



扭曲的经济周期与狂奔的大宗商品

摘要

此轮商品上涨周期与 GDP 和库存周期出现了较大幅度的背离，表现为仅仅 8% 的投资增速竟导致了 50% 的价格暴涨，而价格的暴涨也没有带动企业补库存和产出的上行。以往的经济复苏周期都是一个补库存和加杠杆的过程，但我们现在仍然处于去产能、去库存和去杠杆的供给侧改革阶段中，同时还叠加了环保要求的不定时停产政策，而经济复苏和三去政策本身就是矛盾的概念、对立的事实，在这种矛盾和对立中，只要需求出现超预期的上升导致供需的错配，就会出现商品价格的暴涨，2016 年商品的暴涨就是这种矛盾和对立的体现。

除非去产能政策出现妥协或者存在一面去产能一面允许部分企业产量上升的情况，否则在去产能政策坚决推行的情况下，政策当局要么是忍受原料价格的大幅上涨，要么是把投资需求降下来并忍受更低水平的经济增长，直至经济结构回到一个比较健康的状态。目前从 2017 年的政府工作计划来看，应该是倾向于后一种，那么随着开年之后的需求火热情况逐渐冷却之后，商品价格可能在二季度见顶。即使政策当局没有主动把需求降下来，原材料价格的暴涨可能会持续更长时间，但也会大幅压缩下游行业的利润空间，一方面通胀上行，另一方面投资需求下降，导致经济出现一种滞胀的情况，如果届时还出现国际商品价格大涨和人民币汇率大幅下跌的情况的话，货币政策会变得无路可退，那么商品价格最后会以一种更激烈的暴跌方式收场。

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

扭曲的经济周期与狂奔的大宗商品

一、2017年内需判断：投资保守偏乐观、信贷结构改善

2017年全国和地方的经济增长目标已经全部公布了，全国方面，中央《政府工作报告》的目标是GDP增长6.5%，CPI增长3%，就业增长1100万，失业率4.5%以内，财政赤字率3%，M2和社融增速都是12%，与2016年的目标相比，GDP增速预期略为下调(2016年6.5%-7%)，M2和社融增速下调1个百分点(2016年为13%)，就业目标增加了100万，除此之外其他目标均无变化，尤其是从财政赤字率和货币供应目标来看，2017年仍然是一个较为稳健或者略紧的态度，目前来看中央政府并没有大扩张或者大放水的意愿，也不愿给予市场这样的幻想和预期。

从全国各地的政府工作报告来看，与2016年目标对比，提高GDP增速目标的省份一共有5个，下调GDP目标的省份有6个，目标持平的省份有20个，增减省份大致平衡；投资目标方面，除了7个未披露的省份外，有3个省份上调了投资目标，分别是辽宁、安徽和新疆，其中新疆上调幅度高达38个百分点，另外，有10个省份目标与2016年持平，有11个省份下调了投资增速目标。考虑到投资目标完成率较低的情况，2017年各地区投资目标应该认为整体是下调的。不过从各省的角度来看，2017年的投资可能会比2016年更高，原因在于2016年辽宁的数据异常导致整体的投资有一定低估(2016年辽宁固定资产投资增速大幅下降63.5%)，另一方面新疆投资增长50%，将拉动全国投资增速近1个百分点。除此之外，去年四季度以来PPP项目的加速落地将对持续下滑的民间投资构成拉动或托底的作用。

表1、2016和2017年政府工作目标对比

	GDP	CPI	财政赤字率	M2	社融	失业率	就业增长
2016年	6.5%-7%	3%	3%	13%	13%	4.5%以内	1000万
2017年	6.50%	3%	3%	12%↓	12%↓	4.5%以内	1100万↑

信贷结构将有明显改善。从总量上看，2017年M2和社融规模增速目标是下调的，但是结构会有较大程度的改善。一是居民和企业信贷结构将有所改善。由于2015年底以来房价的不断飙升和政策当局下调房贷首付和鼓励住房贷款，2016年全年居民部门新增贷款累计值占新增信贷比例大幅升至50%，而2015年这个比例仅仅才33%，非金融企业信贷占比下降至48%，这分别都是有史以来的最高值和最低值(图1)。考虑到16年四季度以来房地产调控和各地陆续上调首付比例和房贷利率，同时房价上涨周期已经结束，预计2017年居民信贷占比将下降，那么企业信贷规模将会上升。

