



“新周期”新在何处？

摘要

本轮复苏当中驱动因素发生的改变主要有：

一、周期复苏并非由宽松货币信贷政策所驱动。本轮周期复苏的一个主要特征是货币政策处于收紧的过程当中，M2 增速持续下滑，贷款余额和社融规模增速维持低位，市场利率逐渐上升，通胀持续低迷，这与以往旧周期当中 GDP 增长和货币供给齐飞的情况有很大不同。而本轮周期当中投资和消费的增长主要是由于经济存量结构有所改善，主要表现在各部门之间杠杆率和分配关系发生了相对变化，国有部门向私营部门的让利，企业部门向居民部门的让利，有效地稳住了投资和消费，促使经济增长逐渐回暖；

二、一带一路战略开辟了新的外围需求市场。一带一路发展战略对于国内经济将起到刺激增量增长的作用，而且这种作用目前已开始显现：一是出口的地区结构发生了一定变化，新兴市场表现出较大潜力，将改善我国出口受制于发达国家经济的窘境；二是企业海外投资和收入大幅增长。随着一带一路战略的进一步深化，大型中资企业在海外市场扩大布局，未来将形成更多具有国际影响力和品牌效应的优秀中资企业，海外资产收入在企业收入中的比重将逐渐提升，改善企业盈利水平，拉动出口和投资增长。

三、企业杠杆率下降，经济抗风险能力增强。与以往周期复苏繁荣都伴随着企业杠杆率大幅上升的情况不同，由于供给侧改革去除大量产能的作用，本轮复苏中工业企业、产能过剩行业和房地产业的杠杆率均有所下降，银行不良贷款率的上升得到控制，经济系统性风险下降，抗风险能力增强。

展望下半年，经济的存量结构仍将继续改善，增量刺激效应还将进一步增强，我们认为一带一路和 PPP 项目将继续发力，民间投资增速有可能进一步回升，消费大概率保持稳定增长，出口增长目前来看仍存不确定性，但大幅下挫的可能性比较低。与此同时，虽然企业杠杆率有所降低，但绝对水平仍较高，目前仍处于降杠杆的过程当中，去杠杆防风险的大政方向不会改变，下半年地方政府债务风险和国有企业杠杆问题将着手解决，同时也需要防止居民部门在商品房购置上过度加杠杆，导致其他消费的挤出，下半年商品房购置和房地产投资增长有可能逐步回落。

南华期货研究所

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

“新周期”新在何处？

2017年上半年GDP增长了6.9%，比2016年高出0.1个百分点，比2017年政府工作报告当中提到的6.5%的增长目标高出0.4个百分点，其中固定资产投资累计增长8.6%，同比少增0.4个百分点，房地产投资累计增长8.5%，同比多增2.4个百分点；社会消费品零售总额累计增长10.4%，同比多增0.1个百分点；出口金额累计增长8.5%，同比多增18个百分点。

从周期的角度来看，GDP增速从2016年6.7%的触底到今年上半年6.9%的增长，包括房地产投资、民间固定资产投资、社会消费增长和出口增长都比去年同期的情况更好，说明出现了一定的周期复苏情况。那么如何界定周期？为了避免对各种周期理论的复杂讨论，我们简单用相对短期的GDP增长周期来进行界定，可以看到自2000年以来我国经历了三个较为完整的经济周期，分别是2000-2009年，2009-2012年，2012年-2016年。当然，复苏、繁荣、衰退和萧条只是经济的表象，更重要的是周期的驱动因素，本文主要讨论的是驱动本轮复苏的因素与以往的经济周期有何不同。

