南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟
010-63032869
zyw89@nawaa.com
Z0010392

黎 敏
010-83168383
limin@nawaa.com

章睿哲
010-83168383
zhangruizhe@nawaa.com

2018 年宏观年报

归于平淡

摘 要

年关将至，受投资和消费增速回落的影响，宏观经济疲态初显，而商品市场的狂欢尚未落幕，股市仍延续着不紧不慢的节奏，债市一路下跌仍看不到回头之时。从金融市场大类资产的表现来看，2016 年以来已经持续两年出现商品>股票>债券的格局，但宏观基本面仍属于复苏初期，通胀较为低迷，因此大类资产走势可以说是弱复苏下演绎的过热逻辑。

展望 2018 年，在宏观经济复苏和货币政策维持紧平衡的大背景下，预计出口受海外经济复苏拉动将维持稳定增长态势，但受今年基数较高的影响增速有可能小幅放缓；投资方面，受企业利润增长持续改善和中国制造政策的支撑，制造业投资仍有一定上升空间，但基建投资受地方政府和国有企业去杠杆的影响大概率保持低迷，房地产投资受需求周期回落和开放商收入增长下滑的影响有一定下行空间，但商品房库存持续下降、租赁住宅建设铺开在即，地产投资的下行空间也不大，预计全年投资增速将小幅低于 2017 年水平；消费增长预计稳定在 10.2%–10.5%的区间，受投资下行的影响消费将进一步发挥支撑作用。我们预计 2018 年宏观经济将维持弱复苏状态，GDP 增速将在 6.7%左右，略低于 2017 年水平。此外过剩商品的总量去产能将进入尾声，商品价格上涨的推动作用将减弱，但供需基本面仍将维持紧平衡。在这种情形下，我们判断 2018 年大类资产表现将出现股票>商品>债券的格局。

目 录

第 1 章 L 型持续 3

1.1 出口有望持续复苏 3
1.1.1 美欧经济复苏 3
1.1.2 美欧经济复苏展望 3
1.2 投资相对疲软 5
1.2.1 基建拉动作用可能继续减弱 5
1.2.2 房地产投资大幅下行可能性不高 8
1.2.3 制造业投资有一定上行空间 10
1.3 消费保持平稳 12
1.3.1 企业利润带动收入增长 12
1.3.2 财政民生和社会保障支出进一步提高 13
1.3.3 居民消费转型升级 13

第 2 章 大类资产展望：绚烂之后，归于平淡 14

2.1 宏观因素对商品的提振作用将有所减弱 14
2.1.1 后去产能时代对价格刺激作用将减弱 14
2.1.2 投资疲软的负面影响将逐渐显现 16
2.1.3 国内制造业和海外投资复苏仍构成一定利好 17
2.2 宏观弱复苏和货币紧平衡下对股债的影响 20
2.2.1 企业利润改善和成本的温和上升仍对股市构成利好 20
2.2.2 紧平衡货币政策下债市依然看空 24

第 1 章 L 型持续

1.1 出口有望持续复苏

1.1.1 美欧经济复苏

2017 年美国总体复苏提速。2017 年前三个季度美国经济同比增长分别是 2%、2.21%、2.3%，一步一步递进，可以看出美国复苏动能显出韧性，美国整体复苏强劲。

个人消费支出是美国GDP 增长强劲的主要支撑。前三季度，个人消费支出占比美国GDP 总值69%，可见个人消费支出是美国 2017 年 GDP 的主要驱动力。我们对美国个人消费依然看好，美国密歇根大学消费者信心指数升至 100.7，创出 13 年新高，另外随着美国减税政策即将落地，美国实施减税政策后，居民税后收入和企业税后盈利均将显著提高，受居民税后收入增速提升支撑，美国私人消费增长或趋加速。我们预计未来美国消费增长大概率将提速。

私人投资，前三季度私人投资占 GDP 总值 16.5%，私人投资在 2017 年也发挥了更大的作用。新屋销售是私人投资增长的主要拉动，2017 年 10 月美国新屋销售折年数 68.5 万套创出 10 年新高，2017 年 9 月 SP/CS 美国 20 大 中城市房价同比上升 6.19%，为 2013 年房价增速高位回落后的最大涨幅。美国实施减税政策后，居民税后收入和企业税后盈利均将显著提高，受居民税后收入增速提升支撑，我们认为美国房地产受美国减税影响居民收入增加快速推动速上升期，2018 年美国房地产补库存或为大概率。

净出口环比拉动上升。全球复苏支持外需持续改善，在全球同步复苏的外围环境下，美国净出口对 GDP 拉动继续上升。三季度美国净出口拉动 GDP 环比 0.4 个百分点，较 二季度提升 0.2，其中，美国出口年化环比增长 2.3%，进口下滑 0.8%，贸易逆差进一步缩小。

2017 年欧洲经济复苏强劲。2017 年前三个季度欧元区经济增长同比增速分别是 2.7%、1.8%、2.3%，并且欧央行预计 2017 欧元区经济增速将达到 2.2%，较 2016 年的 1.8%显著提高。欧盟出口对 GDP 同比拉动率提升。前三季度居民最终消费支出对 GDP 同比拉动率 1.31%以上，资本形成总额对 GDP 同比拉动率 0.6%以上。欧盟进出口是欧盟 GDP 增长强劲的动力，2017 年欧盟进出口数据相比去年大幅提高，并且前三季度出口对 GDP 同比拉动率都在 2%以上，出口对欧盟 GDP 有积极贡献，欧盟出口好转主要是全球经济复苏，外需增加。

1.1.2 美欧经济复苏展望

2017 年以来，美欧经济回暖，国际市场需求总体回升，中国出口复苏强劲，今年前 11 个月，我国货物贸易出口 13.85 万亿元，同比增长 11.6%，预计 2018 年出口随着欧美经济复苏而持续复苏。

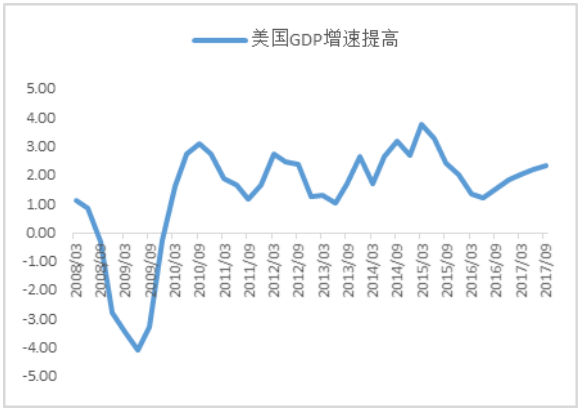
美国经济或持续复苏。私人消费及美国地产可能预期的补库存支持美国经济持续复苏。

美国实施减税政策后，居民税后收入和企业税后盈利均将显著提高，受居民税后收入增速提升支撑，美国私人消费增长及投资加速，我们预计未来美国消费增长大概率将提速，美国房地产发展加速，美国地产或出现补库需求。

欧元区增长动能有望持续。欧元区制造业产能利用率创下金融危机以来的新高；制造业 PMI 攀升至 58.6，接近 2011 年初的高点；经济景气指数、Sentix 投资信心指数、消费者信心指数也都显示，欧元区经济已经复苏，并且据 IMF 今年 10 月的预测，2017 年和 2018 年欧元区的增速分别有望达到 2.1%和 1.9%，较之于 7 月的预测各提高了 0.2 个百分点。

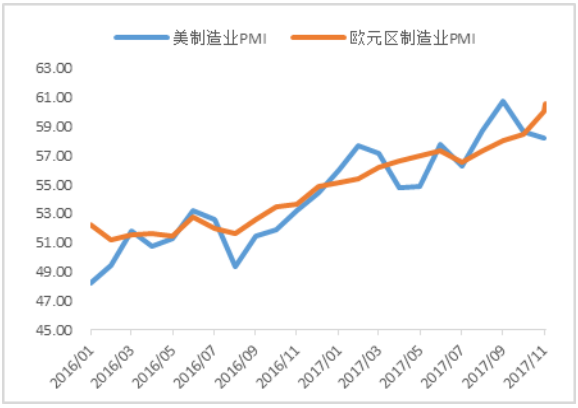
总结：2017 年美欧经济复苏，外需增加，带动中国出口增长，展望 2018 年美欧经济复苏动能强，预计 2018 年出口随着欧美经济复苏而持续复苏。

图 1.1.1 美国 GDP 增速提高



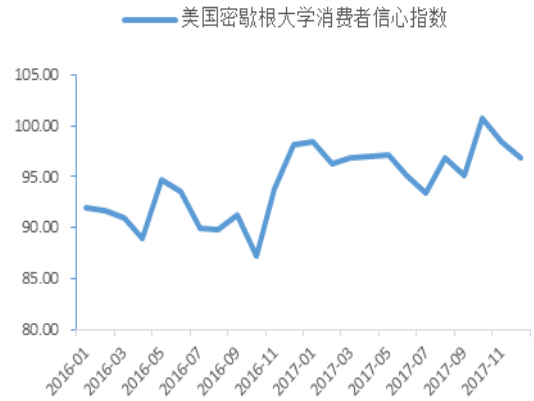
资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.2 欧美国家经济景气程度



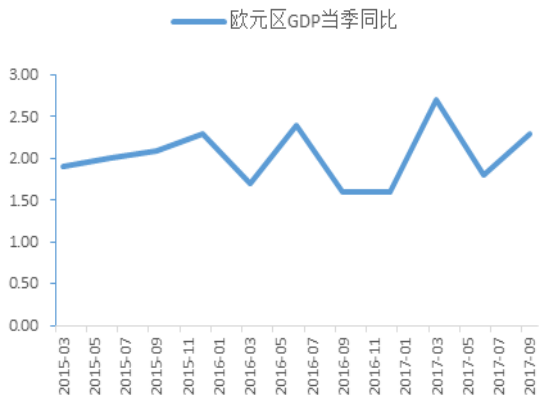
资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.3 美国密歇根大学消费者信心指数



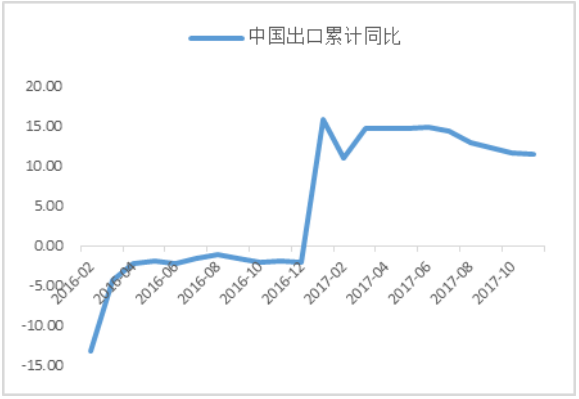
资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.4 欧元区 GDP 当季同比