二是资金进入了脱虚向实的周期。从2015年下半年到2016年，资金面处于一个大规模脱实向虚的局面，M1同比大幅攀升，M1-M2剪刀差达到了历史最高的13.9%，企业中长期信贷大幅下滑。但目前这一情况在逐渐改善，M1-M2剪刀差进入下行周期(图2)，与此相对应的是17年1月份企业中长期信贷创历史新高，

资金脱虚向实的趋势明显。所以我们判断 2017 年是企业信贷改善和投资上行的一年。

另一个是实际利率的下行，尽管去年四季度央行提高了政策利率，贷款平均加权利率也随之上行，但仍处于近两年的较低水平，而且随着通胀的上升，实际利率有所下行，这将对民间投资构成刺激作用。当然未来的走势也取决于央行后期的动作，近期央行副行长易纲表示，利率还是要考虑国内的经济和物价的情况，暂时没有加息或者降准的必要。目前随着外汇占款降幅的收窄和央行货币调控灵活性的增加，去年 12 月基础货币结束了 2015 年以来增速持续下滑的局面并开始出现正增长，所以市场流动性仍然是比较宽松的，我们预计在通胀没有出现超预期上行的情况下，央行持续上调利率的可能性也不大。

图 1、居民和企业信贷占比情况

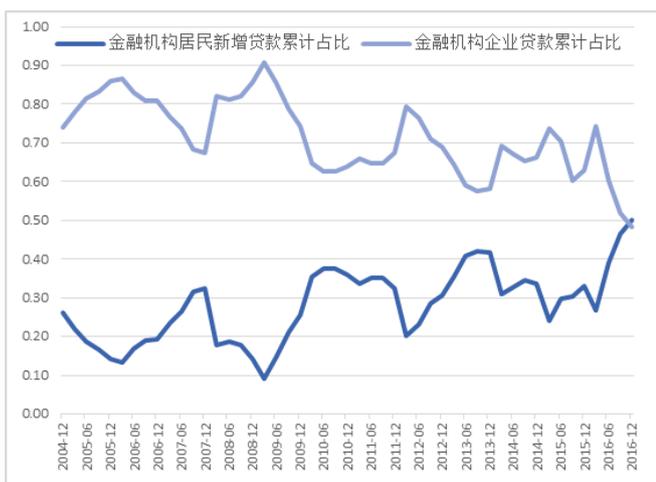
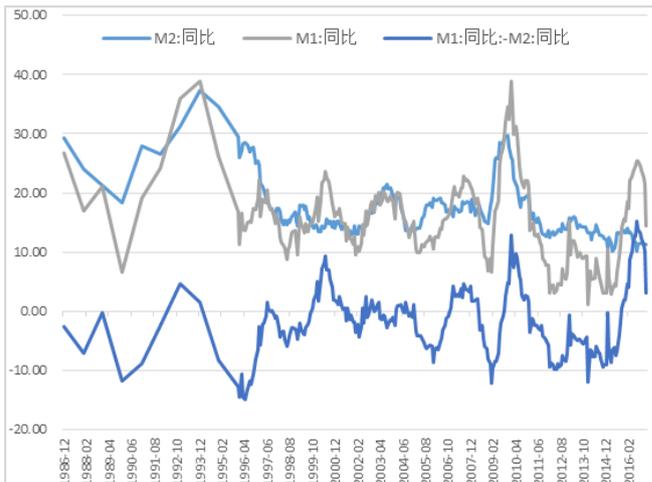


图 2、M1-M2 剪刀差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、外需判断：进入上行周期

目前有不少分析师判断 2017 年将是中国出口和贸易改善的大年，支持这一观点的论据还是比较充分的。国内出口贸易高度依赖于发达国家的经济周期，之所以 2010 年以来进出口增长持续下滑，正是因为欧美处于金融危机后的持续衰退过程中。而目前除了日本之外，欧美经济的复苏是比较明显的，欧元区 and 美国的通胀均在超预期走高，欧元区通胀回到了 2013 年的水平，美国的通胀已经回到了 2012 年的水平，英国的情况目前也还是比较乐观，各国 PMI 指数在连续走高，美国的失业率和消费者信心指数已经回到了金融危机以前的水平。当然反对方的观点也有不少，包括欧洲的政治风险问题、特朗普经济政策的不确定性以及贸易壁垒的问题，不过目前来看还是外需改善的数据支撑更强一些。而且 2016 年国内出口大幅下降 7.7%，是 2009 年以来的最大降幅，所以 2017 年出口改善的空间还是比较大的。与此同时，一带一路投资开始发力也是出口改善的一个重要方面，这点我们从今年 PMI 的大企业出口订单指数大幅上升可见一斑。

