



实体经济信心正逐渐修复

摘要

目前市场存在过于关注产能过剩部门的情况，但是如果把目光从产能过剩行业身上移开，事实上可以发现整体经济正在缓慢地复苏，主要表现在：**一、企业投资大面积改善**。今年以来追加投资的企业比去年多了不少，而且这里面还不包括部分产能过剩行业；**二、消费保持稳健增长**。农村消费、网络零售和高端消费仍保持高速增长。如果排除食品价格拖累CPI的情况，可看到CPI中非食品、服务品的涨幅和消费的温和增长是较为一致的；**三、工业企业利润增长相对于成本上升来说较为乐观**，尤其是高附加值的高端制造业受原材料上涨的影响较小，利润增长要比成本上升快得多。

一带一路和PPP是不能忽视的重要刺激因素。从未来拉动经济增长的因素来看，消费的增长是较为缓慢稳健的，对发达国家的出口存在较大不确定性，受制于相关国家的货币政策和财政政策的推进程度，所以企业投资和对一带一路国家的出口投资是需要重点考察的因素。从企业家信心的角度来讲，是否会追加投资归根到底在于目前的周期因素和宏观政策能否提振其对经济的长期预期。从周期因素来看，核心CPI的缓慢增长有助于逐渐修复企业信心；从宏观政策来看，目前PPP和一带一路是两个最具有边际刺激效应的因素，最新披露的相关上市公司半年报已可看到这两个方面对于企业业绩的明显提振作用，很多龙头公司业绩超过预期。所以我们认为，一带一路和PPP两大战略一是拓展了新的广阔的海外市场，二是对国内投资利益的重新分配，这两者都将对企业的盈利带来新的增量空间，有助于提振实体经济信心和刺激企业投资。

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

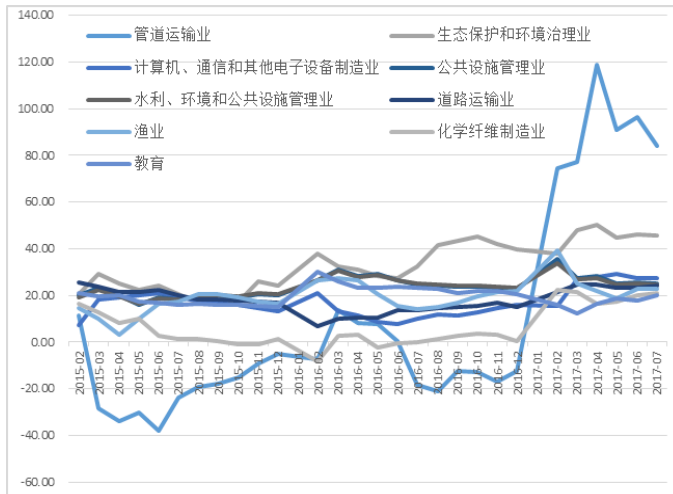
010-83168383

实体经济信心正逐渐修复

目前市场存在过于关注产能过剩部门的情况，的确，我们从“供给减少/需求增加——推升价格——企业利润增长——投资增加——就业和工资增加——需求增加”这一循环来看，对于目前价格和利润改善最显著的行业也即产能过剩行业而言，此轮周期存在两个问题，一是供给收缩在价格上涨的过程中起到主要作用，我们不能否认需求的作用，但需求的增长相对缓慢；二是利润的增长不能推动投资增加（去产能），所以我们会发现去年以来一些宏观指标发生了显著的偏离，比如 PPI 和 CPI，工业增加值和工业利润等。但是如果把目光从产能过剩行业身上移开，事实上可以发现整体经济仍在缓慢地复苏，而不是下滑或者萎靡不振。

企业投资大面积改善。首先看投资方面，2017年1-7月份，在有统计数据的73个行业里，剔除掉大类之后的66个子行业中，有32个行业实现投资增速的同比多增，也即今年投资增速高于去年同期水平，有34个行业投资增速同比少增，而如果将2016年全年数据与2015年相比的话，实现投资同比多增的行业仅有15个，这很明显意味着今年以来追加投资的企业比去年多了不少，而且这里面还不包括部分产能过剩行业，因为诸如黑色金属冶炼、有色金属采矿冶炼加工等行业的投资都是大幅下滑的，所以我们完全不看产能过剩部门，其他部门的投资需求也在改善。