资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.5 中国出口累计同比

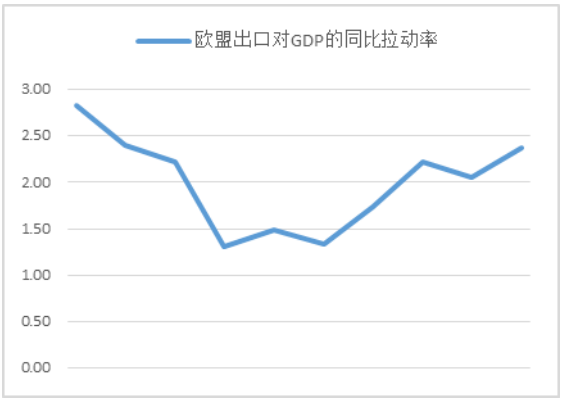


资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.6 美国净出口对美国 GDP 环比拉动率

资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.7 欧盟出口对 GDP 同比拉动率



资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.8 欧盟经济景气指数

资料来源：WIND 南华研究

1.2 投资相对疲软

1.2.1 基建拉动作用可能继续减弱

地方政府和国有企业去杠杆进行时。由于地方政府与国有企业负债率高居不下，地方政府与国有企业整体去杠杆的时点已经到来，地方政府和国有企业去杠杆主要是加强对地方政府债务控制，那么未来基建投资超预期高速增长的模式不可持续。

从近年地方政府审计部门公布的政府性债务数据和当地 GDP 及财政收入比较可以看到，地方债务余额占当地当年财政收入最高的比例达到了将近 6 倍，占 GDP 比重最高达到 83%，全国 30 个省市里面（除去未公布数据的西藏），有 3 个省份债务余额占当年财政收入比重超过 5 倍，从高到低分别是贵州、甘肃、青海，有 6 个省份达到 300%以上，分别是湖南、宁夏、广西、云南、内蒙古和海南，有 11 个省份超过 100%。对于占比最高的贵州省来说，地方政府即使每年把全部财政收入用于偿还债务，不计算利息支出，也至少需要 6 年才能还完，而且这个数据还不包括一些通过其他渠道融资的债务，存在较大程度低估，实际地方负债总额会更多。此外，负债比例较高的大多数是欠发达省份，大规模举债很可能在未来对这些地区的财政造成很大负担，甚至导致区域性金融风险。

表 1.2.1.1 全国各地区地方政府债务余额占 GDP 与当年财政收入比重（地区后没有标注数字的为 2017 年数据）

地区	占当年财政收入比重	占 GDP 比重
贵州（2015）	582.35%	83.36%
甘肃（2015）	562.61%	61.63%
青海	561.45%	52.05%
湖南（2015）	438.23%	37.79%
宁夏（2014）	388.38%	47.96%
广西（2015）	386.75%	34.87%
云南	350.57%	42.96%
内蒙古	339.63%	37.78%
海南（2014）	305.65%	48.48%
黑龙江（2015）	271.47%	20.98%
重庆（2015）	260.01%	35.65%

山东（2014）	232.96%	19.71%
四川	230.52%	23.72%
安徽（2015）	229.27%	23.21%
陕西（2015）	227.25%	25.76%
辽宁（2013）	227.01%	27.89%
吉林（2015）	223.88%	19.28%
河北（2015）	222.26%	19.75%
新疆	218.40%	29.40%
浙江（2014）	216.87%	22.25%
河南（2014）	194.94%	15.28%
江西	183.92%	21.39%
湖北（2014）	172.87%	16.21%
福建（2015）	165.70%	16.23%
山西	147.14%	17.55%
江苏（2015）	131.48%	15.06%
天津（2015）	97.18%	15.67%
上海（2015）	88.41%	19.55%
广东（2015）	87.43%	11.25%
北京	73.67%	14.58%

资料来源：WIND 南华研究

从国企的角度来看，近年来国有控股企业负债率从最高的 61.8%下降至 61%，降幅十分有限，而且仍然显著高于其他类型的企业。投资方面，在 2013–2016 年投资增速大幅下滑的时期，诸如股份制、私营等企业的投资增速均在下降，但国企投资扮演了中流砥柱的作用，在此期间一直保持在 10%以上，特别是 2016 年初有一个较大幅度的上升，这一方面稳住了宏观经济增长，使经济转型有更长的缓冲期，但另一方面也使国企的负债率高居不下。2016 年以来，随着供给侧改革的推进，实体经济逐渐焕发活力，不仅过剩行业负债情况大幅改善，而且民生投资也有明显回暖，此时国有企业去杠杆的时点已经到来。

货币政策将保持收紧。全球主要经济体的货币政策已经开始了紧缩周期 “紧货币”会成为全球的一个主基调，中国大概率也会效仿。2017 年，在稳健中性货币政策基调下，央行通过维持流动性紧平衡来进行金融去杠杆，预计 2018 年，中国货币政策将继续延续紧平衡。

发达国家货币政策转向，开启紧缩周期。美国：加息频率提升。美国货币政策已处于回归正常化的阶段，而伴随经济稳健复苏，渐进加息和缩表也稳步推进，市场预计 2018 年美国还将加息三次，2018 年 缩表将达到 4200 亿美元。加英：开启加息模式。加拿大和英国是发达经济体中目前已经开启加息的国家。加拿大加息是因经济增速回升而英国加息的背后则是汇率贬值后的通胀压力。欧：欧央行对待货币政策转向更加谨慎，欧洲缩减购债规模。

央行维持紧平衡大势难改，自从 5 月 12 日央行第一季度货币政策执行报告 公布以来，央行的操作以及取向就出现了微调，从前期的稳健中性略偏紧转向 了“不松不紧”的操作，在边际上略有改善，这也使得半年末流动性整体运行 比想象中平稳。今年以来央行流动性管理更加灵活，公开市场操作透明度加强， 在维持资金面紧平衡的大方向下，相机抉择的政策操作灵活度加强，在维稳银行间流动性的同时，逐步抬升银行负债端利率，最终引导金融机构去杠杆的完成。

继续巩固金融去杠杆成效。上半年的去杠杆工作成效显著，5 月末 M2 同 比增长 9.6%，首次跌

破 10%，创下历史新低，并且 6 月、7 月、8 月、9 月、10 月、11 月后面 M2 增速，分别是 9.4%、9.2%、8.9%、9.2%、8.8%、9.1%，都没有反弹超过 10%，这说明金融体系内部套利活动已经得到约束，金融去杠杆初见成效。去杠杆已经成为供给侧结构性改革的一个重要目标，一个长远的工程。今年 6 月份流动性略显宽松，在一定程度上是央行“削峰填谷”的调控思路造成的，跨季之后，货币政策不会变得更松，而更可能是维持 一个“不紧不松”的格局。不紧是为了为实体经济发展、供给侧结构性改革提 供稳定的合理的流动性，以免去杠杆政策误伤实体经济并阻碍改革，而不松则是继续保持一种抑制杠杆乃至去杠杆的货币环境，避免杠杆反弹以及僵尸企业和过剩产能迟迟无法出清。要知道，去杠杆将会是未来长期的任务，如果放松货币政策，会带来预期的改变并鼓励市场加杠杆，导致去杠杆的工作出现反复，影响供给侧改革的严肃性与紧迫性。因此，多种因素决定了金融去杠杆需要把握力度节奏，化解市场担忧，为经济成功转型创造好的金融环境。

展望下半年，即便货币政策边际上出现稍有放松的调整，但仍不改紧平衡的总基调。金融去杠杆的政策决心更加坚定，流动性紧平衡的总基调没有发生太大变化，这个基调一旦定下来，它持续的周期就会很长，紧缩周期至少要持续到明年二季度。这也就意味着，在今后 一年多整治金融套利循环的时间内，即便遇到流动性紧张时刻，也难见货币政策量价双松。

2018 年中国货币政策将兼顾中国经济超预期、金融去杠杆、通胀中枢上移和全球紧缩潮三个方面，货币政策基调大概率会保持偏紧。1、中国 GDP 超预期，没必要实施宽松的货币政策，从 2017 年的经济运行来看，第一季度 GDP 同比增长 6.9%，第二季度 GDP 再增 6.9%，第三季度 GDP 增速 6.8%，前三季度 GDP 都在 6.8 以上，基本高于预期。2、金融去杠杆仍会延续。从年末一系列的金融监管政策出台来看，金融去杠杆仍在延续，宽松的货币政策，很可能又回到原来的老路上去，进而导致金融去杠杆前功尽弃。而且，从最近监管层频频下达严监管指令来看，政策趋向也是在收紧的。3、通胀中枢上移。油价、环保等因素，带来 CPI 继续上涨，一方面国际油价尚有继续上行的空间，或致使交运价格继续上升；另一方面，企业盈利改善短期内不会停止，当前在环保趋严的自然走势下，供给收缩增加了通胀行的压力，通胀压力存在，需要货币政策趋紧。4、 全球紧缩带来的人民币压力。美国的货币政策正在收缩，渐进加息和缩表也稳步推进，同时还有加拿大、英国、韩国已经进行了加息，欧洲央行也开始释放退出宽松的信号，现在紧缩已经在全球蔓延，人民币一篮子货币都将面临贬值的压力， 这需要央行采取一定的对冲政策。

结论：地方政府与国有企业负债率高居不下，地方政府和国有企业去杠杆主要是加强对地方政府债务控制，另外预测 2018 年中国货币政策继续保持稳中趋紧，这两个方面会导致未来基建投资超预期高速增长的模式不可持续

