

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

经济平稳通胀反弹 股指、商品向好债券市场承压

寇宁

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 宏观战略研究中心

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

- 2018年上半年支持国内经济的主要因素来自供给扩张而非需求的增长。二季度以来，工业品供给压力有所释放，预计下半年供给的收缩将成为经济增长的主要压力。
- 预计下半年公共财政支出增长将显著加速，PPP项目大概率加速推进，对基建投资增长形成拉动，基建投资增长年内有望回升至10%左右的水平。
- 2017年下半年土地出让增长达到高点后显著放缓，预计下半年房地产投资中其他费用增长将大概率放缓，但房地产市场库存低位将带动房地产投资增长，预计下半年房地产投资增长延续回落，全年增长总体持平于2017年的7%。
- 支撑6月CPI回升的主要因素主要来自猪肉价格的上涨，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的回升难以形成趋势性的上涨，同时，CPI波动中枢的下移将抑制CPI反弹的高度。
- 随着经济周期步入底部调整阶段，预计下半年至未来2-3年，货币政策总体将持续宽松的基调，不排除下半年进一步降准的可能。
- 上半年债强股弱的金融资产分化格局主要来自企业盈利增长下滑带来的估值压力。
- 未来货币政策或边际放松，流动性的稳定充裕将对金融资产形成支撑，但通胀上涨的压力将对债券市场形成压制。
- 随着本轮PPI的反弹，下半年企业利润有望出现改善，在流动性预期宽松的条件下，股市盈利及估值均存在支持。
- 上半年工业品期货主要板块走势现为一季度下跌，二季度反弹，二季度涨幅总体与一季度跌幅相当，反映出重化工业价格围绕价格中枢震荡波动的常态走势。本轮工业品价格的反弹高度应至少达到2017年以来的产业价格中枢，顶部区间或位于商品2017年中创下的高点附近。
- 从产业运行看，有色行业的运行周期略落后于总体工业产业，化工行业运行符合市场价格的相对表现。但煤炭行业与总体工业行业量价走势存在较大差异，尽管黑色产业上游煤炭价格存在较大上涨空间，但其边际风险大于有色行业。

■ 核心观点

下半年基建投资增长的回升总体可以抵消房地产投资增长的下降，在供给扩张放缓的背景下，预计二季度GDP增长6.8%，三、四季度GDP增长6.7%，全年经济增长6.7%。CPI反弹高点为2.5%。

下半年，相对于流动性的边际改善，通胀回升对金融市场的影响更加显著，债券市场基本面或有所转弱，但盈利和估值上都有助于股指走势的回升。按照重化产业价格区间震荡的逻辑，截至上半年，黑色上游原材料及有色金属价格未来上涨空间相对较大，化工行业价格上涨空间相对较小。

目录

1. 供给扩张放缓 经济增长承压	3
1.1 供给扩张支撑上半年经济增长	3
1.2 供给增长放缓是下半年经济增长的主要压力	3
2. 经济降幅可控 通胀阶段反弹	4
2.1 利空压力释放 基建投资有望回升	5
2.2 土地购置增速放缓 地产投资延续回落	6
2.3 通胀阶段反弹 上涨趋势难现	7
2.4 去杠杆施压经济 货币政策易松难紧	8
3. 货币边际宽松难敌通胀反弹压力 股指、商品向好债券市场承压	9
免责声明	12

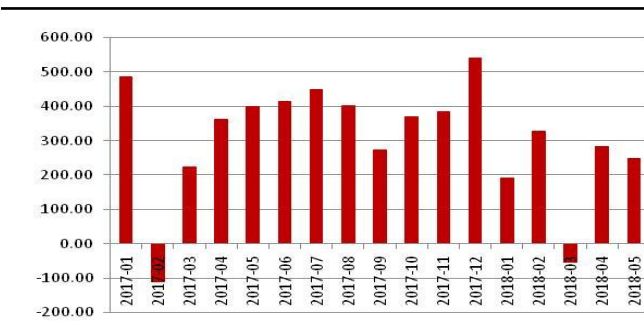
1. 供给扩张放缓 经济增长承压

1.1 供给扩张支撑上半年经济增长

2018 年上半年以来，国内经济运行稳健。一季度，国内 GDP 同比增长 6.8%，较去年同期小幅下滑 0.1%，但持平于 2017 年三、四季度的增速，而同期，国内贸易顺差今年以来显著回落，2018 年 1-3 月，国内累计实现贸易顺差 464.56 亿美元，环比 2017 年四季度的 1293.93 亿美元大幅下滑，不及 2017 年同期的 600.9 亿美元（见图 1），在顺差总体回落的背景下，经济增长维持稳定，显示出国内较强的韧性。

