

四季度经济增长大概率保持稳定

摘要

本周商品运行波动较大，黑色和化工品种底部基本确立，有色品种冲高后或出现一定回调；宏观经济数据符合预期，四季度进出口、消费和房地产投资增长大概率保持稳定；PPI 维持高位，CPI 继续分化，但总体仍较乐观；当前宏观经济的不确定性因素主要来自于基建投资、国有企业去杠杆和 PPP 投资增速的放缓。但由于去年是十三五规划开局之年，基建和国企投资均有较大规模的放量，进入 2017 年后增速有所回落是正常的，从绝对值来看依然保持一个较为稳健的增长。PPP 方面，短期虽有所调整，但长远来看大力发展 PPP 的趋势不会改变。

去杠杆防风险仍是金融监管当局的长期工作重点，但对于“明斯基时刻”既要正确认识，也不要过度解读。从目前国内的风险来看，主要存在于金融机构、国有企业和地方融资平台上面，而且去杠杆防风险在持续推进，M2、基建投资、国企投资增速的下行都是去杠杆的表现，这些问题是决策层在反复强调的，不会对市场构成意料之外的负面影响。而民营企业仍处于去杠杆的过程当中，所以民间投资是需要刺激的重点。此外，居民部门的杠杆率整体还不算高，但要防止合理加杠杆变成非理性加杠杆，控制居民部门的信贷风险。

四季度经济增长 7% 可能性并不低。三季度以来汽车消费增速回升较为明显，四季度一般是国内外消费旺季，鉴于目前欧美经济仍处于稳健复苏的通道上，国内出口有望保持较快增长，增速破年内新高并非没有可能。假如四季度消费保持稳健，投资有所回升，出口保持增长态势，达到 7% 的可能性并不低。我们维持看多股市商品、看空债市的判断不变。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎 敏

limin@nawaa.com

010-83168383

四季度经济增长大概率保持稳定

本周商品运行波动较大，黑色和化工品种底部基本确立，有色品种冲高后或出现一定回调。从宏观经济运行情况来看，9 月份发电量和铁路货运量同比增速略有回落，但仍保持在高位，6 大发电集团日均耗煤量仍高于去年同期水平，结合之前公布的 PMI 数据和进出口数据来看，企业生产需求仍然较为旺盛。作为工业品龙头的黑色品种方面，本周钢材库存环比大幅下降，螺纹社库降了 21.5 万吨，热卷社库降了 7.7 万吨，同比方面，螺纹略高于去年同期水平，热卷基本与去年同期持平；厂库方面，中钢协公布的 9 月底重点企业库存仍然处于低位，比去年同期减少了 100 万吨，所以整体的钢材库存水平是相当低的，供需面维持紧平衡。10 月中下旬之后将进入去库存周期，我们静待后期数据能否持续下降。成材目前基本面仍乐观，原料如铁矿石和焦煤均有一定起色，但焦炭仍在寻底过程当中。我们认为虽然原料库存可用天数相对仍然较高，但是市场的预期已经充分反映在期货价格上，之所以期货价格一直下跌，是因为现货价格还没跌到位，现货跌到位了，期货价格大概率将企稳。此外，值得一提的是 9 月份土地购置面积累计增速达到 12.2%，创 2011 年以来新高。一方面是土地市场成交火爆，另一方面在国土部严查打击囤地投机，要求加快住宅用地开发建设，改善住房供求关系，稳定市场预期，促进房地产市场平稳健康发展的情况下，我们认为房地产投资和建设大幅放缓的可能性极低，甚至存在进一步增长的可能性，中短期时间内相关工业品的需求仍将保持旺盛。

