

未来宏观因素对商品的提振作用将减弱

摘要

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，比较类似美林时种的过热时期，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。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

未来宏观因素对商品的提振作用将减弱

一、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，比较类似美林时种的过热时期，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1、历年煤炭行业利润总额情况

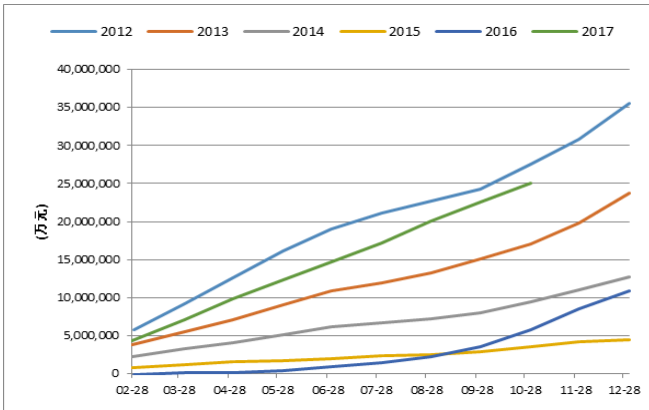


图2、黑色和有色金属加工业利润总额情况

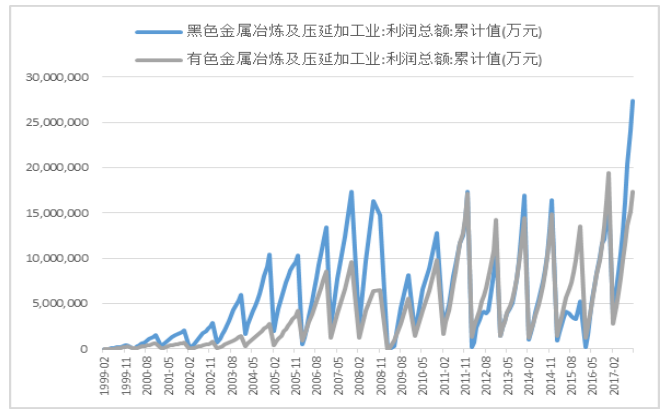


