



宏观刺激意愿不强，大宗商品缺乏进一步利多

摘要

国内宏观政策刺激意愿不强，不宜对短期结果抱有期待。在投资回报率持续下行和杠杆风险加大的情况下，货币政策对实体经济的刺激效果难言乐观，宽货币向宽信用的传导很不顺畅。而且新增社会融资规模同比仍存在较大缺口，所以总量上看货币宽松力度仍是较为谨慎的，且更多是为了解决流动性问题，而不是为了刺激，可能后期还有一定宽松空间，不过一旦力度过猛，有可能会扭转市场预期，使资金重新出现脱实向虚的趋势。目前来看，当局恰是采取了货币宽松+财政减税这种两种效果不明显且不可控的组合，某种程度上说明并不急于刺激短期经济增长，而是着眼于长期，对于经济结构调整的信心决心和决策定力仍在。

海外股市暴跌，全球宏观脆弱性逐渐显现。在贸易战风险下，欧洲经济复苏已明显受阻，在油价上涨和美元加息周期影响下，新兴市场国家的财政金融压力凸显，IMF在10月初发布的世界经济展望中将2018-2019年的全球增长率预测下调0.2个百分点至3.7%，这可能预示着全球金融市场对于未来宏观经济下行的预期和共识将逐渐形成，那么海外股市的风险是不言而喻的，也很可能对国际大宗商品尤其是工业品价格形成很强的压制作用，这在有色品种上面已经体现得很明显。

大宗商品牛市基础仍在，但缺乏进一步利多，也需考虑潜在风险。在供给面短期不会发生太大变化的情况下，需求预期成为至关重要的变量，而需求预期又与国际贸易政策和国内刺激意愿密切相关。如果未来美国放松贸易打压、中国做出一定让步，那么有色品种势必会迎来大幅反弹，农产品推涨因素减弱；如果国内采取更直接和短期的刺激政策，那么工业品势必将有更大幅度的上涨，但目前来看，这两种情况并未出现，甚至未来还可能出现需求增长下滑构成的意外打压，因此商品市场也缺乏更进一步的利好，存在一定的风险，就目前情况而言，不宜对涨幅和持续性抱有过高期待。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

宏观刺激意愿不强，大宗商品缺乏进一步利多

央行降准落地，财政部长再谈减税，意味着短期“宽货币，稳财政”的政策取向明显。国庆节最后一天，人民银行宣布从2018年10月15日起，下调部分金融机构存款准备金率1个百分点，降准所释放的部分资金除用于偿还10月15日到期的约4500亿元中期借贷便利(MLF)之外，还可再释放增量资金约7500亿元。

财政部长刘昆10月8日接受新华社采访时表示，除年初确定的全年减税降费1.1万亿元的政策措施外，又出台了促进实体经济发展、支持科技创新等的一系列措施，预计全年减税降费规模超过1.3万亿元。财政部长表示还在研究更大规模的减税、更加明显的降费措施。客观上讲，与过去两年每年5000亿左右的减税幅度相比，1.3万亿还是有不小幅度的增加。

实际上，在今年宏观经济下行压力加大的情况下，货币和财政到底谁应发挥主要作用一直是市场关注的焦点，7月份央行研究人员掀起的货币财政论战使得这一政策争论更加白热化。不过，尽管国务院常务会议几次提及稳基建和加快地方债发行，但从7月份中央政治局年中会议的正式表态来看，去杠杆防风险的政策大方向并没有变，而紧随政治局会议之后财政部长在《求是》上发表文章也明确表示“决不允许以新增隐性债务方式上新项目、铺新摊子”，“督促地方树立过紧日子的思想，通过盘活各类资金资产化解存量隐性债务，高负债地区要大力压减项目建设支出、‘三公’经费以及其他一般性支出”。这一系列动态意味着，财政刺激方案至少在短期内并不为决策者所认可，而10月初央行降准的落地也证实了短期内中央还是倾向于采取货币宽松政策。

之所以货币政策打头阵有以下几个原因：

一是自2016年底开始金融去杠杆已经持续将近两年时间，并取得了阶段性成果，在严监管压力下，金融机构想要违规变相加杠杆已不易。而财政方面，去年底PPP项目整顿和国有企业去杠杆才刚开始，地方政府去杠杆任务更加艰巨、涉及面更广且阻力重重，部分地区财政风险已不容小觑，而基建扩张势必会进一步推升地方政府杠杆，同时影响金融去杠杆的效果。所以，相对于财政刺激而言，货币宽松空间较大；

