



当前市场预期确定与不确定

摘要

目前的市场预期非常混乱，所以中央政治局会议提的六稳，尤其是稳预期，才显得特别重要。回顾从去年十九大、中央经济工作会议，到今年4月份及7月份政治局会议的主要指导思想，以供给侧改革和三大攻坚战为主线的政策大方向并没有发生改变，发生变化的只是局部的微调。

不过，基建预期对于今年以来持续下跌的股市来说可谓久旱逢甘霖，市场抓住了这根稻草自然不会轻易放弃，所以此时给基建泼冷水的观点并不重要，只有等待真正的数据出来，市场预期才会出现扭转。

当然，在基建的不确定性当中，我们仍然需要找出确定的领域，一个是中央政府和部委主导的投资项目有望加快；另一个是加快铁路货运建设投资，无论是从环保还是降成本的角度，铁路货运都是未来重点发展和最具确定性的基建领域。

贸易战担忧也是影响近期预期的重要因素，如果贸易增长并未出现如市场所预期的大幅放缓，那么对于当前的基建或放水预期也会产生较大冲击，如果这种情况发生的话，当前的市场配置也会发生较大变化。

商品方面，下半年以来除贵金属之外出现了难得的全线飘红，化工品种与原油价格相关性较强，目前原油的供给整体而言还是偏紧的，虽然短期有所回调，但下方支撑仍然较强；有色品种与美元走势和全球贸易预期关系较大，美元走强和贸易紧张局势是前期有色下跌的主要原因，但其供给面还是存在利好因素，相比而言有色的不确定性较大；农产品与天气和贸易因素关系比较大，今年的异常天气对于农产品而言是一个潜在利好；黑色品种上涨最主要的原因毫无疑问还是环保，环保不仅是近期黑色品种上涨的主要原因，也是近两年左右商品走势的最确定逻辑。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

当前市场预期确定与不确定

7 月份以来市场预期发生了什么变化？

2018 年以来，尽管 A 股市场跌幅巨大，上证综指创两年新低，整体虽是熊市无疑，但我们仍然可以从行业的具体表现来判断市场想法的变化。以中信股票行业指数为例，29 个行业里面，上半年只有餐饮旅游、医药和食品饮料三个板块录得上涨，其他板块全部都是下跌，而且跌幅在两位数以上的行业就有 23 个，上半年的这种市场走势很明显由经济衰退期的配置逻辑所驱动的。

但是 7 月份以来，情况发生了明显变化，医药、食品和餐饮旅游板块跌幅靠前，而钢铁、建筑、银行和建材板块出现上涨，说明市场的配置逻辑已经发生改变，这种改变是各种宏观信息的渐进性变化对市场逻辑产生重要影响的结果。

表 1、中信一级行业指数季度表现

日期	2018-08-10	2018-06-29	2018-03-30
石油石化(中信)	3.64%	1.99%	2.32%
煤炭(中信)	2.74%	8.55%	10.38%
有色金属(中信)	7.71%	8.59%	5.67%
电力及公用事业(中	1.57%	3.03%	6.33%
钢铁(中信)	8.55%	9.44%	6.81%
基础化工(中信)	1.49%	10.89%	5.23%
建筑(中信)	6.69%	5.98%	6.42%
建材(中信)	5.73%	7.02%	1.91%
轻工制造(中信)	7.11%	2.82%	2.76%
机械(中信)	2.14%	7.82%	5.28%
电力设备(中信)	4.71%	2.18%	7.39%
国防军工(中信)	0.74%	8.80%	0.27%
汽车(中信)	7.37%	10.69%	7.09%
商贸零售(中信)	5.91%	3.10%	2.79%
餐饮旅游(中信)	5.57%	3.15%	6.78%
家电(中信)	2.63%	5.31%	2.20%
纺织服装(中信)	8.20%	9.39%	1.95%
医药(中信)	9.67%	2.06%	6.66%
食品饮料(中信)	7.31%	9.03%	6.62%
农林牧渔(中信)	0.20%	2.09%	7.56%
银行(中信)	5.70%	10.73%	2.09%
非银行金融(中信)	0.48%	2.42%	8.43%
房地产(中信)	5.07%	6.86%	1.52%
交通运输(中信)	3.66%	10.69%	4.94%
电子元器件(中信)	5.52%	6.63%	2.79%
通信(中信)	1.06%	22.28%	5.63%
计算机(中信)	2.23%	5.12%	11.42%
传媒(中信)	6.54%	9.07%	2.46%
综合(中信)	1.53%	23.60%	1.16%

