

宏观增长与微观预期之间的差距

摘要

对于宏观数据和市场表现之间的差距，我们认为主要还是一个预期问题，市场预期急不可耐，实际增长慢条斯理，市场想要轰轰烈烈，实际增长只能细水长流，这是主要的矛盾所在。

宏观增长方面，首先今年 1 季度的情况要比去年好一些，但是环比增速较低，实体经济仍没有走出收缩的困境；其次是以支出法计算的投资、消费和出口对 GDP 增长的贡献率发生了很大变化，投资对增长的贡献率下降到 20% 以下，这是有数据以来的最低水平，虽然房地产投资、民间投资和基建投资增长均比去年同期更高，但整体的固定资产投资只有 9.2%，比去年同期减少了 1.5 个百分点，作为国民经济支柱的房地产业没有拉动其他行业的投资是一个主要表现。

具体再看未来投资和消费的增长空间。投资方面，1 季度房地产投资增长虽然比去年高，但是落实到原材料购买上的比例应该还是比较低的，所以虽然房地产投资大幅增长了，但是其他行业尤其是建筑业投资出现大幅的下滑，这是房地产没有拉动其他行业投资的本质原因。从这方面来看，与房地产有关的投资仍然存在一定的滞后性，后面还有增长空间。其他诸如基建、PPP 等主要还是看政策因素，在这方面我们保持乐观，至少托底是必然的。

消费方面，今年很难超过去年的高峰水平，在加大房地产调控的背景下，商品房销量整体下降是必然事件，而汽车的政策支持力度也在减弱，未来刺激消费主要看是否有其他的政策支持，但是在目前趋势下估计消费的增长很难有惊喜。

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

宏观增长与微观预期之间的差距

一、宏观增长与微观预期的矛盾

从 3 月中旬以来，南华综合指数除了贵金属还在涨之外，其他诸如能化、金属和农产品几乎全线下挫，股市的表现也比较疲弱，如果没有雄安概念的加持，沪指恐怕早已跌破 3200 点。而宏观数据方面，虽然谈不上很好，但至少还是在不赖，那么问题到底出在哪里？

是今年的增长和去年比很差吗？并不是，代表需求的房地产投资增速比去年同期高了将近 3 个百分点，民间投资企稳回升，比去年同期高出 1 个百分点，1 季度企业中长期贷款远高于去年同期水平。如果说股市是由于通胀和下游需求没起来才疲弱还可以说得通，但大宗商品的表现并不符合工业运行的情况。

是环保松懈了吗？更没有，去年 1 季度环保旋风还没有刮起来，而今年 1 季度各种环保文件和限产停产让人眼花缭乱。

对于宏观数据和市场表现之间的差距，我们认为主要还是一个预期问题，市场预期急不可耐，实际增长慢条斯理，市场想要轰轰烈烈，实际增长只能细水长流，这是主要的矛盾所在。具体的表现是什么，宏观增长指标大概回到 2015 年的水平，1 季度 GDP 增长 6.9%，和 2015 年 3 季度增速持平，房地产投资累计增长 9.2%，是 15 年 2 月份以来最高水平，2 月份基建投资增长 21.26%，是 2015 年 3 月以来最高水平，这是宏观增长乐观的一面。但是微观预期的不仅是如此，许多原材料的产量增长已经回到 2014 年甚至 2013 年的水平，相对应的是库存的累计，比如螺纹钢在 2 月份的社会库存已经比前两年更高，这就构成了供给和需求的矛盾，在这种情况下，下跌无可避免。