图 1、发电量增长情况

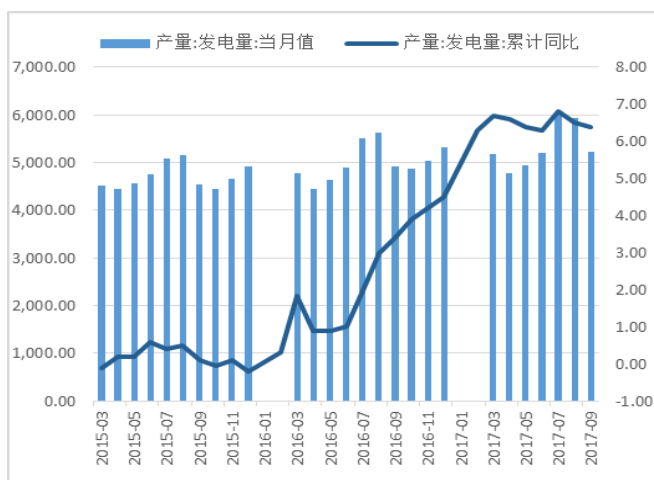


图 2、铁路货运量增长情况

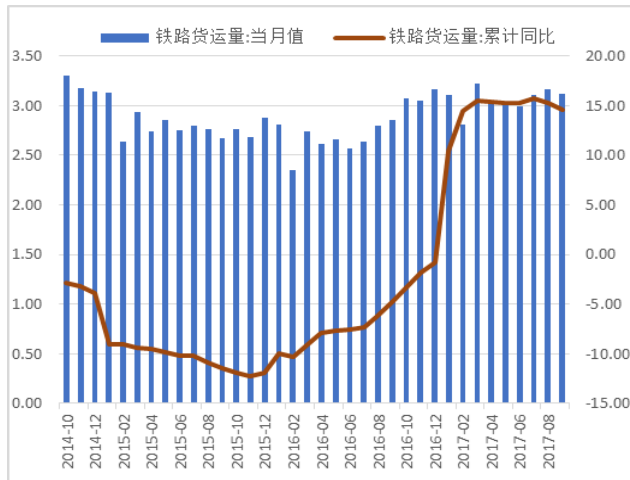
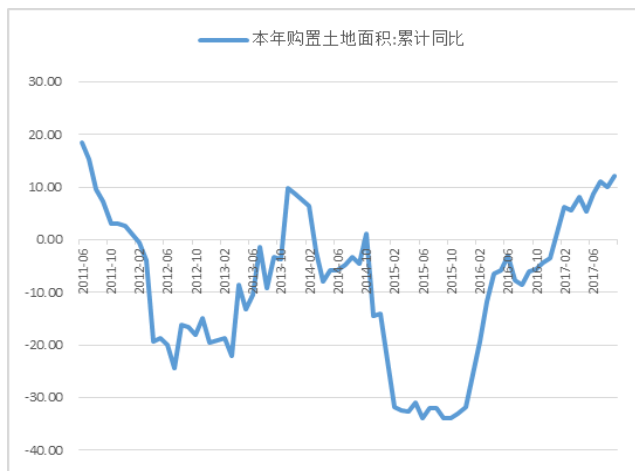
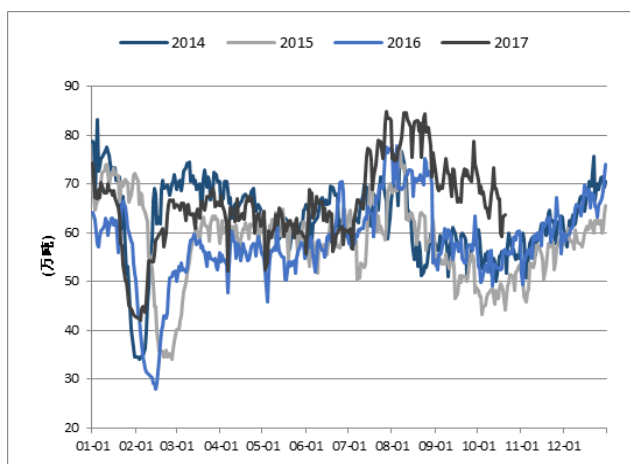


图 3、六大发电集团日均耗煤量情况

图 4、土地购置面积增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

宏观经济数据符合预期，四季度进出口、消费和房地产投资增长大概率保持稳定。本周宏观数据基本验证此前看法，除了上周公布的 9 月份进出口数据大幅回升之外，本周公布的社会消费品零售、房地产投资、工业增加值增速环比均高于 8 月份，三季度 GDP 同比增长 6.8%，比一、二季度回落 0.1 个百分点，全国居民人均可支配收入实际同比增长 7.5%，比二季度多增 0.2 个百分点，是 2015 年三季度以来的最高水平。具体来看，社会消费品零售同比增长 10.3%，环比多增 0.2 个百分点，房地产投资同比增长 8.1%，环比多增 0.2 个百分点，工业增加值同比增长 6.6%，环比多增 0.6 个百分点，证伪了之前市场认为 8 月份之后宏观经济将会下行的预期，中长期国债利率创新高和商品期货的企稳反弹就反映了市场预期的修正。

