

## 商品牛市仍未结束

### 摘要

近期宏观经济运行尚属稳健，由于 8 月份高温多雨天气叠加环保作用，工业增加值、发电量增速有所回落是正常情况，经济景气度维持高位和通胀的缓步提升意味着实体经济信心有望进一步提振，实体融资需求仍在稳步提升；从行业的角度来看，企业的投资和利润增长在持续改善，原材料成本的上升尚不足以构成逆转需求回升的因素；此外，一带一路和 PPP 是不能忽视的重要刺激因素。我们预计，四季度基建和房地产投资仍将保持稳定，环保对大宗商品生产运输的限制将全面升级，央行有可能开启降准或者定向降准，目前来看商品牛市仍未结束。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

#### 南华期货研究所

张一伟 010-63032869  
[zyw89@nawaa.com](mailto:zyw89@nawaa.com)  
Z0010392

黎敏  
[limin@nawaa.com](mailto:limin@nawaa.com)  
010-63151317-855  
Z0002885

章睿哲  
010-63151317-852  
[zhangruizhe@nawaa.com](mailto:zhangruizhe@nawaa.com)  
m

## 目 录

一、近期宏观经济运行尚属稳健 .....	3
二、企业利润增长带动实体经济信心修复 .....	5
三、基建和房地产投资仍将保持稳定 .....	8
四、四季度环保对大宗商品生产运输的限制将全面升级 .....	12
五、央行四季度降准概率加大 .....	14

## 一、近期宏观经济运行尚属稳健

近期市场对于 8 月份宏观数据和环保对需求的影响分歧较大，考虑到环保的原因，也即从 8 月 7 日开始，第四批中央环保督查小组进驻吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆等 8 个省区，进行为期 1 个月时间的督查工作，那么短期对于需求的影响是比较大的，但并不能以此作为需求拐点的依据。

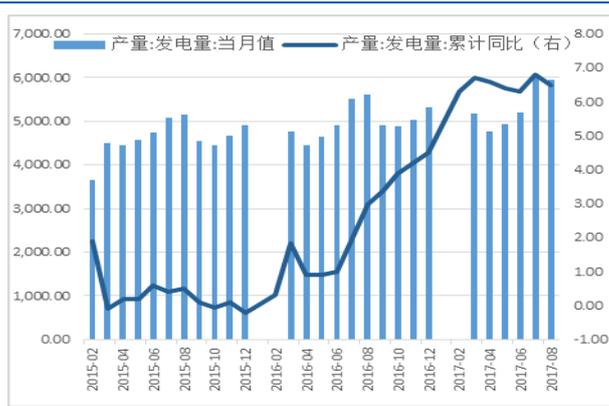
由于高温多雨天气叠加环保作用，工业增加值、发电量增速有所回落是正常情况。环保停产停电等强制措施对于工业产出和发电量的影响较为明显，同样由于环保的原因，民间固定资产投资增速比上月回落 0.46 个百分点至 6.4%，但房地产投资增长 7.9%，仍与 7 月份持平，整体固定资产投资增速为 7.8%，比上月回落 0.5 个百分点。值得注意的是房地产投资和民间投资增长仍然显著高于去年同期水平，之所以固定资产投资增速会滑落至近几年的最低水平，最主要的原因是从去年下半年开始国有企业的主动去杠杆所致，可以看到国有及国有控股企业的固定资产投资增速也是下滑至近几年的较低水平，与固资下滑的趋势较为一致。这种情况说明在经济复苏的情况下，国家通过国企托底经济的行为开始不断减少，很显然这种实际情况与市场理解的所谓“国进民退”和需求下滑有根本的不同。

图 1、工业增加值增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、发电量增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 3、固定资产投资增长情况

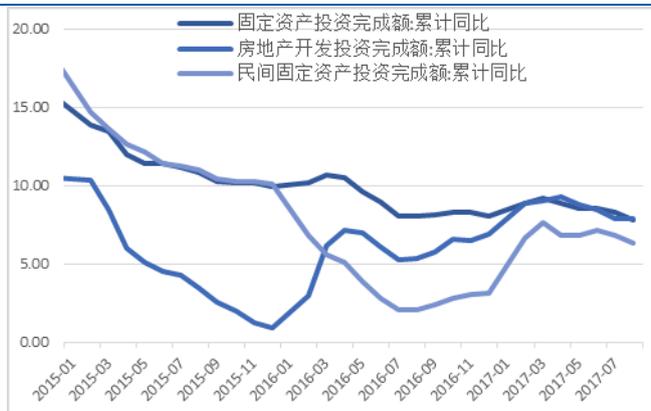


图 4、国有企业投资增长情况



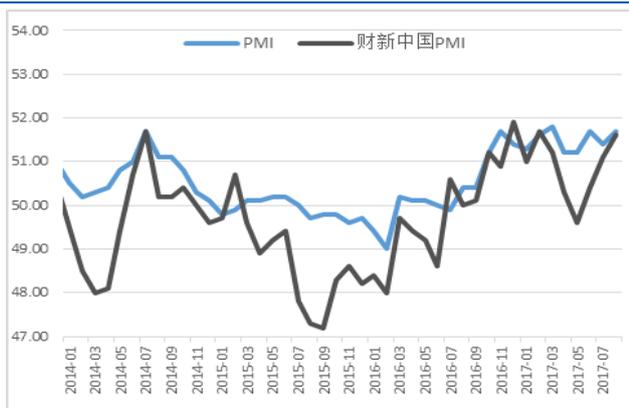
资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