二是今年实体经济的下行与金融去杠杆所导致的社会融资规模收缩密不可分，而货币金融问题需要由货币手段对症下药加以解决。在当前融资环境紧张的情况下，基建投资扩张只会推升利率、挤出民企投融资，使民间融资问题雪上加霜，与当前降低融资成本的政策方向背道而驰。因此从政策逻辑的角度来看，显然货币宽松更为合理；

三是2016年以来我国贸易差额持续收窄，外汇占款一度出现大幅负增长，与之相伴的是货币调控方式发生了重大变化，以往以流动性回笼为主的操作方式变成以流动性释放为主。在当前扩大进口的既定政策和贸易战背景下，未来贸易差额可能会出现更大幅度的收缩，今年1-8月累计贸易差额为1936亿美元，同比下降了近700亿，而8月份外汇占款也是今年首次环比负增长，后面继续下滑的可能性也不低，因此货币政策有必要未雨绸缪以应对未来可能出现的流动性紧张；

四是从地方债务管理的角度来讲，经过近年的整顿，地方政府通过各种渠道

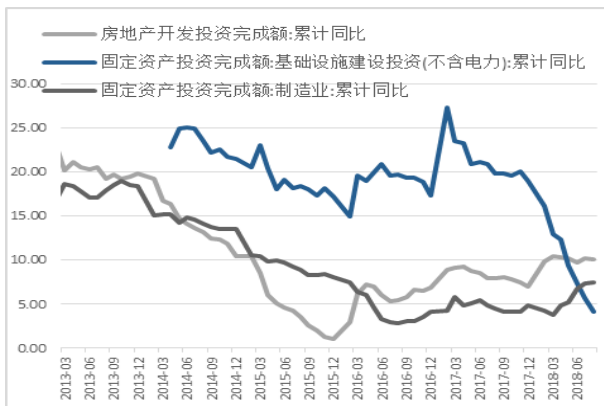
和名义变相举债的方式已经被逐渐封堵，因此地方政府举债已经越来越依赖于正规和透明的地方债发行方式。而从2017年开始，财政部已对各地的债务进行限额管理，需要每年年初由财政部制定预算草案确定当年财政债务限额计划，上报全国人大审批之后再确定各地新增债务限额指标，地方政府根据财政下达的限额指标按照本地区情况安排举债计划再报地方人大审批。因此，在财政预算的约束下，地方政府加杠杆的可控性、正规性和透明性在逐渐增加，而机动性则有所下降。所以在融资约束下，至少在短期内基建扩张的可能性和可行性不大。

宏观政策短期刺激意愿不强，因此我们也不宜对短期结果抱有期待。从货币和财政政策效果的区别来看，财政刺激基建托底经济的效果是最快最立竿见影的，但不良后果也不少，诸如加大杠杆、资源错配、挤出民间投资等等；财政减税的效果则更多取决于企业的自主经营行为和个人消费行为，短期效果并不明显且不可控，但长期而言可以改善社会财富在政府部门和私人部门之间的分配关系，有助于提振民间投资消费信心、增强经济增长活力；货币宽松可以改善流动性问题，但对于实体经济而言同样是不可控的。08年金融危机之后发达国家的长期超常规宽松政策未能真正刺激经济复苏，国内14-15年的持续降准降息也并未对投资增长起到相应的提振作用，在投资回报率持续下行和杠杆风险加大的情况下，货币政策对实体经济的刺激效果难言乐观，宽货币向宽信用的传导很不顺畅。而且相对于今年的融资缺口来说，1-8月累计新增社会融资规模为12.25万亿，同比缺口仍达1.9万亿，所以总量上看货币宽松力度仍是较为谨慎的，且更多是为了解决流动性问题，而不是为了刺激，可能后期还有一定宽松空间，不过一旦力度过猛，有可能会扭转市场预期，使资金重新出现脱实向虚的趋势。目前来看，当局恰是采取了货币宽松+财政减税这种两种效果不明显且不可控的组合，某种程度上说明并不急于刺激短期经济增长，而是着眼于长期，对于经济结构调整的信心决心和决策定力仍在。