图 5、GDP 和居民收入增长情况

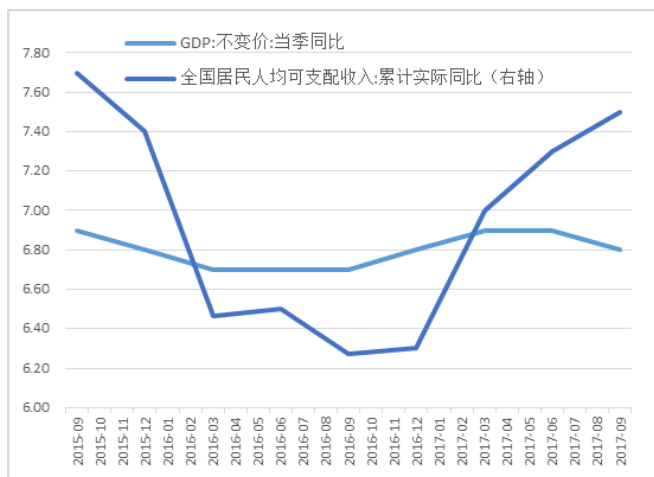


图 6、投资增长情况

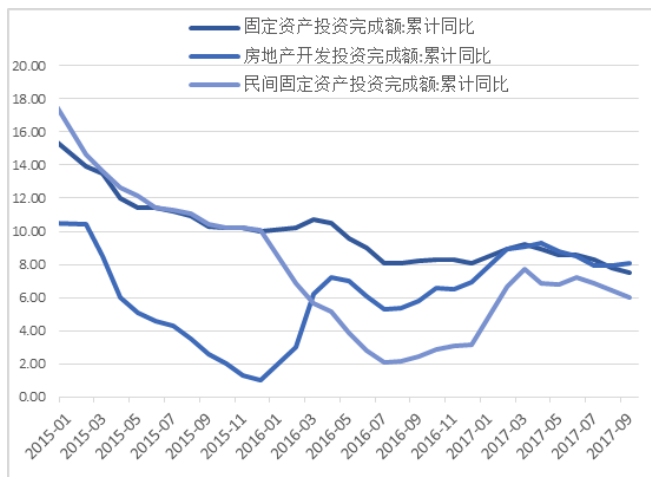
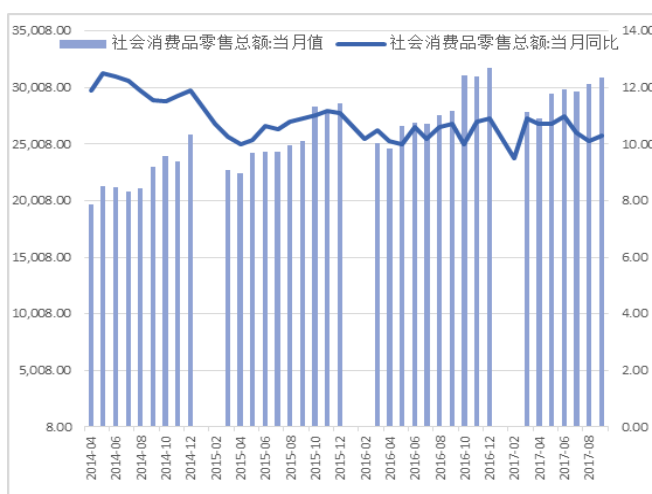


图 7、工业增加值增长情况

图 8、社会消费品零售总额增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

PPI 维持高位, CPI 继续分化, 但总体仍较乐观。在去产能和环保政策作用下, 工业品供需维持紧平衡, 9 月份 PPI 同比增长 6.9%, 环比多增 1.4 个百分点, CPI 同比增长 1.6%, 环比回落 0.2 个百分点。CPI 回落主要还是由于食品价格环比出现了一定回落, 但是核心 CPI、非食品 CPI 和服务类 CPI 仍在稳步上升, 其中核心 CPI 同比增长 2.3%, 环比多增 0.1 个百分点, 食品 CPI 同比下降 1.4 个百分点, 降幅扩大了 1.2 个百分点, 非食品 CPI 同比增长 2.4%, 环比多增 0.1 个百分点, 服务类 CPI 同比增长 3.3%, 环比多增 0.2 个百分点。非食品和服务类 CPI 的稳步增长有利于改善实体经济预期, 对于后期的投资增长将起到一定的支撑作用。

