

2018 年宏观半年度报告

黑云压城

摘要

在当前地方政府和金融机构去杠杆的大背景下，实体经济已经出现了较为明显的紧缩效应，5 月份投资和消费增速出现较大幅度下滑，宏观经济下行压力加大，如果投资增速延续当前的下滑态势，消费持续低迷，叠加中美贸易战下出口的不确定性，下半年宏观经济增速大概率下降至 6.5% 以下。考虑到经济下行压力，目前财政减税政策已开始发力，货币政策有望适度放松。

资产走势方面，受目前宏观经济超预期下行、流动性紧缩和外围贸易关系紧张的影响，股市难有好的表现；在经济基本面疲弱和融资增速下行趋势下，债券市场有望走出慢牛行情；商品市场受去产能和环保政策影响仍有较强支撑。

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

黎敏
010-83168383
limin@nawaa.com
Z0002885

目 录

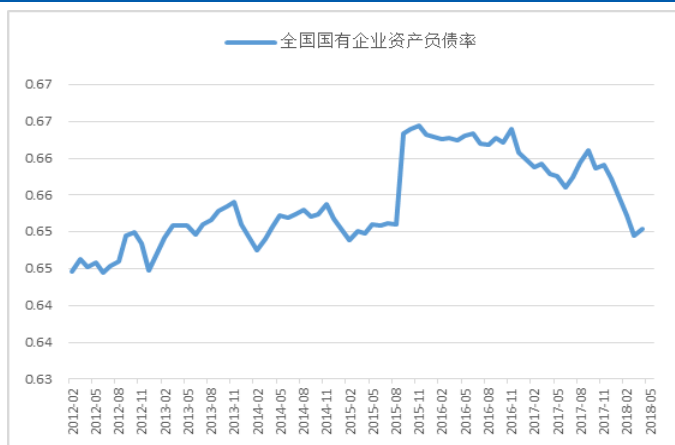
一、去杠杆对实体经济的影响	3
(一) 短期投融资增速仍在继续下滑	3
(二) 银行资本补充可能适当缓解实体经济缺血状态	6
二、外部环境叠加去杠杆带来的冲击.....	7
(一) 出口贸易仍面临较大不确定性	7
(二) 可能出现的资本外流与流动性更加紧张.....	8
三、宏观政策的相机抉择.....	9
(一) 财政减税已成为主要发力点.....	9
(二) 流动性宽松力度可能加大	10
四、债券和商品机会大于股市	11
(一) 下半年股市仍将继续承压	11
(二) 债券市场有望走出慢牛行情.....	13
(三) “去杠杆”和贸易战下的大宗商品.....	14

一、去杠杆对实体经济的影响

（一）短期投融资增速仍在继续下滑

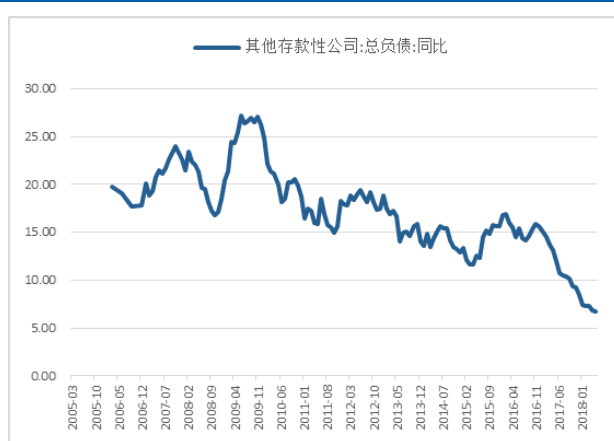
去年十九大报告提出打赢全面建成小康社会三大攻坚战，其中之一的防范化解重大风险攻坚战，今年以来已经全面铺开，去杠杆防风险的主要对象是地方政府、国有企业和金融机构，目前国有企业总负债率降至 2015 年的水平，银行业的负债增速在持续下降，说明国有企业和金融机构去杠杆已经显现初步成效，但地方政府债务余额仍在继续增长。

图 1、国有企业资产负债率情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、银行负债增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从去杠杆的主要手段来看，地方政府方面主要是叫停一些地区的大型基建项目，进行 PPP 违规项目清理，限制国有企业投资，控制地方政府债务水平；金融机构方面是实施资管新规，规范金融机构表外业务行为，降低金融风险。这一系列手段不仅意在降低实体经济和金融行业风险，也对挤压过剩和低效投资起到很大作用。

PPP 项目清理方面，财政部最新公布的数据显示，截至 2018 年 3 月份，PPP 退库项目数达到 1160 个，退库项目总投资额为 1.2 万亿，占 3 月份 PPP 总投资额比例为 6.74%；从退库项目地区分布来看，山东、新疆和内蒙古的退库项目最多，退库总额均超过 1000 亿；从退库项目行业分布来看，市政工程、交通运输和城镇综合开发的退库项目最多，市政工程和交通运输项目的退库总额均达到 3500 亿，城镇综合开发退库额为 1187 亿。目前 5 月份退库数据还未公布，但从总投资额继续减少的情况来看，退库项目还在增加。

