

# 资金制约，结构分化

韩业军

期货从业资格号：F0273312

投资咨询从业证书号：Z0003142

审核人：彭刚

2024年4月12日



# 目录

CONTENTS

- 01 短期关注国内建筑链条资金
- 02 中期关注美国经济软着陆
- 03 长期关注“二次滞胀”冲击

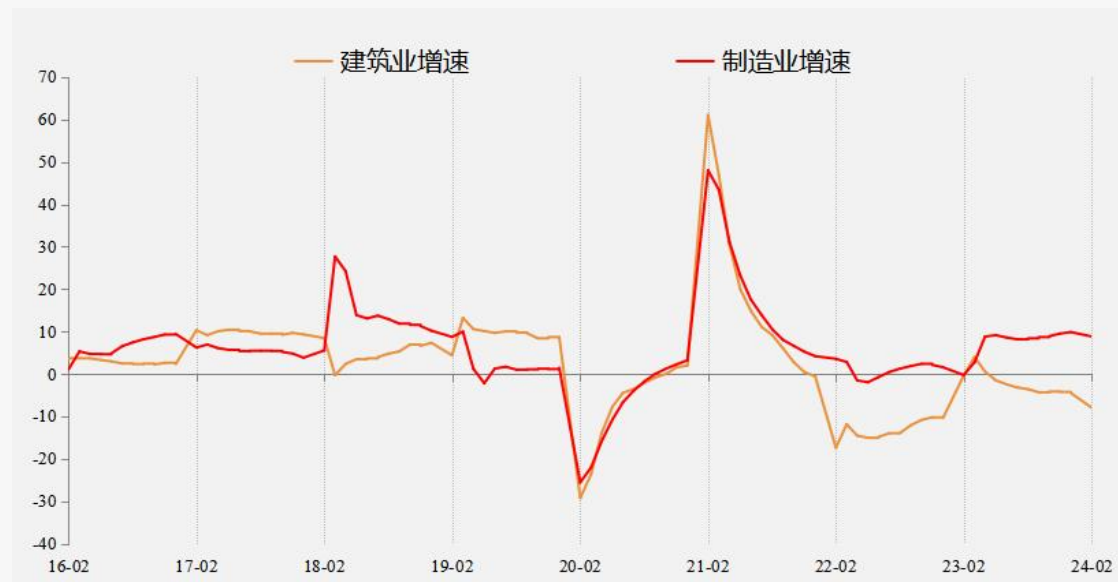
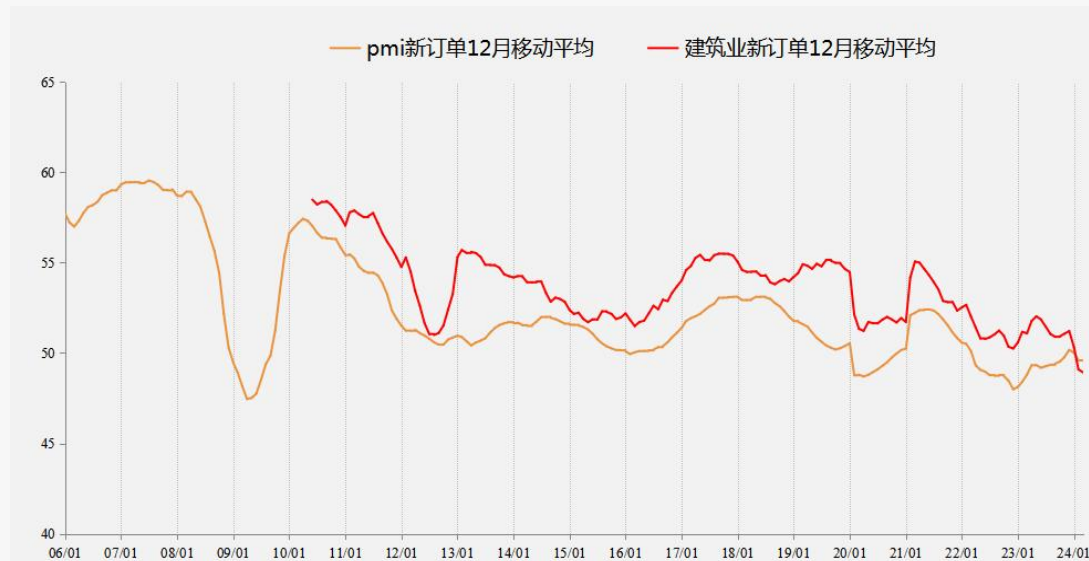
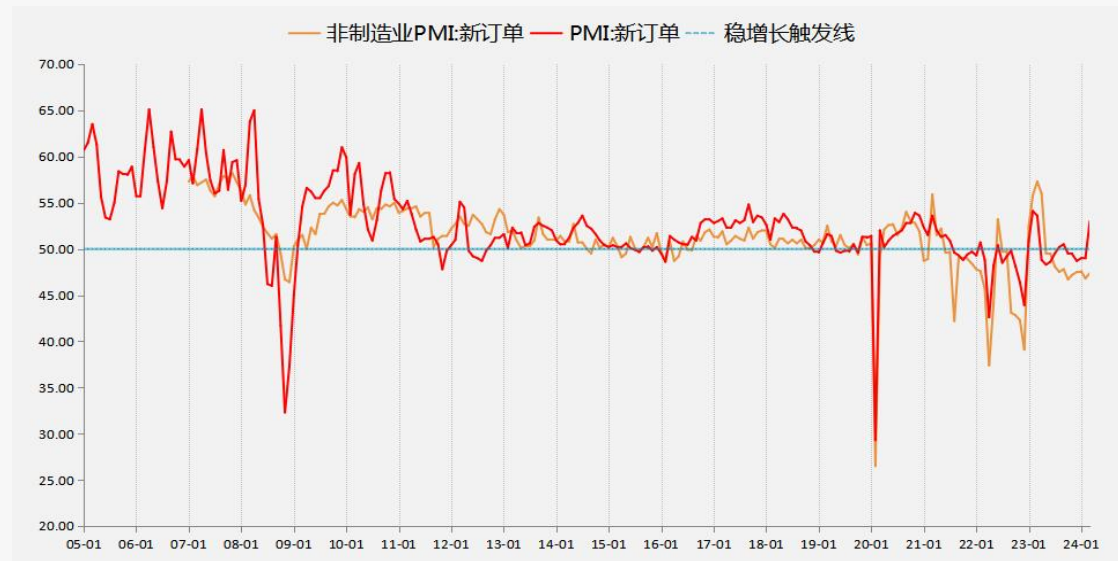
01

## 短期关注国内建筑链条资金

---

---

# 国内经济和需求结构分化



- 制造业PMI新订单反弹至50上方，非制造业表现仍偏弱。
- 建筑业PMI新订单趋势下滑明显，制造业趋势偏稳定。
- 黑色产业建筑需求负增长扩大，制造业需求延续韧性。