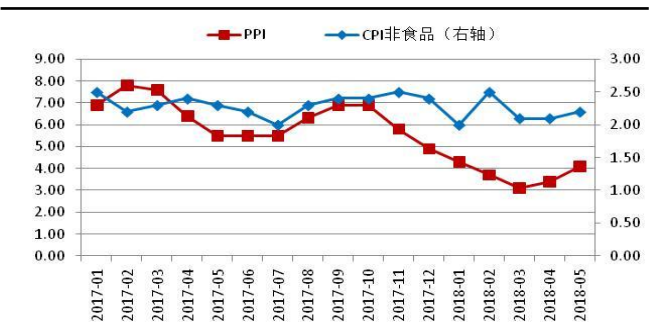
与此同时，2018 年以来，国内 PPI 环比自 2 月以来持续下降，同时，PPI 与 CPI 非食品同比增长较 2017 年下半年显著回落，国内价格水平增长呈现总体回落的走势。2018 年 1-5 月，国内 PPI 当月同比平均增长略高于 3.7%，远不及 2017 年下半年 6% 以上的增速，而受国内因素影响的 CPI 非食品今年以来平均增长不足 2.2%，较 2017 年下半年 2.3% 的平均增长小幅下降（见图 2）。在经济增速维持平稳的条件下，国内价格水平增长的持续回落表明上半年支持国内经济的主要因素来自供给扩张而非需求的增长。6 月，国内生产继续维持较快的增长，其中，中采制造业 PMI 生产指数尽管由 5 月 54.1% 的年内峰值下降至 53.6%，但仍未年内次高点，显示制造业生产扩张依旧强劲，同时，6 大发电集团耗煤量二季度同比增长 10.3%，高于一季度 8.57% 及 2017 年四季度 9.57% 的增长，由此预计在经济产出扩张较强的背景下，二季度经济增长有望维持稳健，考虑到二季度国内价格水平有所回升，预计二季度经济增长持平于一季度的 6.8%。

图 1：我国贸易顺差当月值（亿美元）



资料来源：wind

图 2：PPI 与 CPI 非食品当月同比增长（%）



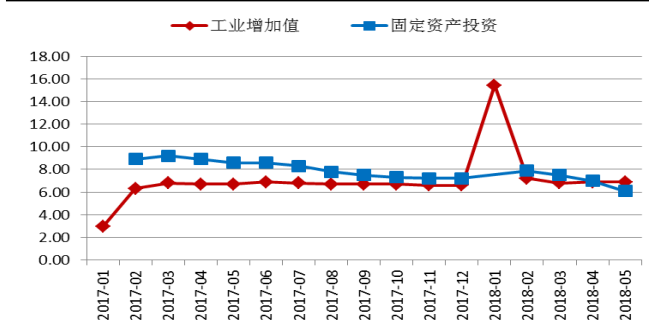
资料来源：wind

1.2 供给增长放缓是下半年经济增长的主要压力

2018 年二季度以来，伴随供暖季限产到期及“两会”结束，企业开工明显加速，规模以上企业工业增加值当月同比增长由 3 月的 6% 回升至 7% 左右的快速增长（见图 3）。但在产出持续扩张的同时，国内价格水平底部企稳，PPI 环比增长 4 月持平于 3 月后，5 月出现了大幅的反弹，PPI 环比增长由 4 月的 -0.2% 大幅回升至 0.4%（见

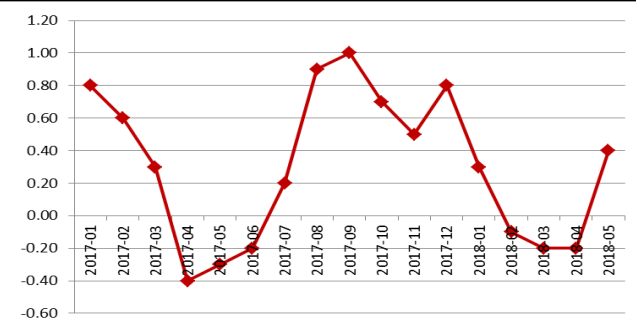
图 4)，而同期，国内需求增长并未出现改善，国内固定资产投资累计同比增速二季度以来持续下降，1-5 月，国内固定资产投资增长 6.1%，较 1-3 月的 7.5% 下滑 1.4 个百分点（见图 3）。在需求增长较弱、产出持续增长的情况下，工业品价格的反弹表明工业品供给压力有所释放。

图 3: 规模以上工业增加值与固定资产投资累计同比增长率(%)



资料来源: wind

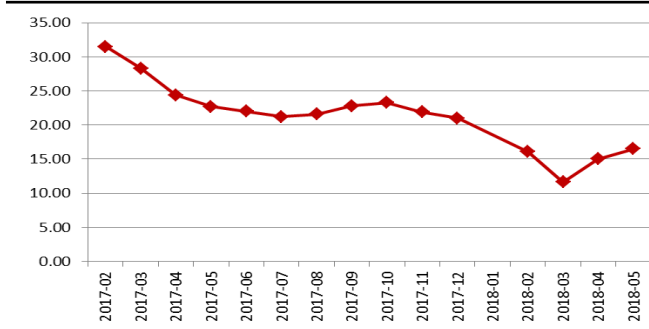
图 4: PPI 环比 (%)