此外，近期乐观的数据也并不少，经济景气度维持高位和通胀的缓步提升意味着实体经济信心有望进一步提振。8月份官方和财新PMI均维持在很高的水平，PMI新订单指数维持高位和产成品库存指数的大幅下降形成呼应，说明实体经济的运行仍保持着良性扩张态势。通胀方面，CPI同比增长1.8%，同比多增0.46个百分点，环比多增0.4个百分点，受8月份海内外大宗商品大幅上涨的影响，PPI仍以回升为主。

实体融资需求仍在稳步提升。8月份社会融资规模为1.48万亿，环比多增2594亿元，同比多增195亿元。信贷需求仍在持续复苏，8月份贷款余额增长13.2%，与上月持平，新增人民币贷款为1.09万亿，环比多增2645亿元，同比多增1413亿元，其中企业贷款为4830亿元，环比多增1295亿元，同比多增3621亿元，新增企业贷款以中长期贷款为主，为3629亿元，尽管环比少增693亿元，但同比仍然大增了3719亿元。至于M2增速的继续回落，主要是金融机构去杠杆所致，央行2季度货币政策执行报告中就谈到了M2的下滑主要是金融机构M2的下滑，而非实体经济，但由于具体部门的数据并未对外公布，所以容易引起市场的误解。

图 5、PMI 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、新订单和产成品库存指数的对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 7、通胀走势

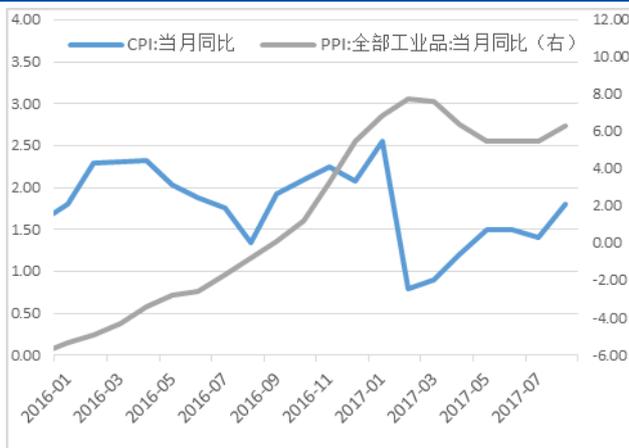
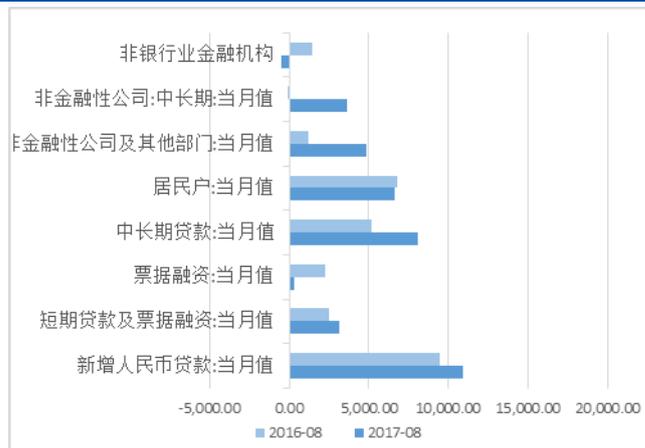


图 8、新增信贷具体情况



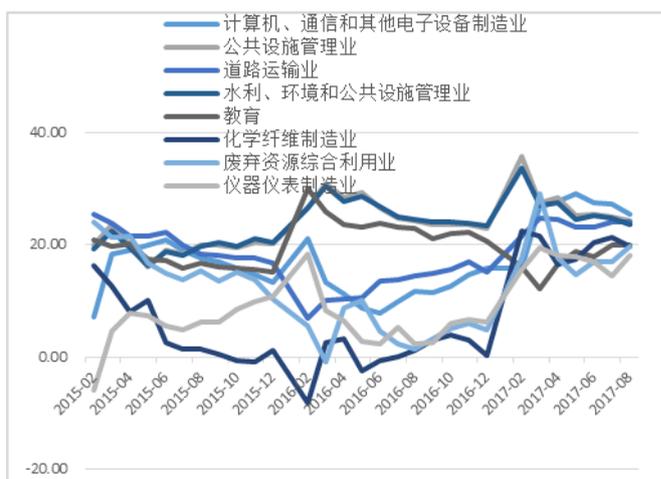
资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

## 二、企业利润增长带动实体经济信心修复

**企业投资大面积改善。**首先看固定资产投资方面，2017 年 1-8 月份，在有统计数据的 73 个行业里，剔除掉大类之后的 67 个子行业中，有 28 个行业实现投资增速的同比多增，也即今年投资增速高于去年同期水平，有 38 个行业投资增速同比少增，而如果将 2016 年全年数据与 2015 年相比的话，实现投资同比多增的行业仅有 15 个，这意味着今年以来追加投资的企业比去年多了不少，而且这里面还不包括部分产能过剩行业，因为诸如黑色金属冶炼、有色金属采矿冶炼加工等行业的投资都是大幅下滑的，所以我们不看产能过剩部门，其他部门的投资需求也在改善。

