

## 2018 年宏观三季度报告

# 危机四伏

### 摘要

2018 年下半年以来，中美贸易战持续发酵、欧洲经济增长疲弱、新兴市场货币暴跌，给全球经济的复苏蒙上了一层阴影。目前受贸易战影响，欧洲主要国家经济景气度出现了回落趋势，中国经济在投资持续下滑和消费疲弱的情况下面临着较大压力，其他新兴市场国家在美元和原油同涨周期下也面临较大的货币贬值和财政压力，而美国经济在能源产业复苏下出现了一枝独秀的情况，然而美国消费与投资增长后劲不足，一旦出现油价下跌或者需求下滑，美国经济复苏也难以持续，全球经济复苏面临着较大风险。

在全球经济分化的情况下，各国资产价格走势也势必发生分化。美元资产目前表现仍然非常强劲，而欧洲和新兴市场资产价格走势则较为弱势，预计四季度这一格局难以发生大的变化，未来一段时间内贸易战进展仍然是全球资产价格的主要关注点。国内方面，在滞胀预期下，股市尚不具备上涨动力，债市牛途漫长而曲折，相比而言商品做多逻辑更为确定。



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](mailto:zyw89@nawaa.com)  
Z0010392

章睿哲  
010-63151317-852  
[zhangruizhe@nawaa.com](mailto:zhangruizhe@nawaa.com)  
m  
Z0013599

黎敏  
010-83168383  
[limin@nawaa.com](mailto:limin@nawaa.com)  
Z0002885

## 目 录

<b>一、全球宏观复苏疲态已现 .....</b>	<b>3</b>
(一) 欧洲经济出现回落趋势.....	3
(二) 美国经济一枝独秀但暗藏风险.....	4
<b>二、国内经济滞胀压力明显 .....</b>	<b>6</b>
(一) 贸易僵局未解，投资消费难言乐观 .....	6
(二) 通胀上升趋势不改 .....	8
(三) 远期货币政策面临收紧压力 .....	10
<b>三、滞胀预期下的资产逻辑 .....</b>	<b>10</b>
(一) 股市尚不具备上涨动力.....	10
(二) 债市牛途漫长而曲折 .....	11
(三) 商品做多逻辑仍在 .....	11

## 一、全球宏观复苏疲态已现

### （一）欧洲经济出现回落趋势

2018 年下半年以来，中美贸易战持续发酵、欧洲经济增长疲弱、新兴市场货币暴跌，给全球经济的复苏蒙上了一层阴影。从周期视角来看，此轮全球经济复苏始于 2016 年底，那么，是什么促成了 2016 年以来全球经济的复苏，从名义 GDP 和实际 GDP 的对比，可以比较直观地发现问题。实际上从 2013 年开始，全球主要发达国家的实际经济增速已经开始回升，但由于通胀疲弱甚至是通缩，使得名义 GDP 在 2015 和 2016 年出现不断下滑态势。由于持续低迷的通胀，2016 年初欧元区和日本实施了负利率政策，从某种程度上讲，欧元和日元是全球主要货币，这两大经济体的货币政策确实对抑制通胀下行起到了一定作用，原油价格在 2016 年初触底之后开始持续回升并进入上涨周期，当然这与欧佩克的限产政策也有较大关系，也是商品经济规律的结果。原油价格反弹是全球经济复苏的重要前奏。

对于欧洲经济而言，在负利率政策、英国脱欧带来的负面预期和 2016 年底美元指数创新高的多重因素之下，欧元兑美元价格一度跌至接近平价，并持续了半年多时间，这种情况对欧洲出口起到了较大的刺激作用。从 GDP 拉动率上可以看到，2016 年以来出口对欧洲经济的拉动作用是最明显的，2017 年欧洲经济的复苏势头比美国更为强劲，从而使得欧元在 2017 年下半年到 2018 年上半年这一时间里持续走强。因此，欧洲经济的复苏是此轮经济复苏前半程的重要推动因素。

图 1、原油价格走势（美元/桶）



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、欧元兑美元走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

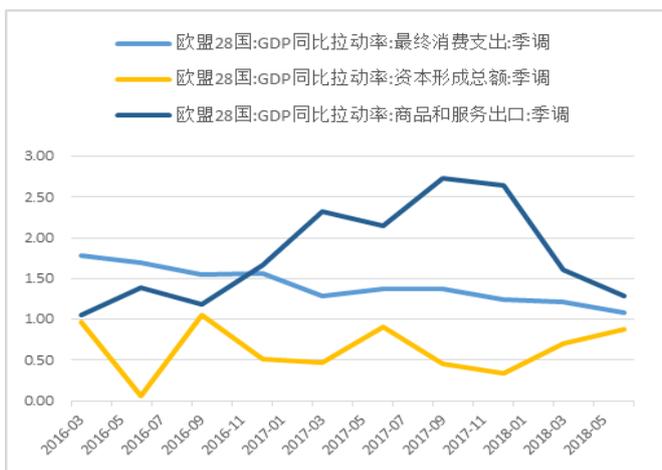
但目前来看情势已经发生了变化，在出口回暖的同时，欧洲的投资增长并没有出现明显改善，消费对经济的贡献率则在持续下滑，通胀水平仍然较为疲弱，而且近期出口增长出现了回落。作为欧洲经济增长引擎的德国，7 月份贸易差额出现 2017 年以来的最低水平，与此同时，欧洲主要国家的经济景气度也出现了大幅回落的趋势，这种情况与特朗普在全球大范围掀起贸易战有很大关系。

