



短期风险有所累积，宏观政策方向未变

摘要

中央经济工作会议肯定了经济增长中的乐观情况，比如通胀稳定，制造业投资回升，居民收入增长稳定，新增就业提前完成目标，尤其是就业目标提前完成，说明没有采取大规模刺激政策的必要性；稳中有变的表述，确认了目前经济中面临的一些困境，但供给侧改革为主线的表述没有变，政策大方向和主要精神没有变。

中美元首通话，股市短期反应良好，商品加速兑现利空。近期A股的悲观氛围已有所好转，但大幅反弹的条件尚不成熟。商品市场的反应更为剧烈，近期市场本身的利空消息较多，工业品受供暖季环保力度有所减弱和原油大跌的影响出现较大幅度的回调，而农产品大部分品种短期也仍然处于供过于求状态，中美贸易关系的好转迹象加速了商品市场对利空的兑现，继续向下的空间可能不大。

国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。从意见主要内容来看，对于基建的态度还是着眼于解决存量问题，包括缩短基建投资的流程、加快已有项目进度、保证对合理在建项目的资金支持等；关于增量，也即增加基建投资，从具体政策措施配套来看还是比较谨慎。

PMI指数继续下滑，新出口订单和进口指数回落较快。在新订单下滑的情况下，从生产到原材料购进的环节正在逐渐收缩，而产成品库存下降很慢，恐有库存累积的风险。加之原材料购进价格高企和企业生产经营活动预期的逐渐走低，可能会导致重新进入一个产成品去库存的周期，目前制造业投资回暖的趋势不太容易持续。

非洲猪瘟出现向华南地区蔓延迹象，猪周期或将加速上行。近期全国各地区生猪价格继续分化，猪肉价格维持高位，如果疫情进一步蔓延，那么猪肉需求区的价格或将进一步攀升，从而带动全国价格走高，而补栏积极性的下降也将导致去库存周期加快，猪周期加速上行。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

短期风险有所累积，宏观政策方向未变

一、中央经济工作会议摘要解读

前三季度，经济运行总体平稳，稳中有进，继续保持在合理区间。居民消费价格基本稳定，制造业投资回升到近年来较高水平，进出口较快增长，利用外资稳步扩大，秋粮获得丰收，居民收入增长与经济增长基本同步，城镇新增就业提前完成全年目标。

解读：肯定了经济增长中的乐观情况，比如通胀稳定，制造业投资回升，居民收入增长稳定，新增就业提前完成目标，尤其是就业目标提前完成，说明没有采取大规模刺激政策的必要性。

当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。

解读：稳中有变的表述，确认了目前经济中面临的一些困境，而这一问题的主要表现是部分企业的经营困难和长期积累的风险隐患有所暴露。值得注意的是，2018年以来宏观经济的下滑，主要还是基建投资增速下滑导致的，因为无论是房地产、制造业还是民间与私营企业的投资增速，都是比较稳健的走势，尤其制造业投资还有较大程度的回暖，所以如果说宏观经济的下滑是由于民营经济和民营企业出了问题，再得出所谓的民营经济离场论，恐怕很不客观。我们不否认有些民营企业有困难，但却是局部问题，到底是哪些企业出了何种问题，恐怕还需要仔细甄别，看看A股的众生相，恐怕有问题的还是以前期高杠杆的为主。再回到宏观的问题，从表象上看是基建的下滑拖了投资的后腿，而基建下滑是地方政府去杠杆的结果，个中的关键仍在于政府经济活动的收缩。

图 1、私营企业和民间投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、房地产和制造业投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

长期以来，我们的经济增长模式以政府部门为主导，这意味着政府不仅掌握着政治资源，还掌握着大量经济资源，通过财政资金的支出和对各种经济资源的调动，掌控着一方经济的发展。而长期以来也有不少企业认为必须向政府靠拢、必须依附在这种模式下面，才可以求得生存和发展，他们既可以是国企，也可以是民企，于是形成了一种政府和企业共荣的中国式经济发展生态，结果就是这些企业的收入和盈利依赖于政府的经济活动，这种依附性也使得他们可以肆无忌惮地加杠杆、搞扩张。那么，在地方政府去杠杆的同时，也会导致这些企业陷入现金流困境，原有的依赖于政府订单以及高杠杆的增长和盈利模式难以为继，这可能就是“长期积累的风险隐患”的具体所指，这自然也不是所谓的“国进民退”那么简单。

