



海内外资产走势面临方向选择

摘要

全球股票市场乐观情绪仍将持续，A股再一次面临3300点考验。发达国家股市目前仍看不到反转的迹象，在2016年四季度以前有宽松货币政策的支撑，之后则由经济复苏预期接力，所以除非短期内出现货币政策过快收紧与经济意外大幅下挫同时发生，股市的方向才会发生转变。A股方面，由于上半年宏观经济数据亮眼，企业半年度业绩不会差，尤其是与大宗商品和基建相关的龙头企业业绩大概率超预期，同时随着1、2季度市场对于政策调控的恐慌心理过去之后，中小创业板迎来反弹的几率较高，我们认为A股继续上行的概率较大。

受通胀预期上升影响，国内债券利率出现分化。由于资金面相对宽松，近期短期利率大幅回落，而长期利率则缓慢上升。这主要是由于近期蔬菜价格出现了直线上涨的趋势，未来如果进一步上升，将会拉动CPI同比涨幅。同时7月份以来大宗商品价格也屡创新高，这很可能将引发下游产品价格新一轮的涨价。鉴于此，我们认为长端利率大幅下行的可能性较小，不排除进一步上升的可能。

商品维持牛市判断。目前基本面没有发生变化，但短期可能出现一定程度的回调，中钢协8月10日发布的会议通稿对市场形成了一定扰动，但是去产能和环保政策的大方向没有变，近期电解铝行业也拉开了去产能的序幕，加之基建和房地产投资仍较乐观，我们仍维持商品下行有支撑，上行不言顶的判断。

海外债券和外汇市场面临调整。目前发达国家经济复苏仍较疲弱，欧元区短期内收紧货币的可能性较低，所以欧元和美元存在过分高估和低估的情况，相对于基本面来说，债券利率和货币汇率存在需要纠正的因素，美德10年期国债利差重新走阔的可能性较高，此外美联储缩表的影响目前尚没有反映在长期利率和外汇走势里面，所以我们认为美元指数会在92附近筑底，如果未来美国政府的刺激政策有起色，美元可能会迎来较大幅度的反弹。

黄金不存在牛市基础。近期受中印边境冲突和美朝互怼升级影响，黄金走出一小波反弹走势，目前仍考验1300美金的关键阻力位。短期来看，如果地缘政治冲突得不到缓和，那么黄金可能还有进一步上涨空间。从经济基本面和中长期走势来看，目前全球经济正处于一个货币政策收紧、实体经济缓慢复苏的转折期，在这一背景下黄金缺乏大牛市的基础，大涨的可能性很低。

南华期货研究所

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

海内外资产走势面临方向选择

A股大盘指数面临方向选择。国内金融市场方面，可以看到上证综指在8月2日触及3300点的关键阻力位之后，一直处于盘整之中，而本周受到美朝冲突升级的影响，全球股票市场暴跌，A股也受到波及，如果美朝冲击继续升级甚至发生战争的话，全球股票市场将面临一次大幅调整，但我们认为这种情况发生的可能性极低。抛开地缘政治风险影响的话，近期市场上充斥着大量关于新周期的争论，这可能对A股走势和市场心理有一定影响，但这种影响是次要的，股票价格涨跌的核心在于企业盈利，商品价格涨跌的核心在于供需关系，所以股票市场如果要进一步突破前高，需要得到上市企业中报业绩的确认，由于上半年宏观经济数据亮眼，企业的半年度业绩也不会差，尤其是与大宗商品和基建相关的龙头企业业绩大概率超预期，同时随着1、2季度市场对于政策调控的恐慌心理过去之后，中小创业板迎来反弹的几率较高。

图1、上证综指走势图



资料来源：文华财经 南华研究

受通胀预期上升影响，债券利率出现分化。债券市场方面，近期可以看到一个风格的转换，也即短期利率大幅回落，而中长期利率仍出现了一定的回升，短期利率的回落主要是由于资金面相对宽松，而长期利率的缓慢上升则耐心寻味。可以看到这一趋势刚好发生在6月底之后，并在7月17日上半年经济数据公布之后得到增强。究其原因，一方面是宏观数据超出预期，市场在重新纠正未来的资产走势预期，另一方面近期通胀预期也发生了一些变化，虽然7月份通胀出现了回落，CPI同比增速比上月下降0.1个百分点至1.4%，核心CPI同比下降0.1个百分点至2.1%，PPI同比与上月持平，环比回升0.4个百分点至0.2%，但是由于7、8月份高温多雨的情况，蔬菜价格目前出现了直线上涨的趋势，由于蔬菜价格的季节规律一般是2季度回落、1季度和3、4季度上涨，未来如果进一步上升，将会拉动CPI同比涨幅。与此同时，7月份以来大宗商品价格也屡创新高，除了之前引领涨幅的黑色品种之外，近期有色金属、化工品和农产品也出现大幅上涨的情

