



## 宏观经济日报

2017年3月14日星期二

### 【今日主题】

1-2月宏观数据点评：悲喜交加 .....2

【全球股市】 .....6

【全球债市】 .....7

【南华指数】 .....9

免责声明 .....12

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

黎 敏

[limin@nawaa.com](mailto:limin@nawaa.com)

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

010-63151317-852

[zhangruizhe@nawaa.com](mailto:zhangruizhe@nawaa.com)

## 1-2月宏观数据点评：悲喜交加

### 乐观因素之一：基建地产投资如期增长

今年1-2月，固定资产投资同比增长8.9%，比去年同期下降1.3个百分点，但创8个月新高；房地产投资同比增长8.9%，比去年同期高5.9个百分点，增速创两年新高；民间固定资产投资同比增长6.7%，比去年同期下降0.17个百分点，但比较2012年以来民间投资增速持续下滑的情况，2017年以来的回暖力度是最大的，复苏迹象明显；基建投资同比增长21.56%，比去年同期高5.55个百分点。与投资数据相呼应的是工业增加值同比增长6.3%，比去年同期高0.9个百分点，这也是年初以来工业运行加速回暖、原材料产量开始增加的结果。

今年年初的投资数据符合我们的判断，基建、PPP和房地产是今年投资的主要驱动力，基建和房地产投资数据的如期增长是目前比较乐观的方面。我们在之前报告中多次提过本轮周期中房地产投资的滞后性，房价上涨周期虽近尾声，但投资增速仍存在支撑，今年的房地产投资可能成为意外的“惊喜”，如果忽视这一点可能会造成对今年投资需求极大的误判。

图1、全社会分项投资增长情况

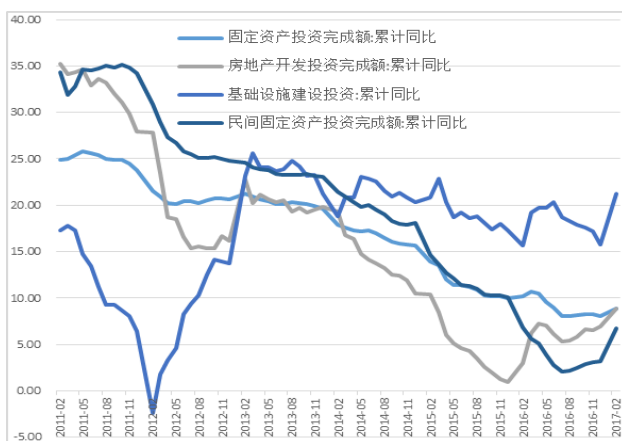


图2、工业增加值增长情况



资料来源：WIND 资讯 汤森路透 南华研究

### 乐观因素之二：社融和信贷投放高于去年同期水平

社融方面，2月份新增社融为1.15万亿元，同比多增3188亿元，多增部分主要来自信贷和信托贷款，其他诸如股票、债券融资和委托贷款等均出现不同程度的下降。信贷方面，2月份新增人民币贷款1.17万亿元，同比多增4434亿元，其中新增非金融企业贷款7314亿元，虽然同比下降793亿元，但是企业中长期贷款6018亿元，同比多增996亿元；新增居民贷款3002亿元，同比多增3067亿元，可见2月份信贷总量同比多增部分主要由居民部门所贡献，

这是上月居民信贷创历史新高的延续，与近期商品房成交的火热相呼应。对于信贷数据我们延续上个月的判断，即关键不是看总量，而是看信贷结构以及有没有转化为投资，从中长期信贷持续增加和投资回暖的情况来看，信贷是比较乐观的。

