



二季度商品走势展望

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟 010-63032869
zyw89@nawaa.com
Z0010392

章睿哲
010-63151317-852
zhangruizhe@nawaa.com
m
Z0013599

黎敏
010-83168383
limin@nawaa.com
Z0002885

摘要

结合全球宏观经济和货币政策态势,以及国内宏观数据和政策刺激力度来看,目前的政策环境对于股市和债市是利多的,而且新兴市场股市由于 2018 年经历了较大幅度的下跌,估值相对于发达市场而言有较强吸引力,近期国内股市的表现也明显强于债市和期市,但目前宏观数据难以支持股市的大幅上行,若后期宏观经济进一步下滑,债券就可能取代股市成为表现最强的资产。商品方面则偏空较多,随着宏观经济下行,原材料需求将逐渐减少,但由于库存相对较低,也存在一定的底部支撑。

目 录

一、全球流动性拐点已来，股债吸引力上升.....	3
二、国内政府工作报告对商品利多有限.....	4
三、1 季度宏观数据以利空为主	6

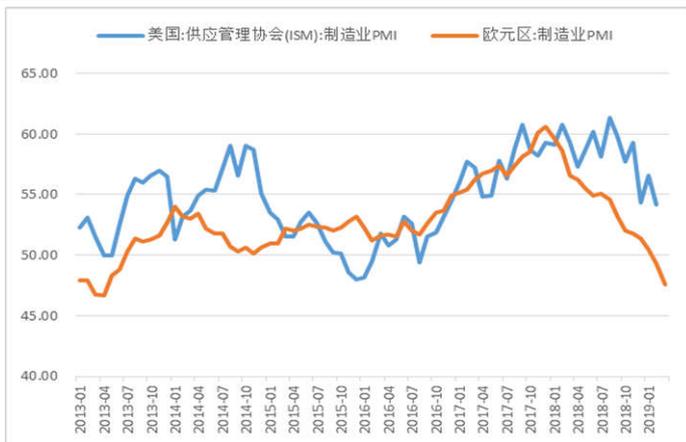
一、全球流动性拐点已来，股债吸引力上升

3 月份美联储议息会议将今明两年 GDP 增速分别从 2.3%、2.0% 下调至 2.1%、1.9%，将今明两年 PCE 增速分别从 1.9%、2.1% 下调至 1.8%、2.0%，与此同时，点阵图表明大多数委员认为 2019 年美联储将不加息、2020 年或加息 1 次，这相对于去年底美联储的表态以及今年初市场判断，可以说是大超预期，而且美联储计划将每月减少国债的规模上限从目前的 300 亿美元降至 5 月开始的 150 亿美元，并在今年 9 月末结束减持国债，10 月起将每月减持的 MBS 的规模用于重新投资国债。

美联储此番表态是对美国去年底以来经济增长放缓的一个确认，去年 12 月份美国零售同比创 2013 年以来新低，2 月份美国制造业 PMI 创 2016 年以来新低，新增非农就业人数仅有 2 万人，为 2017 年 9 月以来新低。此次美联储的声明也指出，美国家庭支出和商业固定投资在放缓，同时由于能源价格的下跌，整体通胀有所下滑。

总体而言，随着 3 月份美联储议息会议的召开，美国货币紧缩政策已告一段落，另外，欧洲的经济景气度下滑非常快，3 月份欧元区制造业 PMI 是近 13 年以来的新低，日本的出口同比也出现大幅下滑，而前期欧洲和日本央行也已表态未来可能重启新的宽松计划，可以说目前全球流动性的拐点已经到来。

图 1、欧美经济景气情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 2、美国新增非农就业情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

从对全球大类资产走势的影响来看，随着美联储态度由“鹰转鸽”，股市前期恐慌情绪已得到化解。但是由于宏观数据持续走弱，且发达国家货币政策尚未出现实质性宽松，因此股市还缺乏进一步走强的条件，但是新兴市场由于流动性预期改善，表现会明显好于去年；大宗商品方面，由于大宗商品的低库存，底部支撑比较强，但是需求拉动又明显不足，BDI 指数处于 2016 年以来的最低水平，表明全球大宗商品贸易不振，商品