况，这很可能将引发下游产品价格新一轮的涨价。鉴于此，我们认为长端利率大幅下行的可能性较小，不排除进一步上升的可能。

商品维持牛市判断。商品方面，我们认为基本面没有发生变化，但短期可能出现一定程度的回调，中钢协8月10日发布的会议通稿对市场形成了一定扰动，但是去产能和环保政策的大方向没有变，近期电解铝行业也拉开了去产能的序幕，加之基建和房地产投资仍较乐观，我们仍维持商品下行有支撑，上行不言顶的判断。

图 2、央行公开市场货币净投放情况

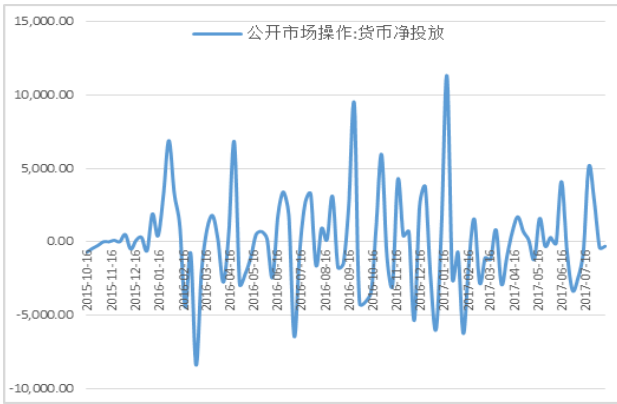


图 3、回购定盘利率走势

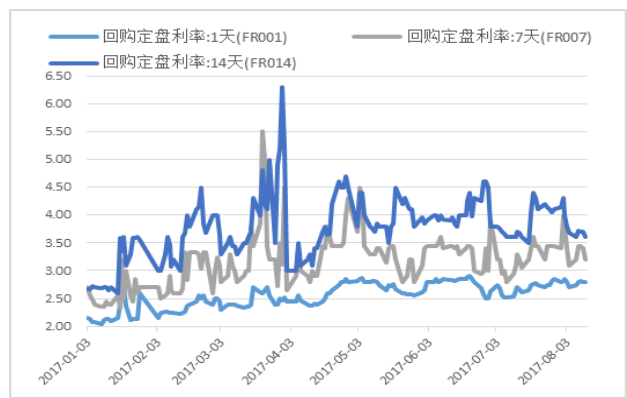


图 4、国债到期收益率走势

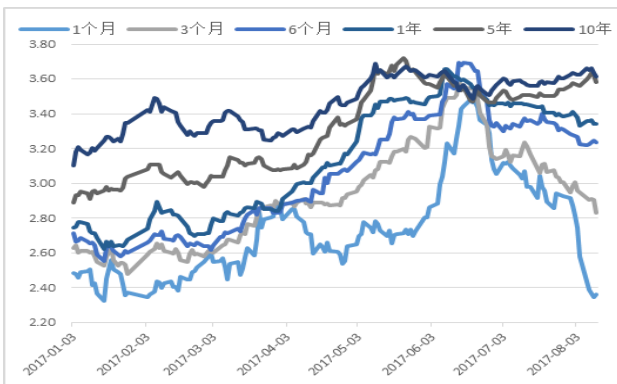


图 5、CPI 走势

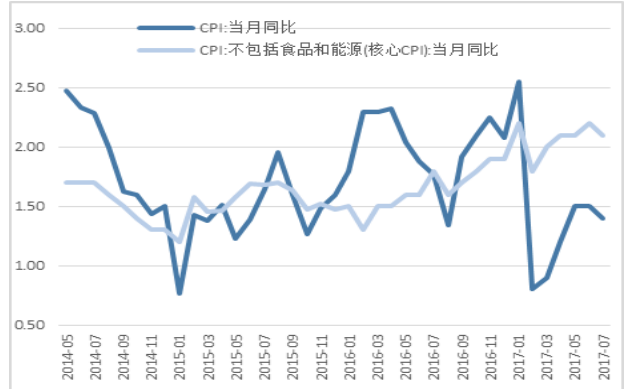


图 6、PPI 走势

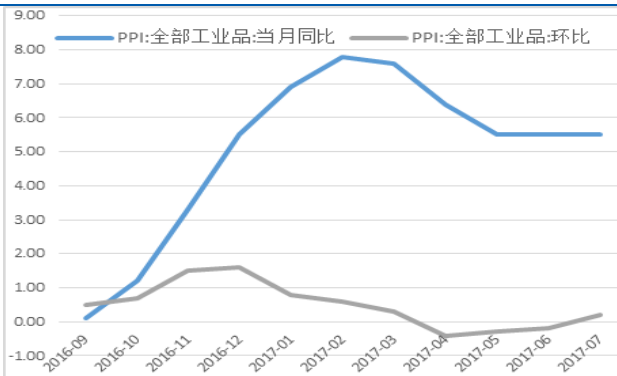