图 3、金融机构新增人民币信贷情况

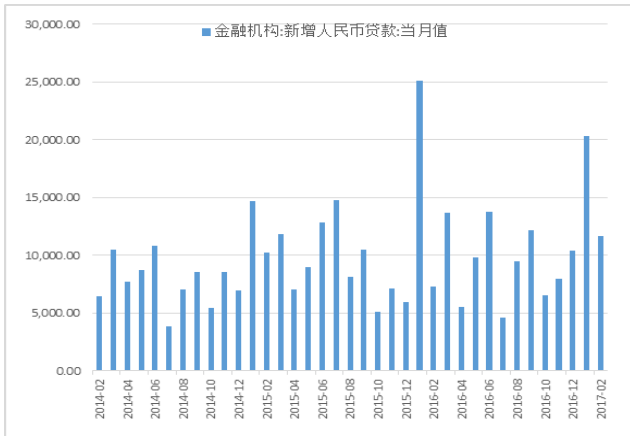


图 4、金融机构新增人民币信贷分项同比增长情况

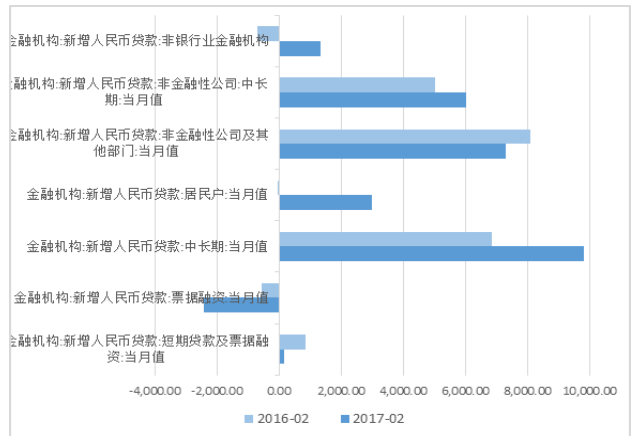


图 5、社会融资规模增长情况

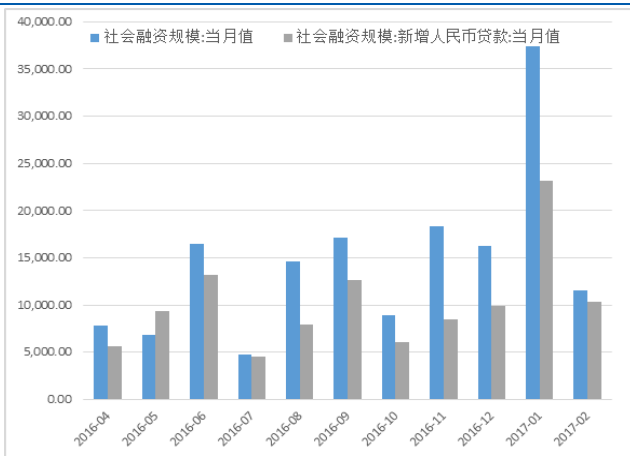
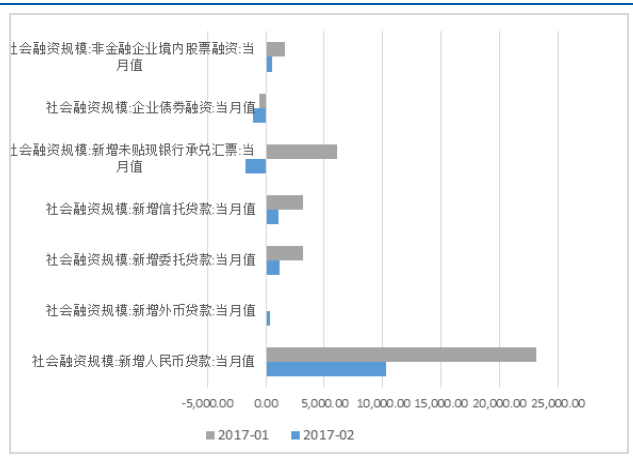