图3、煤炭和钢铁行业销售利润率情况

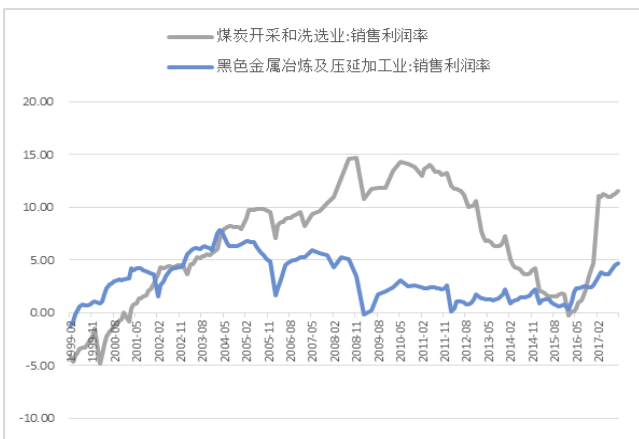


图4、黑色及有色行业亏损企业家数累计情况

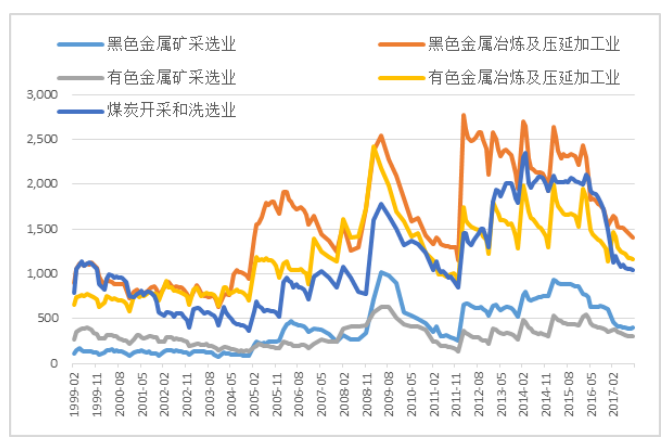


图5、黑色及有色行业亏损企业亏损总额累计情况

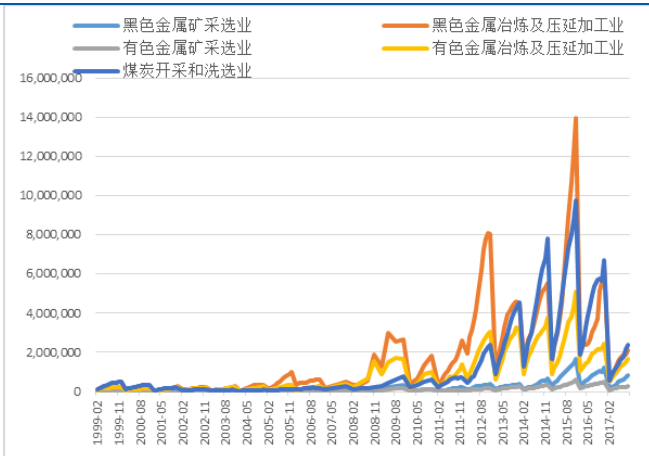
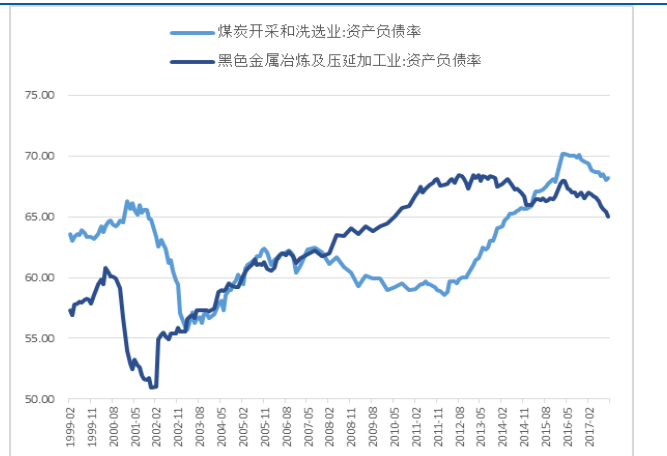


图6、煤炭和钢铁企业负债率情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、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 7、三大需求对于 GDP 增长的贡献情况

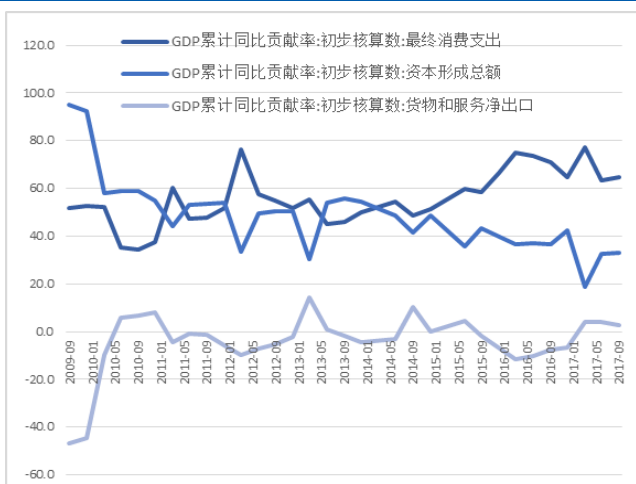
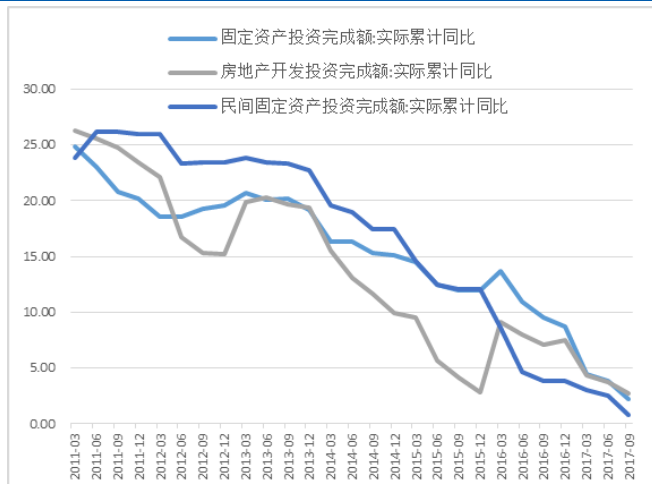


