

国内经济开局良好，海外通胀大幅上升

摘要

尽管 12 月份工业利润增长和 1 月份 PMI 出现回落，但是进出口增速超预期，同时全国各地陆续公布的 2017 年投资计划振奋人心，表明一带一路投资或将全面启动。尽管央行全面提高了政策利率，但市场流动性仍较为宽松，A 股和商品市场涨声一片。

海外方面，近期海外宏观经济基本面变化不大，美国尽管四季度 GDP 增速低于预期，但是具体经济指标仍保持乐观态势，欧洲经济也在继续复苏，但受汇率贬值影响，通胀超预期增长，这符合我们的判断。货币政策方面，日本央行、英格兰银行和美联储近期的利率决议均保持不变，符合预期。

大类资产方面，全球债市涨跌不一，受避险情绪回落的影响，本周全球股市和大宗商品均以涨为主，并出现了黄金和美元同涨的情况，这主要是受近期海外通胀大幅上升从而压低实际利率的影响。我们认为，未来黄金上涨的空间仍然存在，但大幅上涨的可能性较低。

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-63151317-855

国内经济开局良好，海外通胀大幅上升

一、重要经济数据

本周及上周公布了 2016 年工业利润、2017 年 1 月份 PMI 指数、进出口等重要经济数据。2016 年工业企业利润累计增长 8.5%，与上年下降 2.3% 的情况相比有很大程度的改善，但 12 月份国内规模以上工业企业利润增速出现大幅回落，同比仅增长 2.3%，比上月回落 12.2 个百分点。12 月份利润增速下滑主要有两方面的原因，一是临近春节工业生产活动放缓，12 月份全国钢厂的开工率大幅下滑；二是近期原材料价格高企压缩中下游企业利润空间，尤其是价格管制的公用事业企业利润下滑十分明显。

2016 年工业企业包括利润、经营效益和财务方面均有不同程度的改善，尤其制造业利润增速和利润率提高、杠杆率下降是一个较为乐观的因素，但工业企业整体的债务风险和杠杆率过高的问题仍然存在，与此同时还出现了一些新问题，比如私营企业利润率下滑，国有企业杠杆率仍在上升，上游价格高涨向中下游成本的传导效应已经显现，目前制造业利润的改善幅度非常有限，未来原材料价格的高企将对制造业利润空间造成明显挤压，预计未来工业企业利润增速大概率会继续回落。

2017 年 1 月份，官方 PMI 录得 51.3%，环比下降 0.1 个百分点，财新 PMI 录得 51.9%，环比下降 0.9 个百分点。分企业类型来看，大小型企业 PMI 继续回落，中型企业 PMI 有所回升；分项指标来看，除生产、新订单、原材料购进价格和配送时间 PMI 环比出现下降之外，其他指标仍在上升，反映了制造业活动仍在扩张。1 月份 PMI 回落主要是原材料购进价格指数大幅下降了 5.1 个百分点，由于近期国内工业品价格的调整以及人民币升值，企业的原材料成本上涨势头放缓。考虑到 2016 年 PMI 的上行与原材料价格有莫大关系，目前原材料购进价格 PMI 仍处于 2010 年以来的最高水平，未来其走势将继续对 PMI 产生主要影响。

2017 年 1 月份，国内进出口总值为 3141.66 亿美元，同比增长 11.4%，其中出口金额为 1827.57 亿美元，同比增长 7.9%，增速创 2015 年 2 月份以来新高，进口金额为 1314.09 亿美元，同比增长 16.7%，增速创 2013 年 1 月份以来新高。1 月份进出口超预期增长是多方面因素叠加的结果，首先是海外经济有所复苏；第二，进出口超预期与去年基数低密切相关；除了基数低的原因之外，商品价格的大幅上涨也是进出口超预期的原因之一。如果剔除基数和价格因素，进出口的增长大概接近于 2014 年的情况。