当前我国经济形势是长期和短期、内部和外部等因素共同作用的结果。我国经济正在由高速增长阶段转向高质量发展阶段，外部环境也发生深刻变化，一些政策效应有待进一步释放。

解读：目前形势是长短期和内外因素交织的结果，说明决策层认为短期的去杠杆政策和中美贸易战并不是今年经济表现的根本原因，它们都只是导火索，目前只是在主动让问题提前暴露。我们正处于高增长向高质量发展的阶段，旧有经济增长模式的痼疾必须解决，高科技发展的软肋和痛点也同时存在，我们前后已经采取了诸如财政和产业等政策来解决问题，政策结果不可能那么快显现，需要耐心等待，保持谨慎乐观。

面对经济运行存在的突出矛盾和问题，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加大改革开放力度，抓住主要矛盾，有针对性地加以解决。

解读：供给侧改革为主线的表述没有变，政策大方向和主要精神没有变，注意供给侧本身就包括去杠杆去库存。“抓住主要矛盾，有针对性地加以解决”说明，虽然确认了“稳中有变”，但是应对措施是有针对性得解决问题，而不是大规模刺激。

要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。

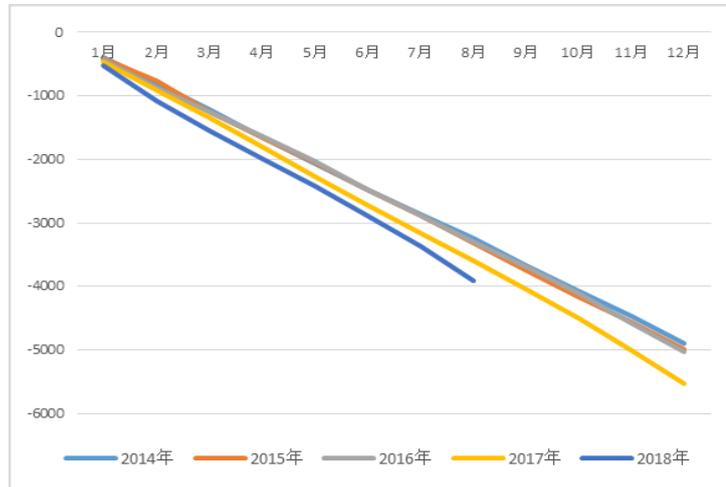
解读：两个毫不动摇，包括总书记近期在民营企业座谈会上的讲话，有利于企业信心的提振，央行近期针对民营企业融资难也设立了债券融资支持工具，预计企业融资紧张问题或将有所缓解；资本市场改革，包括前期的三部委发声，心理意义大于实际意义，股市上涨的基本面条件仍不成熟。

二、中美元首通话，股市短期反应良好，商品加速兑现利空

11月1日习近平总书记应约与特朗普通电话，特朗普表示“美方重视美中经贸合作，愿继续扩大对华出口。两国经济团队有必要加强沟通磋商。我支持美国企业积极参加首届中国国际进口博览会”，习近平表示“中方已就中美关系多次阐明原则立场……两国经济团队要加强接触，就双方关切问题开展磋商，推动中美经贸问题达成一个双方都能接受的方案。”

对于此次通话，可以看出是美方主动要求，之所以会出现在这个时间点，一是与中国即将举办的中国国际进口博览会有关；二是美国中期选举即将开始。2018年以来特朗普大搞贸易战，但是美国1-8月的贸易累计逆差却比去年同期扩大了300亿，这直接说明了贸易战并不能解决美国的逆差问题，因为中国从美国进口的产品也不少，而美国对中国的产品需求有不少是刚需，所以特朗普的贸易战策略到底还能不能讨好中下层选民是一个问题。另一个问题在于，美国今年掀起的大规模贸易战，实际上很多美国产业是直接受损的，农业自然是首当其冲的，而美国的高科技产业也不可能独善其身，美国高科技虽然独步全球，但他同样也需要立足于市场，正因为它处于产业链的顶端，才需要中下游产业的依托，而不可能脱离应用和消费市场而存在。所以，美国对中国高科技企业的制裁，同样也会打击他自己的高科技企业，从美股对中美贸易战的敏感程度就可见一般。

