南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

宏观策略周报 2018 年 12 月 3 日星期一

贸易会谈实质成果需静观，短期利好以情绪改善为主

摘要

目前宏观的一个客观情况是：长期与短期问题相互叠加，内部与外部矛盾相互交织。因此，即使贸易战全面停战，股市依然缺乏走牛的条件，但短期可能会逐渐走出底部盘整的区间，预计前期主要受贸易战影响的板块，也即结构性行情会率先启动。

工业品目前受益于整体市场情绪的提振，但 11 月份以来的大幅下跌与贸易战没有太大关系，特别是原油和黑色产业链相关品种，所以短期贸易战缓和也不会对走势起到决定性影响。农产品情况更为复杂，由于基本面过剩，大豆相关品种陷入一种打也跌，不打跌更惨的境地。

从对宏观的影响来看，会谈的实质性成果是 90 天“停战期”，且如果双方在 90 天内无法达成协议，美方关税还是会继续提高，所以这段时间仍然存在相当大的变数，对于企业来讲不确定性仍然很大，订单减少的情况也不会有很大改善，而且恰逢过年工厂陆续停工，所以短期在宏观层面不会有实质影响，具体成果还需静观。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

贸易会谈实质成果需静观，短期利好以情绪改善为主

中美元首会晤实质成果需静观，短期利好以情绪改善为主

周末习近平主席和美国总统在阿根廷会晤并达成较为乐观的共识，王毅外长表示，中美双方同意停止相互加征新的关税，美国政府对中国 2000 亿产品征收 10%的加征关税原定在明年 1 月 1 号提高到 25%，现在已经决定明年 1 月 1 号仍然维持在 10%。双方决定不再对新的产品加征新的关税。两国元首指示双方经贸团队加紧磋商，达成协议，取消今年以来加征的关税，推动双边经贸关系尽快回到正常轨道，实现双赢。但按照披露的信息，如果双方在 90 天内无法达成协议，美方很可能继续将 10%的关税提高到 25%。

受这一重磅利好的影响，周一股市和期市均出现大涨，债市回落。由于前期宏观预期过于悲观，工业品出现报复性反弹，不少合约一度触及涨停。那么，这种涨势能够持续多久呢？

事实上 2018 年以来贸易战一直是压制股市和工业品的一个重要因素，但又不是最主要的原因。对于股市而言，1-3 季度基建增速持续下滑，代表政府经济活动收缩，导致实体经济资金面持续紧张，而 3 季度以来资金面逐渐改善之后，企业利润增长已经进入下行通道，宏观周期下行的趋势又逐渐显现，而贸易战持续升级所产生的不确定预期和订单持续下滑在这其中起到了一个推波助澜的作用。

但这种影响并不是决定性的，目前宏观经济最关键的问题是转型期叠加滞胀期，经济结构仍处于中低端向高端匍匐前进的阶段，创新能力不足，企业成本不断上升而经营情况没有相应改善，消费增速不断滑落，没有对宏观经济起到支撑作用。因此，宏观长期与短期问题相互叠加，内部与外部矛盾相互交织，这是目前的一个客观情况。基于此，即使贸易战全面停战，股市依然缺乏走牛的条件，但短期可能会逐渐走出底部盘整的区间，预计前期主要受贸易战影响的板块，也即结构性行情会率先启动。

工业品方面，目前来看还是受益于整体市场情绪的提振，其实工业品 11 月份以来的大幅下跌与贸易战没有太大关系，特别是原油和黑色产业链相关品种，所以短期贸易战缓和也不会对走势起到决定性影响。黑色品种前期确实是超跌的，但基本面预期的改善与贸易战情绪好转需要分开，如果反弹修复逻辑被打乱可能还会出现大幅下跌的情况。

农产品方面则出现大面积下跌，尤其是大豆和豆粕这几个品种比较“悲催”。其实自中美贸易战开打以来，大豆及其下游品种可以说是跌多涨少，特别是四季度以来出现持续大幅下挫，南华大豆指数已经创下近 10 年新低。农产品的基本面更为复杂，之所以出现如此戏剧性的变化，需要更多地从中微观层面考虑。与贸易战有关的因素包括：一、进口商为抵消贸易战的影响，从其他国家大量进口豆类产品，填补了美豆供应的缺口，国内也放开了一些国家豆类产品的进口，导致相关产品库存出现大幅累积；二、受需求大幅下滑影响，美国大豆价格大幅下跌，从而拉低整体价格。与贸易战无关的因素包括：一、非洲猪瘟减少豆粕需求；二、巴西雷亚尔大幅下跌。10 月份从巴西进口的大豆占比已超过 90%，所以巴西货币走势也会对国内大豆价格产生一定影响。由于基本面过剩，大豆相关品种陷入一