我们认为外部影响还需要关注的另一个主要问题，是需求冲击更多一些，还

是成本冲击更多一些？我们倾向于前者，认为外需改善的正面效果会多一些。因为目前石油价格相对来说还是处于低位，只有2014年以前价格一半的水平；另一个是汇率方面，美联储的加息进度仍然是较慢的，但通胀在超预期上升，反而导致实际利率下行，所以美元上行乏力，人民币贬值压力略为缓解，输入性通胀压力有所减轻，这给了国内货币政策一个喘息的空间，使得国内流动性有望保持稳定。

三、库存周期与商品价格涨跌的客观规律

库存周期分为四个阶段，首先是被动去库存阶段，此时经济边际回暖，需求有所起色，企业库存随着销售增加而被动减少，商品价格开始上涨；其次是主动补库存阶段，需求大幅上升，经济呈现一片繁荣景象，企业家变得乐观，开始主动增加产出和库存，商品价格全面上涨；第三是被动补库存阶段，经济边际转差，需求开始下滑，由于销量下降，企业的库存也出现被动的增加，此时商品价格触顶下跌；第四是主动去库存阶段，此时需求大幅下滑，经济出现萧条景象，企业家变得悲观，开始主动降低库存，商品价格全面下跌。库存周期与大宗商品涨跌背后的经济逻辑其实就是商品的供需关系不断在失衡和平衡之间来回运动的过程，商品价格上涨往往伴随着库存的增加，直到供需关系达到平衡并走向反面的失衡时，商品价格才会见顶回落，所以库存和商品价格往往是一个正相关关系。

我们将南华综合商品指数和其他几组经济周期数据对比可以发现，南华指数与铁路货运量增速的相关性最强，GDP和产成品库存增速次之，固定资产和房地产投资再次之，与M1-M2剪刀差的关系也表现为明显的滞后性，与M2和信贷增速关系不是很明显，但可以看到商品指数相对于信贷增速来说也有一定的滞后性，不过2015年以来这种关系非常弱（图3-8）。

由于铁路货运量非常直接地反映了商品需求，所以南华指数与其高度相关不难理解，但是2016年以来南华指数与GDP和库存周期出现了较大幅度的偏离，表现为仅仅8%的投资增速竟然导致了50%的价格暴涨，而价格的暴涨并没有带动企业补库存和产出的上行，这与三去政策有较大关系。2016年采矿业投资同比下滑20.4%，比上年降幅扩大12个百分点，制造业投资增长4.2%，比上年增速也下降了4个百分点，这说明虽然16年原材料价格上涨了，但上游行业由于政策的严格调控并没有进行扩产和大规模补库存，虽然钢材产量上升了，但是煤炭和铁矿石的产量是下降的，与此同时，下游行业对后市也并不看好，所以下游产品的投资和库存也没有大幅增加，表现为全年工业产成品库存增长比较低，所以原料需求缺口有很大一部分通过进口来解决，原煤进口累计增速是2013年以来最高，原油和钢材进口增速是2008年以来最高，合成橡胶、聚酯切片和树脂等制造业原料进口增速均创多年新高，所以铁路货运量与商品指数依然表现出很强的相关性。

但是目前情况已经发生了变化，2016年底以来补库存力度超预期，2016年1-11月工业产成品库存累计增速才0.5%，但12月已经迅速升至3.2%，这说明中下游行业开始对后期价格的上涨有所期待了。另外，我们从铁路货运量的持续攀升，挖掘机和重型卡车的火爆销售、去年底开始发力的信贷、PPP和发改委项目审批加速的情况来看，需求的好转是非常明显的，我们预计今年1-2月的投资增速会大幅超预期，随着需求数据的逐渐验证，商品价格指数还会逐渐往上走。

