



从一季度数据及政治局会议看商品价格走势

摘要

一季度 GDP 增长主要是出口和工业回暖所致，净出口成为拉动经济的主要力量。进口应该是国内内需的先行指标。这说明国内需求仍旧低迷。同时进口也是出口的先行指标，我们预计三季度后出口形势也不乐观。但总体看，净出口的快速增长对经济的拉动作用会延续到二季度。工业增加值也有较快恢复。其中制造业、采矿业的增速也高于去年年底的水平。这说明工业生产增长势头较好。

投资有所恢复，房地产市场预期好转。我们预计房地产投资会在二季度继续维持这种趋势。但基础建设投资可能会在三季度开始有所下滑。唯一令人担忧的是制造业投资并没有遏制住下滑趋势，制造业即使内需部门，也是外需部门，说明经济后期增长仍有不确定性。

从这次 4 月 19 日政治局会议内容来看，中央对经济增长及国内形势的判断与去年底相比较有所变化。首先，对今年一季度经济增长的良好开端表示认可，对后期的经济增长预期相对好于去年底。因此更加关注结构性改革和高质量发展方面，前期的一些稳经济的政策可能会有所变化，货币政策和财政政策方面可能会更加趋向于财政方面；房地产市场调控又回到相对严格的局面；后期环保压力可能会重现。这些变化将会对商品市场产生较大影响

我们对近期商品市场的看法：我们认为当前部分商品价格已经较为充分反映供需状况。后期值得注意的方面有：1. 一、二线城市房地产市场是否持续升温？2. 环保压力会在什么时候重现？3. 国际原油价格会在多高位置停留多久？国内通胀形势能否稳住？4. 四、五月份货币宽松程度时候会有所变化？

从一季度数据及政治局会议看商品价格走势

一季度 GDP 增长主要是出口和工业回暖所致

2019 年一季度 GDP 同比增速为 6.4%，与去年四季度相同，略超出我们 6.3% 的预期，而且从工业增加值和进出口情况的等方面数据来看似乎经济恢复程度超乎前期一致预期。从“三驾马车”对 GDP 拉动作用来看，净出口成为拉动经济的主要力量。净出口对经济增长的拉动作用从前值 0.5% 大幅上升至 1.46%。而最终消费支出和资本形成总额对 GDP 同比增速的拉动则分别从前值 4.6% 下降至 4.17% 以及从前值 1.3% 下降至 0.77%（见图 1）。从对经济增长的贡献率角度，净出口的贡献率上升了 14.8 个百分点至 22.8%；而最终消费支出的贡献率则下降 6.5 个百分点至 65.1%，资本形成总额的贡献率下降 8.3 个百分点至 12.1%（见图 2）。这种情况有点类似于 2017 年四季度，当时也是出口出乎意料的大增，随后经济增速有所上扬。

这次净出口的反弹是在国际贸易环境不利的情况下发生的，同时也有进口增速下滑过快的原因。三月份进口增速为-3.8%（见图 3），整个一季度的进口增速不到 1%；而去年一季度的进口增速接近 20%。进口应该是国内内需的先行指标。这说明国内需求仍旧低迷。同时进口也是出口的先行指标，我们预计三季度后出口形势也不乐观。但总体看，净出口的快速增长对经济的拉动作用会延续到二季度。

工业增加值也有较快恢复。三月份工业增加值增长 8.5% 的速度高于 2015~2018 年同月的水平，一季度累计工业增加值增速 6.5%，略低于 2017、2018 年同期的水平。分行业看，三月份制造业、采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业工业增加值增速分别为 9%、4.6%、7.7%，均高于去年同期水平，其中制造业、采矿业的增速也高于去年年底的水平。这说明工业生产增长势头较好。

投资有所恢复，房地产市场预期好转

今年一季度，固定资产投资增长 6.3%，较去年全年增速回升了 0.4 个百分点。分三大领域中，制造业投资继续回落，仅增长 4.6%；而房地产和基建投资均有大幅回升，分别增长 11.8% 和 2.95%，较去年全年增速回升 2.3 和 1.2 个百分点（见