图 1、投资快速增长的部分行业



资料来源：WIND 资讯 南华研究

消费保持稳健增长。其次从消费的角度来看，2017年初受汽车消费增速回落的影响，城镇消费增速下滑，但是农村消费仍保持高速增长；分类别来看，受二三线城市商品房销售的带动，家用电器和音像器材等消费高速增长，同时高端消费诸如化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品等也保持快速增长。此外，2季度开始网络消费增速也迅速恢复。CPI 方面，如果剔除天气因素对食品价格的影响，排除食品价格拖累 CPI 的情况，可以看到 CPI 中非食品和服务品的涨幅和消费的整体温和增长是较为一致的。

表 1、与去年同期相比 CPI 增减情况

指标名称	2017-07	2016-07	同比增减
CPI: 累计同比	1.40	2.05	-0.65
CPI: 食品: 累计同比	-1.90	5.80	-7.70
CPI: 非食品: 累计同比	2.30	1.10	1.20
CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 累计同比	2.10	1.60	0.50
CPI: 消费品: 累计同比	0.60	2.00	-1.40
CPI: 服务: 累计同比	2.90	2.10	0.80

资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 2、城镇和乡村消费增长情况

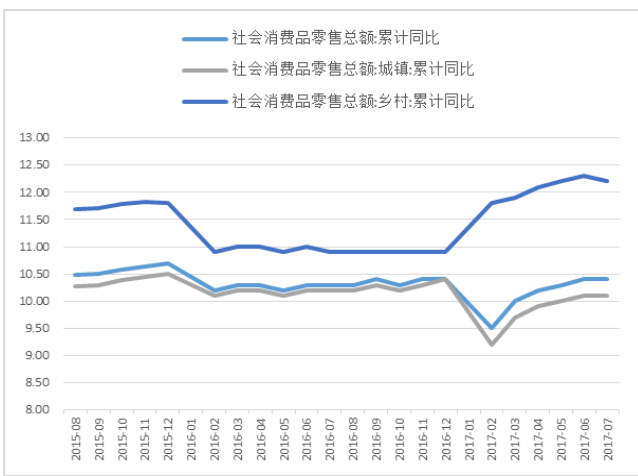


图 3、网络零售增长情况

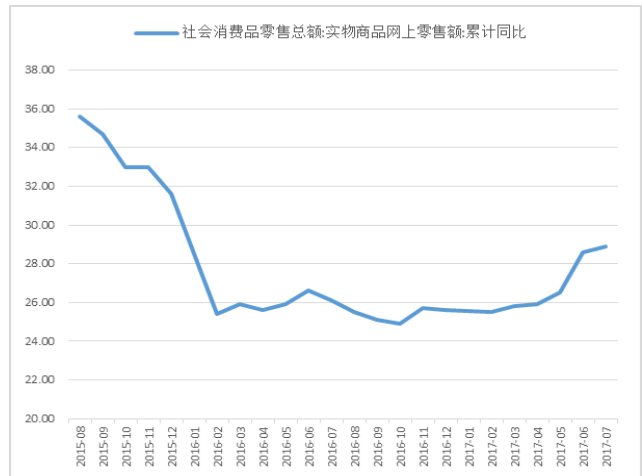


图 4、高端消费增长情况

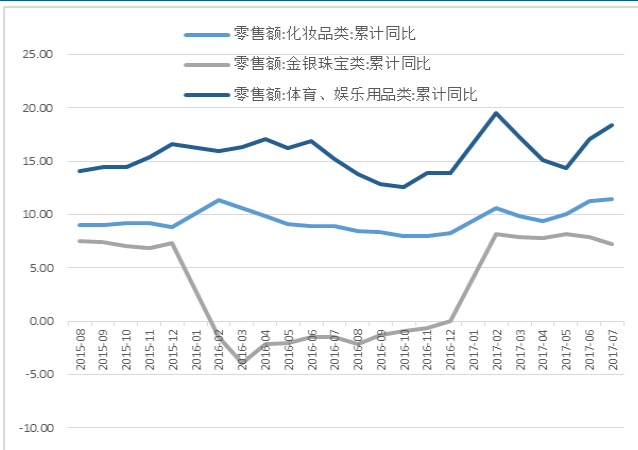
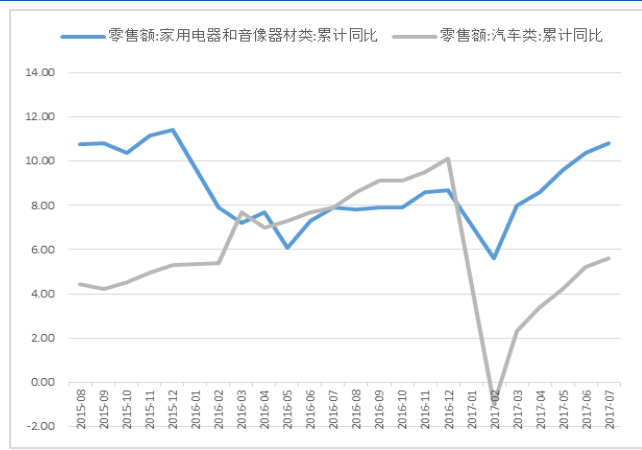


图 5、汽车和家用电器增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

上游原材料价格进一步向下游传导是大概率事件,但对于整体企业成本的影响还是相对有限。从企业成本的角度来看,2016年至今上游大宗商品价格的上涨已经对中下游形成了一定传导效应,表现在与去年同期相比,2017年1-7月,采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 累计同比增幅大幅上升,除此之外,以行业

分类的PPI中，30个行业里面，有29个行业PPI累计增速都出现了同比多增的情况。目前在环保政策全面铺开的情况下，PPI的传导效应还会进一步增强，范围会进一步扩大。但成本的上升是否会挤压企业利润，从而对投资形成负面影响呢？

