



宏观经济日报

2018年9月13日星期四

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

【今日主题】

去杠杆大背景下我国经济周期趋势2

【全球股市】4

【南华指数】5

免责声明8

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-631317-855

投资咨询: 20002885

去杠杆大背景下我国经济周期趋势

经济周期与债务周期是有必然联系的。

短期债务周期：也称为商业周期，周期产生于：a) 消费支出或者货币和信贷（\$）的增长快于产量的增长（Q）的增长，导致价格上升。b) 价格上升促使货币政策紧缩，减少货币以及信贷，这时候衰退就开始了。换句话说，衰退是由于中央银行货币政策紧缩（往往是为了抵抗通胀）打压了私人部门负责的增加而导致的经济放缓，随着中央银行货币政策的放松，衰退也相应结束。为了终结衰退，中央银行降低利率以刺激需求增长和信贷增加，因为低利率可以：1) 降低偿贷成本。2) 减少每月偿付额，从而刺激相关需求。3) 由于利率降低，预期现金流折现效应，将抬高产生收入（income-producing）的资产价格，例如股票，债券，房地产，从而产生财富效应，刺激消费支出。

长债务周期：是由于债务增长快于收入以及货币的增长，直到不能再增长为止，因为债务的成本已经走向极端了，典型的是利率不能再降低了。去杠杆就是降低债务负担（debt/income）的过程，如何完成去杠杆呢？主要是通过以下组合：1) 债务重组，减少还贷 2) 勒紧裤腰带，减少支出 3) 财富的重分配 4) 债务货币化（政府购买债务，增加信贷）。萧条正是去杠杆化过程带来的经济减慢。萧条的发生是由于中央银行不能通过降低货币的成本来对抗私人部门的需求萎缩以及支出的缩减。在萧条时：1) 很多债务人偿还的货币量，比实际承诺的要多。2) 通过改变偿贷成本以及刺激信贷增长的货币政策，都不管用。其一：利率不可能无限降低，也就不足以鼓励消费支出和资本行为（产生通缩性萧条），其二增长的货币会涌向抗通胀资产，而不能增加信贷（产生通胀性萧条）。萧条的结束一般都是通过央行印钞票大量的货币化债务以及弥补私人部门支出削减产生的影响。

经济周期伴随债务周期，经济衰退是往往是由于中央银行货币政策紧缩（往往是为了抵抗通胀）打压了私人部门负责的增加而导致的经济放缓，而目前我国也是把去债务当作主要任务，我认为目前中国经济存在下行衰退的压力。

经济下行压力较大。需求端，消费仍然是对 GDP 增速贡献度最大，其次是投资，最后是进出口。

消费：2015 年、2016 年、2017 年最终消费支出都以 8.3%、8.4%、12% 同比增速增长，根据线性关系规划计算，我们认为 2018 年最终消费支出保持【8%-13%】增速，这个区间增长，未来消费保持低速的三大逻辑。一、我国人口增长的高峰已过。1、基于人口增长视角，中国趋势增长率的高峰期已过，2020 年之后趋势值将进一步放缓。2、老年人口增加对服务型消费有一定刺激作用。二、从收入因素来说，16 年下半年以来全体居民人均可支配收入中位数增速落后于其均值增速，收入差距的进一步拉大，边际消费倾向下降恐成事实。三、我国城镇居民耐用消费品人均拥有量已经较高。

投资：固定资产投资增速继续下滑。1-6 月全国固定资产投资同比增速继续下滑至 6.0%，其中 2 季度增速从 1 季度的 7.5% 回落至 5.2%，虽然 6 月单月增速小幅反弹至 5.7%，但依然偏低。三大类投资中，制造业起底回升，基建继续走弱，房地产小幅回落。