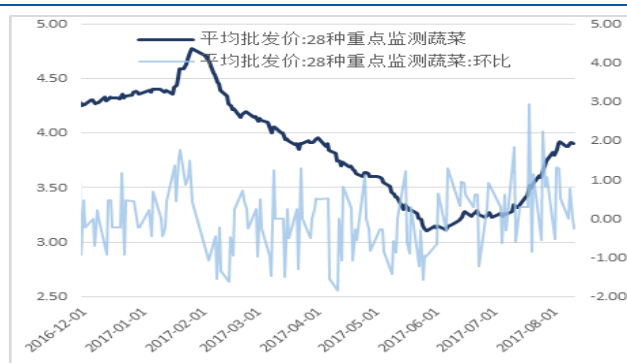


图 7、批发蔬菜价格走势



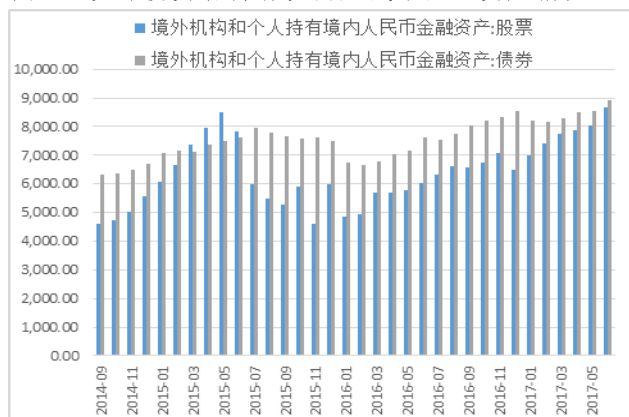
资料来源：WIND 资讯 南华研究

全球股票市场乐观情绪仍将持续。海外金融市场方面，发达国家股市目前仍看不到反转的迹象，在2016年四季度以前有宽松货币政策的支撑，之后则由经济复苏预期接力，所以除非短期内出现货币政策过快收紧与经济意外大幅下挫同时发生，股市的方向才会发生转变，但目前仍不能下这个断言。今年海外股市主要是结构性发生了变化，表现为美元贬值和发展中国家经济向好利好新兴市场，尽管A股市场在收紧的货币政策条件下，中小创股票一直处于挤泡沫的阶段，总体涨幅较小，但我们从恒生指数的表现上可以看到中国上市公司对于海外投资者的吸引程度，此外截至6月份境外投资者持有境内股票市值已经超过2015年股灾之前的水平，债券持有规模也在不断创新高，说明国内金融市场的吸引力仍在稳步提升。我们认为全球股票市场的乐观情况仍将持续一段时间。未来最主要的变数将可能出现在债券和外汇市场。