图 9、PPI 和 CPI 情况

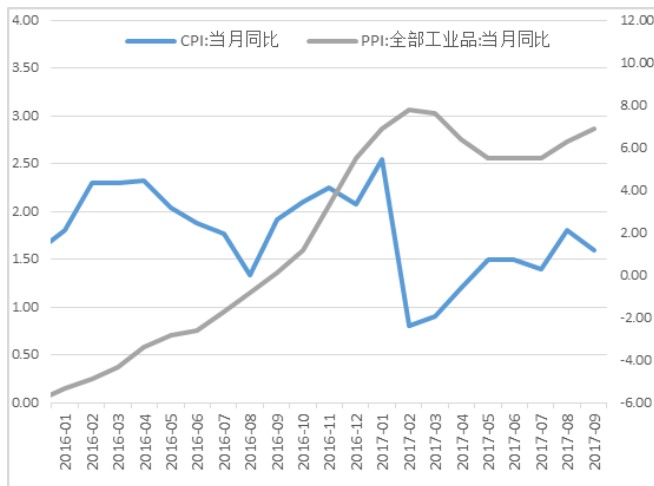
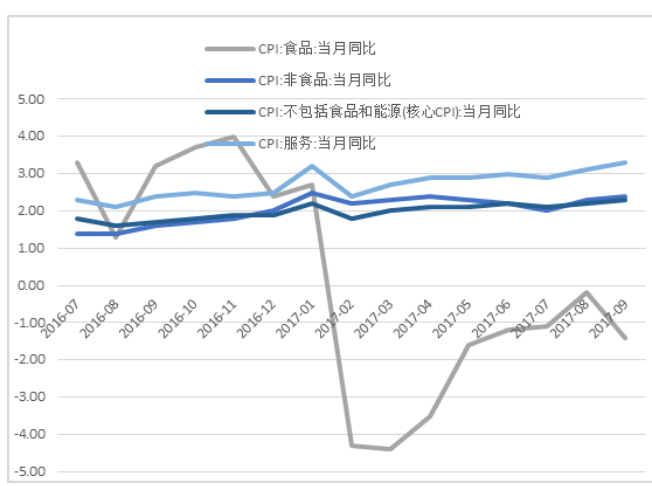


图 10、CPI 分项情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

当前宏观经济的不确定性因素主要来自于基建投资、国有企业去杠杆和 PPP 投资增速的放缓。9 月份整体固定资产投资同比增长 7.5%，环比少增 0.3 个百分点，持续下滑态势未有扭转，民间投资同比增长 6%，环比少增 0.4 个百分点，民间投资在去年下半年企稳回升之后，目前出现了一个回落的态势。整体投资增速下行很可能是由于基建投资放缓和国企去杠杆所致，可以看到基建投资和国企投资增速的持续下滑比较一致，这很大程度上也是由于基数原因所导致的。去年是十三五规划开局之年，基建和国企投资均有较大规模的放量，进入 2017 年后增速有所回落是正常的，但从绝对值来看依然保持一个较为稳健的增长。PPP 方面，短期来看进入执行阶段的投资增速有所回落，这可能是影响民间投资增长的一个因素，但是总投资额仍在加速增长，短期虽有所调整，但长远来看大力发展 PPP 的趋势不会改变，国有企业和管制行业的改革、蛋糕的重新瓜分、激发民间创造性和投资积极性，目前仅仅只是开始。

