



冬季商品宏观形势

摘要

全球宏观悲观情绪有所滋长，不确定风险变大，若美国经济增长回落将是对全球经济重新步入下行期的确认。

国内宏观目前表现尚可，但下行风险较为明显，未来增长中枢可能进一步下移。明年经济的风险点还是比较多的，包括出口风险、已经观察到的制造业景气度下滑问题、基建能否企稳、房地产投资可能缓慢回落，都是潜在的压力。从2015年到2018年上半年，GDP增长是在6.5%-7%这个区间，预计未来可能会下行至6%-6.5%这个区间。

大宗商品承压，需求压制作用明显，但低库存支撑仍在，处于上有顶下有底的状态，不宜过度做空也不宜追多。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

冬季商品宏观形势

本周报告梳理了一下近期市场比较关注的宏观问题，并对今年冬季的商品宏观形势做一个展望。

一、供给方面：环保限产力度

9月份环保部发布《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，不再规定总体限产方案，而是要求“因地制宜推进工业企业错峰生产，实行差别化错峰生产，严禁采取‘一刀切’方式”，对排污未达要求的或未按期完成改造任务的全面采取错峰生产，对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业，可不予限产。

对此市场不少观点解读为环保放松，实际上，秋冬大气环保要求的变化，体现的是中央政府环保方式的变化，从行政化走向市场化（成本化），从微观走向宏观，这也是一个必然趋势。前两年开始进行秋冬季污染防治时，缺乏经验，所以中央文件抓的很细，但今年的文件可以看到内容没有那么细了，更加注重宏观的把控，特别是监测体系建立起来之后中央有了宏观调控的基础，而且总量排放目标依然要求同比下降，在低基数的基础上进一步降低，这就说明不存在所谓的放松。还有排污权的成本约束，所以从表面上看好像是放松了，不再强制要求所有企业限产，但规定环保标杆企业可不限产本身已将成本内化，价格底部抬升。

而且，在地方上实际仍存在很大的不确定性。中央要求很严的时候，不确定性在于地方的放松，而中央调控手段更宏观时，不确定也在于地方是否更严，我们可以看到今年有些地区的环保主动性增强，比去年更严，比如河南省，汾渭平原和长三角等。

从市场预期的角度来看，一刀切的时候，不确定性在于偷偷生产，所以预期的变化方式是暴涨然后再跌，我们看到去年限产其实是不及预期的，而不再一刀切的时候，不确定性是地方政府会为了达成指标而采取更大的限产力度，所以预期的作用方式可能是先跌而后涨。

所以，供给形势并不是很悲观，关键问题还是需求。

二、需求面

（一）贸易战问题

贸易战对金融市场的扰动将是长期的，目前依然是最主要的矛盾之一。

1、中美长期核心利益冲突难以调和。这点在以前的报告中已经多次谈过，中美的贸易结构已经逐渐从互补转为对抗，中国早已是一只大象，想要躲在草丛里韬光养晦让人看不见，这是不可能的。上周特朗普为了进博会主动和习总书记通话，只是一种唯利是图商人本性的表现。

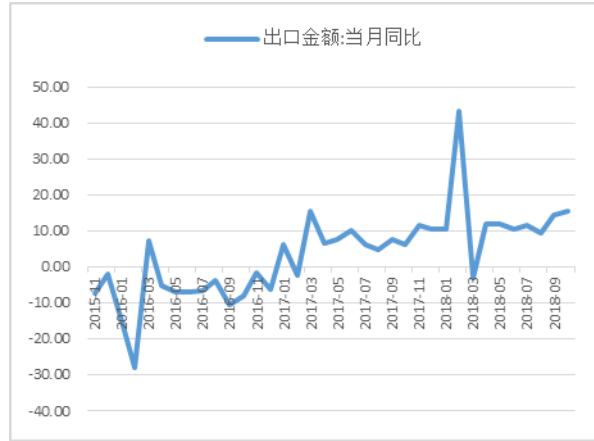
2、美国精英层达成某种共识。为了遏制中国的长期崛起，美国精英层愿意牺牲短期利益，尽管长期可能损失更大，但他们目前没有别的选择。所以美国中期选举对贸易战不会有什么影响。