种打也跌，不打跌更惨的境地。

图 1、南华大豆期货指数

图 2、进口大豆港口库存季节图表

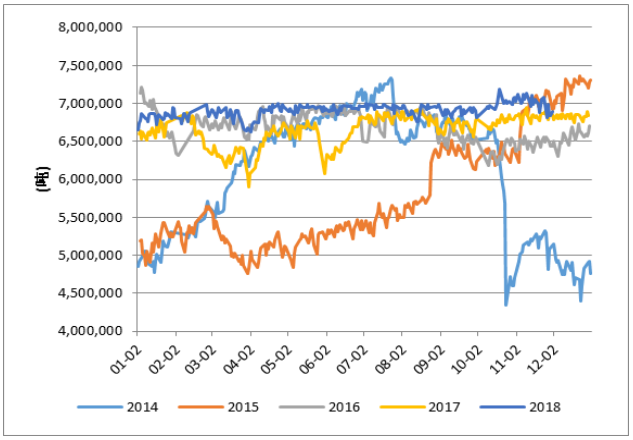
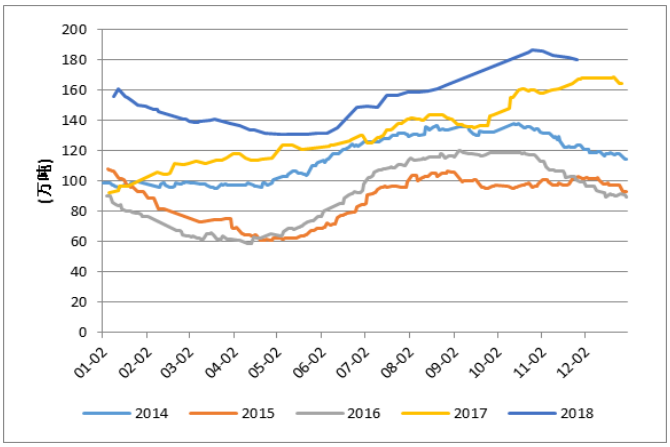
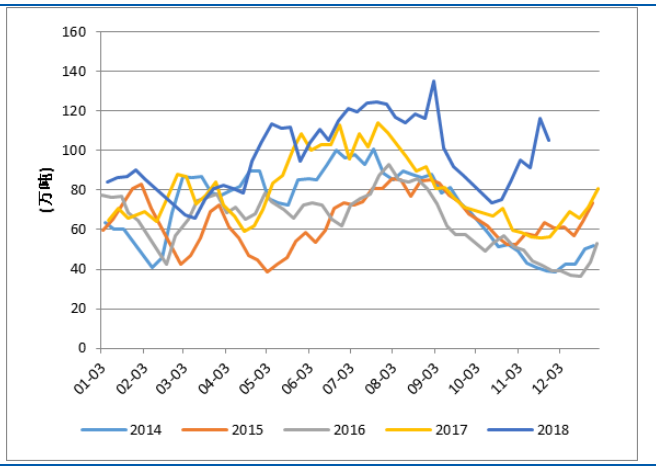


图 3、豆油商业库存季节图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、全国豆粕库存量季节图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