图 9、投资快速增长的部分行业



资料来源：WIND 资讯 南华研究

**消费保持稳健增长。**从消费的角度来看，2017 年初受汽车消费增速回落的影响，城镇消费增速下滑，但是农村消费仍保持高速增长；分类别来看，受二三线城市商品房销售的带动，家用电器和音像器材等消费高速增长，同时高端消费诸如化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品等也保持快速增长。此外，2 季度开始网络消费增速也迅速恢复，2017 年 1-8 月，网上商品零售额累计增长了 29.2%，是 2015 年以来的最高水平。CPI 方面，如果剔除天气因素对食品价格的影响，排除食品价格拖累 CPI 的情况，可以看到 2017 年 1-8 月，非食品 CPI 累计同比多增 1.1 个百分点，核心 CPI 同比多增 0.5 个百分点，服务类 CPI 同比多增 0.8 个百分点，这和消费的整体温和增长是较为一致的。

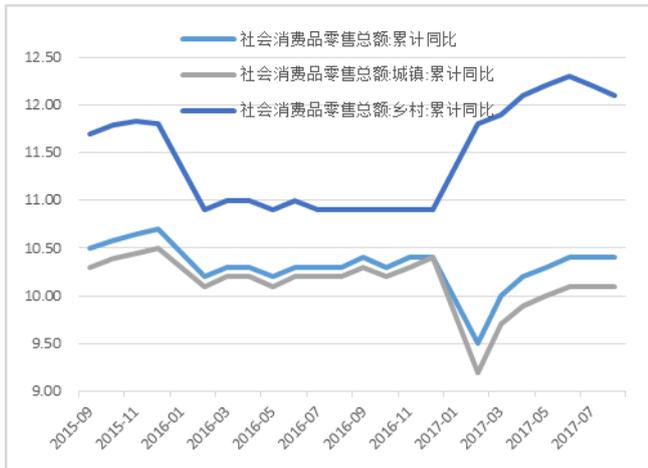
表 1、与去年同期相比 CPI 增减情况

指标名称	2017-08	2016-08	同比增减
CPI: 累计同比	1.50	1.96	(0.46)
CPI: 食品: 累计同比	-1.70	5.20	(6.90)

CPI:非食品:累计同比	2.30	1.20	1.10
CPI:不包括食品和能源(核心CPI):累计同比	2.10	1.60	0.50
CPI:不包括鲜菜和鲜果:累计同比	1.70	1.80	(0.10)
CPI:消费品:累计同比	0.60	1.90	(1.30)
CPI:服务:累计同比	2.90	2.10	0.80

资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 10、城镇和乡村消费增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 11、网络零售增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 12、高端消费增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 13、汽车和家用电器增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

上游原材料价格进一步向下游传导是大概率事件,但对于整体企业成本的影响还是相对有限。从企业成本的角度来看,2016年至今上游大宗商品价格的上涨已经对中下游形成了一定传导效应,表现在与去年同期相比,2017年1-8月,采掘工业、原材料工业和加工工业PPI累计同比增幅大幅上升。除此之外,以行业分类的PPI中,30个行

业里面，有 29 个行业 PPI 累计增速都出现了同比多增的情况。目前在环保政策全面铺开的情况下，PPI 的传导效应还会进一步增强，范围会进一步扩大。但成本的上升是否会挤压企业利润，从而对投资形成负面影响呢？

表 2、PPI 分类增长情况

指标名称	2017-08	2016-08	同比增减
PPI:全部工业品:累计同比	6.40	-3.20	9.6
PPI:生产资料:累计同比	8.50	-4.30	12.8
PPI:生产资料:采掘工业:累计同比	25.20	-11.90	37.1
PPI:生产资料:原材料工业:累计同比	12.20	-6.90	19.1
PPI:生产资料:加工工业:累计同比	5.80	-2.60	8.4
PPI:生活资料:累计同比	0.60	-0.20	0.8
PPI:生活资料:食品类:累计同比	0.70	0.40	0.3
PPI:生活资料:衣着类:累计同比	1.30	0.80	0.5
PPI:生活资料:一般日用品类:累计同比	1.20	-0.30	1.5
PPI:生活资料:耐用消费品类:累计同比	-0.20	-1.60	1.4

资料来源：WIND 资讯 南华研究

成本上升是否会造成负面效应主要关注两个方面：一是成本和利润增长的对比；二是原材料上涨对不同行业的影响程度有较大区别。从利润和成本增长的对比来看，利润方面，39 个工业子行业里面，2017 年 1-7 月，利润同比多增的行业有 25 个，平均多增 76 个百分点，利润同比多增的行业里面，除产能过剩行业之外，包括仪器仪表制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等在内的高端制造业利润也保持着高速增长；利润同比少增的行业有 14 个，平均少增 19 个百分点，利润增速下滑的行业以原材料加工工业为主，包括石油加工业、黑色金属加工业和电力热力供应业，其他行业利润增速下滑幅度比较小，而且除了电力热力行业之外，石油和黑色金属加工业今年的利润仍是正增长，同比少增是由于 2015 年基数非常低而 2016 年基数较高造成的；主营业务成本方面，39 个行业中有 37 个行业出现成本上升，平均上升 9 个百分点，可见成本上升的速度不及利润的增长。此外，尽管行业经营成本普遍出现上升，但其中有较大成分是由于企业生产复苏所带来的正常经营成本，比如大部分原材料工业的成本去年都是负增长，所以企业成本的上升应辩证看待。