今年 6 月 1 日，美国开始对欧盟输美钢铁和铝产品分别加征 25% 和 10% 的关税，特朗普还威胁要对所有从欧洲进口的汽车征收 25% 关税，并开启对欧洲汽车进口的 232 调查，以决定其是否对美国国家安全构成担忧。由于美国是德国最大出口市场，其中德对美出口汽车和汽车零部件达 286 亿欧元，占德国对美货物出口 25%，德国汽车占据美国高端汽车市场 90% 份额，如果美国对欧洲进口汽车征收 25% 的关税，德国高端汽车制造

商将面临巨额损失，而且这也会给欧洲经济造成沉重打击，因为德国出口的汽车产品大部分零部件、组装等都是其他国家完成。虽然 7 月底欧盟主席容克和美国达成了初步“停战”协议，但结果仍不明朗，贸易战威胁仍在，这种情况对欧洲经济景气的影响也非常明显，大量企业因担忧贸易前景而推迟投资和招聘，使欧洲经济复苏中途受阻。

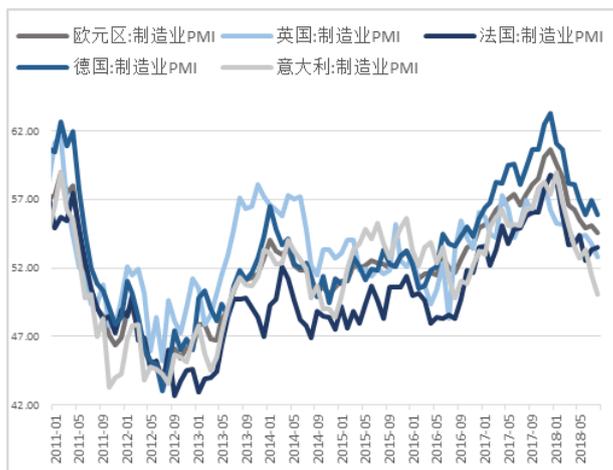
从欧洲的经济结构来看，商品和服务出口占 GDP 的比重高达 50%，而中国和美国这一比例仅为 20%和 13%左右。所以，相比于中国，欧洲国家对外贸的依赖度显然更高、对美国贸易政策也更为敏感。加之欧洲国家普遍财政状态不佳，难以通过投资托底经济，而消费对经济增长的贡献也越来越弱，这使欧洲的经济复苏愈加脆弱敏感。

图 3、欧盟 GDP 同比拉动力



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 4、欧洲主要国家经济景气情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

## (二) 美国经济一枝独秀但暗藏风险

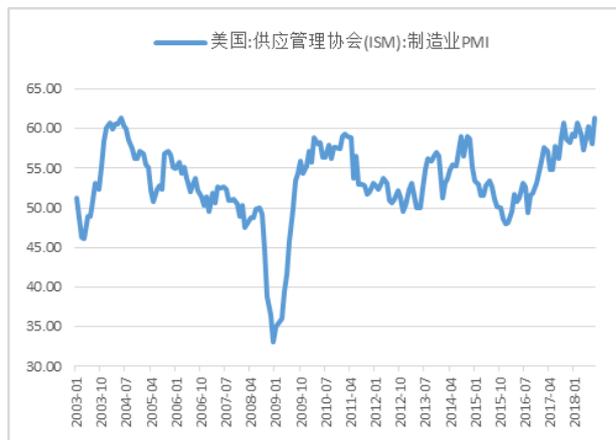
如果说此轮全球经济复苏上半场的驱动力是欧洲，那么下半场的驱动力则是美国，2018 年二季度美国 GDP 环比增速达到 4.2%，经济景气度更是持续攀升，8 月份美国制造业 PMI 达到了 61.3，创下了 2003 年以来的新高。而且观察三驾马车的贡献可以发现，欧洲和美国经济复苏的主要贡献都是出口，2018 年二季度美国商品和服务出口环比增长率达 9.1%，净出口对 GDP 环比的贡献率达 1.17%，是 2013 年以来最高水平。但需要指出的是，美国出口的复苏并不是由于贸易战，而是与油价上涨和能源产业复苏密不可分。可以明显看到，近两年美国出口增长以原油出口增长为主，2017 年美国石油和石油产品出口总额已经创历史新高，是 2016 年的两倍还多，2018 年 1-7 月的石油出口总额已经超过 2017 年全年水平，目前原油出口已占美国货物出口超过 10%，原油出口的增长某种程度上抵消了贸易战的不利冲击，使得美国出现了整体出口的复苏。

