



从库存周期看大宗商品价格走势

摘要

从2016年的情况来看,我们倾向于认为工业库存回升和商品指数的反弹是经济下行周期中的一次阶段性补库存,而不是经济复苏的征兆。一个依据是商品指数与GDP增长的大幅偏离;另一个依据是工业库存的增长问题,从数据上看,工业库存只是小幅回升,2016年1-11月,工业产成品库存累计同比增长仅0.5%,这似乎意味着后面还有更高的增长,但是考虑供给面的特殊因素,我们认为2016年的实际补库存力度要更大,原因在于2016年的供需缺口不是通过补库存来解决,而是通过大量增加进口来解决,这也意味着实际的工业库存增长肯定不止0.5%,我们估计能达到接近10%。

2016年5月份房地产投资已经阶段性见顶,按照半年左右的滞后时间来看,现在库存增速已经到达阶段性高点,而且目前经济有轻微的滞胀迹象,商品指数先于库存回落的情况十分明显,所以我们估计商品指数16年12月达到的高点很可能是此轮上涨的最高点,除非2017年去产能力度远超预期,否则商品指数震荡下行的可能性较高。

南华期货研究所

黎敏

limin@nawaa.com

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-63151317-855

从库存周期看大宗商品价格走势

一、库存周期理论的简单说明

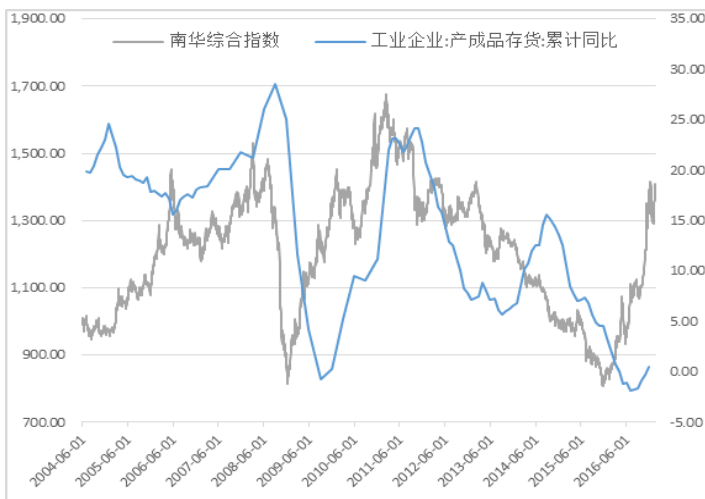
英国经济学家基钦的库存周期理论认为厂商库存的波动存在一定的规律，当供给过剩时，厂商会减少产出，导致库存下降；当供不应求时，厂商会增加产出使得库存增加。库存周期在各种周期理论里是属于期限较短的，一般3-4年左右，具体又可分为四个阶段，首先是被动去库存阶段，此时经济边际回暖，需求有所起色，企业库存随着销售增加而被动减少；其次是主动补库存阶段，此时需求大幅上升，经济呈现一片繁荣景象，企业家变得乐观，开始主动增加产出和库存；第三是被动补库存阶段，此时经济边际转差，需求开始下滑，由于销量下降，企业的库存也出现被动的增加；第四是主动去库存阶段，此时需求大幅下滑，经济出现萧条景象，企业家变得悲观，开始主动降低库存。库存周期的四个阶段又对应美林时钟的复苏、过热、滞涨和衰退四个阶段，因此与大类资产的走势也有较强的相关关系。