表2、PPI分类增长情况

指标名称	2017-07	2016-07	同比增减
PPI:全部工业品:累计同比	6.40	-3.60	10.00
PPI:生产资料:累计同比	8.60	-4.70	13.30
PPI:生产资料:采掘工业:累计同比	26.20	-13.00	39.20
PPI:生产资料:原材料工业:累计同比	12.40	-7.50	19.90
PPI:生产资料:加工工业:累计同比	5.70	-2.90	8.60
PPI:生活资料:累计同比	0.70	-0.20	0.90
PPI:生活资料:食品类:累计同比	0.60	0.50	0.10
PPI:生活资料:衣着类:累计同比	1.30	0.80	0.50
PPI:生活资料:一般日用品类:累计同比	1.20	-0.40	1.60
PPI:生活资料:耐用消费品类:累计同比	-0.20	-1.70	1.50

资料来源：WIND 资讯 南华研究

成本上升是否会造成负面效应主要关注两个方面：一是成本和利润增长的对比；二是原材料上涨对不同行业的影响程度有较大区别。从利润和成本增长的对比来看，利润方面，39个工业子行业里面，2017年1-7月，利润同比多增的行业有25个，平均多增76个百分点，利润同比多增的行业里面，除产能过剩行业之外，包括仪器仪表制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等在内的高端制造业利润也保持着高速增长；利润同比少增的行业有14个，平均少增19个百分点，利润增速下滑的行业以原材料加工工业为主，包括石油加工业、黑色金属加工业和电力热力供应业，其他行业利润增速下滑幅度比较小，而且除了电力热力行业之外，石油和黑色金属加工业今年的利润仍是大幅增长，同比少增是由于2015年基数非常低造成的；主营业务成本方面，39个行业中有37个行业出现成本上升，平均上升9个百分点，可见成本上升的速度不及利润的增长。此外，尽管行业经营成本普遍出现上升，但其中有较大成分是由于企业生产复苏所带来的正常经营成本，比如大部分原材料工业的成本去年都是负增长，所以企业成本的上升应辩证看待。

从原材料上涨对不同行业的影响来看，涨幅最高的黑色系产业链中，尽管焦煤焦炭和铁矿石大幅上涨，但钢材涨幅和利润更高，所以这一产业链整体都是受益的。而黑色产业链的下游是基建和房地产，对于这两个行业来说，原材料在成本中的占比较小，而且受房价和销售大涨的影响，房企的利润增长和利润率都在持续改善。目前受煤炭上涨影响较大的主要是电力热力行业，但其属于价格管制行业，在过去的经济低迷期中长期受益于煤价下跌，在煤炭价格开始复苏之后企业出现短暂的亏损，需要和过去的盈利结合起来看。其他行业方面，目前除了黑色品种之外，部分有色和化工品种涨幅也较高，也有一些品种的价格仍处于历史