图 5、6)。特别是房地产投资，无论是开发投资完成额还是新开工面积，都有不同程度的反弹。考虑到土地成交价款和购置面积增速大幅回落，预计扣除土地购置费的房地产投资增速有较强改善，这与市场预期有着紧密联系。一是在往年停缓建项目的“复工潮”下，施工进度加快，推升建安工程投资快速回升。二是随着一二线城市规模的推进，在前期调控政策下，库存下降很快；同时今年调控政策并没有加码，市场预期在好转。我们预计房地产投资会在二季度继续维持这种趋势。但基础建设投资可能会在三季度开始有所下滑。唯一令人担忧的是制造业投资并没有遏制住下滑趋势，制造业即使内需部门，也是外需部门，说明经济后期增长仍有不确定性。

货币政策相对宽松

三月份新增社融 2.86 万亿元，同比多增了 1.28 万亿元，增幅为 80.4%，也是 2017 年八月份以来的增速新高。其中贡献主要来自于贷款、表外非标融资以及地方政府专项债。三月份人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 5777 亿元。增速为 71.4%（见图 9、图 10）。这其中居民的中长期贷款较去年同期多增了 800 多亿元，主要是房地产市场销售回暖所致。而针对企业的一般贷款对于信贷的贡献也在上升，企业的中长期贷款规模也有所改善。总体来看，一季度货币环境相对宽松。

4 月 19 日政治局会议内容解读

4 月 19 日召开的中央政治局会议与去年 12 月的政治局会议相比，有如下三点值得我们重视：

一、对经济增长的表述发生了变化。

这次政治局会议对经济的判断是：“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。”而去年底的表述则是“稳中有变”。

二、宏观调控的内容有所变化。

这次的会议没有继续提到“六个稳”的目标，二是对结构性改革、高质量发展的要求进行了提升，主要的表述：1. “经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”；2. “注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性

去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。”3. “统筹国内国际两个大局，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作”。与去年底的会议相比，对经济形势的判断有所好转，进而更加关注结构性改革和高质量发展方面，稳经济的政策可能会有所变化。

三、再次提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒”的房地产调控定位

这次会议重现提出：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。这种提法又回归到 2018 年 7 月 31 日政治局会议提出的“坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”的调控思路上来。这说明中央对房地产市场调控的态度又回归到相对严格的思路上。因此我们对房地产市场三季度后的趋势相对谨慎。

我们认为，从这次政治局会议内容来看，中央对经济增长及国内形势的判断与去年底相比较有所变化。首先，对今年一季度经济增长的良好开端表示认可，对后期的经济增长预期相对好于去年底。因此更加关注结构性改革和高质量发展方面，前期的一些稳经济的政策可能会有所变化，货币政策和财政政策方面可能会更加趋向于财政方面；房地产市场调控又回到相对严格的局面；后期环保压力可能会重现。这些变化将会对商品市场产生较大影响。

我们对近期商品市场的看法

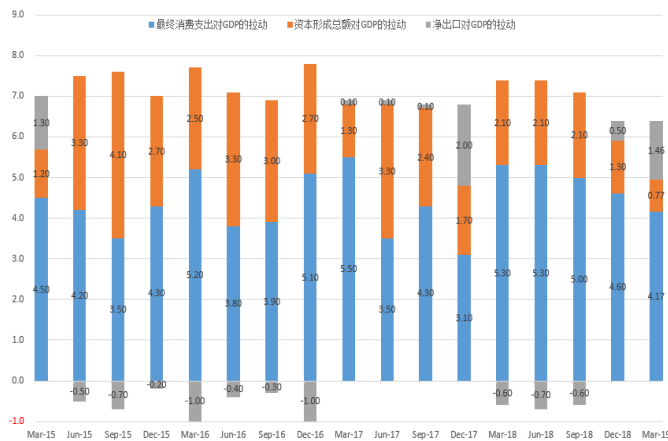
一季度随着中央各项政策的实施，国内经济增长势头企稳，商品的供需矛盾得到一定缓和。在需求的带动下，商品的产量恢复较快。一季度国内市场的钢材和水泥产量同比增长分别为 10.8% 和 9.4%（见图 11），与 11.8% 的房地产开发投资增速相一致，共同达到近两年来的最高水平。说明在基建和房地产市场的带动下，黑色产业产销两旺。这从黑色产业接个上也得到印证。南华黑色商品指数今年以来已经上扬超过 20%（见图 12）。当然这里面也有原材料涨价导致的因素。