二、工业库存增长与商品指数的关系

从工业库存增长和商品指数的历史数据来看，两者虽然有一定相关性，但也不是简单的对应关系。首先由于我国期货市场的发展历史较短，而且前期经历了较长时间的规范，因此完整的周期其实也就2个，分别是2004-2008年和2008-2015年；其次，大宗商品的走势要领先于工业库存8个月左右的时间。这是由于，在经济复苏阶段，中上游厂商还未意识到需求的改善，而下游厂商已经意识到销售的回暖，开始增加投资，导致原材料在经历长时间的主动去库存之后存在供不应求的情况，最敏锐的厂商和投资者也开始做多商品，此时商品市场开始启动牛市。从复苏到过热阶段，工业库存与商品指数的走势是基本一致的，但商品指数会更敏锐地察觉到滞涨的来临，此时下游厂商已经意识到终端需求有所减少，于是减少原料购进，敏锐的投资者开始做空商品市场，但中上游企业仍在加大生产，因此在滞涨阶段，商品指数的回落也领先于工业存货的下降。

在衰退阶段，两者的走势则出现一定分化。在经历了长时间的去库存之后，工业企业存在一定的阶段性补库需求，但下游厂商和市场投资者仍然不看好经济的复苏，因此尽管库存增长出现反弹，但商品指数仍然难以形成反弹趋势。比如在2013年7月至2014年8月这段时间，工业企业产成品存货出现了较大幅度的增长，但商品指数仍在持续下跌。

图1、工业企业存货增长与南华商品指数的对比



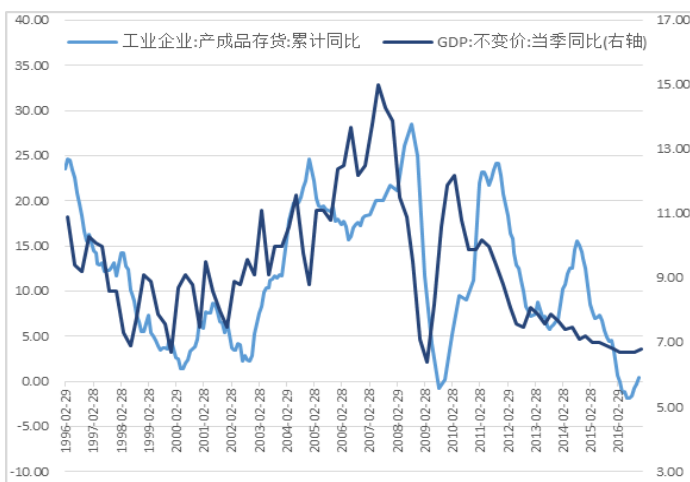
资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、工业企业库存与 GDP 增长的关系

从2000年至今，工业企业库存大致经历了5个完整周期，分别是2000-2002年、2002-2006年、2006-2009年、2009-2013年、2013-2016年，而GDP增长的完整周期只有两个，分别是2000-2009年、2009年至今，这说明宏观经济周期要比库存周期更长，工业库存本身具有“去久必补”的特点，库存周期只是经济周期里面的一个部分。一般来说，GDP上行会带动工业企业补库存，但补库存并不意味着GDP增速会上升，2013年7月-2014年8月，以及2016年至今的补库存行为并没有带动GDP增速回升就足以说明问题。

与GDP相比，库存周期与房地产投资的相关性更强，而且房地产投资基本都领先库存投资半年至一年左右的时间，这是由于房地产业作为经济支柱以及煤炭、钢材、矿石这几大工业品的消费终端，对于工业生产有很强的引导和带动作用。

图2、经济周期与存货周期的对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

四、商品指数和 GDP 走势的偏离

从以上两对关系可以看出商品指数和 GDP 走势的关系，在经济上升周期中，商品指数和 GDP 走势是一致的，但在 GDP 增速见顶回落之后，商品指数仍在上涨，商品指数的回落要滞后于 GDP 一年左右的时间。从这里也可以发现 2016 年商品走势的特殊性，以往在复苏阶段，商品和 GDP 走势的一致性很强，但 2016 年商品和经济出现大幅偏离，目前商品指数已经接近 2008 年和 2010 年的高点，但 GDP 增长并没有明显的起色，与之发生偏离的还包括铁路货运量，因为铁路货运量是最能够反映需求的，所以和商品指数相关性极强。

