



2018 年宏观经济回望

摘要

2018 年市场对宏观政策走向产生了诸多误判，伴随着实体经济的下行，市场的基建刺激、货币宽松甚至供改退出、楼市刺激预期不断出现，但是除了货币宽松靠谱之外，其他预期基本证伪。之所以如此，本质上还是低估了中央进行结构性改革的决心，其结果是导致操作错误率上升。按照中央经济工作会议确立的基调来看，2019 年供给侧改革仍然是主线，财政以减税降费为主，基建增速会有所改善但不会再回到以前的高增长，货币政策以维持适当流动性为主，这种情况将使实体经济慢慢进行自我调整，股市熊市将持续较长时间，商品市场存在一定支撑，而债市上涨驱动较强。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

2018年宏观经济回望

回顾 2018 年的宏观经济，从年初到年底，市场心态经历了一个不断往下走的过程，年初复苏预期良好，市场一致看多股市，春节前股市看跌期权甚至都没有券商愿意报价，二季度之后，去杠杆给实体经济带来的紧缩效应开始显现，贸易战给市场心态蒙上很重的阴影，但当时市场心态还不至于很悲观，因为人们认为是政策主动调控的结果，将长期问题误判成短期问题，寄希望于政策可以放松，于是货币宽松和基建刺激预期开始出现，人民币启动贬值。而三季度之后，情况又发生了变化，货币确实宽松了，但融资环境却没有好转，基建增速仍在持续下滑，市场上各种裁员的消息出现，显示实体经济已经开始往下走，四季度之后，消费急转直下，宏观经济下行压力凸显。

一、GDP 增速显未见底

最新公布的 12 月份 PMI 只有 49.4, 是 2016 年 1 月份以来的最低水平, 和 2016 年 1 月的数值是一样的。目前的情况和当时有一定的相似之处，都处于宏观经济下行期，出口都在下滑，2016 年一季度 GDP 环比增速见底、创下有数据以来新低，不同之处在于宏观经济下行所处的阶段不同，目前比较悲观的看法是下行才刚刚开始，如果对比这两个时期的 PMI 数据，2016 年 1 月已经临近春节，订单和生产减少会促使指数进一步下行，但 2018 年这个数据还只是 12 月份，1、2 月份数据可能会进一步下滑，而且下滑至金融危机时水平的可能性不低。16 年 1 季度出口增速已经触底，之后开始缓慢恢复，2016 年四季度以后全球宏观经济经历了几年萧条之后已经开始有起色了，但现在全球宏观的下行可能才刚开始，出口还是正增长的，这可能意味着我们还面临着比较长的下行期。

宏观政策思路也有较大不同，2015 年基建增速是往下走的，15 年底货币政策开始发力，2016 年是财政和货币政策共同发力，1 月份出现了 2.5 万亿的天量信贷，结果虽然是止住了 GDP 继续往下掉的趋势，但也使得高杠杆问题更加严重。2018 年基建和社融规模的下滑属于主动调控，但只是稳住了宏观杠杆率，居民部门的杠杆率还在持续攀升，所以 2019 年在政策上的空间也不是很大。

图 1、PMI 和 GDP 增速对比

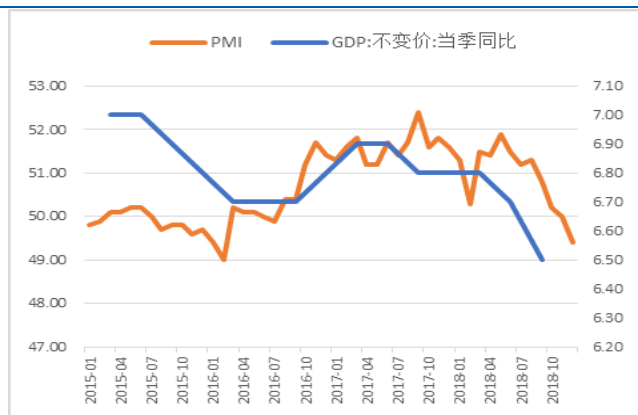


图 2、2015 年以来出口增速走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

从三架马车的角度来看，GDP 数据是滞后的，显然还未见底。2018 年前三季度消费支出的同比拉动率仍然高于去年同期水平，而资本形成和净出口均低于去年同期。消费方面，社会消费品零售增速同比增速下滑，而居民消费支出增速仍高于去年，说明服务支出增速在加快，但目前只有前三季度数据，在消费品零售增速持续创新低的情况下，服务支出增速还会继续上升吗，即使继续上升恐怕也不太正常；