分类来看，1 月份进口大幅增长主要是铁矿石和原油进口超预期增长所拉动，而汽车和初级形塑的进口增速均没有超过去年的最高水平，其他大宗商品如钢材和铜材等也没有大幅增长，这反映了国内工业生产出现阶段性的放缓，对于 2017 年的房地产投资和汽车生产增速也不宜抱过于乐观的态度。而且考虑到目前国内铁矿石港口库存如此之高（目前已创历史新高），我们估计铁矿石进口高增长是难以持续的。总体而言，1、2 季度的出口可能还有一定的增长空间，但进口增速的大幅增长难以持续。

图 1、工业企业利润增长情况

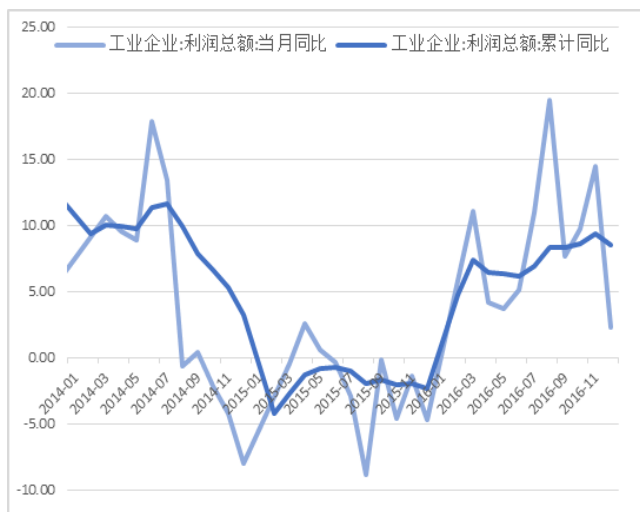


图 2、PMI 走势

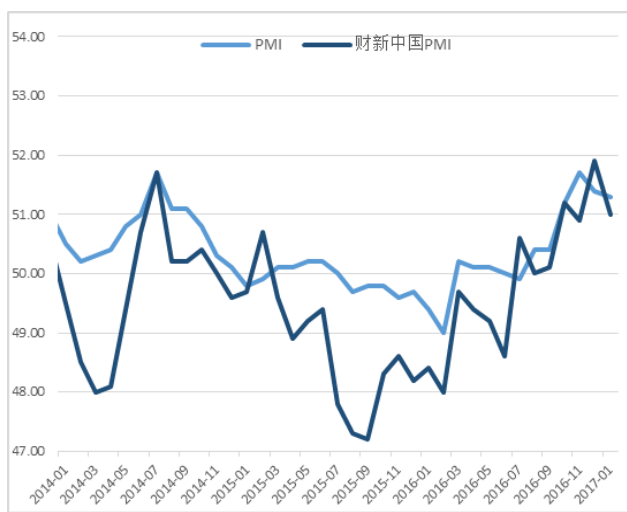


图 3、中国进出口金额当月值情况（亿美元）

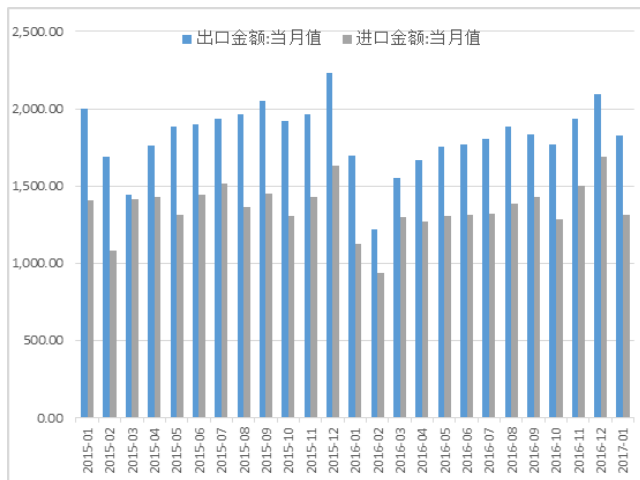
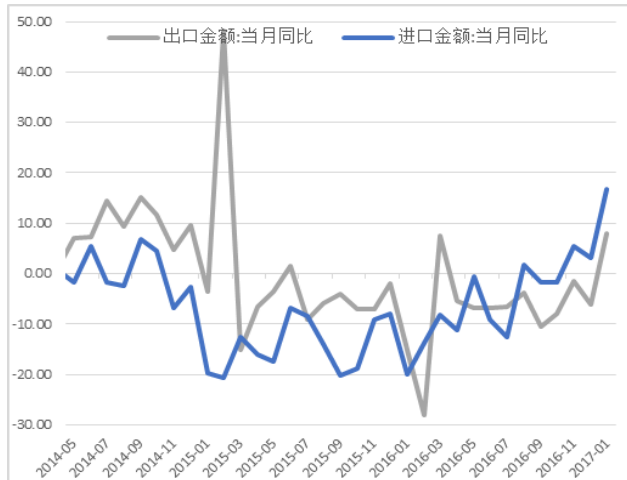