# 工业企业利润仍在修复

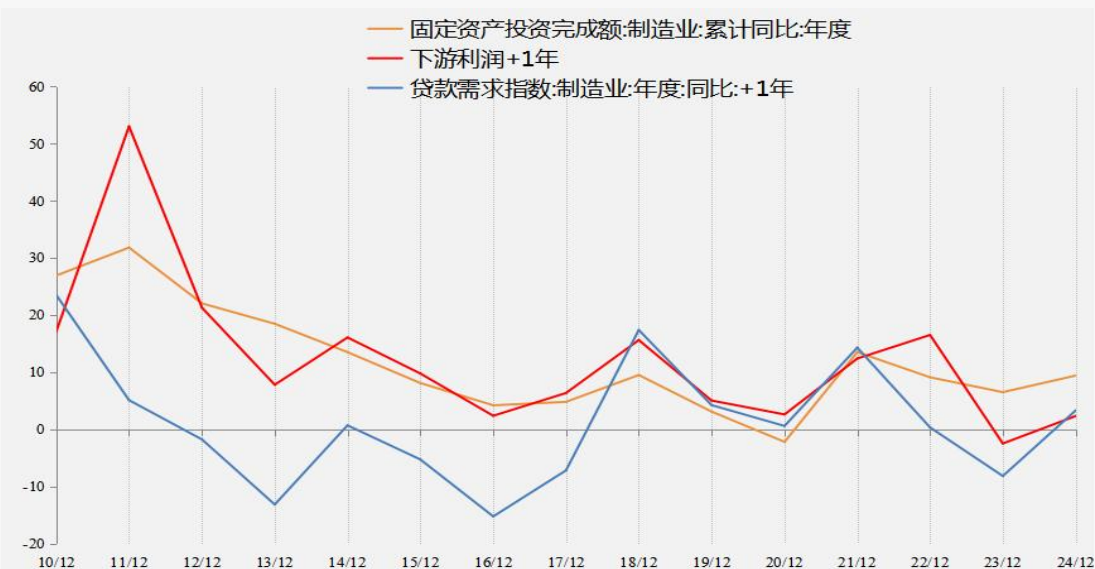
- 工业企业利润和收入都延续修复态势。
- 利润领先指标延续向上态势。



资料来源：万得、一德期货黑色事业部



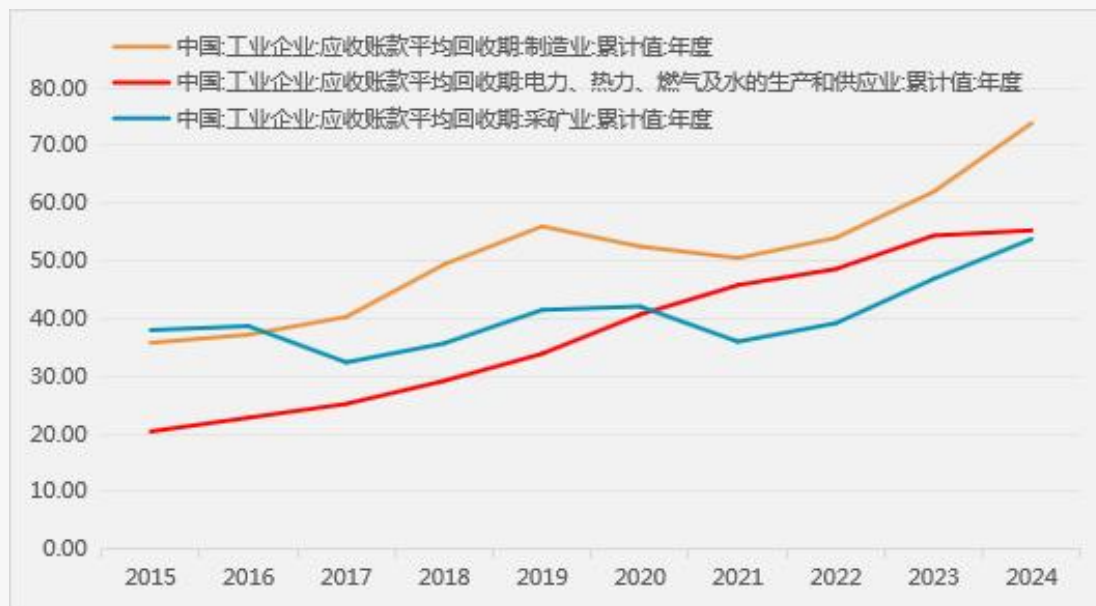
# 利润改善利于制造业补库和制造业投资稳定



- 工业利润领先原料库存。
- 工业企业主动补库节奏反复。
- 制造业下游利润领先制造业投资。
- 制造业投资仍有政策支持--新型工业化和设备更新。

# 工业企业的问题在于账期持续上升

- 工业企业账期持续上升。
- 私营企业再创新高。
- 制造业账期已上升至高位。
- 基建相关工业和采矿业账期也在上升，但幅度偏低。
- 账期拉长意味着资金周转效率下降，不利于制造业开启主动补库周期。



# 建筑为何弱势之房企销售仍差

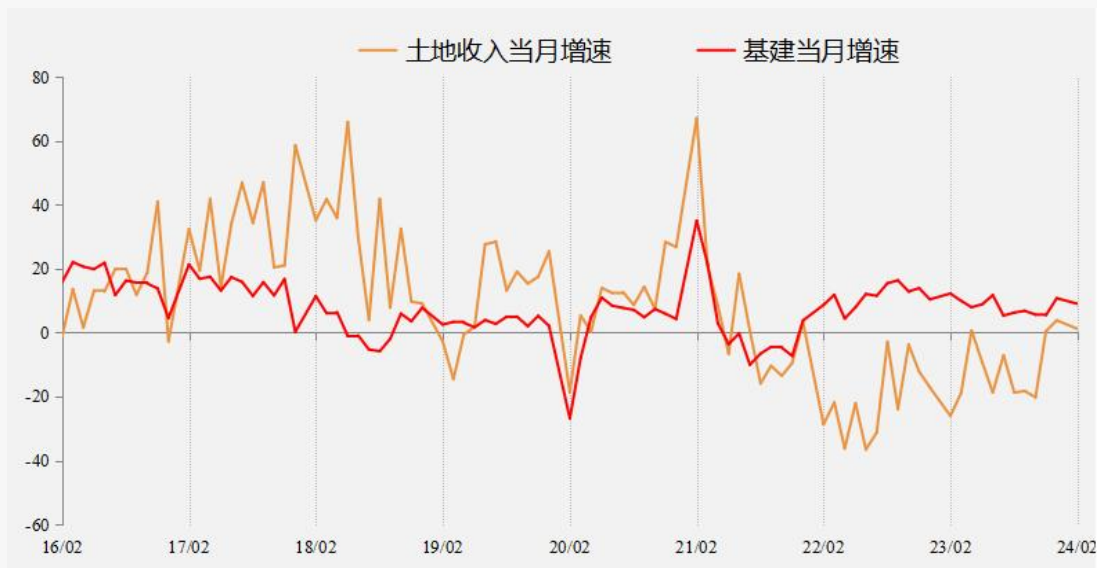
- 房企销售表现仍低迷，1-3月负增长再度扩大。现房销售明显好于期房，居民对房企烂尾风险担忧尚未解除，现房销售占比在20%左右。
- 销售不转好，房地产恶性循环难破，房企资金压力就难缓解，房企暴雷风险进一步加大。
- 现房库存过高占用房企资金，抑制期房购买信心，消化库存政策有待加强。



资料来源：万得、一德期货黑色事业部



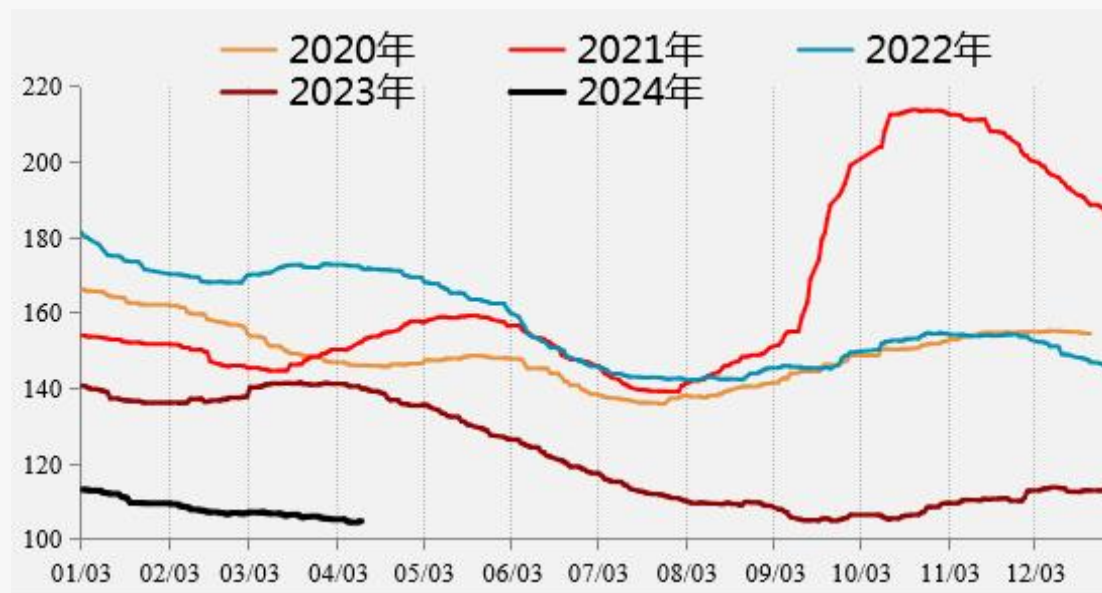
# 建筑为何弱势之中央层面资金支持力度偏弱



- 地方政府土地收入仍将受到拖累。
- 偿债压力逐步上升和化债压力逐步加大。
- 基建资金需要中央层面的支持，基建的资金来源不能仅关注土地收入和地方债券，需要关注国债、政策金融债和专项债的净投放力度。
- 1季度中央层面净投放显著偏低，2季度大概率会加快净投放力度。