未来可能仍然是以宽幅震荡为主；而债券方面，流动性预期拐点的到来已经产生明显的利好，从发达国家的角度来看，短期内债券的表现会好于商品和股市。

二、国内政府工作报告对商品利多有限

（一）GDP 目标区间下调，总需求增长将有所下滑

2019 年政府工作报告指出，今年经济社会发展的主要预期目标是国内生产总值增长 6%—6.5%；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右，城镇登记失业率 4.5%以内；居民消费价格涨幅 3%左右；国际收支基本平衡，进出口稳中提质；宏观杠杆率基本稳定，金融财政风险有效防控；农村贫困人口减少 1000 万以上，居民收入增长与经济增长基本同步；生态环境进一步改善，单位国内生产总值能耗下降 3%左右，主要污染物排放量继续下降。

可以看到，相比于 2018 年 6.5%的 GDP 增长目标，今年增长目标有所下调，而其他目标基本不变，这意味着我们将容忍更低的经济增速，实现更高质量的增长。由于实体经济投资意愿低迷，海外经济下行导致外需下滑，消费将发挥越来越大的支撑作用，同时服务业也将发挥越来越大的作用，创造越来越多的就业岗位。从这个角度来讲，由总需求大幅增长带来的大宗商品牛市已经过去，而 2016 年以来的商品牛市主要是由于经济结构从低端产能、供给过剩向高端产能、供需平衡转变所带来的，所以从总量上看，随着过剩低效产能逐渐出清，大宗商品底部有较强支撑。但是我们目前仍处于宏观下行期当中，而且长期来讲，宏观经济也在从中高速向中低速换挡，所以需求刺激的牛市很难再见到，甚至需要警惕由于需求大幅下滑导致大宗商品超预期下跌。

（二）积极财政加力提效，基建对大宗商品提振作用有限

今年财政赤字率目标为 2.8%，比去年预算高 0.2 个百分点；财政赤字 2.76 万亿元，其中中央财政赤字 1.83 万亿元，地方财政赤字 9300 亿元。今年拟安排的地方政府专项债券为 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元。完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。

总的来看，财政赤字率和地方债务额度与去年相比有所提高，但仍较为谨慎，铁路投资与公路水运投资目标与去年相差不大，考虑到国内基础设施建设的逐渐完善，未来传统基建投资的空间会越来越小，与此同时政府投资重点会向逐渐 5G、大数据、物联网、人工智能等新基建领域倾斜，所以对大宗商品的需求增长拉动会相对有限，旧基建投资大概率会维持在一个较低水平。

（三）减税降费有望提振民间投资

今年政府工作报告计划在多个方面推出减税降费举措，包括：一、深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低，保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进；二、降低企业社保缴费负担。下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%。稳定现行征缴方式，要求各地在征收体制改革过程中不得采取增加小微企业实际缴费负担的做法，不得自行对历史欠费进行集中清缴；三、深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%。深化收费公路制度改革，推动降低过路过桥费用，治理对客货运车辆不合理审批和乱收费、乱罚款。两年内基本取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。纳税人增值税起征点从月销售额 3 万元提高到 10 万元等税收优惠政策。通过上述举措，预计全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元。

另一方面，为支持企业减负，政府工作报告要求各级政府过紧日子，想方设法筹集资金。中央财政开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减 5% 以上、“三公”经费再压减 3% 左右，长期沉淀资金一律收回。地方政府要主动挖潜，大力优化支出结构，多渠道盘活各类资金和资产。

（四）货币金融对于实体经济的支持作用有望进一步发挥

2018 年宏观经济的一个主要问题是实体经济融资难问题十分突出，一方面经济下行导致银行风险偏好下降，股市下跌导致资本市场难以发挥融资能力；另一方面，银行无法适应经济结构转型对信贷投放能力提出的新要求，传统抵押的信贷方式将大量中小企业排除在放贷名单之外；此外，新监管标准的实施使得银行的资本充足率成为问题，无法大规模增加贷款。这三个原因致使 2018 年的社会融资规模出现较大程度萎缩，银行间资金虽然充裕，但有脱实向虚倾向。因此，2019 年政府工作报告提出，要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。