图 6、社会融资规模分项增长情况



资料来源：WIND 资讯 汤森路透 南华研究

**悲观因素之一：采矿业投资大幅反弹，基建地产投资未带动其他行业**

在已公布的数据当中，除了采矿业、交通运输业、铁路运输业、水利环境等公共设施管理业和文娱行业投资出现大幅增长之外，其他诸如农业、制造业、建筑业和电力热力等行业投资均出现下滑。采矿、交通运输、铁路运输、水利环境和文娱行业同比分别多增 34、14、25、7 和 14 个百分点，农业、制造业、电力热力、建筑业、教育、卫生和公共管理行业分别比去年同期增速下降 19、3、18、44、14、2 和 51 个百分点。总体来看，投资下降的行业多于投资上升的行业，很显然原材料价格的上涨和基建地产投资并没有对其他行业形成广泛的带动作用，尤其采矿业投资大幅上升和制造业投资下滑是不太乐观的事情。

图 7、2017 年 1-2 月投资同比上升的行业

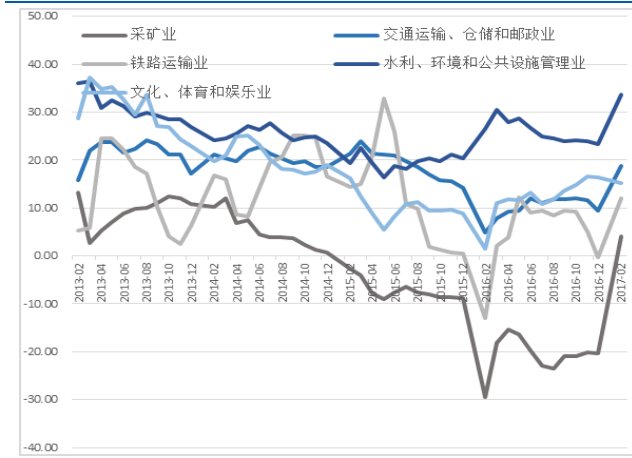
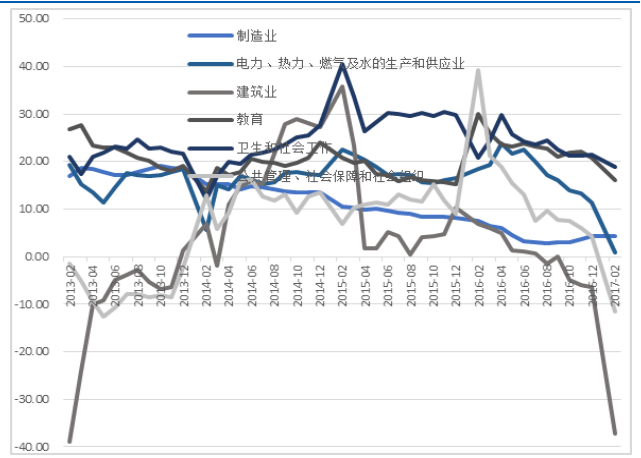


图 8、2017 年 1-2 月投资同比下降的行业



资料来源：WIND 资讯 汤森路透 南华研究

### 悲观因素之二：社会消费品零售增速创 2003 年以来新低

1-2 月社会消费品零售总额同比仅增长 9.5%，增速创 2003 年 12 月以来新低，比去年同期下降 0.7 个百分点，这是近两年一个很大幅度的变化，也是一个需要重点关注的数据。我们对于基建和房地产投资的理解和乐观态度源自于：当经济体处于一个重大改革期和换挡阵痛期时，新兴增长动力往往难以一下子取代旧有的增长模式，所以基建和地产投资的托底可以避免经济硬着陆。但是投资托底并不意味着消费的相对下降，新的增长动力有一个逐渐发展和成熟的过程，而居民消费在其中起着主导力量，只有当消费动力足够强劲的时候，才可能带动新兴产业的发展。所以在一个结构转变期里，居民消费的情况应该是好于投资的，但是 1-2 月投资增速的上升和消费的下滑形成一个较为鲜明的对比，投资增速是 8.9%，消费增速是 9.5%，消费增长有重新落后于投资的趋势，这是一个比较危险的信号。而且解释为汽车消费增速下滑也不具有说服力，因为 16 年的社会零售增速与 15 年相比并没有增加，相反是下滑的，如果说消费增速只是因为汽车消费增速下降而下降，那么去年的消费增速因为汽车购置优惠的刺激也应该高于前年增速才对，但是与此相反，16 年以来消费增速是一个持续下滑的态势，我们认为这与 2016 年以来居民的大幅加杠杆有密不可分的联系。