资料来源：万得、一德期货黑色事业部

# 建筑链条资金到位情况如何观察？



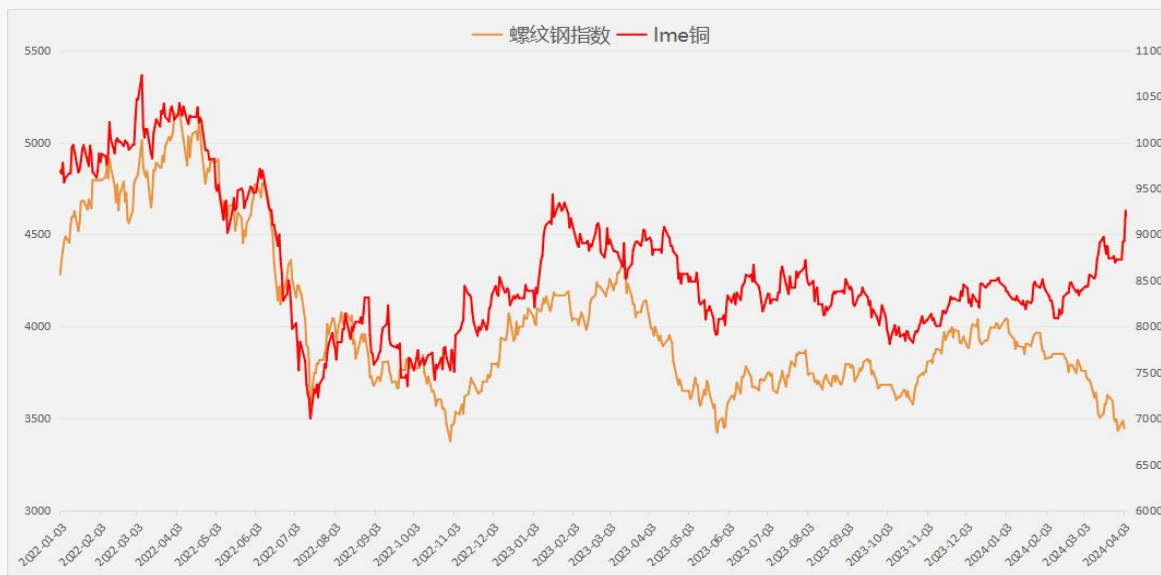
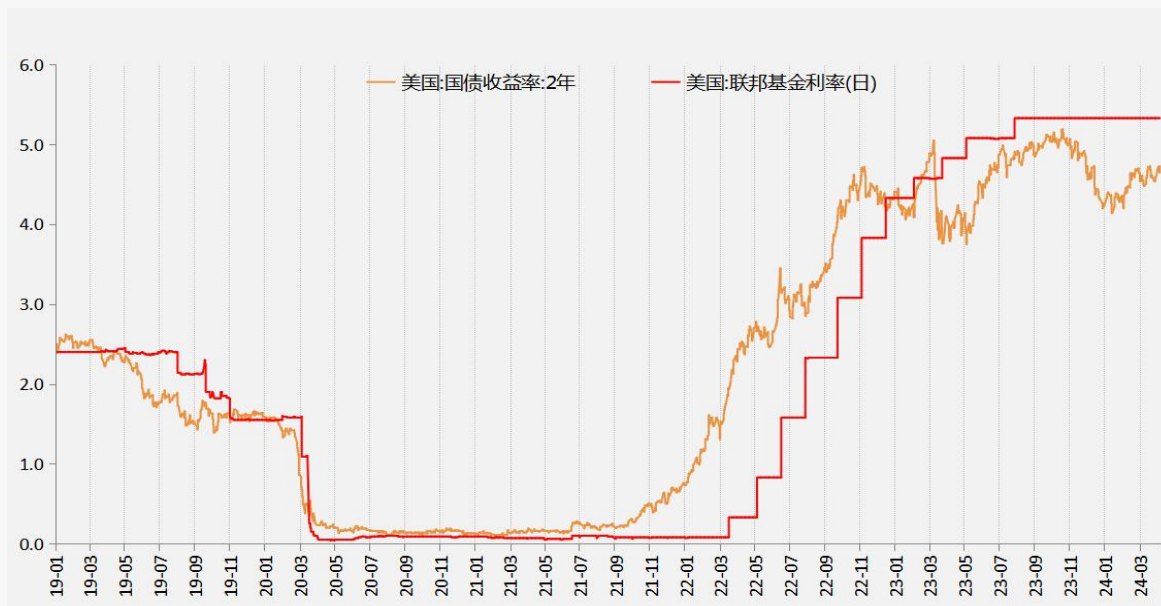
资料来源：万得、一德期货黑色事业部

