



近期被市场忽略的事情

摘要

国内宏观经济基本面仍属稳健。第一8月份数据受到第四批环保督查的影响，这批督查名单里面就有山东和浙江两个经济大省，所以对于投资和出口都会有明显的影响，而目前督查已经结束；第二，M2增速下滑主要是受金融部门去杠杆的影响，对实体经济影响并不大；第三，从先行指标景气度、企业贷款和土地出让增长来看需求并不弱。

海外经济基本面乐观，美联储缩表计划并未产生大范围影响。欧美国家8、9月份的经济数据全面回升，包括通胀、经济景气指数和消费者信心指数等，国际贸易活动持续复苏，波罗的海货运指数继续创新高，表明贸易活动还是相当活跃，国内出口进一步下滑的可能性较低。对于国际商品而言，这波下跌主要还是深度回调而不是进入熊市。

化工和有色品种跌幅收窄并开始企稳。化工方面，橡胶明显存在超跌的情况，从周五收盘来看，除郑醇之外，大部分品种开始止跌；有色方面，现在大部分品种的国际库存还是处于历史低位，加上国内环保政策对供给的限制，国内产量增速放缓，未来下跌空间有限。

黑色品种基本面并未发生根本变化。需求方面，我们预计今年全年基建增速仍能够与去年大致持平，房地产投资增长仍然对商品的需求构成了支撑。供给方面，四季度环保对供给的抑制大概率将超预期，一方面是由于今年的停产限产力度与去年相比大规模升级，另一方面还包括应对重污染预警天气的减排措施，这是市场不能忽略的一个重要方面，如果秋冬季污染大幅加重，则不仅停产限产时间将提前，而且力度也会超过预期。所以整体来看，现在需求没有真正释放，供给收缩效应还没有真正显现，断言熊市到来显然为时过早。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

近期被市场忽略的事情

这两周商品期货下跌剧烈，除了国内8月份宏观数据造成了市场的大面积悲观心理之外，国际商品的回调也形成一个共振影响，上周东南亚减产失败导致天然橡胶几个交易日接近跌停，拖累整个化工板块，还有美联储议息会议的影响，有色大幅回调，也拖累了商品板块。但是在悲观心理的笼罩之下，市场也忽略了商品基本面并未发生根本改变，宏观经济目前来看仍然处于复苏过程当中，部分经济数据的放缓并不能反映整体经济积极向好的局面。

国内宏观经济基本面仍属稳健。这一方面我们上周的报告已经进行了详细分析，已经过去的数据并不是悲观的理由。第一，8月份数据受到第四批环保督查的影响，这批督查名单里面就有山东和浙江两个经济大省，特别是浙江，环保部光在浙江就罚了2个亿，所以对于投资和出口都会有明显的影响，而目前督查已经结束；第二，M2增速不是8月份才下滑，今年以来一直是大幅下滑的趋势，但是这个趋势主要是受金融部门去杠杆的影响，M2降的是金融部门的M2，不是实体经济的M2，央行的货币政策执行报告已经详细说明了这个问题；第三，从先行指标景气度、贷款和土地出让增长来看需求并不弱。

海外经济基本面乐观，美联储缩表计划并未产生大范围影响。国际方面，美联储于上周的政策会议中表示10月份将启动缩表，并暗示年底可能再次加息。但声明出来之后，各类资产的表现出现分化，首先是美元指数没有出现大幅上涨，其次VIX恐慌指数反而下跌至历史低位，第三美股没有大幅下跌，相反只有大宗商品出现大幅回调。主要原因我们认为有如下几个方面，第一是美联储的态度已被市场所预期，在之前的会议中已提到缩表计划的问题，只是本次表态相对偏鹰；第二，美国特朗普政府的改革政策迟迟没有重大进展，美欧经济增长的预期差不断收窄，导致美元缺乏上涨动力；第三欧美国家8、9月份的经济数据全面回升，包括通胀、经济景气指数和消费者信心指数等，正是乐观的经济数据才使美联储有进一步收紧货币政策的依据。景气度方面，美国8月份制造业PMI指数创新高，欧元区、德国和法国9月份的制造业PMI也创出新高，各国服务业PMI也大幅回升。通胀方面，在经过2季度的回落之后，3季度以来有一定的回升，英国通胀仍处于高位，美国8月份CPI环比大幅回升了0.4%，是今年以来的次高水平。此外，美国8月份的消费者信心指数也出现了较大幅度回升。所以目前来看欧美经济还是比较乐观的，国际贸易活动在持续复苏，波罗的海货运指数继续创新高，表明贸易活动还是相当活跃，国内出口进一步下滑的可能性较低。对于国际商品而言，由于前期积累了较高涨幅，这波下跌主要还是深度回调而不是进入熊市。