资本形成方面，固定资产投资增幅是下降的，如果不是房地产投资维持高位带动制造业投资回暖，那么固定资产增速会更低，但是资本形成对 GDP 同比拉动率的降幅没有固定资产投资那么大，说明存货在攀升，后期还需经历一个较长的去库存过程；

净出口方面，对 GDP 拉动率是-0.7%，比去年同期下降了 0.8 个百分点，贸易差额在继续收窄。

表 1、三驾马车增速与对 GDP 拉动率对比

指标名称	2018-09	2018-06	2018-03	2017-12	2017-09	2017-06	2017-03	2016-12	2016-09	2016-06	2016-03
对GDP累计同比的拉动:资本形成总额	2.10	2.14	2.10	2.20	2.40	2.40	1.30	2.90	2.90	2.90	2.50
固定资产投资完成额:累计同比	5.40	6.00	7.50	7.20	7.50	8.60	9.20	8.10	8.20	9.00	10.70
对GDP累计同比的拉动:最终消费支出	5.20	5.34	5.30	4.10	4.40	4.40	5.50	4.50	4.30	4.40	5.20
社会消费品零售总额:累计同比	9.30	9.40	9.80	10.20	10.40	10.40	10.00	10.40	10.40	10.30	10.30
对GDP累计同比的拉动:货物和服务净出口	-0.70	-0.67	-0.60	0.60	0.10	0.10	0.10	-0.60	-0.50	-0.60	-1.00
贸易差额:累计值:同比	-24.19	-24.04	-25.79	-17.69	-23.35	-25.78	-45.01	-14.18	-9.59	-6.94	-10.12

资料来源：WIND 资讯，南华研究

从表面上看，1-3 季度 GDP 增速的下行主要是由于贸易差额缩小导致的净出口拉动率下降，但是资本形成的支撑不足被存货的攀升所掩盖，消费增长的疲弱被居住成本和医疗保健费用上涨所迷惑，导致四季度之前市场还尚存一丝乐观，但是四季度之后高库存和高杠杆问题逐渐暴露出来，使得后期面临更大的下行压力。

二、高杠杆是宏观复苏昙花一现的主要原因

为什么三季度宏观经济形势会急转直下，特别是消费增速持续下滑，去杠杆只是一个导火索，它让高杠杆的问题暴露出来，让市场发现原来裸泳的人那么多，于是恐慌心理、惜贷心理开始加重，市场不断要求更高的风险溢价，导致实体经济的融资环境越来越困难，高杠杆对经济增长的抑制作用不断显现，但是体现在投资上并没有那么明显，更明显的是消费。

年初的时候，一二线城市房租飙升的信息开始满天飞，各种消费降级的议论开始出现，但是很显然没有引起重视，不少观点认为居民杠杆还可以继续加，事实上也在继续加，但是叠加股市市值大幅缩水带来的财富效应下降，以及裁员降薪潮的情况下，就出现了消费增速加速下滑的结果。