2015 年底以来的三去一降一补政策，其中去杠杆的最重要问题在于，杠杆怎么去？杠杆去哪里？国民经济主要是政府、居民和企业三个部门，企业部门可以按性质分成国有企业和民营企业，按行业分成产能过剩企业、房地产企业和其他企业。众所周知我国政府和居民部门的杠杆并不高，问题主要在于企业，而企业里面问题比较大的就是国有企业、产能过剩企业和房地产企业。这三类企业有不同的去杠杆方法，那些国有企业里面经营绩效很差的、又杠杆率比较高的，同时还背负着地方就业甚至可能影响地区金融稳定的，需要综合运用各种方式解决，地方政府在其中起到很大的作用，企业杠杆转移到政府身上的可能性较大；产能过剩企业的杠杆通过 2016 年以来原材料价格的暴涨和利

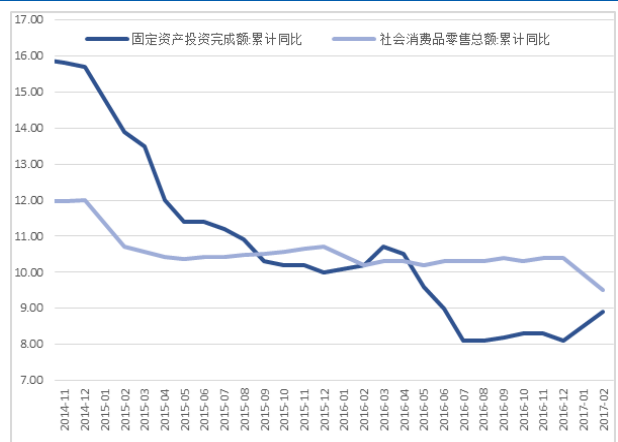
润的改善解决了一些，而房地产企业的杠杆去哪里？自然是去到居民身上，所以商品房销售的火爆和房地产投资的滞后实际上是房地产行业自我消化杠杆的一个体现。

对于居民住房贷款大幅增加的问题，我们在去年 11 月份《居民加杠杆意味着什么》这份报告中详细讨论过。居民购房贷款大规模增加可能在短时间内有助于房地产以及上下游行业的改善，但对于宏观经济来说是难以持续的，原因在于居民贷款并非用于教育、医疗或者生活娱乐消费。对于房地产来说，无论杠杆在谁身上，在企业身上也好，在居民身上也好，都不是一件好事情。高房价的结果是造成了经济的虚假繁荣，导致居民在其他方面的消费捉襟见肘，对于经济结构的改善毫无帮助，一旦房价泡沫破裂，对于地产商来说，他们已经将房子卖出并收回了现金流，所以最终造成的结果是银行资产负债表恶化和居民财富缩水。因此，居民加杠杆的行为能否促进国民经济形成一个以消费为主要动力的增长模式，其前提条件在于能否形成“居民加杠杆——消费增加——商品生产增加——企业收入增加——居民收入增长——消费增加”的良性循环，如果居民加杠杆是不断背上沉重的房贷，那么最终的结果只能是“居民加杠杆——炒高房价——泡沫破灭——银行情况恶化、居民财富缩水——全社会资金链断裂——经济崩溃”的恶性循环。