02

中期关注美国经济软着陆

---

# 美联储降息预期持续修正

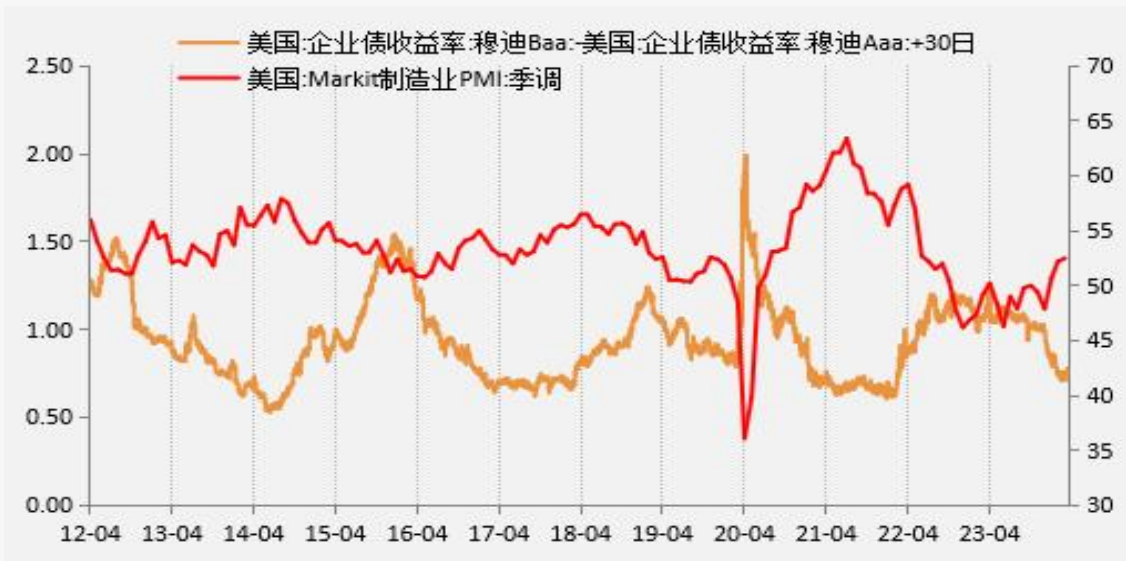
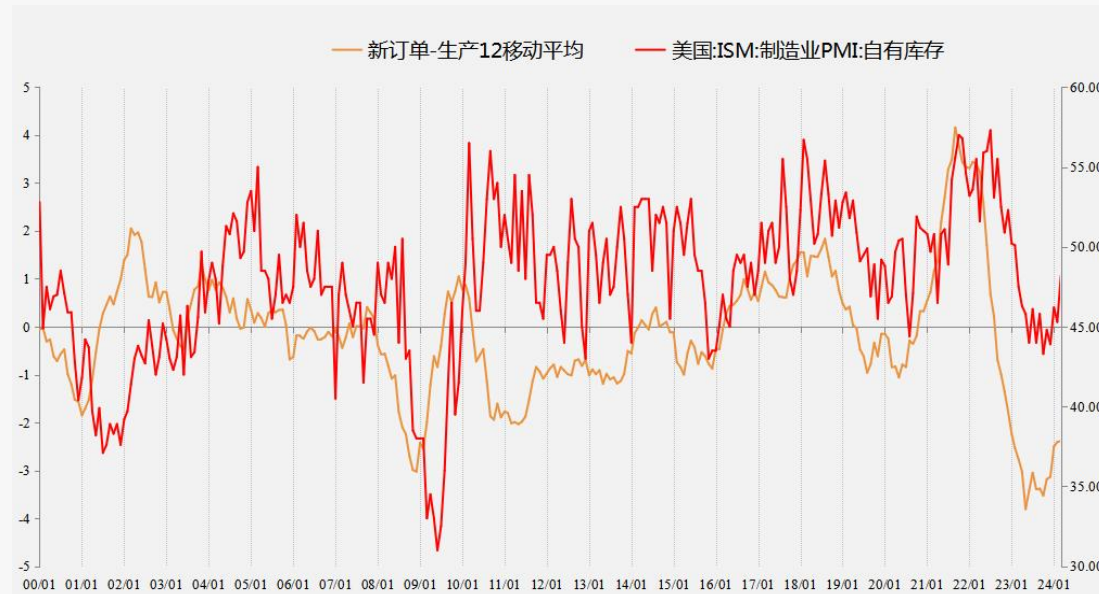
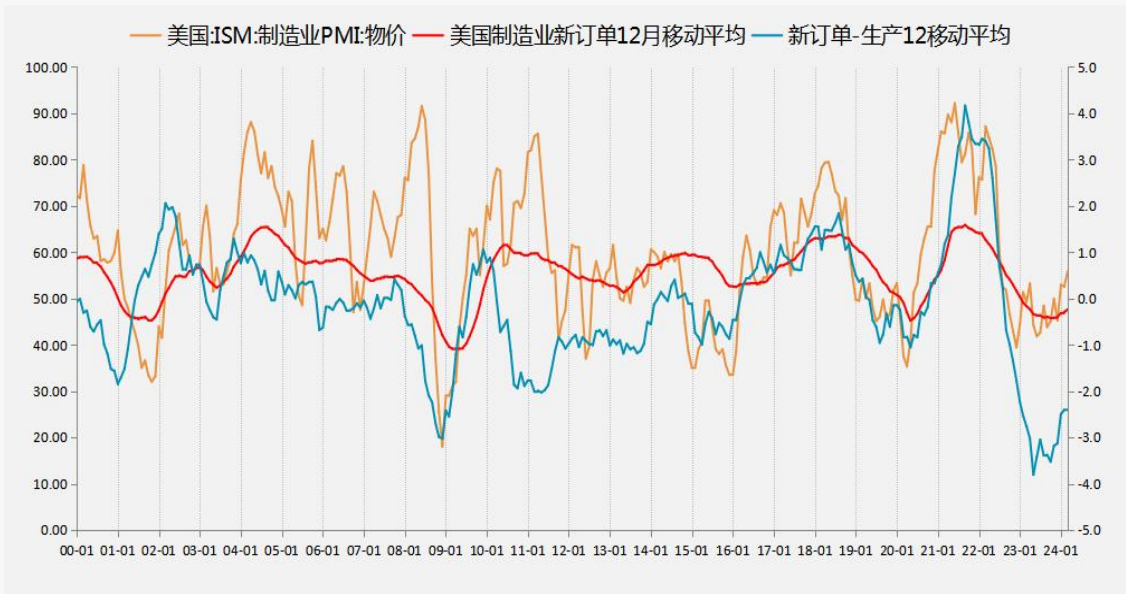


- 美联储降息预期持续修正。
- 美联储降息预期与黑色负相关。
- 黑色与铜的走势分化。

资料来源：万得、一德期货黑色事业部



# 美国经济软着陆预期增强

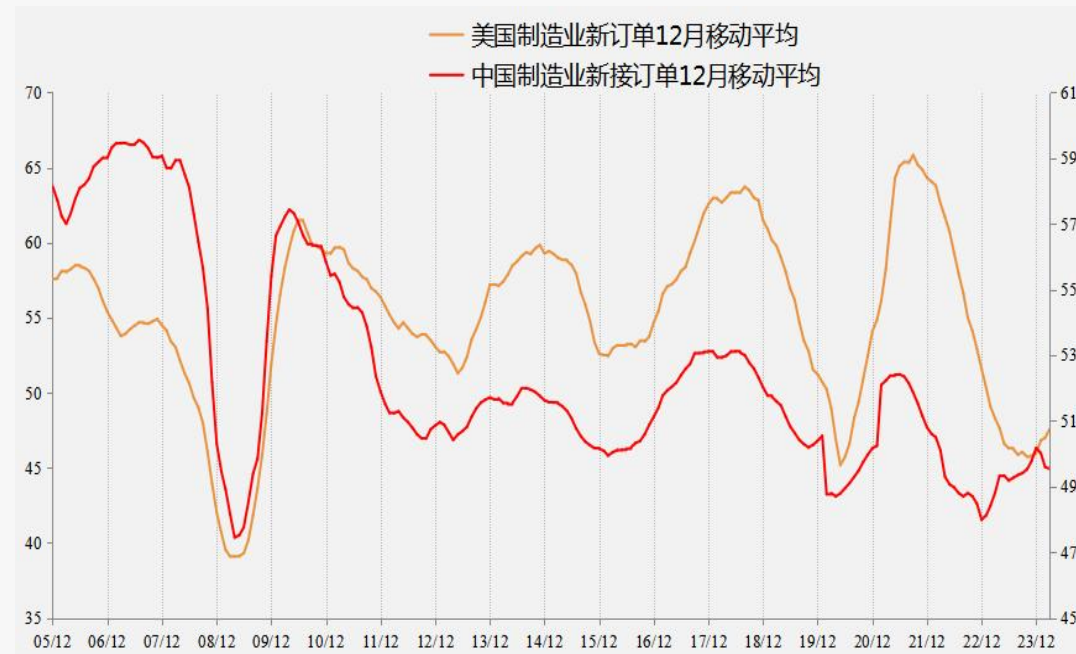
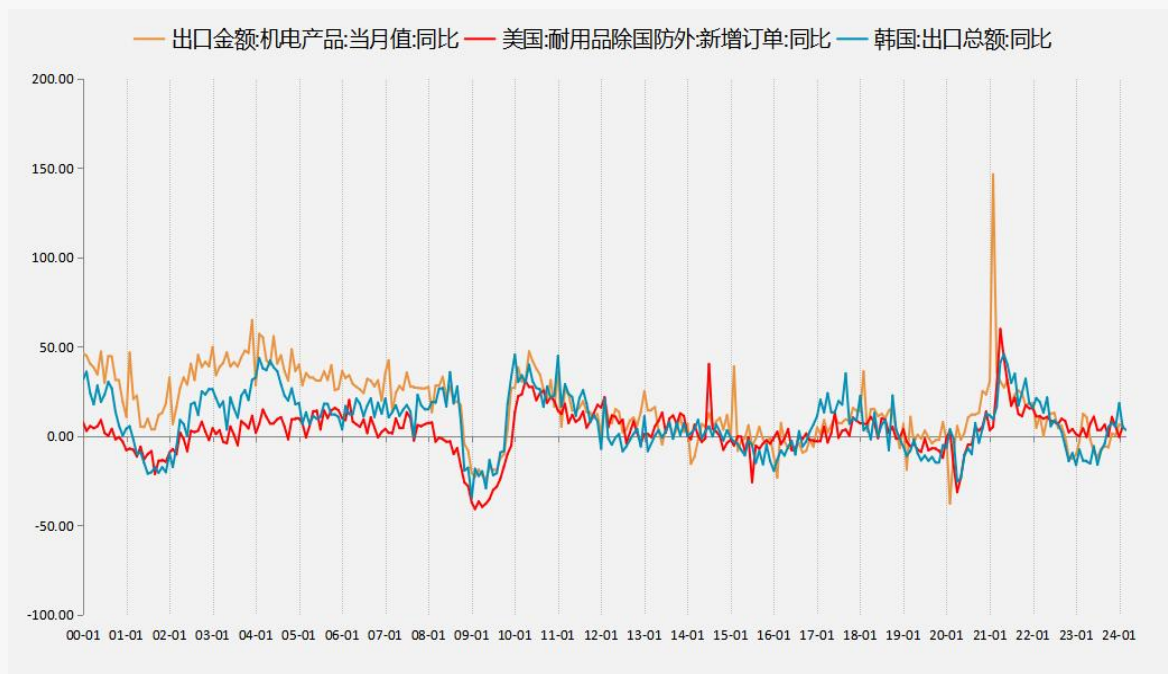