对于居民财富而言，高房价是一把双刃剑，当房价持续上涨时，财富似乎也随之增长，高端消费随之增加，但拥有多套房产的毕竟是少数人，房价房租攀升

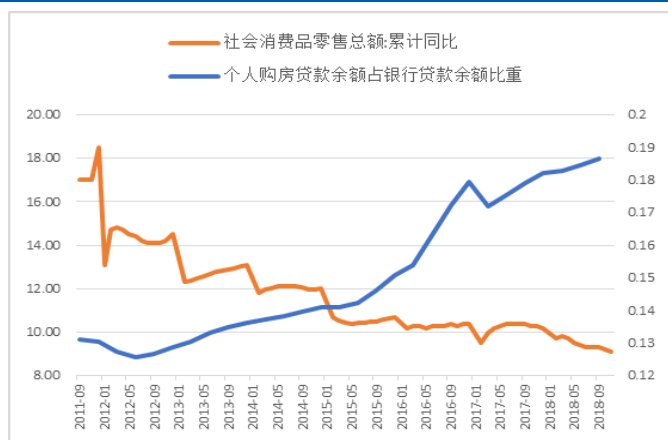
的结果是有房阶层与无房阶层之间的贫富差距拉大，而且有房阶层里面，早买房的人已经套现或者还清贷款，晚买房的人正背负着巨大的还债压力，当房价不再上涨时，其低流动性的缺点以及高额房贷对收入财富的挤出效应就会凸显，而当房价开始下跌时，后期的楼市投机炒作者资金链开始断裂，而最受伤害的还是背负大量贷款的刚需工薪阶层。

居民杠杆率是一个长期问题，而不是短期的，2015年货币当局为了刺激居民买房实行低利率政策，造成居民杠杆率的攀升，是短期的权宜之策造成另一个长期问题的典型例子，与通过信贷刺激投资推高企业杠杆率如出一辙。

目前把居民杠杆率降下来有两种办法，第一种是快刀斩乱麻，放任宏观经济下行与房价大幅下跌，这时会出现大量断供潮，断供之后自然杠杆就降下来了，但取而代之的是银行坏账率上升，实体经济继续紧缩，此时会经历一个非常痛苦的阶段，但熬过这种阶段之后情况便有所不同，这是一个财富重新洗盘的过程，有房与无房阶层之间财富差距缩小，等到下一次资产价格上涨周期来临时，又会有机会；

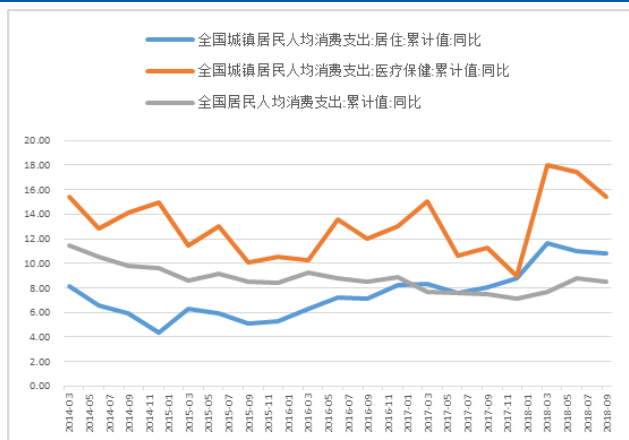
第二种是控制住房价，稳住杠杆率，限购限贷，鼓励租房，之后随着居民收入水平的逐渐提高，杠杆率会逐渐降下来，但这会是一个相当长的过程。鉴于地产部门对我国宏观经济和财政收入的重要性，我们采用第一种办法的可能性非常低，而且在某些下跌压力较大的地方还会出台局部的刺激措施，目前主要思路还是第二种，这也决定了居民杠杆率的去化和消费增长的下滑将会是长期的，第一种快刀斩乱麻的办法固然痛苦，第二种慢慢割的感觉也并不好受。

图 3、随着房贷大量增加，消费增速持续下滑



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、居民居住和医疗支出增速远超平均支出增速



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、商品暴跌和通胀预期生变是 2018 年资产价格转势的关键变量

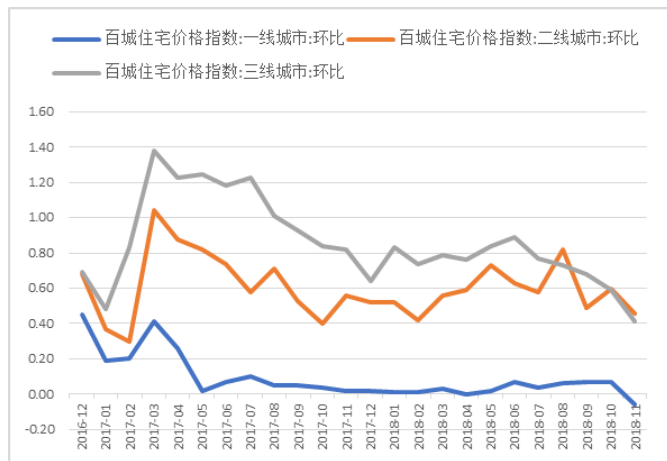
从房子、股票、商品和债券四类资产来看，一二季度楼市还有上涨的动力，但到了三四季度之后三线城市就有比较大的下跌倾向，伴随着宏观经济的下行，楼市的抛压开始出现；股市则是全年低迷，主要受去杠杆风险预期、贸易战和实

