宏观策略周报 2018 年 1 月 21 日星期日

一个大宗商品的宏观分析框架

——兼谈 2018 年商品观点

南华期货研究所
章睿哲
zhangruizhe@nawaa.com
010-83168383

黎 敏
limin@nawaa.com
010-83168383

摘要

从需求的三架马车来看，2018 年消费增长预计稳定在 10.2%-10.5%的区间（居民可支配收入增长稳定）；出口受海外经济复苏拉动将维持稳定增长态势，但受今年基数较高的影响增速有可能小幅放缓；固定资产投资可能继续维持低迷状态。

供给方面，2018 年黑色品种供需缺口仍将存在，商品价格维持高位的可能性较高，但由于需求增量可能继续回落，因此在宏观预期上面将存在较大波动，导致出现宽幅震荡格局。

有色品种方面，海外库存目前仍在持续下降，海外需求继续复苏，因此基本面良好。国内的情况主要是有色和化工的大部分品种都不在产品过剩品种的范围里，在过剩目录里的电解铝和玻璃去产能力度没有煤炭钢铁那么大，所以海内外铝的库存出现了较大分化。一个是去产能力度没有那么大，另一个是基建、地产、汽车这些周期的回落，也会影响有色和化工的需求，所以供需矛盾没有那么突出。

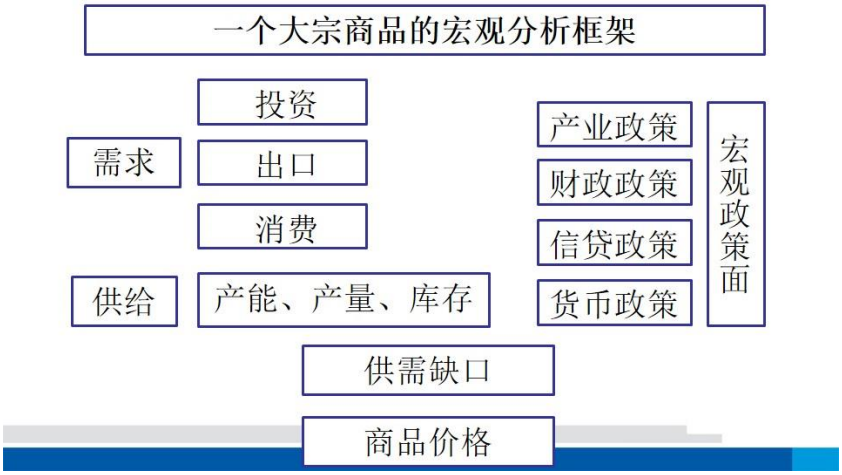
所以 2018 年商品的观点是整体供需矛盾将有所缓解，商品价格上涨的推动作用减弱，整体涨幅继续回落，可能出现宽幅震荡走势。大类资产表现将出现股票>商品>债券的格局。

一个大宗商品的宏观分析框架

——兼谈 2018 年商品观点

一、一个大宗商品的宏观分析框架

图 1、一个大宗商品的宏观分析框架



首先，商品的宏观基本面主要是由需求和供给来决定的。

需求主要由投资、出口和消费这三架马车所拉动，这即是以支出法进行核算的 GDP。而大宗商品的需求则直接体现在投资上面。出口和消费的增长会拉动投资的增长，比如冰箱的出口和消费增长了，就会带动冰箱产量的增加和钢材的购买，那么就会形成对商品的需求。

严格意义上讲，GDP 核算里面的投资是资本形成，而资本形成包括两个方面，一是固定资本形成，这个只公布年度数据，所以可以用我们熟悉的固定资产投资近似替代。固定资产投资是指建筑工程、安装工程、购买设备器具这些使用年限在一年以上的资产。在国内固定资产投资统计里面，占主要比重的依次是制造业、基建设施建设和房地产开发，三者占比分别是 30%，27%和 22%左右。值得一提的是，资本形成不包括土地购置费用，而固定资产投资包括，因此存在一定水分，在地价飙涨的年份尤其如此。

资本形成的另一个方面是存货的变化，也即期末存货减去期初存货，同时还要扣除当期由于价格变动而产生的持有收益。比如企业并没有新增厂房或者生产线，但是开工率、产能利用率提高了，那么新增的且尚未售出的产量就会体现在存货变化里面。国内方面，因为以支出法进行核算的 GDP 里面没有单独对存货的核算，所以我们用工业存货和商品房存货变动来粗略替代（不过工业存货数据是从 2010 年开始的，要分析以前存货变动情况就比较遗憾了），之所以可以如此，是因为服务业存货的量很少，基本都是以服务和消费的形式出售了。