图 5、美国 GDP 三驾马车环比增长情况

图 6、美国制造业 PMI 走势



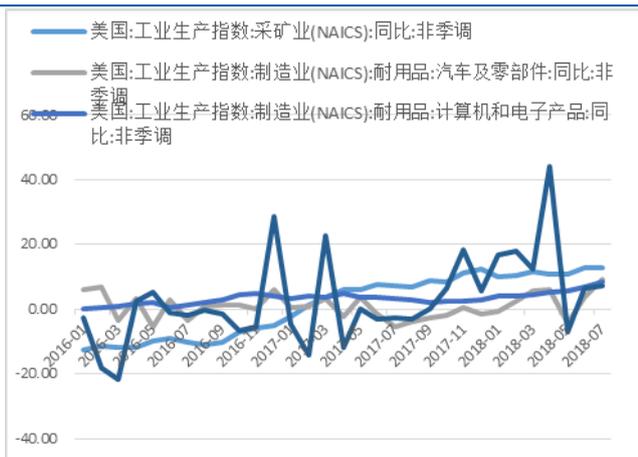
资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

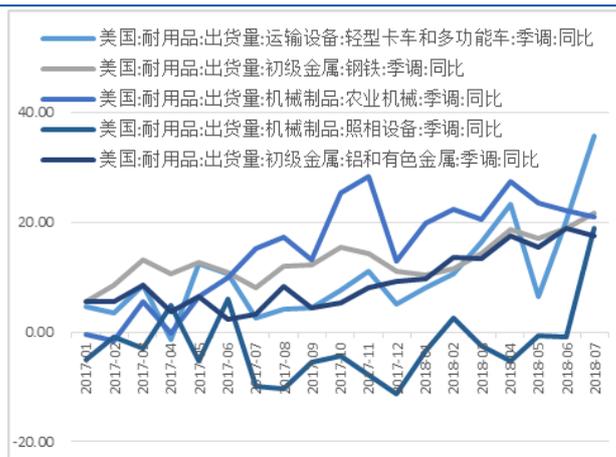
近年来，美国页岩油气技术有了较大突破，而且自 2014 年就放开了出口政策，但由于彼时油价较低，油气行业投资低迷，虽有较大潜力，但在经济增长中的作用并不明显。而到了近两年油价大幅大涨时，相关行业的投资就开始增加，而且在美国石油产量持续不断创新高并且已经超过沙特的情况下，油气运输出现了较大瓶颈，由此也带动了管道运输等行业。从美国工业生产指数和耐用品出货量情况来看，采矿业、天然气运输业以及初级金属等大宗商品相关的工业指数和出货量增长最为明显，这也印证了美国的经济复苏是由原油上涨所拉动。

图 7、美国部分行业工业生产指数情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 8、美国部分耐用品出货量增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

而消费和投资方面，二季度美国消费支出增长虽然仍较为强劲，但后劲不足，主要是由于新增就业人数出现下滑趋势，与此同时薪资增长也较为疲弱，而未来贸易战所带来的消费成本上升也势必影响消费支出，此外利率的不断攀升对于投资增长也是不利影响。

目前美国经济增长对原油需求和价格的依赖度在不断上升，短期来看，能源行业的复苏带动交通运输投资和工程器械消费，使得经济仍然维持相当高的景气度；长期来看，作为一个贸易逆差大国，油价上涨和贸易战势必给美国带来更大的通胀压力，尤其是作

为进口大国，贸易战给美国带来的通胀压力要高于欧洲、日本和中国，因此美联储势必将进一步地被动进行加息，从而抑制投资增长，并给金融市场带来更大的风险。

从全球宏观的角度来看，2018 年以来欧洲经济景气度已经出现下滑态势，中国经济在投资持续下滑和消费疲弱的情况面临着较大压力，其他的新兴市场国家在美元和原油同涨周期下也面临较大的货币贬值和财政压力，美国经济已经和其他国家出现了较大程度的分化。美国经济的一枝独秀本身是一件暗藏风险的事情，尤其是这种复苏是建立在原油出口和贸易战带动的情况下，一旦油价出现下跌或者需求出现下滑，美国的经济复苏也难以持续。

资产价格方面，短期来看，在全球经济分化的情况下，货币和资产价格走势也势必发生分化。美元资产目前表现仍然非常强劲，受美国通胀预期和经济增长强劲的影响，上周道琼斯和标普指数刚刚创下新高。与此同时，由于全球能源供应格局的变化，美国已经成为原油的主要出口国，这使得美元和原油之间的关系正在发生变化，美元和原油的同涨同跌或将成为新的规律，在原油供需仍然偏紧的情况下，美元仍有较强支撑。而欧洲和新兴市场资产价格走势则较为弱势，预计四季度这一格局难以发生大的变化，未来一段时间内贸易战进展仍然是全球资产价格的主要关注点。