图 1、GDP 增长情况

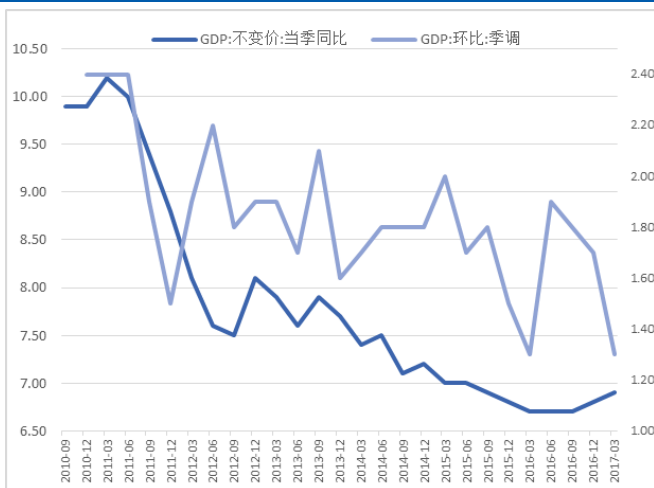


图 2、投资增长情况

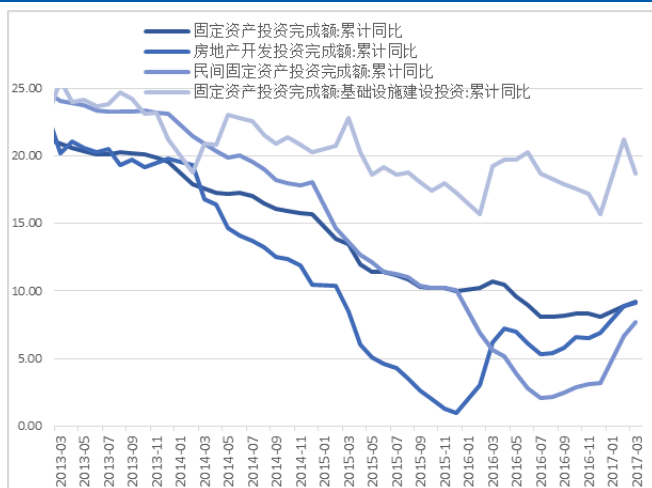
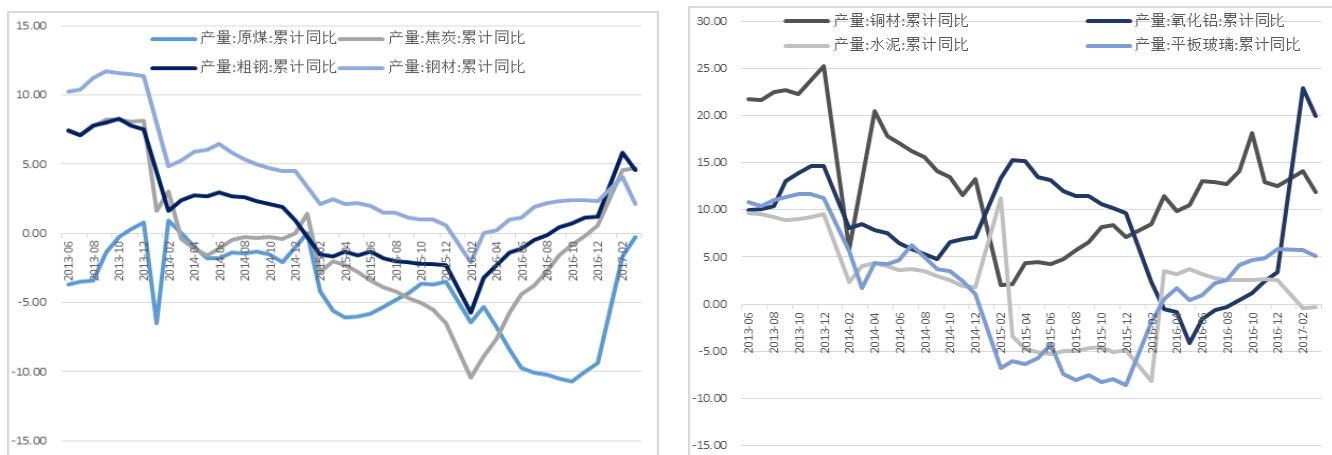


图 3、部分商品产量增长情况 1

图 4、部分商品产量增长情况 2



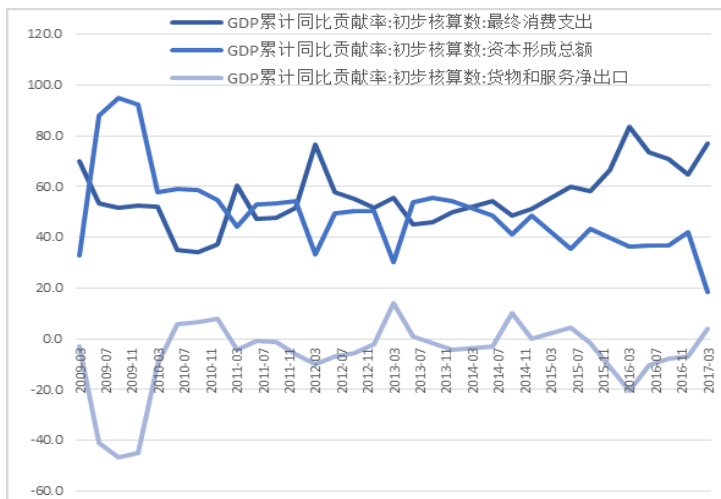
资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、宏观增长的内在矛盾