资本形成一方面会形成需求，另一方面也会增加商品的供给，所以要看具体

的行业，房地产投资会增加钢材需求，但钢材行业的投资，比如电弧炉投产，就会导致产量的增加，这就涉及到宏观政策面的问题。

宏观政策会通过产业政策，财政政策和货币政策来影响商品的供和需，宏观政策是作用于商品供需的主要外生力量。

产业政策比如去产能，会影响商品的供给，比如能源政策，煤改气，会增加天然气的需求；

财政政策，比如新能源车购置优惠，家电下乡的财政补贴，会增加汽车和家电的生产和消费，从而拉动大宗商品需求；

货币政策相对比较复杂，因为他不是直接作用于实体经济，而是要通过金融机构这个中介来作用于实体经济。

金融指标里面可以更全面反映实体融资情况的是社会融资规模，主要是银行贷款、委托贷款、信托贷款、企业债券和股市 IPO 这几大部分。近几年影子银行兴起之后，正规渠道的银行贷款已经不足以反映实体融资的情况，而委托、信托和债券这几块有着越来越大的影响，尤其能够反映房地产和地方融资平台的情况。金融监管政策收紧的话，那么委托、信托贷款和企业债券这块会受到比较大的影响，从而影响实体经济融资需求。

二、2016 年以来商品市场回顾

图 2、近两年南华商品指数涨跌情况

日期	2017年	2016年	2015年
南华商品指数	7.85%	51.34%	-14.52%
南华工业品指数	11.68%	60.89%	-19.30%
南华农产品指数	-6.81%	20.61%	-4.96%
南华金属指数	26.72%	60.01%	-22.15%
南华能化指数	2.76%	73.21%	-16.89%
南华贵金属指数	-5.88%	17.72%	-9.66%
南华螺纹钢指数	51.51%	58.95%	-35.90%
南华热轧卷板指数	27.70%	79.50%	-34.69%
南华铁矿石指数	13.93%	124.61%	-22.41%
南华焦煤指数	15.58%	120.91%	-9.01%
南华焦炭指数	37.81%	180.53%	-29.95%
南华动力煤指数	51.65%	73.01%	-34.87%
南华硅铁指数	29.22%	30.36%	-27.90%
南华锰硅指数	22.39%	125.37%	-39.16%
南华线材指数	20.12%	-8.57%	-38.79%
南华沪铜指数	19.47%	22.36%	-16.64%
南华沪铝指数	11.16%	28.89%	-17.87%
南华沪锌指数	30.71%	48.44%	-18.41%
南华铅指数	10.31%	38.86%	12.88%
南华镍指数	8.13%	15.22%	-26.81%
南华锡指数	-5.43%	52.85%	-24.35%
南华PTA指数	-3.82%	11.56%	-11.09%
南华天胶指数	-41.64%	40.37%	-17.63%
南华PVC指数	9.46%	36.44%	-5.62%
南华甲醇指数	13.84%	44.31%	-10.00%
南华玻璃指数	26.46%	47.44%	0.12%
南华沥青指数	-16.84%	13.70%	-51.90%
南华聚丙烯指数	3.88%	78.06%	-8.38%

资料来源：WIND 资讯 南华研究

从 2016 年以来南华大宗商品指数的涨跌情况可以看到，2015 年还是一个深度下跌的情况，到了 2016 年出现暴涨，2017 年之后还是以涨为主，但涨幅有所回落。

究其原因，是因为 2016 年是商品供需拐点产生的开始。首先是商品的市场化自发去产能，可以看到在 2015 年底 2016 年初的时候，主要大宗商品，包括煤炭、钢材、有色等商品的产量增速都触及多年冰点；