## 二、国内经济滞胀压力明显

### (一) 贸易僵局未解，投资消费难言乐观

贸易战靴子暂时落地，进出口影响尚不明显。美国总统特朗普宣布自 9 月 24 日起，将对 2000 亿美元的中国输美产品加征 10% 的关税；自 2019 年 1 月 1 日起，关税将提升至 25%。美方同时威胁，若中方对农产品等行业报复，美国将立刻实施力度更大的关税征收举措，对额外大约 2670 亿美元的进口商品征收关税。对此，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品，加征 10% 或 5% 的关税，自 2018 年 9 月 24 日 12 时 01 分起实施。如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应，有关事项另行公布。

进出口数据方面，8 月份出口同比增长 9.8%，环比少增 2.4 个百分点，进口增长 20%，环比少增 7.3 个百分点，贸易战对进出口的影响已有所显现，但也并不明显。由于贸易战隐忧下，进出口需求提前释放，未来贸易增长不排除出现较大幅度下滑。此外，进口增速降幅大于出口降幅，或与人民币贬值有较大关系。近期美元兑人民币汇率没有再继续上升，保持高位震荡态势，而一篮子人民币汇率出现较为明显的反弹。预计四季度进出口对宏观经济的压制作用仍存在较大的不确定性。

图 9、进出口走势

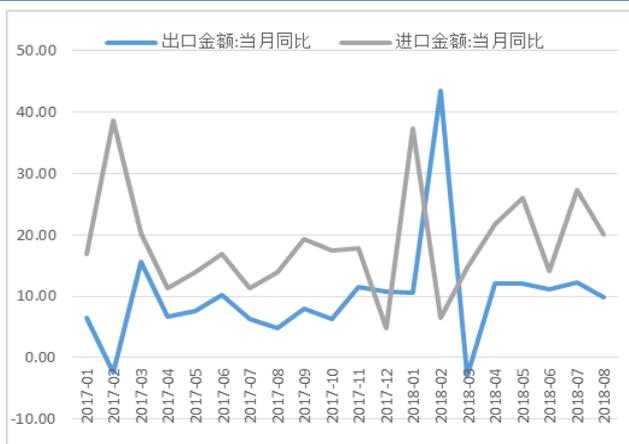


图 10、人民币汇率走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

基建增速继续下滑，房地产稳投资作用明显，印证之前判断。1-8 月固定资产投资累计增速为 5.3%，环比少增 0.2 个百分点，维持下滑态势，继续创新低；房地产开发投资累计增长 10.1%，环比少增 0.1 个百分点，整体仍维持较高增长态势；基础设施建设投资增长 4.2%，环比少增 0.5 个百分点，继续创新低；制造业投资同比增长 7.5%，环比多增 0.2 个百分点，有一定上升趋势。

整体来看，固定资产投资依然维持下滑态势，基建投资的持续大幅下滑是主要原因，我们在之前报告中多次谈到由于地方政府去杠杆的原因，基建投资资金来源不足，无法支撑基建的稳投资、保增长作用。尽管 7 月份以来地方政府债发行有一定增长，但其中仍有大量债券属于置换债券或再融资债券，财政部数据显示，1-7 月全国发行地方政府债券 21679 亿元，按用途划分，新增债券 7942 亿元，置换债券或再融资债券 13737 亿元，在规模上仍以置换债为主，地方债加快发行对于地方政府杠杆的透明化和缓解债务风险有一定帮助，但对基建投资可能作用较小。与此同时，国有企业去杠杆仍在持续推进之中，9 月 14 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求“推动国有企业平均资产负债率到 2020 年年末比 2017 年年末降低 2 个百分点左右，之后国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平”，因此基建投资的下滑在预期之中，从股市建材、建筑板块的持续回落也可以看到，市场并未对基建抱有太大期待。

目前可以看到，房地产和制造业是支撑投资的主要方面，8 月份房屋新开工和施工面积仍在持续增长，而且开发商资金来源增速也保持回升态势，开发商自筹资金和定金预收款保持较快增长，两者增速分别达到 11% 和 15%。与此同时，意料之外的是 8 月份土地购置面积增长出现了较大幅度的反弹，增速为 15.6%，环比多增 4.3 个百分点，预计短期内房地产的稳投资作用以及对大宗商品需求的稳定作用仍然是非常重要的。制造业投资方面，各方面的减税政策起到了一定作用，目前来看仍有一定上升趋势。