所以短期的利好，无论是对股市还是商品，持续时间会很短，而压制作用仍会持续很长时间。

目前来看贸易战对宏观经济的影响比较小。

今年1-10月出口增速(以美元计价)达到了15.6%，同比多增9.3个百分点，环比多增1.2个百分点，说明贸易战对实际出口的影响比较小，或者说还未显现。

图1、出口增长走势



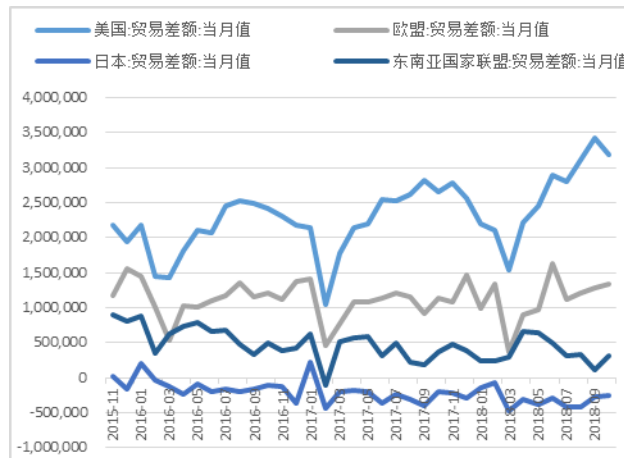
资料来源: WIND 资讯 南华研究

1、国家采取了多种手段来缓和贸易战的影响，包括提高出口退税率、加快出口退税、降低进口关税等等。对于那些原料以进口为主的企业来说，提高出口退税率和降低进口关税在很大程度上降低了他们的成本，所以即使美国加征关税仍然能够保持竞争力。

2、美国加息周期、人民币贬值。货币贬值本身部分对冲了加征关税的冲击。

3、中国制造的刚需。一个有意思的数据是9月份对美贸易顺差大幅增长，创单月历史新高，10月份环比略有回落但仍然保持在很高的水平，如果后面两个月没有出现大幅下滑的话今年对美贸易顺差要创历史新高。从数据直观来看，7月份之后中国对美出口有一个大幅的增长，但是自美进口在持续下滑，这个有人解释为是出口前移，但贸易战是相互的，为什么自美进口没有前移？

图2、中国对主要地区贸易差额走势(万美元)



资料来源: WIND 资讯 南华研究

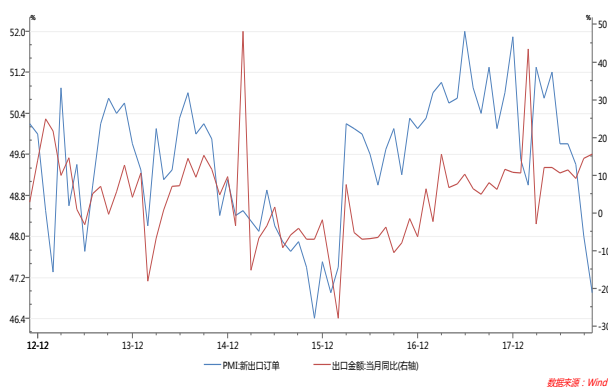
可以从两个层次来客观地看这个结果，一是今年美国经济的情况不错，对进口的需求还是比较强劲，那么也要警惕后期它如果经济回落的话会加大贸易战的影响；二是中美两国对彼此产品的需求刚性不同。美国需求好还不足以解释这个问题，因为中国进口增长也不差，加上推行扩大进口政策，今年进口增速也持续保持比较高的水平，因此主要还是一个需求刚性不同的问题。

今年4月份之后中国自美国进口的大豆数量从每月几百万吨的水平一下子降到十几万吨，这个缺口基本上由巴西进口的大豆填补，1-9月从巴西进口大豆累计数量已经基本相当于去年全年水平，而且大豆大部分就是要压榨成豆油和豆粕的，这个也有可以替代进口的国家，比如印度因为养殖业不发达，虽然对油脂需求量大，但却是粕类的净出口国，目前我们已经放开了印度菜粕进口，预期可能还会放开豆粕，这就增加了替代来源，另外油脂的替代选择也比较广。在这种情况下，前期的利好效应大幅减弱，同时在中美关系波动的扰动下，还会不时放大利空效应。

而对于美国来说，自中国进口的产品很难替代，中国是制造业大国，全世界要找到和中国一样具有完整工业体系和生产能力的国家，恐怕没有，对于那些出口不具可替代性产品的企业来说，市场份额本身在不断增长，自然也不会受到贸易战的影响。