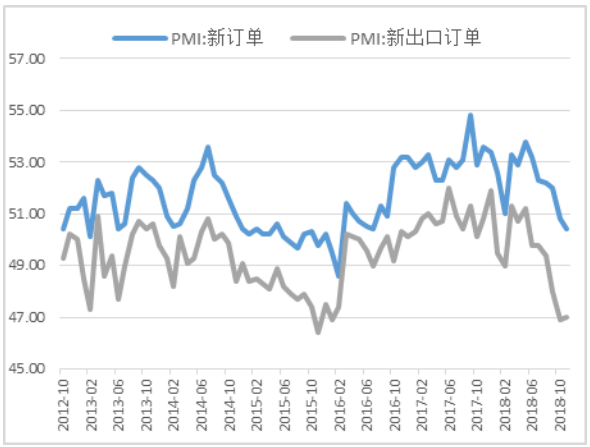
从对宏观的影响来看，会谈的一个实质性成果是 90 天“停战期”，且如果双方在 90 天内无法达成协议，美方关税还是会继续提高，所以这段时间仍然存在相当大的变数，对于企业来讲不确定性仍然很大，订单减少的情况也不会有很大改善，而且恰逢过年工厂陆续停工，所以短期在宏观层面不会有实质影响。通胀方面的影响也不是主要的，中微观层面的因素非常复杂，远不是宏观研究者所认为的那么简单，从实际情况来看，贸易战不仅没有使大豆及其相关产品上涨，反而是促成其下跌的主要因素。

国内制造业库存累积，短期宏观难有起色

上周公布的官方 PMI 数据为 50，下滑至荣枯线临界点。从具体指标来看，新出口订单小幅回升 0.1 个百分点，但是新订单环比下降 0.4 个百分点，仍在持续下滑；产成品库存环比上升 1.5 个百分点，出现较大幅度累积；生产经营活动预期环比下降 2.2 个百分点；受 11 月份原材料价格大跌影响，原材料购进价格指数

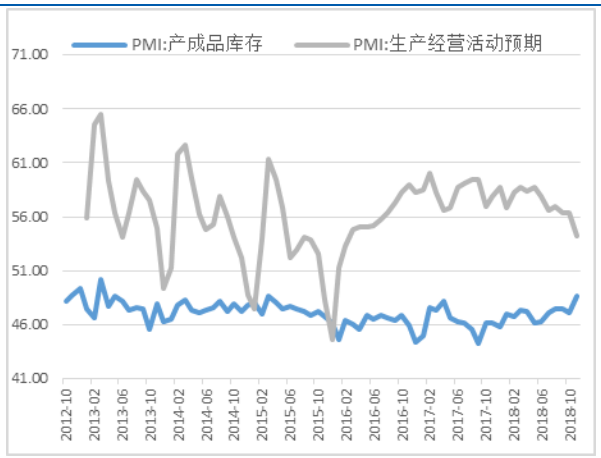
环比大幅下降 7.7 个百分点。整体来看，订单量持续下滑和产成品库存累积的情况不容乐观，且库存的大幅累积可能与双 11 商品销量增长不及预期有一定关系。此外厂商经营预期持续下滑，对后期需求看法较为悲观。

图 5、PMI 订单指数走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

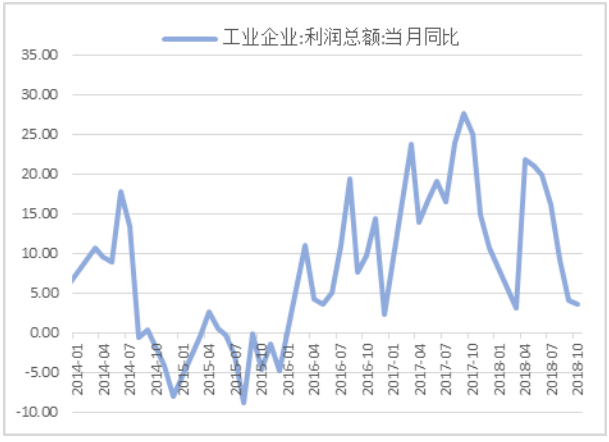
图 6、PMI 库存和经营预期走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

10 月份工业企业利润增速下滑 0.5 个百分点至 3.6%，而工业企业利润增速最高的是上中游行业，考虑到 11 月份大宗商品价格暴跌，连同之前利润水平较高的黑色产业链均被打至盈亏平衡点，估计未来两个月的工业利润数据会出现较大幅度的下滑。在目前实体经济预期悲观并主动去库存的情况下，工业产值和融资信贷等数据会继续往下，加上临近年底，短时间宏观经济难有起色。