图8、全球主要股票指数年度表现情况

| 全球主要指数 | 2017-08-11 | 2016-12-30 | 2015-12-31 |
|-----------------|------------|------------|------------|
| 道琼斯工业指数 | 10.60% | 13.42% | -2.23% |
| 纳斯达克指数 | 16.23% | 7.50% | 5.73% |
| 标普500 | 9.04% | 9.54% | -0.73% |
| 富时100 | 2.34% | 14.43% | -4.93% |
| 法国CAC40 | 4.08% | 4.86% | 8.53% |
| 德国DAX | 4.64% | 6.87% | 9.56% |
| 日经225 | 3.22% | 0.42% | 9.07% |
| 上证综指 | 3.38% | -12.31% | 9.41% |
| 深证成指 | 1.12% | -19.64% | 14.98% |
| 上证50 | 12.39% | -5.53% | -6.23% |
| 恒生指数 | 22.19% | 0.39% | -7.16% |
| 韩国综合指数 | 14.47% | 3.32% | 2.39% |
| 澳洲标普200 | 0.48% | 6.99% | -2.13% |
| 孟买SENSEX30 | 17.23% | 1.95% | -5.03% |
| 俄罗斯RTS | -11.27% | 52.22% | -4.26% |
| 富时新加坡STI | 13.85% | -0.07% | -14.34% |
| 新西兰NZ50 | 12.18% | 8.81% | 13.58% |
| 泰国综指 | 1.19% | 19.79% | -14.00% |
| 雅加达综指 | 8.86% | 15.32% | -12.13% |
| 富时吉隆坡综指 | 7.63% | -3.00% | -3.90% |
| 马尼拉综指 | 15.90% | -1.60% | -3.85% |
| 胡志明指数 | 16.12% | 14.82% | 6.12% |
| 台湾加权指数 | 11.63% | 10.98% | -10.41% |
| 圣保罗 IBOVESPA 指数 | 11.84% | 38.93% | -13.31% |

图9、境外投资者持有境内人民币金融资产情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

海外债券和外汇市场面临调整。从发达国家的宏观基本面的来看，由于通胀复苏较为疲弱，7月份美国CPI同比小幅回升1个百分点至1.7%，欧元区CPI同比增长1.3%，与上月持平，欧元区和美国的通胀自2月份开始回落之后没有明显的回升趋势，英国CPI同比增长2.6%，比上月下降0.3个百分点，这也是英国此轮复苏以来通胀出现首次较大幅度的下滑。由于通胀的疲弱，尽管制造业活动回升，制造业PMI仍处于高位，就业人数增加，失业率下降，但工人薪资增长乏力，欧元区自2016年3季度以来个人支出增速下滑的趋势未改，今年2季度美国的个人收入和消费支出环比增速也出现大幅回落，导致服务业PMI下滑，从而投资增长的内生动力也比较有限。鉴于这种情况，欧元区加息的步伐很可能会弱于预期，特别是近期德国的进出口环比增长出现了大幅下滑，所以欧洲央行的加息预期经得起多长时间的消磨，欧元的上涨到底能够持续多久需要打一个问号。