4、隐忧和不确定性。目前从数据上可以观察到的一个隐忧是制造业出口订单的大幅下滑，从历史数据来看，出口同比增速和新出口订单PMI的相关性是比较强的，有滞后的话也不会超过3个月，但是目前这两个指标的偏离已经持续了4个月，这个不太好解释，不排除是一个样本的问题，10月份大中型企业PMI是下滑比较快，但小型企业PMI还是比较稳定，财新PMI也有小幅的回升，这可以解释部分问题；此外，加快生产进度提前出口也会造成这个偏离，那么后期可能会出现一个较大幅度的下滑；最后是与全球经济复苏受阻有关，欧洲才是我们最大的贸易伙伴，它的经济景气指标在全面回落，这恐怕是主要原因。所以，作为前瞻指标，PMI的隐忧还是比较大的。

图3、新出口订单PMI与出口增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

（二）基建问题

从10月底的中央经济工作会议来看，虽然确认了宏观经济“稳中有变”，但

从会议主要精神来看，并没有要搞基建刺激的意思，而是“抓住主要矛盾，有针对性加以解决”。

从国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》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。

（三）房地产投资问题

房地产投资大幅下行可能性极低，维持谨慎乐观。

1、资金紧张下，高周转模式可能成为常态

近期市场基本对地产商高周转模式使得新开工维持较快增长形成了一个共识，主要分歧在于这个模式会持续多久，我倾向于认为高周转模式可能会成为常态。

高周转模式其实对应的是一个囤地模式，囤地模式就是不停地买地，把地抵押给银行获取贷款再买地囤地，坐等地价上涨房价上涨再开工，这就会造成一个地囤了很多，但是新屋供应不足的情况。而现在这种模式已经行不通了，银行对地产商贷款卡得很死，在难以从银行获取现金流的情况下，地产商就必须加快开工卖房才能回笼资金，另外银行对开发贷是采取名单制，很多中小开发商没有资格开发贷资格，只有开工才能获得银行建安贷款，这个结果就可能是囤地量下降而新屋供应量上升，这个对房价是利空，但是投资不会大幅下滑。所以，目前地产商的融资模式已经改变了，开工成为获得现金流的重要方式，因此高周转模式可能成为常态。

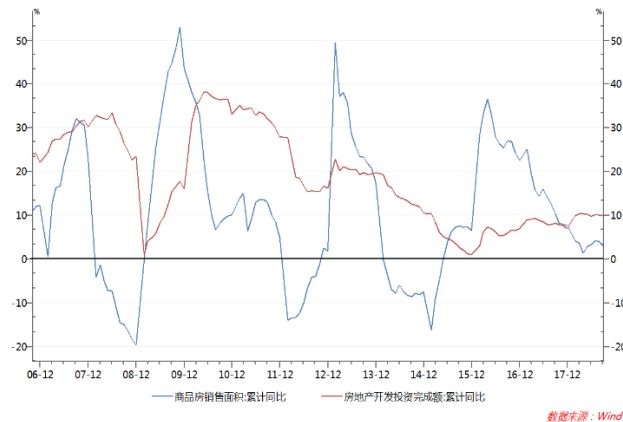
2、商品房补库仍在持续进行中

9月份商品房待售面积增速仍然负增长，降幅为13%，而1-9月商品房累计销售面积仍然是正增长。我们要注意一个量的问题，17年商品房销售面积是创历史新高，而今年1-9月累计增速仍有2.9%，所以今年基本可能还是会创历史新高或者维持在一个比较高的水平，那么库存肯定还是下降的，这对新屋开工增长是一个很强的支撑因素。

中国本来就是一人多地少的国家，而且绝大部分人口还集中在国土占比低的中东部地区，这意味着房屋供给的基本面将是长期偏紧的。而且我们从历史数据来看，08-09年、11-12年、14-15年这段房地产开发投资大幅下行的时间段，