在具体层面上，政府工作报告指出要改革完善货币信贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济，不能让资金空转或脱实向虚。定向降准释放的资金要全部用于民营和小微企业贷款。支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力，鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款。而且，今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30% 以上。

除了政府工作报告提出的要求之外，此前关于资本市场改革提至核心地位，以及金融供给侧改革的提出，都属于重大实质性改革举措，有望在较大程度上改善实体经济融资环境，促使宽货币向宽信用转化，提振投资需求。

可以看到，政府工作报告在激发市场主体活力上将推出更多更有实质性的举措，虽然我们目前处于一个长周期的投资回报率下滑阶段中，但是实体经济还存在很大的成本降低空间，力度越来越大的减税降费措施，以及各级政府的简政放权，有助于延缓乃至扭转长期投资回报率下行的趋势，而民间投资的复苏也能够为大宗商品市场提供一定支撑。

总的来讲，虽然目前我们处于宏观下行期，但是宏观政策在不断调整，对于实体经济的支持力度在不断增强，经济增长中仍然不乏亮点，而且我们的经济增速仍然远高于发达国家的水平，与其他发展中国家相比也不算低，而且经济增长的质量在不断提高，经济结构转型将带来新的机会，从这个角度来看，大宗商品需求仍存在一定支撑，但是利多则比较有限。

三、今年一季度宏观数据仍偏向以利空

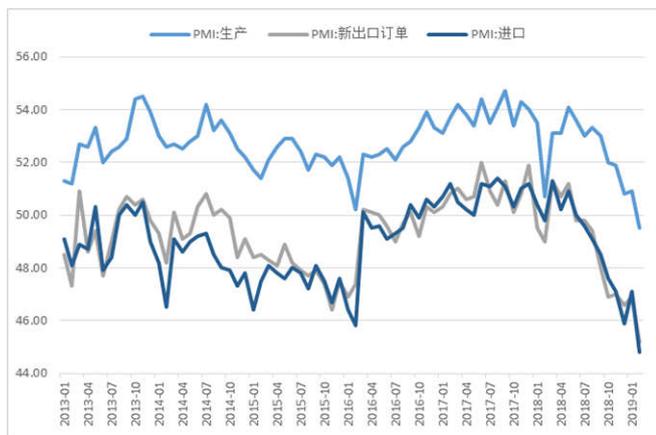
（一）宏观经济景气度下滑明显

2 月份官方 PMI 为 49.2%，环比下降 0.3 个百分点，由于 2 月份是春节，PMI 环比继续下滑是正常的，但是从分项指标来看，生产、新出口订单以及进口指数均创 2008 年以来的新低，说明除了春节因素之外，贸易问题、宏观周期下行也产生了相当大的影响。而且上述三个指标之间有较强的相关关系，新出口订单的大幅下滑导致生产指数的大幅下滑，而生产下滑又大幅降低了进口需求，所以之前公布的进口数据也非常低，从 PMI 数据来看，2 月份进出口仍不太乐观，而且从全球贸易情况来看，进出口短期大幅改善的可能性不大。不过从总的订单指数来看，国内的需求还不至于大幅下跌。除了进口下滑之外，原材料库存、从业人员和采购量指数均大幅下降，产成品库存指数有所下降，说明企业主动去库存的意识较为强烈。库存没有继续积压是一个稍微乐观的情况，而且从历史数据来看应该还是处于一个比较低的位置，后期剧烈下行的可能性较低，但是还有一个较大的去库存空间。另外我们看到 2 月份的生产经营活动预期环比有一个比较大的反弹，这可能也是宏观乐观因素在起作用。