从 PPP 总的入库情况来看，5 月份总的项目数和投资额还在继续减少，不过，进入执行阶段的项目有所增加，落地率反而有所提高，主要影响的还是处于识别、准备和采购阶段的项目。从行业分布来看，与去年 12 月相比，投资额减少最多的依次是交通运输、保障性安居工程、旅游、市政工程和水利建设项目，这些项目投资降幅均超过 1000 亿，交通运输和保障性安居工程降幅分别高达 3358 亿和 2024 亿。投资额增加的则是片区开发、生态建设和环境保护以及林业项目，但是增幅不高，最多的片区开发项目只增加了 864 亿。总的来看，PPP 清理对基建项目的影响还是最大的。由于基建投资占固定资产投资的比重高达 27.4%，因此投资增长受到了较大影响。

从金融机构的角度来看，监管整治促使表外业务收缩，表外的资金需要回到表内，但是回表内受到行业投向的限制，而且需要纳入各种信贷监管指标，所以就出现了出去

的规模大，回来的规模小的情况。表外融资规模大幅减少，表内信贷规模没有相应增长，就起到了一个实质性紧缩的效果，进而影响固定资产投资增速。

在企业负债率高和流动性紧张的情况下，相关行业的违约风险快速上升，金融机构风声鹤唳，生怕踩中地雷，机构都在想哪些领域可能作为下一阶段的重灾区，并提前进行风险应对，这反过来会进一步导致金融机构收紧对这些行业的放贷和投资，这从 2018 年以来基建和地产发行失败债券数量飙升的情况可见一斑，房地产和建筑业发行失败债券总额已经接近去年全年的水平，可见流动性紧缩和违约风险会产生一个循环效应，从而进一步影响实体经济融资。

表 1、历年发行失败债券行业分布（单位：亿元）

行业	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
采矿业	52	205	159	23	101
电力、热力、燃气及水生产和供应业	81	20	74	217	48
房地产业		68	114	283	269
建筑业	61	65	506	587	492
交通运输、仓储和邮政业	58	93	151	263	77
金融业	281	1181	6603	8492	2747
居民服务、修理和其他服务业	14		5		
科学研究和技术服务业			7	3	
农、林、牧、渔业	3	8	27	10	7
批发和零售业	50	43	100	176	54
水利、环境和公共设施管理业	4	41	61	61	38
卫生和社会工作				4	
文化、体育和娱乐业		4	13	12	3
信息传输、软件和信息技术服务业	2		2	34	45
制造业	140	387	748	391	305
住宿和餐饮业			10		
综合	41	105	294	516	354
租赁和商务服务业		6	47	51	49
总计	785	2225	8920	11191	4620

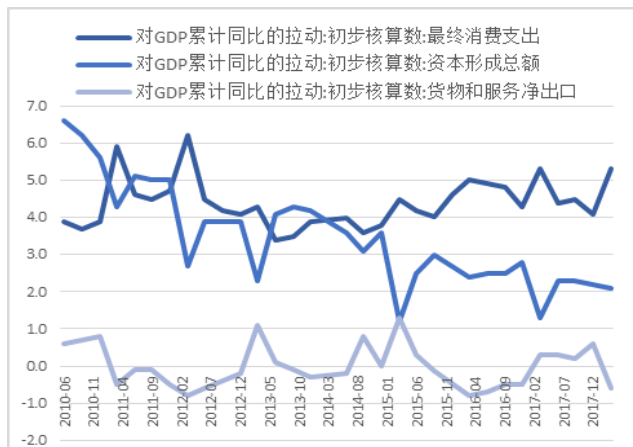
资料来源：WIND 资讯 南华研究

从具体的金融数据来看，5 月份 M2 同比增长 8.3%，与上月持平，M1 同比增长 6%，比上月增速下滑 1.9 个百分点。社融方面，5 月份新增 7608 亿元，环比少增 7996 亿，同比少增 3022 亿，委托贷款和信托贷款继续下滑，委托贷款下降 1570 亿，与上月差不多，信托贷款下降 904 亿，降幅有所扩大。5 月份社融腰斩的原因主要还是承兑汇票和企业债券发行量大幅减少，新增未承兑汇票下降了 1741 亿，企业债券发行量下降 434 亿，环比少增 4210 亿。信贷方面，5 月份新增信贷 1.15 万亿，环比少增 300 亿，同比

资料来源：WIND 资讯 南华研究

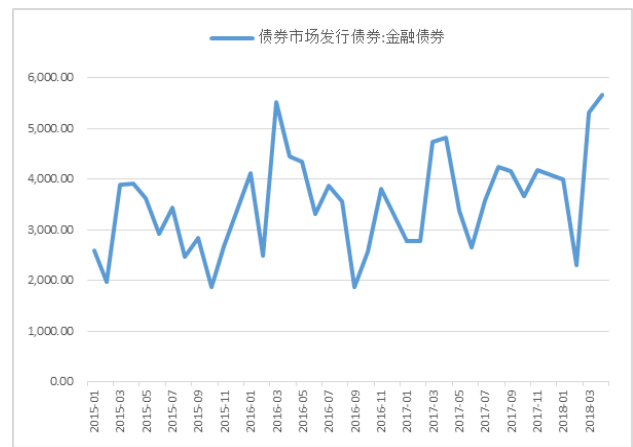
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、三大需求对 GDP 拉动情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、金融债发行情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