都是先出现了商品房销售面积的大幅负增长，注意不是增速回落，而是负增长。所以预判开发投资的下行，至少先观察到商品房销量的负增长再说，这个指标有很强的前瞻性。

图 4、商品房销售面积增速与房地产开发投资增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

3、地产商信心

地产商对于经济增长的信心和对于房价上涨的信心是容易被大家忽略的一个因素，这也是宏观上容易出现的一个认识误区，从总量上好像看到经济下行压力加大，融资紧张，然后看到局部一些地区的价格下跌成交下滑就容易得出经济很不好一个模糊概念，这个概念其实和行业的实际情况有很大的区别，不仅微观和宏观有很大区别，各地的情况也很不一样。我们看全国各地的房地产开发投资就能发现，GDP 排名前几位的经济大省，比如广东、浙江、江苏、山东，房地产投资都是保持非常高的增速，这说明这些财富集中的地区商品房库存消化能力比较强，地产商对未来信心充足，当然和国家的区域发展战略也是密切相关的。

表 1、全国各地房地产开发投资增速

指标名称	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04	2018-03	2018-02
西藏	111.30	151.00	110.60	56.10	-7.70	-4.60	0.80	-73.90
吉林	28.50	26.80	22.80	17.00	31.00	12.60	8.20	3.10
浙江	23.40	24.30	24.50	24.20	22.00	20.50	19.40	17.20
黑龙江	21.70	25.70	27.00	30.00	27.60	30.60	46.00	-20.70
广东	19.90	21.00	20.60	20.20	18.80	21.20	22.90	21.70
甘肃	18.10	11.30	10.10	10.90	2.80	19.30	21.90	32.50
陕西	17.90	16.40	14.90	11.10	6.80	3.30	2.50	7.40
江苏	17.60	17.60	18.40	16.60	19.30	19.50	19.60	14.90
安徽	16.20	20.40	22.60	22.50	22.30	21.70	22.60	21.60
湖南	15.60	13.90	11.30	10.10	10.70	13.90	14.00	12.40
山西	14.90	14.00	8.50	13.00	10.80	9.00	13.80	14.40
广西	13.50	12.60	13.40	12.30	13.00	10.90	10.50	8.50
云南	13.30	11.50	11.80	9.60	8.50	10.50	13.70	9.30
山东	12.10	12.40	12.00	11.00	10.70	10.40	11.00	7.30
贵州	11.00	14.50	9.40	5.70	6.20	2.60	-2.00	-0.10
辽宁	10.90	12.00	13.90	15.50	16.10	8.50	-1.30	-16.50
江西	9.50	8.90	8.30	7.30	6.20	7.40	4.90	4.60
重庆	8.80	8.40	9.00	10.00	9.60	8.20	7.80	5.30
上海	5.30	5.30	4.70	3.60	3.00	4.10	4.60	10.10
湖北	4.70	6.80	7.40	8.50	10.80	13.20	13.50	7.40
四川	4.60	1.30	-0.60	-1.70	-3.40	-3.60	-4.60	-1.50
福建	4.10	2.80	3.30	1.60	5.60	5.50	3.00	0.30
天津	-0.30	-0.50	4.50	9.10	19.20	17.10	9.20	-6.90
河南	-0.60	0.30	2.90	5.60	10.90	13.20	13.20	13.10
北京	-1.40	-3.90	-4.80	-6.50	-10.00	-17.40	-12.50	-2.50
内蒙古	-1.70	-1.70	-2.50	-8.60	-14.30	-13.20	-11.90	7.90
河北	-8.50	-9.30	-10.30	-12.30	-15.20	-17.60	-16.40	-5.40
青海	-10.10	4.20	8.80	13.20	21.30	14.00	25.20	-49.20
海南	-15.10	-13.20	-9.00	-7.80	2.70	11.50	16.40	13.40
新疆	-20.10	-21.70	-26.90	-36.30	-44.90	-32.20	-30.00	21.80
宁夏	-28.60	-27.30	-22.10	-22.10	-21.00	-10.40	-22.60	-11.40