图1、GDP增长情况

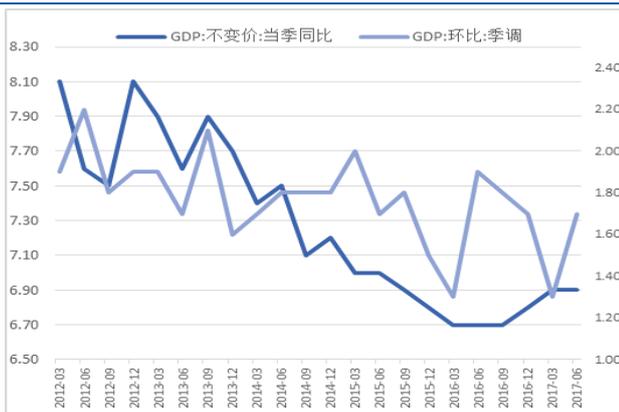


图2、投资增长情况

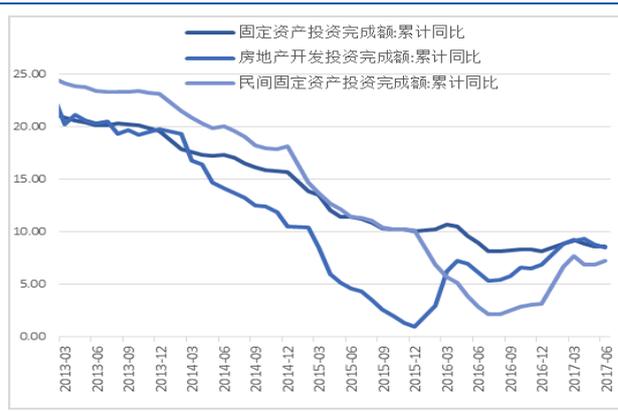
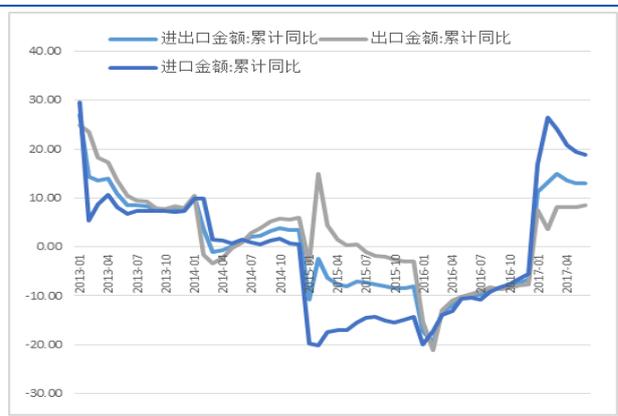


图3、消费增长情况



图4、进出口增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

一、旧周期的驱动因素

从需求的三架马车来看，影响出口的主要是外部经济周期，欧美的经济好坏对于国内的出口有着重要影响，2017年以来出口的增长与欧美走出通缩泥潭有很大的关系，而欧美的复苏又与原油的止跌反弹密切相关，这是旧有的刺激因素所驱动的；另一方面，国内的劳动力和资本供给情况也会对出口造成较大影响，但这一影响是长期性质的，人口红利拐点的到来使得我国出口的竞争力下降，整体来看，我国出口的增长仍然处于这一长期因素的抑制作用之下。

投资方面，影响因素主要是融资条件和资本回报率（包括利润和成本的相对增长情况）等，在旧周期当中，货币和信贷政策是影响这两个因素的主要变量。历史上M2同比增速、金融机构贷款余额的增长和GDP增长有着较为显著的相关关系，宽松的货币和信贷政策会促使利率下行、企业投资需求大幅增长，伴随着生产的扩张，工业品价格和工人工资不断上涨，最终推升了消费品价格。受此影响，通胀开始上升，这促使政策当局收紧资金供给，从而导致投资下行。可见货币和信贷政策是影响周期的一个至关重要的因素，在这一周而复始的过程当中，通胀是一个主要的联结点，不过通胀对于货币政策的反应有一定的滞后性。此外，劳动力和资本供给也会对投资产生长期周期的影响，人口红利和资本边际增长速度的下降会使得投资回报率下滑，制约投资的长期增长。

消费方面，直接的影响因素是居民收入，而财政政策会通过减税、增加转移支付和公共服务及民生支出来对居民收入和消费产生影响，货币信贷政策也会通过刺激投资来促使企业用工增加和工资增长来刺激消费。所以货币和财政政策均是影响居民收入和消费的重要变量。