图1、发达国家制造业PMI创新高

图2、发达国家服务业PMI大幅回升

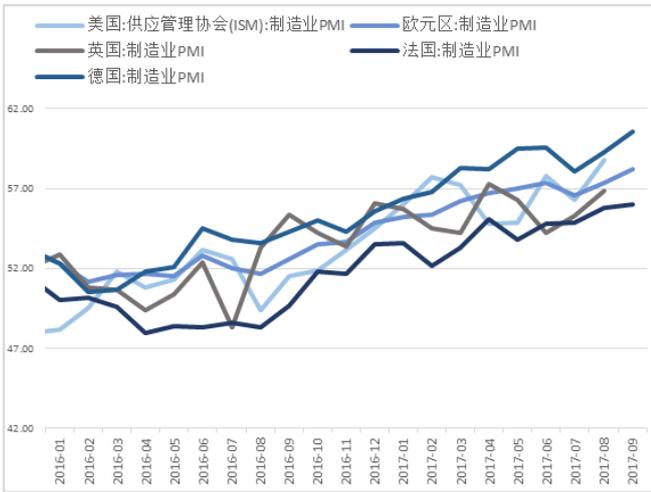


图3、发达国家通胀有所回升

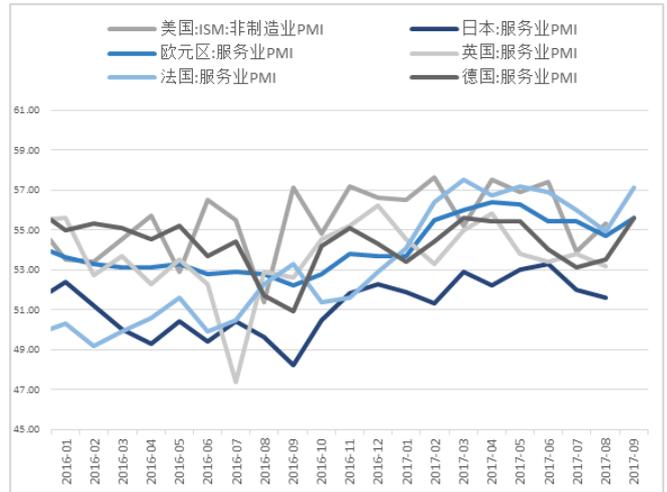


图4、美国消费者信心指数大幅回升

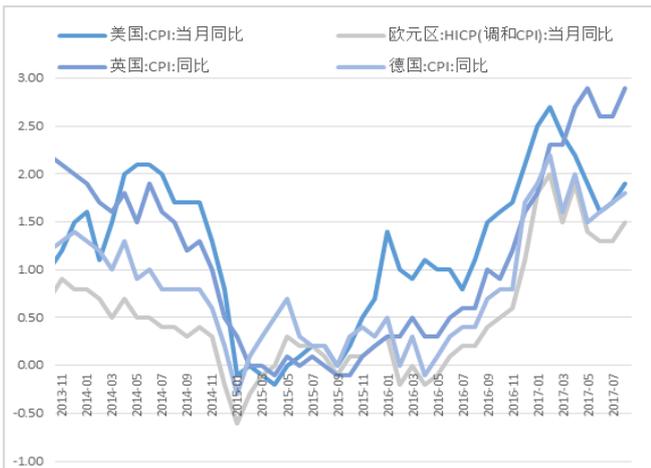


图5、VIX 恐慌指数跌至历史低位

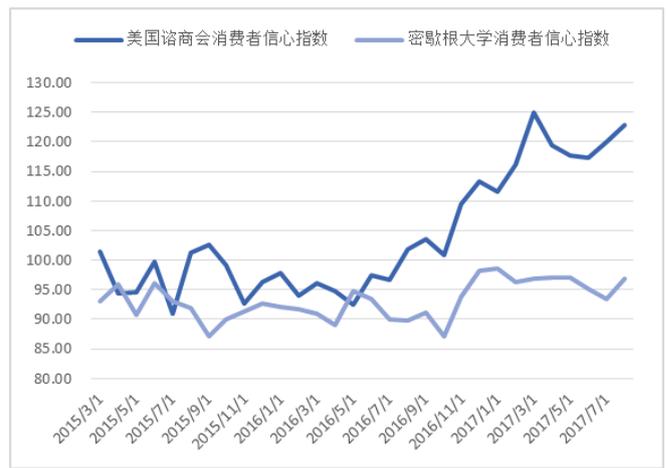
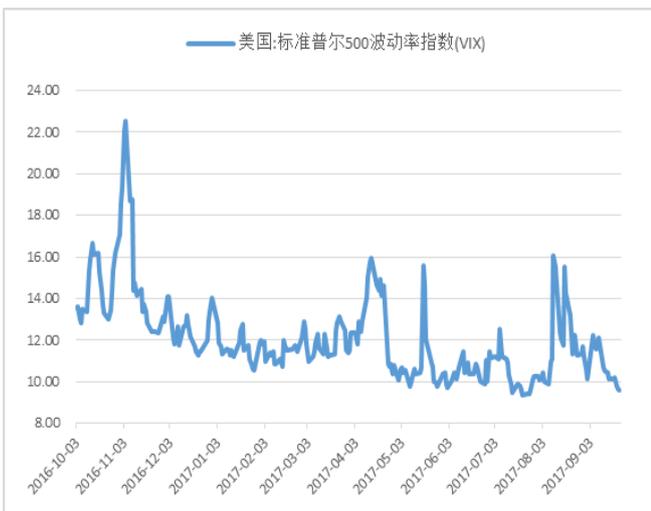


图6、波罗的海海货运指数创新高



资料来源：WIND 资讯 南华研究

化工和有色品种跌幅收窄并开始企稳。化工方面，橡胶明显存在超跌的情况，从周五收盘来看，除郑醇之外，大部分品种开始止跌；有色方面，现在大部分品种的国际库存还是处于历史低位，加上国内环保政策对供给的限制，国内产量增速放缓，未来下跌空间有限。此外，美联储加息和缩表对市场心理影响并不显著，对于有色的影响也是短期的，从CRB工业现货和金属现货指数来看，现在已经止跌回升。目前从国内期货盘面来看，化工品种已经止跌，有色品种走势分化，铜铝锌开始企稳，铅还是上升趋势，锡今年以来一直在震荡区间里，跟别人不是一个调子，镍还在继续下跌，主要品种铜铝锌的止跌具有一定代表性。