从预期来看，我们认为二季度经济增速会继续加快，需求端仍旧较旺；但内需的两大主要推动力——房地产和汽车行业并没有预期的那么乐观，所以我们认为当前部分商品价格已经较为充分反映供需状况。

后期值得注意的方面有：1. 一、二线城市房地产市场是否持续升温？2. 环保

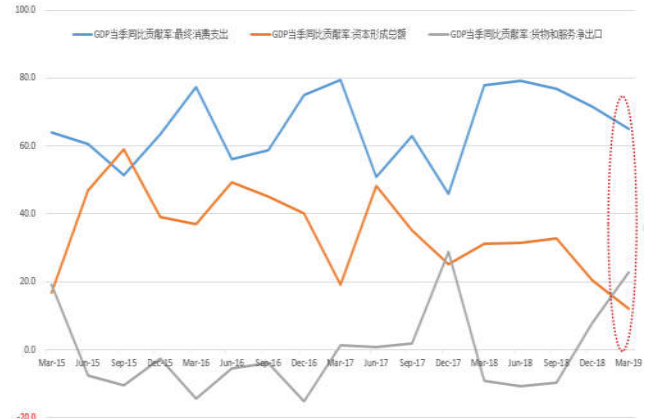
压力会在什么时候重现？3. 国际原油价格会在多高位置停留多久？国内通胀形势能否稳住？4. 四、五月份货币宽松程度时候会有所变化？

图 1、一季度经济增长主要靠出口



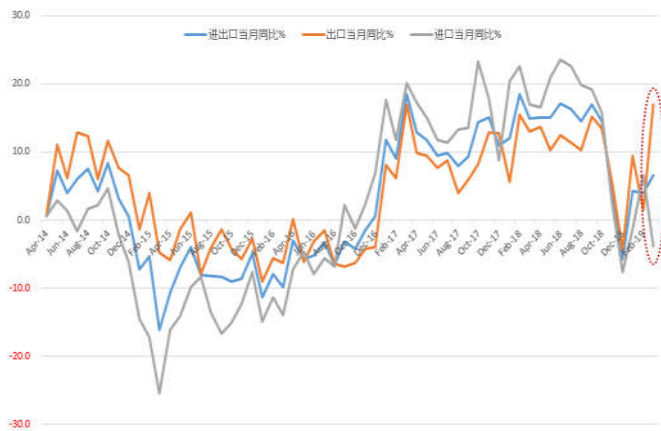
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、出口贡献最大



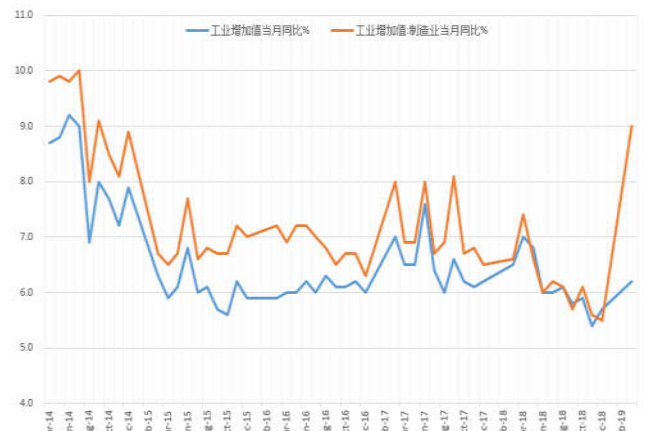
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 3、出口增速



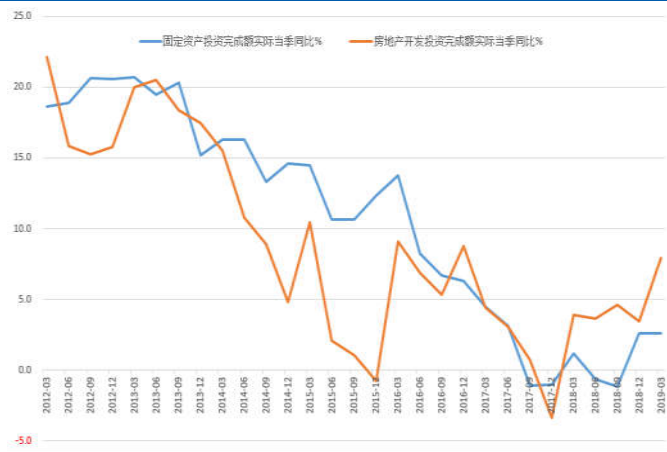
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、工业增加值有所恢复