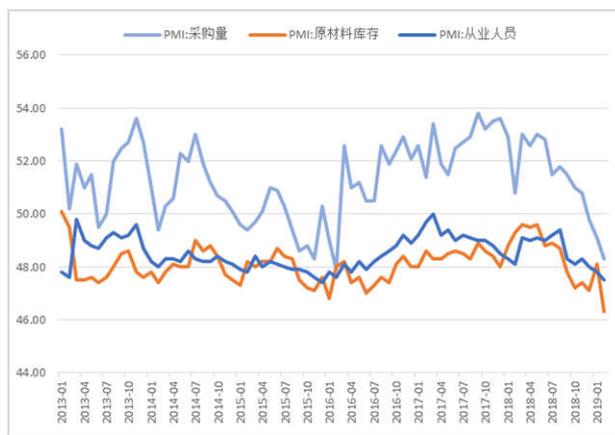
整体而言，从 2 月份 PMI 数据我们还是看不到短期宏观改善的迹象，大宗商品方面，需要认识到目前我们仍然处于宏观经济的下行周期当中，中下游行业去库存阶段还未完成，企业经营业绩还未见底，现金流情况仍然不容乐观，不少企业仍然存在较大的违约

风险，一旦终端需求继续恶化，那么大宗商品的低库存现状也不足以构成支撑。我们需要注意当前的宏观乐观因素仅仅是整个下行环境当中的一些利好，在这种情况下，大宗商品出现金三银四行情可能性不高。

图 3、生产、新出口订单以及进口指数均创危机以来新低 图 4、采购和就业指数显示企业主动去库意识明显



资料来源：WIND 资讯 南华研究



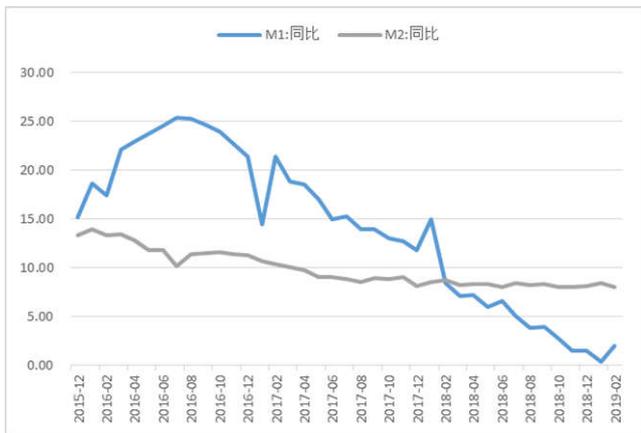
资料来源：WIND 资讯 南华研究

（二）融资规模有所反弹，但对实体经济拉动效应不强

2019 年 1 月份金融机构各项贷款余额增长 13.4%，社融规模存量增长 10.4%，社融增速出现较大幅度的反弹。具体来看贷款结构，1 月份新增人民币贷款为 3.23 万亿，创历史新高，其中短期贷款及票据融资为 1.4 万亿，居民户贷款为 9898 亿，非金融企业贷款为 2.58 万亿，非金融企业中长期贷款为 1.4 万亿。对比过去几年的两次信贷高峰（2016 年 1 月和 2018 年 1 月），可以看到虽然短期贷款和票据融资的规模较大，但是中长期贷款占比也比较高，贷款数据有一定水分，但整体仍呈现向好态势。除了信贷之外，受金融去杠杆影响，社融当中委托信托贷款依然维持低迷，而银行承兑汇票新增 3786 亿、企业债券发行新增 4990 亿，地方专项债新增 1088 亿，相比去年同期均有较大幅度回升，社融结构也是总体向好。

而 2 月份无论信贷还是社融相比 1 月都有很大的回落，我们关注的最主要的问题并不是数据多少，而是融资和投资数据能否相联系。目前来看，虽然 1 月份融资数据不错，但 2 月份投资数据还是比较差的，M1 同比见底回升，说明企业持有现金的意愿相对浓厚，而生产和扩大投资意愿不足。

图 5、M1/M2 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、信贷和社融增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