从原材料上涨对不同行业的影响来看，涨幅最高的黑色系产业链中，尽管焦煤焦炭和铁矿石大幅上涨，但钢材涨幅和利润更高，所以这一产业链整体都是受益的。而黑色产业链的下游是基建和房地产，对于这两个行业来说，原材料在成本中的占比较小，而且受房价和销售大涨的影响，房企的利润增长和利润率都在持续改善。目前受煤炭上涨影响较大的主要是电力热力行业，但其属于价格管制行业，在过去的经济低迷期中长期受益于煤价下跌，在煤炭价格开始复苏之后企业出现短暂的亏损，需要和过去的盈利结合起来看。其他行业方面，目前除了黑色品种之外，部分有色和化工品种涨幅也较高，也有一些品种的价格仍处于历史底部，对于下游行业的影响还是相对有限。所以整体来看，工业企业利润增长相对于成本上升来说是比较乐观的，尤其是高附加值的高端制造业受原材料上涨的影响较小，利润增长要比成本上升快得多。

表 3、部分高端制造业利润和成本增长情况对比

行业	利润增速同比增减	主营成本同比增减
医药制造业	4.90	1.10
通用设备制造业	18.40	9.40
专用设备制造业	15.50	7.00
计算机、通信和其他电子设备制造业	(2.40)	7.70
仪器仪表制造业	22.60	8.00

资料来源：WIND 资讯 南华研究

**一带一路和 PPP 是不能忽视的重要刺激因素。**从未来拉动经济增长的因素来看，消费的增长是较为缓慢稳健的，对发达国家的出口存在较大不确定性，受制于相关国家的货币政策和财政政策的推进程度，所以企业投资和对一带一路国家的出口是需要重点考察的因素。从企业家信心的角度来讲，是否会追加投资归根到底在于目前的周期因素和宏观政策能否提振其对经济的长期预期。从周期因素来看，核心 CPI 的缓慢增长有助于逐渐修复企业信心；从宏观政策来看，目前 PPP 和一带一路是两个最具有边际刺激效应的因素。最新披露的相关上市公司半年报已可看到这两个方面对于企业业绩的明显提振作用，很多龙头公司业绩超过预期。比如一带一路板块，2017 年 1-7 月，中国建筑新订单同比增长了 26.7%，海外订单增长了 88.9%；中国交建新订单增长 51.95%，海外订单增长了 59.39%；中国化学新订单增长 77.4%，海外订单增长超过 120%；中国中冶新订单增长 22%，海外订单增长 23%；中国电建、中国铁建、中国中铁和中铁工业新订单分别增长 40%、47%、34%和 26%。此外，中国中车受今年交付量下降影响利润有所减少，但是 1 季度海外订单也增长了 190%。PPP 的相关龙头企业上半年的收入和利润增长也都超过 50%。所以我们认为，一带一路和 PPP 两大战略，一是拓展了新的广阔的海外市场，二是对国内投资利益的重新分配，这两者都将对企业的盈利带来新的增量空间，有助于提振实体经济信心和刺激企业投资。

### 三、基建和房地产投资仍将保持稳定

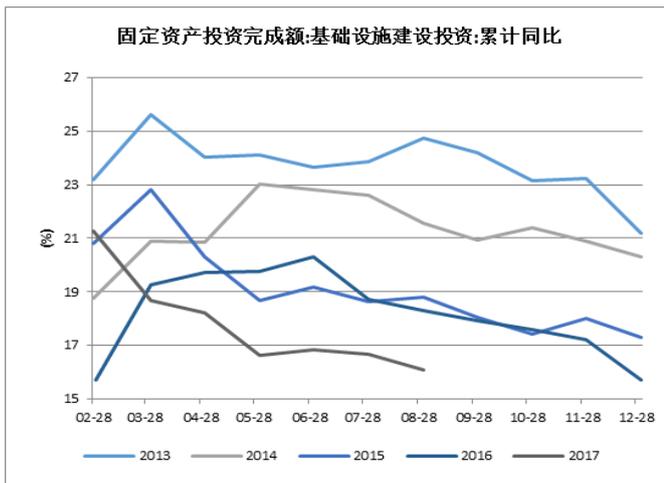
从基建投资增长的情况来看，近几年来看基建托底的表现比较明显，而今年的基建投资增长则要明显弱于过去几年的水平。主要原因有如下几个方面，一是财政方面，受今年经济复苏和土地出让大量增加的影响，财政收入增长是 2013 年以来的最高水平，而财政支出增长也略高于去年，尤其是在节能环保、科学技术、交通运输和社保教育方面的支出大幅增加，支出增速下降的主要是农林水事务、医疗卫生、城乡社区事务和住房保障方面，农林水事务和城乡社区事务支出增长的下降对于财政基建支出有一定影响；二是 2016 年下半年以来国有企业固定资产投资增速下滑明显，国企的去杠杆是主要原因，由于承担基建工程的企业以国企为主，那么也对基建投资起到一定影响；三是 2017 年以来经济复苏态势良好，上半年 GDP 增速达到 6.9%，远超今年 6.5%的目标。在经济复苏的过程中，房地产投资和民间投资增速回升明显，这也使得基建托底的必要性下降。对于财政而言，可以将更多的支出用在民生服务和科研投入上面，这也是基建投资增速下降的原因之一。

表 4、公共财政分类支出情况

指标名称	2017-07	2016-07	同比增减
公共财政支出:节能环保:累计同比	41.66	6.20	35.46
公共财政支出:科学技术:累计同比	23.44	5.70	17.74
公共财政支出:交通运输:累计同比	8.55	-5.00	13.55
公共财政支出:社会保障和就业:累计同比	23.49	12.60	10.89
公共财政支出:文化体育与传媒:累计同比	13.76	8.30	5.46
公共财政支出:一般公共服务:累计同比	16.12	11.90	4.22
公共财政支出:教育:累计同比	15.33	12.10	3.23
公共财政支出:农林水事务:累计同比	10.61	11.70	-1.09
公共财政支出:医疗卫生与计划生育:累计同比	16.66	20.00	-3.34
公共财政支出:债务付息:累计同比	34.40	37.80	-3.40
公共财政支出:城乡社区事务:累计同比	16.92	31.30	-14.38
公共财政支出:资源勘探电力信息等事务:累计同比	-4.32	10.20	-14.52
公共财政支出:粮油物资储备等管理事务:累计同比	-26.90	-5.50	-21.40
公共财政支出:住房保障:累计同比	3.60	32.90	-29.30
公共财政支出:金融监管:累计同比	39.96	149.60	-109.64