资料来源：WIND 资讯 南华研究

首先，6 月份中旬中美贸易谈判急转直下，双方对抗强硬，宣布将于 7 月份开始互相加征关税，这使原先已经缓和的贸易不确定性预期再次回归；第二，6 月份公布的社会融资规模出现大幅萎缩，实体经济流动性持续紧张，这促使央行采取更进一步的行动，比如增加 MLF 鼓励银行增加贷款和信用债配置、调整 MPA 标准等，央行的行动使市场产生了比较强烈的货币政策转向预期，于是股市的衰退逻辑发生变化，原先表现最好的食品医药板块出现下跌；第三，7 月中旬出现了货币政策和财政政策到底谁应该更积极的大争论，这使得政策预期产生了从货币转向财政的微妙变化，7 月底李克强主持国务院常务会议，表态积极财政政策要更加积极，此外还提到加快 1.35 万的地方专项债发行，对必要在建项目要避免资金断供、工程烂尾，推进建设和储备一批重大项目等，这一系列表态不仅使市场产生了扩张性财政政策的预期，而且这种预期也很明显地指向了基建。于是，从消费到基建的配置逻辑开始出现，包括国债期货的上涨乏力也反映了从放水到基建预期的转变，如果基建预期进一步发酵，那么势必也会到债券市场造成压力，但这种逻辑是否确定和可持续呢？

基建刺激的不确定与确定

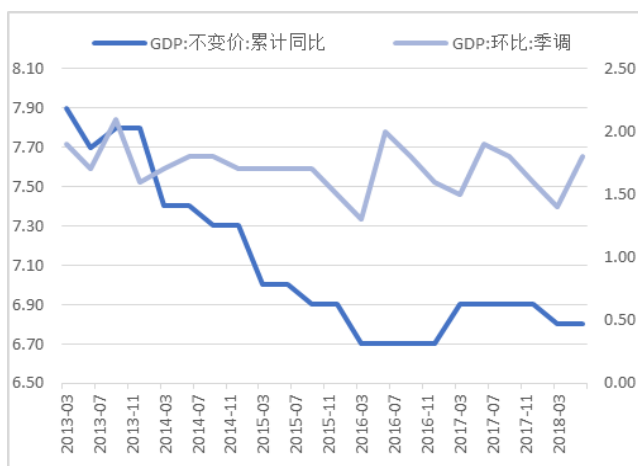
预期说到底是一个很模糊的概念，当前市场确实对基建增速的逆转有了较为强烈的预期，但这种预期到底是降幅收窄？是企稳？是小幅反弹？还是大幅反弹？这里面存在着相当大的区别。按照中央政治局会议的提法（补短板）和地方政府去杠杆的现实，基建增速大概率是企稳，最多是小幅反弹，这可能和市场的期待还是有差距的。

而从政策逻辑的角度来讲，大搞基建本身就是混乱和自相矛盾的，大搞基建到底是为了解决什么问题？如果仅仅是为了解决地方政府去杠杆过猛导致的必要基建项目停工或无法开工，那没必要进行大规模扩张；如果是想通过大搞基建来解决宏观经济下行压力，则不仅与金融机构和地方政府去杠杆相抵触，而且扩张性财政政策本身对于民间投资就有挤出效应，如果实体经济流动性仍然紧张，大搞基建无疑又会使实体融资问题雪上加霜。金融去杠杆导致的流动性问题应该采用货币金融手段对症下药加以解决，而不是用基建这种南辕北辙的办法。

