

分化的现实

摘要

一方面，1 季度国内经济复苏的分歧较大，分化明显，表现为基建和房地产投资继续回暖，但是其他大部分行业出现投资下行，与此同时消费和通胀超预期下滑，叠加货币政策收紧、政策利率上调对于实际利率的不利影响，导致实体经济出现一个成本向上，价格向下的趋势。

另一方面，中美经济周期出现显著分化，表现为美国消费有支撑、投资大幅回暖，通胀持续上行，中国与欧美通胀差值下降至 2009 年以来的新低，这很大程度上意味着国内实体经济的低迷程度要高于我们的预期。

基于此，从全球的角度来看，A 股今年的相对表现可能仍然是比较差的，全球债券利率仍将向上调整，与此同时，CRB 指数仍有一定的上涨空间，南华指数不言顶，但上涨空间有限。随着欧元区利率正常化的脚步逐渐来临，欧元将成为今年外汇市场的最大变数，届时美元将打开中长期下跌空间。

智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

张一伟 010-63032869

zyw89@nawaa.com

Z0010392

助理研究员：

章睿哲 010-83168383

zhangrui zhe@nawaa.com

m

目 录

一、国内经济分化仍在继续	3
(一) 投资结构分化	3
(二) 消费超预期下滑	3
(三) 成本向上、价格向下	4
二、中美经济周期出现显著分化	5
(一) 美国投资大幅回暖	5
(二) 国内通胀相对于欧美大幅下降	5
三、资产走势分析	7
(一) A股相对配置价值较低	7
(二) 债券利率仍将被动向上调整	8
(三) 房价拐点已至	8
(四) 商品宽幅震荡	8
(五) 外汇市场最大变数在于欧元	9

一、国内经济分化仍在继续

（一）投资结构分化

国内方面，从1、2月的投资增速来看，固定资产投资同比增长8.9%，比去年同期下降1.3个百分点，但创8个月新高；房地产投资同比增长8.9%，比去年同期高5.9个百分点，增速创两年新高；民间固定资产投资同比增长6.7%，比去年同期下降0.17个百分点；基建投资同比增长21.56%，比去年同期高5.55个百分点。行业方面，20个行业里，仅有7个行业实现投资增速同比增加，包括采矿业、交通运输业、铁路运输业、住宿餐饮业、房地产业、水利等公共设施管理业和文娱行业，其他诸如农业、制造业、建筑业、零售业、信息业、科研技术服务等行业投资均出现下滑。总体来看，投资下降的行业多于投资上升的行业，投资结构出现分化，很显然原材料价格的上涨和基建地产投资并没有对其他行业形成广泛的带动作用，尤其制造业投资下滑是不太乐观的事情。

表1、2017年1-2月各行业投资增速同比增减情况

指标名称	2017-02	2016-02	同比增减情况
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)

资料来源：WIND 南华研究

（二）消费超预期下滑

除了投资之外，1-2月社会消费品零售总额同比仅增长9.5%，增速创2003年12月以来新低，比去年同期下降0.7个百分点，这是近两年一个很大幅度的变化。1-2月投资增速的上升和消费的下滑形成一个较为鲜明的对比，投资增速是8.9%，消费增速是9.5%，消费增长有重新落后于投资的趋势。而且解释为汽车消费增速下滑也不具有说服力，因为16年的社会零售增速与15年相比并没有增加，相反是下滑的，如果说消费增速只是因为汽车消费增速下降而下降，那么去年的消费增速因为汽车购置优惠的刺激也应该高于前年增速才对，但是与此相反，16年以来消费增速是一个持续下滑的态势。