(三) 受基建、地产拉动整体投资小幅回暖，但可持续性不强

2019 年 1-2 月固定资产投资累计增长 6.1%，其中房地产开发投资累计增长 11.6%，制造业投资累计增长 5.9%，基建投资累计增长 4.3%。可以看到制造业投资出现较大幅度下滑，房地产投资大幅增长，基建投资小幅回暖，受地产支撑，整体投资增速出现回暖。

目前来看，2019 年地方债加快发行，基建投资小幅回暖是预期之内的，但制造业投资下滑幅度较大，主要与消费下行和出口大幅下滑有关。1-2 月社会消费品零售总额累计增长为 8.2%，仅与去年 12 月持平，并没有因为春节因素而有所增长，进一步印证消费的疲弱。另外 1-2 月出口累计下滑 4.6%，近期欧美经济数据也不太好，预计中期之内，在全球宏观下行趋势下，出口将维持下滑态势。制造业投资方面，目前有利的因素只有两个，一是高端制造业投资仍保持较高的增速，但是体量仍然较小；二是减税降费带来的成本下降，但是否增加投资仍然要取决于企业的意愿。

图 7、固定资产投资情况

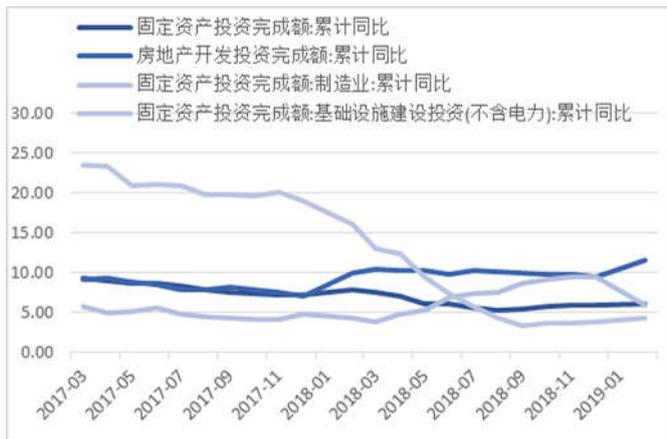


图 8、进出口情况



图 9、消费情况



图 10、商品房销售情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

资料来源: WIND 资讯 南华研究

地产投资方面, 1-2 月数据有很大的迷惑性, 无论对宏观研究还是商品投资都会产生一定的误导性。首先看投资增速是 11.6%, 这个数据是创 2014 年 11 月以来新高的, 但是 1-2 月土地购置面积大幅下滑 34%, 新开工面积增速大幅下滑, 仅有 6%, 环比降幅达 11.2 个百分点, 而施工面积增速则稳定上升, 1-2 月累计为 6.8%。此外我们看商品房销售数据是下滑 3.2%, 这是 2015 年以来的首次下滑, 所以 2018 年销售面积可能会是阶段性的高点, 是否见顶还不能断言。开发商资金来源方面, 自筹资金和定金预收款增速出现了大幅下滑, 但是按揭贷款则出现大幅上升, 结合开发投资的分项数据, 基本可以看到背后的原因。

房地产开发投资分为四大项, 分别为建筑工程、安装工程、设备购置和其他费用, 这几项里面, 其他费用和土地购置以及新开工面积相关性较强, 前三项和施工面积相关性较强。从历史数据来看, 2009 年之后房地产周期性越来越强, 开发商拿地成本越来越

高，风险越来越大，所以这几项投资的走势也开始出现背离，因为从开发商角度来讲也有财务性上的约束和考虑。

可以看到 2018 年在融资环境较差的情况下，开发商以拿地为主，是土地购置支撑了 2018 年的地产投资高增速，拿地之后对应的新开工面积增长较快，而施工增长较慢，所以反映在资金来源方面，就是以自筹资金和定金预收款为主，但是 2019 年以后，拿地速度大幅放缓，开发商需要进一步回笼资金，就必须通过加快投资拿到预售证才能获得全款，此时就可以看到建筑工程和设备购买投资的大幅增长，以及按揭贷款收入的大量增加，供需两面的数据非常吻合。