工业品出厂价格指数 PPI 与购进价格指数 PPIRM 与商品指数的强相关自不必说，因为三者均是反映工业品价格，但 2016 年还出现了工业品价格和消费品价格的大幅偏离，这种情况其实也说明了工业在国民经济中的作用在日益下降，1980 年代以前美国的 CPI 和 PPI 指数相关性也很强，但之后两者经常出现大幅的偏离，表现为 PPI 的波动幅度更大，而 CPI 走势较为平稳。这也说明了国内经济结构的逐渐转变，应该是一个好的迹象。

图 3、南华商品综合指数与 GDP 走势对比



图 4、铁路货运量与 GDP 走势对比

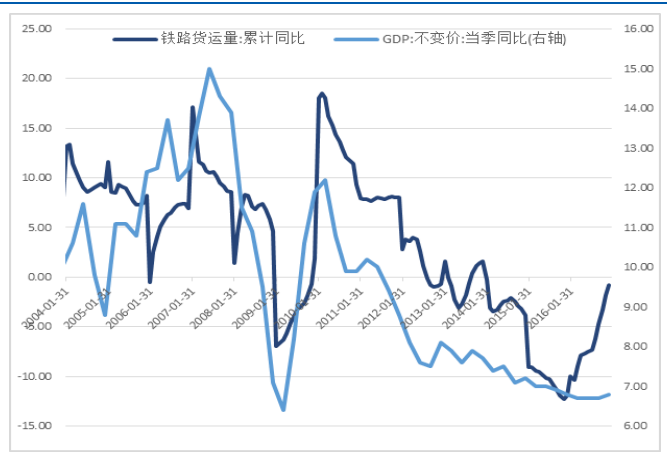


图 5、南华综合指数与铁路货运量对比



图 6、美国 CPI 和 PPI 历史走势对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

五、2017年工业库存与商品走势的分析与展望

从2016年的情况来看，我们倾向于认为工业库存回升和商品指数的反弹是经济下行周期中的一次阶段性补库存，而不是经济复苏的征兆。一个依据是前面谈到的商品指数与GDP增长的大幅偏离；另一个依据是工业库存的增长问题，从数据上看，工业库存只是小幅回升，2016年1-11月，工业产成品库存累计同比增长仅0.5%，这似乎意味着后面还有更高的增长，但是考虑供给面的特殊因素，我们认为2016年的实际补库存力度要更大，有几个数据可以说明问题。

从产出来看，尽管煤炭、原油、铁矿石等工业品的产量均在下滑，但是进口方面，尽管2016年全年进口仍是负增长，但是原煤进口累计增速是2013年以来最高，原油和钢材进口增速是2008年以来最高，合成橡胶、聚酯切片和树脂等制造业原料进口增速均创多年新高，这说明2016年的供需缺口不是通过补库存来解决，而是通过大量增加进口来解决，这也意味着实际的工业库存增长肯定不止0.5%，我们估计能达到接近10%。2016年5月份房地产投资已经阶段性见顶，按照半年左右的滞后时间来看，现在库存增速已经到达阶段性高点，而且目前经济有轻微的滞胀迹象，商品指数先于库存回落的情况十分明显，所以我们估计商品指数16年12月达到的高点很可能是此轮上涨的最高点，除非2017年去产能力度远超预期，否则商品指数震荡下行的可能性较高。