图7、主要有色金属产量增长情况

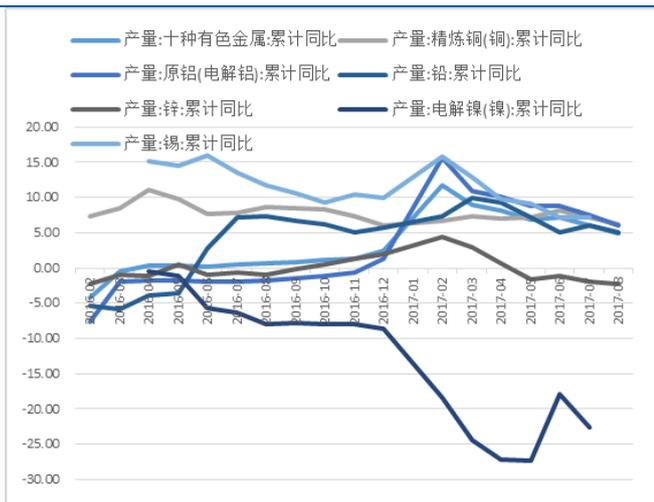


图8、CRB工业品现货指数走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

黑色品种基本面并未发生根本变化。对于建材的基本面，简单可以看水泥和钢材现货价格指数的对比，由于水泥没有期货，不会受到市场非理性因素的影响，相对而言更能反映基本面的情况。近期水泥现货价格指数在创新高，说明基本面仍然良好，截止8月份水泥产量累计同比下降了0.5%，水泥限产的影响开始显现。钢材供给方面，9月份这波下跌除了外围商品的影响、环保预期的变化，最主要原因还是库存的持续累积，上周找钢网建材社会库存微幅增加，厂内库存减少，而钢联数据与此相反，社会库存下降，厂库反而增加，但是从历年数据来看，9月份本身就是累库存的周期，到10月份之后才会真正进入降库周期，本周降价之后成交已经有所放量，特别是周五，成交放量之后自然就是库存的下降。供应紧张——库存下降——价格上涨——成交下滑——库存上升——价格下跌——成交放量——库存下降——价格上涨，这是理解商品价格运行的基本逻辑。另外，从2016年6-9月和2017年6-9月mysteel螺纹钢社会库存和厂内库存的对比情况来看，虽然社会库存同比略有增加，厂库环比有所增加，但厂库同比却大幅低于去年水平，而且今年以来都是这个情况，特别是进入9月之后为应付10月小长假和旺季的钢厂库存没有累起来，同比降幅大幅增大，所以厂商挺价的底气是比较足的。这主要是近期检修和限产的原因，可以看到9月份以来钢厂开工率确实在下降，马上10月份是十九大，然后11月份限产，厂库大幅增加的可能性不大，