图 1.2.1 20 分类型工业企业资产负债率情况

图 1.2.2 分类型企业固定资产投资增长情况

资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.3 M2 增速同比下滑

资料来源：WIND 南华研究

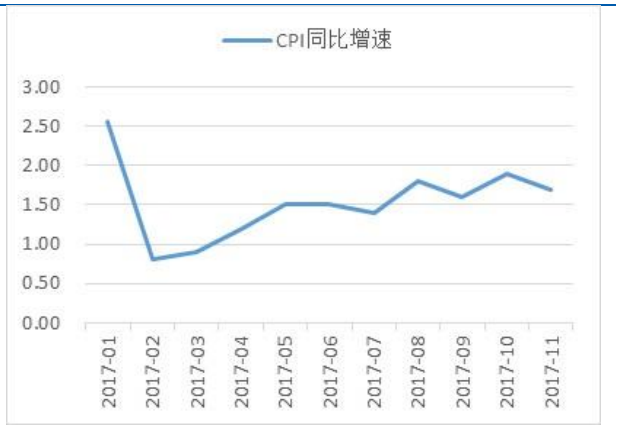
图 1.2.4 Brent、WTI 原油价格不断上涨

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.5 人民币有贬值压力

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.6 CPI 持续上升



资料来源：WIND 南华研究

1.2.2 房地产投资大幅下行可能性不高

商品房库存持续下降，存在补库需求。2017 年 1–11 月全国房企土地购置面积 22158 万平,同比增长 16.3%,增速环比提高 3.4 个百分点,其中 11 月单月同比增速为 43.1%,增幅环比扩大 24.8 个百分点,创 14 年四季度以来新高。从待售面积同比来看,17 年以来，同比增速都为负值，11 月份都高达–13.7%。1–10 月土地购置面积增幅持续上涨，土地购置面积大，表明地方政府积极加大土地供应，房企拿地也全面提速，土地市场热度持续，但是房地产待售面积同比增速持续降低，可见去库存政策取得显著成效,开发商库存降至历史低位,在低库存的实际情况下,我们认为企业存在补库需求，企业较高的拿地补货意愿仍将延续。

销售面积销售额下半年有所反弹。2017 年 1–11 月全国商品房销售额 115481 亿元，同比增长 12.7%，增速环比扩大 0.1 个百分点，为今年下半年以来 首次反弹，其中 11 月单月销售额同比增速为 13.3%，增幅环比扩大 15 个百分点；1–11 月全国商品房销售面积 146568 万平米，同比增长 7.9%，增速环比收窄 0.3 个百分点，其中 11 月单月同比增速为 5.3%，增幅环比扩大 11.3 个 百分点。全国房地产销售同比从低点到收窄，销售反弹主要得益于主流城市的供给改善，以及居民收入增加，

并且住房贷款也有所增长，主要体现在小城市，地产库存又比较低，预计 2018 年房地产下行的可能性不高。

2017 年 1–11 月全国房企到位资金 139489 亿元,同比增长 7.7%,增幅较上月扩大 0.3 个百分点,这主要得益于自筹资金、定金及预收款出现改善,二者 1–11 月同比增速为 2.7%、15%,增速较上月分别扩大 1.9、0.2 个百分点。但需求端信贷依旧收紧,1–11 月个人按揭同比下降 1.6%,降幅较上月扩大 0.6 个百分点。利率方面,根据融 360 数据,11 月全国首套房贷平均利率为 5.36%,较上月上升 0.06 个百分点。房地产开发企业到位资金虽然小幅改善，但是目前受到楼市成交放缓、各种融资渠道收紧影响，企业资金链风险逐渐积累，未来压力增加。

新开工回升而投资有所回落。2017 年 1–11 月全国商品房新开工面积 161679 万平,同比增长 6.9%,增幅环比扩大 1.3 个百分点,其中 11 月单月同比增速达到 18.8%,较上月提升 23.1 个百分点,单月增速亦创 2016 年四季度以来新高,表明房企开工意愿比以前更加强烈。而全国开发投资却小幅回落,1–11 月全国房地产开发投资 100387 亿元,同比增长 7.5%,增速较上月收窄 0.3 个百分点,而 11 月单月投资同比增速为 4.6%,增幅较上月收窄 1 个百分点，新开工回升受销售面积和销售额下半年有所反弹影响较大，未来政府限价政策若有所松动，或者管制的价格空间拉大，加上企业现阶段拿地积极及年底销售旺季到来、去化加速，企业开工意愿将再次恢复；投资有所回落主要是受商办类投资的低迷的影响。

一二线城市租赁住宅建设铺开，三四线城市加大城镇棚户区改造。

政策支持租赁。2017 年 7 月，九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求人口净流入的大中城市发展住房租赁业务，并选取广州、深圳等 12 个城市开展试点，租赁市场迎来政策利好。加大租赁土地供给、利用集体用地建设租赁住房，鼓励房企转型开展住房租赁业务、培育专业化住房租赁企业，允许提取住房公积金支付房租，税收优惠，政府发放租赁补贴。

租赁市场需求大。城镇化进程加速，人口不断涌入大城市，租赁房需求逐年增加，城市房价过高，并且贷款限制较多，部分需求满足不了的可以到租赁房市场，大城市晚婚晚育较多，这也加大租赁市场的需求。但是目前我国一线城市租赁房源供给不足，且租赁市场有待进一步规范。

共有产权房、租赁房的供给稳定了房价。一二线房价一直处在高位，可以通过发展住房租赁市场、对新市民实施公租房、发展共有产权住房、继续推进限价房 等等，从需求层面着手的政策，提高限购限贷的限制，基本遏制住了一二线房价上涨的势头。我们要认为房子是用来住的，实施多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，按照这个制度，一二线城市加大了对共有产权住房、租赁住房和限价房的新试点。共有产权房、租赁房主要是从供给层面挤占了很大一部分普通商品房供给。 政府稳定房价的决心不变。从限购、限价，到限贷、限售、限商办，“五 限”时代在中国部分城市已拉开帷幕的背景下，租赁同权、共享房产和淘宝租 房等供给侧政策的出台，彰显政府稳定房价的决心不变。租赁同权将使租房和 买房享有同等的权力；共享房产将使我们可以随时随地住到想住的房子里；淘宝租房将使“住房”信息透明化，让恶意炒房者无缝可钻。政府调控的原则就 是保持市场长期稳定，可以预期的是，如果市场再有波动，还会有更多储备政 策对外发布。

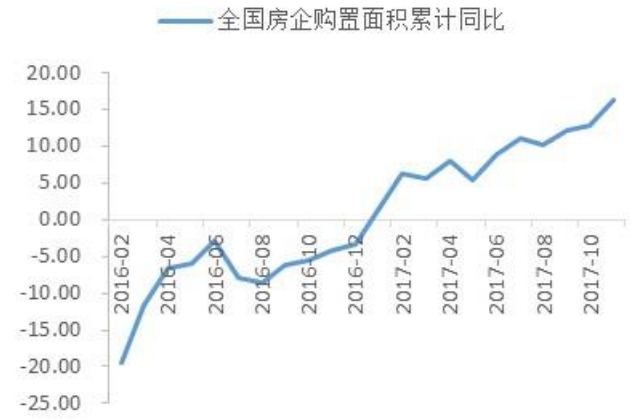
房地产供给侧改革下的创新政策。央行发布了最新的中国区域金融运行报告。其中房地产被重点提及，而在谈及金融对房地产支持的时候，明确了两条底线：严格限制贷款用于投资和投机性买房。报告强调，2017 年，各地区将认真落实“房子是用来住的，不是用来炒的”这一政策要求，继续强化 “因城施策” 调控政策，全国房地产市场可能呈现“成交回落、价格平稳略降” 的发展态势。报告认为，调控力度差异化，调控范围不再局限于一二线城市， 开始向三四线城市延伸，调控手段更加丰富。报告同时指出，“房价上涨预期 仍然存在；土地供应不足，部分城市甚至出现‘面粉比面包贵’的情况；部分 热点城市库存处于低位，短期内市场供应紧张。因此，需要更为立体的房地产 调控长效机制。租赁同权、共享房产和淘宝租房就是供给侧改革下应运而生的创新措施。

三四线城市主要是通过城镇棚户区改造支撑三四线楼市。年初以来，三四线楼市成交持续超预期，

不可否认，城镇棚户区改造比例提升是背后重要推手。在今年 5 月召开的国务院常务会议上，国家确定了未来 3 年棚改的目标，2018 至 2020 年再改造各类棚户区 1500 万套，未来每年仍需要大规模去库存，从而为三四线楼市平稳提供有效支撑。

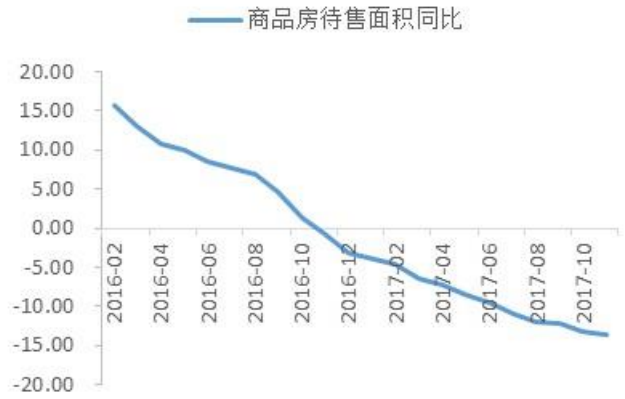
总结：随着“稳增长、去库存”政策的推进，房地产库存逐步消化，从目前的市场情况看，去库存卓有成效，一线城市商品房可售面积处于近七年新低，二线及三线城市也处于近 5 年中相对低的位置，地产库存又比较低，房地产行业补库意愿强烈，未来一二线房地产调控的目标，通过共有产权房、租赁房的供给稳定了房价，三四线是通过城镇棚户区改造， 来刺激三四线房地产市场，预计 2018 年房地产下行的可能性不高。

图 1.2.7 全国房企购置面积累计同比上升



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.8 商品房待售面积持续下降



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.9 全国商品房销售面积及销售额累计同比

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.10 房地产开发及新开工面积累计同比

资料来源：WIND 南华研究

1.2.3 制造业投资有一定上行空间

制造业工业增加值回升。制造业工业增加值由2016年的6.3%–7.2%之间波动，上升为2017年6.7%—8.1%之间波动；2017 年中国制造业采购经理人指数都在 51.2%以上， 2017 年尽管受到环保限产的影响，各要素增值可能远远超过这个目前的数值。

内外需都有改善。2017 年中国进口金额同比在 10.9%–38.4%之间波动，出口金额同比–2.1%–15.6%之间波动，全球经济温和复苏，是内外需求都表现出很强的韧性的主因。2017 年出口交货值 7.5%–12.9%之间波动，而 2016 年出口交货值–1.3%– 3.9%之间波动，2017 年出口交货值有明显提升，全球经济复苏，外部需求有很强的韧性，出口将慢慢稳定，出口对于制造业对应的工业生产和需求仍然影响显著。出口持续改善可能为未来制造业投资改善积蓄动力。虽然当前出口改善并没有带来制造业投资的大幅度上升，但这是由于出口对投资的带动是间接的，当出口需求接近或超越现有的产能，才能够带来显著的产能扩张和制造业投资。