图3、美国贸易逆差累计走势历年对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从具体的谈话内容来看，特朗普还是一如既往的一厢情愿，只谈希望扩大美国对华出口，并支持美国企业参加中国进口博览会，想要从中国进一步开放当中获取更大的利益，而绝口不谈双方的互利共赢。习近平则指出中方已多次阐明原则立场，说明中方的原则立场并未改变。面对特朗普这种谈判对象，除非做出较大让步，否则很有可能还是维持现状，而目前的国内经济形势是否差到足以让决策层做出让步，恐怕也不至于。所以，推动达成方案到底能否取得实质性进展仍需要继续跟进。

从市场反应来看，美股和A股的反映都较为积极，虽然仅从通话内容中还不足以判断未来中美经贸关系是否能有实质性的改善，不过美国的这种主动示好表

明他对于打贸易战的底气其实很不足。近期 A 股的悲观氛围已有所好转，但大幅反弹的条件尚不成熟。商品市场的反应更为剧烈，近期市场本身的利空消息较多，工业品受供暖季环保力度有所减弱和原油大跌的影响出现较大幅度的回调，而农产品大部分品种，诸如大豆、粕类、油脂、棉花等短期也仍然处于供过于求状态，而且前期为了对冲贸易战的影响，加大了对其他国家农产品的进口，比如取消持续数年的印度菜籽粕进口禁令，而受猪瘟疫情的影响，饲料需求也较低迷，所以受中美元首通话的影响出现大跌，部分品种一度出现跌停。中美贸易关系的好转迹象加速了商品市场对利空的兑现，继续向下的空间可能不大。

三、国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》

在 10 月份中央经济工作会议召开当天，国务院办公厅同时发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出“今年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在较大投资缺口，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整”，具体指出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。

《意见》还提出了 10 项配套政策措施，包括：一是加强重大项目储备；二是加快推进项目前期工作和开工建设；三是保障在建项目顺利实施，避免形成“半拉子”工程；四是加强地方政府专项债券资金和项目管理；五是加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；六是合理保障融资平台公司正常融资需求；七是充分调动民间投资积极性；八是规范有序推进政府和社会资本合作项目；九是深化投资领域“放管服”改革；十是防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。

从这份意见的主要内容来看，对于基建的态度还是着眼于解决存量问题，包括缩短基建投资的流程、加快已有项目进度、保证对合理在建项目的资金支持等，因为今天以来的基建投资大幅回落，还不仅仅是资金的问题，近期湖北省政府的一份调研报告就指出存在“重大项目建设存在由于项目规划前瞻性不够，对土地预审、环评、能评等缺乏统筹协调，审批周期长，项目一时难以落地，开工慢”的问题，包括后面提到的“深化放管服改革”也是着眼于理顺投资机制、降低制度成本。

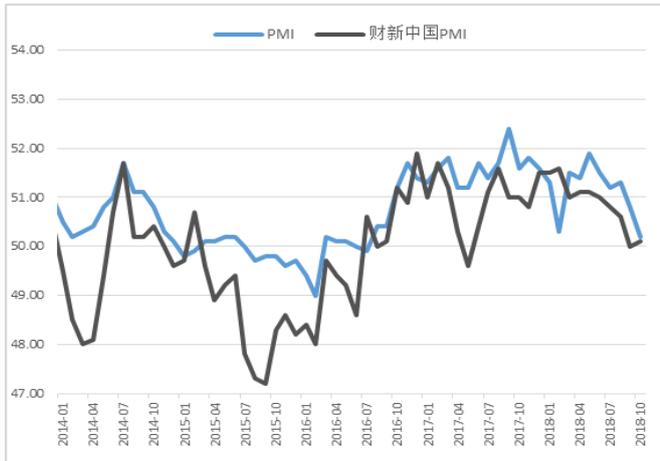
关于增量，也即增加基建投资，从具体政策措施配套来看还是比较谨慎，在第三条“保障在建项目顺利实施”后面还特别加上“坚决打好防范化解重大风险攻坚战，对确有必要、关系国计民生的在建项目，统筹采取有效措施保障合理融资需求”，最后不忘提及“防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。严禁违法违规融资担保行为，严禁以政府投资基金、政府和社会资本合作、政府购买服务等名义变相举债。”估计后期基建投资增速或能企稳，但年内反弹的可能性不是很大。