投资出现结构分化，消费增长超预期下滑，而出口的增长则依赖于发达国家的经济复苏，这说明目前国内的经济还远没有到全面复苏的情况。

图 1、近两年消费和投资增速的对比



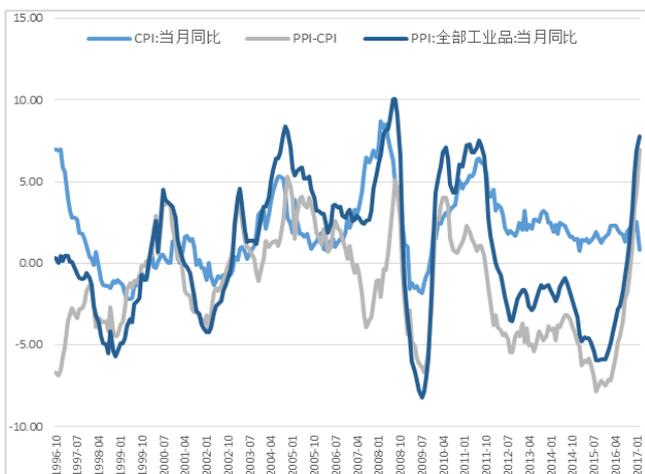
资料来源：WIND 南华研究

（三）成本向上、价格向下

2016 年受国内煤炭和国际原油价格上涨的影响，几乎全部大宗品种都出现了不同程度的上涨，今年 2 月份 PPI 当月同比涨幅创 2008 年以来新高，但是 CPI 反而意外下滑至两年新低，导致 PPI-CPI 剪刀差创历史新高，而且核心 CPI 也出现了下滑。这种情况是往年没有出现过的，以往基本上 PPI 上行都能把 CPI 拉起来，但是 2016 年这种情况没有发生，甚至在 PPI 创新高的同时 CPI 出现了超预期下滑，这对中下游厂商的利润空间造成了挤压。

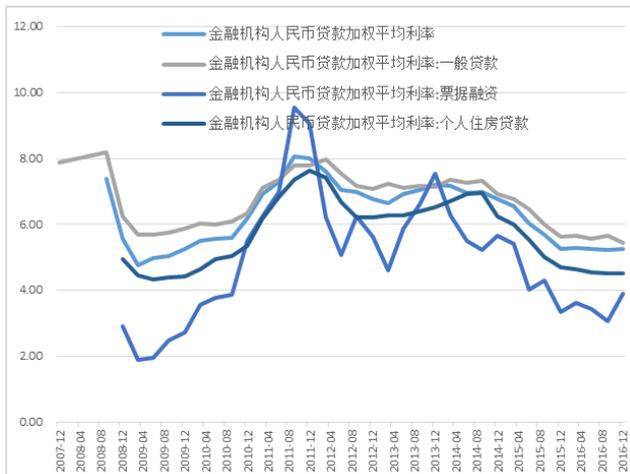
另一个货币环境整体是从紧的，虽然去年四季度至今央行上调政策利率的动作目前来看只影响了短期票据利率，一般贷款利率仍是下降的，但由于数据的滞后性，目前还无法了解近期实际借贷利率的变动，但通胀下行导致实际利率上升，这构成对企业投资积极性的抑制作用。另一方面，劳动力和土地成本也在持续上升，导致实体经济出现一个成本向上，价格向下的趋势。

图 2、PPI 和 CPI 走势对比



资料来源：WIND 南华研究

图 3、金融机构人民币贷款平均利率季度走势



资料来源：WIND 南华研究

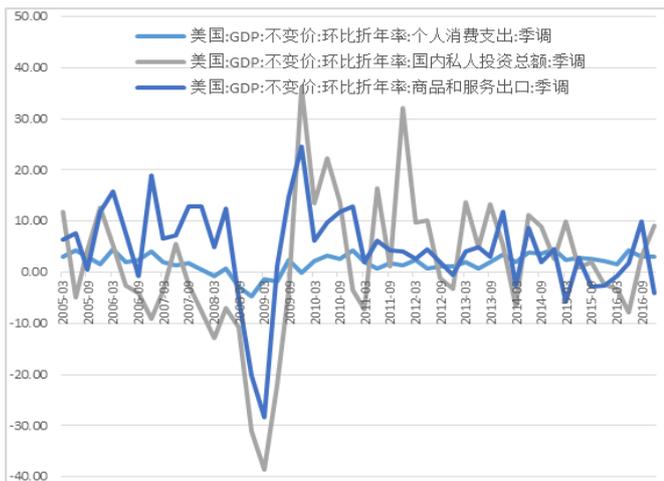
二、中美经济周期出现显著分化

（一）美国投资大幅回暖

美国方面，近年来其经济小幅复苏主要是依靠消费的支撑，投资和出口时常出现拖后腿的情况，16年四季度，美国个人消费环比保持平稳，环比增长3%，与三季度持平，私人投资环比出现一个较大幅度的反弹，增速达9.2%，创近两年新高，出口受美元大幅升值影响环比下降4%，创近两年新低。总体来看，在消费平稳的情况下，投资回暖是美国经济加速复苏的一个表现。