图 7、工业企业利润走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 8、南华工业品指数走势

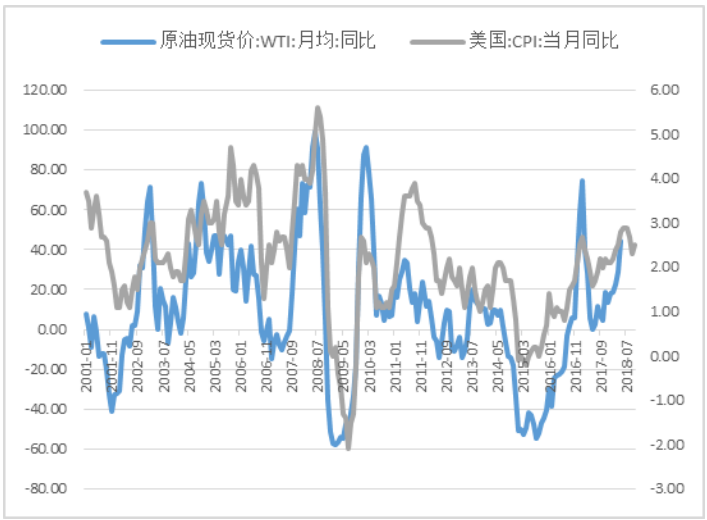
资料来源：WIND 资讯 南华研究

美联储加息态度出现变化，流动性收紧趋势处于拐点

上周鲍威尔在纽约经济俱乐部的演讲被市场认为是释放了鸽派信号，当然也有不少观点认为是市场的过度解读。但是，从通胀的角度来讲，美国 CPI 走势和

油价密切相关，目前原油价格已经跌去 2018 年涨幅，而且基本面决定了短期内大幅反弹的可能性不高，不排除继续创新低的可能性，所以，一个可以确认的事情是美国通胀将逐渐回落，而通胀的回落势必将左右美联储的加息进程，因此流动性收紧的拐点是比较明确的，不确定只是在于转换的时间会磨多久。对于全球宏观和金融市场而言，新兴市场国家的货币贬值压力会逐渐缓解，如果叠加贸易战逐渐缓和，市场预期将会有明显的改善，一种情况是股市出现较大幅度的反弹，但也不能排除宏观经济加速下滑导致金融市场出现暴跌的情况。