图 8、投资实际增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、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 9、官方和财新 PMI 情况

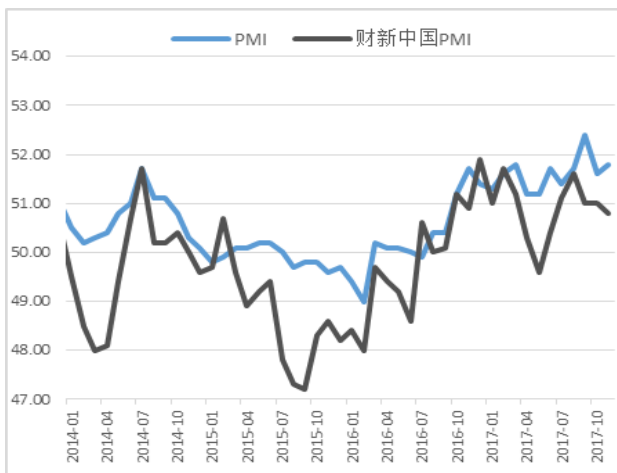
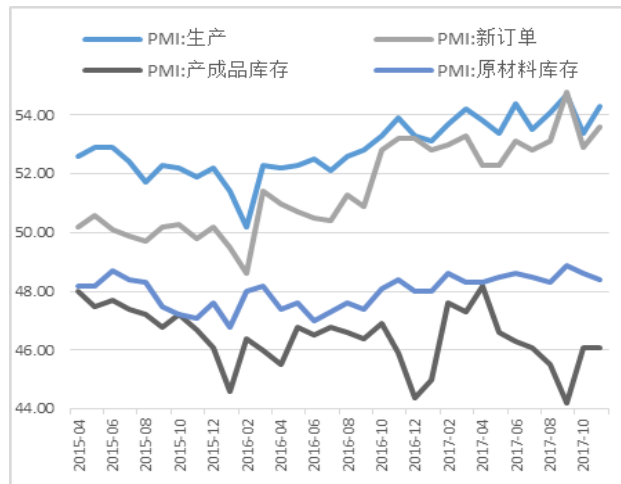


图 10、PMI 主要分项指标情况

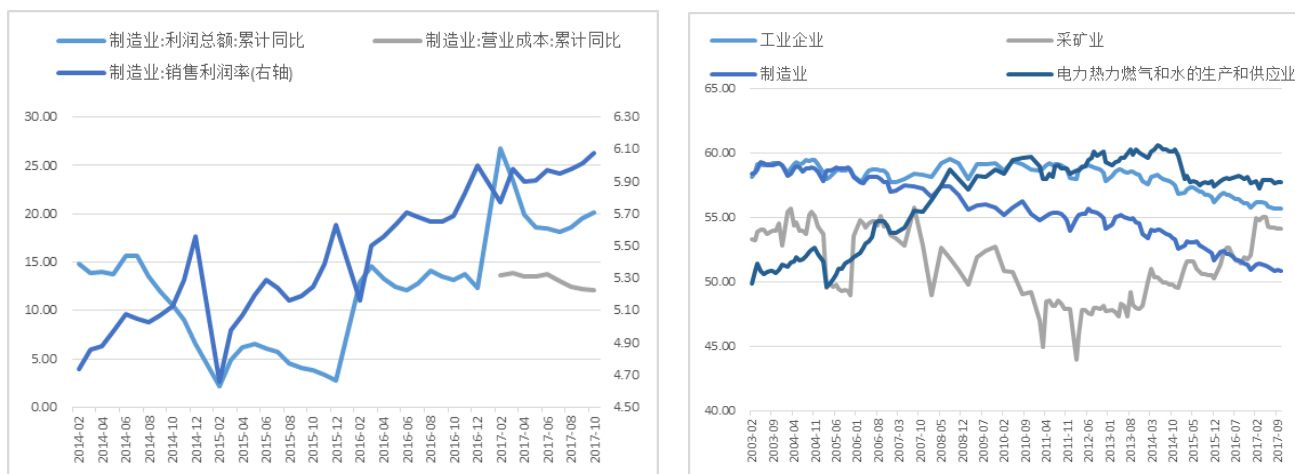


资料来源：WIND 资讯 南华研究

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 11、制造业企业效益情况

图 12、工业企业资产负债情况



资料来源：WIND 资讯 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、强化金融政策支持 and 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 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）