（二）银行资本补充可能适当缓解实体经济缺血状态

金融机构行为的整顿，对行业的长远健康发展是有利的，但短期而言，银行的资产规模也在收缩，这对于实体经济来说就是流动性减少，导致实体经济处于一个缺血状态。因此，如果既要防范金融风险，又要支持实体经济融资，就必须补充银行资本。

今年 3 月 12 日，银监会、人民银行、证监会、保监会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，支持银行补充资本工具创新，提出“推动修改有关法律法规，研究完善配套规则，为商业银行发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券和总损失吸收能力债务工具等资本工具创造有利条件”。

在监管机构鼓励下，今年以来金融债发行量已经创历史同期新高，2018 年 1-4 月累计发行量达到 1.7 万亿；股市定增方面，农行 1000 亿已经获批，宁波银行和南京银行的 240 亿正在走审批流程；可转债方面，2018 年以来银行的可转债发行预案总额已经达到 1060 亿，而去年全年预案才 1455 亿。

整体来看，银行在债券市场的融资进展较快，但在股市的进度不是很快，主要也是受今年以来股市表现低迷和融资（包括 IPO 和定增）增长放缓的影响，股市融资的放缓很可能是为独角兽的上市和回归腾出空间，所以估计下半年股市的压力还是很大，银行的定增和可转债计划未必能够获批，主要还是以债市融资为主，未来或多或少还是能够起到缓解流动性紧缩的作用。

二、外部环境叠加去杠杆带来的冲击

(一) 出口贸易仍面临较大不确定性

6月15日，美国政府宣布将对原产于中国的500亿美元商品加征25%的进口关税，其中对约340亿美元中国输美商品的加征关税措施将于7月6日实施，对其余约160亿美元商品的加征关税措施将进一步征求公众意见。对此，中国商务部第一时间宣布此前中美谈判成果作废，并对原产于美国的大豆等农产品、汽车、水产品等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%，涉及2017年中国自美国进口金额约340亿美元，上述措施将从2018年7月6日起生效。

6月19日，特朗普宣布将对额外2000亿美元的中国商品加征10%的关税，并威胁称如果中国政府采取回击，美国将继续对更多中国商品征税。对此商务部发言人表示如果美方失去理性，中方将不得不采取数量型和质量型相结合的综合措施，做出强有力反制。

虽然美国政府的举动超出市场预期，美股和A股均出现较大幅度跳水，但仔细回顾2018年以来中美贸易战的进展，其实美方从未表现出任何不打贸易战的诚意，都是一副不达目的誓不罢休的态势。

3月22日，美国总统特朗普签署301调查结果行动备忘录，表示将对中国出口的特定产品（包括航空、信息与通信技术和机械领域的产品）加征25%的关税，对此中方进行强烈回应并发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单；

4月6日，特朗普表示考虑额外对1000亿美元对华进口商品加征关税。对此商务部表示“已拟定十分具体的反制措施”，将“毫不犹豫”、“不排除任何选项”予以反制。

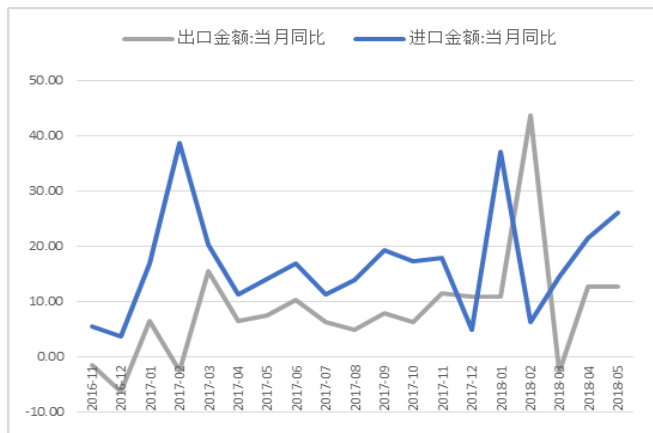
4月16日，美国商务部决定在未来7年内禁止中兴通讯向美国企业购买敏感产品，受此影响，中兴通讯大部分生产线面临停产；

5月20日，刘鹤副总理访美，向媒体表示中美谈判已达成共识，双方不打贸易战，并停止互相加征关税。同时双方还发表了联合声明，主要内容包括：“双方同意将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差……中方将大量增加自美购买商品和服务……双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口等”。刘鹤访美结束之后，中国陆续对汽车、化妆品等部分进口商品公布减税政策，展现出一定诚意。但是，美方并没有做出任何不加征关税的表示。美国商务部长罗斯6月初访华，双方也没有取得更进一步的成果。