图5、货币信贷政策和GDP增长的对比

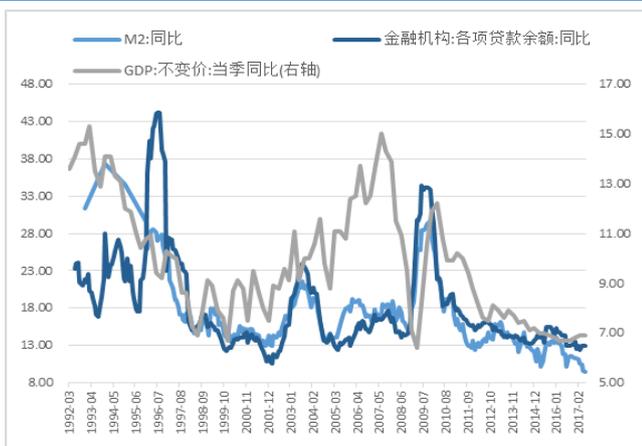
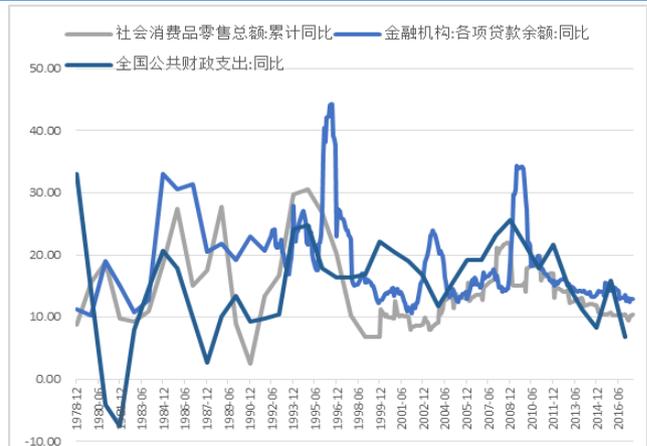


图6、消费和信贷、财政支出增长对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、本轮复苏当中驱动因素发生的改变

（一）周期复苏并非由宽松货币信贷政策所驱动

本轮周期复苏的一个主要特征是货币政策处于收紧的过程当中，M2增速持续

下滑，贷款余额和社融规模增速维持低位，市场利率逐渐上升，通胀持续低迷，这与以往旧周期当中，GDP 增长和货币供给齐飞的情况有很大不同。那么在这种情况下，投资和消费为何会有明显增长呢？我们认为主要是存量结构的改善，主要表现在各部门之间杠杆率发生相对变化，同时分配关系也发生了一定的变化。

首先是各部门之间杠杆的转移。一直以来我国居民部门的杠杆率都比较低，但2016年之后居民的信贷增长开始超过企业部门，即使目前住房信贷政策逐渐收紧，但居民的贷款增长仍维持在较高水平。2016年以来居民部门商品房购置面积的大幅增长使房地产商积累了较多的利润，这使得房地产行业客观上存在一定的投资和补库存需求。而商品房消费的大量增长一方面是因为2016年市场利率处于历史低位，政策当局下调了首付比例鼓励贷款买房，与此同时居民的消费方式也在逐渐改变，这两者促成了居民部门的加杠杆；另一方面，二胎政策的放开促使2016年的出生率创下2001年以来的新高，这也是刺激购房需求的因素之一。

从事后诸葛亮的眼光来看，2014年底至2016年初的宽松货币政策对居民、金融和企业这三个部门的影响主要表现在：居民部门大幅加杠杆，居民的负债大部分转化为房地产企业的收入和利润；房地产的收入和利润逐渐转化为投资，但转化的滞后时间比以往几轮周期更长；金融企业也在大幅加杠杆，但其空转成分较大；企业部门主要是高负债企业在低利率环境下获得了一定的喘息空间。由于企业部门的去杠杆，以及出口持续下滑致使外汇占款不断减少，导致M2增速也一直处于下降的趋势当中，但2016年3季度以前M1持续大幅上升，主要是企业部门现金增加和金融系统内部资金空转使然。从2015年3季度到2016年2季度，基础货币余额同比一直是负增长，所以货币供应总量并未出现明显增长，因此也不能理解为大放水，利率的下调和公共市场投放的增加只是货币调控的方式发生了变化。整体来看，目前居民和企业部门的杠杆结构在朝着更为平衡的方向发展，主要问题在于金融部门，所以金融部门的杠杆和风险问题仍然是目前政策治理的重点。