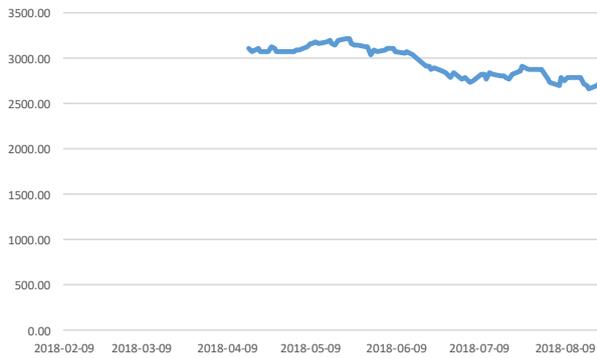
进出口：未来扩大进口是常态，贸易顺差收窄，叠加美元走强，人民币贬值预期下，可能导致外汇占款下降，从而带来流动性投放的减少。今年以来，中国进行新一轮对外开放，积极扩大进口，近期，国务院办公厅转发商务部等 20 个部门《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的意见》，可见中国扩大进口的力度和决心。下半年可能会有更多类似政策出台，贸易顺差收窄可能成为常态。另外今年政府一直强调要“持续扩大内需”相呼应。我国已经从“供给收缩”转向“需求扩张”。同时再叠加周期性行业的回暖，内需的扩张仍然处于向上的通道，短期依然利好进口增长。而出口由于贸易战的影响会给出出口增速还有一定的不确定性，中美贸易摩擦给全球贸易形势带来的不确定性，仍可能对外需产生影响，贸易方面会进一步拖累中国经济。