图 4、进出口金额同比增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、实体经济运行情况

开年之后，猪肉和蔬菜价格大幅回落，工业运行回暖的情况非常明显，6 大发电集团日均耗煤量大幅回升，河北和全国钢厂的高炉开工率逐步上行。工业品方面，春节后焦煤焦炭和铁矿石价格均出现小幅下降，动力煤价格基本与年前持平，螺纹钢与铁矿石开始抬价。库存方面没有太大变化，焦煤、铁矿石和螺纹钢社会库存均在继续上升，港口焦炭库存持续下滑，但钢厂焦炭库存保持在较高水平。目前来看，黑色品种节后的供给和需求变化趋势尚不明朗，供给方面，考虑到目前库存处于较高水平，估计环保和去产能因素在短期内对价格的提振是比较有限的。需求方面，目前下游的螺纹钢社会库存已非常高，但钢厂钢材库存处于较低水平，全国盈利钢厂比例处于较高水平，钢厂高炉开工率逐渐抬升，说明厂商和贸易商对后市态度较为乐观。以此情况来看，短期内需求的变化将成为左右

价格的主导力量，假如节后的钢材需求不及预期，则价格可能出现大幅下挫，假如需求热情较高，那么价格仍可能上涨。

图 5、6 大发电集团日均耗煤情况

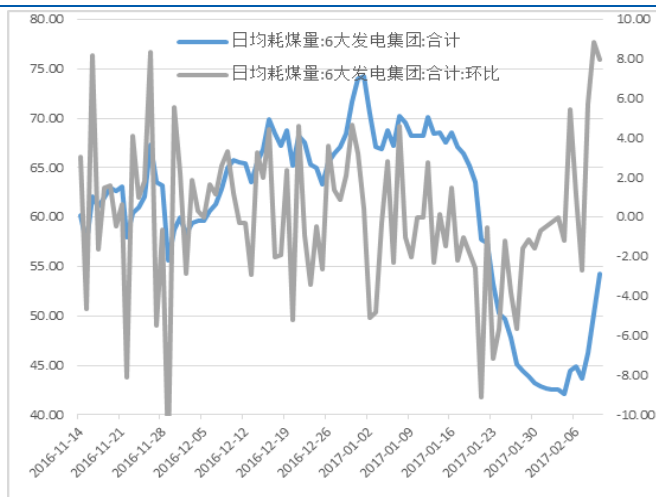


图 6、全国钢厂开工率情况

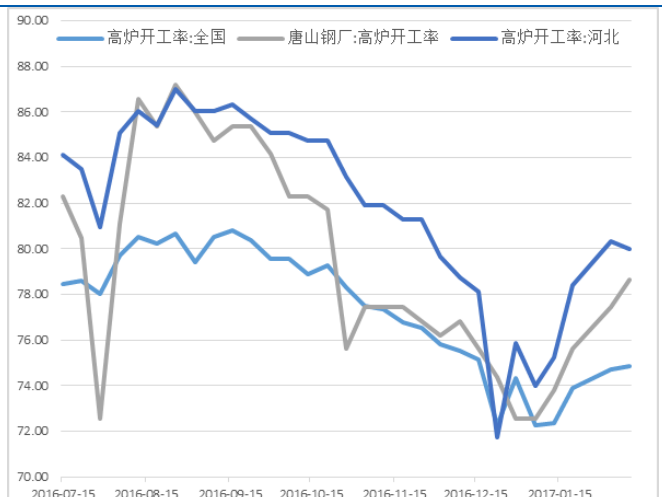


图 7、猪肉价格回落