资料来源: wind

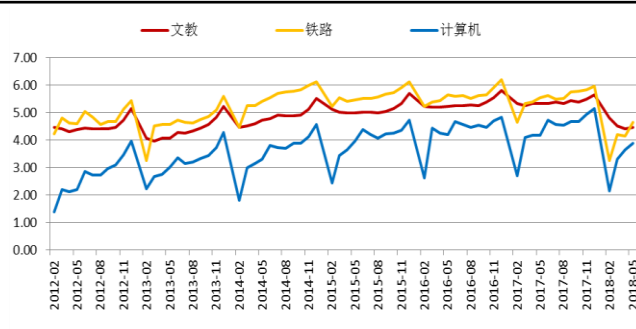
今年以来，伴随国内产出的扩张，工业品价格持续下跌的同时，工业部门利润增长显著回落。今年 1-5 月，国内工业企业利润累计同比增长 16.5%，较 2017 年的 21% 大幅回落（见图 5），但同时，规模以上工业增加值 1-5 月累计同比增长 6.9%，较 2017 年的 6.6% 上涨 0.3%，显示工业产出扩张对企业利润增长的压力。此外，由于工业品价格的回落，至 5 月，文教、铁路、计算机通信等主要受国内经济影响的下游工业部门销售利润率水平分别降至 4.46%、4.66%、3.89% 的 2012 年以来的相对低位（见图 6），企业利润空间的收缩将对未来企业的生产形成抑制，同时，考虑到下半年环保限产政策持续及企业逐渐进入冬季开工淡季，预计下半年供给的收缩将成为经济增长的主要压力。

图 5: 工业企业利润累计同比增长率 (%)



资料来源: wind

图 6: 主要下游部门销售利润率 (%)



资料来源: wind

2. 经济降幅可控 通胀阶段反弹

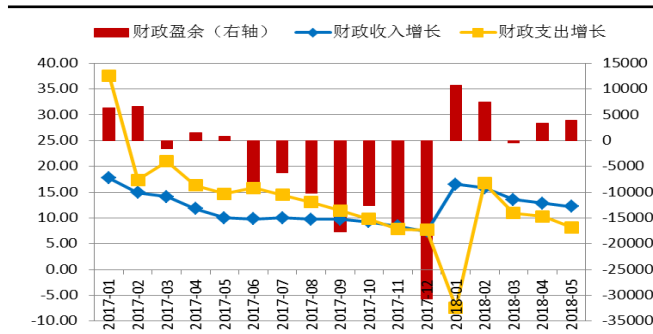
在供给扩张预期放缓的背景下，下半年需求的增长将成为决定经济总体走势的主要因素。若下半年需求平稳，国内经济呈现经济增长下降，价格水平回升的态势；若需求增长强劲，经济或将表现为增长稳定，价格大幅走高特征；但若下半年总需求大幅回落，经济或将出现经济增长及通胀水平双双下滑的疲弱走势。上半年，国内固定

资产投资增长出现回落，其中，制造业投资保持稳定，投资增长总体持平于 2017 年，而基建投资增长较 2017 年大幅回落，是拖累制造业增长的主要因素，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持力量。可见，伴随我国经济进入底部调整，制造业投资波动趋稳，短期内，基建及地产投资的波动，将成为决定经济走向的主要因素。

2.1 利空压力释放 基建投资有望回升

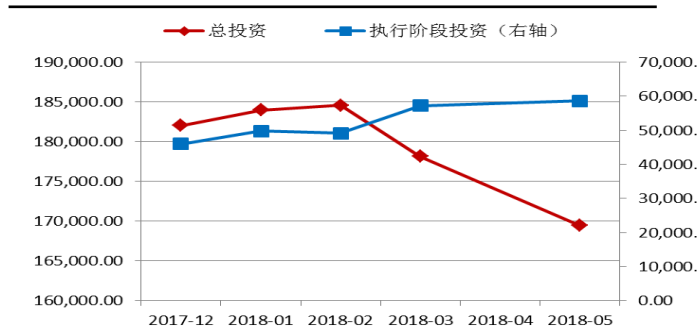
今年上半年，国内基建投资增长逐月回落，至 5 月，基建投资(不含电力)累计同比增长降至 9.4%，远不及 2017 年 19%的增速。作为基建投资主要的资金来源，上半年，公共财政支出持续大幅回落，至 2018 年 5 月，公共财政支出同比增长由一季度的 10.93%降至 0.52%。但同时，今年以来，财政收入增长明显加速，2018 年 1-5 月，我国公共财政收入累计同比增长 12.2%，分别高于 2017 年 7.4%，及去年同期 10.03%的增速，而今年 1-5 月，公共财政积累财政盈余累计近 4000 亿元，较 2017 年同期 756 亿元，同比增长达 427%（见图 7），这表明上半年以来，相对于财政收入的增长，财政支出增长较慢，这一方面与财政支出结构调整有关，同时也受到地方政府财政整顿的影响。但根据两会政府工作报告，年内公共财政预算赤字目标为 2.6%，鉴于目前公共财政存在较高的盈余，预计下半年公共财政支出增长将显著加速。近两年来，财政支出与基建投资增长相关性高达 80%，下半年财政支出的加快将对基建投资产生较大的拉动作用。