第二，经济各部门之间的分配结构有所调整。从总体上看，过去在我国政府、企业和居民三个部门的分配关系当中，一直存在财政和企业收入增长较快、而居民收入增长缓慢的情况，这与投资和出口驱动型经济结构密切相关。而近年来这种情况有所转变，主要表现在以下四个方面：一是财政支出增长的逆周期调节作用，特别是近年来在财政收入增长持续下滑的情况下，支出和收入增速之差仍保持在较高水平；二是近年来财政支出用于公共服务、民生支出和转移支付的比例逐年上升，包括社保就业、医疗卫生和城乡社区事务等，尤其2017年以来增长明显，与此同时，居民转移支付净收入增速回升明显，大幅高于居民可支配收入的总体增长。2017年上半年，全国居民人均转移净收入2324元，增长11.9%，增速比整体居民收入增长快3.1个百分点，比上年同期加快2.1个百分点；三是近年来企业利润下滑的同时居民收入仍能保持稳定增长，企业部门和居民部门之间的分配关系有所改善；四是国有企业混合所有制改革、PPP项目合作以及部分国企垄断领域的逐渐放开也有利于促进民间投资的增长，2016年3季度以来民间固定资产投资增速有明显的触底回升迹象。总体来看，国有部门向私营部门的让利，企业部门向居民部门的让利，有效地稳住了投资和消费，促使经济增长逐渐回暖。

图7、政府、企业和居民三部分分配增长情况



图8、财政收支情况

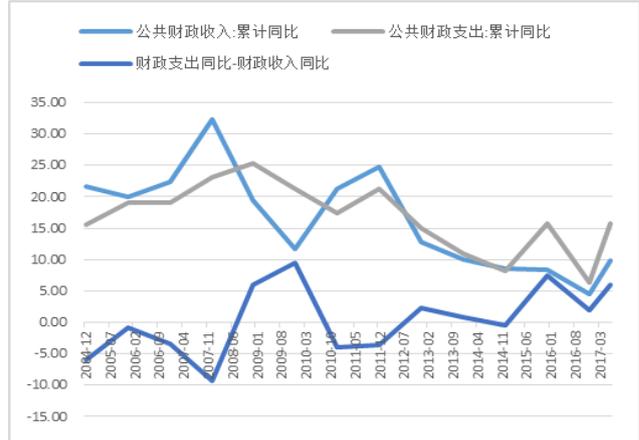


图9、近年来社保和民生支出占比情况

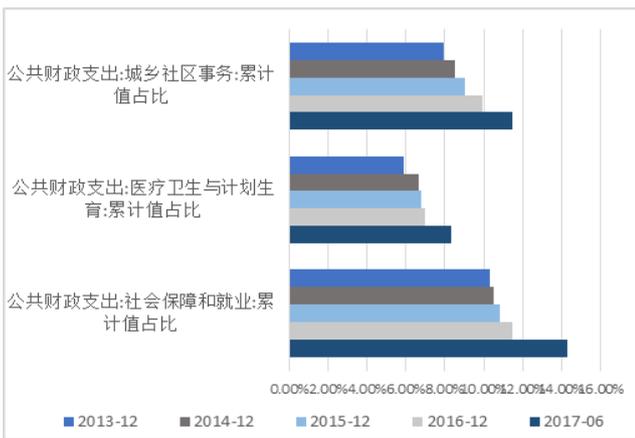
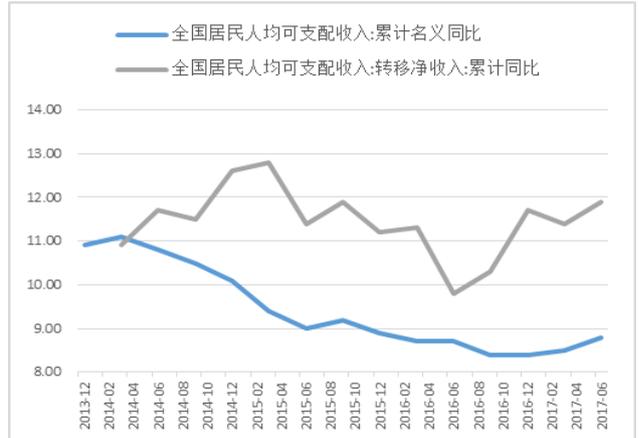


图10、居民可支配收入和转移净收入增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

(二) 一带一路战略开辟了新的外国需求市场

一带一路发展战略对于国内经济将起到刺激增量增长的作用，而且这种作用目前已开始显现：一是出口的地区结构发生了一定变化，2017年上半年，我国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长 17.4%、21.3%和 21.9%，3 者合计占我国进出口总值的 41.4%，同比下降 5 个百分点。2017 年上半年我国与“一带一路”沿线国家进出口增长 23.4%，同期我国与拉美国家进出口同比增长 28.4%，与非洲国家进出口同比增长 28.3%，我国对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长 33.1%、24.6%和 46.8%，增速远超发达国家。总体来看，新兴市场开拓有很大的潜力，一带一路沿线国家出口的高速增长将改善我国出口受制于发达国家经济的窘境。