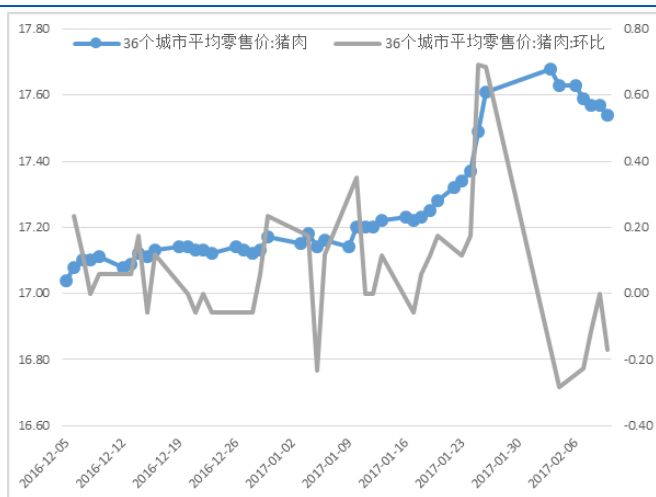
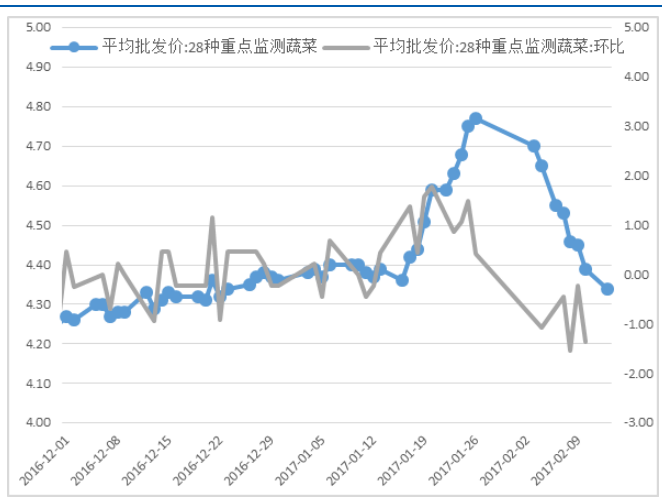


图 8、蔬菜价格大幅回落



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、金融市场运行情况

尽管节后央行全方位提高了政策利率，并且连续一周没有进行公开市场资金投放，但是市场流动性仍然较为宽松，由于近期进出口数据和各省份的投资计划超预期，股市和商品市场均呈现较为活跃的情况。目前利率中枢将逐渐走高的争议不大，但市场的流动性实际上并没有收紧，2016年外汇占款的下滑压力也有所减轻，而且公开市场投放力度与上年同期相比更大，这是央行对于既要去杠杆防风险、又要保持稳中求进大局目标的折中做法。所以尽管我们看空债市（因为利率抬升直接左右债券定价），但并不认为其他资产都将下跌。首先楼市上涨早已是强弩之末，我们最快在一季度就可以看到商品房价格环比的全面下跌，但股票和期货市场受基本面的影响会更大，目前股市的杠杆率和风险较低，大幅下跌的可

能性不高，而工业品期货价格仍然将受去产能预期的影响。

四、海外经济一周观察

近期海外宏观经济基本面变化不大，美国尽管四季度 GDP 增速低于预期，但是具体经济指标仍保持乐观态势，欧洲经济也在继续复苏，但受汇率贬值影响，通胀超预期增长，这符合我们的判断。货币政策方面，日本央行、英格兰银行和美联储近期的利率决议均保持不变，符合预期。