图 10、发达国家通胀走势

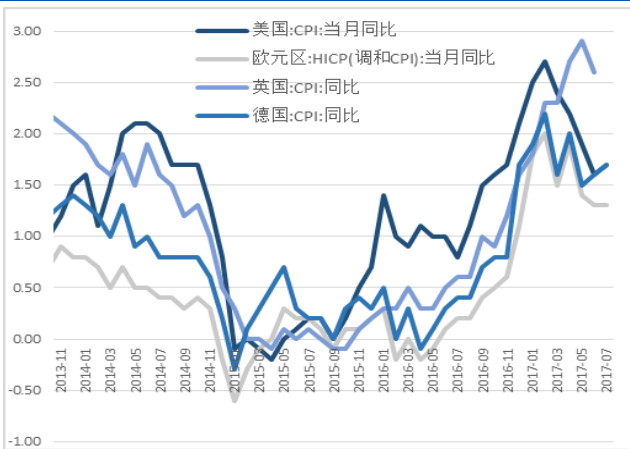


图 11、美国个人收入和支出增长情况

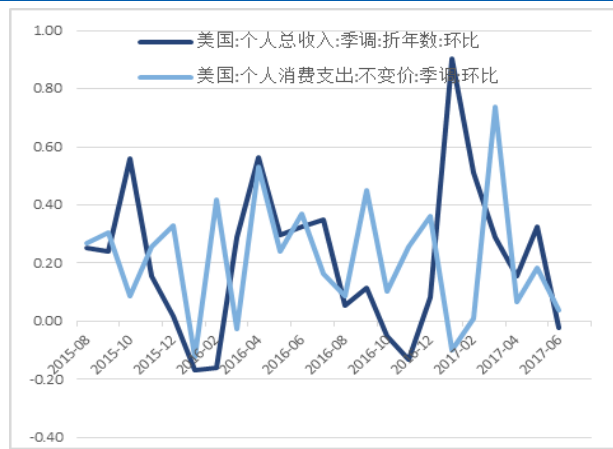


图 12、欧元区收入和消费增长情况

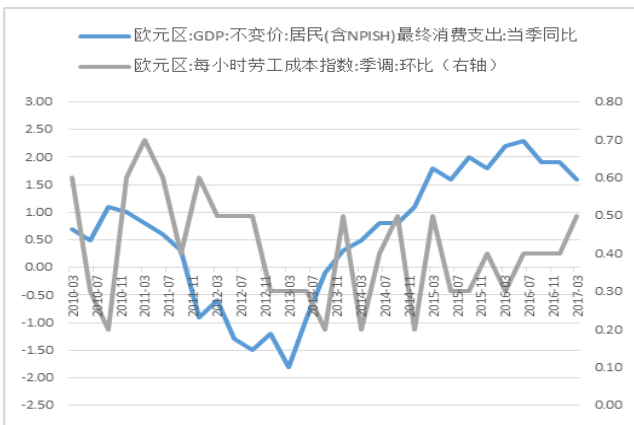


图 13、发达国家服务业 PMI 走势

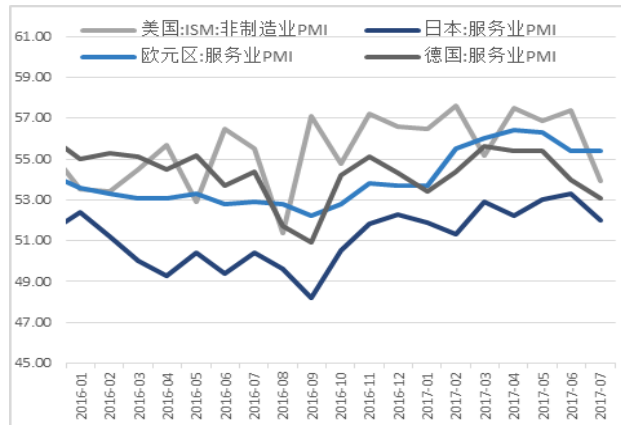
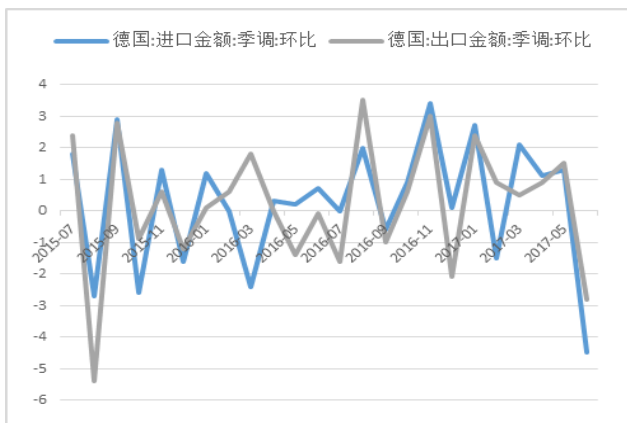


图 14、德国进出口环比增长情况

图 15、美德 10 年期国债利差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

年初我们在 2017 年报里面谈到，欧元会是今年外汇市场最大的一个变量，因为欧洲央行收紧货币的预期会慢慢出来，现在 8 个月已经过去了，欧元的上涨兑现了，但是加息没有兑现，美国方面，加息兑现了，但是美元反而大幅下跌，当然美元的下跌有其原因，最主要是特朗普在上台之前的一系列政策现在都没有落地，所谓希望越大失望越大，现在美元指数不仅跌破了特朗普上台之前的水平，而且已经是 2015 年初以来的最低水平，当时加息周期还没有真正开启，而现在已经加息了 100 个基点，所以相对于基本面来说，债券利率和货币汇率存在需要纠正的因素，美德 10 年期国债利差重新走阔的可能性较高，此外美联储缩表的影响目前尚没有反映在长期利率和外汇走势里面，所以我们认为美元指数会在 92 附近筑底，如果未来美国政府的刺激政策有起色，美元可能会迎来较大幅度的反弹。