二是企业海外投资和收入大幅增长。目前我国针对一带一路沿线国家投资已经形成了一个以区域性政府间金融开发机构、政府基金和政策性银行为主导、以商业银行为辅助、以大型企业投资集团为前端布局的全方位融资体系。近年来大型中资企业布局一带一路沿线国家项目建设，海外业务收入保持高速增长，2016

年 A 股上市公司海外业务收入总额达到 2.7 万亿元，比上年增长 18%，增速创历史新高。可以看到，诸如中国建筑、中国电建、潍柴动力、中兴通讯、中国铁建、中国长城、中国国航、东方航空、南方航空、中国中铁、中国重工等基建相关企业海外收入名列前茅，而传统的金融和消费企业诸如中国银行、工商银行、美的集团、TCL 集团、上汽集团、华域汽车等海外收入也保持快速增长。随着一带一路战略的进一步深化，大型中资企业在海外市场扩大布局，未来将形成更多具有国际影响力和品牌效应的优秀中资企业，海外资产收入在企业收入中的比重将逐渐提升，改善企业盈利水平，拉动出口和投资增长。

（三）企业杠杆率下降，经济抗风险能力增强

与以往周期复苏繁荣都伴随着企业杠杆率大幅上升的情况不同，由于供给侧改革去除大量产能的作用，此轮复苏中工业企业、产能过剩行业和房地产业的杠杆率均有所下降，利润逐渐回升。具体来看，央行统计的 5000 户工业企业资产负债率从 2013 年最高的 62.4% 下降 0.6 个百分点至 2016 年 12 月的 61.8%，统计局计算的工业企业资产负债率在 2013 年底为 57.81%，而 2016 年底下降了 2 个百分点至 55.8%，煤炭行业和黑色金属加工业 2016 年资产负债率最高分别达到 70.15% 和 68%，目前已分别降至 68.64% 和 66.63%，A 股上市房地产公司的资产负债率从 2013 年最高的 67.19% 下降至 2016 年的 64.45%，银行不良贷款率的上升得到控制，经济系统性风险下降，抗风险能力增强。

展望下半年，经济的存量结构仍将继续改善，增量刺激效应还将进一步增强，我们认为一带一路和 PPP 项目将继续发力，民间投资增速有可能进一步回升，消费大概率保持稳定增长，出口增长目前来看仍存不确定性，但大幅下挫的可能性比较低。与此同时，虽然企业杠杆率有所降低，但绝对水平仍较高，目前仍处于降杠杆的过程当中，去杠杆防风险的大政方向不会改变，下半年地方政府债务风险和国有企业杠杆问题将着手解决，同时也需要防止居民部门在商品房购置上过度加杠杆，导致其他消费的挤出，下半年商品房购置和房地产投资增长有可能逐步回落。