四、PMI 指数继续下滑，新出口订单和进口指数回落较快

10 月份官方 PMI 指数为 50.2，环比减少 0.6 个百分点，为 2016 年 7 月份以

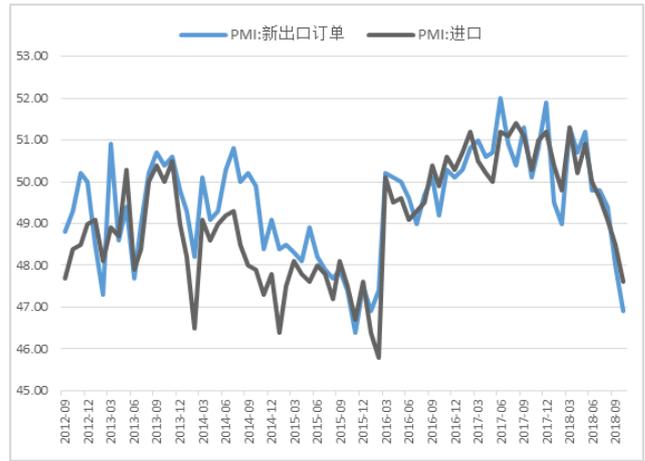
来新低。PMI 具体指标基本都在下滑，尤其是新出口订单、进口和原材料库存指标的下降最为明显。在新订单下滑的情况下，从生产到原材料购进的环节正在逐渐收缩，而产成品库存下降很慢，恐有库存累积的风险。加之原材料购进价格高企和企业生产经营活动预期的逐渐走低，可能会导致重新进入一个产成品去库存的周期，目前制造业投资回暖的趋势不太容易持续。

图 4、PMI 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、新出口订单和进口 PMI 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

五、非洲猪瘟出现向华南地区蔓延迹象，猪周期或将加速上行

10 月份下旬以来，猪瘟疫情蔓延至华南地区，湖南、云南和贵州等地相继发现非洲猪瘟疫情。目前来看，全国仔猪平均价出现下滑趋势，反映疫情的持续升温导致养猪户补栏积极性进一步下降，与此同时，全国各地生猪价格继续分化，猪肉价格维持高位。如果疫情进一步蔓延，那么猪肉需求区的的价格或将进一步攀升，从而带动全国价格走高，而补栏积极性的下降也将导致去库存周期加快，猪周期加速上行。

图 6、全国仔猪平均价格走势

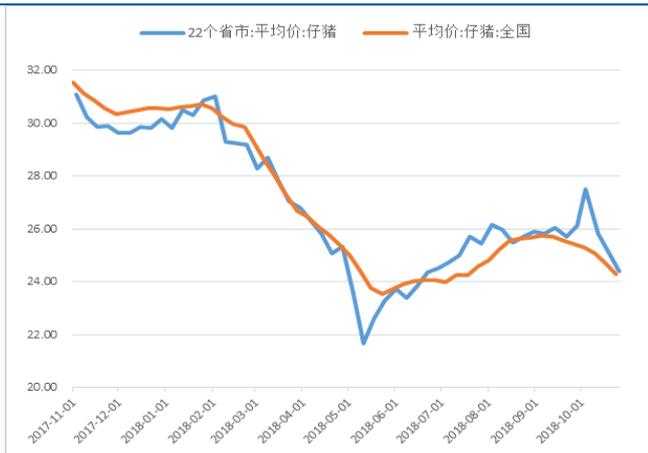
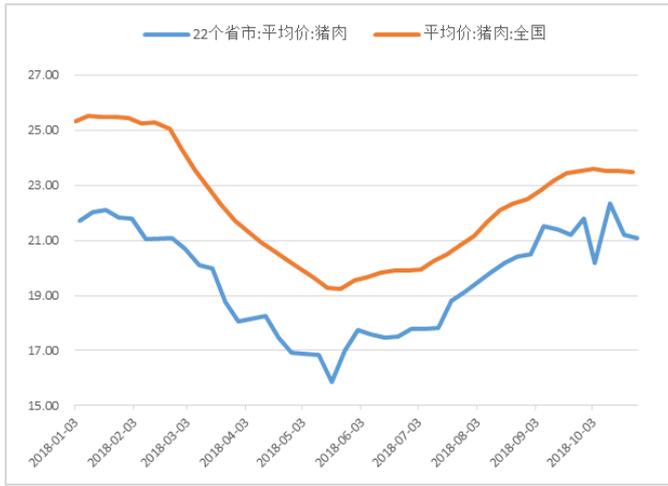