图 7：公共财政收支累计同比增长与财政盈余（%，亿元）



资料来源：wind，一德研究院

图 8：PPP 项目总投资与执行阶段投资（亿元）



资料来源：wind

2017 年 11 月，财政部、国资委先后发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（92 号文）、《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》，针对 PPP 项目中存在的变相融资等问题，对 PPP 项目进行规范，要求各省于今年 3 月 31 日前完成本地区 PPP 项目库集中清理工作，由此导致 PPP 项目建设在今年年初出现停滞。截至 2018 年 4 月 23 日，PPP 项目库累计清理退项目 1695 个，涉及投资额 1.8 万亿元，但随着 PPP 项目清库的完成，PPP 项目推进出现加速。至 5 月，尽管 PPP 项目投资显著回落，PPP 项目总投资额由 2017 年的 18.2 万亿降至 16.9 万亿的 2017 年 7 月以来的低点，但出于 PPP 项目行阶段的投资额则大幅上涨至 5.9 万亿的历史高点（见图 8）。由于此次 PPP 项目清理主要目的是规范 PPP 项目运营，防范政府利用 PPP 变相融

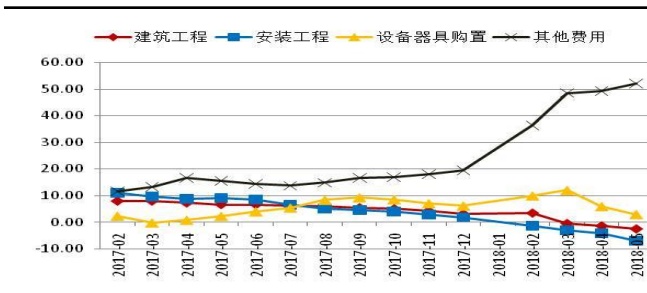
资，提高 PPP 项目运营效率，针对的主要是近两年盲目上马的不合理项目，因此，对早期入库并已进入执行阶段的项目影响较小，同时，随着 PPP 项目库清理完成，地方政府也加快在库项目的推进，从而使得执行阶段投资加速增长。因此，就年内看，一方面处于执行阶段 PPP 投资的大幅增长，表明 PPP 清库并未对短期项目推进造成影响，同时，下半年 PPP 项目将大概率加速推进，对总体基建投资增长形成拉动。

可见，上半年以来抑制基建投资增长的因素下半年都将有望对基建投资产生有利的支撑和拉动，以年内公共预算完成 2.6% 的预算赤字，同时，按照历史上基建项目占整个 PPP 项目 75% 的比重计算，预计由财政及 PPP 项目支撑的基建投资增长年内有望回升至 10% 左右的水平。

2.2 土地购置增速放缓 地产投资延续回落

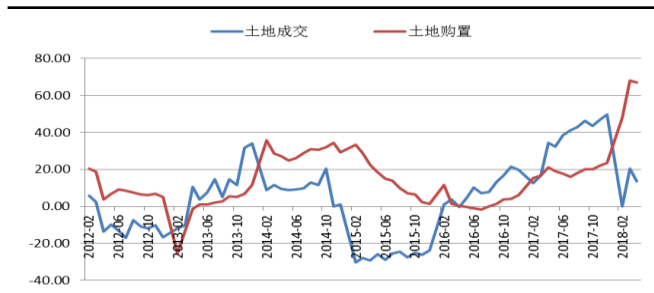
今年以来，房地产投资超预期增长，2018 年 1-5 月，房地产开发投资增长 10.2%，远高于 2017 年 7% 的增长。但上半年支持房地产投资增长的主要因素来自以土地购置为主要组成部分的其他费用的增长。2018 年 1-5 月，房地产开发投资中，其他费用同比增长高达 52.2%，较 2017 年 19.6% 的增长极具上升，而同期，建筑工程、安装工程同比分别下降 2.5%、7%，2017 年分别为增长 3.1%、1.9%（见图 9）。根据我国土地出让相关规定，土地出让成交后，50% 的土地价款可在一年内缴齐，致使土地购置增长通常滞后于土地出让一年左右，因此 2017 年以来，房地产开发投资中其他费用的快速增长是 2016 年以来土地成交快速增长的滞后反映，而 2017 年下半年开始，土地出让增长达到高点后增速显著放缓，由此预计其他费用增长将在下半年出现拐点（见图 10），同时，考虑到下半年其他费用增长基数较高，综合预计下半年其他费用增长将大概率出现放缓。