图 11、基建和国企投资增长情况

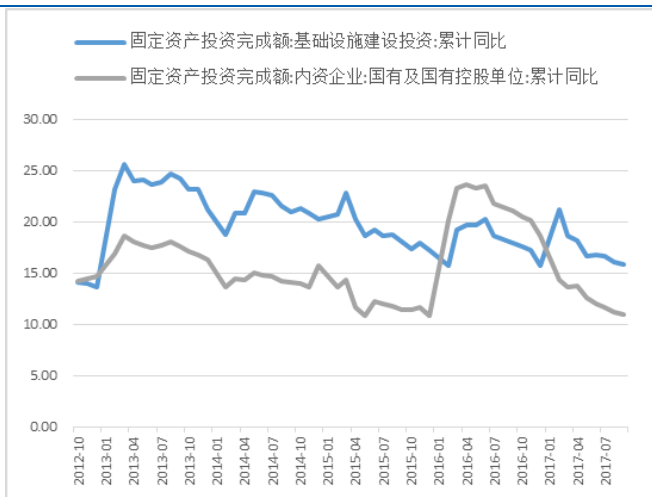


图 12、国有企业累计投资历年情况

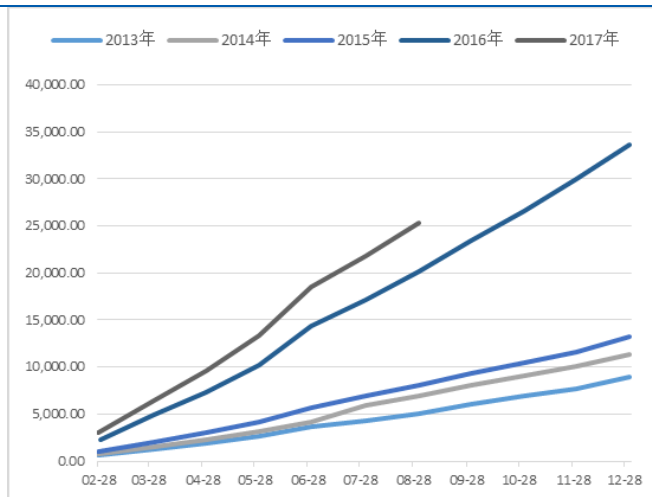


图 13、PPP 项目总投资增长情况

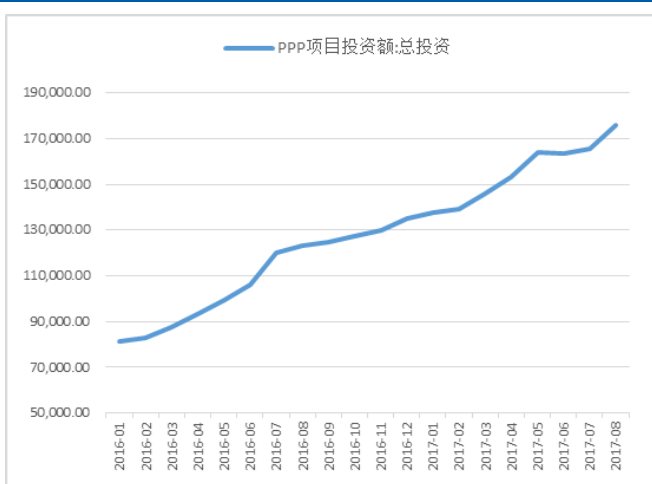
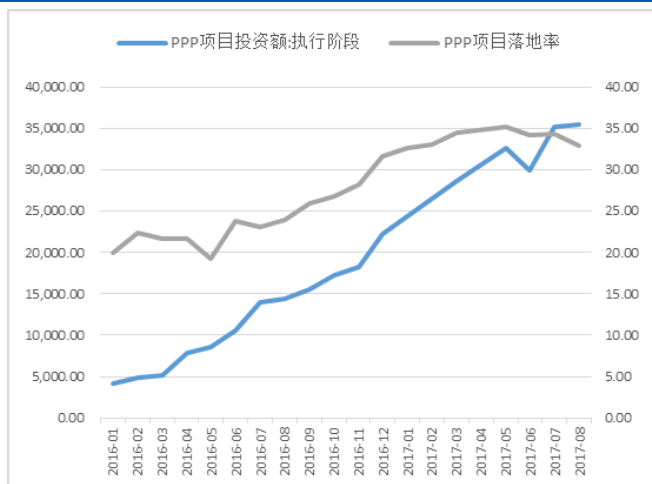


图 14、执行阶段 PPP 项目投资和落地率情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

去杠杆防风险仍是金融监管当局的长期工作重点。需要关注 10 月 16 号周小川行长在 IMF 年会上的演讲和 19 号中央金融系统代表团答记者问，金融机构防风险去杠杆、国有企业去杠杆，这两个方面一定是中长期政策，小川行长希望强化大家的预期和认识，不要心存幻想。此外，对于答记者会上所提到的“明斯基时刻”，这一点既要正确认识，也不要过度的解读。