底部，对于下游行业的影响还是相对有限。所以整体来看，工业企业利润增长相对于成本上升来说是比较乐观的，尤其是高附加值的高端制造业受原材料上涨的影响较小，利润增长要比成本上升快得多。

表 3、部分高端制造业利润和成本增长情况对比

行业	利润增速同比增减	主营成本同比增减
医药制造业	4.90	1.10
通用设备制造业	18.40	9.40
专用设备制造业	15.50	7.00
计算机、通信和其他电子设备制造业	(2.40)	7.70
仪器仪表制造业	22.60	8.00

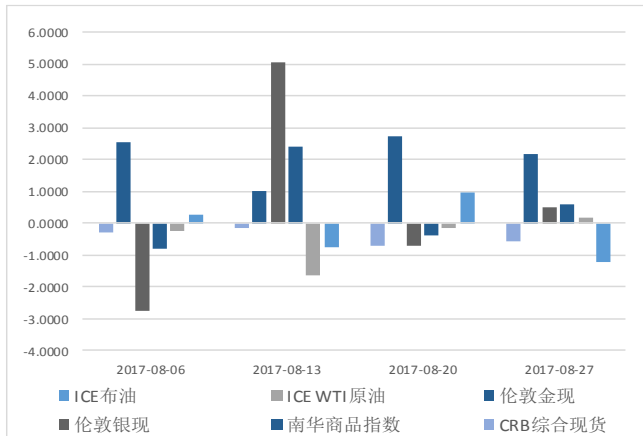
资料来源：WIND 资讯 南华研究

一带一路和 PPP 是不能忽视的重要刺激因素。从未来拉动经济增长的因素来看，消费的增长是较为缓慢稳健的，对发达国家的出口存在较大不确定性，受制于相关国家的货币政策和财政政策的推进程度，所以企业投资和对一带一路国家的出口是需要重点考察的因素。从企业家信心的角度来讲，是否会追加投资归根到底在于目前的周期因素和宏观政策能否提振其对经济的长期预期。从周期因素来看，核心 CPI 的缓慢增长有助于逐渐修复企业信心；从宏观政策来看，目前 PPP 和一带一路是两个最具有边际刺激效应的因素，最新披露的相关上市公司半年报已可看到这两个方面对于企业业绩的明显提振作用，很多龙头公司业绩超过预期。比如一带一路板块，2017 年 1-7 月，中国建筑新订单同比增长了 26.7%，海外订单增长了 88.9%；中国交建新订单增长 51.95%，海外订单增长了 59.39%；中国化学新订单增长 77.4%，海外订单增长超过 120%；中国中冶新订单增长 22%，海外订单增长 23%；中国电建、中国铁建、中国中铁和中铁工业新订单分别增长 40%、47%、34%和 26%。此外，中国中车受今年交付量下降影响利润有所减少，但是 1 季度海外订单也增长了 190%。PPP 的相关龙头企业上半年的收入和利润增长也都超过 50%。所以我们认为，一带一路和 PPP 两大战略一是拓展了新的广阔的海外市场，二是对国内投资利益的重新分配，这两者都将对企业的盈利带来新的增量空间，有助于提振实体经济信心和刺激企业投资。