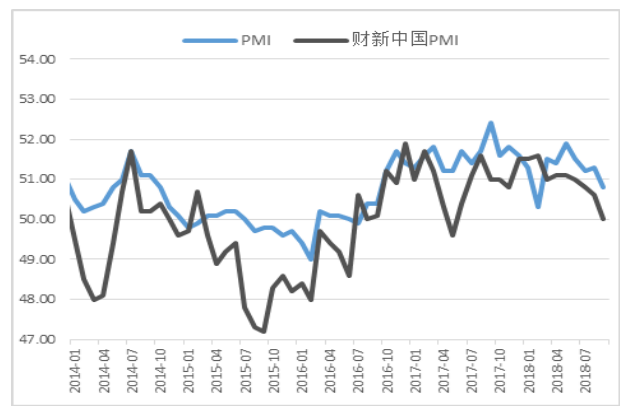
贸易战对制造业影响已经显现，房地产调控政策继续收紧，四季度投资增速可能继续下行。2018年1-8月，固定资产投资增速仅有5.3%，创下历史最低水平，主要原因是基建投资增速的持续大幅下滑，如果剔除基建的话，截至目前房地产和制造业投资表现仍然尚可，并不悲观。房地产投资增速有6个月维持在10%以上，是2015年以来的最高水平，而制造业投资也有较为明显的回暖迹象。然而，在近期地产调控升级和贸易战背景下，房地产和制造业投资的支撑有所减弱。9月份官方PMI和财新PMI均出现回落，财新PMI为50，仅位于荣枯分界线上，官方PMI为50.8，如果剔除春节扰动的话，同样是2017年以来的最低水平，尤其是新出口订单指数出现大幅下滑，说明贸易战的影响已经开始显现，这将对今年回暖的制造业投资产生影响。

图 1、固定资产投资增长情况

图 2、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

房地产方面，近期利空消息较多，但仍然需要具体分析。近两月商品房成交清淡与之前部分一二线城市公积金政策陆续收紧有很大关系，房屋销量下滑在压制房价的同时，也将影响开发商资金回笼，从而抑制开发投资；9月底广东省房协透露“正在酝酿逐步取消商品房预售制度，全面实施现房销售”消息，随后住建部澄清称只是要求一些省份研究是否实施现房销售制度。这一政策动态目前走势尚不明朗，不过对于开发商来说可能会加快开工进度以回笼资金；10月8日国常会提出对于商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策，代之以实物安置，这一政策对于抑制房价上涨作用是明显的，但对于开发投资则未必是利空。

2018年以来，在开发商资金日紧的情况下，房屋新开工面积增速仍在持续上升，主要原因一是开发商为了加快开工以获取银行贷款；二是尽快回笼资金。无论哪种原因都意味着地产投资周期似已进入尾声，且土地成交市场逐渐转冷，后期地产投资回落的可能性不低。但是从库存来看，商品房去库化尚未结束，房屋竣工面积持续下降，补库需求仍然存在，且近两年土地购置面积增速大幅上升，仍有大量土地待建，而降准又可能在一定程度上改善开发商资金状况。从这一角度来讲，房地产投资短期下行空间似乎也不大。所以整体而言，四季度投资增速有可能下滑，但也不是太悲观。

图 3、房地产开工情况

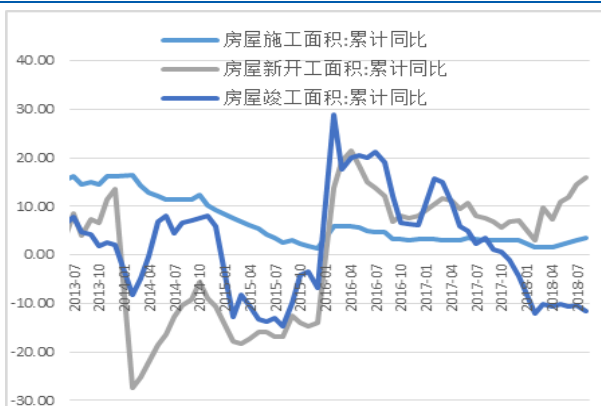
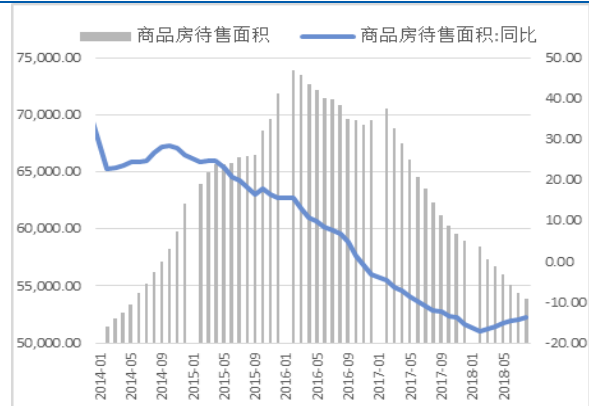