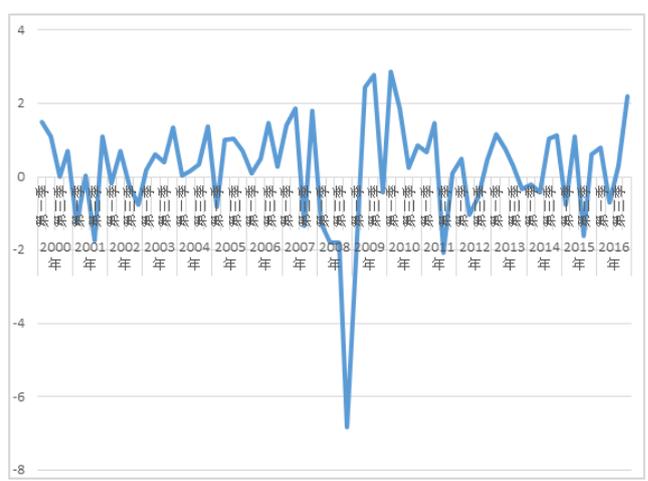
从欧洲的情况来看，以德国为首，可以看到2015年3季度德国的工厂订单环比均值下滑至4年新低，之后开始回升，16年4季度的均值已经回升至6年新高，所以不考虑受油价和货币贬值影响较大的通胀同比，只看订单和投资增长的话，可以确认欧美目前处于一个复苏周期中。

图4、美国分项GDP环比增长情况



资料来源：WIND 南华研究

图5、德国工厂订单环比季度均值



资料来源：WIND 南华研究

（二）国内通胀相对于欧美大幅下降

我们简单用中国每月的CPI同比增速减去美国和欧元区的CPI同比增速可以发现，从2016年4月开始，中国相对于美国和欧元区，CPI同比其实一直处于一个下滑的态势，相对于美国下滑的幅度更大，而且2017年2月份CPI意外地下探到0.8%，导致中国和欧美的CPI差值降至2009年以来的新低，这在2000年以来的几轮经济复苏周期中是没有出现过的，包括2004~2005年、2006~2007年、2009~2010年，这几个复苏周期里面中国的通胀相对于美国和欧元区都是大幅上升的情况。特别是2016年南华商品综合指数上涨了51%，而CRB综合指数只上涨了13%，南华指数相对于CRB指数上涨了这么多，而国内CPI相对发达国家反而是在下降的，这是一个很不寻常的情况，这很大程度上意味着实体经济的低迷程度要高于我们的预期。

那么这种情况会持续多长的时间？由于美国的通胀里面石油价格占了较高比重，从16年12月开始，石油价格同比增速开始飙升至44%，17年1、2月份分别达到80%和75%，如果石油价格维持在50-60美元的水平，则4月份之后油价同比会有所回落，但17年12月份之前，石油价格的同比增速都将维持在正增长的水平；如果油价下滑至50美元以下，

那么美国通胀在下半年会很快回落；如果油价超过 60 美元，则此轮通胀会持续更长时间。而且从通胀和失业率的历史关系来看，当失业率小于 5% 的时候，通胀大概率会位于 2%-4% 之间，而目前美国 CPI 同比已经达到 2.7%，所以我们预计美国 CPI 上升到 3% 到 4% 之间的概率是比较高的。

中国方面，由于 2016 年食品价格的异常情况，而且 16 年猪肉和蔬菜价格基本到下半年才有较大幅度的回落，所以会对 17 年上半年的通胀形成较强的抑制作用，进一步地也会抑制劳动力成本的抬升，所以目前来看国内的通胀不那么乐观。我们预计国内通胀相对于欧美下降的情况会持续 3 个月到半年左右的时间。