具体来看，美国方面，四季度 GDP 环比增长 1.9%，大幅低于预期，从消费和投资增长以及贸易情况来看，四季度均有所改善，制造业 PMI 和工厂订单均处于扩张的态势，但 GDP 环比却比三季度还低了 1 个百分点，这可能与三季度数据水分较多有一定关系。

12 月份，美国个人收入环比增长 0.3%，低于预期，个人消费支出环比增长 0.5%，符合预期，成屋销售指数环比增长 1.6%，高于预期；12 月份工厂订单环比增长 1.3%，超预期，12 月耐用品订单环比下降 0.4%，低于预期。

1 月份，美国谘商会消费者信心指数录得 111.8，低于预期，密歇根大学消费者信心指数录得 98.5，创 2004 年 1 月份以来新高；1 月份 ISM 制造业指数为 56%，继续扩张，但非制造业指数低于预期；就业方面，1 月份 ADP 和非农就业人数均超预期；贸易方面，美国 12 月出口金额环比增速创 2011 年 3 月份以来新高。

欧洲方面，四季度欧元区 GDP 环比增长 0.5%，同比增长 1.8%，分别比上季度上升 0.2 和 0.1 个百分点；12 月失业率下降 0.2 个百分点至 9.6%；1 月份欧元区 and 法国制造业 PMI 继续扩张，德国和英国略有回落；1 月份欧元区 CPI 同比大幅增长 1.8%，创 2013 年 2 月份以来新高。德国方面，1 月份 CPI 同比 1.9%，已创 2013 年 7 月份以来新高，环比下降 0.6%；12 月工厂订单环比增长 5.2%，工业产出环比下降 3%。英国方面，四季度 GDP 环比增长 0.6%，同比增长 2.2%，超过预期。目前除了汇率贬值之外，政治和经贸前景的不确定性并未对欧洲经济产生实质性影响，欧洲经济在持续复苏，但是经济预期和投资信心仍较为悲观。

图 9、美国 GDP 环比增长情况



图 10、美国 PMI 走势

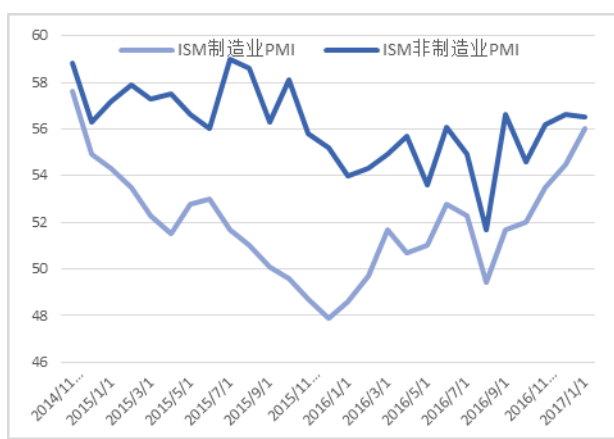
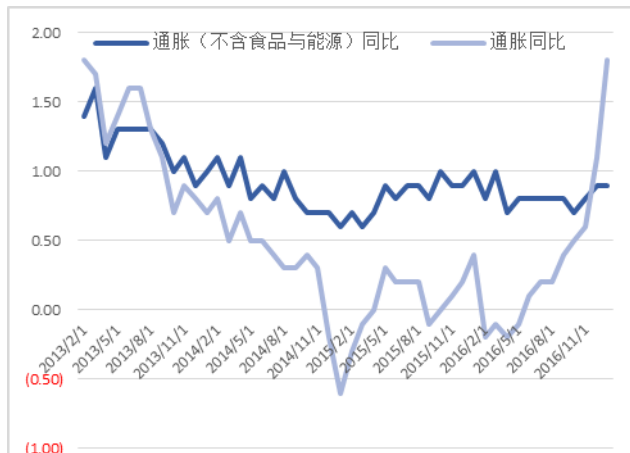
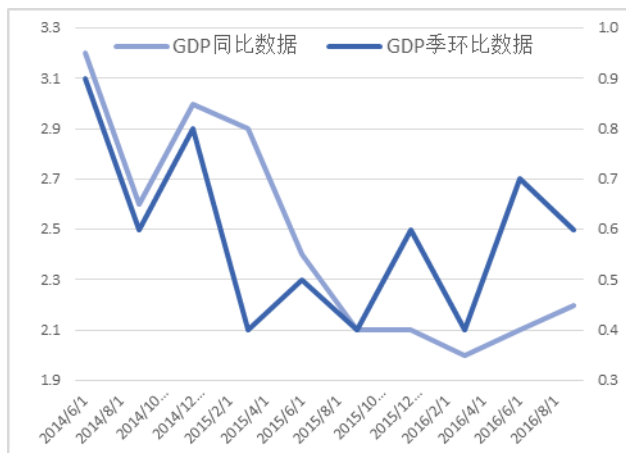