在去杠杆的大背景下，经济是有下行压力的。

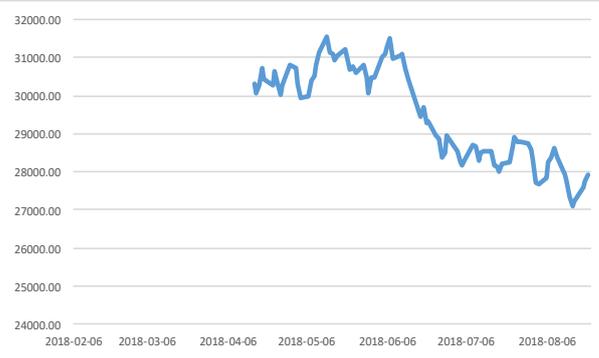
【全球股市】

2018年9月13日

上证综指



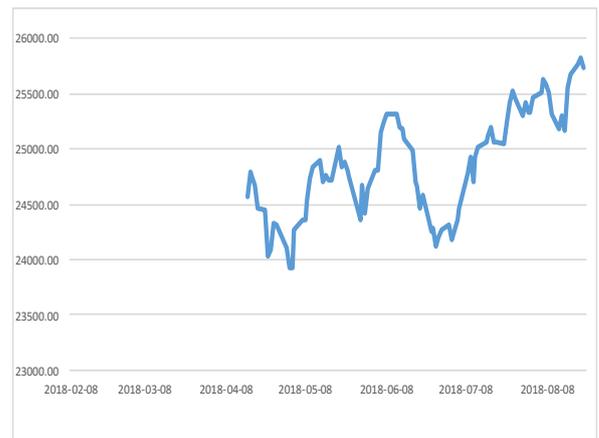
恒生指数



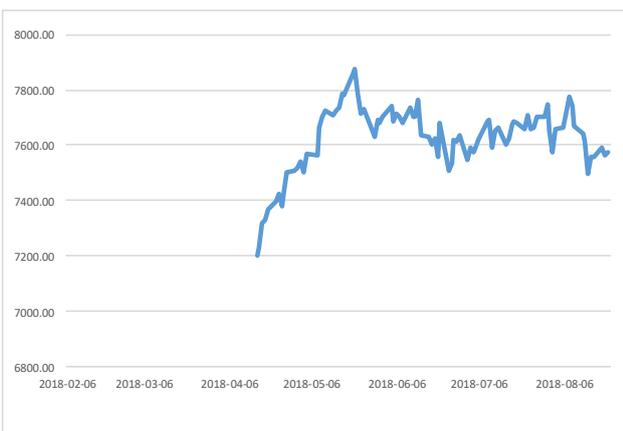
日经 225



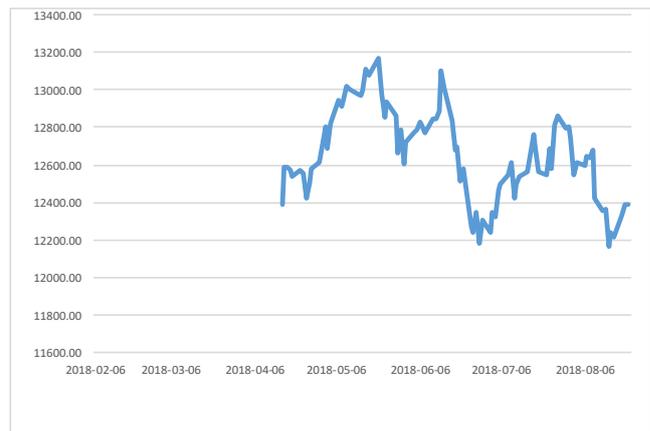
道琼斯工业指数



富时 100



德国 DAX

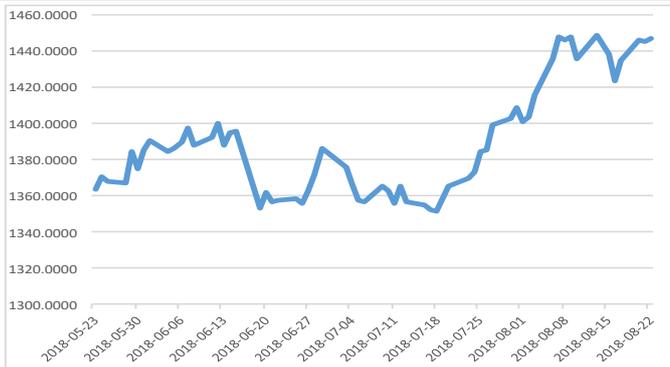


资料来源: WIND 南华研究

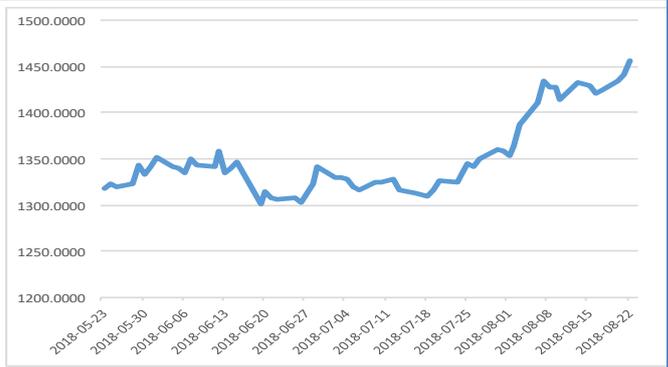
【南华指数】

● 2018年9月13日

南华商品期货综合指数



南华能源化工指数



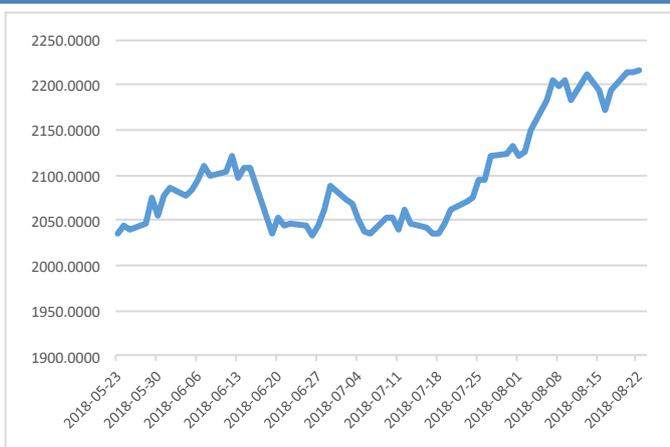
南华工业品指数



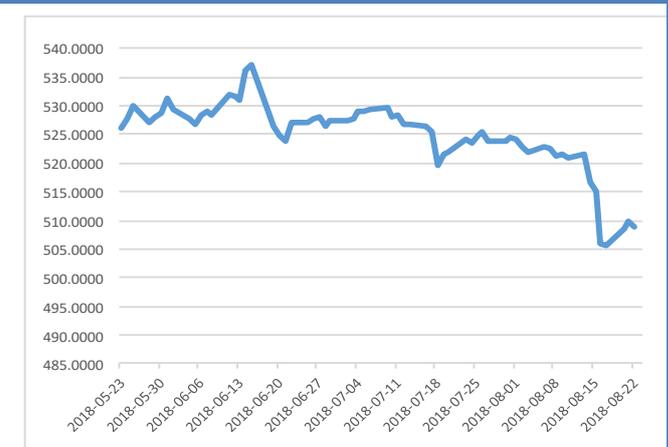
南华农产品指数



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

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

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

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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

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

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

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

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 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

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

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