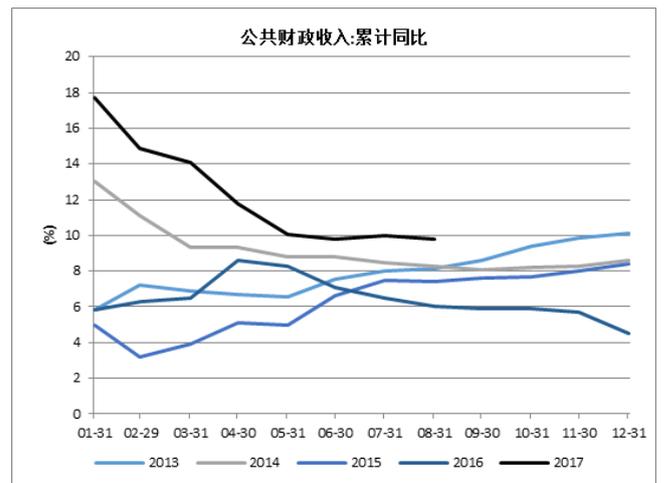
资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 14、基础设施建设投资累计增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

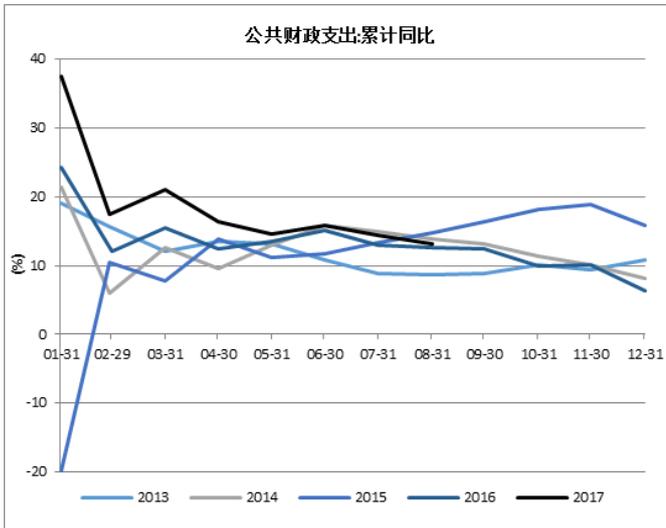
图 15、公共财政收入季节性图表



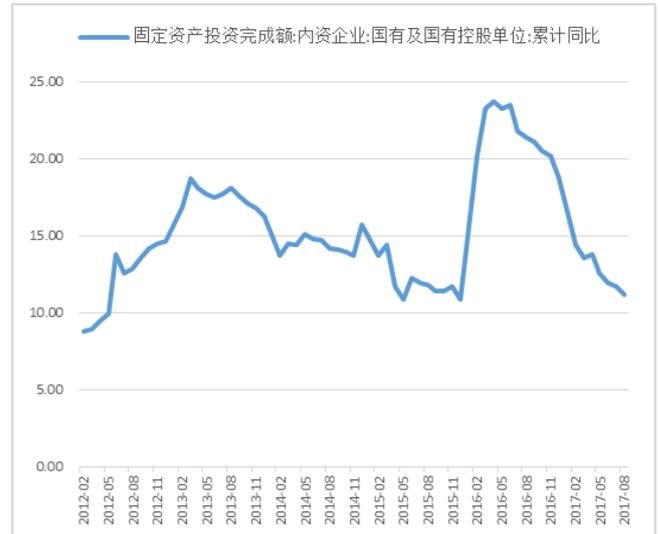
资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 16、公共财政支出季节性图表