近期大量降价甩货的贸易商后期可能会面临货源不足的窘境。

图 9、水泥和钢材价格指数的对比

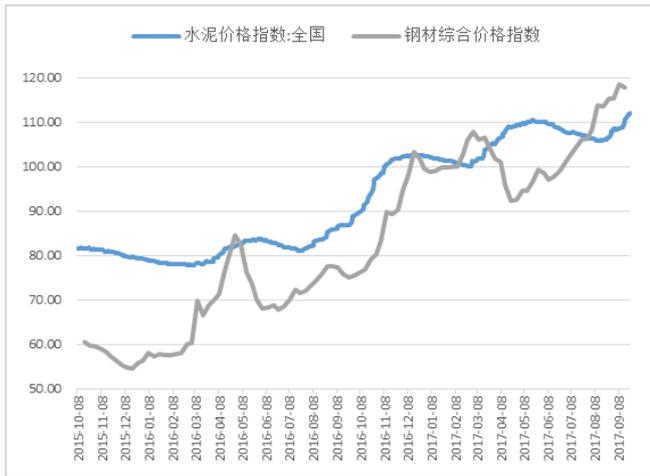


图 10、水泥产量增长情况



图 11、2016 年 6-9 月和 2017 年 6-9 月螺纹钢社会库存对比

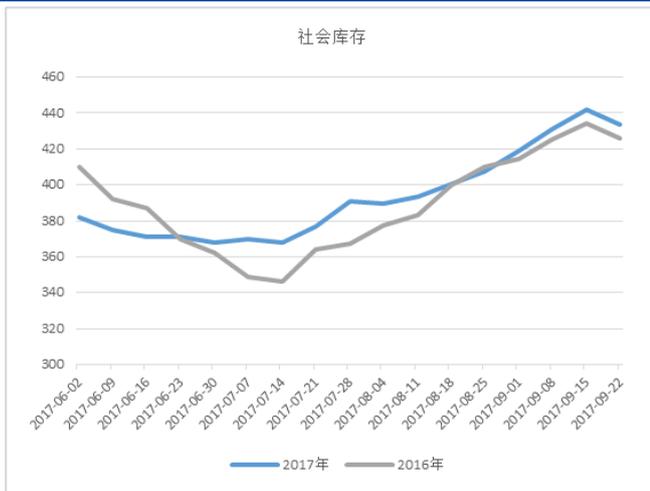
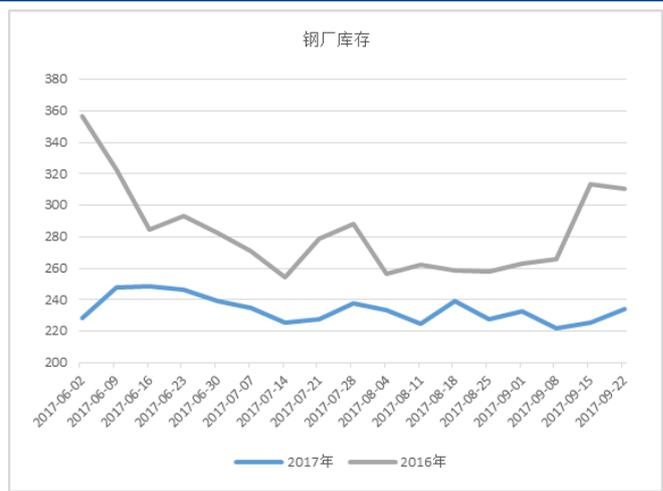


图 12、2016 年 6-9 月和 2017 年 6-9 月螺纹钢厂内库存对比



资料来源：WIND 资讯 上海钢联 南华研究

需求方面，从基建的角度来看，今年的基建投资增长确实明显要弱于过去几年的水平，且一直处于下滑的趋势当中，这一方面是因为财政支出的重点发生变化，另一方面是国有企业降杠杆的影响，但从今年和去年政府工作报告目标的对比来看，今年的基建目标变化并不大，我们预计今年全年基建增速仍能够与去年大致持平。