- 美国制造业PMI持续回升，新订单、产出缺口、物价都在回升。
- 美国制造业主动补库存预期在强化。
- 美国企业信用利差持续走低，市场对美国经济软着陆的预期逐步增强。



# 美国制造业周期回升利于提升国内制造业韧性

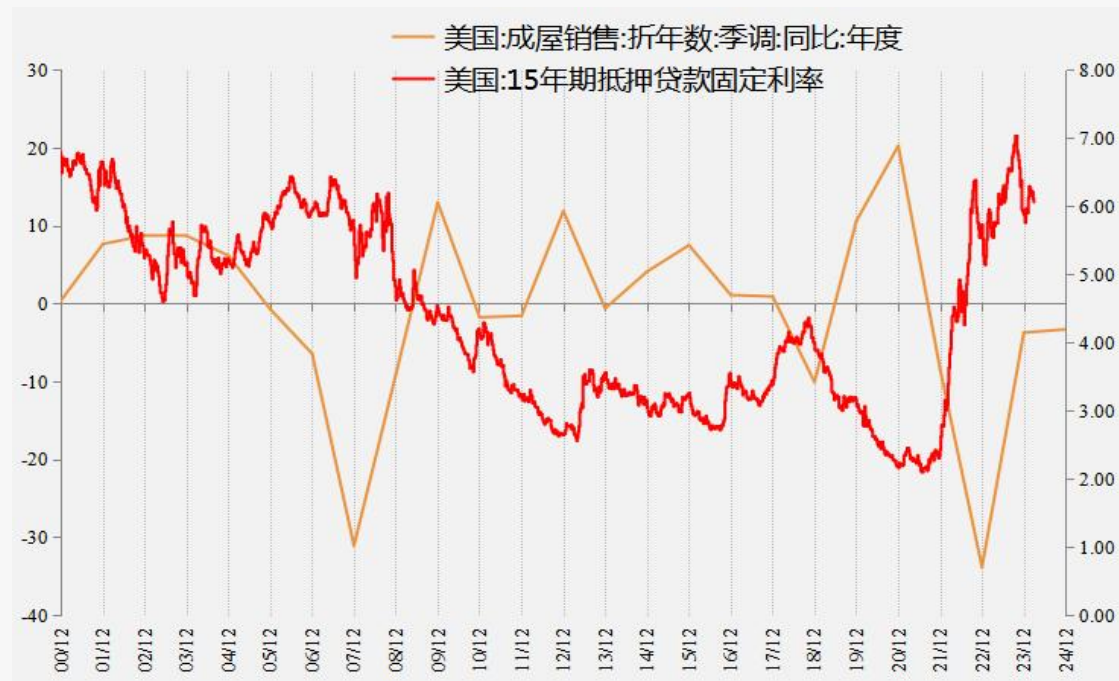
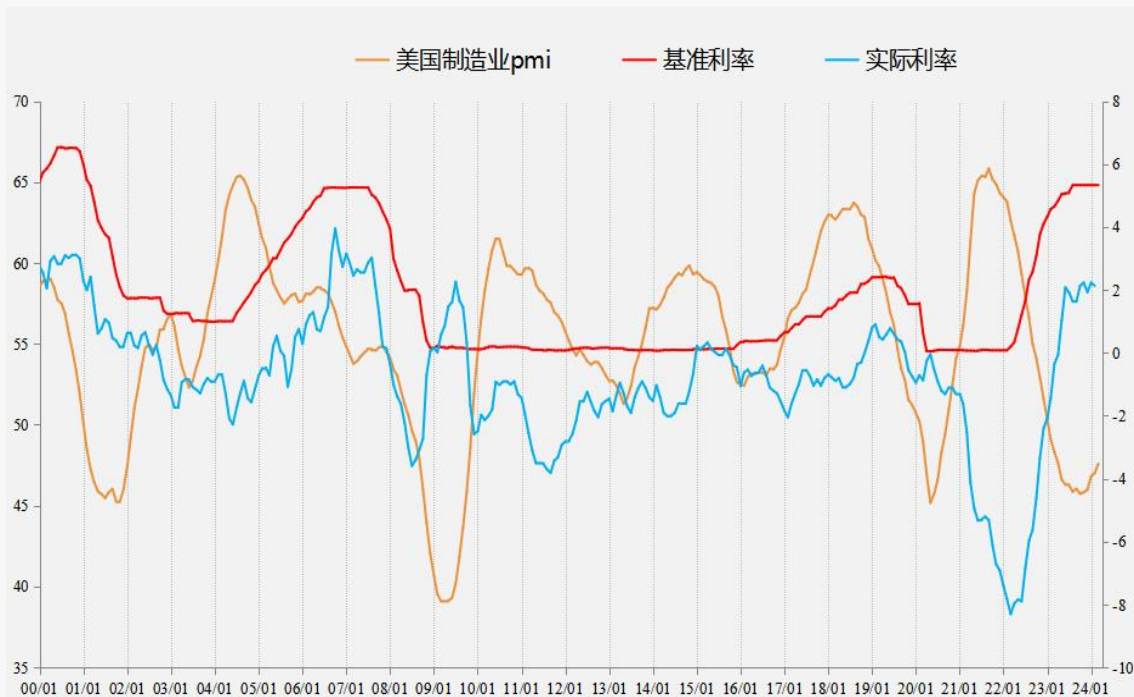
- 美国制造业上升期，国内制造业表现亦偏强。
- 国内制造业相关出口和全球耐用品周期偏同步。