图 17、国有企业固定资产投资增长情况



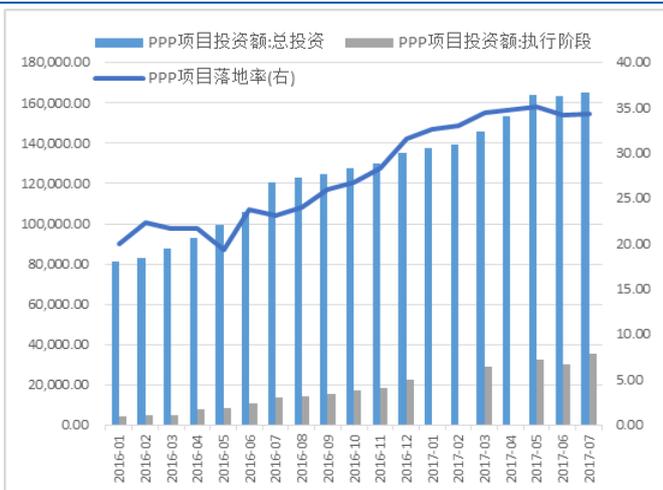
资料来源: WIND 资讯 南华研究



资料来源: WIND 资讯 南华研究

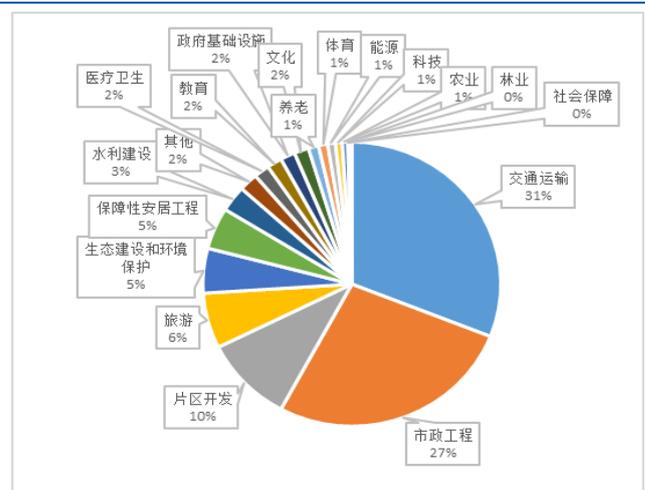
但是基建大幅下降的可能性也不高。从今年和去年政府工作报告目标的对比来看,今年的目标变化并不大,完成铁路建设投资都是 8000 亿元;公路水运投资 1.8 万亿元,高于去年的 1.65 万亿元;再开工重大水利工程 15 项,低于去年 20 项;中央预算内投资增加到 5076 亿元,高于去年的 5000 亿元;再开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上,与去年一样;新建改建农村公路 20 万公里,与去年一样;完成 3 万个行政村通光纤,低于去年的 5 万个。从基建目标来看,差别不是很大,虽然从增速的角度来看会有下滑,但是下行有支撑。另外 PPP 方面,截至 2017 年 7 月,PPP 项目总投资额已达到 16.54 万亿,进入执行阶段项目总投资为 3.53 万亿,落地率为 34.2%,预计四季度 PPP 投资还会进一步增长。从项目分布情况来看,交通运输、市政工程和片区开发等涉及基建较多的项目占比将近 70%,因此 PPP 也对基建增长构成了支撑的作用。

图 18、PPP 项目总投资和落地情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

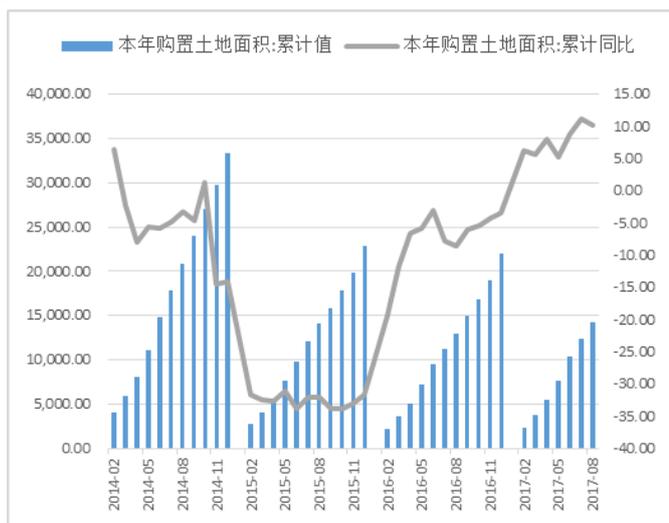
图 19、PPP 项目投资额分布情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

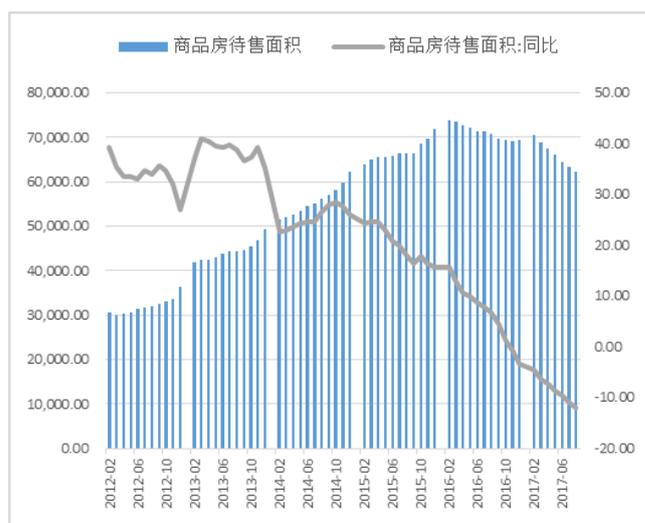
房地产方面，有三方面的因素将对投资构成支撑作用。一是商品房补库存的需求。截至 2017 年 8 月，商品房待售面积同比下降了 12%，降幅持续扩大，且已连续 2 个月超过 10%。部分三四线城市房地产开发商已面临无房可卖的境地，主观上存在增加投资和补库存的需求。2017 年 1-8 月份土地购置面积累计增长 10.1%，比上月仅低 1 个百分点，仍是近年来的次高水平，说明地产商拿地热情高企，后期加快投资势在必行；二是热点城市将大力发展住房租赁市场。7 月份以来，国家相关部委相继发布了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》、《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》等政策，提出“村镇集体经济组织可以自行开发运营，也可以通过联营、入股等方式建设运营集体租赁住房”，之后北京、上海、深圳、广州、杭州等地迅速出台相关政策，预计未来一线城市的房屋供应还将进一步增加；三是棚改计划。住建部 2017 年的棚改目标是 600 万套，1-7 月，已开工 470 万套，占年度目标任务的 78%，完成投资 1.17 亿元。2018-2020 年棚改目标为 1500 万套，对于第二个棚改 3 年计划，住建部要求各地要重点谋划好 2018 年棚改工作，尽早落实项目、资金等，确保明年棚户区改造早安排、早开工、早见效。以上三大因素将对地产投资构成托底作用，预计短中期内房地产投资大幅下挫的可能性很低。综上所述，我们认为 9 月份环保督查结束和整改完毕之后，需求反弹的可能性较大。