图 6、中国相对欧美的通胀增速

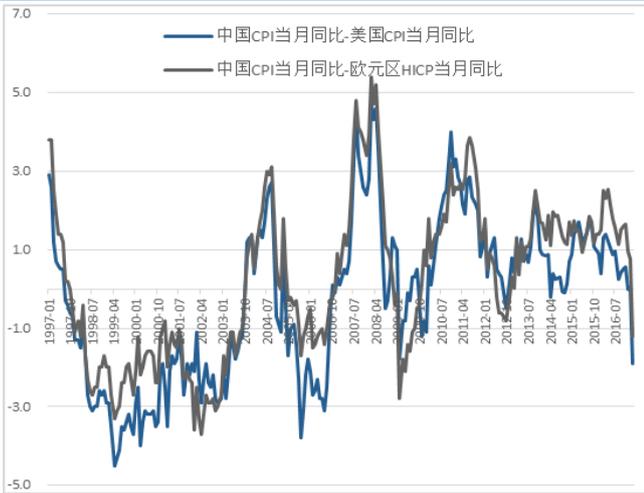


图 7、石油价格同比和美国 CPI 同比的对比

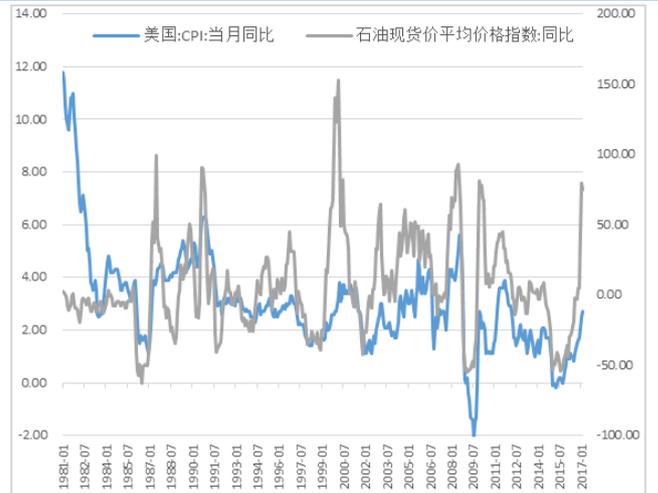


图 8、石油价格同比增长预测

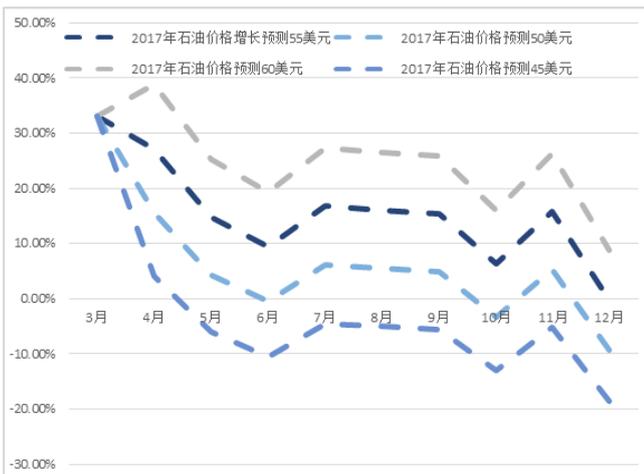
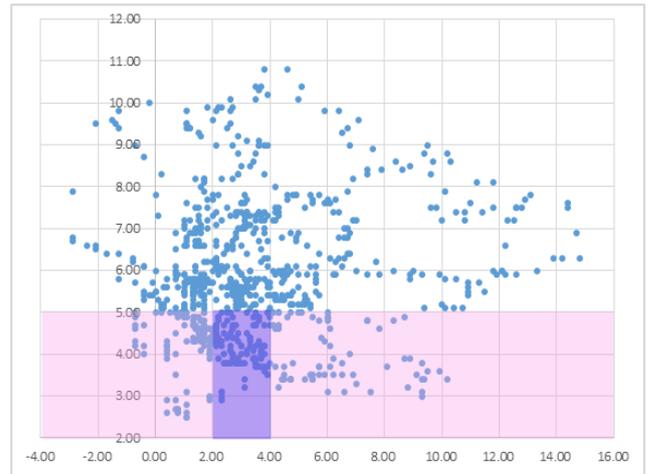


图 9、美国通胀和失业率分布区间（通胀 X 轴，失业率 Y 轴）



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

三、资产走势分析

(一) A股相对配置价值较低

股市方面，从2016年至今的表现来看，A股全年下跌了12%，道琼斯工业指数上涨了13%，如果计入人民币贬值的话，2016年A股的跌幅其实达到了18%，沪深300和标普500相比的情况也是差不多的。其他发达市场如富时100、德国DAX和日经指数，不计入汇率的话三者的涨幅分别为4%、5%和2%，计入汇率则是-5%、3%和3%，德国和日本股市的表现还可以，尤其经汇率调整的日经指数与道琼斯指数有很强的相关性。总之，2016年发达市场股市的表现均好于A股，这是否意味着A股存在向上调整的空间呢？我们不这么认为，从历史情况来看，基本上A股表现好于美股的时候都是在经济过热和央行大放水的年份，这两种情况在2017年出现的可能性很低，无论是从通胀还是从货币政策的角度来看都是如此，所以我们不排除A股在2017年上涨的可能性，但是从全球的角度来看，A股的相对表现可能仍然是比较差的。