图 11、固定资产投资增长情况

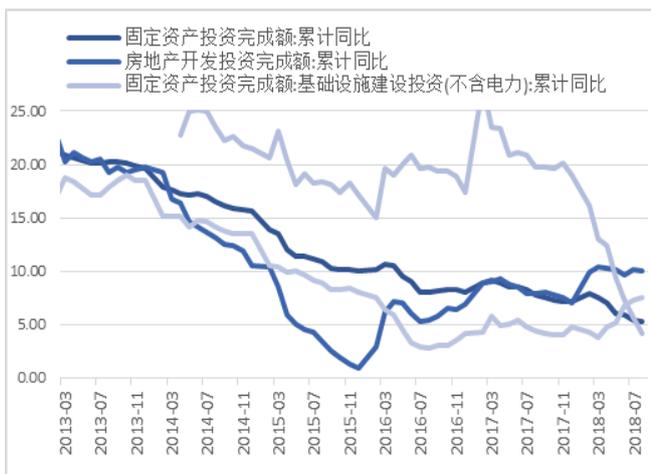
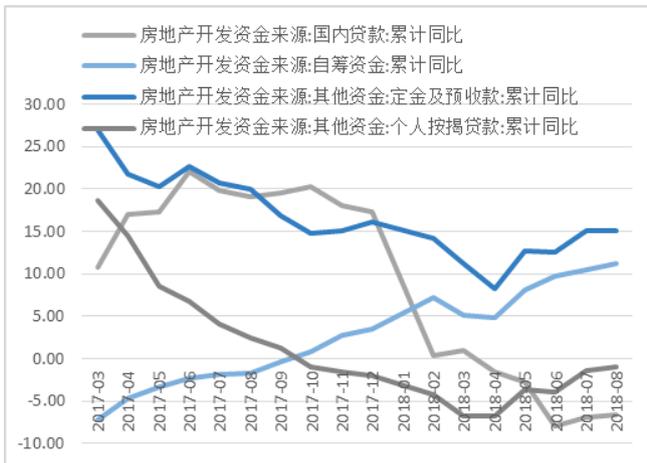


图 12、房地产开工面积增长情况

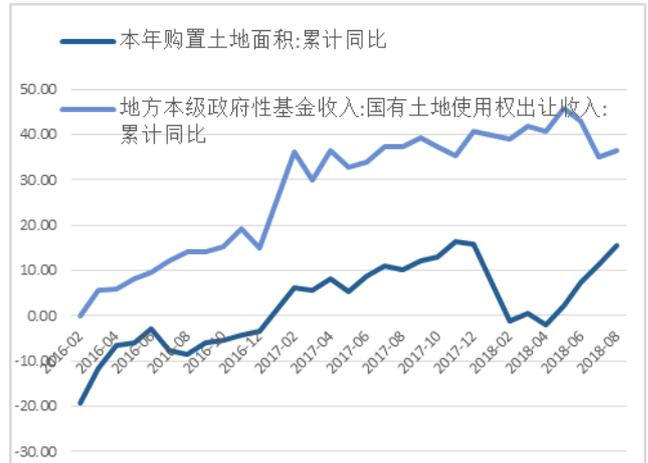


图 13、房地产开发资金来源情况

图 14、土地购置面积增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

社会消费增长有一定回升迹象，但整体仍非常疲弱。8月份社会消费品零售总额同比增长9%，环比多增0.2个百分点，整体仍在较低水平，但有一定回升迹象。从细分品类来看，除了金银珠宝类和石油及制品消费增长较快之外，其他品类增长较为低迷，汽车消费持续负增长，拖后腿效应明显，而金银珠宝和石油恐怕是与人民币贬值和油价上涨的被动支出增加有较大关系。可以看到，今年以来，虽然社会零售品消费增长下滑幅度没有投资那么大，但是也创下2003年以来的最低增速，由于企业利润增长疲弱和高房价高房租对消费的挤出作用，未来消费的增长也不容乐观。

图 15、社会消费品零售增长情况

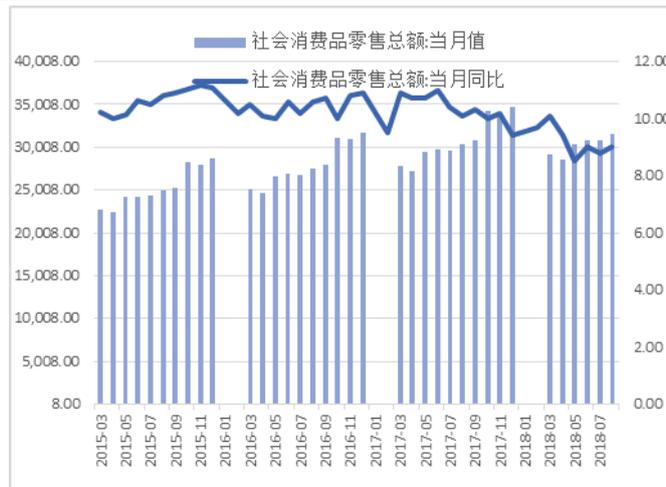
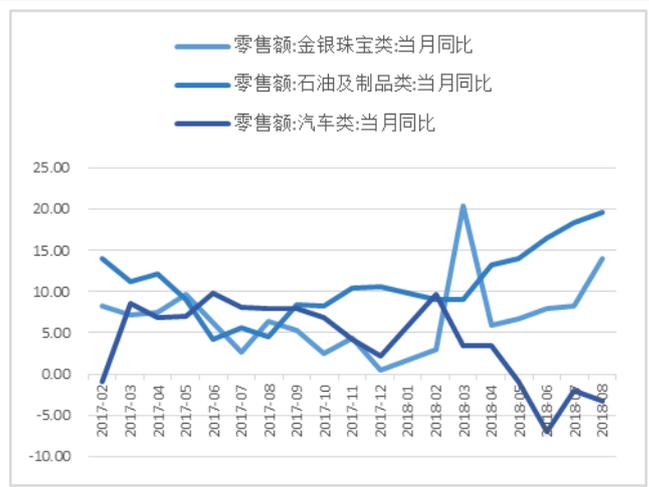