图 16、全球外汇市场年度表现情况

| 全球主要外汇 | 2017-08-11 | 2016-12-30 | 2015-12-31 |
|----------------|------------|------------|------------|
| 人民币指数 | -0.47% | -3.58% | 1.29% |
| 美元兑人民币 (CFETS) | -4.07% | 7.02% | 4.67% |
| 美元兑离岸人民币 | -4.23% | 6.10% | 5.73% |
| 美元指数 | -9.07% | 3.73% | 9.34% |
| 欧元兑美元 | 12.40% | -3.10% | -10.28% |
| 美元兑日元 | -6.67% | -2.66% | 0.44% |
| 英镑兑美元 | 5.25% | -16.10% | -5.41% |
| 美元兑加元 | -5.68% | -2.82% | 19.03% |
| 澳元兑美元 | 9.56% | -1.15% | -10.70% |
| 新西兰元兑美元 | 5.52% | 1.66% | -12.40% |
| 美元兑瑞郎 | -5.60% | 1.66% | 0.84% |
| 美元兑港币 | 0.83% | 0.07% | -0.05% |
| 美元兑新台币 | -6.22% | -1.84% | 4.03% |
| 美元兑林吉特 | -4.23% | 4.50% | 22.75% |
| 美元兑新加坡元 | -6.06% | 2.10% | 7.09% |
| 美元兑新加坡元 | -7.28% | 3.55% | 0.00% |

资料来源：WIND 资讯 南华研究

黄金不存在牛市基础。近期受中印边境冲突和美朝互怼升级影响，黄金走出一小波反弹走势，目前仍考验 1300 美金的关键阻力位。短期来看，如果地缘政治冲突得不到缓和，那么黄金可能还有进一步上涨空间。从经济基本面和中长期走势来看，目前全球经济正处于一个货币政策收紧、实体经济缓慢复苏的转折期，在这一背景下黄金缺乏大牛市的基础，大涨的可能性很低，这是一个基本判断。在这一判断的基础上，黄金将处于一个宽幅震荡的区间，不排除继续大跌的可能性。黄金未来的走势可能出现三种情形，一是利率继续走高，美联储继续加息并实行缩表，欧元区货币政策发生实质性转向，与此同时通胀继续走弱，那么黄金大概率进入熊市；二是在通胀疲弱的情况下，各国央行放缓收紧货币的脚步；三是通胀和利率同时走强，通胀走高迫使各国央行加快收紧货币政策。在二和三两种情形下，黄金震荡下跌的可能性较大，但也会有短期的做多机会。