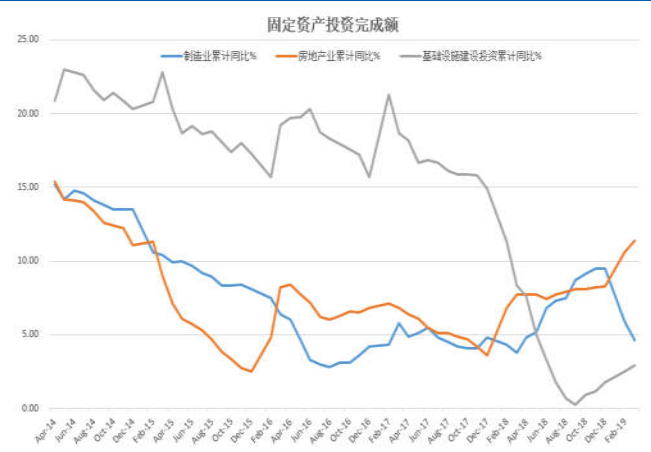
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、固定投资增速



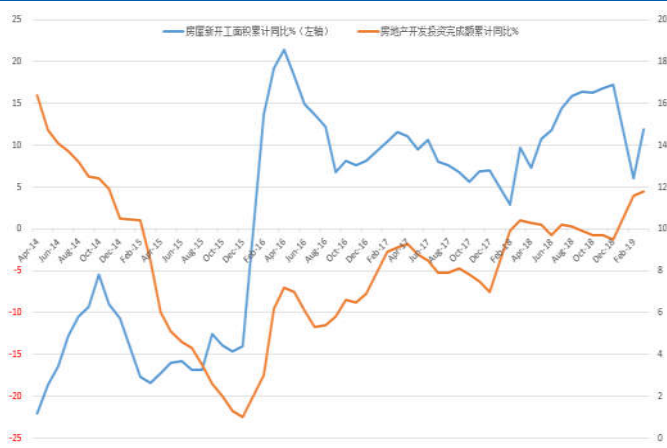
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、房地产拉动投资



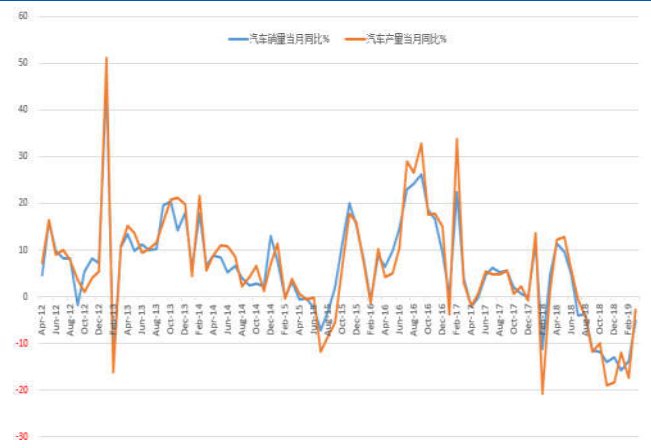
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 7、今年房地产相对乐观



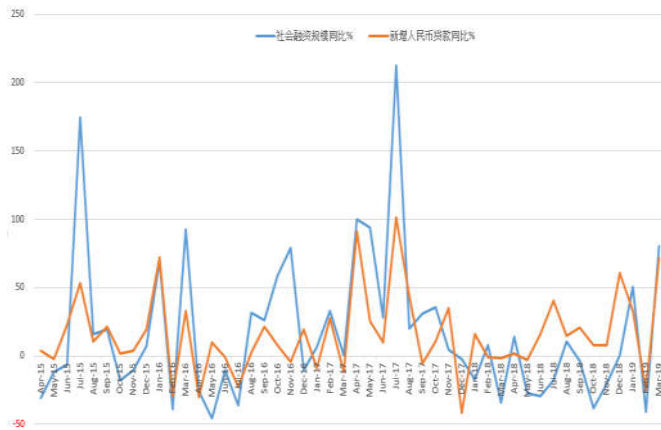
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 8、汽车销售有待观察