图 16、部分消费品消费增长情况



## (二) 通胀上升趋势不改

猪瘟疫情仍在蔓延，新一轮成品油调价开启，通胀预期不改。8月份CPI同比上涨2.3%，环比多增0.2个百分点，其中核心CPI上涨2%，食品CPI同比上涨1.7%，非食品CPI同比上涨2.5%，消费品CPI同比上涨2.1%，服务CPI同比上涨2.6%。整体来看，近几个月以来，CPI上升势头明显快于核心CPI，显示食品与能源是拉动近期CPI上涨

的主要因素,而且原先涨幅一直高于食品 CPI 的非食品和服务 CPI 也保持较快增长态势,目前服务 CPI 增长仍是最快的,整体通胀上升势头较为明显。

食品通胀方面,非洲猪瘟仍在持续蔓延,本周东北和内蒙古再次发生猪瘟事件,山东关闭了省内生猪交易市场。近日农业农村部公布的数据显示,2018 年 8 月母猪存栏量持续下行,8 月能繁母猪存栏量环比减少 1.1%,同比减少 4.8%;生猪存栏量环比减少 0.3%,同比减少 2.4%。自 2013 年以来,生猪存栏数量持续减少,而非洲猪瘟爆发导致的补栏积极性下降更加速了这一趋势,与此同时,猪瘟疫情也导致全国生猪供需失衡加剧,疫区猪价下跌而需求区上涨,整体来看猪肉价格处于上行趋势,未来猪周期上行可能加快。

油价方面,8 月中旬以来,国际油价持续反弹,国内新一轮成品油调价窗口于 9 月 17 日开启。据国家发改委价格监测中心监测,本轮成品油调价周期内(9 月 4 日—9 月 17 日),国际油价波动频繁并有所上升,受此影响,国内汽油、柴油的零售价格也随之上调,汽油、柴油每吨分别上调 145 元。目前布伦特原油价格已创下 2014 年以来的新高,油价上行将持续对通胀产生影响。