首先 1 季度 GDP 同比增长 6.9%，这是 15 年 2 季度以来最高值，但是环比增长仅有 1.3%，与去年 1 季度持平，也是有公布环比数据以来的最低值。这个无法用节日因素解释，因为在 2015 年以前，1 季度的数据并没有明显比其他季度更低。这只能解释为今年 1 季度的情况要比去年好一些，但是实体经济仍没有走出收缩的困境。

其次是以支出法计算的投资、消费和出口对 GDP 增长的贡献率发生了很大变化，投资对增长的贡献率下降到 20% 以下，这是有数据以来的最低水平，虽然房地产投资、民间投资和基建投资增长均比去年同期更高，但整体的固定资产投资只有 9.2%，比去年同期减少了 1.5 个百分点。从具体行业投资来看，在全部 20 个行业里，2 月份投资同比多增的行业只有采矿业、交通运输业、铁路运输业、住宿餐饮业、房地产业、水利等公共设施业和文娱行业，其他 13 个行业投资增速全部出现下滑，作为国民经济支柱的房地产业并没有拉动其他行业的投资。

图 5、消费、投资和出口对 GDP 的贡献情况



资料来源：WIND 咨询 南华研究

表 1、分行业固定资产投资累计同比增长情况

指标名称	2017-02	2016-02	同比增减
农、林、牧、渔业	15.00	33.90	(18.90)
采矿业	4.10	-29.50	33.60
制造业	4.30	7.50	(3.20)
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	0.90	18.50	(17.60)
建筑业	-37.30	6.80	(44.10)
批发和零售业	-0.60	3.50	(4.10)
交通运输、仓储和邮政业	18.80	4.80	14.00
铁路运输业	12.10	-13.00	25.10
住宿和餐饮业	-2.80	-9.50	6.70
信息传输、软件和信息技术服务业	13.40	25.40	(12.00)
金融业	-39.10	9.60	(48.70)
房地产业	7.10	4.80	2.30
租赁和商务服务业	8.60	57.50	(48.90)
科学研究、技术服务和地质勘查业	11.70	23.20	(11.50)
水利、环境和公共设施管理业	33.60	26.60	7.00
居民服务、修理和其他服务业	6.40	29.40	(23.00)
教育	16.00	30.00	(14.00)
卫生和社会工作	18.90	20.80	(1.90)
文化、体育和娱乐业	15.10	1.50	13.60
公共管理、社会保障和社会组织	-11.50	39.20	(50.70)

消费的贡献虽然在 75% 以上，但是没有超过去年同期 83.7% 的水平，唯一超过去年贡献率的是出口，出口去年同期的贡献率是 -20.3%，今年是 4.2%，边际上有了明显改善，同时也对民间投资形成了拉动效应，所以大家可以很明显地看清楚 1 季度数据，很不情愿地说，还是得感谢发达国家，但这种情况能持续多久存在不确定性，原油价格能不能涨上去？特朗普的减税和基建大招什么时候能使出来？法德两国大选会不会再选出黑天鹅来？这些都是抑制欧美复苏的不确定因素。

具体再来看未来投资和消费的增长空间。投资方面，1 季度房地产投资增长虽然比去年高，但是落实到原材料购买上的比例应该还是比较低的，有多方面数据可以佐证这一问题：一是固定资产投资和资本形成总额的反差较大，1 季度固定资产投资增速较高，但资本形成对 GDP 的贡献率创历史新低，因为固定资产投资额包括土地购置费，固定资本形成总额则不包括，所以 1 季度房地产投资里面应该包含了较大比重的土地购买成本；第二个是和第一个相互印证的，今年的土地购置面积和购置费用与去年相比有明显的增长，土地购置面积结束持续三年负增长的状态；第三是房屋新开工面积和施工面积的增长均低于去年的水平，所以虽然房地产投资大幅增长了，但是其他行业尤其是建筑业投资出现大幅的下滑，这是房地产没有拉动其他行业投资的本质原因。从这方面来看，与房地产有关的投资仍然存在一定的滞后性，后面还有增长空间。其他诸如基建、PPP 等主要还是看政策因素，