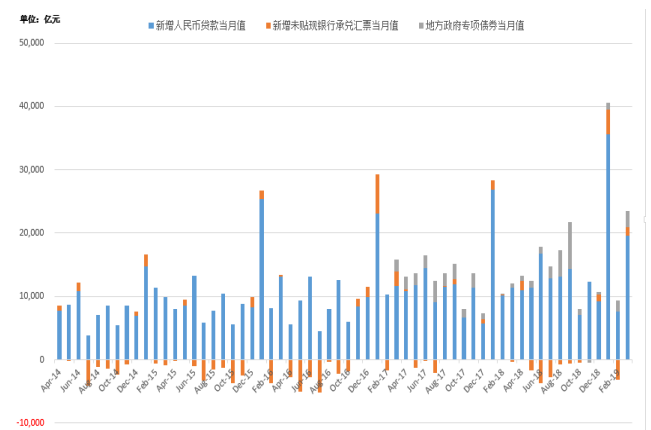
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 9、货币环境有所宽松



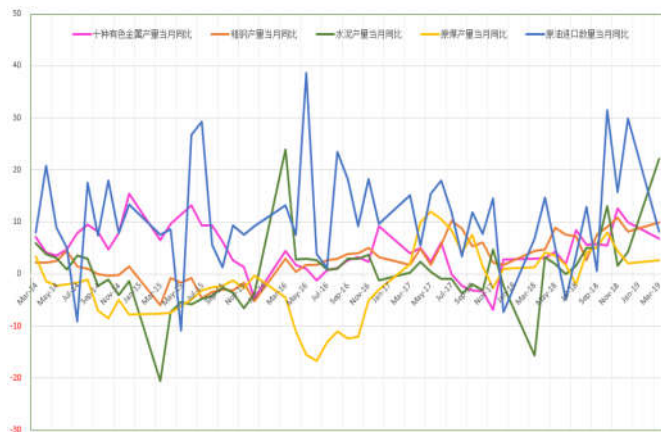
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 10、信贷投放较快



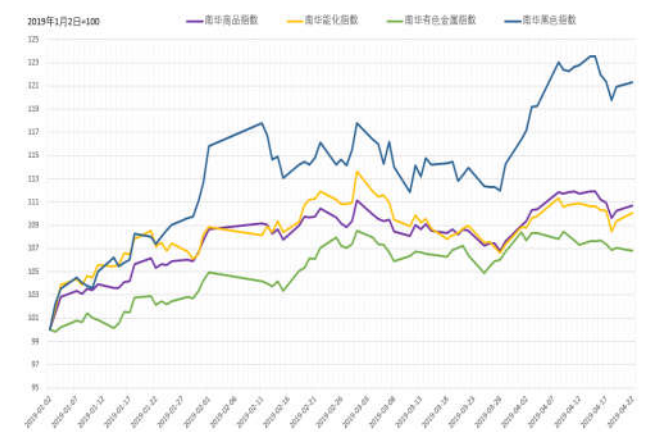
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 11、主要商品产量及进口增速