图 4、商品房库存情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

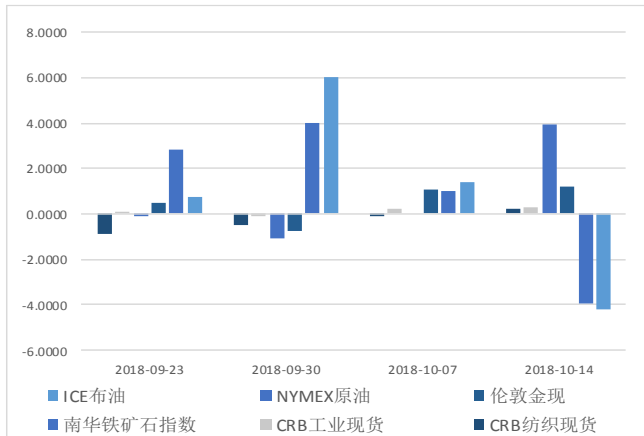
海外股市暴跌，全球宏观脆弱性逐渐显现。周三以来美股暴跌，看似突然，其实是多层次原因交织的结果。首先，美股暴跌与周三原油库存意外大幅增长有很大关系，我们之前报告多次指出2018年以来美国经济稳定增长与原油产业复苏密不可分，美国原油产量和出口量的持续增长拉动了相关工业品的生产和消费，尽管本周的原油库存数据存在一定的季节性，未必意味着油价的中长期拐点，但潜在风险也不低，而美国经济和金融市场对原油数据的敏感性也已很明显；其次，全球宏观复苏疲态已现，在贸易战风险下，欧洲经济复苏已明显受阻，在油价上涨和美元加息周期影响下，新兴市场国家的财政金融压力凸显，IMF在10月初发布的世界经济展望中将2018-2019年的全球增长率预测下调0.2个百分点至3.7%，这可能预示着全球金融市场对于未来宏观经济下行的预期和共识将逐渐形成，那么海外股市的风险是不言而喻的，也很可能对国际大宗商品尤其是工业品价格形成很强的压制作用，这在有色品种上面已经体现得很明显。

大宗商品牛市基础仍在，但缺乏进一步利多，也需考虑潜在风险。对于大宗商品而言，2016年以来的牛市周期与过去的牛市周期有明显不同，以往的牛市周期主要由需求因素所拉动，而此轮牛市周期更多是由供给因素主导，也因此需求疲弱和贸易战打压下，大宗商品整体还没有失去上涨的基础和预期。而在供给面短期不会发生太大变化的情况下，需求预期成为至关重要的变量，而需求预期又与国际贸易政策和国内刺激意愿密切相关。如果未来美国放松贸易打压、中国做出一定让步，那么有色品种势必会迎来大幅反弹，农产品推涨因素减弱；如果国内采取更直接和短期的刺激政策，那么工业品势必将有更大幅度的上涨，但目前来看，这两种情况并未出现，甚至未来还可能出现需求增长下滑构成的意外打压，因此商品市场也缺乏更进一步的利好，存在一定的风险，就目前情况而言，不宜对涨幅和持续性抱有过高期待。