工业企业利润小幅增长，1–10 月利润总额累计增长 23.3%，前值 22.8%。10 月同比增长 25.1%，前值 27.7%。1–10 月采矿业利润总额累计增长 4.1 倍；制造业利润累计增长 20.1%； 电力业累计增速下降 16.3%。国企利润累计增长 48.7%（与上中游煤炭、钢铁、 有色、石化加工等行业利润增速较高有关），私营企业利润累计增长 14.2%， 企业利润率上升的主因是供给减少需求增加导致价格上涨，而成本却在下行，工业企业利润率提升。预计工业企业利润率会继续提升，1、当前企业效益整体仍然维持 在较高的水平，去产能过程中上游行业产业集中度得到进一步提升，更高的产业集中度自然会导致较高的盈利，获得更多市场份额的企业可以获得更多利润，所以短期企业利润上行延续。2、随着改革的进一步推进，通过不断优化 经济发展的结构，去产能促使相关行业提高产业集中度对企业利润的正面贡献仍会延续，但相关效应会边际减弱。降成本继续推进，也将促进企业成本费用降低，进而促使利润逐渐上升。

制造业工业增加值回升。制造业工业增加值由 2016 年的 6.3%–7.2%之间波动，上升为 2017 年 6.7%—8.1%之间波动；2017 年中国制造业采购经理人指数都在 51.2%以上， 2017 年尽管受到环保限产的影响，各要素增值可能远远超过这个目前的数值。

政策支撑力度加大，创建“中国制造 2025 示范区建设”。《通知》指出，通过创建示范区，鼓励和支持地方探索实体经济尤其是制造业转型升级的新路径、新模式，对于加快实施《中国制造 2025》，推动制造业转型升级，提高实体经济发展质量，加强制造强国建设具有重要意义。一是在东中西部选择部分城市或城市群建设国家级示范区，进行体制机制创新探索，分别探索出适合东中西部区域制造业转型升级的路径和模式，制造业创新能力不断提升，工业基础能力稳步增强。二是制造水平持续提升，加快培育和发展新技术、新产业、新业态。三是注重人才培养，通过人才引进、对外合作等综合施策，充分激发制造业主体活力。我国制造业将进入全面转型升级阶段，其进展也会提速，完成转型升级的制造业将继续推动我国经济健康持续发展。

全球掀起减税潮，减税降费政策推进。特朗普减税政策即将落地， 12 月 2 日，美国国会参议院最终投票 51：49 通过了共和党税 改法案。根据此次通过的税改法案，美国企业税税率将大幅下降，从 35%降 低到 20%。同时，包括个人所得税在内的多项税制都将被简化，现行的多数 项目式减税办法将被取消，以较低税率对美国企业转移回国的海外资产进行一次性征税等。英国特里莎·梅政府也在推动出台降低企业所得税率的政策来应对脱欧让企业继续留在英国。英国目前的企业所得税率为 20%，按照之前通过的法律 2020 年将降至 17%。法国总统热门竞选人之一弗郎索瓦菲永也提出了减税的政策主张，他声称，如果当选，会将法国的企业所得税率从当前的 33%降到 25%。7 月 1 日开始，中国 4 月出台的减税新政将全面落地实施。我国减税经历了企业所得税两税合并、增值税转型、营改增等多项重大改革，为企业和个人营造了良好的税制环境，减税成为提振经济活力的上佳路径。1、原适用 13%增值税税率的农产品、自来水、天然气等货物销售企业，简 并税率后统一按照 11%的税率征收增值税。自 2017 年 7 月 1 日起，取消 13%的税率，改革后形成 17%、11%、6%三档税率结构 。2、自 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，将小型微利企业年应纳税所得额上限由 30 万元提高到 50 万元，符合这一条件的小型微利企业所得税减半计算应纳税所得额，并按 20%优惠税率缴纳企业所得税。3、自 2017 年 7 月 1 日起，将商业健康保险个人所得税税前扣除试点政策推广至全国实施。减税降低企业

所得税，会间接提高本土产品在国内以及国际市场的竞争力，有利于公司获取更多市场份额。最直接来说，减税会增厚企业利润，企业可用于再投资的资金增加，这会直接刺激企业的投资；减税有助于刺激居民消费，税负的减少，意味着居民可支配收入的增加，意味着总消费的增长。

总结：海内外需求扩张，工业企业利润增长改善刺激投资、政策支撑力度加大，创建“中国制造 2025 示范区建设”、全球掀起减税潮，减税降费政策推进等都支撑制造业进一步上行，为制造业投资反弹提供了条件。预计 2018 年上半年，制造业投资有望进一步反弹。

图 1.2.11 工业企业利润累计同比

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.12 制造业工业增加值同比

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.13 出口交货值同比

资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.14 中国官方 PMI

资料来源：WIND 南华研究

1.3 消费保持平稳

1.3.1 企业利润带动收入增长

一般来说，收入增长越快的地区，其消费也随之较快增长，近期消费增速变动主要取决于购买力。构成居民购买力的收入主要是与企业盈利相关的工资性收入和经营性收入。工业企业利润近期环保限产和供给侧改革等因素共同引发工业品价格上涨，同时降成本继续推进，也将促进企业成本费用降低，进而促使利润逐渐上升，企业利润上升，与企业盈利相关的工资性收入和经营性收入也相应增加，消费也随之较快增长。

1.3.2 财政民生和社会保障支出进一步提高

随着经济结构的转型、经济增长目标的淡化和对民生问题的重视，要求地方政府更多把财政资金用于民生支出，而非基建支出。在十九大报告中可以看到，尽管经济社会发展目标的规划时间提前，但这一目标没有再提具体的 GDP 或人均 GDP 数量目标，而是重点强调要使“人民生活更为宽裕，中等收入群体比例明显提高，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小，基本公共服务均等化基本实现，全体人民共同富裕迈出坚实步伐”。这显示出新发展思路和理念对于提高发展质量和效益、解决发展矛盾的高度重视，不是盲目追求发展，而是要“保证全体人民在共建共享发展中有更多获得感。”

其次是报告中没有再提速度概念，不再有“平稳较快发展”、“又好又快发展”等提法，而是指出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，不断增强我国经济创新力和竞争力。

我国公共财政支出中的公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、节能环保、城乡社区共八项民生支出，都有很大的提高，财政民生和社会保障支出提高了，居民用于支出公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、节能环保、城乡社区的费用就会减少，其实也是变相增加居民收入，在一定程度也刺激消费。地方财政支出结构也会发生很大变化。实际上这种变化在过去几年里已经发生，诸如社会保障和就业、医疗卫生、节能环保、城乡社区事务等民生支出增速大幅高于地方财政支出整体增速，而交通运输支出则低于整体水平，所以未来的财政支出结构会更加往满足人民对美好生活的向往、解决发展不平衡不充分问题的方向优化。

1.3.3 居民消费转型升级

消费转型，教育医疗潜力巨大。中国年轻人的数量开始下降，而老年人数量开始增加、同时在放开二胎以后小孩的数量也开始回升。老年人需要更好、更便捷的医疗环境、医疗设施养老，小孩需要更多的教育，这些都是服务需求。我国在以教育、医疗为代表的部分服务业领域仍存在着市场准入管制，阻碍了行业效率的提升，但同发达国家仍有差距。

消费升级。居民消费更注重品牌消费，买更好的必需品或者奢侈品。三四线城市由于农民工回流，在大城市购买力和消费习惯带回三四线城市，另外棚改、扶贫、新农村建设带来财富效应，即居民财产性收入增加，使得其购买力提升，从而促进消费，尤其是非必需品、奢侈品的消费，三四线城市消费升级。

结论：企业利润带动收入增长、财政民生和社会保障支出进一步提高，支撑消费保持平稳，但 2018 年消费方面的亮点确是消费的转型升级。

图 1.3.1 生类支出增长情况

图 1.3.2 通运输支出增长情况

资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

第 2 章 大类资产展望：绚烂之后，归于平淡

2016 年以来，受商品去产能、金融去杠杆和宏观经济弱复苏的影响，金融市场大类资产表现已经持续两年出现商品>股票>债券的格局。2017 年 1–3 季度，GDP 累计同比增长了 6.9%，3 季度当季同比增长 6.8%，而 4 季度 10–11 月份除了出口之外，投资和消费增长均低于 3 季度水平，所以预计 4 季度 GDP 当季增速为 6.7%，全年 GDP 将录得 6.8%的增长水平。展望 2018 年，在宏观经济复苏和货币政策维持紧平衡的大背景下，预计出口受海外经济复苏拉动将维持稳定增长态势，但受今年基数较高的影响增速有可能小幅放缓；投资方面，受企业利润增长持续改善的支撑，制造业投资仍有一定上升空间，但基建投资可能持续低迷，房地产投资有一定下行空间，预计全年投资增速将低于 2017 年水平；消费增长预计稳定在 10.2%–10.5%的区间，受投资下行的影响消费将进一步发挥支撑作用。我们预计 2018 年宏观经济将维持弱复苏状态，GDP 增速将在 6.7%左右，略低于 2017 年水平。此外过剩商品的总量去产能将进入尾声，商品价格上涨的推动作用将减弱，但供需基本面仍将维持紧平衡。在这种情形下，我们判断 2018 年大类资产表现将出现股票>商品>债券的格局。

2.1 宏观因素对商品的提振作用将有所减弱

2.1.1 后去产能时代对价格刺激作用将减弱

从 2017 年国内大类资产的表现来看，商品涨幅最大，股市上涨较为缓慢，债券表现最差，仅看大类资产的相对表现，比较类似美林时钟的过热时期，但宏观基本面仍属于复苏初期，通胀较为低迷，因此大类资产可以说是弱复苏下演绎的过热逻辑，商品大涨的主要推动因素在于去产能和环保政策的影响。环保方面主要是供暖季的停限产政策，每年对相关商品的影响会持续一个季度左右，2018 年供暖季环保政策现在尚无法判断，而两个供暖季之间的商品表现则很大程度上受去产能政策的影响，而 2018 年之后总量去产能将进入尾声，对于商品价格上涨的刺激作用与 2017 和 2016 年相比将会有一定程度的减弱，但是制造业投资仍有一定的增长空间，海外需求保持上升态势，未来在供需紧平衡格局下商品价格的支撑仍然是较强的。