（四）融资紧张问题

融资紧张有望缓解，反过来有助于支持基建企稳和制造业投资回暖，但也不能太乐观。

1、央行三支箭

新增民企信贷专项指标、设立民企债券融资支持工具、设立民营企业股权融资支持工具。

2、银保监会“一二五”目标。

新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。

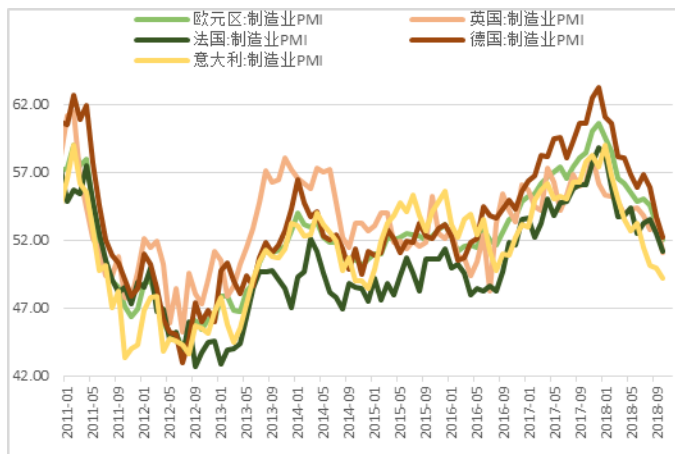
11月初民营企业座谈会之后，一行两会的动作都比较多，央行的动作估计还是或多或少能对缓解融资起到一定作用。不过，贷款指标限定政策恐怕作用有限。实际上，90年代抓大放小改革之后，国企基本就剩下了大中型企业，自然是银行青睐的对象，而民营企业数量多、占比高，但也是以中小型为主。因此，国有和民营融资待遇差别的原因，主要还不在于“国”和“民”的区别，而是大和小的区别，经营效益好的大民企自然也是银行的香饽饽。中小企业贷款，信息甄别成本高，贷款质量差，坏账风险高，银行也很难增加贷款，关键还是要解决这些问题。

（五）国内市场不太关注但是很重要的问题

1、全球经济情况

10月初 IMF 发布的世界经济展望将 2018-2019 年的全球增长率预测下调 0.2 个百分点至 3.7%，另外欧洲经济景气度已经是全面下滑，回落至此轮复苏以来的低点，目前来看不太乐观，未来对国内出口是一个较大不确定因素，未来全球金融市场对于宏观经济下行的预期和共识也将逐渐形成，从而对风险资产价格形成压制。

图 5、欧洲制造业 PMI 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

2、风险资产价格承压

有色品种在贸易战利空下已经调整了较长一段时间，而近期美股和原油也出现了比较大幅度的调整，特别是原油的基本面很不乐观，处于持续下跌态势，这些全球风险资产的代表和龙头处于盘整甚至回落趋势，对于整个商品宏观环境来讲都会形成一种压制作用。

结论：

全球宏观悲观情绪有所滋长，不确定风险变大，若美国经济增长回落将是对全球经济重新步入下行期的确认，当然后面会有什么大的政策变动还需静观。

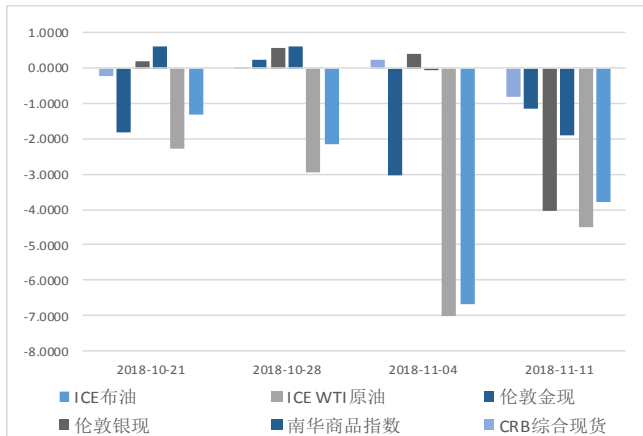
国内宏观目前表现尚可，但下行风险较为明显，未来增长中枢可能进一步下移。明年经济的风险点还是比较多的，包括出口风险、已经观察到的制造业景气度下滑问题、基建能否企稳、房地产投资可能缓慢回落，都是潜在的压力。从2015年到2018年上半年，GDP增长是在6.5%-7%这个区间，预计未来可能会下行至6%-6.5%这个区间。