近年来，随着中国经济的日益强大，经济结构的逐渐转型升级，尤其是在高科技领域日新月异的发展，中美之间的贸易关系已经从互补变成对抗，以前是美国向中国出口初级产品和高科技产品，中国向美国出口中低级加工品，而现在随着中国高科技行业的发展，中国的高科技产品会在全球领域和美国构成正面竞争，比如华为、小米、大疆和很多不知名的高科技厂商，已经在全球市场占有率有重要份额，这些企业正实实在在地蚕食美国企业的市场份额，因此美国遏制中国高科技崛起的意图和决心是十分明确的，如果要美国稍微让步，除非中国做出巨大的让利，而这是中国政府和人民所不能容忍的。所以中美贸易战的开打，其实存在必然的原因。

正是基于以上的判断，我们认为中美贸易将会是持久战，这也将继续给国内出口带来非常大的不确定性。2017年净出口对GDP拉动率增加了1.1个百分点，如果下半年出口不能维持同样增长，也会对GDP产生较大影响。

图7、进出口增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

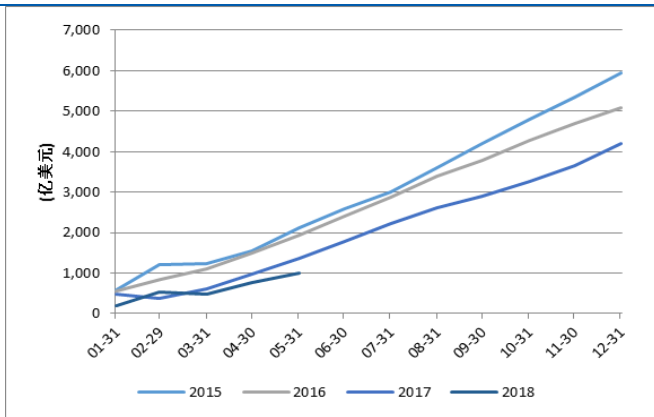
（二）可能出现的资本外流与流动性更加紧张

面对美国咄咄逼人的贸易态度，中国有两种选择，一种是强硬应对，以眼还眼以牙还牙，这种方式的结果可能是中国对美国的出口出现较大幅度下降，与此同时，自美国进口也将减少，但考虑到中国对美存在较大规模的贸易顺差，那么出口下滑的幅度会大于进口下滑的幅度；另一种选择是进行妥协，加大对美国商品的购买，下调自美进口的商品关税，这种情况下进口也将出现较大幅度增长。

无论是以上哪一种情况，进口的增长都将快于出口，而且从去年十九大以来，中国扩大进口的贸易政策主基调是比较明确的，早在去年 11 月份越南岘港的亚太经合组织领导人非正式会议上，习近平主席就提出将从今年起举办国际进口博览会，今年 4 月 11 日在博鳌论坛上习主席再次表示我们将主动扩大进口，这种贸易政策的转向并不是面向特定的某一个国家，而是我国经济结构转型下的一种趋势，可以看到 2017 年以来我国进口增速也是一直高于出口增速。所以长期来看，中国的对外贸易差额将会逐渐缩减，近几年也出现了贸易差额逐年下降的趋势。

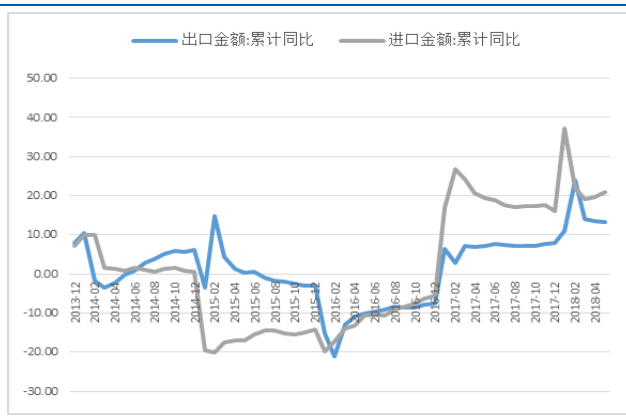
在贸易顺差缩窄甚至变负的情况下，叠加美元走强和人民币贬值预期，一方面是外汇流入减少，另一方面是结汇意愿降低，这将导致外汇占款下降，从而使得流动性更加紧张。

图 8、贸易差额累计值季节图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 9、进出口累计增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、宏观政策的相机抉择

针对去杠杆造成的固定资产增速放缓、基建和地产发行失败债券数量飙升等内部风险、叠加贸易战导致出口贸易面临的不确定性，外需仍是一个未知数等外部风险，宏观经济政策有望出台相关措施进行风险对冲。