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 13、欧美国家制造业景气情况

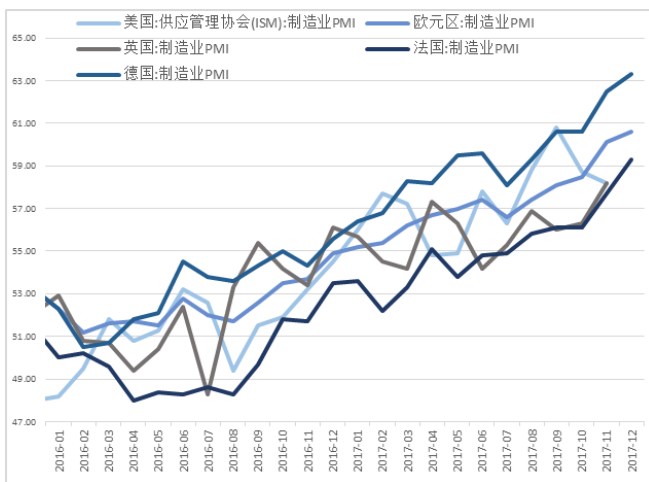
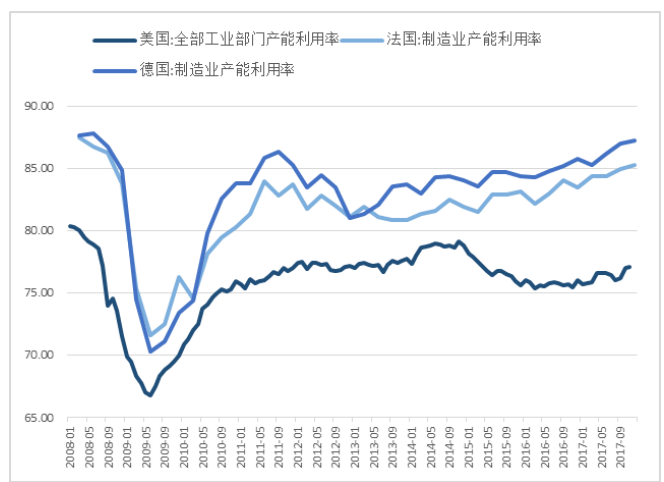