此外，尽管基建增速下滑，但房地产投资增长仍然对商品的需求构成了支撑。8 月份土地出让继续放量，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。对于三四线城市来说，商品房大卖、库存持续大幅减少，已经造成一些地产商出现手里无房可卖的境地，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%，地产商增加投资势在必行。去年同期土地出

让面积下降了8.5%，房地产投资都增长了5.4%，今年土地出让面积增长了10.1%，房地产投资没有理由大幅下滑。

图 13、土地购置增长情况

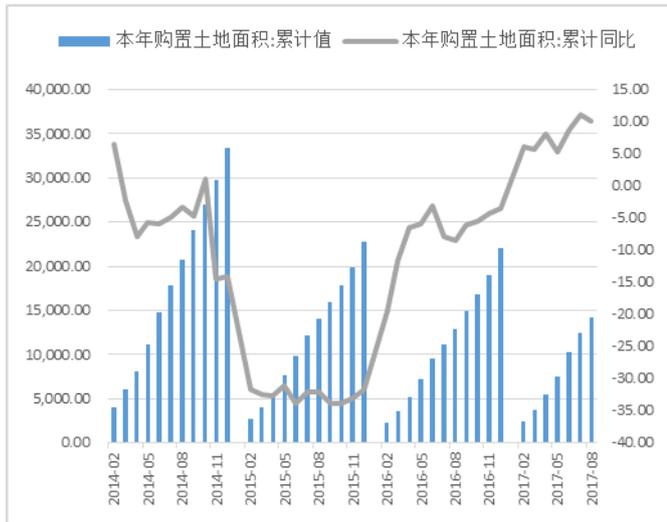
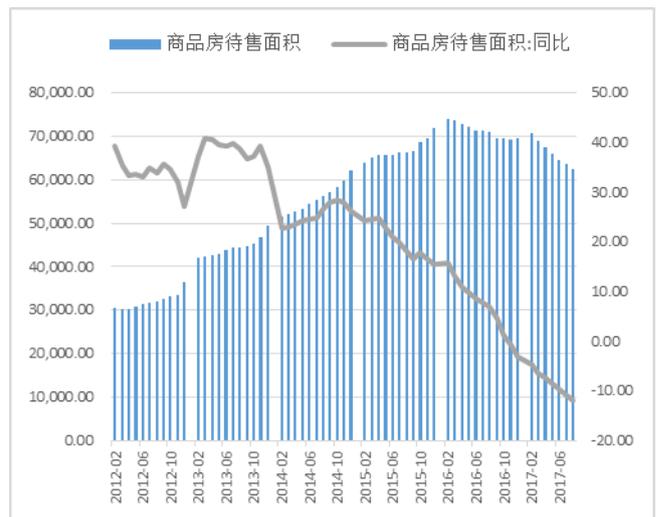