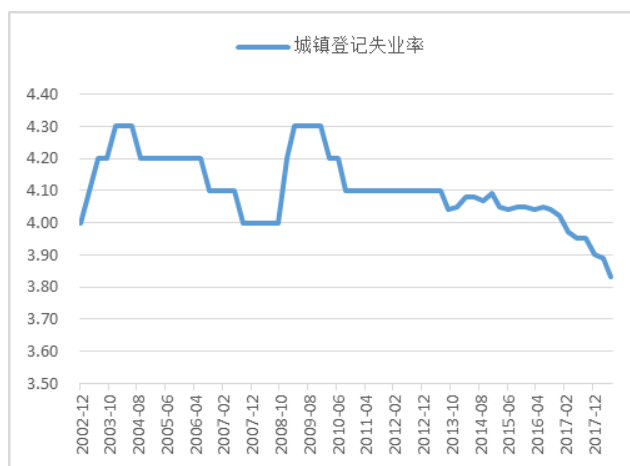
此外，去年供暖季北方重点区域停止了大部分土石方作业，今年 7 月初国务院公布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》又将重点区域扩大至长三角和汾渭平原，城市数量从 28 个增加至 80 个，加上近期对长江经济带“共抓大保护，不搞大开发”的全方位舆论宣传以及逐渐落地的相关环保措施，如果真要大搞基建，那势必又将和中长期环保国策形成冲突。更何况，上半年宏观经济增速仍达到 6.8%，城镇登记失业率只有 3.83%，并没有必要像某些学者讲的那样，把十四五的基建项目提前到十三五，导致透支未来的政策空间。

图 1、宏观经济走势

图 2、失业率走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

所以可以看到，目前市场的预期其实非常混乱，又是去杠杆，又是大放水，又是搞基建，所以中央政治局会议提的六稳，尤其是稳预期，才显得特别重要。我们有必要回顾从去年十九大、中央经济工作会议，到今年4月份及7月份政治局会议的主要指导思想，以供供给侧改革和三大攻坚战为主线的政策大方向并没有发生改变，发生变化的只是局部的微调。

不过，基建预期对于今年以来持续下跌的股市来说可谓久旱逢甘霖，市场抓住了这根稻草自然不会轻易放弃，所以此时给基建泼冷水的观点并不重要，只有等待真正的数据出来，市场预期才会出现扭转。

当然，在基建的不确定性当中，我们仍然需要找出确定的领域，毕竟中国仍然是一个发展中国家，各个区域的基础设施发展存在较大不平衡，虽然总量大扩张时代已经过去，但一些基建领域仍然存在短板，所以我们对基建的分析不是站在经济刺激的角度，而是立足于补短板，考虑当前还有哪个基建领域需要加大投入，这就需要我们进行细分。一个是地方政府投资的基建可能受去杠杆的影响仍然比较大，但中央政府和部委主导的投资项目有望加快，这是可以切入分析的一个方面；另一个确定性较强的就是近期市场比较关注的铁路投资问题。

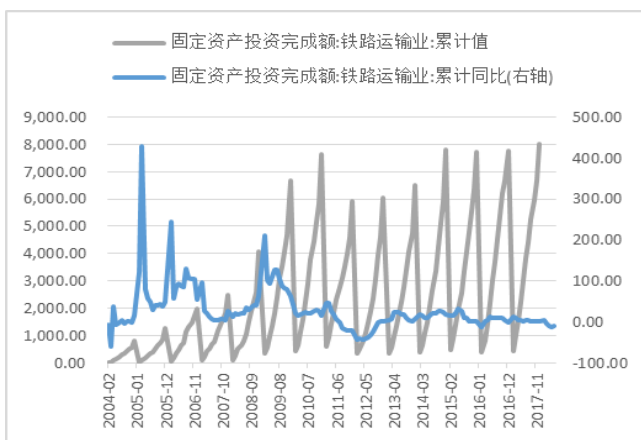
铁路投资的重点并不在于市场热议的所谓“重返8000亿”，因为从2014年以来每年的铁路固定资产投资都在8000亿上下，即使没有超过8000亿，差额也不会超过300亿，所谓的“重返”只是针对于年初所提的政府工作报告目标而言，但是总量上并不会产生什么刺激效应。

铁路投资的重点在于货运结构调整，也即自2016年以来的公路运输整治和公转铁改革，推行这一改革的原因是多方面的。我国铁路货运占全部货运比重非常低，从1979年的20%左右下降至2017年的不到8%，这一比例在国际上是偏低的，比如美国铁路货运占比就在40%左右。以公路运输为主的货运结构带来了两个问题，一是机动车污染问题，机动车污染是大气污染的重要来源，货车污染更甚。环保部6月份发布的《中国机动车环境管理年报2018》显示，2017年全国货车排放的一氧化碳(CO)、碳氢化合物(HC)、氮氧化物(NOx)和颗粒物(PM)占机动车排放总量的比例分别高达32%、38.2%、68.3%和77.9%，而货车保有量占全国汽