在这方面我们保持乐观，至少托底是必然的。

消费方面，今年很难超过去年的高峰水平，因为去年主要是两大因素驱动消费，一是购房量大增带动了大量住房消费，另一个是汽车购置优惠促使汽车消费量大增，而房地产和汽车都属于国民经济的支柱产业，今年在加大房地产调控的背景下，商品房销量整体下降是必然事件，而汽车的政策支持力度也在减弱，未来刺激消费主要看是否有其他的政策支持，但是在目前趋势下估计消费的增长很难有惊喜。

图 6、土地购置面积和购置费用同比增长情况

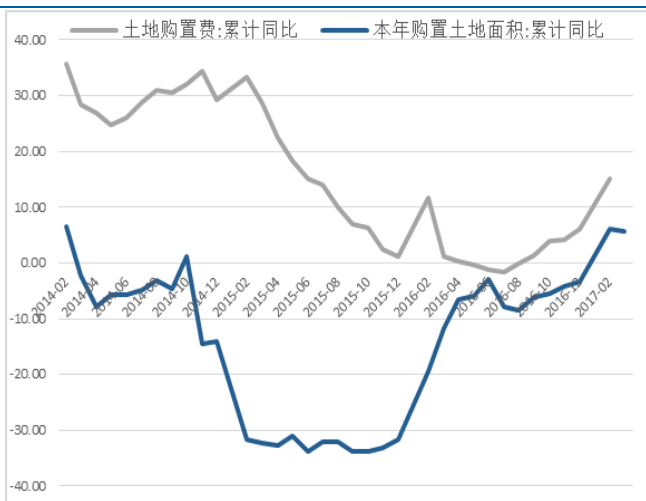
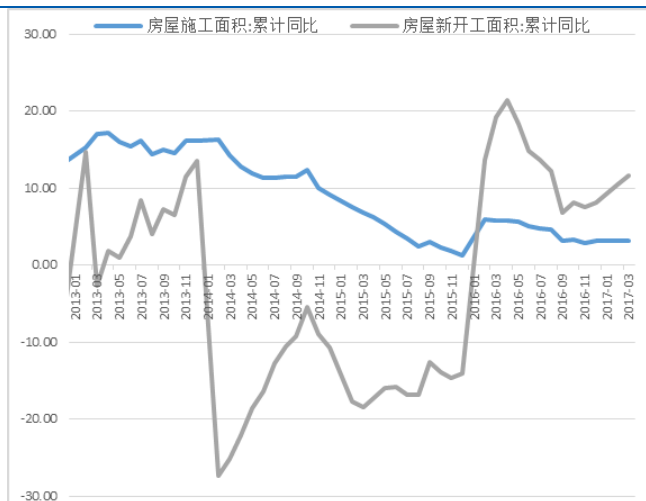