从产能去化进度来看，2015 年淘汰落后炼钢炼铁产能 9000 多万吨、煤炭产能 9000 万吨、水泥 2.3 亿吨、平板玻璃 7600 多万重量箱、电解铝 100 多万吨；2016 年退出钢铁产能超过 6500 万吨、煤炭产能超过 2.9 亿吨；2017 年压减钢铁产能 5000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，钢铁和煤炭的去

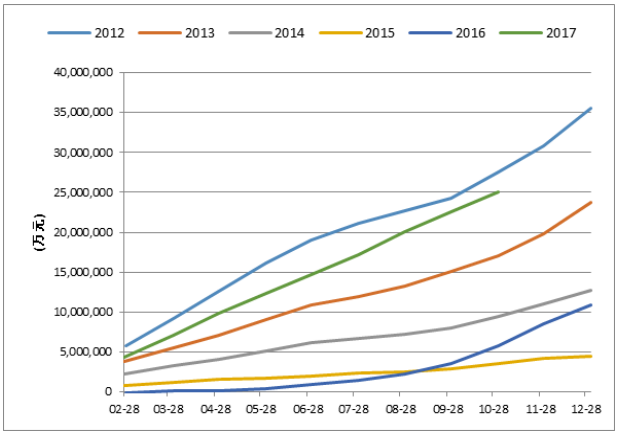
产能任务分别已在 8 月底和 10 月份提前完成。而且在 10 月份时 1.4 亿吨“地条钢”产能已经出清，目前还有一小部分地条钢在高利润诱惑下死灰复燃，但全面清除地条钢的主要任务已经基本完成。

根据上述统计资料，以及 2015 和 2016 年国家相关部委提出的 3–5 年内削减钢铁产能 1.4 亿吨、煤炭产能 5 亿吨的目标，近两年钢铁和煤炭分别完成产能削减 1.15 亿吨和 4.4 亿吨以上，在没有新的去产能目标提出的情况下，钢铁和煤炭分别只剩 2500 万吨和 6000 万吨的去产能任务需要完成。近期国家发改委副主任连维良表示我国于 2016 年提出的用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右的任务有望在 2018 年基本完成，或有可能提前完成。而钢铁的去产能进度可能比煤炭更快。在这种情况下，2018 年以后总量去产能会逐渐进入尾声，工作重点会转移到做大做强先进产能上，那么对于商品价格上涨的刺激作用会逐渐减弱。

从企业利润的角度来看，产能是否过剩与企业效益本身是辩证统一的关系，一方面如果产能过剩、供过于求，那么商品价格就会下跌从而导致企业亏损，进而影响地方就业和财政收入，甚至导致银行坏账风险，那么就有削减产能的必要性；另一方面如果企业效益有较大改善，商品价格能够维持在企业盈亏平衡点之上，那么说明供需已基本满足需求，商品供给既不过剩也不短缺，那么也意味着去产能基本进入尾声，商品价格也达到了新的平衡，不会再出现暴涨暴跌的情况。而目前过剩行业的企业利润已有了较大的改善。

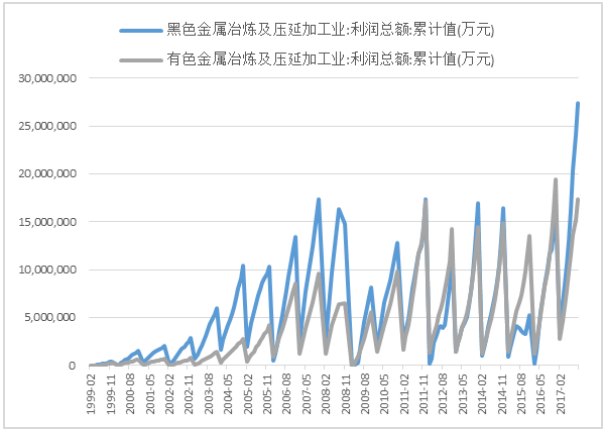
具体来看，2017 年 1–10 月，采矿业利润累计增长 405%，其中煤炭和黑色金属采选业分别增长了 629%和 56%，制造业当中的黑色及有色金属冶炼及压延加工业利润分别增长了 162%和 44%；利润总额方面，2017 年煤炭行业利润总额已接近 2012 年的水平，有色行业利润创历史同期新高，黑色金属行业利润更是已经远远超过历史水平；销售利润方面，煤炭钢铁行业利润均已大幅回升至 2008 年的水平；亏损情况方面，煤炭、钢铁和有色行业的亏损企业家数及亏损总额已经下降至 2012 年以前的水平，企业效益持续好转，距离全行业实现扭亏为盈已经为期不远；资产负债率方面，2016 年以来过剩行业的负债率有明显下降，但整体仍然偏高，这主要是多年以来积累的亏损难以在一两年之内消化，所以严格限制产能的措施仍将长期存在，商品价格维持高位的可能性较高。

图 2.1.1.1 历年煤炭行业利润总额情况



资料来源：WIND 南华研究

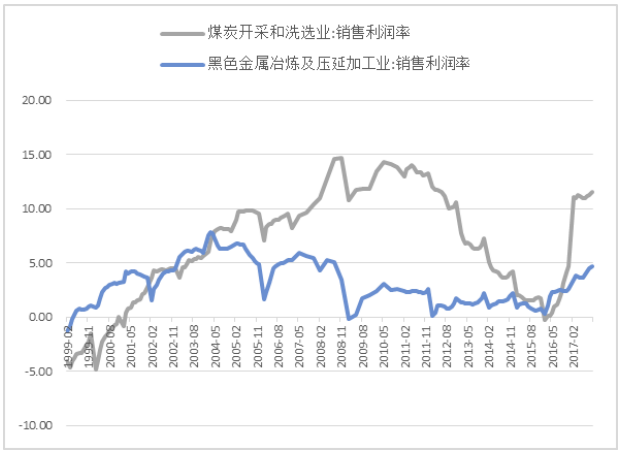
图 2.1.1.2 黑色和有色金属加工业利润总额情况



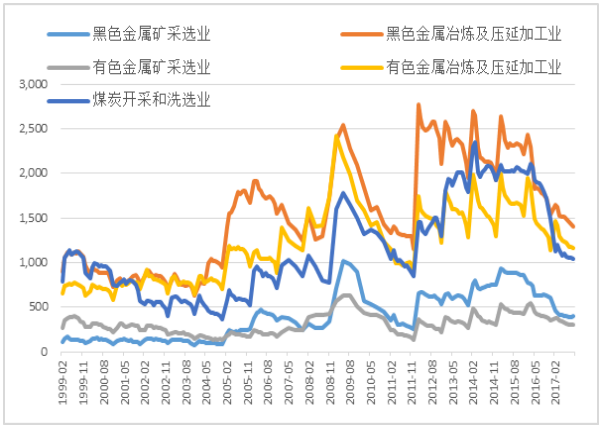
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.1.3、煤炭和钢铁行业销售利润率情况

图 2.1.1.4 黑色及有色行业亏损企业家数累计情况



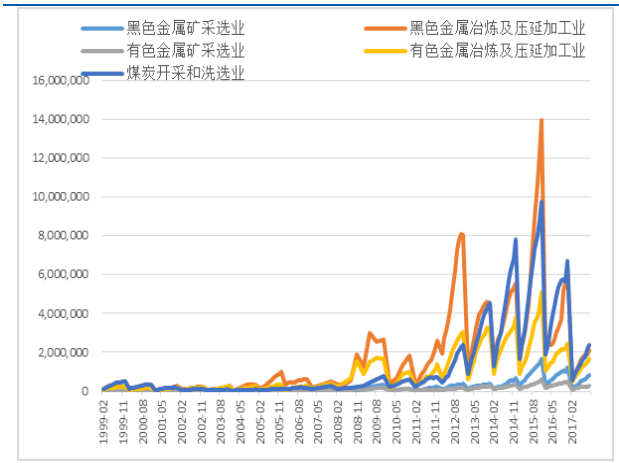
资料来源：WIND 南华研究



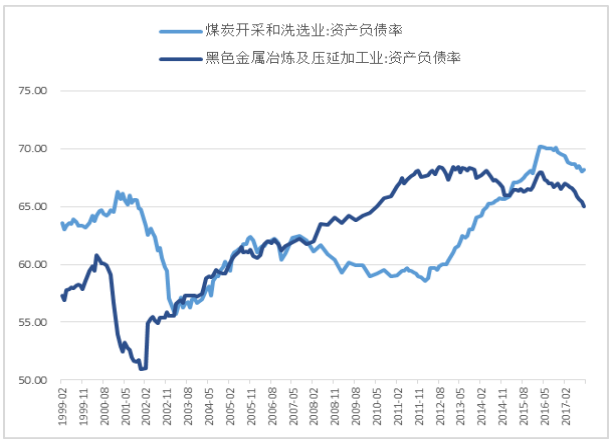
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.1.5 黑色及有色行业亏损企业亏损总额累计情况(万元)

图 2.1.1.6 煤炭和钢铁企业负债率情况



资料来源：WIND 南华研究



资料来源：WIND 南华研究

2.1.2 投资疲软的负面影响将逐渐显现

从对 GDP 的边际拉动效应来看，近年来投资对于 GDP 的贡献率持续下降，2014 年以前，资本形成对于 GDP 同比增长的贡献率还在 50%以上，但截至 2017 年 3 季度，资本形成对于 GDP 的贡献率已经下降至 32.8%，而最终消费支出的贡献率则上升至 64.5%，净出口贡献率回升至 0 以上。

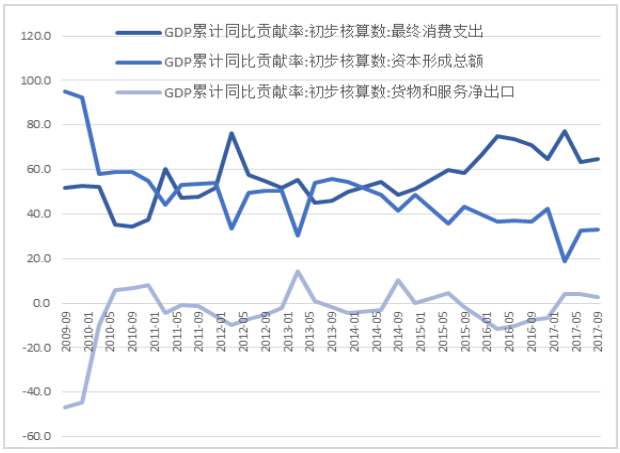
从投资实际增长情况来看，截至 2017 年 3 季度，整体固定资产投资、民间固定资产投资和房地产开发投资实际增速均创历史最低水平，而名义的民间和房地产开发投资增速仍高于 2016 年底的水平，说明这里面包含了较多水分，一方面是近两年土地和原材料价格涨幅较高，另一方面是剔除价格因素之后的实物需求量增长较少，这反过来也可以从社会生产产值的有限增长中得到体现。