资料来源：万得、一德期货黑色事业部

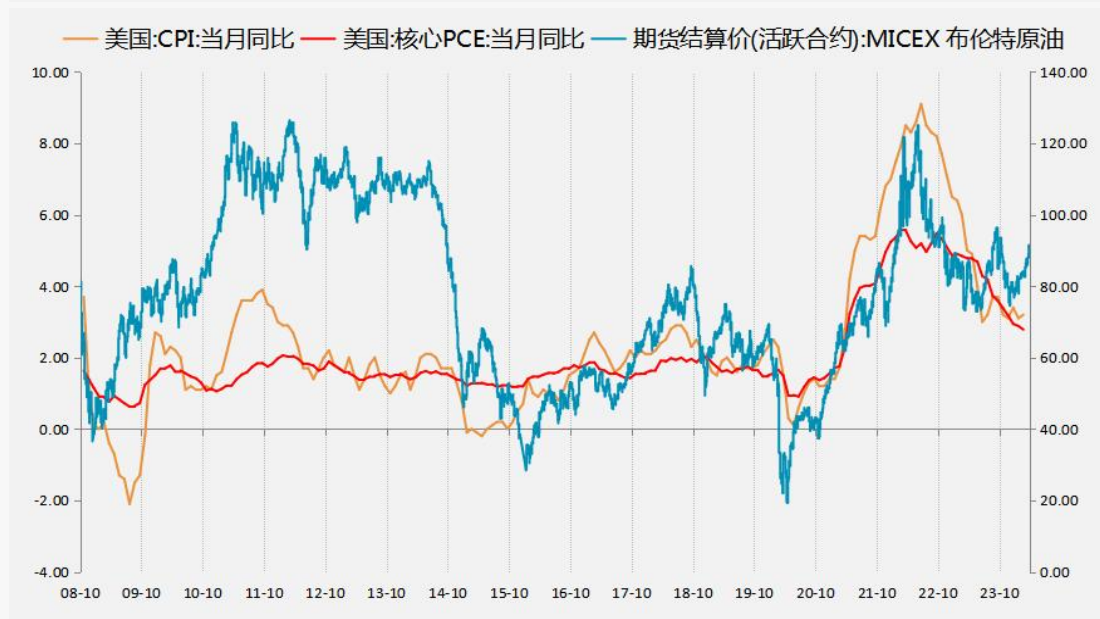
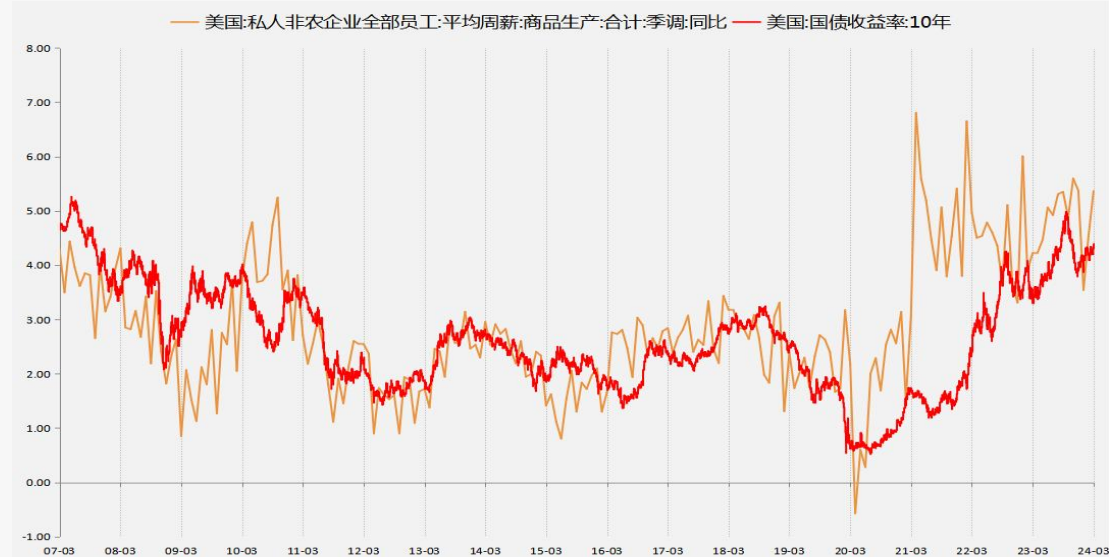
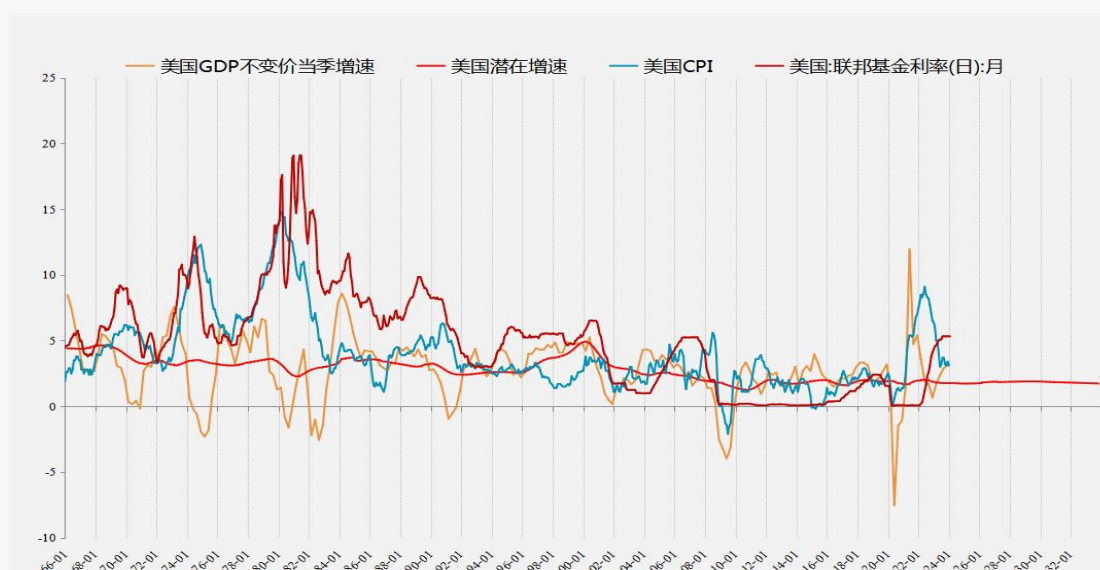
# 高利率或抑制本轮美国制造业周期回升高度

- 美国房屋销售和房贷利率负相关。
- 制造业回升周期需要实际利率下行配合。



资料来源：万得、一德期货黑色事业部

# 短期美联储或难降息



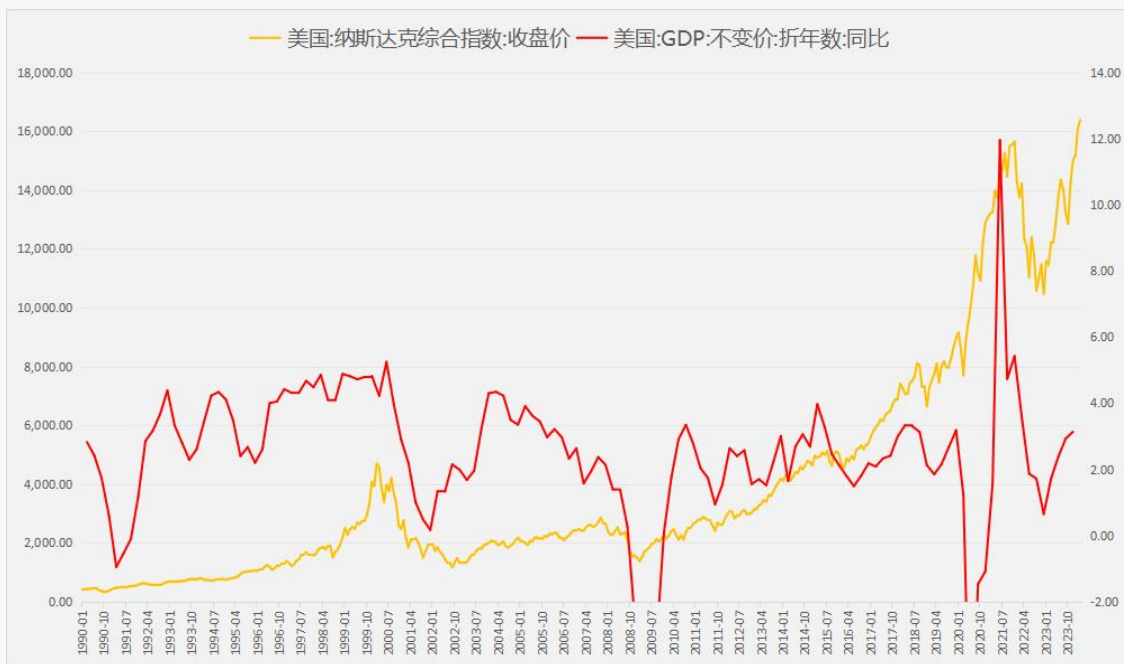
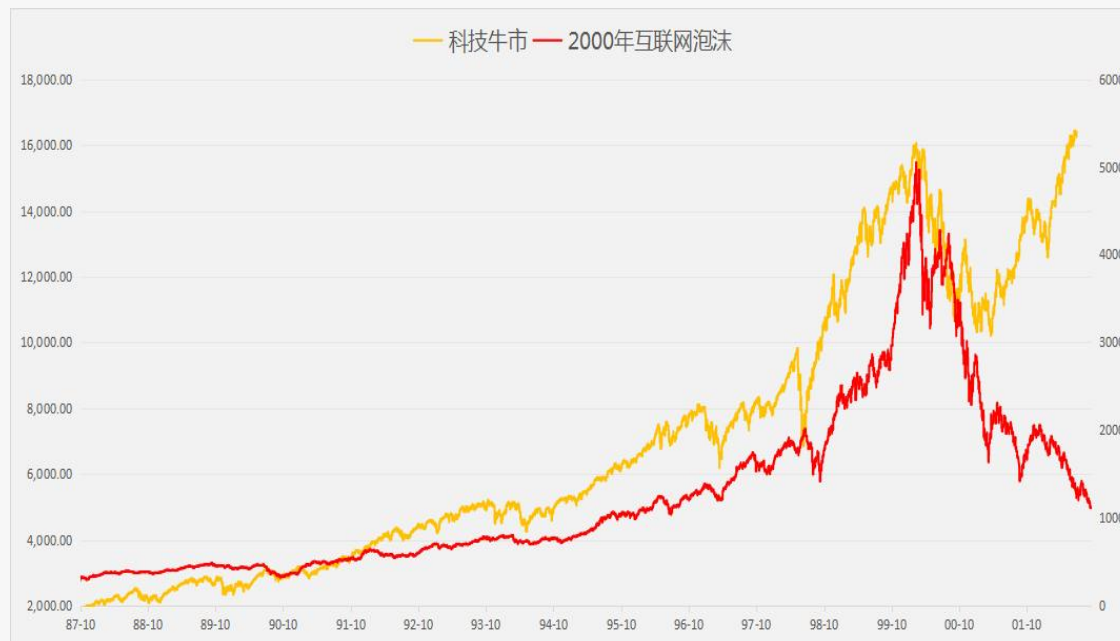
- 美国经济增速仍在潜在增速上方，稳增长暂不是美联储关注重点，通胀仍是短期关键。
- 商品生产相关企业员工工资收入和10年期国债收益率运行重心基本一致。
- 近年原油绝对价格和美国CPI走势趋同。