四、扭曲的经济周期与狂奔的大宗商品价格

上文谈到商品价格与GDP和库存周期的背离，意在说明此轮补库存周期的异常性，以往的经济复苏周期都是一个补库存和加杠杆的过程，但问题在于我们现在仍然处于去产能、去库存和去杠杆的供给侧改革阶段中，同时还叠加了环保要求的不定时停产政策，而经济复苏和三去政策本身就是矛盾的概念、对立的事实，在这种矛盾和对立中，只要需求出现超预期的上升导致供需的错配，就会出现商品价格的暴涨，2016年商品的暴涨就是这种矛盾和对立的体现。

从当局的角度来讲，通过去产能政策促使产能过剩行业在国民经济中的比重下降，减少其对于经济资源的低效占用和银行的不良贷款，这是产业调控政策的正常思路。但是从市场经济规律的角度来讲，所谓的产能过剩企业应该在上一轮的经济衰退周期中就已经死掉大部分了，新一轮经济复苏至少在初期是不会导致价格暴涨的，因为温和的需求上升和价格上涨会使企业利润和产量上升，供需不会出现大幅失衡，原料价格会平稳上升，下游行业会有较大的投资和盈利空间，整个经济会健康地复苏。

然而我们现在看到的情况是，经济体中仍存在着体量庞大的产能过剩企业，这部分过剩产能必须依靠行政力量来解决，除非去产能政策出现妥协或者存在一面去产能一面允许部分企业产量上升的情况，否则在去产能政策坚决推行的情况下，政策当局要么是忍受原料价格的大幅上涨，要么是把投资需求降下来并忍受更低水平的经济增长，直至经济结构回到一个比较健康的状态。目前从2017年的政府工作计划来看，应该是倾向于后一种，那么随着开年之后的需求火热情况逐渐冷却之后，商品价格可能在二季度见顶。即使政策当局没有主动把需求将下来，原材料价格的暴涨可能会持续更长时间，但也会大幅压缩下游行业的利润空间，一方面通胀上行，另一方面投资需求下降，导致经济出现一种类滞胀的情况，如果届时还出现国际商品价格大涨和人民币汇率大幅下跌的情况的话，货币政策会变得无路可退，那么商品价格最后会以一种更激烈的暴跌方式收场。