图 11、GDP 增长与企业资产负债率的对比

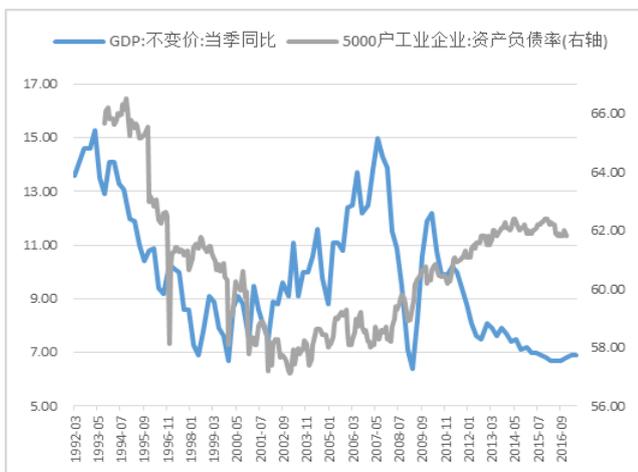


图 12、工业企业资产负债率有所下降

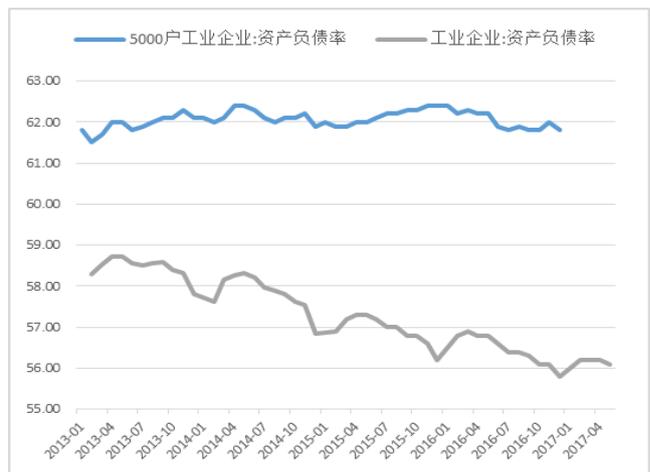


图 13、煤炭和钢材行业资产负债率有所下降

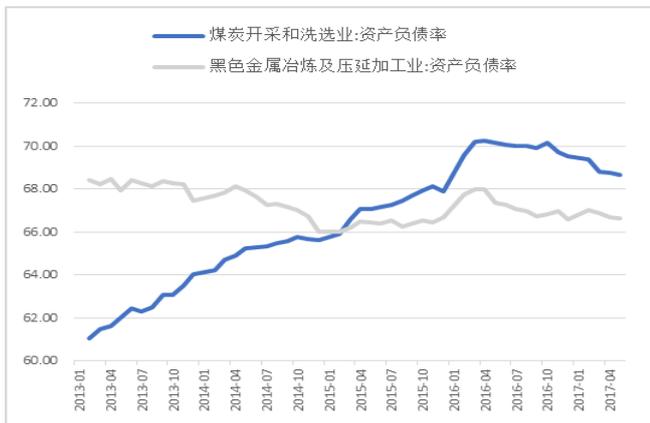
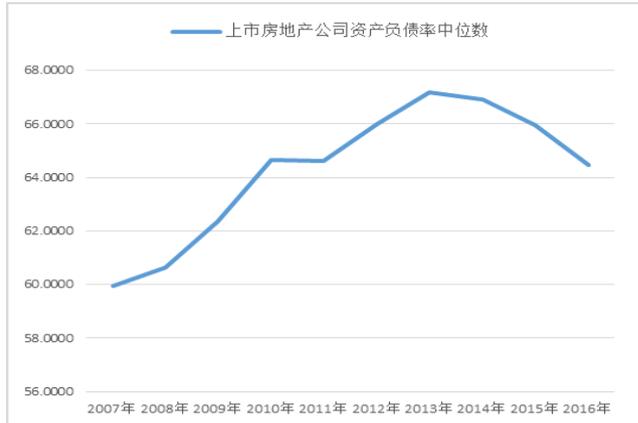