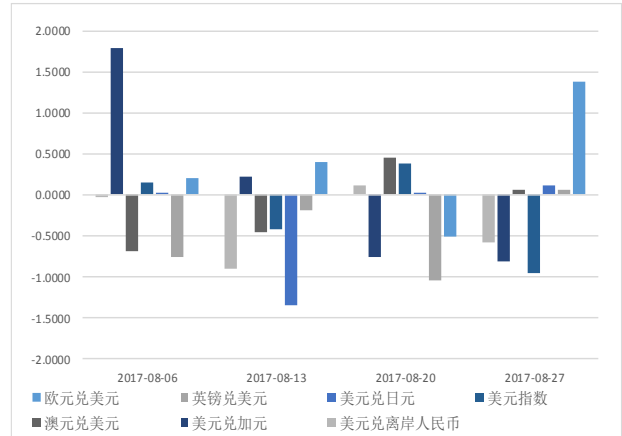
【本周全球大类资产表现】

2017年8月27日

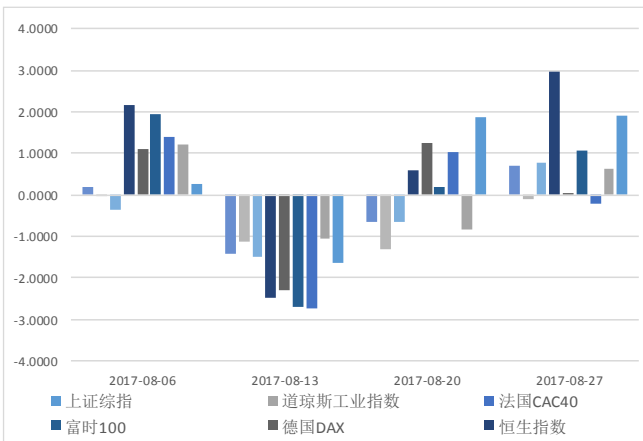
主要大宗商品涨跌幅



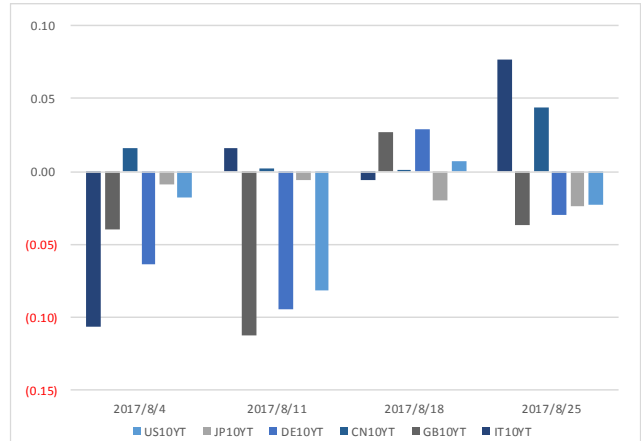
全球主要货币对涨跌幅



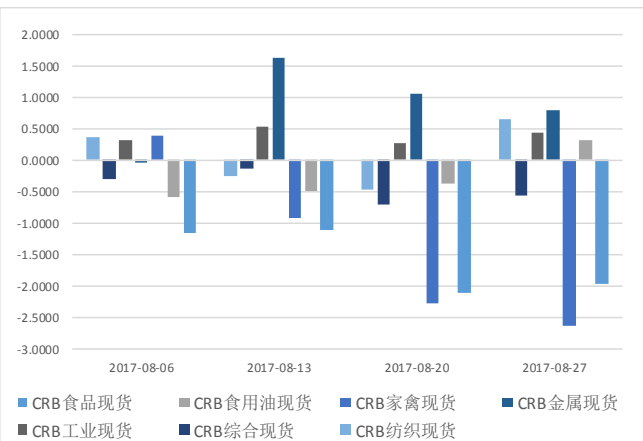
全球股指涨跌幅



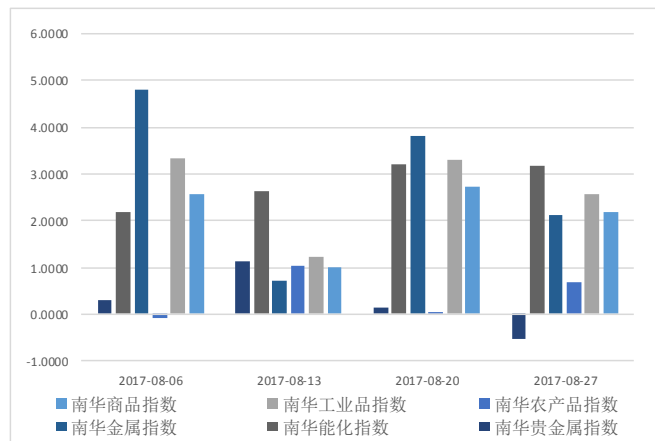
全球债市涨跌基点



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