资料来源：WIND 资讯 南华研究

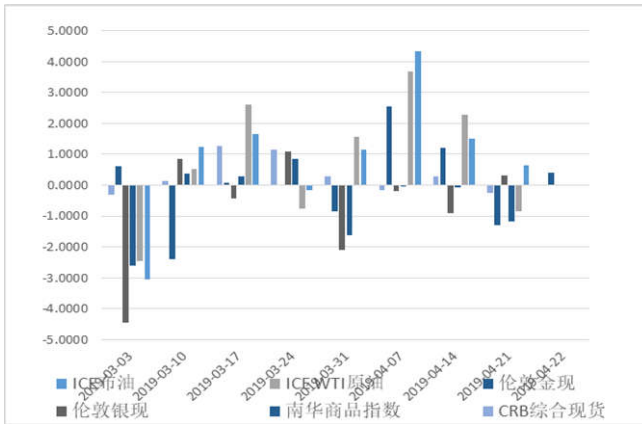
图 12、商品价格已基本反映供需矛盾



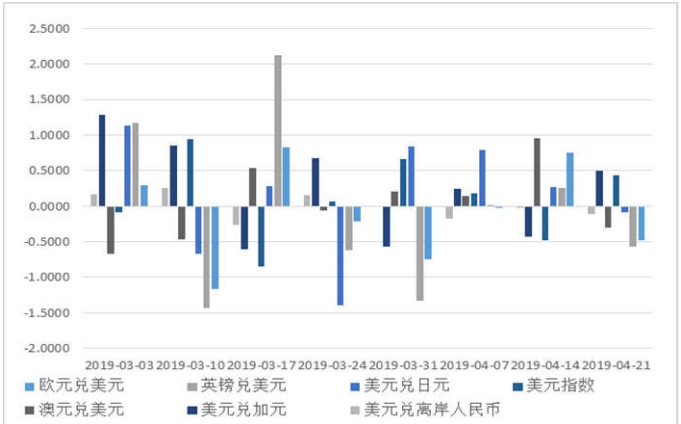
资料来源：南华研究

【本周全球大类资产表现】

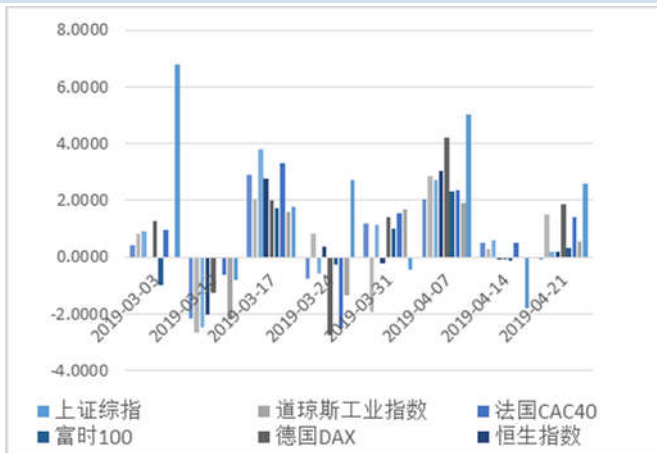
全球主要大宗商品涨跌幅



全球主要货币对涨跌幅



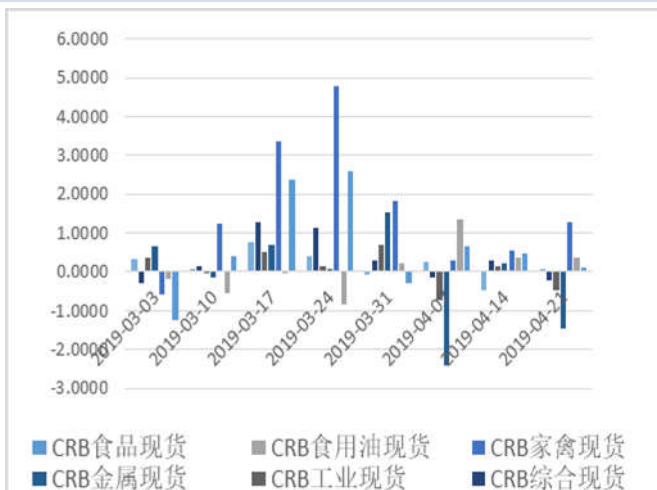
全球股指涨跌幅



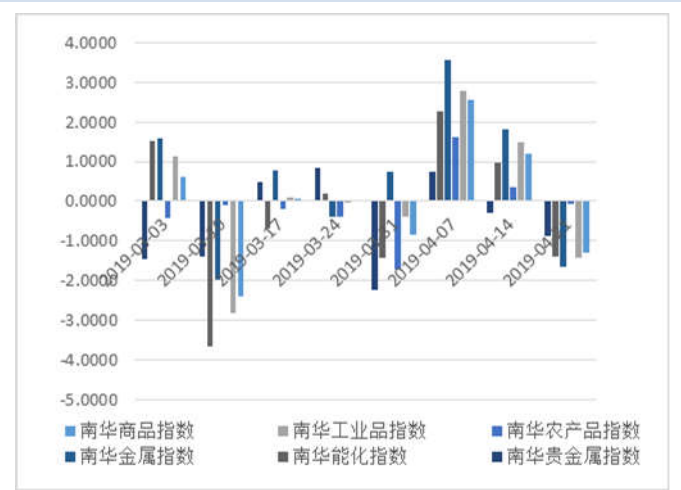
全球主要国家 10 年期国债涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华大类指数涨跌幅



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

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

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

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