图 17、黄金走势图

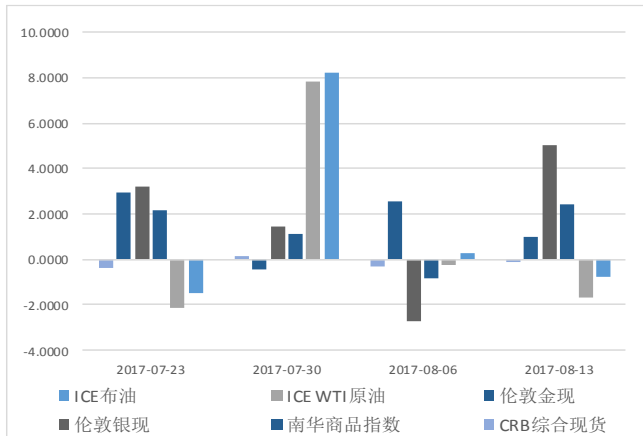


资料来源：WIND 资讯 南华研究

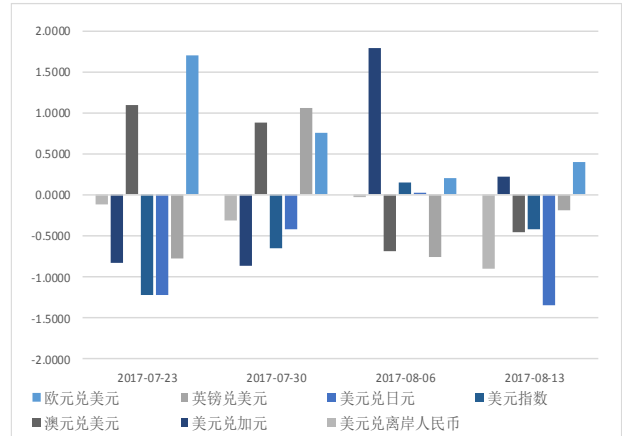
【本周全球大类资产表现】

2017年8月13日

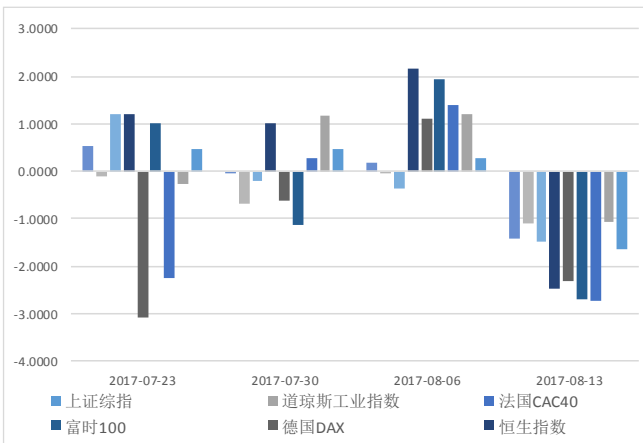
主要大宗商品涨跌幅



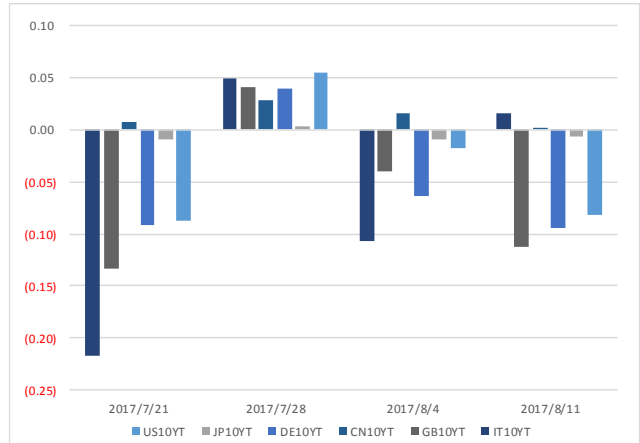
全球主要货币对涨跌幅



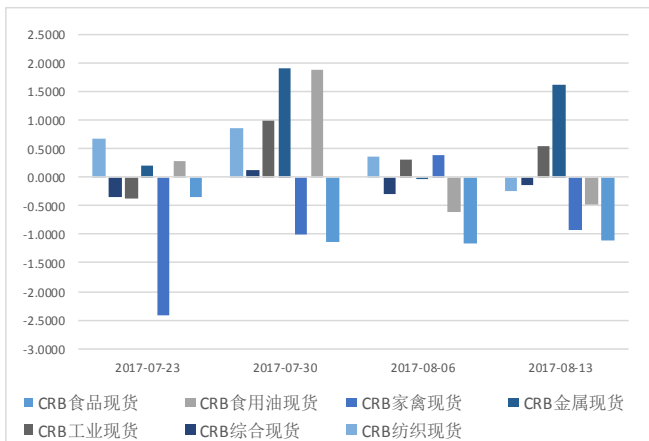
全球股指涨跌幅



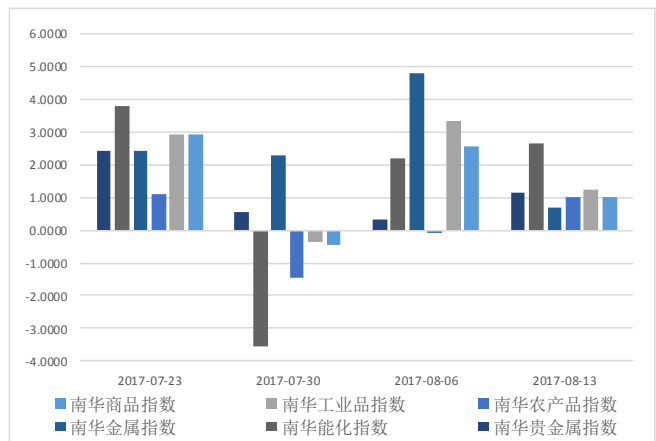
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧大安大厦A座802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301、302、312、313室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net