图 7、房屋施工面积和新开工面积增长情况

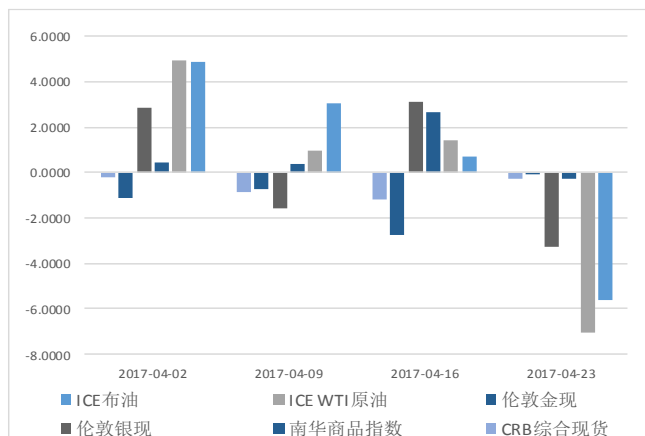


资料来源：WIND 资讯 南华研究

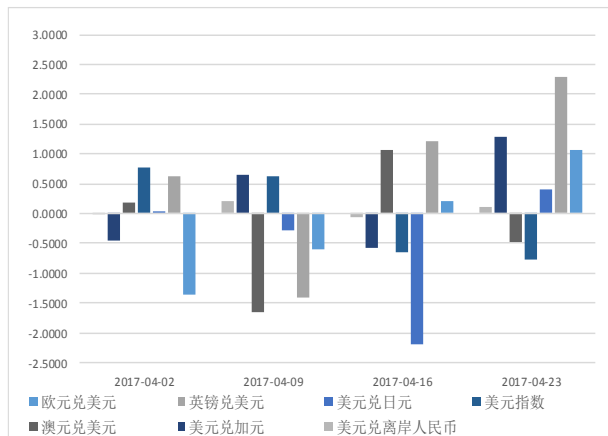
【本周全球大类资产表现】

2017年4月23日

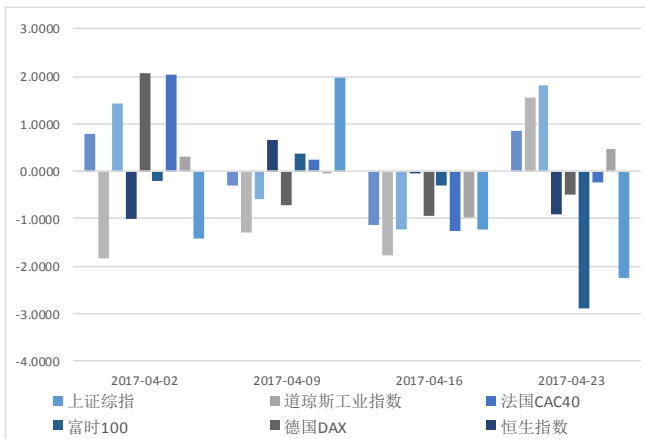
主要大宗商品涨跌幅



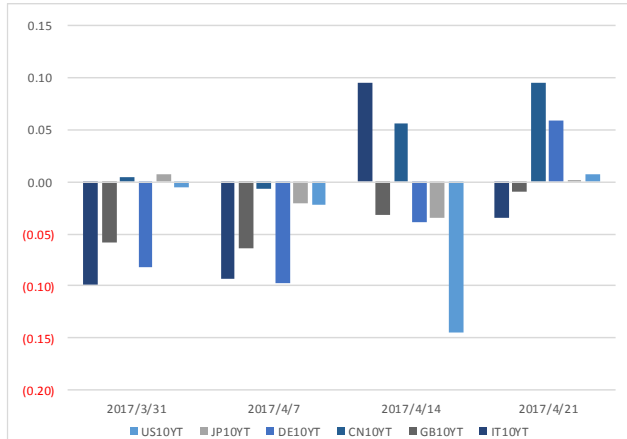
全球主要货币对涨跌幅



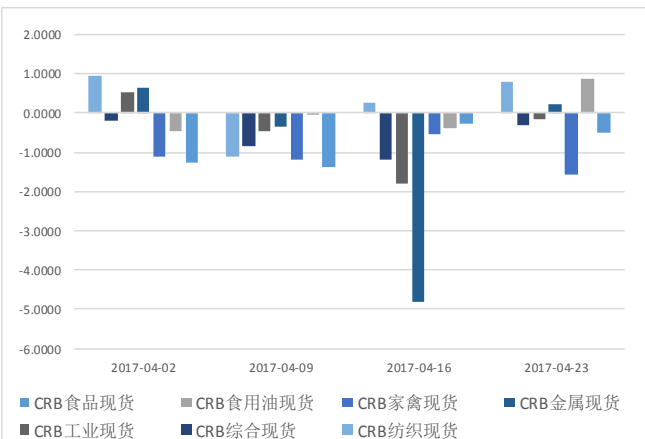
全球股指涨跌幅



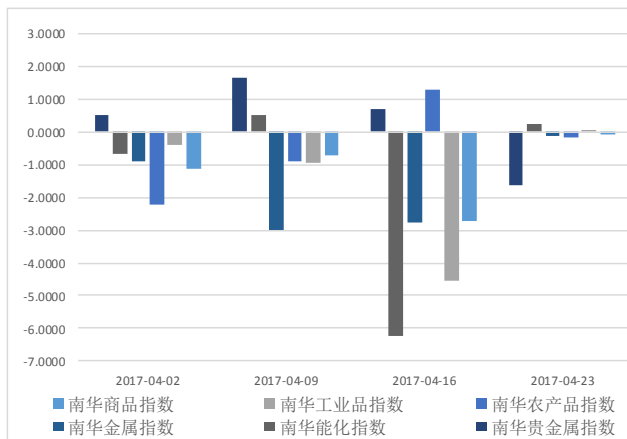
全球债市涨跌基点



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

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

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