资料来源：万得、一德期货黑色事业部



# 美联储超预期降息的潜在触发条件

- 美国股市大跌期间，美国GDP会快速下行。
- 本轮科技牛市和2000互联网泡沫有相似性，是否会有二次下跌值得关注。



资料来源：万得、一德期货黑色事业部

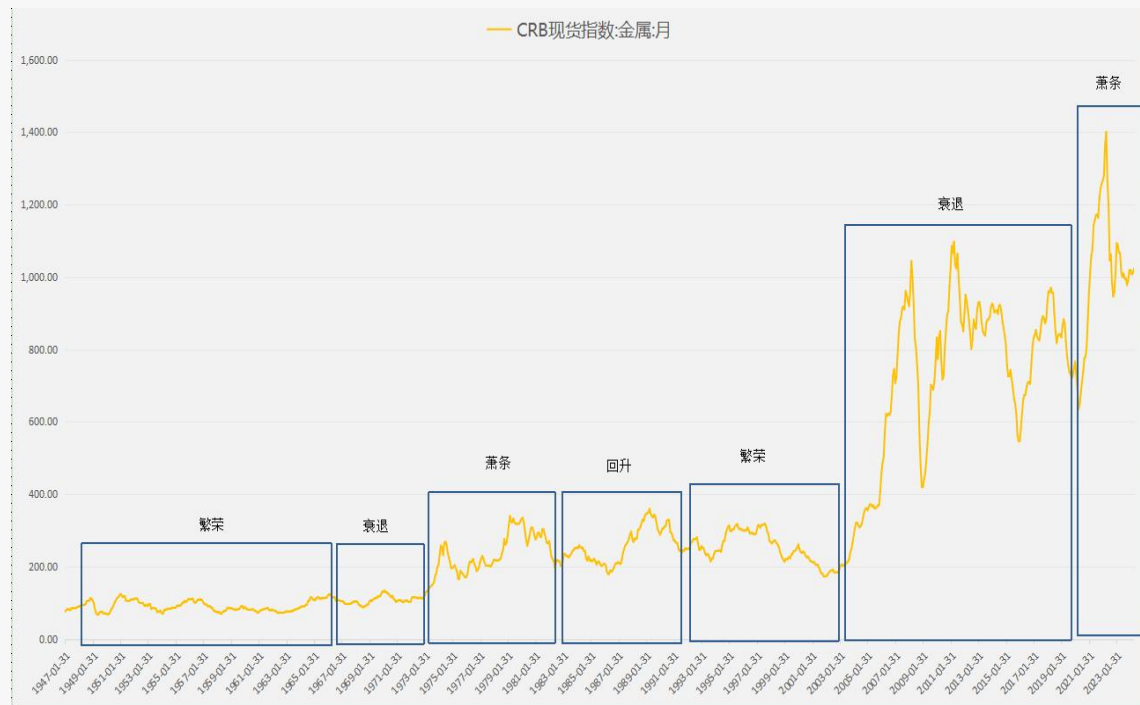
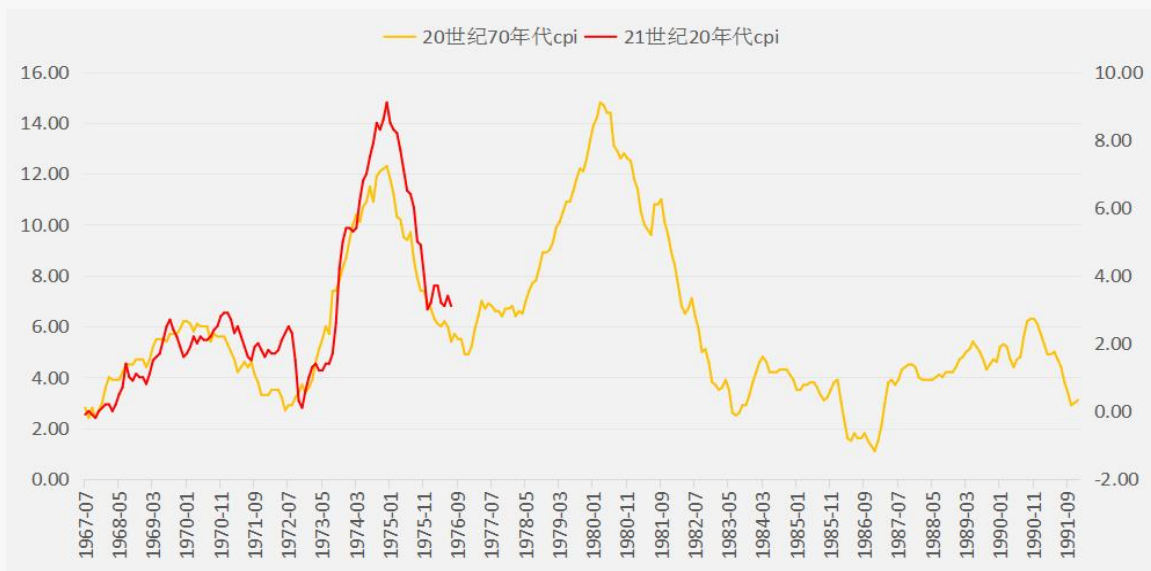
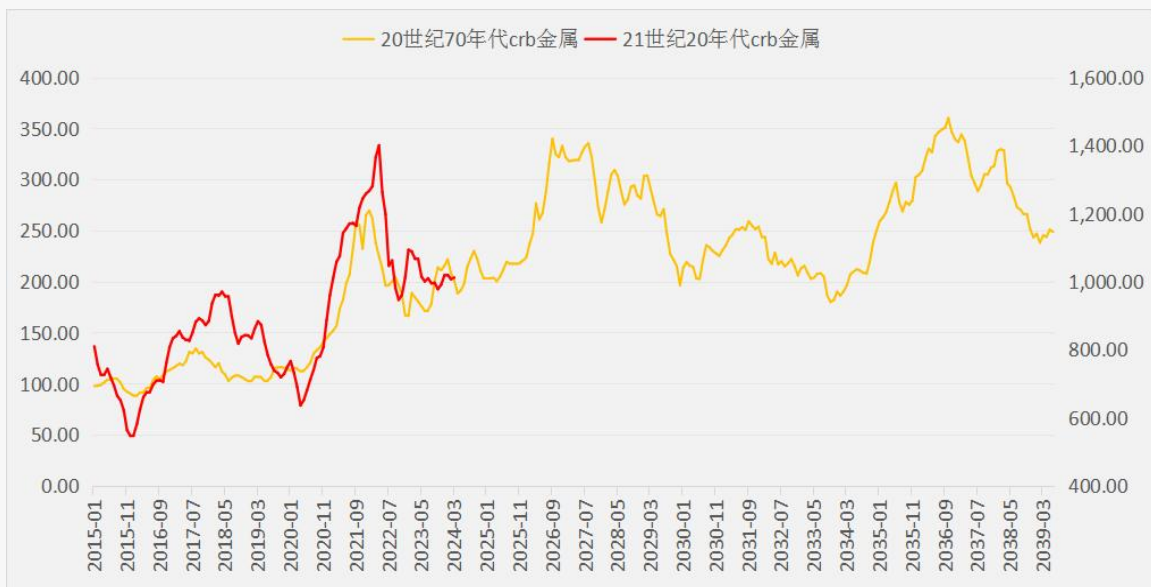
03