（一）财政减税已成为主要发力点

中国上半年的减税措施。中国上半年主要经历了增值税改、集成电路减税及提高个税起征点等。本次增值税改革约减税 4000 亿元，其中对制造业减税约 2100 亿，将令制造业利润增速上升。此前政府两会报告指出全年减税 8000 亿元，意味着后续仍将出台更多减税降费政策，覆盖范围也有望从企业扩大至居民，有助于激发市场主体活力。增值税改革是为进一步完善税制，支持制造业、小微企业等实体经济发展；集成电路减税是继国务院常务会议确定了深化增值税改革的措施之后，持续减税政策再出重拳，对新兴行业、先进产能等企业实施大幅减税政策，精准发力；个税方面，不仅提高个税起征点并且个税综合改革提速，减税力度加大，提高个税起征点，虽然对单个居民收入影响不大，但是提高了整体居民可支配收入水平。

表 2：增值税改革深化的三个措施

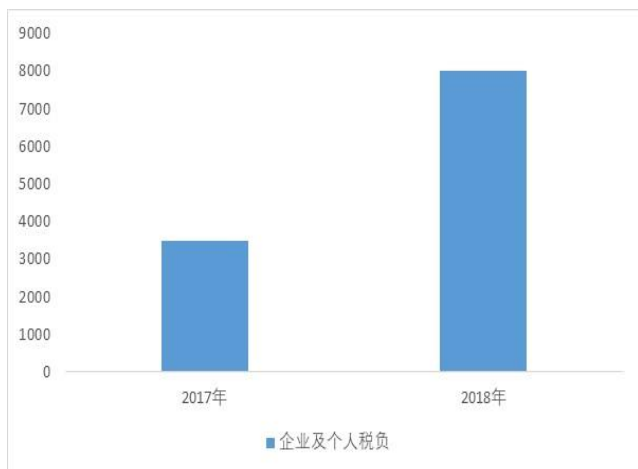
增值税改革深化三大措施	
降低部分行业增值税率	将制造业等行业税率从 17% 降到 16%。 将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物增值税税率从 11% 降至 10%。
统一并上调小规模纳税人标准	将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额的标准由 50 万元和 80 万元上调至 500 万元。 在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人。
进项税额一次性退还	将装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。

资料来源：南华研究所整理

减税稳定预期、稳增长。在全球贸易竞争加剧的背景下，美国遏制中国高端制造发展的意图明显，减税以及针对集成电路的免税优惠措施有助于对冲国际贸易保护对这些战略性行业盈利的负面冲击，有助于增强我国制造业竞争实力，有助于稳定企业预期，从而实现投资增速的平稳着陆。并且今年贸易战给出口带来不确定的风险，这是今年 4 月 23 日的政治局会议提出“扩内需”的原因。既然商品及服务流动会因为贸易战面临阻力，那就需要加大内需，消化外需不足导致滞销的商品。我国已经从“供给收缩”转

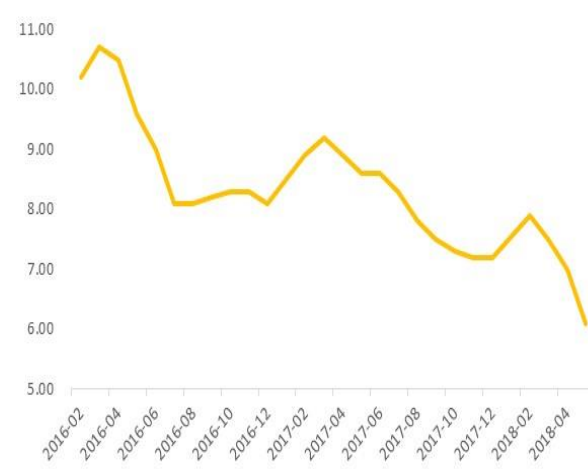
向“需求扩张”，两会政府工作报告还指出 2018 年将完成上调个人所得税起征点和综合抵扣改革改革方案，这也将全面降低家庭部门的税收负担，增加了个人减税额度，有助于扩大内需。总之，减税有助于对冲今年上半年固定资产投资增速放缓，叠加贸易战导致出口贸易面临的不确定性风险。

图 10、17 年和 18 年减税规模对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 11、固定资产投资完成额:累计同比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

(二) 流动性宽松力度可能加大

2018 年上半年货币政策适度宽松以对冲“紧信用”，下半年这个态势不变，以保持流动性总体上适度充裕。

紧信用主要体现的是“紧非标融资”，受金融强监管下表外非标融资的影响，融资需求从表外向表内转移，新增委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票减少，在资管新规实施的背景下，非标融资的萎缩是大势所趋。

“紧信用”带来基建、地产等低迷，这些行业也是融资的大户且负债率高，融资收紧的情况下，受到影响较大，进而影响固定资产投资增速；并且基建地产行业违约风险也较高，反过来会进一步导致金融机构收紧对这些行业的放贷，基建和地产发行失败债券数量飙升，从而影响投资进度。