图 17、CPI 和核心 CPI 走势

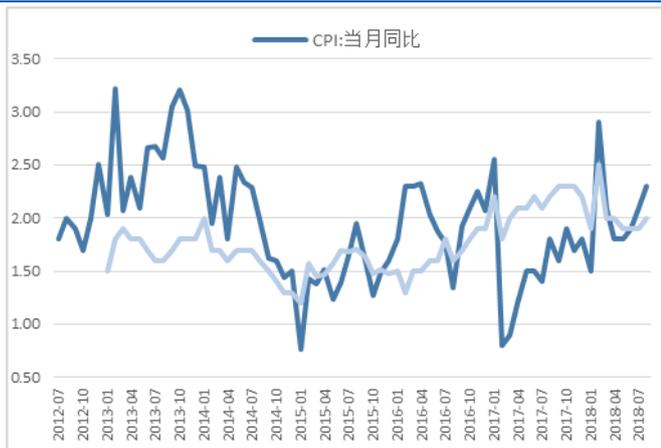


图 18、食品和非食品 CPI 走势

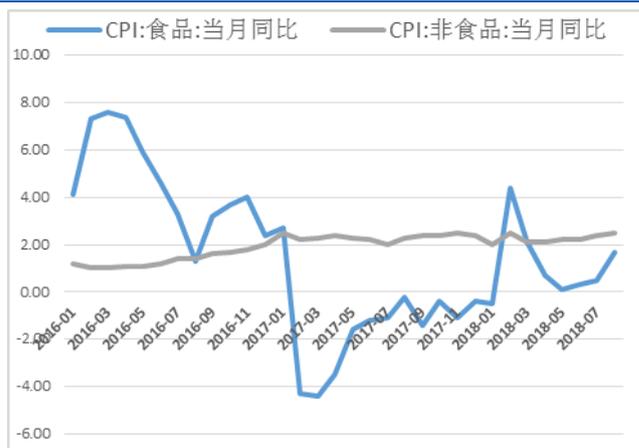


图 19、消费品和服务 CPI 走势

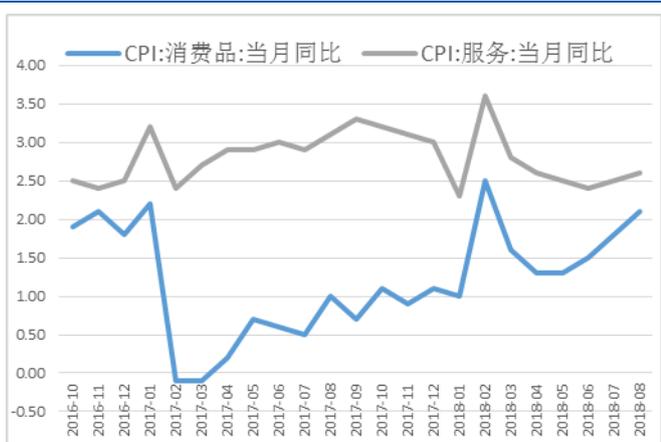
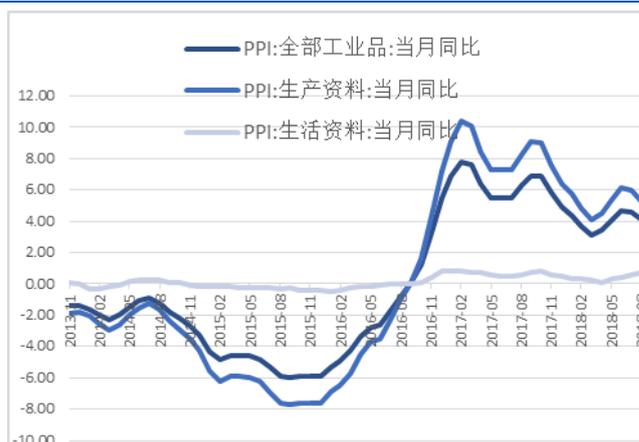


图 20、PPI 走势



资料来源: WIND 资讯 南华研究

资料来源: WIND 资讯 南华研究

农产品未来的上涨压力加大。贸易战叠加人民币贬值将逐渐提高未来农产品进口成本,目前我国油脂和大豆基本依赖进口供应,而诸如食糖、棉花等对外依赖度也比较高,随着关税提高加之人民币贬值,未来这些产品的价格也会逐渐抬高。

国储方面，棉花和菜油的储备已经下降至历史低位，基本到明年的库存将会基本抛售完毕，玉米因为近两年国家大力削减库存，加之今年玉米产量减少，所以国储库存也下降不少，随着国储的进一步下降，国家可能还会进行补库，届时库存抛售的压力将转化为促使价格上涨的动力。

另外，随着猪周期的逐渐上行，也会对上下游农产品价格构成支撑作用。

### （三）远期货币政策面临收紧压力

短期来看，国内整体通胀仍处于较低水平，而经济下行压力较大，货币政策收紧可能性低，大概率继续微调；

长期来看，明年之后通胀压力会逐渐显现，目前工业品看不到步入熊市可能，而这两年 PPI 无法拉动 CPI 的主要原因就是农产品价格较为低迷，如果未来农产品和工业品价格的上涨形成共振，届时货币政策将会有收紧的压力。

## 三、滞胀预期下的资产逻辑

### （一）股市尚不具备上涨动力

虽然通胀才开始抬头，但市场早已在演绎滞胀逻辑，年初以来股市下跌、债市上涨乏力和商品持续走强就是这种市场预期的体现。主要原因在于：

一是略显温和甚至低迷的通胀数据无法反映民众的实际感受和预期，不仅数据上存在某种程度上的“均贫富”假象，而且诸如高房价对消费的挤出效应，对货币政策的掣肘效应，在通胀数据里面无法反映。而每个投资者，不管是机构投资者还是个人投资者，他们心中都有各自一套对于国情的研判，所作出的投资决策，更多是基于自身的利益诉求和亲身感受，而不是宏观数据，所以这些情况往往会造成我们依据宏观数据得出的观点和市场的实际表现发生矛盾。

二是在当前去杠杆和严控房价的目标下，宏观政策面临着和滞胀时期一样的困境，通俗来讲就是“松紧两难”，放松则害怕去杠杆半途而废和房价重新上涨，收紧则害怕伤害实体经济，货币政策的这种困境已经被市场看得很清楚，而这对资产价格的影响是不言而喻的。

在这种情况下，我们认为下半年大类资产价格走势仍将维持商品>债市>股市的表现。

股市目前来看压力仍非常大，目前通胀的温和上升难以对股市形成支撑，我们在半年报里面谈到的三个主要看空逻辑没有变，一是经济下行压力加大，二是债务违约风险，三是今年是定增解禁大年，解禁规模达到历史最高水平，抛售压力非常大，而且银行资本金的扩充也是对资金面造成压力的另一个主要原因。目前银行资本金不足，为了促进表外贷款回归表内，银行需要扩充资本金，但中央财政难以一下子拿出这么多钱，地方政府更是负债高企，于是银行到股市融资成为一个选择。除了年初农行 1000 亿定增获批之外，工商银行也发布公告拟将非公开发行境内优先股，募资总额 1000 亿，此外还有 2000 亿的中小银行可转债等待批复，可见股市的资金面压力非常大。另外一个股市的压制因素就是新兴市场货币危机，美国加息周期下新兴市场货币仍然处于贬值周期，而新兴市场一旦出现危机，除了货币之外，首当其冲就是股市，这已经成为投资者的一种条件反射和下意识的行为，国内虽然金融市场开放程度不高，但投资者的羊群行为也使得 A 股面临着较大的不确定风险。