明斯基时刻是美国经济学家明斯基对于金融危机发生原因一个简明透彻的理论总结，其核心驱动因素在于顺周期性，主要表现是信贷的盲目扩张和资产价格的非理性暴涨。当经济从复苏走向繁荣时，市场心态会从乐观走向盲目乐观，于是资产价格暴涨，银行和实体经济疯狂借贷，从而忽视了隐含的风险甚至出现纵容风险的行为。一旦实体经济的偿债能力出现问题，就会导致资金链的断裂，银行信贷从极度扩张突然走向急剧收缩，于是金融危机开始爆发。所以要有逆周期监管思路，在经济复苏的初期，就需要警惕和抑制这些风险苗头，防止越积越多的风险影响经济的健康发展。

从目前国内的风险来看，主要存在于金融机构、国有企业和地方融资平台上面，而且去杠杆防风险在持续推进中，M2、基建投资、国企投资增速的下行都是去杠杆的表现，这些问题是决策层在反复强调的，不会对市场构成意料之外的负面影响。而民营企业方面，尽管 2015 年至 2016 年初国有企业出现一个大幅加杠杆的情况，但民营企业仍处于去杠杆的过程当中，从民间投资情况和私营企业资产负债情况来看，目前私营经济还没有从去杠杆走向加杠杆，2017 年私营企业资产负债率同比仍在下降，所以民间投资是需要刺激的重点。此外，居民部门的杠杆率整体还不算高，但要防止合理加杠杆变成非理性加杠杆，不要披着消费贷甚至信用贷的外衣，结果是变相的住房贷款，这就要出问题，要控制居民部门的信贷风险。

图 15、国有企业资产负债情况

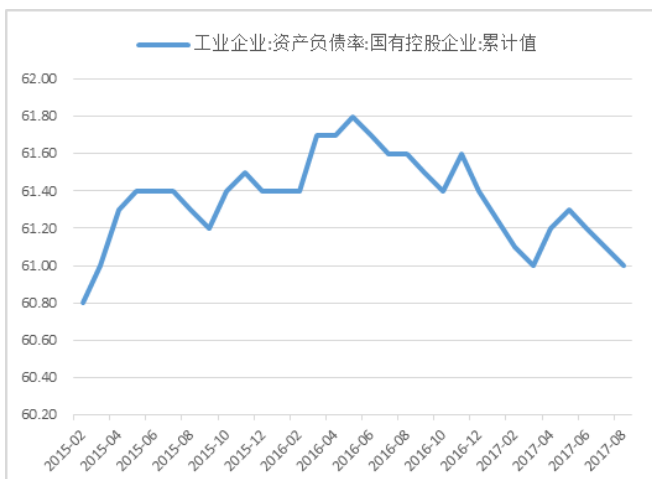


图 16、民营企业资产负债情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

四季度经济增长 7%可能性并不低。除了谈及风险相关的内容之外，小川行长还提到下半年经济增速有望达到 7%，并且认为“推动经济增长的动力主要来自家庭部门消费的快速增长”。从消费的情况来看，今年消费增长波动性较大，1-2 月出现较大幅度回落，3-6 月大幅回升，7-8 月回落，9 月份逐渐回升，这种情况的出现主要来自于长期消费结构的变化和短期刺激政策的基数回落效应。目前居民消费总额占比高低依次是汽车类、食品烟酒类、石油类、服装类，这四类消费品占比超过 65%，其次是电器音像器材、医疗保健用品、日用品、通讯器材和文娱用品等，这些品类的占比不超过 30%。近年来，食品类消费的增速一直处于一个滑落态势，而高端消费保持较快速增长，这是正常情况，反映了居民消费结构的不断改善，但由于食品类消费占比较大，短期可能会对整体消费增速构成一定负面影响；另一方面，由于今年汽车购置优惠的减少，一、二季度汽车消费增速出现较大幅度回落，短期也对消费增速产生了抑制作用，但三季度以来回升较为明显，鉴于四季度一般是汽车消费旺季，有望对消费增速形成提振作用。消费结构的逐渐改善，高端消费的进一步增长，将对中长期投资增速形成支撑作用。