图 9、社会消费品零售总额历史增长情况



图 10、近两年消费和投资增速的对比

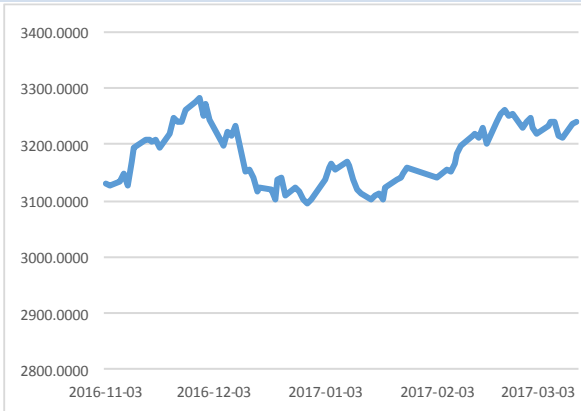


资料来源：WIND 资讯 汤森路透 南华研究

**【全球股市】**

2017年3月14日

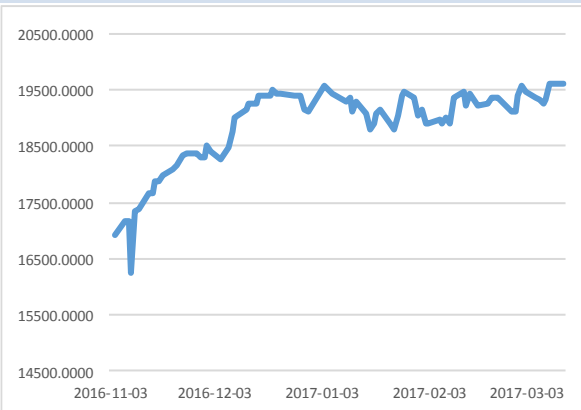
上证综指



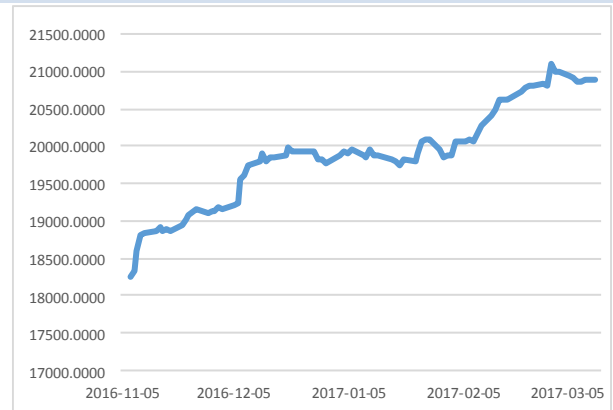
恒生指数



日经 225



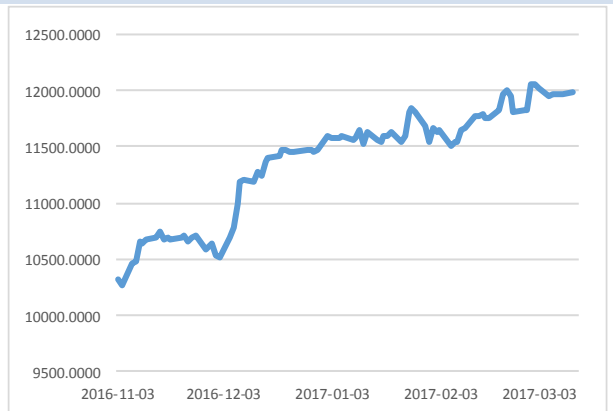
道琼斯工业指数



富时 100