图 9、原油月均价格和美国 CPI 同比走势对比

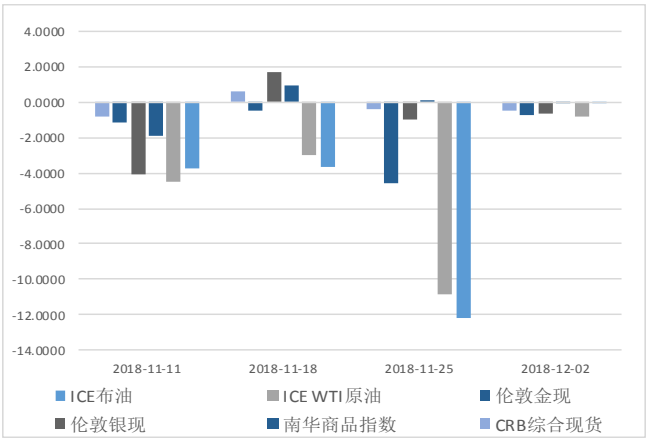


资料来源：WIND 资讯 南华研究

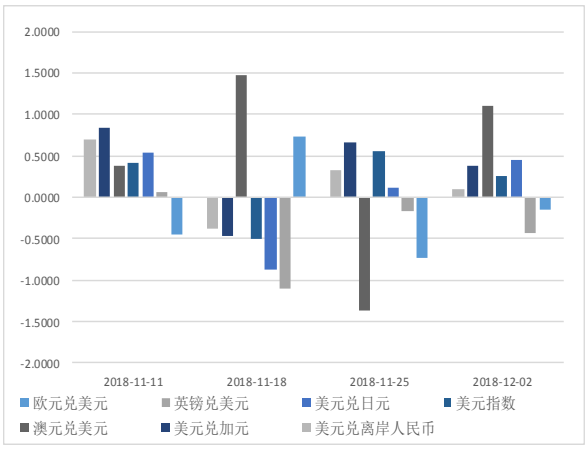
【本周全球大类资产表现】

2018 年 12 月 3 日

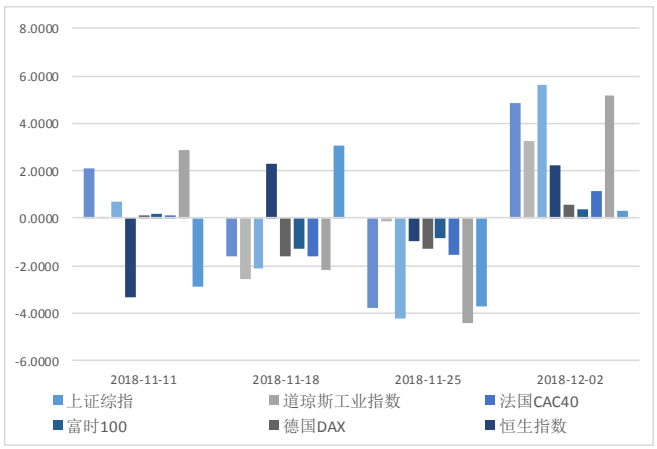
主要大宗商品涨跌幅



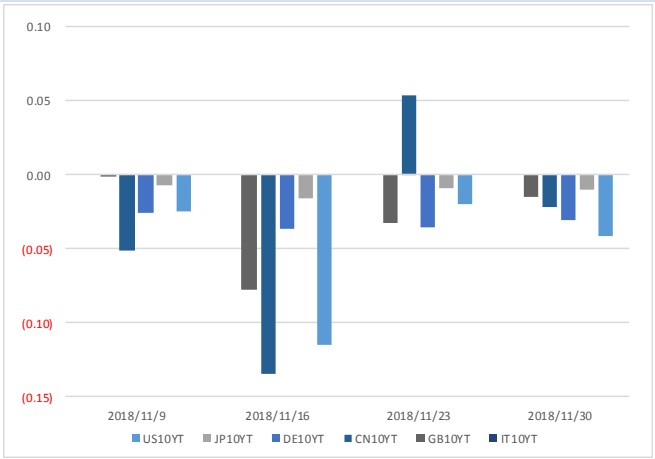
全球主要货币对涨跌幅



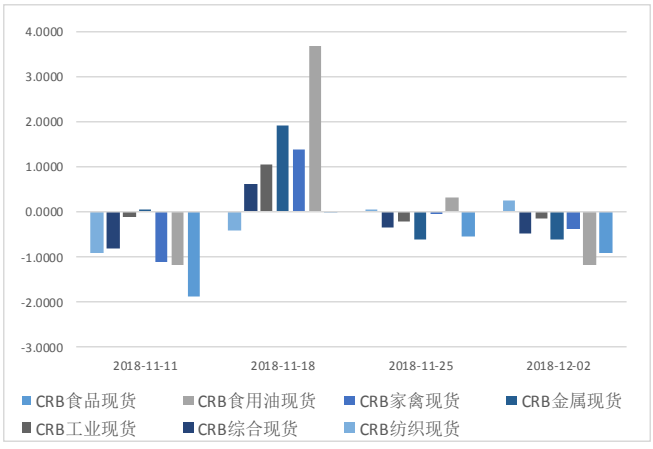
全球股指涨跌幅



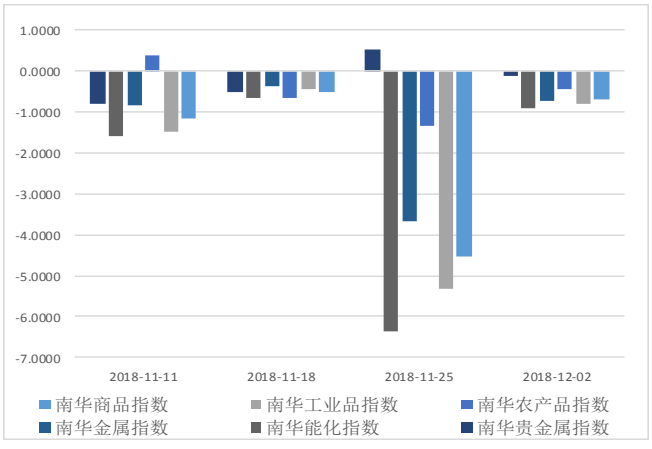
全球债市涨跌基点



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

免责申明

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。

南华期货 NANHUA FUTURES

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