图 11、英国 GDP 增长情况

图 12、欧元区通胀走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

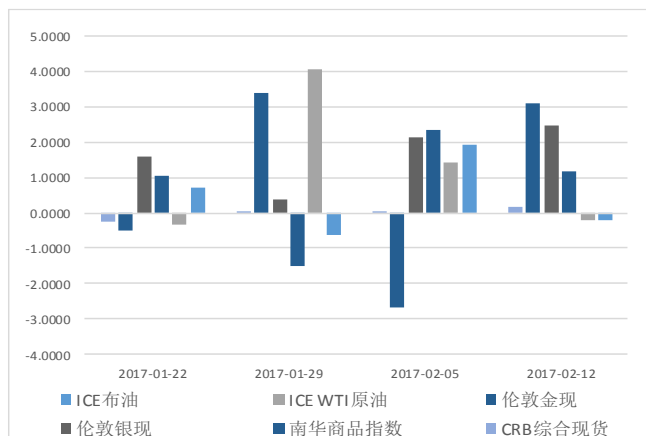
五、海内外大类资产一周表现

本周全球债市涨跌不一，美国、德国和英国 10 年期国债收益率继续下行，但中国债市仍维持跌势。受避险情绪回落的影响，本周全球股市和大宗商品均以涨为主，并出现了黄金和美元同涨的情况，这主要是受近期海外通胀大幅上升从而压低实际利率的影响。我们认为，未来黄金上涨的空间仍然存在，但大幅上涨的可能性较低。2016 年初黄金的上涨主要是由于欧日两国的负利率政策，导致各国国债利率大幅下行，目前这一政策面临转向，债券利率的上行将对黄金价格构成主要抑制因素。除非未来通胀大幅上升到足以压低实际利率，但考虑到全球经济复苏仍然较为疲弱，我们估计通胀上升的持续时间不会很长。另外，避险因素驱动的黄金涨势往往难以维持很长时间，所以我们认为 2017 年上半年黄金的涨幅是比较有限的，不排除大幅下跌的可能性。