德国 DAX

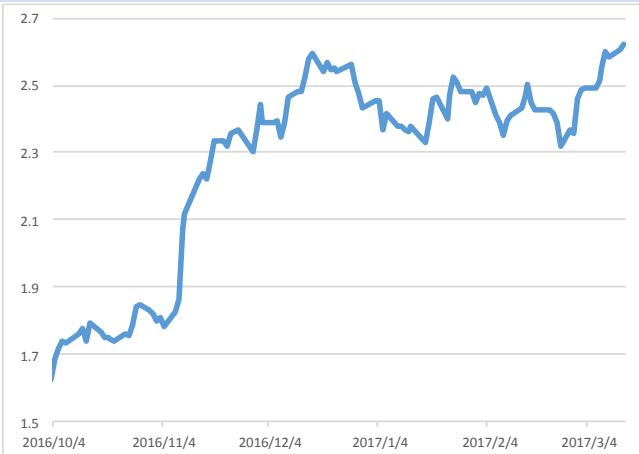


资料来源: WIND 南华研究

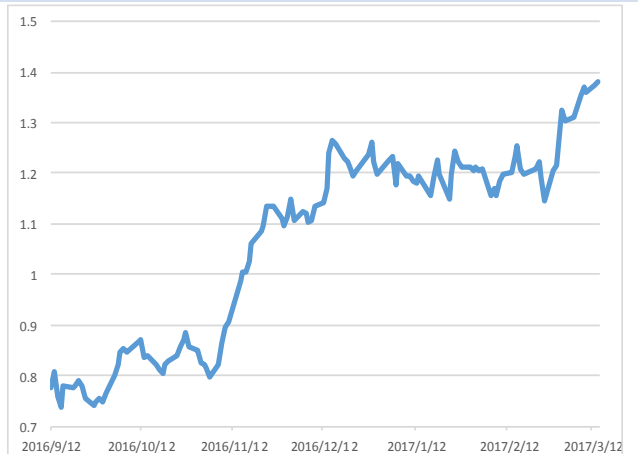
【全球债市】

各国国债收益率 2017年3月14日

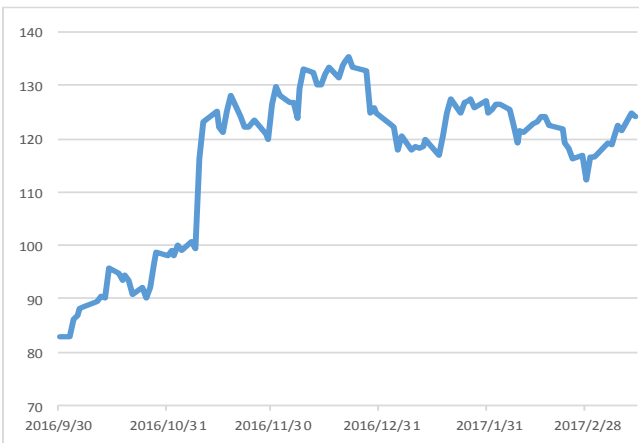
US10YT



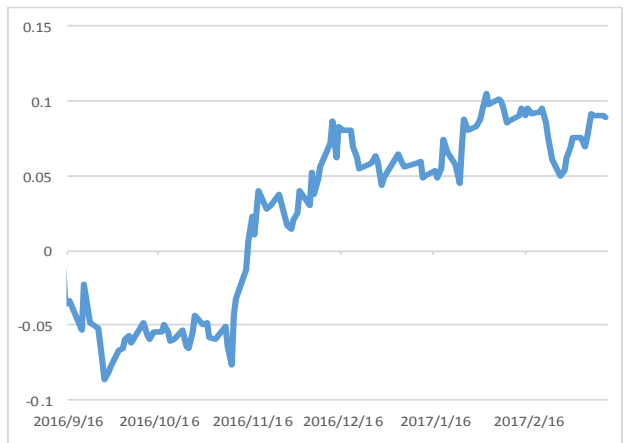
US2YT



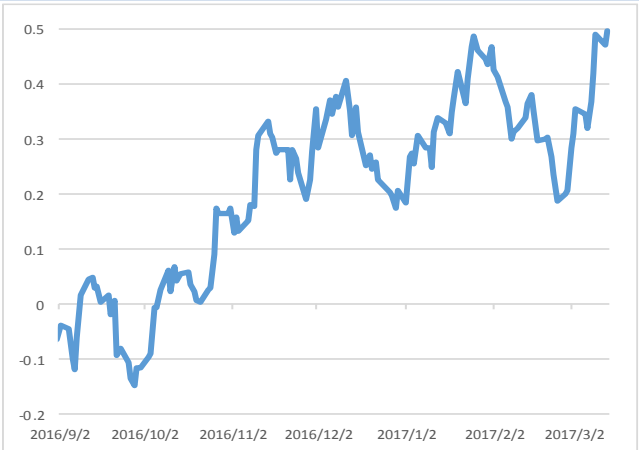
US10US2



JP10YT