图 9：房地产开发投资各组成部分累计同比增长率（%）



资料来源：wind

图 10：土地成交与土地购置累计同比增长率（%）

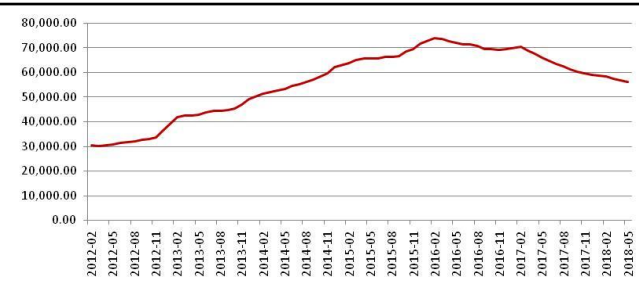


资料来源：wind

此外，2016 年以来，随着房地产市场去库存的推进，商品房待售面积持续负增长，至 2018 年 4 月，国内商品房待售面积降至不足 5.7 亿平方米，接近 2014 年下半年的水平（见图 11），房地产市场库存低位将带动未来房地产投资增长回升。但就下半年而言，由于受楼市调控与金融去杠杆的影响，房地产开发资金来源增长出现较为明显的下滑，1-5 月，房地产开发资金来源累计同比增长恢复至 5.1% 的年内高点，但仍 2017 年 8.2% 的增长（见图 12），由于资金增长通常对投资有半年左右的领先，上半年房地产开发资金增长的下滑或对下半年房地产投资增长的恢复形成抑制。预计下半年房地产投资增长延续回落，全年增长总体持平于 2017 年的 7%。

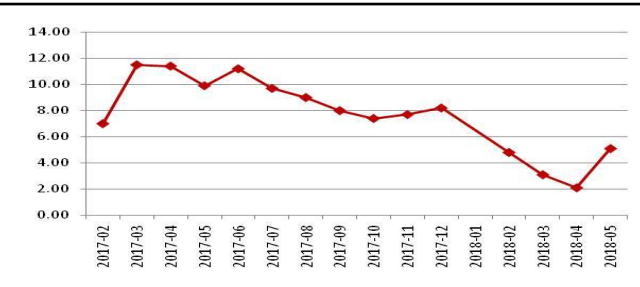
综合而言，下半年基建投资增长的回升总体可以抵消房地产投资增长的下降，但净效应对经济增长的拉动作用不大，在供给扩张放缓的背景下，下半年经济增长或将出现小幅的下滑，预计二季度 GDP 增长 6.8%，三、四季度 GDP 增长 6.7%，全年经济增长 6.7%。

图 11：商品房待售面积（万平方米）



资料来源：wind

图 12：房地产开发资金来源累计同比增长（%）

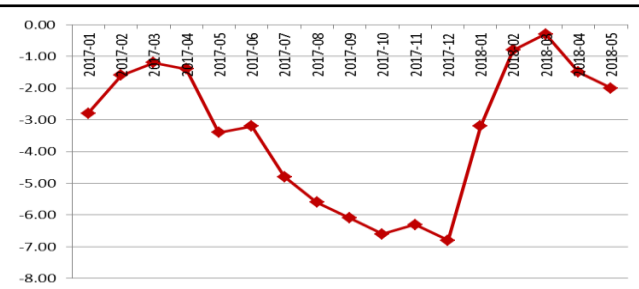


资料来源：wind

2.3 通胀阶段反弹 上涨趋势难现

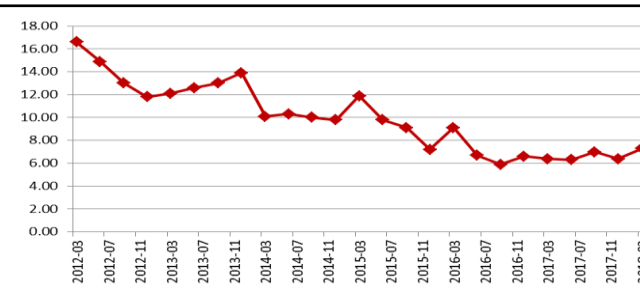
6 月，国内 CPI 同比、环比增长双双回升，其中，CPI 同比增长由 5 月 1.8% 升至 1.9%，环比降幅由 0.2% 收窄至 0.1%。支撑 6 月 CPI 回升的主要因素主要来自食品价格中猪肉价格的上涨。6 月，CPI 食品价格分别同比、环比分别由 5 月的 0.1%、-1.3% 回升至 0.3%、-0.8%，CPI 非食品价格同比、环比则分别持平于 5 月的 2.2%、0.1%。在 CPI 食品中，猪肉价格 6 月环比有 5 月的 -3.6% 回升至 1.1%，同比降幅由 -16.7% 回升至 -12.8%，是 CPI 食品增长回升的主要拉动力量。但猪肉价格回升的同时，生猪存栏 6 月同比降幅由 -1.5% 扩大至 -2%，环比由 -0.8% 进一步回落至 -1.9%（见图 13）这一方面表明 6 月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通胀预期依旧低迷。2017 年以来，随着猪肉价格的持续回落，猪粮比价持续下降，生猪养殖利润持续回落，至 2018 年 5 月，全国猪粮比价跌至 5.62 的 2015 年 3 月以来的低点，生猪养殖亏损额到达 300 元/头的历史极值，因此，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。