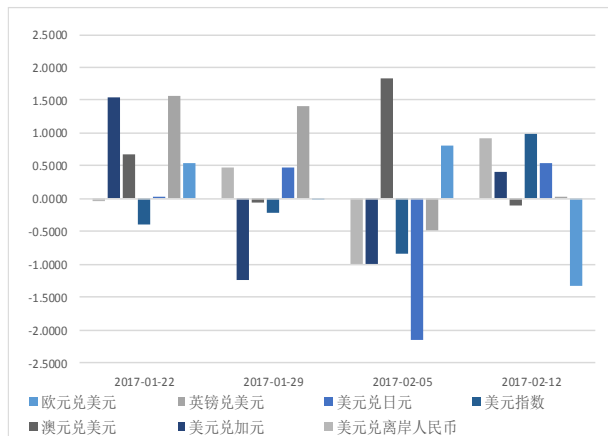
【本周全球大类资产表现】

2017年2月11日

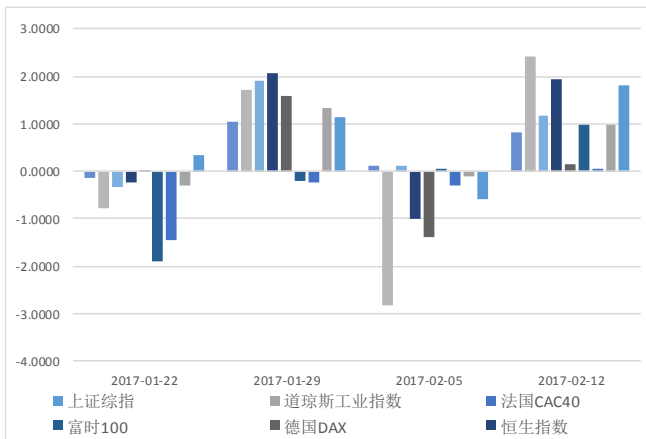
主要大宗商品涨跌幅



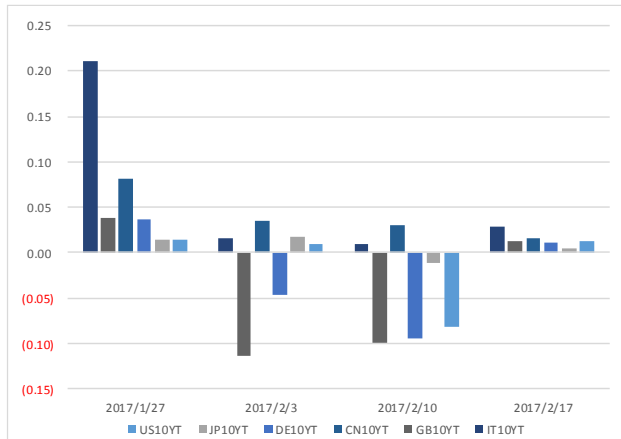
全球主要货币对涨跌幅



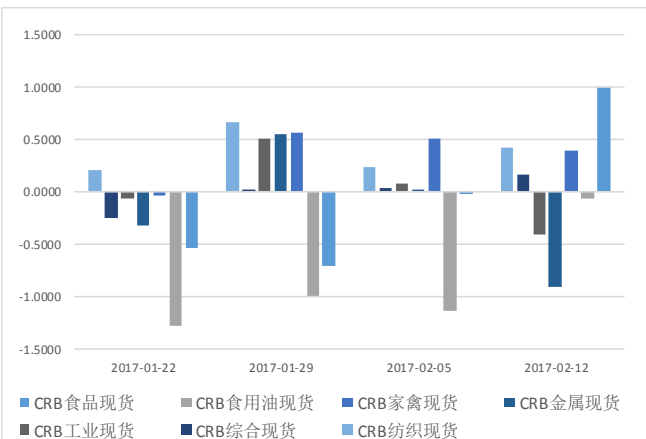
全球股指涨跌幅



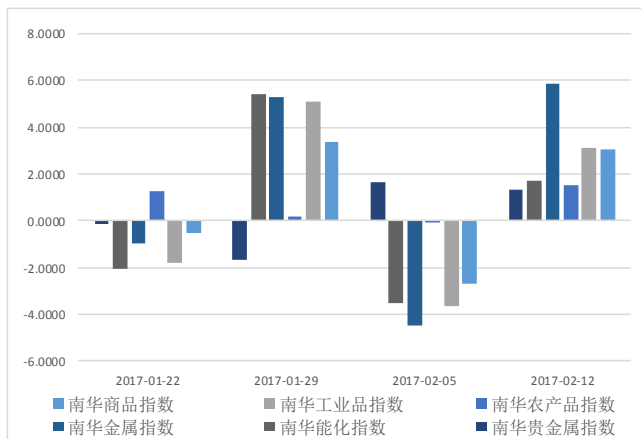
全球债市涨跌基点



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: 0577-89971820

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: 0931-8805310

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 201、801、804、811 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 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

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

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

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 2501 室
电话：0351-2118001

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

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

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

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 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

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

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