DE10YT

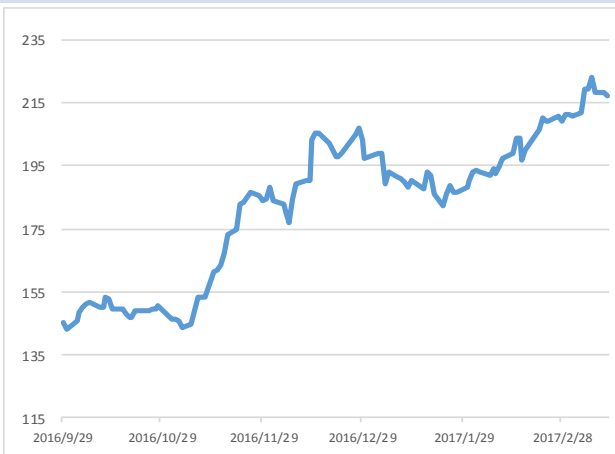


DE2YT





US2DE2



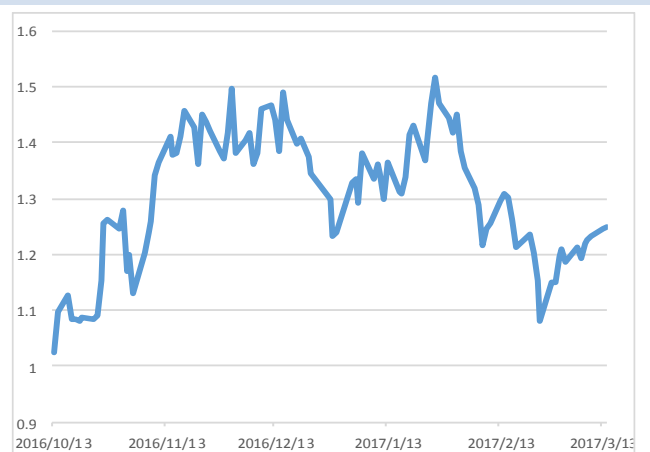
US10DE10



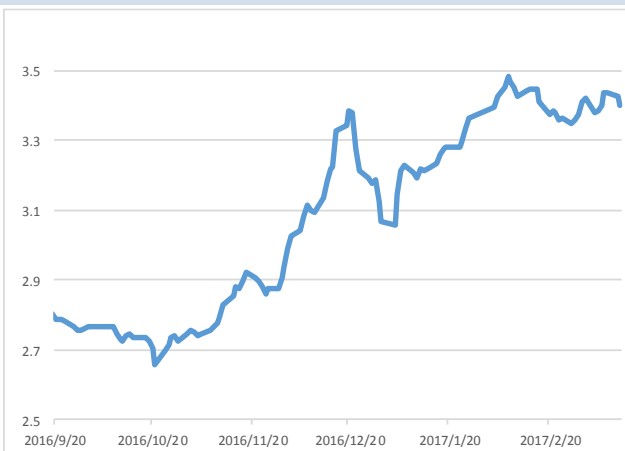
IT10DE10



GB10YT



CN10YT



CN10US10



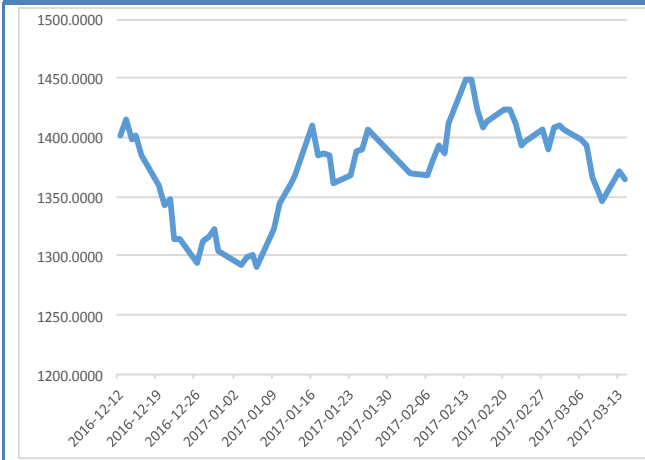
资料来源: Thomson Reuters 南华研究