图 13：生猪存栏同比增长率（%）



资料来源：wind

图 14：农村外出务工劳动力月均收入同比增长率（%）



资料来源：wind

与此同时，2012 年以来，伴随工资增长的趋势性回落，国内 CPI 震荡中枢出现了同步的下降，2016 年下半

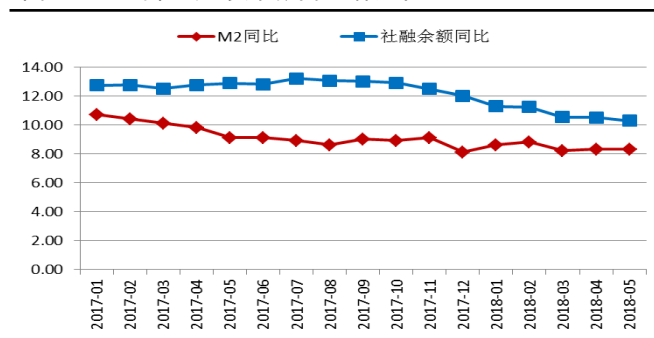
年以来，农村外出务工劳动力月均收入增长逐步稳定下来，但增长均值由 2012 年的 11% 降至 6.5%（见图 14），并由此导致 CPI 波动中枢由 2012 年的 3.5% 降至 2%，而 CPI 波动中枢的下移将抑制 CPI 反弹的高度，预计此轮 CPI 反弹的高点为 2.5%。

2.4 去杠杆施压经济 货币政策易松难紧

今年以来，伴随金融去杠杆的深入，信用收缩对经济的冲击显著加大，成为经济稳定的重要风险。2017 年以来，当局加大了金融部门去杠杆的力度，表外融资持续回表，通道业务持续收缩，导致银行流动性收紧，货币增长持续回落。而 2017 年，尽管货币供给增长放缓，但社会融资维持较快的增长，显示出实体经济并未受到金融行业去杠杆的影响。2017 年，M2 同比增长由 2017 年 1 月的 10.7%，跌至 2017 年 12 月的 8.1%，而社会融资余额增长由 2017 年 1 月的 12.7%，回升至 2017 年 9 月的 13%。但伴随货币增长的持续低迷，2017 年四季度开始，社会融资余额增长出现放缓，2018 年以来社融余额增长加速下滑，至 2018 年 5 月，社会融资余额增长降至 10.27%，为社会融资有记录以来的最低值（见图 15），显示出金融行业去杠杆已经对实体经济融资产生了不利的影响。

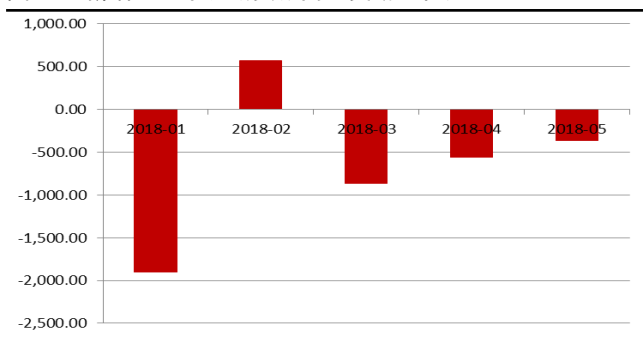
我国经济杠杆的积累始于金融危机后，由于政府为稳定经济而实施“四万亿”刺激计划导致银行系统流动性充裕。但 2012 年以来，由于供给侧改革的推进，重化工业大幅调整导致经济增长显著回落，高技术产业兴起初期尚未形成稳定的增长和盈利，由此导致实体经济优质信贷资产短缺，在此背景下，商业银行一方面将信贷资金大量投放至由政府信用背书但运行效率低下的国有企业中，导致总体工业企业杠杆率的上升，另一方面利用金融监管的漏洞，借助通道业务将信贷资金大量引入金融市场，推高金融杠杆，导致资金空转，造成经济风险。因此，本轮金融去杠杆的目标即是使金融市场中的空转资金重新回归银行体系，通过扩大信贷投放增强金融支持实体经济的能力。但今年以来，尽管表外融资持续回表，占社会融资总额的比重不断下降，但新增信贷中企业中长期贷款同比持续的少增（见图 16），这表明尽管随着资金回表，但银行体系对实体融资需求的支撑依旧不强，通过信贷支持企业提高盈利能力进而降低企业杠杆仍有待进一步的推进。

图 15: M2 与社会融资余额同比增长率 (%)



资料来源: wind, 一德研究院

图 16: 新增企业中长期贷款同比变动 (亿元)



资料来源: wind, 一德研究院

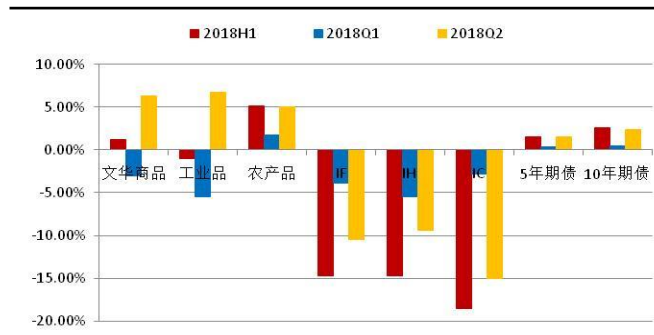
然而，随着 2018 年经济周期步入底部调整阶段（见一德期货 2018 年宏观经济年报），在投资需求及产能投