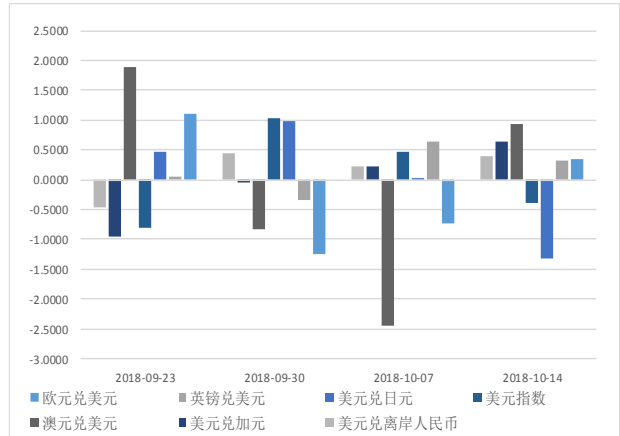
【本周全球大类资产表现】

2018年10月14日

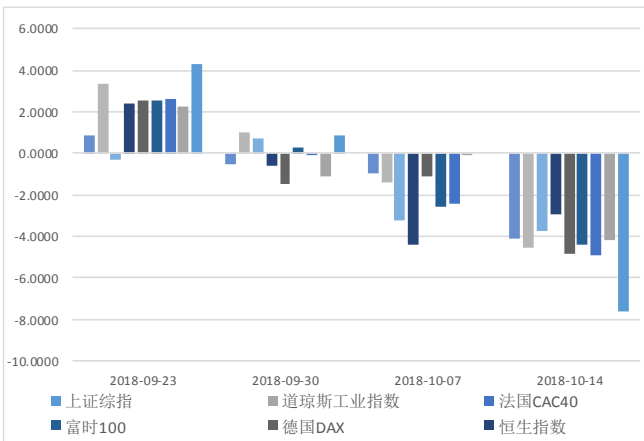
主要大宗商品涨跌幅



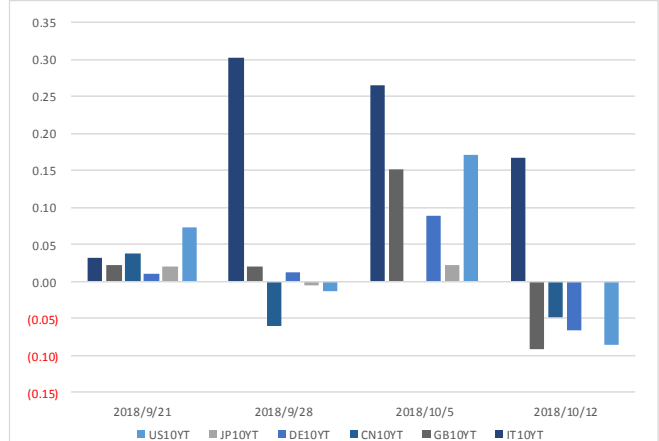
全球主要货币对涨跌幅



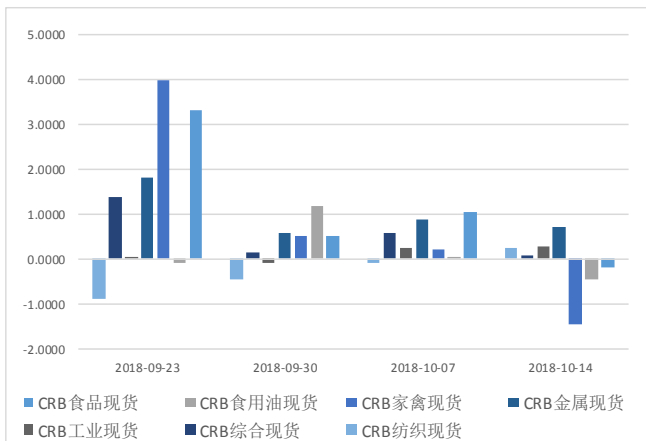
全球股指涨跌幅



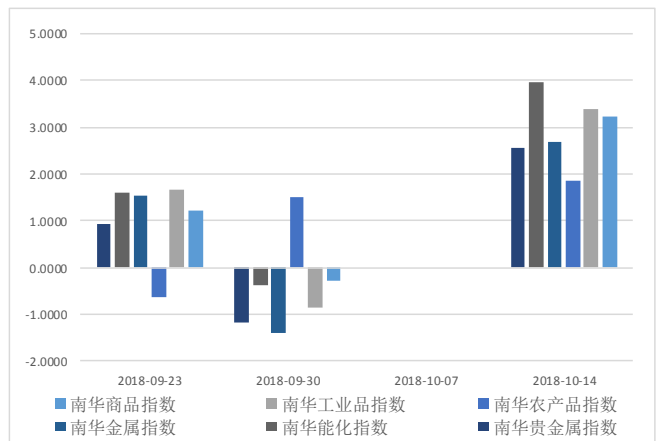
全球债市涨跌基点



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

汕头市龙湖区金沙路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