图 20、土地购置增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 21、商品房库存消化情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

**环保对北方地区房地产施工的实际影响还需进一步观察。**近期对市场心理影响最大的就是天津市要求 2017 年 10 月至 2018 年 3 月期间，全市建成区内停止各类建设工程土石方作业、房屋拆迁（拆除）施工、水泥搅拌及浇筑等作业，停止道路工程、水利工程等土石方作业。除了天津之外，北京、郑州、邯郸等市也发布了相关规定，内容和停产时间基本相似。那么京津冀的其他地区是不是会全面跟进？《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中要求“采暖季期间，停止各类道路工程、水利工程等土石方作业和房屋拆迁施工”，如果 2+26 个城市全部跟进的话，那么影响面还是比较大的，但是笔者查阅了所有相关城市环保局的文件，目前只有北京、

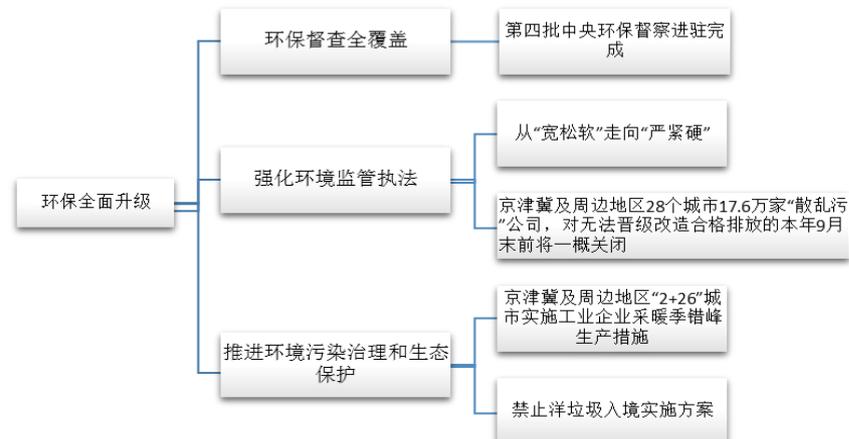
天津、郑州和邯郸四个城市明确发文要求采暖季内停止相关施工，其他地方基本只是提到针对扬尘的管理措施，某些地方谈到了停工整改，但是要求全面停止施工的并没有。目前来看主要还是问题较严重的地方全面停止，其他地方还需要继续观察。

**目前停止施工政策对于需求的影响并没有市场想象的那么大。**首先土石方作业主要是指“场地平整、基坑（槽）与管沟开挖、路基开挖、人防工程开挖、地坪填土，路基填筑以及基坑回填”，也即开始往上盖楼之前建造地基这一部分，对于尚未开工和处于开工之初的这部分项目有较大影响。北京目前只是要求停止土石方作业和房屋拆迁，天津是混凝土浇筑这块也必须停止，所以天津的政策可能对该市整个房地产施工都会产生较大影响；其次北京、天津、郑州和邯郸这几个地方新开工面积占全国的比重很小。截至2017年7月份北京和天津占比仅为1.08%和1.61%，郑州和邯郸比例肯定更小，特别是北京今年新屋开工面积本身下滑就很厉害，所以如果仅仅是这几个城市停工对整体影响并不是很大；第三是对于这个问题不能忽略企业的应变方法。如果规定是采暖季不能施工，企业是否会在11月15日之前的两个月时间里加紧施工把相关作业部分完成？这个可能性不能排除；此外，涉及重大民生工程项目无法停止施工的可以申请报批，包括各地基建和棚改的硬性计划，所以估计棚改这块影响不至于太大。

#### 四、四季度环保对大宗商品生产运输的限制将全面升级

根据环保部的监测数据，2017年1-8月，全国338个地级及以上城市平均优良天数比例为78.3%，同比下降2.8个百分点；PM2.5浓度为42微克/立方米，同比下降2.3%；PM10浓度为74微克/立方米，同比下降1.3%。京津冀区域13个城市平均优良天数比例为52.8%，同比下降8个百分点；PM2.5浓度为65微克/立方米，同比上升10.2%；PM10浓度为115微克/立方米，同比上升10.6%。从环境监测的情况来看，与去年相比，今年1-8月全国338个地级及以上城市的PM2.5和PM10浓度有所下降，但是空气平均优良天数比例也在下降，京津冀地区的空气污染情况出现恶化，说明我国环境污染的治理仍在起步阶段，“绿水青山”任重而道远。

图 22、环保全面升级



资料来源：环保部 南华研究

在 7 月底召开的环保部部务会议通稿中，可以看到未来会对市场产生重要影响的环保动态有三个方面：一是环保督查全覆盖。8 月份开始第四批 8 个中央环保督察组对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆开展环境保护督察，随着第四批中央环保督察进驻完成，中央环保督察已实现了对全国各省（区、市）督察全覆盖；二是强化环境监管执法。环保部李干杰部长指出，要推动环保执法从“宽松软”走向“严紧硬”。据环保部 7 月 20 日报告，截止 6 月末京津冀及周边地区 28 个城市现已核对外“散乱污”公司 17.6 万家，对无法升级改造合格排放的公司，本年 9 月末前将一概关闭；三是推进环境污染治理和生态保护。目前已经对市场形成影响的是“京津冀及周边地区‘2+26’城市实施工业企业采暖季错峰生产措施”和“禁止洋垃圾入境实施方案”。