放增长均较弱的情况下，经济的稳定运行需要相对宽松的环境，而金融去杠杆导致的流动性及信贷的全面收缩对经济的平稳运行造成一定的风险，需要货币政策适度放松以稳定经济增长的需要。上半年，央行先后三次实施定向降准操作，扩充银行系统资金来源，以支持实体经济融资需求，预计在此背景下，下半年至未来 2-3 年，货币政策总体将持续宽松的基调，不排除下半年进一步降准的可能。

3. 货币边际宽松难敌通胀反弹压力 股指、商品向好债券市场承压

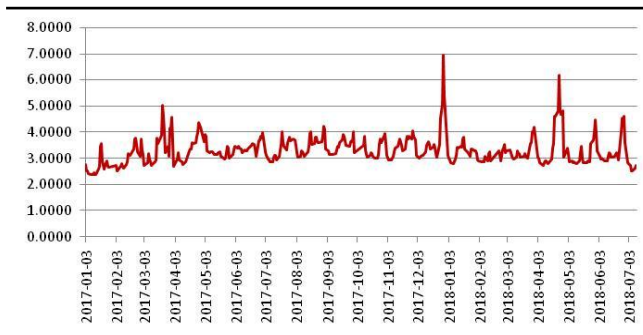
上半年，国内期货市场总体呈现债强股弱，商品居中的走势，但二季度以来，大宗商品价格强势上涨，领涨期货市场，债市涨幅有所扩大，而股指跌幅进一步扩大（见图 17）。今年以来，尽管货币供给增长延续回落，但随着表外资金回表及央行定向降准操作，银行体系流动性维持了稳定充裕，银行间 7 天回购利率中枢由 2017 年的 3.5% 降至 3%（见图 18），并由此支撑了债券市场的上涨。但同时，工业企业利润增长 2018 年出现的明显的下滑，至 5 月，尽管工业企业利润累计同比增长恢复至 16.5% 的年内高点，但仍不及 2017 年 21% 的增速，这表明上半年债强股弱的金融资产分化格局主要来自企业盈利增长下滑带来的估值压力，而去杠杆、贸易战等风险因素或在一定程度上加重了股指下跌的幅度。

图 17：上半年主要期货品种涨跌幅（%）



资料来源：文华财经

图 18：银行间 7 天质押式回购加权利率（%）



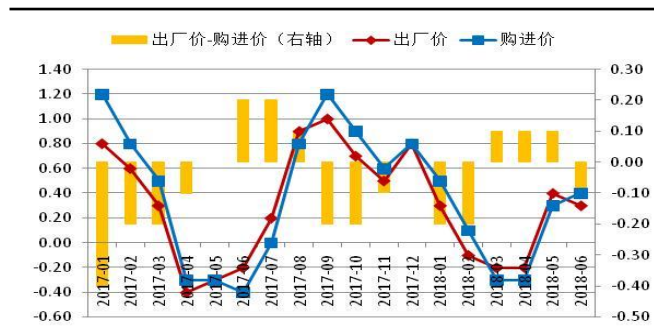
资料来源：wind

二季度央行货币政策会议提出“货币政策要松紧适度”、“保持流动性合理充裕”，释放出未来货币政策或进一步边际放松的信号，流动性的稳定充裕将总体上对金融资产形成支撑，但同时，如前所述，下半年，受供给收缩及猪价阶段反弹的影响，国内总体价格水平将出现回升，下半年经济面临通胀上涨的压力将对债券市场形成压制。进一步考虑到通胀的回升在一定程度上增加经济主体的现金需求，部分抵消流动性改善对资产价格的影响，由此预计下半年，相对于流动性的边际改善，通胀回升对金融市场的影响更加显著，债券市场基本面或有所转弱。

对于股票市场，上半年导致企业盈利下降的主要原因在于企业出厂价格的回落快于购进价格，导致企业成本压力增大，利润收缩。而从工业品出厂价格与购进价格的价差变化看，2017 年以来，工业品出厂价与购进价差通常在价格上涨的趋势中处于正值，即企业处于盈利，而在价格下跌趋势中为负，即企业处于亏损（见图 19），

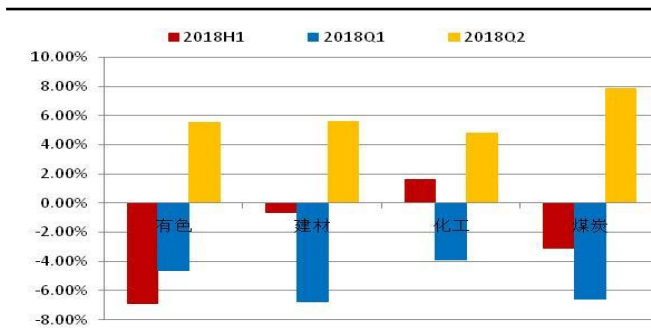
由此预计随着本轮 PPI 的反弹，下半年企业利润有望出现改善，在流动性预期宽松的条件下，股市估值亦存在支持，总体在盈利和估值上都有助于股指走势的回升。但由于本轮 PPI 的回升主因供给的收缩，在需求不能强劲恢复的情况下，预计本轮 PPI 的反弹将持续至三季度，由此带来对股指盈利的支撑预计将在年末逐渐减弱。