## （二）债市牛途漫长而曲折

三季度债市行情短期受阻。2018 年三季度，政治局会议定调政策转向（定下积极财政政策，“去杠杆”转向“稳杠杆”）之后，利率债供给压力较大，利率债行情由趋势性下行转为震荡。积极财政一方面制约经济下行空间，另一方面，8、9 月份地方债发行放量，这对于更多依赖配置盘的国债来说，压力陡增。最后三季度食品价格短期反弹，通胀预期抬升及社会融资增速小幅回升都是国债期货受阻的因素；从八月初的低点至今，10 年期国债和国开债收益率均调整了 20bp 左右。目前从盘面上看，10 年国债收益率基本在 3.55%-3.65% 的区间震荡，而 10 年国开债收益率则在 4.2%-4.3% 的区间震荡，多空博弈激烈，近期债市经历调整之后，略微失去方向。

经济下行压力较大，投资消费双双下滑，经济疲态已现。固定资产投资同比增速较去年明显下滑。其中，房地产投资维持高位，制造业投资小幅回升，基建投资受融资收紧影响大幅放缓。受居民买房大幅加杠杆影响，消费受到严重挤压，增速大幅走低。出口数据随着中美贸易战的激烈战争更加收到拖累，未来出口不确定因素较高。总体来看，经济动能趋弱，增长缺乏亮点，未来可能温和回落。

通胀上行趋势不改。目前 CPI 因猪瘟等食品因素的影响短暂冲高，未来仍有继续上行的动力，中美贸易战激化可能导致国内食品涨价。PPI 下半年一直下行整体低于上半年。环比在持续三个月负增长后，受上游工业品价格反弹而转正。今年国内大宗工业品全年可能维持宽幅震荡行情，原油价格仍然保持强劲，在去年高基数的影响下，后续 PPI 同比缺乏拉升动力，但回落空间也有限。

社融下行难改。银行表外转表内，风险度下降支撑债券走强。银行资产增速企稳回升并且个人按揭增加，高风险行业贷款下滑，风险偏好下滑；存款上升，债券发行分化，同业减小净利差略有改善，源于资产收益率提升幅度大于负债成本抬升幅度；表外理财继续压缩。业务回归本源，表外继续压缩，风险偏好下降。银行资产增速在年中企稳带来债券投资增速企稳。

货币政策边际转松延续：考虑到国内经济需要平稳降杠杆，货币政策边际转松，并且人民币短期贬值压力有限，宽信用传导未见明显起色，经济下行压力依然较大，适度宽松的货币政策仍将维持。预计央行会继续通过定向降准和 MLF 等方式补充流动性，货币政策维持稳健偏松基调。年前开始的宏观审慎政策已经产生了明显的效果，金融机构间同业杠杆下降，金融体系信用派生亦放缓，商业银行资产负债表规模增速与 M2 增速均在放缓，这有助于稳住宏观杠杆率，防止风险进一步积累。长期来看，去杠杆、防风险是大目标，当期避免经济过差和维持金融市场稳定是底线，在目标和底线之间，政策会继续在货币、财政、监管三个路径下影响实体经济、流动性节奏和结构。

预计四季度债市慢牛延续。投资继续下滑，消费受房地产挤出明显，通胀有上行因素，但空间不大；信贷扩张继续放缓，经济整体不容乐观，对中长期债市有一定支撑。资金利率已在三季度触底，四季度大概率维持不松不紧。因此短端利率下行空间有限，长端利率有滞涨担忧的困扰，如果四季度经济出现较大幅度的下滑或者通胀不及预期都能成为长端下行的催化因素。策略上做牛平策略要好于单纯博长端下行。

综上所述，我们认为，债市牛途漫长而曲折，虽然债市三季度受阻但展望四季度，债市行情未完，长期依然向好。策略上做牛平策略要好于单纯博长端下行。

## （三）商品做多逻辑仍在

三季度以来，国内大宗商品市场还是以涨为主。分大类来看，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，近期油价再创 2014 年以来新高，所以化工品种整体仍处于牛市之中；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，但其供给面仍然存在利好因素，全

球有色库存整体仍在下降，持续大跌空间有限；农产品与天气和贸易因素关系比较大，今年异常天气已经使得一些品种产量出现下降和价格大幅上涨，未来在国内临储库存下降和贸易战下还有进一步上涨空间；黑色品种方面，虽然近期回调幅度较大，但环保和限产预期之下牛市基础仍在。

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，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。

## 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  
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  
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

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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**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

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**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

**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

## 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。