图 14、商品房库存消化情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

四季度环保对供给的抑制大概率将超预期。从今年和去年京津冀冬季环保方案的对比来看，去年只是要求“11月至次年1月，水泥、铸造、砖瓦窑行业停产；燃煤发电机组未达到超低排放全部停产；钢铁行业根据污染排放绩效水平进行排序，不能稳定达标排放的实行停产”，而今年则是要求石家庄、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。

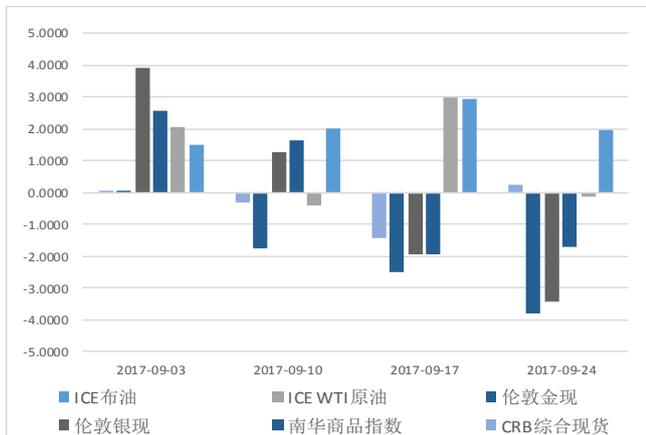
除此之外，方案还包括应对重污染预警天气的减排措施，这也是市场不能忽

略的一个重要方面。如果秋冬季污染大幅加重，则不仅停产限产时间将提前，而且力度也会超过预期。由于近期京津冀空气污染开始加重，9月25日开始唐山已启动应急减排措施，钢铁企业球团竖炉、烧结机限产50%，焦化企业出焦时间一律延长至36小时以上。所以整体来看，现在需求还没有真正释放，供给收缩效应还没有真正显现，断言熊市到来显然为时太早。