图 10、上证综指和道琼斯指数历年涨跌幅对比

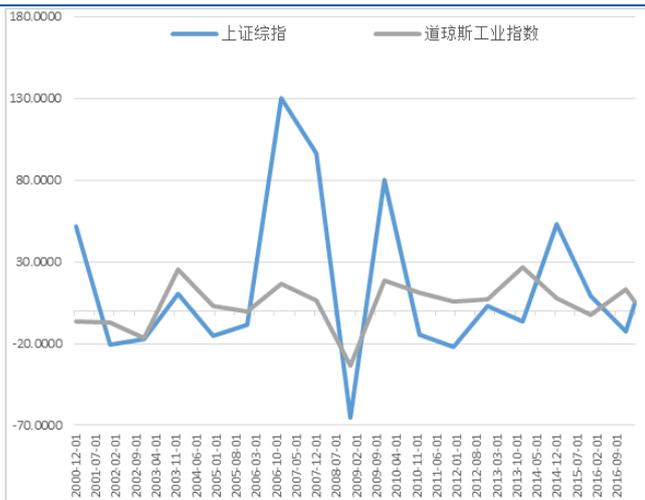


图 11、上证综合和道琼斯工业指数对比（经汇率调整）



图 12、发达国家股指表现（经汇率调整）

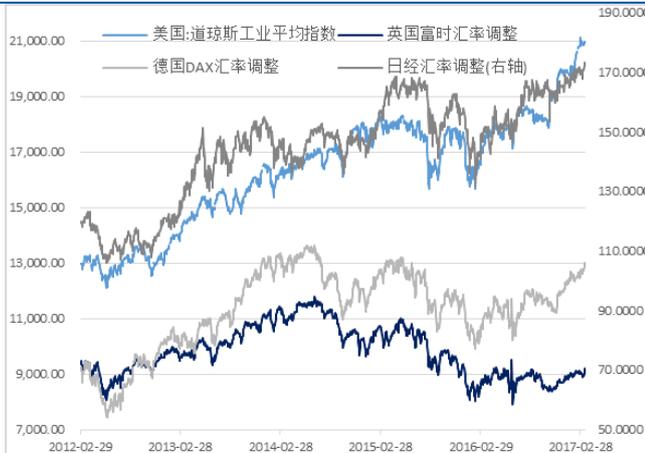


图 13、中美 10 年国债利率和利差走势



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

（二）债券利率仍将被动向上调整

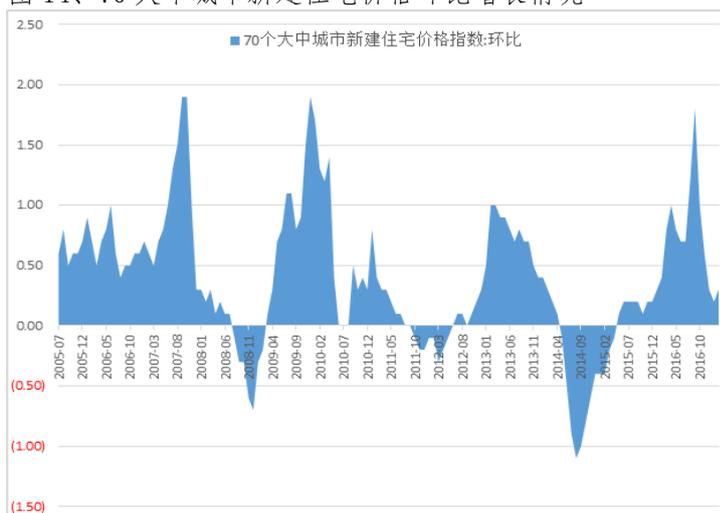
2016年至今我们已经看到了中国国债收益率和美国国债的较强相关性，这一方面是由于全球债券市场的联动性，另一方面是因为包括中国在内的全球央行货币政策在逐渐转向。而且相对于美债走势，国内债券市场有一定的滞后性，这其实给了债券投资者很强的参考作用。去年四季度在美联储加息之前，无论是做空美债还是做空国债，还是做空两者的利差都会有不错的收益。

2017年，从通胀上行和美联储的态度来看，两次加息是至少的，而目前2年期美国国债收益率才不到1.3%，10年期国债收益率才2.5%，这意味着美联储再加2次息，联邦基金目标利率就超过2年期国债利率了。所以我们认为美国中长期国债收益率还会继续向上调整，这也意味着国内债券市场还会进一步调整。