除了国内消费之外，四季度一般是欧美消费旺季，鉴于目前欧美经济仍处于稳健复苏的通道上，国内出口有望保持较快增长，增速破年内新高并非没有可能。假如四季度消费保持稳健，投资有所回升，出口保持增长态势，达到 7%的可能性并不低。由于央行掌握了实体经济的详细融资需求情况，我们认为小川行长的判断一定有依据，不管到底能否达到 7%，其实只要经济保持在稳健复苏的态势上，各方面改革循序推进，就无需过多担忧，看多股市商品、看空债市的判断不变。

图 17、2016 年各类消费品零售总额占比情况

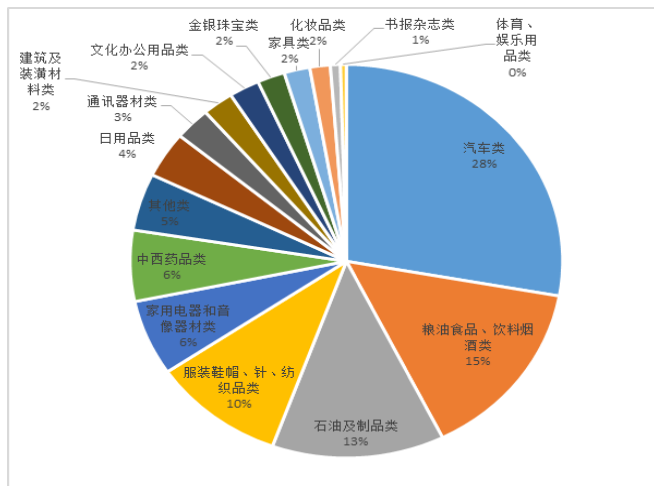
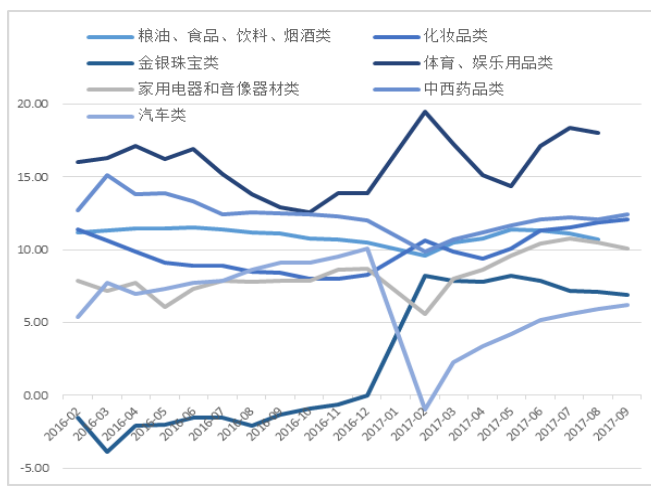