体经济下行的影响，2 月份开始下跌之后基本上全年的市场心态和氛围没有大的波动，由于对贸易战的判断从短期走向长期，所以利好消息也未能实质改善风险情绪，同时年底美股的持续下跌也产生了较大的不良影响。

2018 年波动最大的两类资产是商品和债券。商品方面，一季度由于限产不及预期引发了一波下跌，二三季度受黑色和能化品种上涨的影响，整体氛围较为乐观，国庆后由于央行降准和原油价格创新高的影响，商品指数开始见顶，之后情势急转直下，实体经济开始进入下行周期，国际原油价格暴跌，国内商品市场也开始进入非理性下行的阶段，12 月份有所企稳，但市场观点仍存在相当大的分歧。

债市方面，二季度之后实体经济下行与货币政策宽松预期是上涨的主基调，但是 8/9 月份经历了比较大幅度的调整，主要原因在于寿光水灾和非洲猪瘟使市场产生了较强烈的通胀预期，但是这一预期被实体经济下行与国际原油大跌所抵消，随着美联储加息预期减弱，债市上涨的障碍减少，开启持续上涨过程。

图 5、一二线城市房价走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、股市、商品和债券走势对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

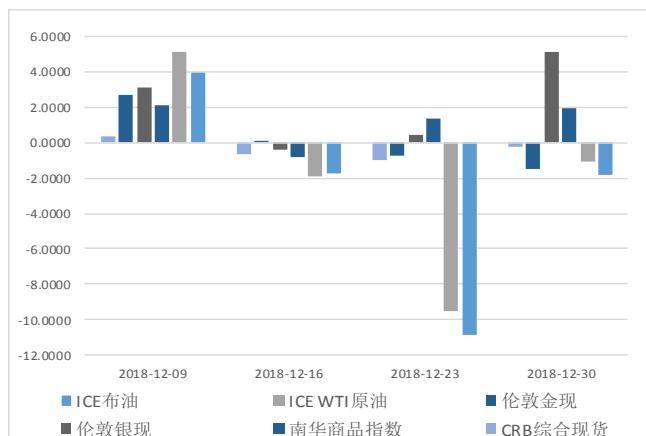
四、2018 是宏观政策误判年

2018 年市场对宏观政策走向产生了诸多误判，伴随着实体经济的下行，市场的基建刺激、货币宽松甚至供改退出、楼市刺激预期不断出现，但是除了货币宽松靠谱之外，其他预期基本证伪。之所以如此，本质上还是低估了中央进行结构性改革的决心，其结果是导致操作错误率上升。按照中央经济工作会议确立的基调来看，供给侧改革仍然是主线，财政以减税降费为主，基建增速会有所改善但不会再回到以前的高增长，货币政策以维持适当流动性为主，这种情况将使实体经济慢慢进行自我调整，股市熊市将持续较长时间，商品市场存在一定支撑，而债市上涨驱动较强。