图7、原煤历年进口情况

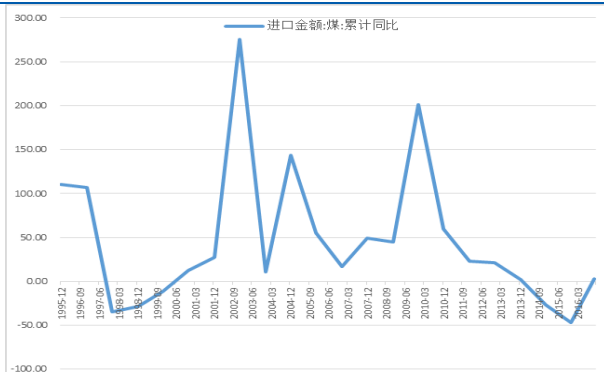


图8、原油和钢材历年进口情况

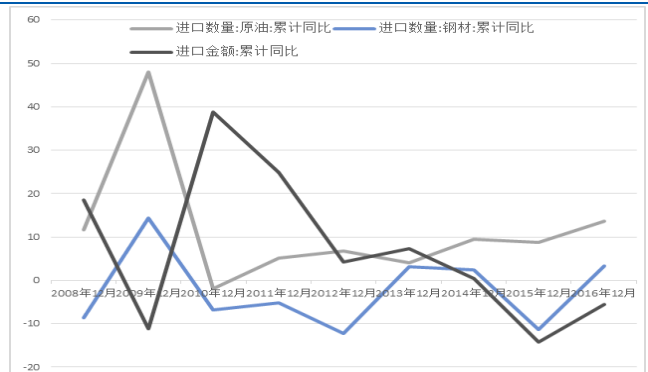
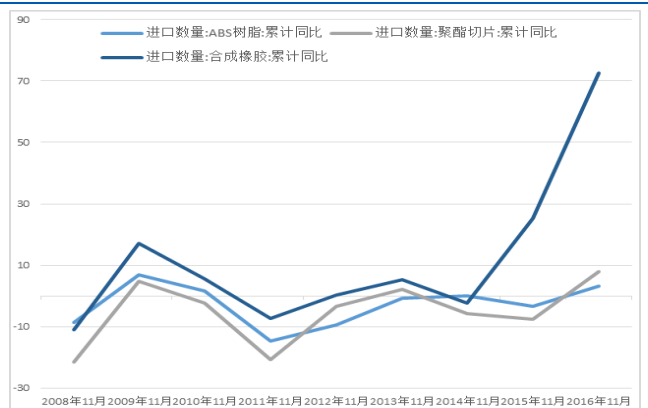