从名义投资增速来看，2017 年 1-11 月，固定资产投资名义增速继续下降，由于地方政府和国有企业去杠杆的原因，未来基建需求可能进一步下滑，而且从十九大报告和国民经济的总体规划情况来看，我国基建的高速增长期已经进入一个明显的拐点，未来基建投资可能较难再出现 20%以上的增速；

房地产方面，从商品房销售增长情况来看，目前需求端周期已经基本进入尾声，这意味着开发商未来的投资将趋于谨慎，另外销售收入增长将会出现下滑，而销售收入是占开发商资金来源比例最高的部分，基本为 45%左右，收入增速下降会制约未来房地产投资的增长。但由于目前商品房库存较低且仍在

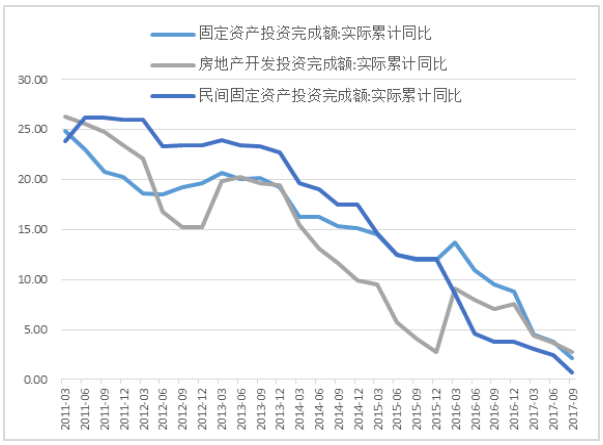
加速下滑，同时一二线城市租赁住宅建设将全面铺开，我们预计中短期时间内房地产投资下行的空间并不是很大，预计 2018 年仍能发挥一定的支撑作用。此外民间投资仍显疲弱，考虑到 3 季度民间投资实际增速仅有 0.76%，未来不排除出现负增长的可能。如果实际投资出现负增长的话，那么对于原材料需求的负面影响会逐渐显现。

图 2.1.2.1 三大需求对于 GDP 增长的贡献情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2.2 投资实际增长情况



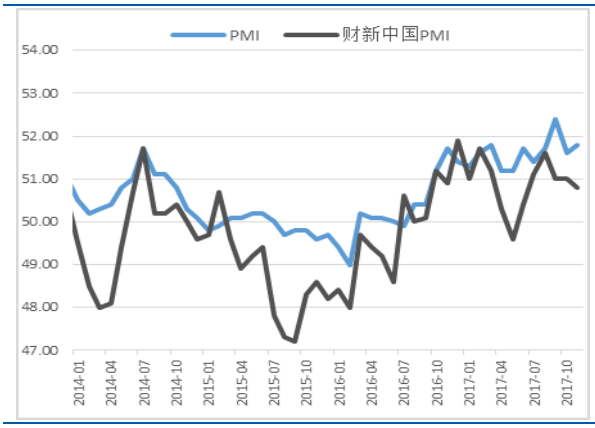
资料来源：WIND 南华研究

2.1.3 国内制造业和海外投资复苏仍构成一定利好

从基建、房地产和制造业需求这三大方面粗略来看的话，未来制造业需求的增长空间相对较大，仍对商品需求构成一定的利好，主要有四个方面的理由。

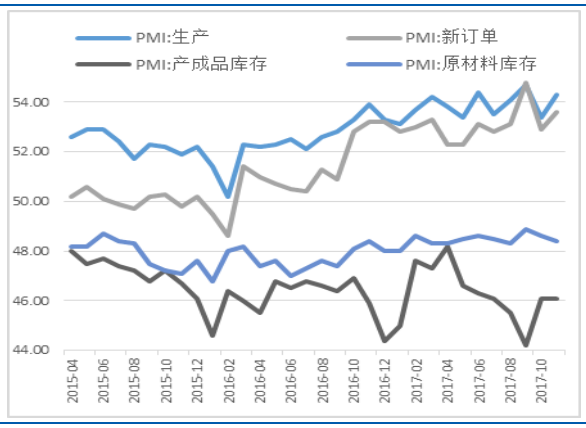
一是目前制造业景气度仍然维持在较高水平。11 月份官方制造业 PMI 指数为 51.8%，比上月提高 0.2 个百分点，财新 PMI 指数为 50.8%，比上月回落 0.2 个百分点。分项指数方面，除原材料购进价格、原材料库存和从业人数指数环比有所回落之外，其他指数均处于扩张状态。从新订单、生产、产成品库存和原材料库存这几个能够反映未来景气情况的指标来看，目前新订单和生产指数均处于高位，而产成品库存处于低位，原材料库存有所回落，预示着未来制造业生产仍将维持活跃态势。

图 2.1.3.1 官方和财新 PMI 情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

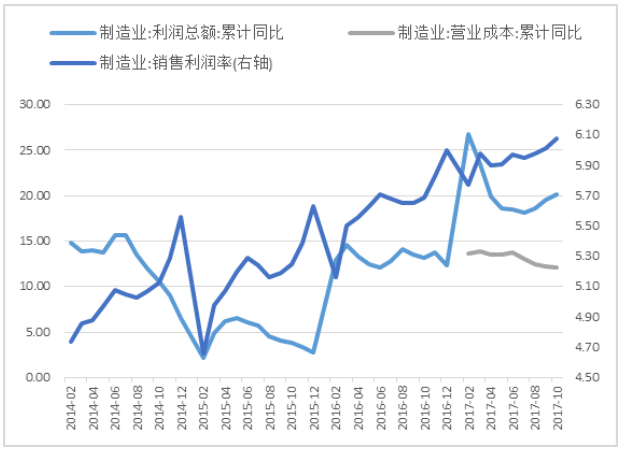
图 2.1.3.2 PMI 主要分项指标情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

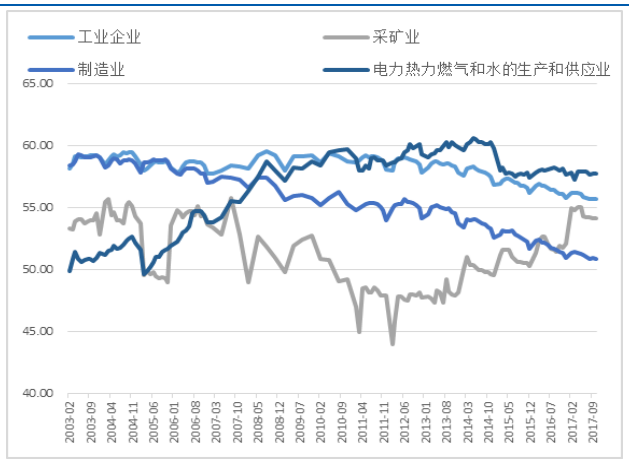
二是企业盈利情况良好，成本上升幅度有限，企业有增加投资的动力。2017 年 1–10 月，制造业利润增速达到 20%，而营业成本上升幅度为 12%，利润增长快于成本上升，销售利润率创近几年新高。未来在通胀缓慢上升和居民消费支出稳健增长的情况，企业利润还有进一步增长的空间，这构成企业增加投资的动力。此外，目前工业企业资产负债率已经下降至历史最低水平，从分行业情况来看主要是制造业的负债率降幅较大，在经历了多年的去杠杆之后，制造业企业有一定的加杠杆空间。

图 2.1.3.3 制造业企业效益情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.3.4 工业企业资产负债率情况



资料来源：WIND 南华研究

三是制造业转型升级以及政策扶持的力度较大。根据国家统计局的数据，2017 年 1–11 月，高技术制造业投资 23638 亿元，增长 15.9%，增速比去年同期提高 2.4 个百分点，比全部制造业投资高 11.8 个百分点；装备制造业投资 73313 亿元，增长 8%，增速比去年同期提高 4.3 个百分点；制造业技改投资 84747 亿元，增长 14.3%，增速比 1–10 月份和去年同期分别提高 0.9 和 2 个百分点。可见高端制造业和技改投资保持较快增长，对制造业投资起到支撑和拉动作用。

此外，近期国务院和国家发改委相继发布了《关于创建“中国制造 2025”国家级示范区的通知》（以下简称《通知》）和《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018–2020 年）》（以下简称《行动计划》）等文件，《通知》提出决定开展“中国制造 2025”国家级示范区创建工作，批准成立的示范区可以享受目前已在国家自主创新示范区等区域实施的市场准入制度改革、财税金融、土地供应、人才培养等有关政策，示范区所在地省级人民政府可将外资管理、经贸合作、投资审批等方面的审批权限下放至示范区，并允许示范区研究制定推动制造业创新发展的政策措施，探索新机制、新模式、新路径。

《行动计划》提出到“十三五”末，要在轨道交通装备、高端船舶和海洋工程装备、智能机器人、智能汽车、现代农业机械、高端医疗器械和药品、新材料、制造业智能化、重大技术装备等制造业重点领域突破一批重大关键技术实现产业化，形成一批具有国际影响力的领军企业，打造一批中国制造的知名品牌，创建一批国际公认的中国标准，制造业创新能力明显提升、产品质量大幅提高、综合素质显著增强，并将在加强支撑体系建设、优化完善激励政策、强化金融政策扶持和加大国际合作力度等方面提供政策支持。

目前我国宏观经济正处于新旧动能转换的时期，相关的产业政策一方面抑制了高耗能制造业的投资和生产，另一方面全力支持高端制造业和服务业的发展，这也将提振整体制造业投资，从而对原材料需求构成一定支撑。