图 19：工业品出厂价与购进价环比增长 (%)



资料来源：wind

图 20：主要工业品期货指数上半年涨跌幅 (%)



资料来源：文华财经

今年以来，主要工业品期货中，除化工板块年内上涨外，煤炭、有色、黑色板块均出现不同程度下跌，其中，有色板块跌幅超 6%，跌幅居首。从上半年工业品期货的总体走势看，各主要板块均表现为一季度下跌，二季度强劲反弹的走势，同时，二季度的涨幅总体与一季度跌幅相当，即一季度跌幅较大的行业二季度反弹相对较强（见图 20），反映出重化工业产能出清后，产业价格围绕价格中枢震荡波动的常态走势。按照重化产业价格区间震荡的逻辑，本轮工业品价格的反弹高度应至少达到 2017 年以来的产业价格中枢，顶部区间或位于商品 2017 年中创下的高点附近。据此可知，截至 2018 年 6 月，主要工业品期货主力合约中，黑色上游原材料及有色金属价格相对偏低，未来上涨空间相对较大，化工行业总体价格走势较强，上涨空间相对较小（见表 1）。

表 1：2017 年以来主要工业品期货主力合约月均结算价距目标价位相对强弱分析

期货品种	均值	最高值	最低值	6月值	距均值涨幅	距高点涨幅
铁矿石	517	682	434	465	11.15%	46.75%
铝	14612	16511	13192	14,497	0.80%	13.90%
焦煤	1229	1379	998	1,226	0.23%	12.50%
锌	24030	26479	21551	23,787	1.02%	11.32%
LLDPE	9490	10093	8915	9,183	3.35%	9.91%
甲醇	2697	2979	2312	2,781	-3.04%	7.11%
焦炭	1892	2224	1535	2,089	-9.44%	6.48%
PVC	6551	7301	5789	6,891	-4.94%	5.95%
螺纹钢	3553	3943	2976	3,779	-5.97%	4.35%
聚丙烯	8764	9521	7729	9,207	-4.82%	3.41%
动力煤	601	660	517	640	-6.07%	3.15%
阴极铜	50263	54175	45505	52,560	-4.37%	3.07%
玻璃	1377	1479	1256	1,449	-5.02%	2.05%
PTA	5371	5740	4821	5,686	-5.53%	0.96%
沥青	2686	3152	2315	3,152	-14.76%	0.02%
铅	18583	20229	15958	20,229	-8.14%	0.00%

资料来源：wind，一德研究院

（注：表中价格为品种主力合约结算价月均值，统计时间区间为 2017 年 1 月至 2018 年 6 月）

从产业运行看，2018 年二季度以来，伴随工业品价格的上涨，除化工行业生产增长有所回落外，煤炭、黑色冶炼行业产出持续加速增长（见图 21），与宏观层面上 PPI 的反弹同时工业产出增长放缓的走势相背离。但其

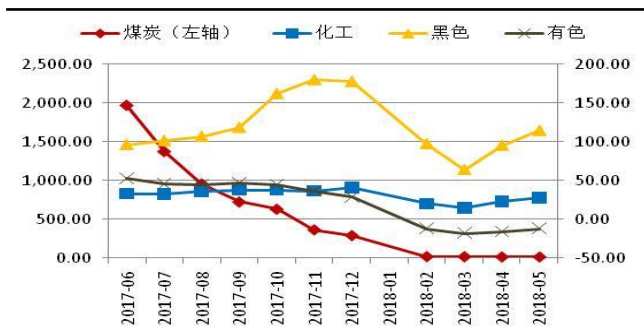
中，随着 2017 年四季度工业品价格增长转入调整，有色产业尽管产出维持较高增长（见图 21），但利润同比 2018 年以来出现下降，反映出有色行业的运行周期略落后于总体工业产业（见图 22），而有色行业利润增长的回落将对未来有色行业生产形成较强的抑制，对有色行业价格形成较强的支撑。此外，化工行业 2018 年以来利润增长降幅较小，相较 2017 年，目前仍维持较快的增长，同时，化工行业生产增长相对较快，未来价格可能面临产出扩张的压力，抑制化工产业反弹的力度，亦符合当前化工市场价格的相对表现。但对于本轮反弹较强的煤炭行业而言，今年以来，尽管行业利润增长大幅回落，但煤炭生产出现持续的加速，利润增长下滑对产出的抑制作用并不显著。二季度以来，煤炭行业表现出产出、价格增长的同步加速（见图 21、图 22），与总体工业行业量价走势存在较大差异，显示出煤炭价格上涨中受到了需求增长的拉动，而同期，其下游黑色产业产出增长同步出现持续加速（见图 21），或是造成煤炭价格受供应影响较小的原因，但随着黑色行业出扩张的放缓，煤炭行业需求端支撑减弱，供给端对煤炭价格的压力将逐步显现，因此，尽管黑色产业上游煤炭价格存在较大上涨空间，但其边际风险大于有色行业。

图 21：主要重化行业工业增加值累计同比增长率（%）



资料来源：wind

图 22：主要重化行业利润总额累计同比增长率（%）



资料来源：wind

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