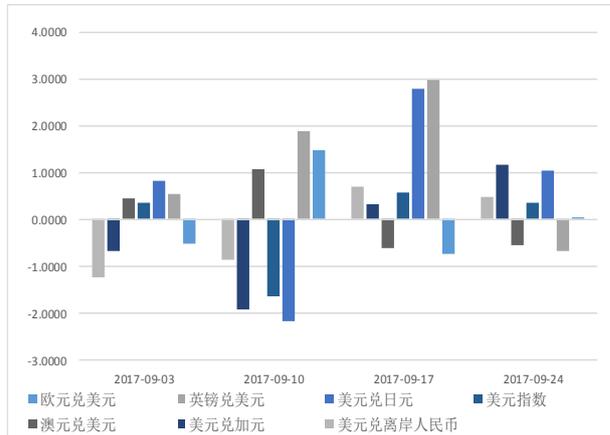
【本周全球大类资产表现】

2017年9月24日

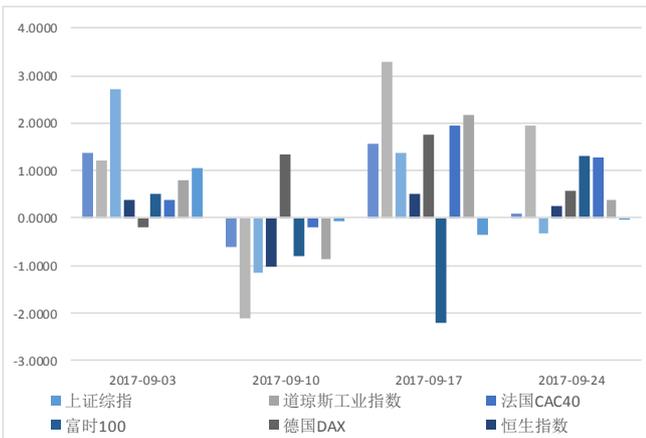
主要大宗商品涨跌幅



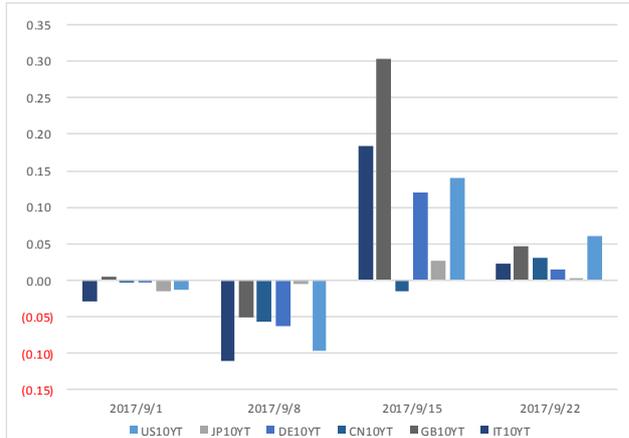
全球主要货币对涨跌幅



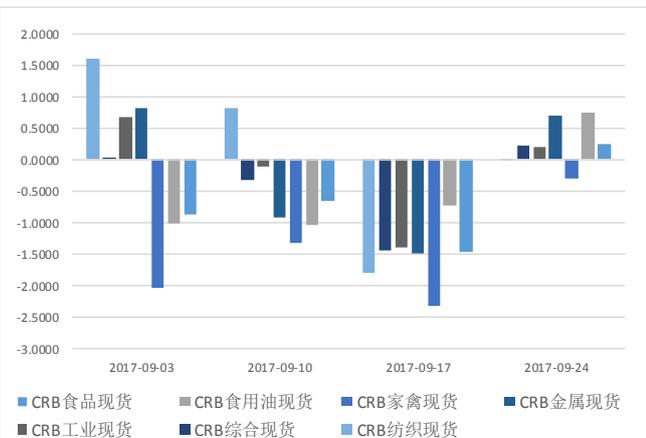
全球股指涨跌幅



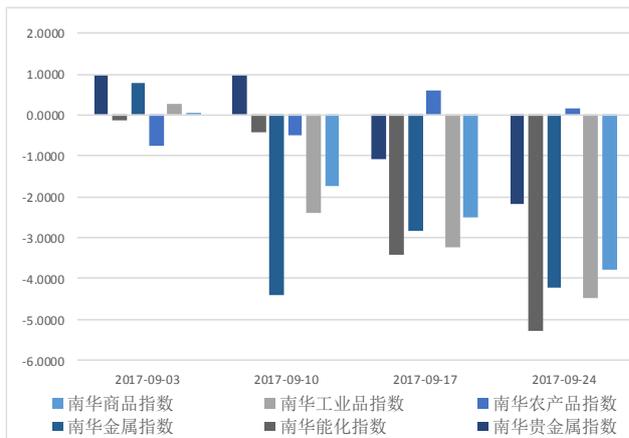
全球债市涨跌基点



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

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
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

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