图3、南华综合指数与铁路货运量对比



图5、南华综合指数与GDP增速对比

图4、南华综合指数与库存周期对比



图6、南华综合指数与投资增速对比



图7、南华综合指数与M1-M2剪刀差对比

图8、南华综合指数与M2和信贷增速对比

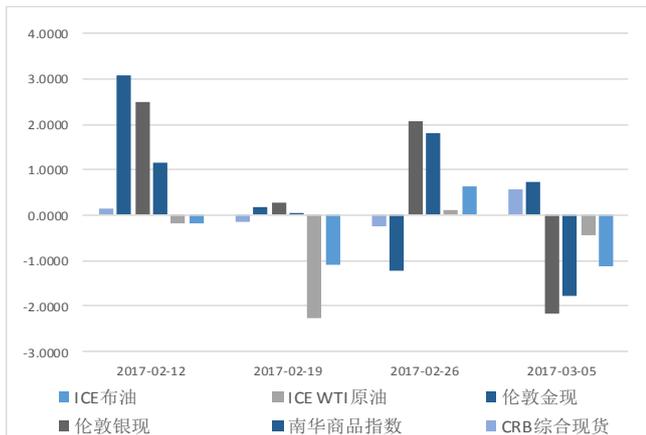


资料来源：WIND 资讯 南华研究

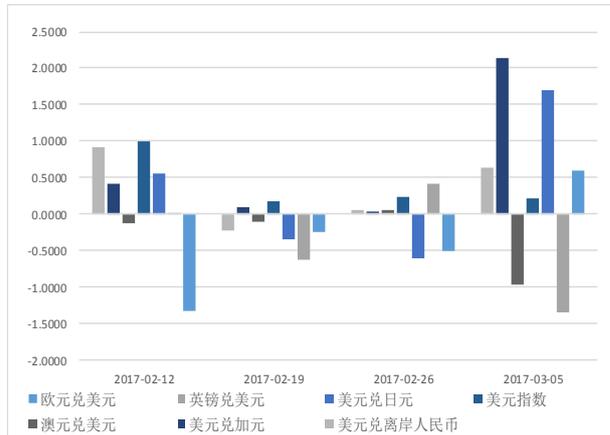
【本周全球大类资产表现】

2017年3月4日

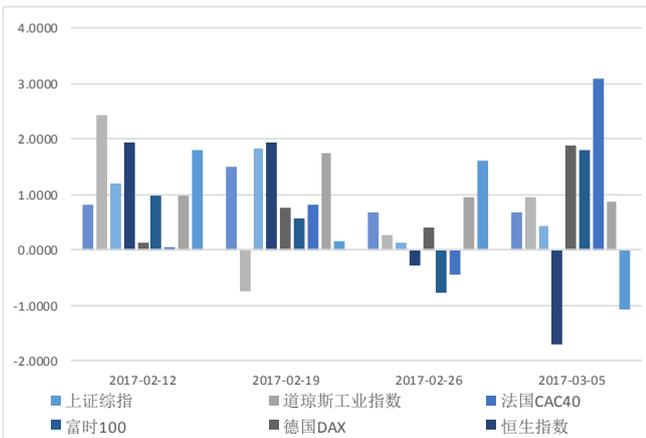
主要大宗商品涨跌幅



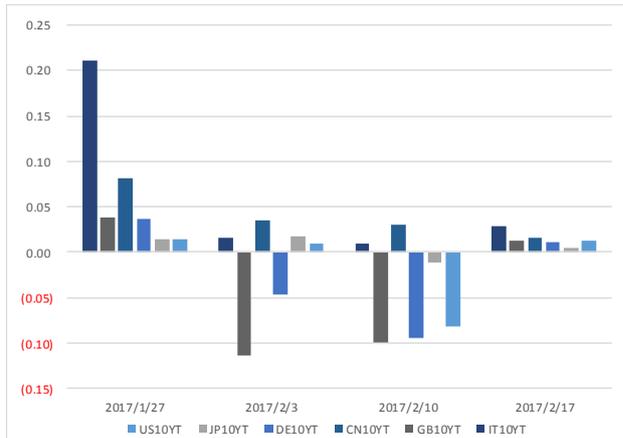
全球主要货币对涨跌幅



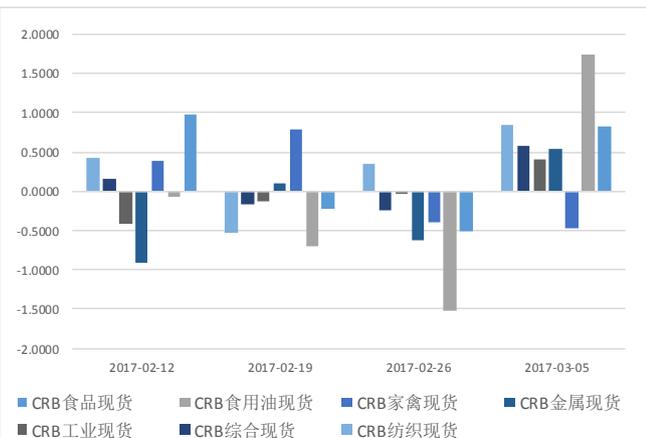
全球股指涨跌幅



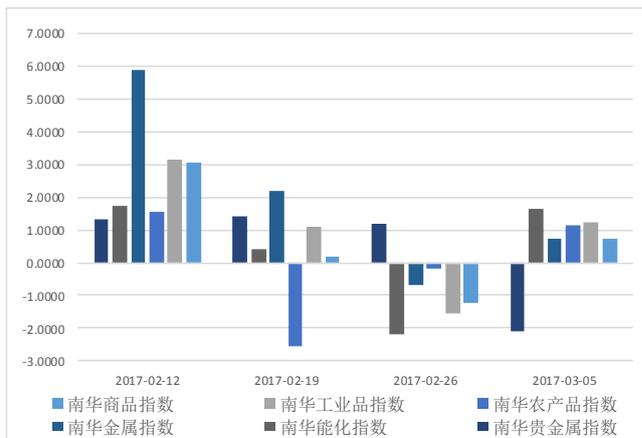
全球债市涨跌基点



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

广州市天河区天河北路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