车保有量的比例仅有 11.2%，可见货车是机动车污染排放的主要来源；二是运输成本问题，公路运价是铁路运价的 3-5 倍，为了节省运费，又衍生出了超载、劣质燃油、偷逃税费等问题，造成更大的安全隐患和环保污染。

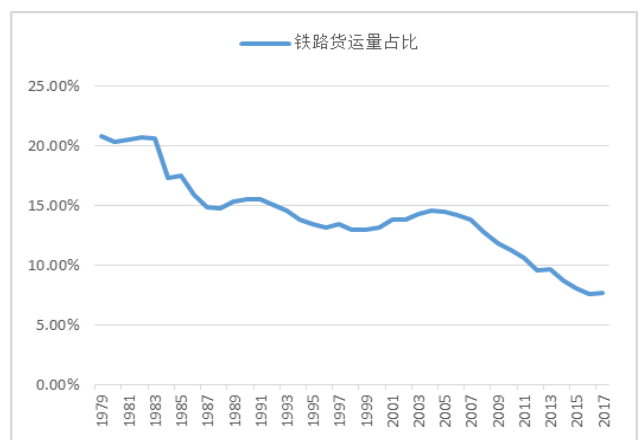
所以加快铁路货运投资，不仅能起到稳增长的作用，而且对经济社会的可持续发展有重要意义。无论是从环保还是降成本的角度，铁路货运都是未来重点发展和最具确定性的基建领域。近期国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出：“大幅提升铁路货运比例，到 2020 年，全国铁路货运量比 2017 年增长 30%，京津冀及周边地区增长 40%、长三角地区增长 10%、汾渭平原增长 25%；推动铁路货运重点项目建设。加大货运铁路建设投入，加快完成蒙华、唐曹、水曹等货运铁路建设。大力提升张唐、瓦日等铁路线煤炭运输量。在环渤海地区、山东省、长三角地区，2018 年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020 年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020 年重点区域达到 50%以上”。因此，建议投资者关注细分的铁路货运板块。

图 3、铁路固定资产投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、铁路货运量占比情况



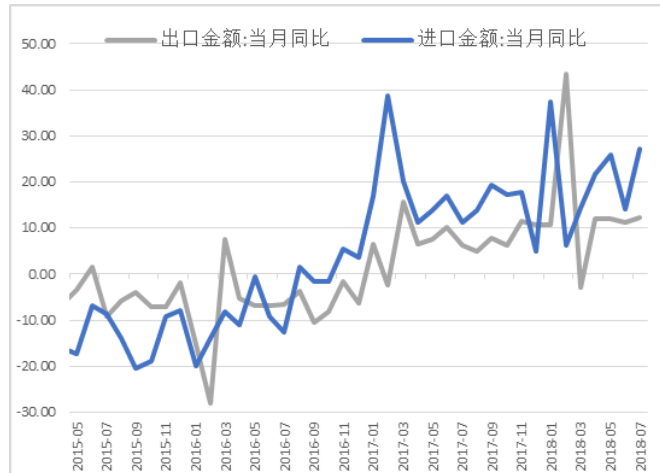
资料来源：WIND 资讯 南华研究

被贸易战担忧抹杀的乐观因素

近期市场之所以会产生各种政策放松的预期，最主要的依据之一，是未来贸易前景的不确定性，或者更确切地说，是对贸易增长悲观预期的过度反应。不过，在 7 月份中美开始实质性互相加征关税之后，最新公布的贸易数据并没有出现放缓。7 月份以美元计价的进出口总额同比增长 18.8%，环比多增 6.3 个百分点，同比多增 10.36 个百分点，其中出口增长 12.2%，环比多增 1 个百分点，同比多增 5.86 个百分点，进口增长 27.3%，环比多增 13.2 个百分点，同比多增 16 个百分点。就当前情况实事求是来看，市场确实存在担忧过度的情况，而且我们也不能忽视了可能促进贸易增长的乐观因素，比如人民币自 4 月份以来已经贬值近 10%；比如欧美国家经济复苏前景仍属乐观，美国消费支出增长非常强劲等等。总而言之，如果贸易增长并未出现如市场所预期的大幅放缓，那么对于当前的基建或放