上半年，央行已经实施了两次定向降准。第一次是 1 月 25 日开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放长期流动性约 4500 亿元。第二次是 4 月 25 日实施的定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元。央行这两次定向降准的效果显著，让市场流动性呈合理稳定状态，尤其是第二次定向降准的作用更为明显，定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元，部分化解了金融机构因 MLF 累积而形成的潜在风险，央行称此次降准是为了对冲即将到期的 MLF，但我们发现央行在 6 月 6 日，继续投放一年期的 MLF 额度高达 4630 亿，利率与上期的 3.3%持平，这说明降准并非对冲到期的货币政策工具，而是实实在在的开始实施“宽货币”。

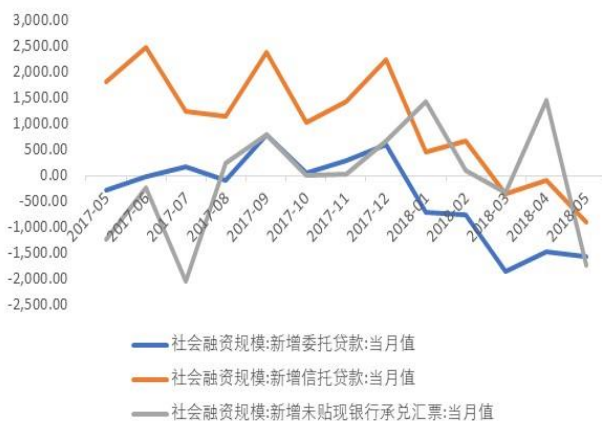
表 3：上半年降准次数

1 月 25 日	开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放长期流动性约 4500 亿元
2018 年 4 月 25 日	中国人民银行决定，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元。

资料来源：南华整理

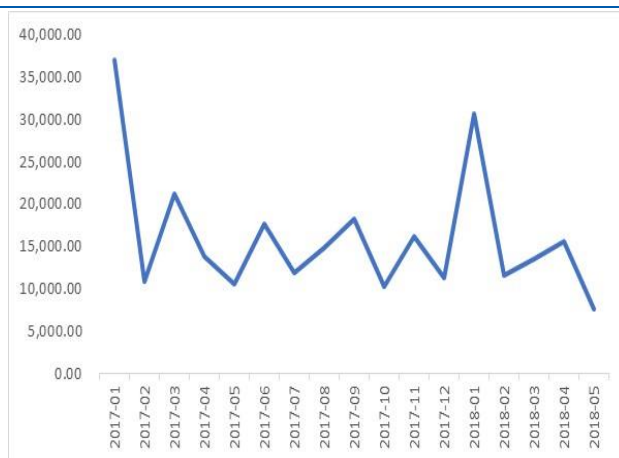
为了对冲“紧信用”可能造成的信贷恐慌及一些不利的影 响，下半年央行降准置换较久到期的 MLF 仍将可能进行，而 MLF 合格担保品扩容也为增加流动性做好铺垫。流动性宽松力度可能加大，既是金融机构、实体经济的需要，也是资本市场稳定发展的需要。在去杠杆的大背景下，需要商业银行调整资产结构，以适合大资管时代的监管要求，提升其防范金融风险的能力，然而实现这一目标的最好办法就是定向降准。