这里的迷惑和误导性在于拿到预售证之后，开发商可能就会大幅放缓投资，因为今年以来商品房销售面积同比已经出现了下滑，同时二三线城市房价环比增速出现了较为明显的下滑趋势，所以地产投资在短暂上行之之后，可能很快就会出现下滑，建议做黑色商品的交易者保持警惕。

图 11、土地购置情况



图 12、房屋开工情况



图 13、房地产开发资金来源情况

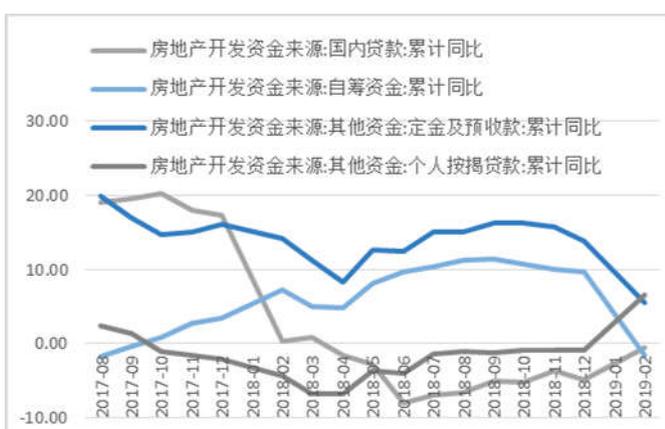
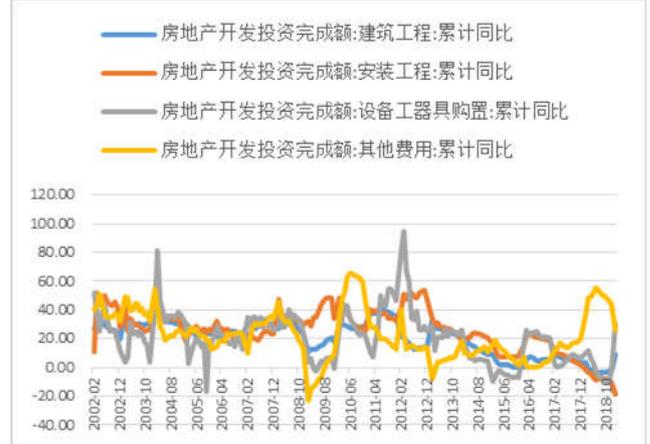


图 14、房地产开发投资构成情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

（四）进出口大概率继续下滑

2019 年 1-2 月份以美元计价的出口同比累计下滑 4.6%，进口同比累计下滑 3.2%，贸易差额为 438.75 亿美元，低于去年同期水平；以国别来看，1-2 月份对美出口下滑 14.1%，自美进口下滑 35.3%，对美贸易差额为 421 亿美元，依然维持在较高水平；对欧盟出口增长 2.4%，自欧盟进口增长 5.7%；对日本出口下滑 1.1%，自日本进口下滑 0.8%；对东南亚国家联盟出口增长 2%，进口下滑 8.2%。

总体来看，今年以来进出口下滑非常快，部分为春节因素影响，部分为宏观经济放缓所致，目前对欧盟和东南亚的出口仍有正增长，但对美进出口受贸易战影响，出现全面下滑，近期中美谈判形势向好，预计后期对美进出口能够有一定反弹，但受全球宏观经济放缓的影响，进出口整体改善较难。

结合全球宏观经济和货币政策态势，以及国内宏观数据和政策刺激力度来看，目前的政策环境对于股市和债市是利多的，而且新兴市场股市由于 2018 年经历了较大幅度的下跌，估值相对于发达市场而言有较强吸引力，近期国内股市的表现也明显强于债市和期市，但目前宏观数据难以支持股市的大幅上行，若后期宏观经济进一步下滑，债券就可能取代股市成为表现最强的资产。商品方面则偏空较多，随着宏观经济下行，原材料需求将逐渐减少，但由于库存相对较低，也存在一定的底部支撑。

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

浙江分公司

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

合肥营业部

合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

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

南通营业部

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冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

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，但我们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。