采暖季错峰生产方面，根据《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》中提出的“2+26”城市实施工业企业采暖季错峰生产等措施的要求，钢铁焦化铸造行业实施部分错峰生产，同时将加大重点城市钢铁企业限产力度。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%，以高炉生产能力计算，通过企业实际用电量核实。2017 年 10 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日，焦化企业出焦时间均延长至 36 小时以上，位于城市建成区的焦化企业要延长至 48 小时以上。除满足达标排放要求的电炉、天然气炉外，其他采暖季实施停产。电炉、天然气炉在黄色及以上重污染天气预警期间应停产；建材行业全面实施错峰生产，水泥、砖瓦窑、陶瓷、玻璃棉、岩棉、石膏板等建材行业，采暖季全部实施停产，水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产；有色化工行业，电解铝厂限产 30%以上。氧化铝企业限产 50%。炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。有色再生行业熔铸工序，采暖季限产 50%。涉及原料药生产的医药企业涉 VOCs 排放工序、生产过程中使用有机溶剂的农药企业涉 VOCs 排放工序，在采暖季原则上实施停产；除了错峰生产和停产限产措施之外，《方案》还要求大宗物料实施错峰运输，重点用车企业封存企业自有车队中排放较高的车辆，优先选择排放控制水平较好的国四和国五标准车辆承担运输任务，保证采暖季国四及以上排放标准运输车辆比例达到 80%以上。重污染天气预警期间，环渤海地区港口集疏运车辆禁止进出港区，重点用车企业原则上不允许运输车辆进出厂区。以上措施毫无疑问将会限制钢铁、煤炭、水泥、电解铝等商品的供应。

禁止洋垃圾入境方面，7 月底中国有色金属工业协会再生分会已接到通知，2018 年底将禁止进口废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金（即所谓“废七类”）等，目前这一政策已得到有色协会证实，这将对有色金属尤其是铜的供应形成较大影响；此外，7 月 27 日国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求全面禁止洋垃圾入境，2017 年年底前禁止进口来自生活源的废塑料、未经分拣的废纸以及废纺织原料、钒渣等环境危害大、群众反映强烈的固体废物。2019 年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。以上政策将对有色、化工等行业造成一定影响。

在环保风暴的作用下，除了钢铁、煤炭产业链上的商品价格大幅上涨之外，目前化工、有色、建材、汽车配件、纺织、造纸等行业的部分企业由于限产、停产，产品价格均出现了不同程度的上涨，这是一个客观存在的情况。可以预见的是，在中央政府的决心之下，环保风暴只是刚刚开始，未来将继续对企业生产方式和成本结构产生深远影响。

## 五、央行四季度降准概率加大

近期随着人民币的稳步升值，CPI、PPI 双升，M2 跌破 9%，8 月经济数据不及预期，如果 9 月份经济数据继续不及预期，我们认为降准将会提上日程。

人民币升值打开降准空间。人民币企稳回升为货币政策的操作打开了空间，降低存款准备金率的同时，大幅压缩 9 月短期公开市场操作工具余额，可以达到“中性”降准的效果。因此，通过降准的方法来释放流动性成为可能的政策选项。这是货币政策回归常态化的重要举措。

金融部门高杠杆，需要央行配合降准。金融部门用短期的负债支撑中长期贷款，这本身就是金融杠杆，也是为什么这些年中国金融杠杆率不断上升并难以去除的原因。金融部门需要中央银行能够通过“降准”释放长期流动性，解决高风险和高杠杆问题。

目前的央行的创新工具存在以下缺陷：自 2016 年 3 月降准至今，央行主要通过“逆回购+MLF”方式补充流动性。截至今年 8 月末，MLF 余额 4.3 万亿元，比 2016 年 2 月末增加 3 万亿元，基本对冲了外汇占款同期减少的 2.4 万亿元。不过这种方式有两个缺陷：一是成本高，银行获得 1 年期 MLF 利率为 3.2%，而法定存款准备金利率为 1.62%；二是不对称，只有大中型银行才有机会直接从央行获得 MLF 支持；3、央行的 MLF 融资直接给大中型银行的，SLF 则只给政策性银行，这样一种货币发行方式，风险很大，在整个金融市场上容易造成不平衡。

M2 跌破 9%。8 月 M2 同比增长 8.9%，创下历史最低。M2 跌破 9%，M2 增速放缓可能成为新常态，存款增长继续乏力，银行流动性压力仍存需要通过降准释放资金，降低法定存款准备金率不仅有空间，也有必要，降准对降低实体经济部门融资成本有积极作用，

银行流动性总体偏紧。三季度，货币基金和理财的收益率稳步上升，加大了银行对存款的争夺，导致存款增速持续下降。存款增长的乏力导致银行资产负债缺口仍然较大，流动性压力仍存。当前形势下，央行需通过降准弥补流动性缺口，维持流动性紧平衡状态。

综上所述，在目前人民币升值预期强化、M2 降到历史低点、银行流动性偏紧、8 月经济不及预期的经济形势下，央行有可能适时降准并逐步回笼 MLF，不仅可以有效引导金融机构降低实体经济部门融资成本，且不会引起流动性宽松，如果 9 月份经济继续不及预期，我们认为第四季度降准概率将加大。

## 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

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元  
电话: 020-38904626

### 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

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话：0573-83378538

**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。