图 18、主要消费品零售增长情况

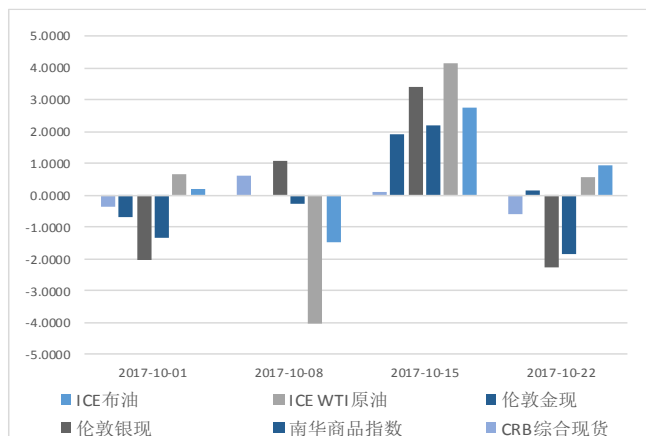


资料来源：WIND 资讯 南华研究

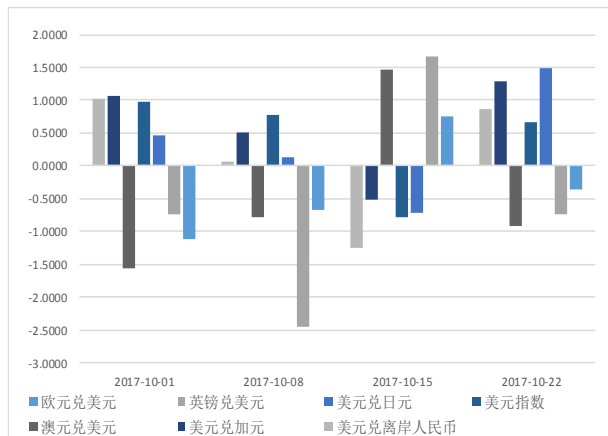
【本周全球大类资产表现】

2017年10月22日

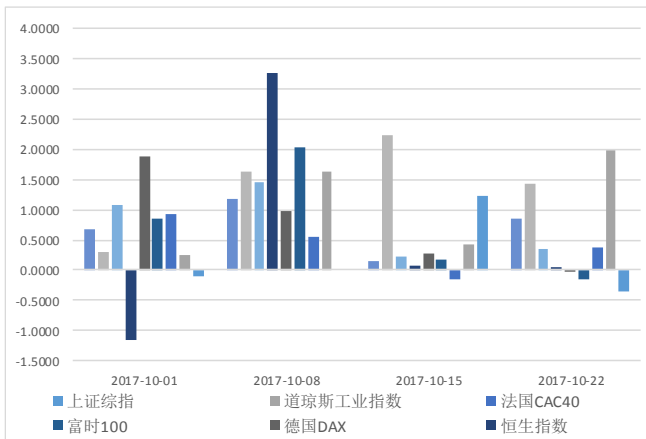
主要大宗商品涨跌幅



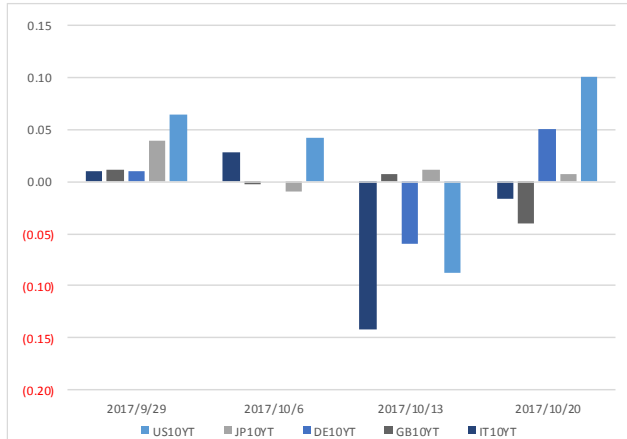
全球主要货币对涨跌幅



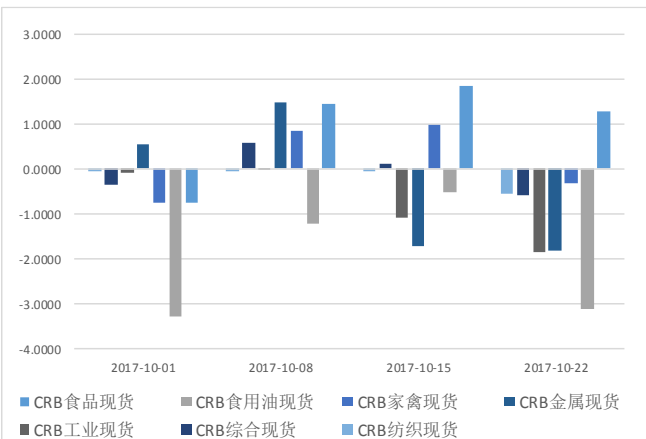
全球股指涨跌幅



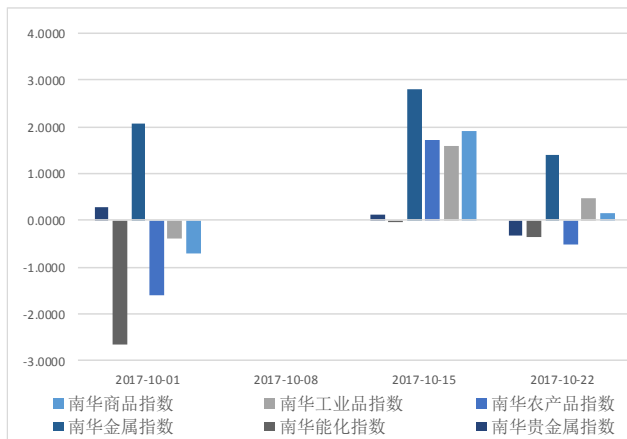
全球债市涨跌基点



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 永康市丽州中路 63 号 11 楼
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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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