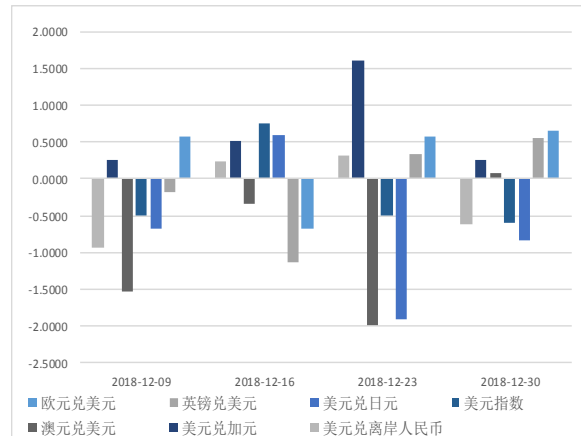
【本周全球大类资产表现】

2019年1月2日

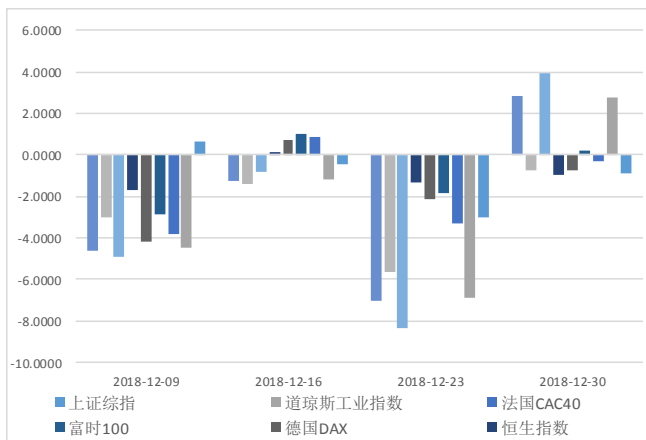
主要大宗商品涨跌幅



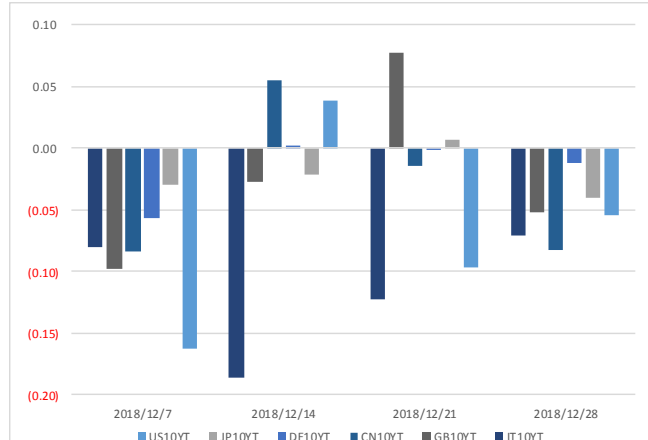
全球主要货币对涨跌幅



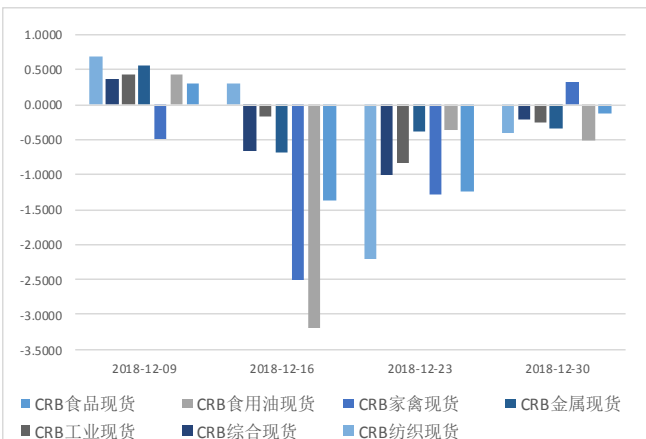
全球股指涨跌幅



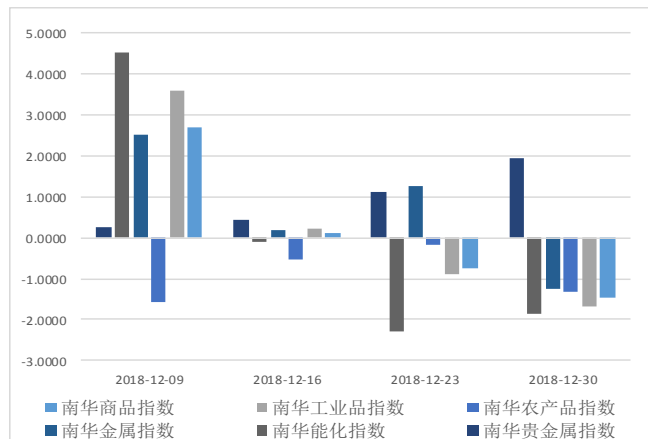
全球债市涨跌基点



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：0577-89971808

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：0931-8805351

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 1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话：021-20220312、021-50431979

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：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

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 8 层 805 室
电话：0351-2118018

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

济南营业部

地址：山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

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