水预期也会产生较大冲击，如果这种情况发生的话，之前受贸易战影响最大的电子元器件板块以及其他出口收入占比较高的公司股价也将出现较大幅度的反弹。

图 5、进出口增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

商品预期的不确定与确定

下半年以来，大宗商品除贵金属之外，出现了难得的全线飘红，尤其工业品的上涨使不少市场观点认为是基建预期使然，我们不排除这一预期在其中所起到的作用，但还需要具体问题具体分析。化工品种与原油价格相关性较强，目前原油的供给整体而言还是偏紧的，虽然短期有所回调，但下方支撑仍然较强；有色品种与美元走势和全球贸易预期关系较大，美元走强和贸易紧张局势是前期有色下跌的主要原因，但其供给面还是存在利好因素，相比而言有色的不确定性较大；农产品与天气和贸易因素关系比较大，今年的异常天气对于农产品而言是一个潜在利好；黑色品种上涨最主要的原因毫无疑问还是环保，环保不仅是近期黑色品种上涨的主要原因，也是近两年左右商品走势的最确定逻辑。

7月初国务院发布了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的通知，将原来的大气污染重点区域范围从京津冀地区2+26个城市扩大至长三角和汾渭平原区域，重点城市数量扩大至80个；《计划》要求到2020年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上；PM2.5未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%，重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上；重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。严防“地条钢”死灰复燃。2020年，河北省钢铁产能控制在2亿吨以内；列入去产能计划的钢铁企业，需一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备。

所以，至少对黑色品种而言，环保政策严厉程度的有增无减是一个确定性的利好因素，螺纹钢是黑色系的龙头，钢铁去产能和地条钢出清已经给了钢材价格较高的安全边际，而“以钢定焦”将逐渐抬高原材料的安全边际，那么反过来又将形成钢材成本上的双重支撑，所以除非房地产投资出现断崖式下跌，黑色品种

在可以预见的未来都将会是一个易涨难跌的格局。

表 2、南华商品指数季度表现

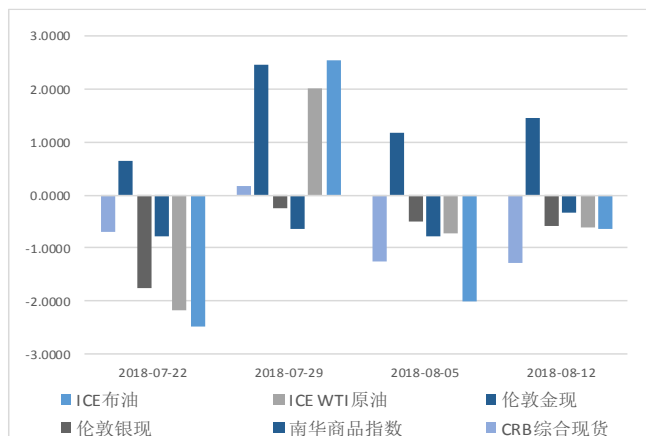
日期	2018-08-10	2018-06-29	2018-03-30
南华商品指数	3.62%	4.36%	5.62%
南华工业品指数	4.54%	8.67%	7.64%
南华农产品指数	0.88%	1.74%	2.34%
南华金属指数	1.98%	6.59%	8.52%
南华黑色指数	9.42%	0.00%	0.00%
南华有色金属指数	1.29%	0.00%	0.00%
南华能化指数	5.41%	6.85%	8.08%
南华贵金属指数	1.20%	0.39%	4.41%