图 7、各地生猪价格走势

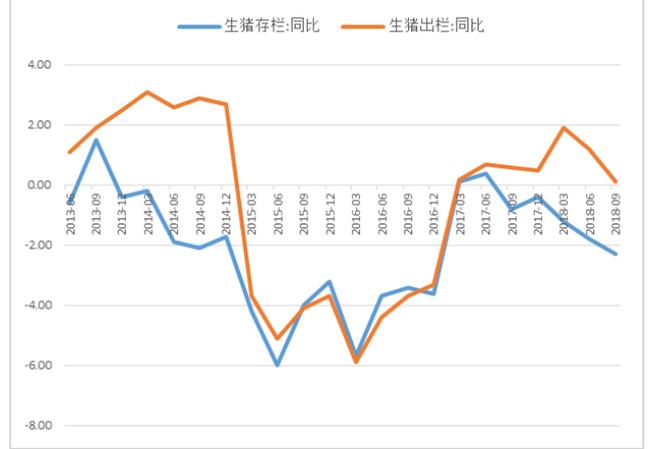


图 8、全国猪肉平均价格



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 9、生猪存栏和出栏增长情况

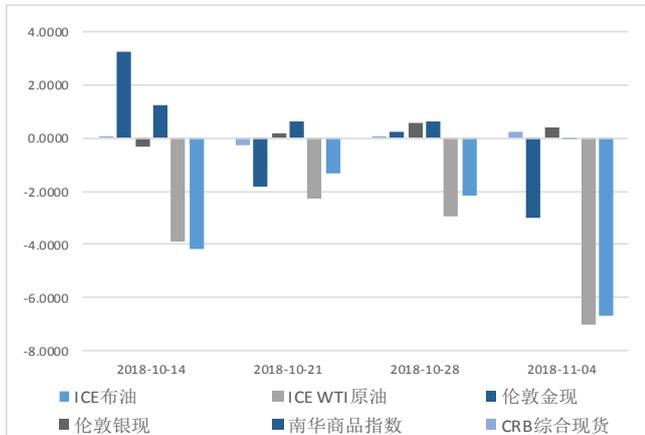


资料来源: WIND 资讯 南华研究

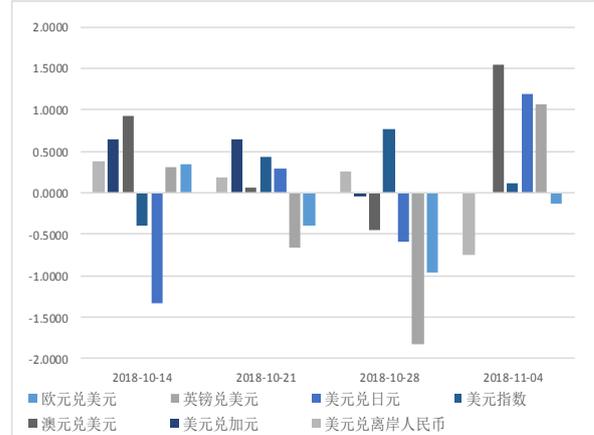
【本周全球大类资产表现】

2018年11月4日

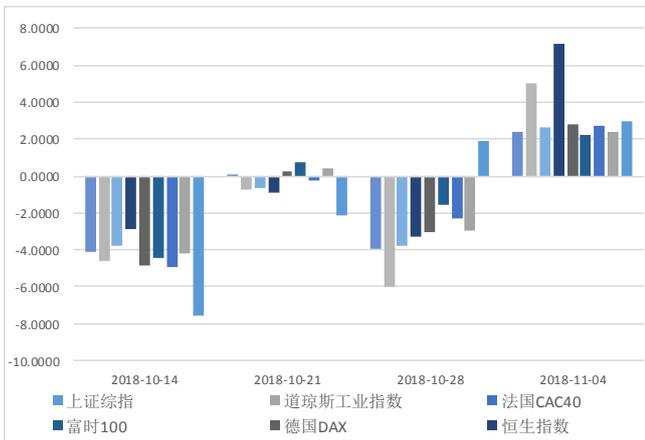
主要大宗商品涨跌幅



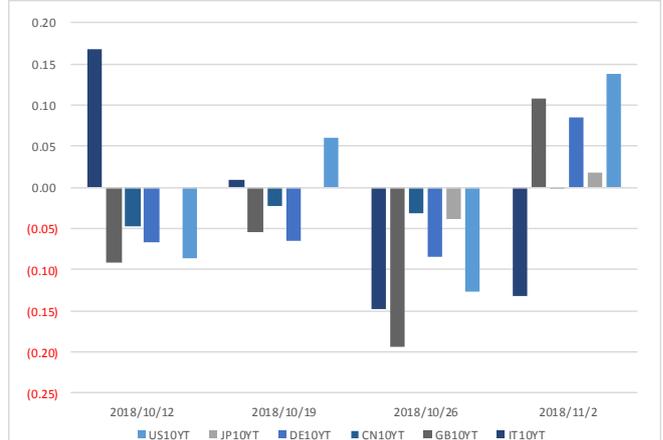
全球主要货币对涨跌幅



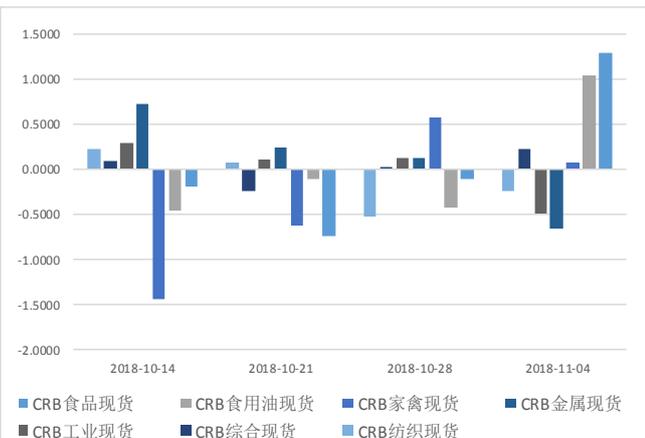
全球股指涨跌幅



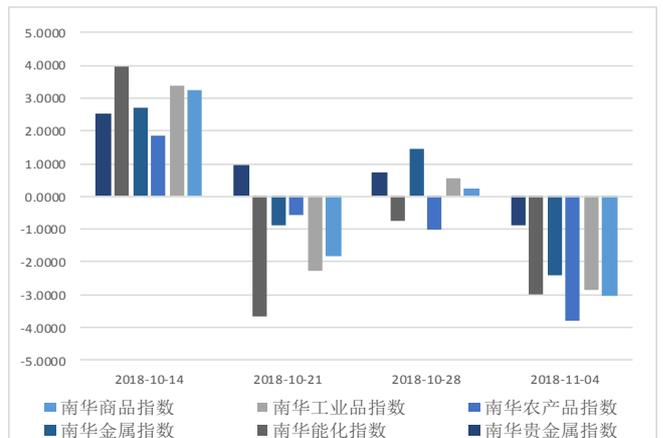
全球债市涨跌基点



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: 0577-89971808

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: 0931-8805351

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801、802、810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1003
电话: 022-28378072

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1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

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8层805室
电话: 0351-2118018

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

济南营业部

地址: 山东省济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505室
电话: 0531-80998121

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号之二砖石海岸B栋1903单元
电话: 0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话: 025-86209875

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