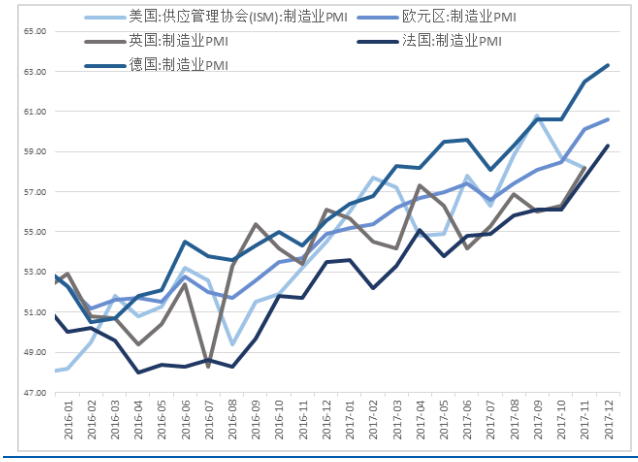
表 2.1.3.1、近年公布的高端制造业相关规划文件

时间	发文机关	文件名称
2017 年 11 月 29 日	国家发改委	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018–2020 年）
2017 年 11 月 23 日	国务院办公厅	国务院办公厅关于创建“中国制造 2025”国家级示范区的通知
2016 年 12 月 8 日	工业和信息化部 财政部	智能制造发展规划（2016–2020 年）
2016 年 5 月 20 日	国务院	国务院关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见
2015 年 7 月 4 日	国务院	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见
2015 年 5 月 8 日	国务院	中国制造 2025
2015 年 4 月 1 日	国家发改委	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2015–2017 年）

资料来源：机关网站、南华研究

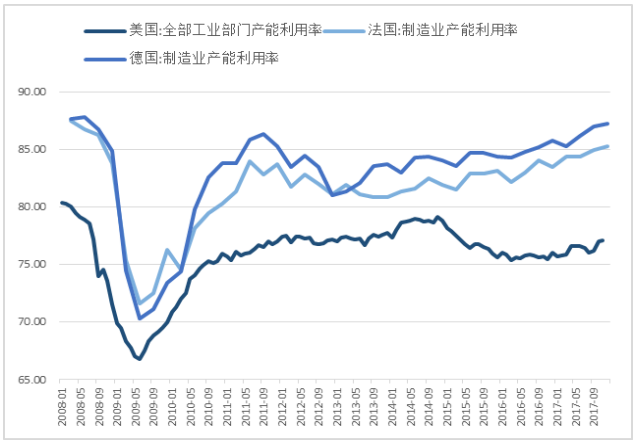
四是海外经济的复苏将对原料需求构成支撑。这一方面可以从出口和国际贸易的复苏中得到体现，2017 年 1–11 月以美元计价的出口金额累计增长 8%，如果 12 月份仍能够维持在 8%以上的增速，那么今年的出口年度增长将是 2011 年以来的最高水平；第二是欧美国家制造业景气度仍然维持高位，12 月份欧洲国家制造业 PMI 指数再创新高，此外尽管海外投资增长还不是很明显，但是美国和欧洲很多国家的产能利用率在持续上升，显示欧美经济复苏强劲，这也对原材料需求构成了一定的支撑。

图 2.1.3.5 欧美国家制造业景气情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.3.6 欧美国家产能利用率情况(%)



资料来源：WIND 南华研究

2.2 宏观弱复苏和货币紧平衡下对股债的影响

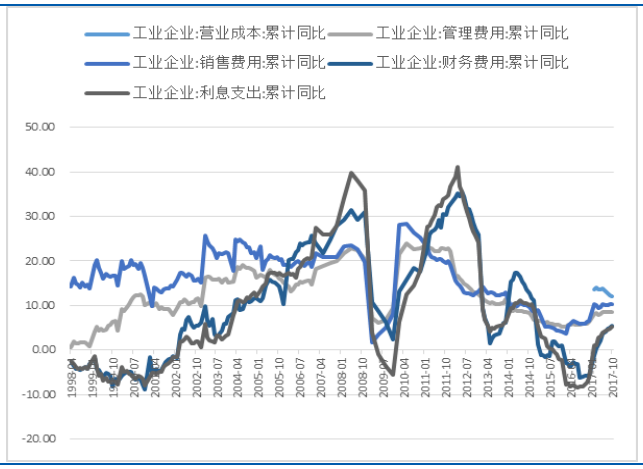
2.2.1 企业利润改善和成本的温和上升仍对股市构成利好

从国家统计局公布的工业企业效益来看，2017 年 1–10 月，工业企业营业收入和利润总额分别增长了 12.4%和 23.3%，营业成本、财务费用和利息支出分别增长了 12%、5.5%和 5.2%，整体来看收入和利润要快于成本和费用的增长。

图 2.2.1.1 工业企业收入和利润增长情况

资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.1.2 工业企业成本和费用增长情况



资料来源：WIND 南华研究

从 A 股上市公司的业绩来看，营收方面，在中信 29 个一级行业分类里，2017 年 1–3 季度全部实现营业收入正增长，好于 2016 年有 3 个行业出现负增长的情况，而且和 2016 年全年相比，营收多增的行业有 22 个，收入大面积改善。剔除原材料和金融行业之后，营收比 2016 年多增 10 个百分点以上的行业有 7 个，分别是机械、交通运输、家电、综合、建筑、轻工制造、电力及公用事业行业。营收下降的行业包括计算机、银行、国防军工、通信、农林牧渔、传媒、房地产等 7 个。

表 2.2.1.1 行业营收增速中位数对比情况(%)

行业	2016 年	2017 年三季度	对比
煤炭	9.83	69.54	59.71
钢铁	4.26	47.02	42.76
非银金融	(31.99)	1.67	33.66
石油石化	(5.84)	24.59	30.43
有色	5.58	33.61	28.04
建材	6.63	24.64	18.01
基础化工	8.76	26.18	17.42
机械	7.22	24.49	17.27
交通运输	6.38	19.15	12.78
家电	10.93	22.39	11.46
综合	10.25	21.46	11.21
建筑	6.66	17.83	11.17
轻工制造	9.05	19.85	10.80

电力及公用事业	5.59	15.77	10.18
纺织服装	5.54	13.22	7.68
商贸零售	(0.44)	6.32	6.76
餐饮旅游	4.52	10.66	6.14
电子	22.35	27.57	5.22
汽车	16.74	20.80	4.07
医药	14.57	15.75	1.18
电力设备	13.85	14.73	0.88
食品饮料	8.04	8.33	0.29
计算机	19.39	19.13	(0.25)
银行	3.77	3.18	(0.59)
国防军工	8.32	7.69	(0.63)
通信	15.44	11.90	(3.53)
农林牧渔	11.24	7.13	(4.11)
传媒	16.23	11.68	(4.55)
房地产	23.40	6.85	(16.54)

资料来源：WIND 资讯 南华研究

净利润方面，29 个行业里净利增速改善的有 16 个，占比超过 55%，好于 2015 和 2014 年的情况，说明企业利润仍在持续增长，不过改善幅度弱于 2016 年。剔除原材料和金融行业之后，利润比 2016 年多增 10 个百分点的行业有 2 个，分别是商贸零售和餐饮旅游业。净利降幅超过 5 个百分点的行业包括综合、国防军工、传媒、家电、电力设备、汽车和农林牧渔业。

A 股上市公司的净利数据与规模以上工业企业利润的改善情况略有出入，根据国家统计局公布的工业企业利润数据，40 个子行业里，2017 年 1–9 月利润增速高于 2016 年的行业共有 31 个，好于 2016 年的增长情况，这主要是由于规模以上工业企业中与原材料相关的行业占比较高的原因。

表 2.2.1.2 行业净利润增速中位数对比情况(%)

行业	2016 年	2017 年三季度	对比
煤炭	108.90	199.62	90.72
非银金融	(42.11)	(0.68)	41.43
石油化工	6.76	43.80	37.04
建材	20.72	40.72	20.00
钢铁	101.48	117.25	15.77
商贸零售	(0.84)	14.09	14.93
餐饮旅游	7.97	21.18	13.20
交通运输	9.48	19.30	9.83
纺织服装	9.01	16.13	7.12
建筑	13.90	20.93	7.02
有色	48.71	55.21	6.50
基础化工	15.59	21.58	5.99
机械	15.18	20.28	5.09
电力及公用事业	1.48	6.38	4.90

食品饮料	13.08	17.33	4.25
电子元件	24.87	26.72	1.86
房地产	30.60	30.30	(0.30)
轻工制造	19.30	18.76	(0.54)
医药	16.85	15.84	(1.00)
银行	5.26	4.05	(1.21)
通信	13.57	10.37	(3.20)
计算机	16.99	13.45	(3.55)
综合	30.50	24.27	(6.23)
国防军工	13.36	6.16	(7.20)
传媒	15.06	7.04	(8.02)
家电	26.29	17.08	(9.20)
电力设备	18.36	7.24	(11.12)
汽车	28.35	9.86	(18.49)
农林牧渔	32.14	12.61	(19.53)

资料来源：WIND 资讯 南华研究

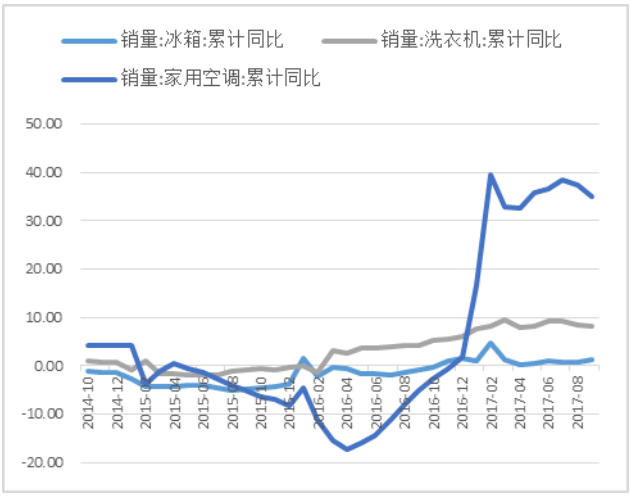
与净利改善略显疲弱相对应的是销售毛利和净资产收益率情况均不尽如人意。毛利方面，2016 年与 2015 年相比，29 个行业里改善的行业有 21 个，但 2017 年 1–3 季度与 2016 年相比改善的行业只有 9 个；ROE 方面，2016 年改善的行业有 10 个，2017 年 1–3 季度仅有 4 个。