资料来源：WIND 资讯 南华研究

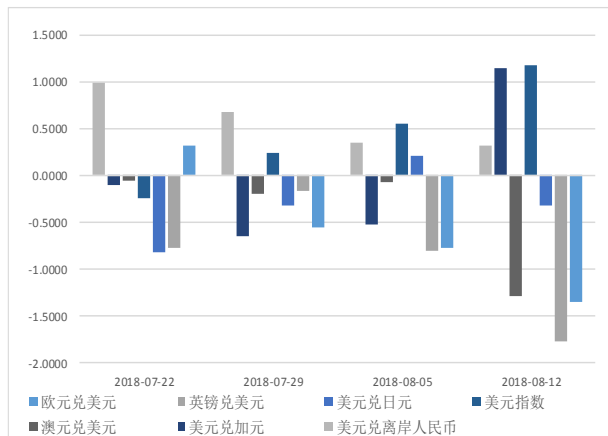
【本周全球大类资产表现】

2018年8月12日

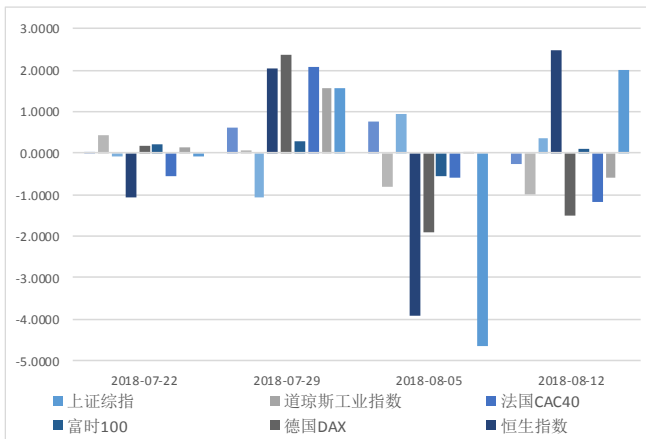
主要大宗商品涨跌幅



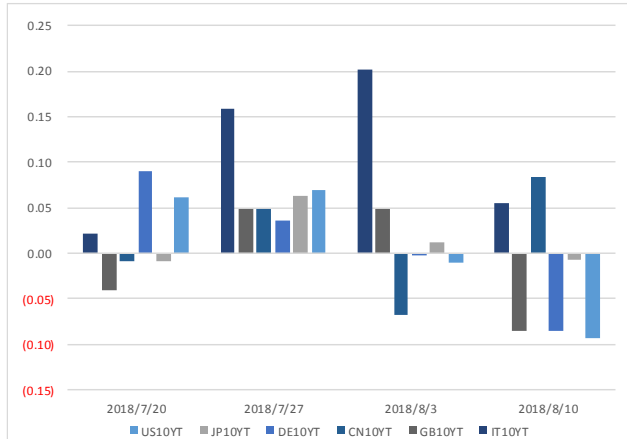
全球主要货币对涨跌幅



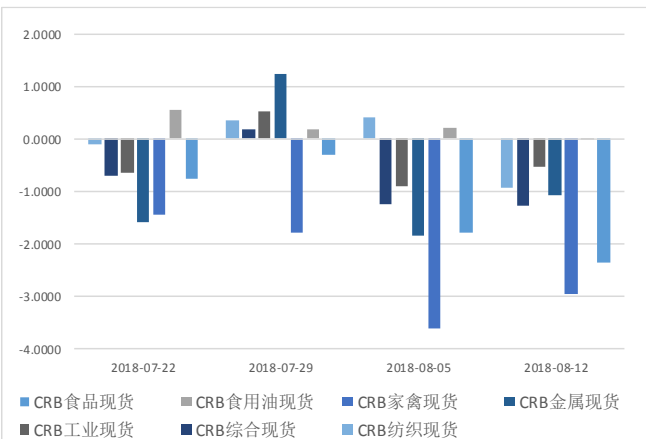
全球股指涨跌幅



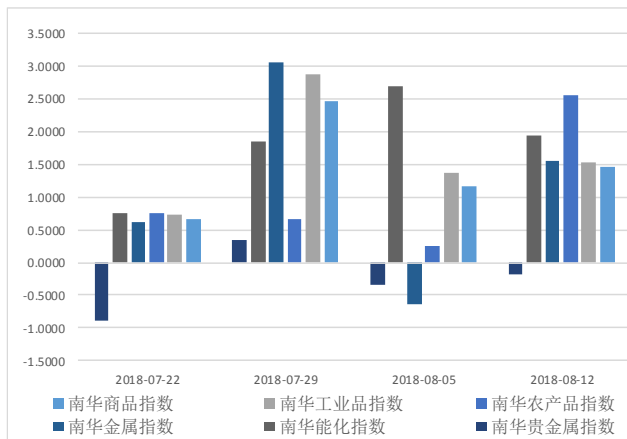
全球债市涨跌基点



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

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