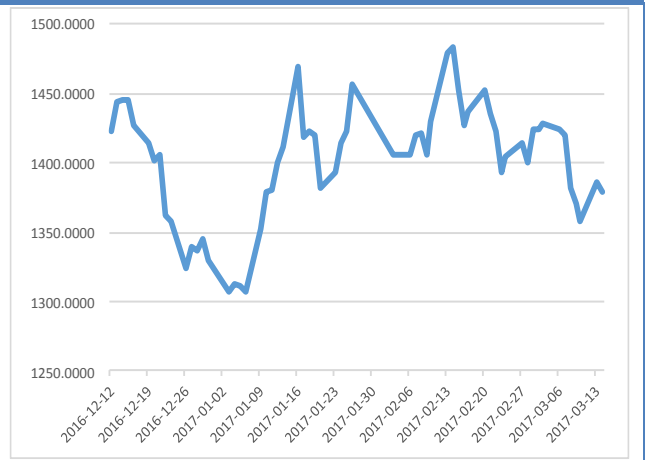
**【南华指数】**

● 2017年3月14日

南华商品期货综合指数



南华能源化工指数



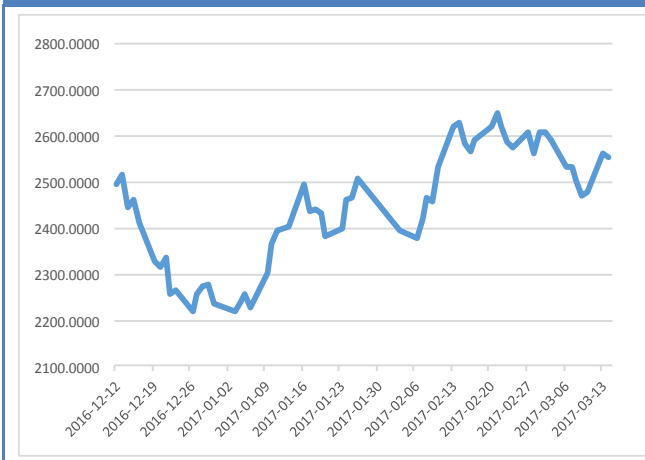
南华工业品指数



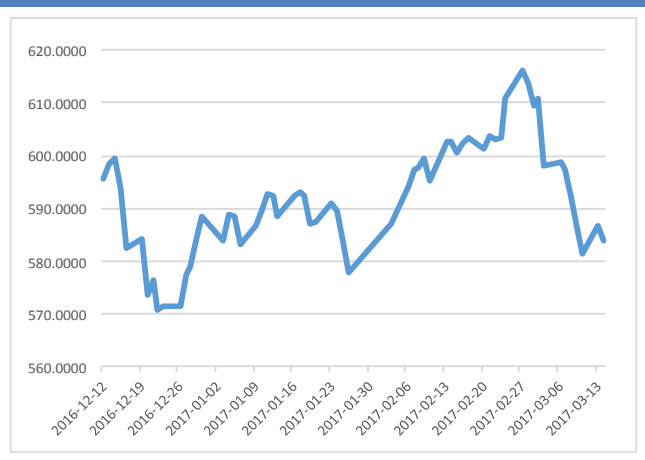
南华农产品指数



南华金属指数



南华贵金属指数



资料来源: WIND 南华期货研究所

## 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](http://www.nanhua.net)