图 14、上市房地产公司资产负债率下降

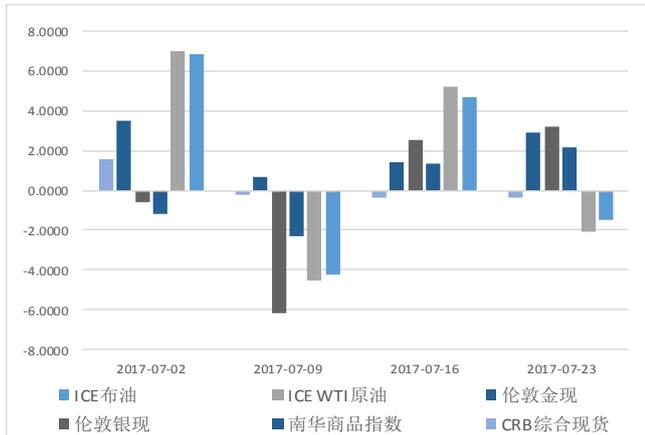


资料来源: WIND 资讯 南华研究

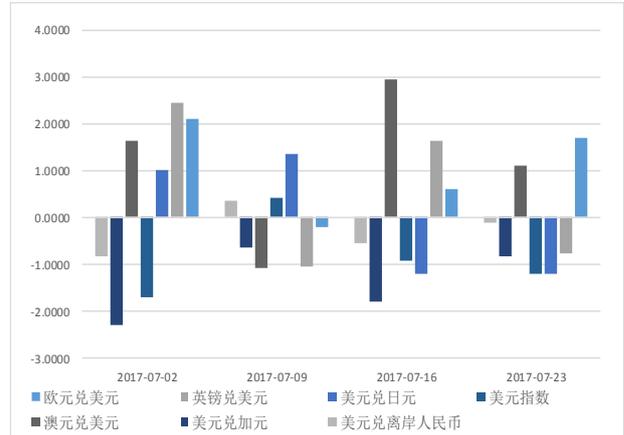
【本周全球大类资产表现】

2017年7月22日

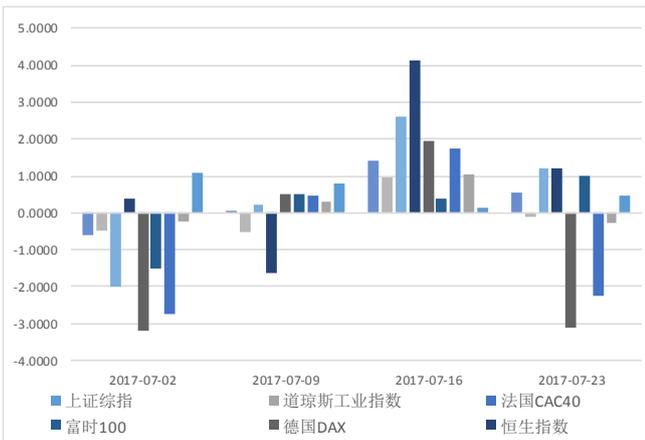
主要大宗商品涨跌幅



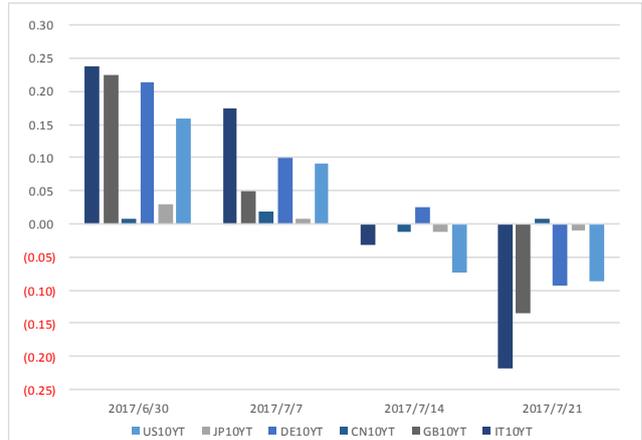
全球主要货币对涨跌幅



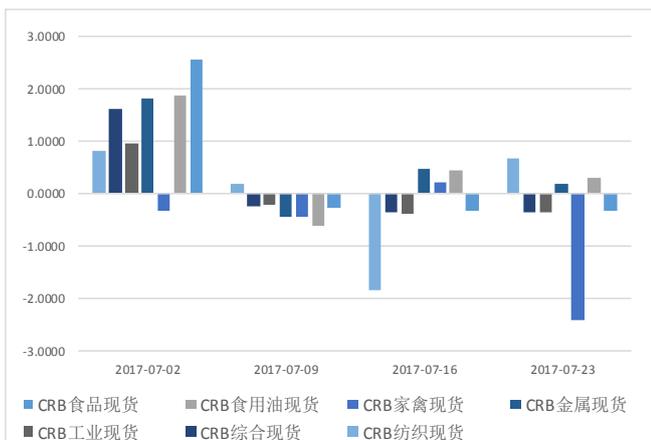
全球股指涨跌幅



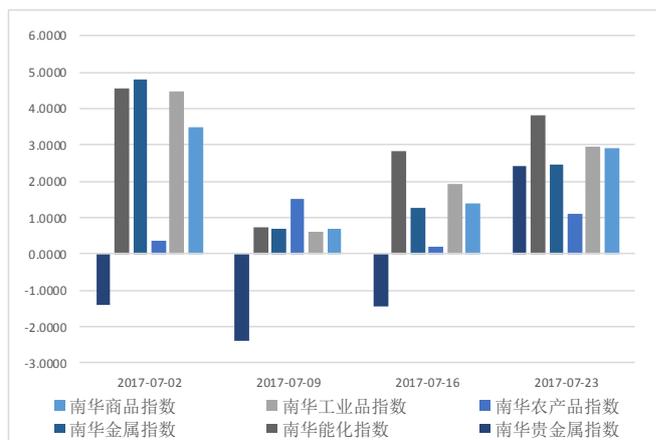
全球债市涨跌基点



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

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，但我们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