图9、橡胶、树脂和聚酯切片历年进口增长情况

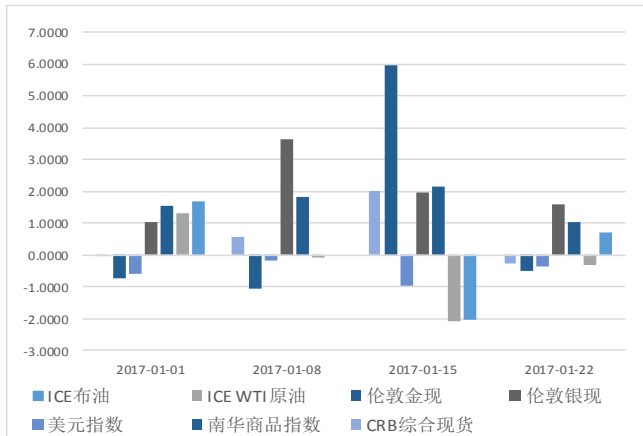


资料来源：WIND 资讯 南华研究

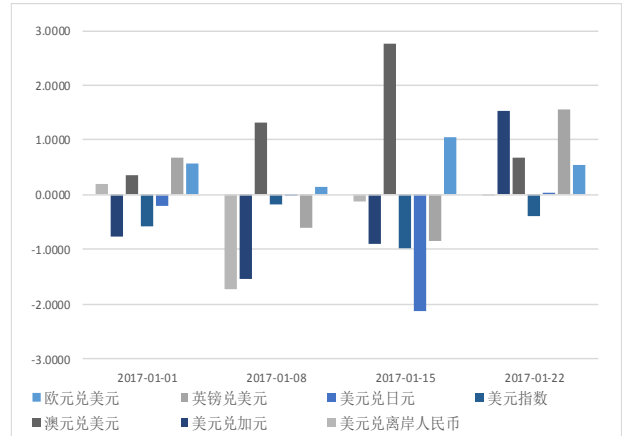
【本周全球大类资产表现】

2017年1月14日

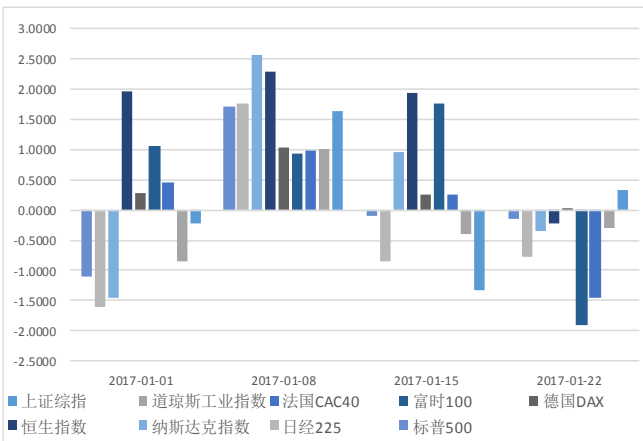
主要大宗商品涨跌幅



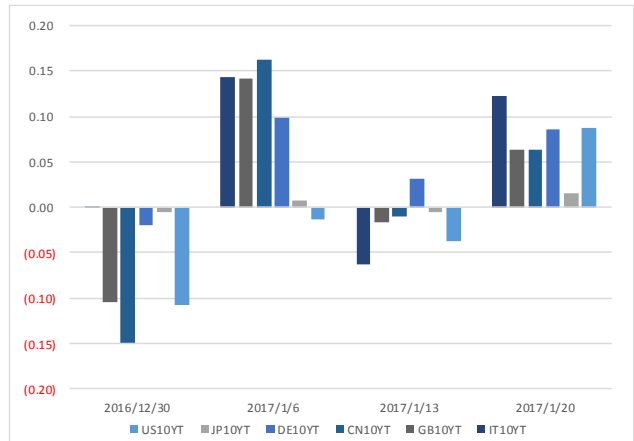
全球主要货币对涨跌幅



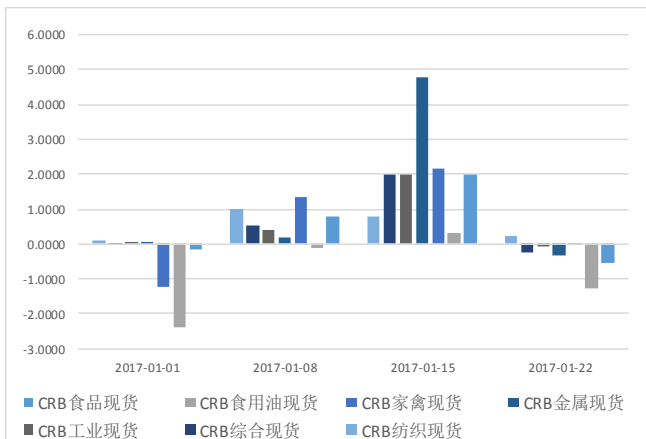
全球股指涨跌幅



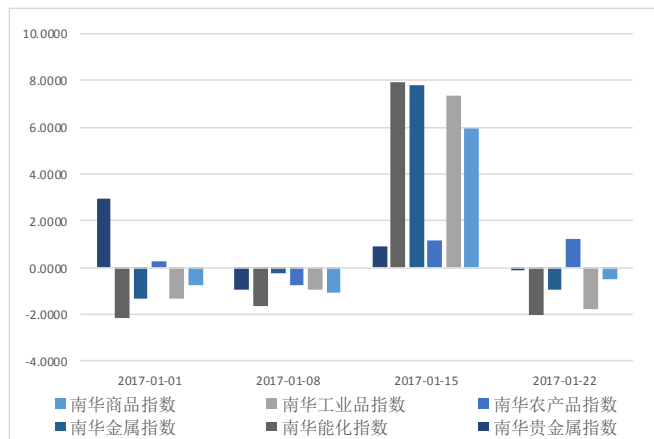
全球债市涨跌基点



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

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场15层1号、2号
电话：0452-5883883

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