图 12、非标融资下滑



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 13、社会融资规模当月值



资料来源：WIND 资讯 南华研究

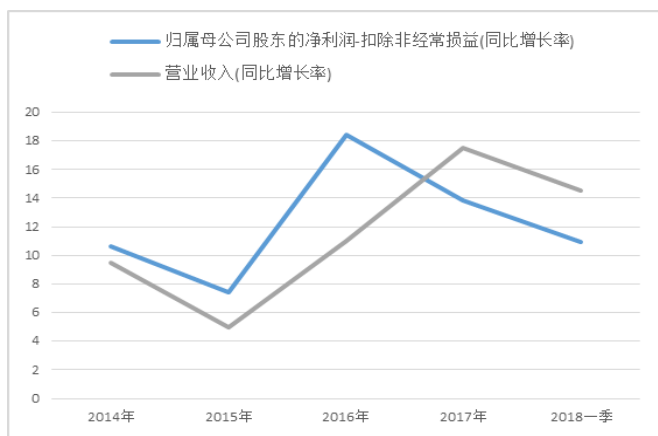
四、债券和商品机会大于股市

(一) 下半年股市仍将继续承压

股市方面，整体而言，受目前宏观经济超预期下行、流动性紧缩和外围贸易关系紧张的影响，大盘难有好的表现，具体而言，主要存在三个问题。

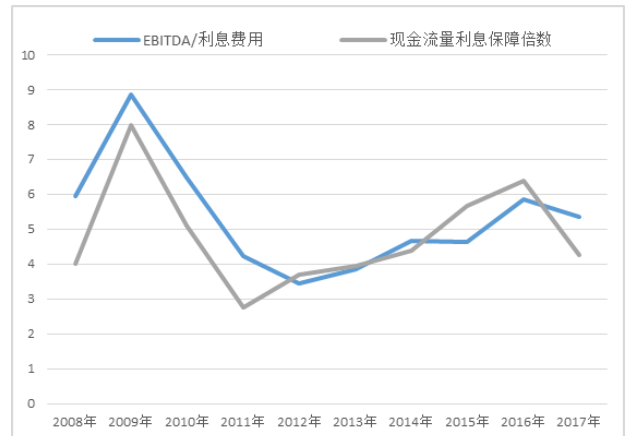
第一，从基本面的角度来讲，宏观投资和消费增速下行情况下，A 股上市公司利润增长放缓，受利率上升和流动性紧缩影响，企业融资受阻，融资费用大幅上升。可以看到，2018 年一季度，A 股企业净利润和营收增速同时出现了下滑的情况，与此同时，利息支出增加，利息费用占息税前利润的比例上升，尽管流动比率和速动比率有所提高，但这仅能说明上市公司整体的短期偿债风险不是很大，由于长期债务占比较高，财务费用显然还是处于上升态势。

图 14、A 股上市公司营收和净利润增长情况



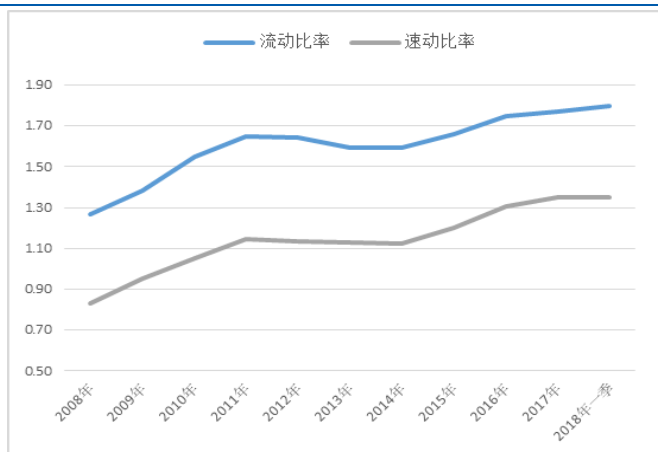
资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 15、A 股上市公司利润和现金流相对于利息费用增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 16、A 股上市公司流动和速动比率情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 17、A 股上市公司长期负债占比情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

第二，从违约风险的角度来看，目前已有多家上市公司出现债务违约，这种违约风险对股市的影响主要表现在，投资者会向负债率和违约风险低的行业和股票集中。但此次违约潮与往年的不同在于，2015-2017 年违约的企业里面，以产能过剩行业居多，但 2018 年违约企业的行业分布较为分散，范围更广，由于中国企业部门负债率非常高，很多行业企业的资金链都出现了问题，不仅仅是夕阳行业和效益差的企业。

所以从股市的情况来看，就是几乎所有行业都出现了大面积下跌，中信 29 个一级行业里面，年初以来上涨的行业只有 3 个，都是负债率低、抗周期性強和收益较为稳定的食品饮料、医药和餐饮旅游行业。所以，违约潮对股市的影响，就是大家都挤向少数没有违约风险的行业和头部公司，这必然也会使得大盘指数难以有好的表现。

第三，2018 年是定增解禁大年，A 股面临较大的抛售压力。2016 年 A 股的定增规模达到了历史最高的 1.7 万亿，比 2015 年的两倍还多。由于定增平均解禁时间大概为 650 天，也就是 1 年半接近两年，所以 2018 年面临着非常大的解禁压力，我们以解禁时间为参照进行计算，2018 年同样也是解禁规模最大的年份，以最新价格为准，解禁市值规

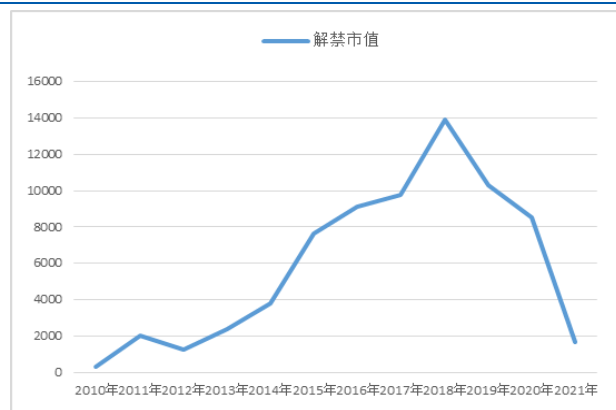
模达到 1.4 万亿。可以看到，为了避免大规模抛售对 A 股造成的压力，证监会有意控制今年的筹资规模，2018 年以来的首发和定增规模要明显低于去年同期水平，但是考虑到后期还有大量独角兽要上市，今年的股市压力依然很不乐观。

图 18、A 股历年定增募资情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 19、A 股定增解禁规模 (以解禁时间为准)



资料来源: WIND 资讯 南华研究

(二) 债券市场有望走出慢牛行情

18 年坚定看好国债市。上半年债券市场受到两方面利好影响上涨明显：一是金融去杠杆接近尾声，货币政策将从偏紧转向中性，带来流动性边际宽松；二是经济去杠杆开启，融资增速下滑会带来利率的长期下降。一季度债市上涨明显，4 月份央行降准后，债市行情好转得到确定，短期内利率大幅下行，但加杠杆抢跑现象导致资金面收紧，并且伴随信用风险升温，利率随后出现反弹，债市进入震荡整理阶段。