（三）房价拐点已至

除了股市和债市之外，大宗商品和房地产市场是2016年中国表现好于国际的两个市场。2017年，房地产投资我们认为没有机会了，一个是因为不断加码的楼市调控，另一个房地产市场也是有周期的，我们计算了2009年至今三个房地产上涨周期的持续时间，以环比涨幅大于0为标准，2009年3月-2011年9月楼市上涨的持续时间是29个月，2012年6月-2014年4月的持续时间是22个月，而2015年5月至今的这波上涨已经持续了20个月了，在2017年去杠杆防风险以及货币政策收紧的情况下，楼市上涨已近尾声，这在环比涨幅上也表现得比较明显。

图 14、70 大中城市新建住宅价格环比增长情况



资料来源：WIND 南华研究

（四）商品宽幅震荡

从需求端来看，我们对欧美的经济复苏仍然持一个乐观态度，由于名义利率仍处于低位，所以通胀的上升能够压低实际利率从而继续对投资起到提振的作用。中国方面，目前从紧的货币政策和通胀下滑的情况给投资增速上升带来了较大的不确定性，整体来看实际利率有上升的趋势，从而对投资需求构成抑制作用。另一方面消费增长的情况也不乐观，目前来看可能欧美复苏带来出口改善是一个虽然无奈但较有指望的事情。

供给方面，石油价格近期出现较大幅度的下挫，主要是欧佩克减产有限，而美国库存和产量大幅增加所致。目前欧佩克每月的石油产量降至32万桶左右，与11月份的历史高点相比有所减少，但仍处于历史的最高水平，与此同时伊朗的石油产量仍在持续恢复中。而美国的商业原油库存持续创历史新高，原油钻机数量持续增加，从EIA公布的

每周原油产量数据可以看到，美国原油产量在 2015 年 7 月达到历史峰值之后逐渐回落，但是 16 年 10 月份开始大幅反弹，目前已经达到 910 万桶/日的水平，与此同时，美国石油出口量也在大量增加，2016 年下半年开始，中国自美国进口的原油数量翻了六倍之多。所以油价的未来主要看欧佩克的动作，是否会延长冻产协议和加大减产力度，从产量上看欧佩克的减产空间还是比较大的，而且其财政情况也不乐观，未来可能会有更进一步控制供给的行为。

中国供给侧改革是确定性较强的一个方面，包括煤炭和钢材这两个主要的行业。2016 年钢铁和煤炭行业分别压减了 6500 万吨和 2.9 亿吨以上的过剩产能，2017 年钢材和煤炭去产能的目标分别是 5000 万吨和 1.5 亿吨以上，和 16 年相比有所减少。从产量来看，2016 年煤炭的产量是下降的，但是钢材的产量仍在上升，我们估计 17 年钢材去产能的力度可能会更大一些，包括 6 月份之前出清地条钢等政策的影响，但是供给支撑和需求提振有限相互作用，可能就是一个震荡的结果，煤炭和钢材价格现在言顶仍尚早，但是上涨空间也不会很大，近期处于一个回调阶段。

所以综合需求和供给两方面，我们认为 CRB 指数仍有一定的上涨空间，南华指数不言顶，但上涨空间有限。

（五）外汇市场最大变数在于欧元

2016 年美联储加息、欧元区货币政策、英国脱欧以及政治大选的风险对欧洲货币构成了很强的打压，但是目前来看，脱欧和政治方面的风险并没有给欧洲经济造成实质性的影响，相反，欧元区和英国的复苏态势是比较良好的，这意味着欧元区央行缩减宽松规模乃至退出量宽政策的条件在日益成熟。在近期的利率决议上，欧元区央行上调了 2017 年、2018 年的经济增长和通胀目标，德拉吉称经济增长所面临的风险程度已有限下降，当然他也谈到了潜在通胀压力仍然受限，工资的增长对通胀至关重要等，但是市场已经开始转移注意力了，近期德国 10 年期国债利率的持续走高就反映了市场对未来欧元区上调利率的预期（图 8）。美元方面，近期美联储态度不及预期以及特朗普废除奥巴马医保被否，还不足以构成对美元的重大利空，但如果欧元区走上加息周期，美元的上涨就真正结束了。我们建议投资者可以逢低做多欧元，但需注意英国脱欧、欧洲大选以及欧元区货币政策转向不及预期的潜在风险。

图 15、欧元已触底



资料来源：WIND 南华研究

图 16、近期德国 10 年期国债利率持续走高



资料来源：汤森路透 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

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。