图 14、欧美国家产能利用率情况

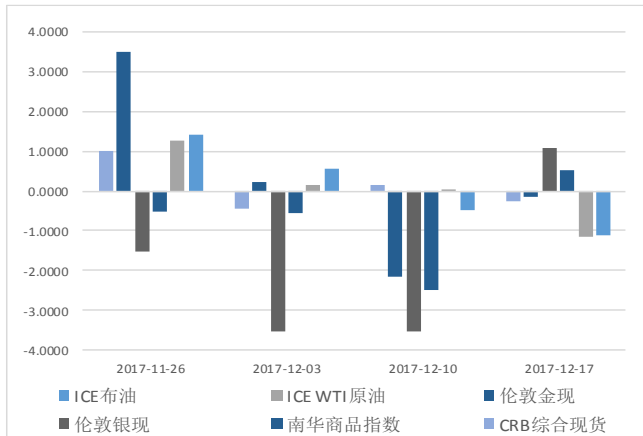


资料来源：WIND 资讯 南华研究

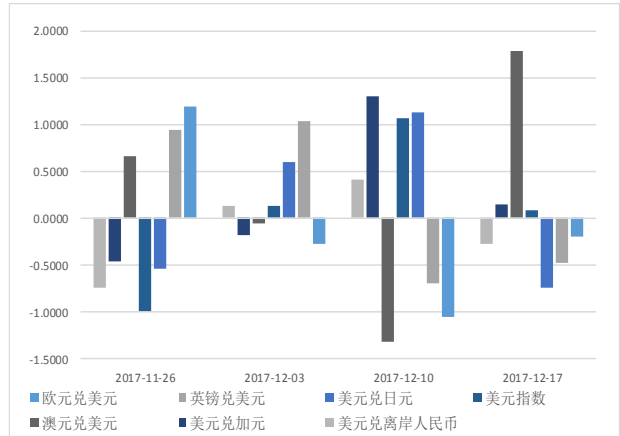
【本周全球大类资产表现】

2017年12月17日

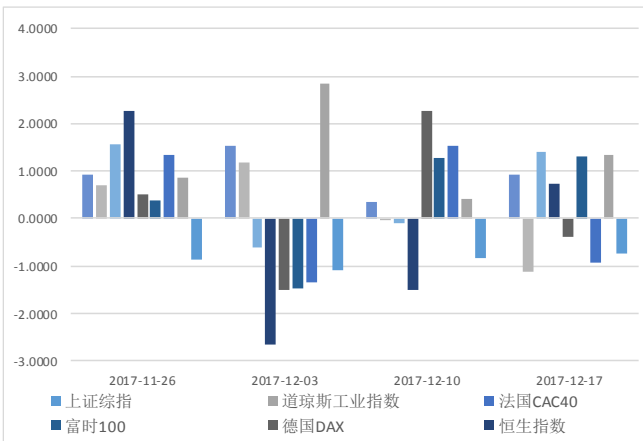
主要大宗商品涨跌幅



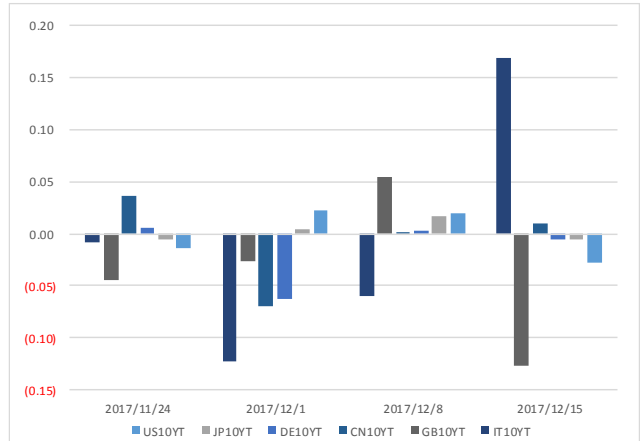
全球主要货币对涨跌幅



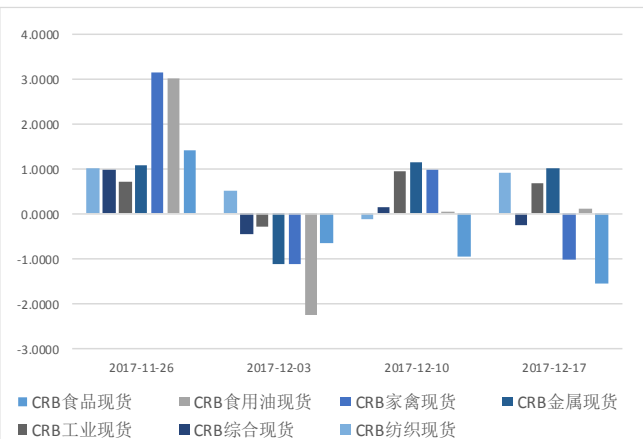
全球股指涨跌幅



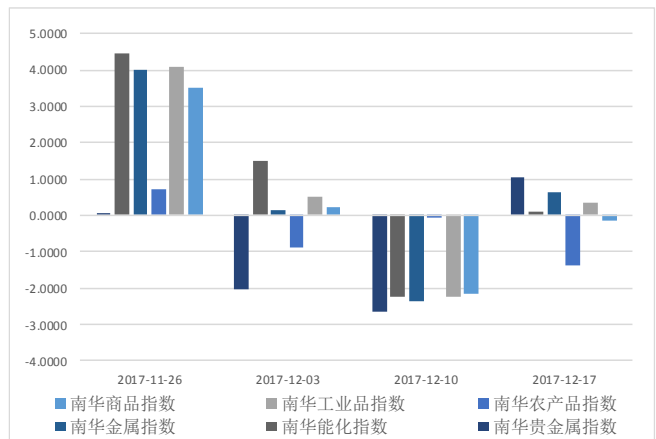
全球债市涨跌基点



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

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