2%；而受房企回款压力影响，房屋新开工保持较高增速回升 0.4 个百分点至 17.2%（见图 5）。商品房销售的持续下滑及土地购置费用的滞后回落会使房地产开发投资中其他费用在 2019 年上半年延续放缓态势，同时 2018 年较高的新开工会逐步竣工进而拉动建安工程增速提高向上修复，保持对房地产开发投资增速小幅下降的判断。

图 5：房屋新开工面积及商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：wind

图 6：房地产开发资金来源累计同比（%）



资料来源：wind

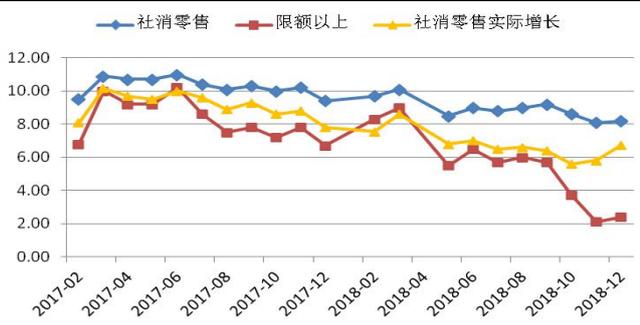
从房地产开发资金来源看，12 月，房地产开发资金来源合计累计同比 6.4%，较上月回落 0.4 个百分点，其中，国内贷款增速 -4.9%、个人按揭贷款 -0.8%，持续负增长；自筹资金增速再度回落 0.3% 至 9.7%，定金及预收款 13.8%，较上月回落 1.9 个百分点（见图 6）。房地产开发资金各项来源持续趋紧，尤其占比较高

的个人按揭和定金及预收款等销售回款增速下滑，国内贷款受政策调控影响收紧未有松动，2019年房地产开发资金来源增速近期也难以得到缓解，在商品房销售持续下滑影响下，新开工增长增速也将受到抑制，从而在资金和需求双重压力下，房地产开发投资增速将延续缓慢调整的态势。

(3) 消费品零售增速小幅反弹

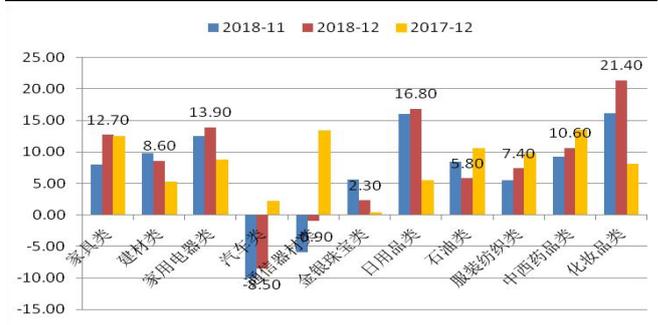
12月，社会消费品零售总额当月同比8.2%，小幅反弹0.1个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额当月同比增长2.4%，回升0.3个百分点；扣除价格因素，社消零售总额实际当月同比增长6.71%，较上月回升0.89个百分点（见图7）。限额以上企业消费品零售总额中，化妆品类、通信器材类及家具类消费品回升幅度较大，分别上涨5.3、5.0、4.7个百分点，是拉动本月社消零售增速出现超预期反弹的主因，但通信器材类较去年同期下降了14.3%，显示受四季度经济增长压力影响消费升级类消费品增长承压；另外，家用电器类、汽车类和服装纺织类消费增速也有一定回升，分别上涨1.4、1.5和1.9个百分点，或受元旦假期提前促销活动拉动。而受12月原油价格及房地产销售下滑影响，石油类和建材类消费增速均有下降（见图8）。2018年全年消费增速9.0%，较去年回落了1.2%，在促消费政策推动及经济增长压力犹存两方因素影响下，2019年消费增速或较2018年有所提升但也难回升到10%。

图7：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

图8：限额以上企业消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

2. 基建企稳而节奏较慢 商品阶段反弹风险大

2018年四季度GDP同比增长6.4%，年内增速逐季下降，录得2019年二季度以来新低，全年GDP同比增长6.6%，较2017年下降0.3%。2018年经济增长下行压力持续加大，主要来自供给收缩。2019年初，在基建拉动及促消费政策下，需求疲弱态势将略有改善，工业产出的收缩态势也会呈现放缓。在政策逆周期调节逐步加码及市场预期好转的影响下，工业品价格或有阶段性反弹，但中长期来看，政策更多的是维稳而不是刺激，四季度基建虽企稳回升，但上升幅度较小节奏较慢，加上商品房销售持续调整及高技术制造业投资支撑减弱，因而向上追多风险较大；在国内经济压力与全球景气下滑的双重影响下，商品价格中枢已下移，2019年下降概率仍大。

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号物贸中心大厦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 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
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省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 郑州营业部 450008
河南省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 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区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：0315-5785 511
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、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678