出现这种情况的原因可能有三：一是 2016 年经济仍处于底部和复苏初期，各项成本诸如资金、人力、原材料等仍未出现明显的上升，而 2017 年以来利率和原材料价格的上升是比较明显的；二是企业的投资回暖才刚刚开始，有可能产能的投放和成本的付出尚未取得回报，一些新兴产业仍未进入盈利期，导致整体资本回报率出现较大下滑，这可能会是短期情况；三是近年来 A 股 ROE 一直处于一个下滑态势，这和当前宏观经济正处于结构转型期的重要特点密切相关，一方面传统行业早已进入成熟期甚至过剩期，另一方面新兴产业仍处于初步发展阶段，对投资需求旺盛，盈利能力尚不稳定，这导致中短期时间内实体经济回报率的提升较慢，但未来随着供给侧改革的持续推进和经济结构的持续调整，资本回报率仍有望提高。

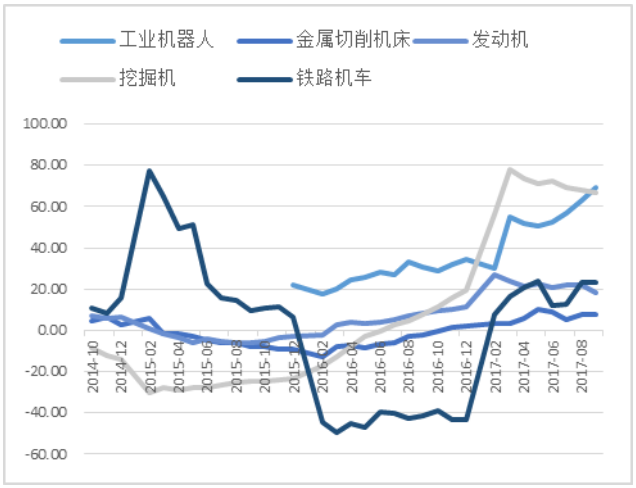
此外，可以看到高端制造业业绩增长良好。2017 年机械行业的营收和净利润增长均有较大幅度的提升，诸如工业机器人、金属机床、发动机、挖掘机、铁路机车等工业产品累计产量增速均大幅上升，这一方面反映了实体经济生产需求复苏，另一方面也反映了新兴生产方式的应用和工业品升级换代的情况。同时近年来我国在基础研发领域和高端制造业技术方面不断取得的突破也将对未来企业利润的增长提供坚实的支撑。

图 2.2.1.3 冰箱空调洗衣机销量增长情况

图 2.2.1.4 部分工业产品累计产量增长情况



资料来源：WIND 南华研究



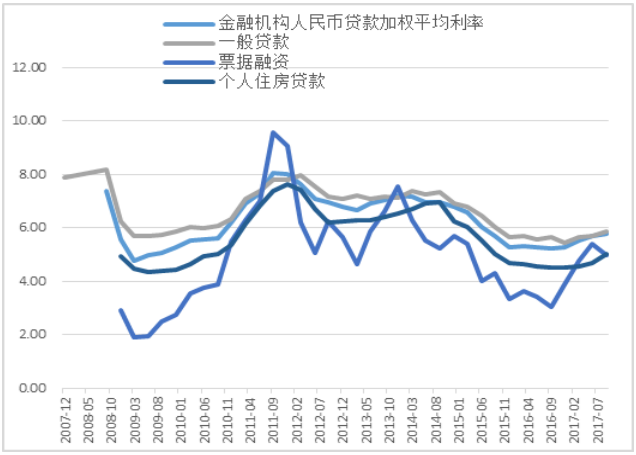
资料来源：WIND 南华研究

原材料成本方面，目前原料价格上涨对中下游行业的影响比较有限。房地产方面，3 季度营收下滑幅度较大，净利增幅只有小幅下降，主要原因还是全国商品房销售增速逐渐下滑所致，与原材料成本上升关系不大；电力方面，虽然煤炭价格涨幅较大，但是受今年实体经济复苏的影响，发电量保持较高增速，因此电力行业营收和净利增速均在上升；家电和汽车方面，确实可以看到两者营收和利润的增长出现了较大的分化，虽然营收增速仍在上升，但利润增速出现了一定下滑。针对原材料的上涨，企业可以选择在期货市场上进行风险对冲的方式，从而降低原材料价格波动的冲击、平滑利润增长，比如格力就购买了套期保值合约；第二是通过商品涨价将原材料成本转嫁给渠道和终端环节，比如今年家电产品均有不同幅度的涨价，但这与需求情况和企业的议价能力密切相关。由于今年汽车销售增速下滑较为明显，所以汽车行业利润增速降幅也较大，相反家电尤其是空调销售增长明显，所以家电行业利润增速降幅较小，产品质量较高、议价能力和成本管控能力较强的龙头企业，如格力、海尔的净利润增速均是大幅上升。

资金成本方面，尽管 2017 年债券市场利率有较大幅度的抬升，但对于贷款利率的影响并不是很大，目前金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.76%，低于 2008 年以来的平均水平。这主要是因为：一是债券利率上升主要影响的是中小银行也即资金融入方的负债成本，对大型国有银行的影响并不显著，而大型银行的资产总额占比非常高，所以贷款利率上升并不明显；二是在企业和居民两大部门里面，居民融资需求更为旺盛，所以个人住房贷款利率升幅较大，而企业一般贷款利率的升幅较小。与此同时，在企业部门里面，过剩行业不允许产能扩张，房地产融资也受到限制，这一方面使企业部门整体的融资需求增长较为温和，另一方面也释放了金融资源，使其他行业和新兴产业可以得到更多资金和更低的融资成本；三是央行的定向降准和其他优惠政策，以及针对新兴产业的各种金融扶持政策，这也起到了平抑实体经济融资成本的作用。所以即使未来债券利率进一步上升，对于企业融资成本的影响也是比较有限的。

综上所述，目前企业营收和利润不断增长，成本温和上升的情况仍对股价构成利好，而且近两年股市涨幅十分有限，未来存在较大的上涨空间，所以我们预计 2018 年股市可能是大类资产里面表现最好的品种。

图 2.2.1.5 金融机构贷款加权平均利率走势



资料来源：WIND 南华研究

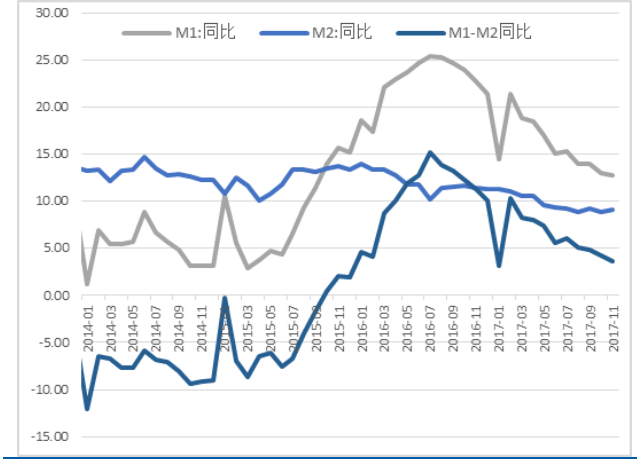
2.2.2 紧平衡货币政策下债市依然看空

与商品类似，2017 年债券市场的暴跌同样是多种因素相结合的结果，以往的债券分析框架多是以宏观经济指标为主，但 2016 年以来的供给侧改革和环保政策改变了以往经济运行的逻辑，包括投资结构和消费结构等在内的经济结构也在持续发生变化。从指标上看，PPI 和 CPI 的偏离、CPI 数据受食品价格影响的“失真”、工业增加值和工业利润增速的偏离、商品供需矛盾和补库存进度的偏离等等，都是经济结构发生变化的外在表现，这在很大程度上也增加了债券市场分析的难度。此外，市场对于货币当局意图的理解不足甚至出现偏差，市场和央行的博弈以及对于未来预期的不一致性，也是债券市场大幅下跌的主要原因。

以宏观经济预期和商品市场作为参照来看，虽然 2017 年的一些时间段里面，经济数据有所回落，市场悲观预期强烈，商品市场也有过趋势性的大幅下跌（2–3 月、9–10 月），但是反观债券市场，则没有出现过趋势性的上涨，即使有上涨也只是小幅的反弹，10 年期国债收益率从 3%上升至 5%，中间基本没有出现过大幅回落。以此观之，宏观基本面并不是左右债券市场最主要的原因，最主要的原因是资金面、货币政策以及政策当局的监管态度。

我们可以看到 2017 年以来，中长期国债利率出现过三次大幅上涨，第一次是 1 月初持续至 2 月初，对应的是央行今年第一次提高逆回购利率；第二次是 4 月初持续至 5 月初，对应的是银监会的三违反三套利整治风暴；第三次是 10 月初持续至 11 月下旬，此次大跌的因素最为复杂，对应的是：1.定向降准政策落地，意味着之前部分市场人士关于全面降准的预期落空，而且定向降准主要针对实体融资，因此对于债券市场不是利好而是利空；2.十九大报告明确金融去杠杆目标、一行三会密集发声显示强硬监管态度、周小川首提明斯基时刻，奠定了未来的监管基调；3.周小川指出经济增长有望达到 7%、IMF 上调全球宏观经济预期，7%的预期在不久之后被证明为不可能，但是对市场影响并不大；4.央行三季度货币政策报告中关于货币政策和宏观审慎政策双支柱逆周期的调控框架日益成熟，同时明确指出随着去杠杆的深化和金融回归实体经济，未来低 M2 增速将成为新常态；5.11 月 17 日由央行牵头、三会和外管局共同起草的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》正式向社会公开征求意见，意见稿公布之后，利率出现了一个阶段性顶部，但是市场和监管当局的博弈仍在继续，目前仅是征求意见稿，监管标准仍未真正落地，政策仍存在较大不确定性，利率的顶部仍不明朗，未来呈现居高不下态势的可能性非常高。

图 2.2.2.1 货币供给增长情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2.2 10 年期国债收益率走势

资料来源：WIND 南华研究

综上所述，2017 年的债券市场很明显是一个政策市，即使未来宏观基本面较为疲弱，也无法对市场方向产生决定性影响。我们认为，十九大报告对于金融监管的基调是长期的，而不是短期的，监管从严从紧的决心是明确的，而不是含糊的，在这种情况下，债券市场要出现趋势性的上涨，除非货币政策出现意料之外的放松，这在目前的监管环境下基本不可能出现。因此我们对债市维持看空观点，牛市不做空，熊市不做多，也是我们一直以来的投资建议。

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

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 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

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

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

永康营业部
永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

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

免责申明

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。