大宗商品承压，需求压制作用明显，但低库存支撑仍在，处于上有顶下有底的状态，不宜过度做空也不宜追多。

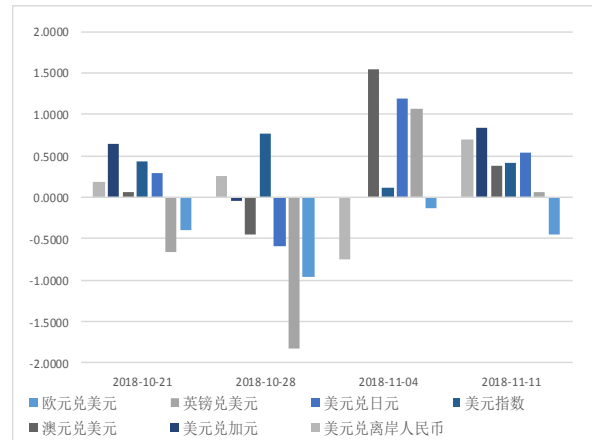
【本周全球大类资产表现】

2018年11月11日

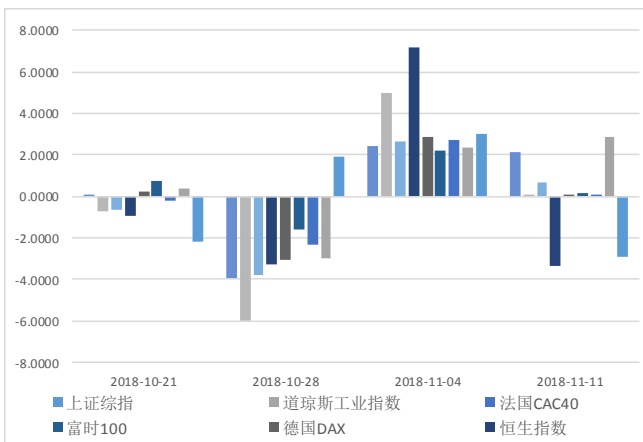
主要大宗商品涨跌幅



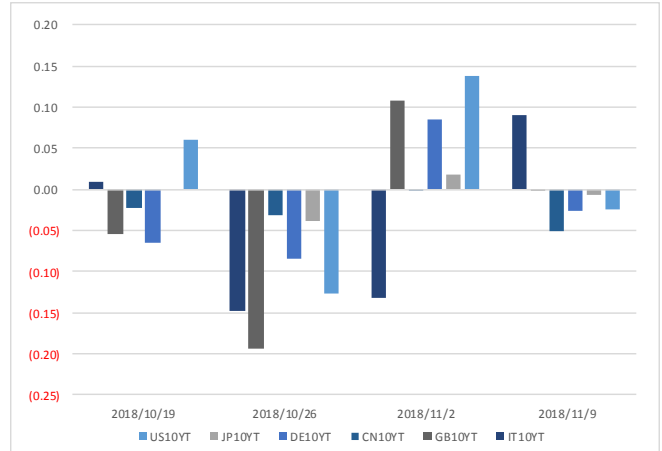
全球主要货币对涨跌幅



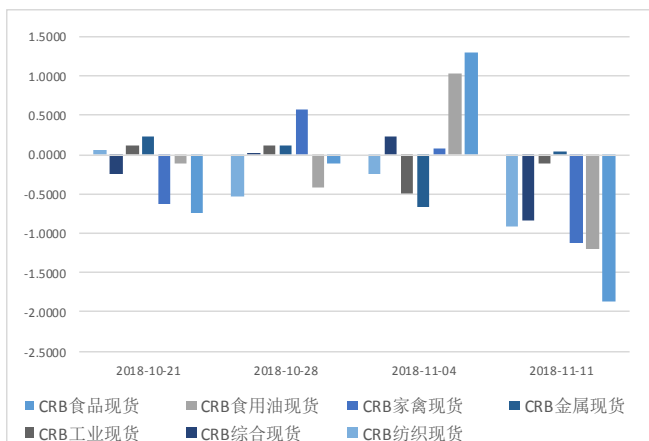
全球股指涨跌幅



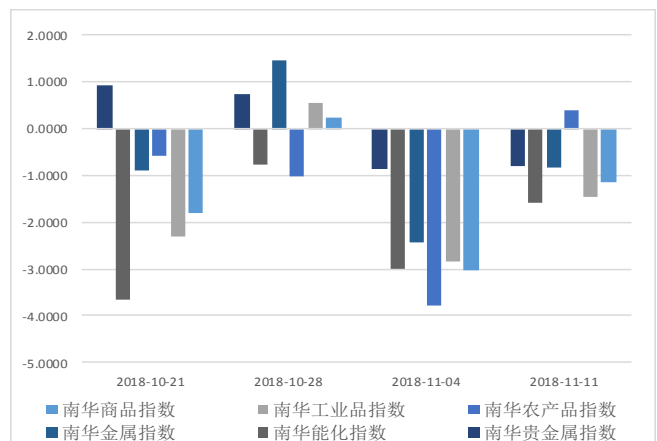
全球债市涨跌基点



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

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