流动性宽松力度加大，边际改善明显。随着金融去杠杆接近尾声，18 年货币政策基调也有所变化，从 17 年的实质偏紧回归到中性，流动性边际上有明显的改善。定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元，部分化解了金融机构因 MLF 累积而形成的潜在风险，主要风险是 MLF 加剧流动性分层，导致中小金融结构不易获得流动性，央行称此次降准是为了对冲即将到期的 MLF，但我们发现央行在 6 月 6 日继续投放一年期的 MLF 额度高达 4630 亿，利率与上期的 3.3%持平，这说明降准也并非对冲到期的货币政策工具，而是实实在在的开始实施“宽货币”。

资金供需改善。融资需求的收缩包括被动收缩及主动收缩。被动收缩主要体现在各类监管使得非标融资和低等级债券融资萎缩，主因金融监管约束、规范地方举债、以及银行资本压力约束非标回表。融资需求的主动收缩体现在按揭利率的上升、地产销售的下滑影响居民房贷和地产商融资需求，18 年由于非标融资收缩导致融资回落将是顺势所趋，融资增速下滑会带来利率的长期下降资金供需改善。M2 增速可看做金融体系的资金供给，17 年 M2 增速下滑，18 年 3-4 月份趋稳，表明金融去杠杆进入中后期。央行降准置换 MLF、扩大 MLF 抵押品范围，资金供给趋稳，再加上融资需求向下，资金供需改善。

债市有望走出慢牛行情。1、投资受到信用紧缩抑制，出口在贸易战背景下前景不乐观，消费受居民购房挤压增长乏力，整体经济动能趋弱，通胀难以走高。2、为支持实体经济、稳妥去杠杆以及应对外部冲击，预计流动性宽松力度加大。3、中美利率趋于脱钩。政府会采取扩大进口而非减少出口的方式应对中美贸易战，汇率保持弹性，中美利率长期趋于脱钩，美国加息不影响中国国债利率下降。4、融资回落顺势所趋。今年的政策主线是经济去杠杆，大环境是“宽货币、紧信用”，18 年融资增速的下降是顺势所趋。基本面、政策面均支撑债市向好，下半年利率市场有望延续牛市。但当前利率

水平从中美利差、股债比价、人民币汇率等角度来看吸引力不足，利率再度大幅下行需要基本面或者政策的剧烈催化，如果市场回调将提供更好的入场机会。

（三）“去杠杆”和贸易战下的大宗商品

下半年“去杠杆”的压力仍存，虽然钢铁、玻璃、水泥、电解铝等行业的过剩产能去化明显，去产能任务完成了大半，但仍有目标在今年下半年实施。今年工信部先后印发新的钢铁、水泥、玻璃行业产能置换实施办法，允许新建产能实施等量或者减量置换，以及跨区域产能置换，黑色金属冶炼、非金属矿物制造业投资明显抬升。同时环保督查工作会对下半年的产能产生不小的影响。2017 年的环保督查以“关停并转”为主要特点，而近期的环保督查工作则以“回头看”作为重点。第一批中央环境保护督察“回头看”已全面启动，并在部分省市产生了不小的作用。我们认为，在钢铁等产业仍存在环保导致短期产能抑制的可能性，进而让价格的“子弹再飞一会儿”。例如在黑色产业链中，钢材受制于供给压缩、全社会的低库存以及三四季度需求的增长，我们认为现在的价格仍有上扬空间。在环保压力之下，产业链中焦炭的价格弹性最好。而动力煤在三四季度因供需缺口扩大将支撑价格高位运行。

我们认为在中国对原油需求在国际上的比例和上海国际能源交易中心（INE）原油期货交易量不断扩大的情况下，中国因素将会对国际原油价格产生前所未有的影响。原油市场已经出现 OPEC 及其他产油国、美国和中国三大势力互相角逐的情景。实际上，OPEC 及其他产油国在原油的定价能力方面已经让位于美国与中国。

下半年另外一个扰动大宗商品价格的主要因素就是“贸易战”，直接后果是全球贸易量的下滑及市场预期的严重下降。另外一个副作用是对资本市场产生较大的心理压力，进而传到至大宗商品市场。国别之间的增加关税相当于“加息”的作用，同时中美利差的变化又对汇率产生巨大扰动，前几年大宗商品国际定价体系面临新的调整。贸易战下，如果南美的大豆供应量价格出现波动，加上今年北半球天气的异常，都会对农产品价格产生强大的干扰，或者说我们更看好农产品的波动率；而贸易战会对全球经济产生不利影响，进而对有色金属价格形成一定的压力。

具体行业与品种的内容请阅读我们的行业与品种半年报。

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

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

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

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

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

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

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

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

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

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

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

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

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

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

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

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

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

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

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

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 A 座 A501
电话：010-63161286

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

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

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。