长期关注 “二次滞胀” 冲击

---

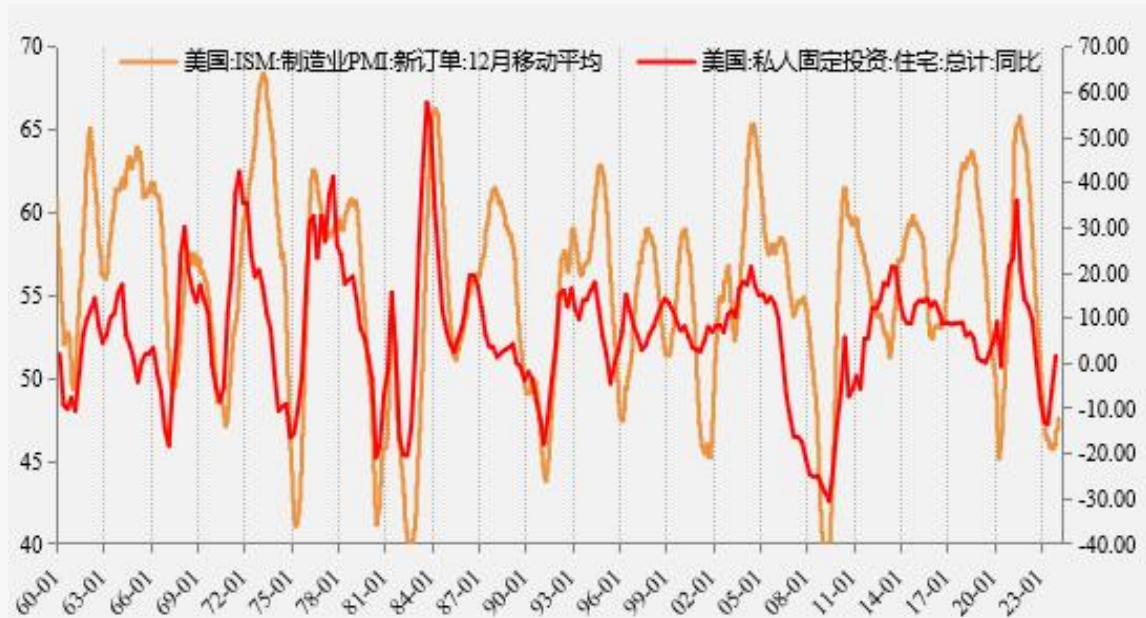


# 相同的康波萧条，相似的价格走势。



- 康波周期是主导国的康波，第五次康波周期的主导国仍是美国。
- 目前处于第五轮康波周期的萧条期，1970年代处于第四轮康波周期的萧条期。萧条期必有一次冲高回落。
- 目前CRB和美国CPI走势都和1970年代相似，“二次滞胀”是否会来？

# “二次滞胀” 高度取决于触发条件共振力度

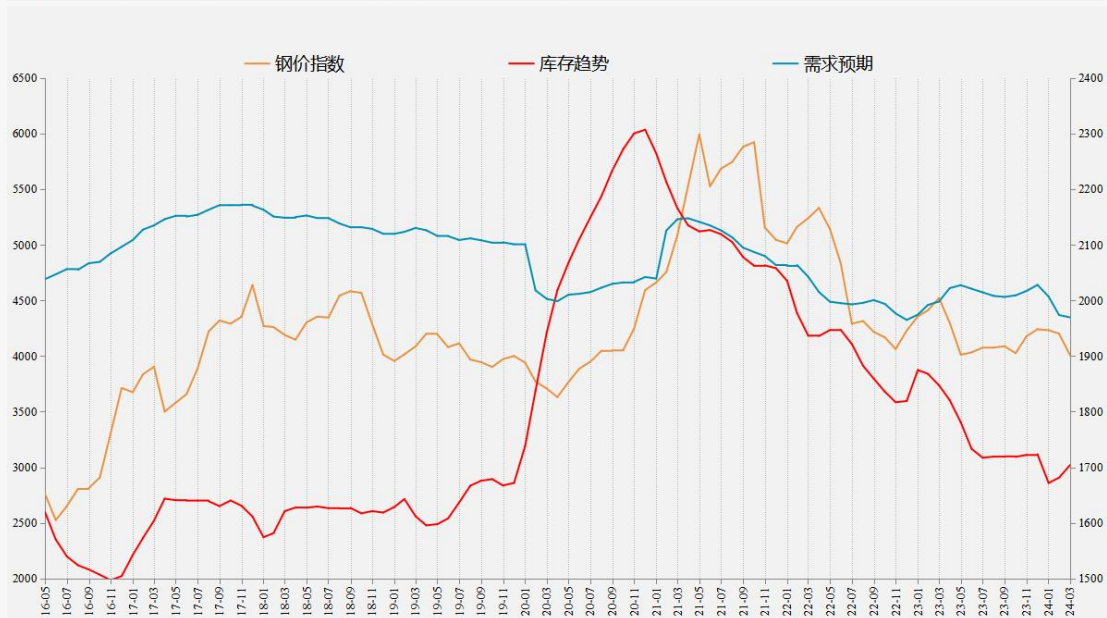
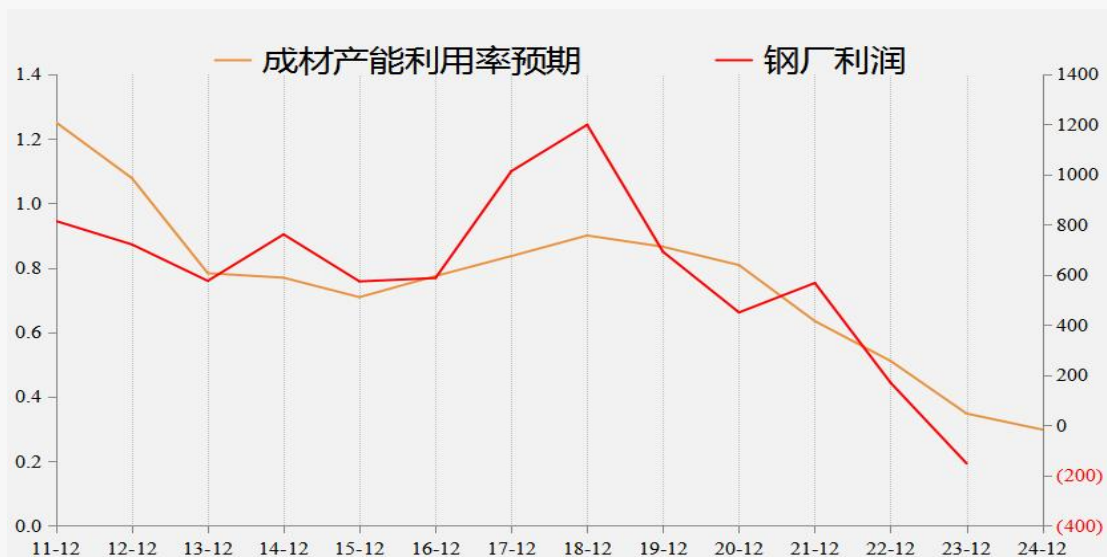


- 1970年代处于美国房地产周期的上升阶段，目前处于美国房地产周期的上升阶段。
- 1970年代处于初级商品产能周期的上升阶段，目前处于下行阶段。
- 1970年代处于超级周期的下行阶段，目前处于超级周期的上行阶段。
- 1970年代的上涨都有涛动周期上升的配合，目前涛动周期有筑底迹象。
- 1970年代的上涨都有耐用品周期上升的配合，目前耐用品周期也有回升迹象。
- 1970年代供给端有地缘政治的故事，目前地缘政治亦不稳定。

资料来源：万得、一德期货黑色事业部



# 黑色产业产能周期和库存周期处于的位置



- 成材产能周期仍处于下行趋势，矿石产能周期也将进入下行趋势，但出现反复。
- 若成材端没有限产政策，钢厂利润仍难言好转。
- 成材库存趋势持续下降，价格弹性逐步加大。
- 成材需求趋势再度反复，价格上涨需要需求周期开启上行趋势。
- 需求周期上行的幅度取决于国内建筑需求改善力度和制造业能否国内外共振补库。

资料来源：万得、一德期货黑色事业部

# 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”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由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。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。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。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)