图 3、原煤产量走势

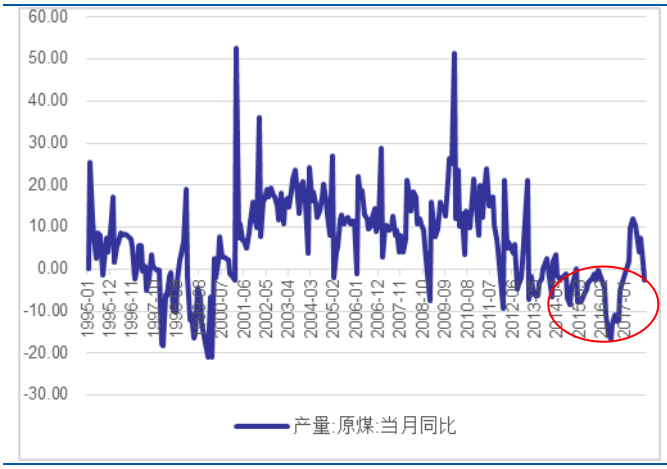


图 4、焦炭产量走势

图 5、十种有色金属产量走势

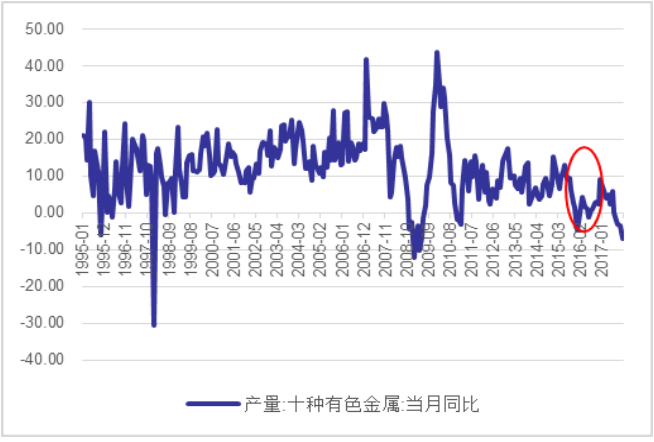
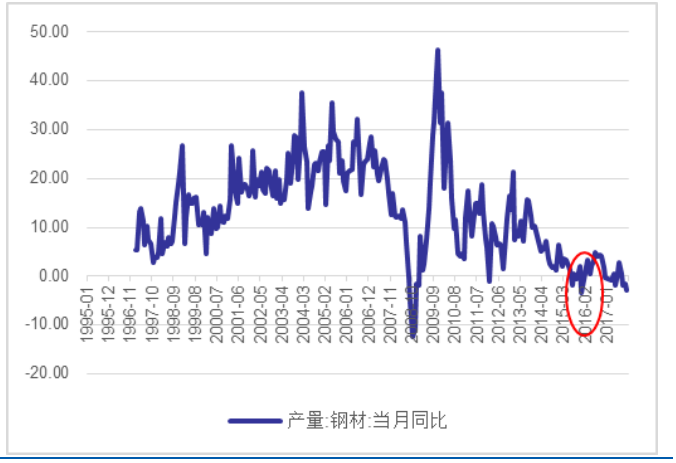


图 6、钢材产量走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

其次是需求有所复苏，房地产行业率先启动，2015 年 2 季度开始，房地产业生产总值和房屋新开工面积增速开始大幅上升，到 2016 年下半年的时候，制造业投资和工业存货增速开始见底回升，铁路货运量和电厂发电量增速大幅回升，2017 年初出口恢复正增长，这些都是需求开始复苏的体现。

图 7、房地产业生产总值增长情况

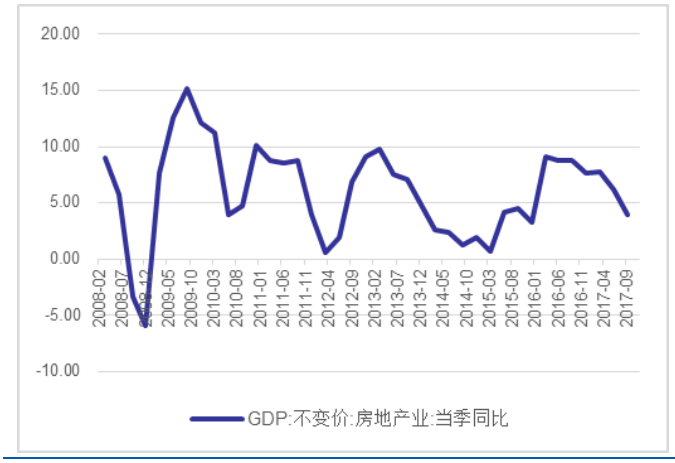


图 8、房屋新开工面积增长情况

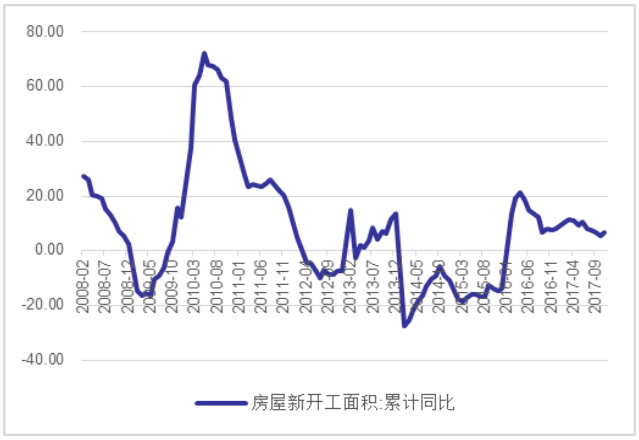


图 9、基建和制造业投资走势

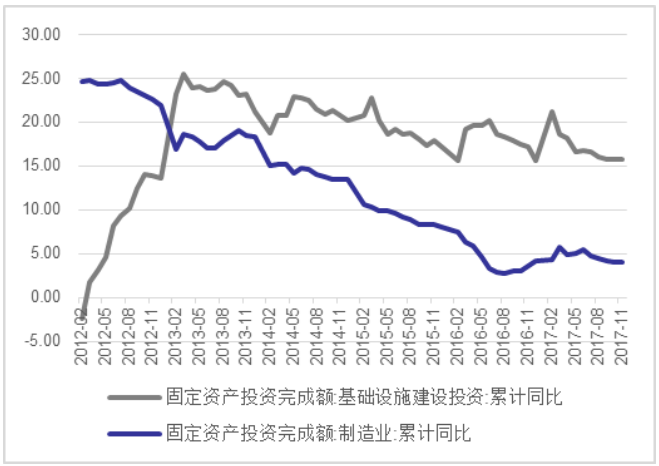
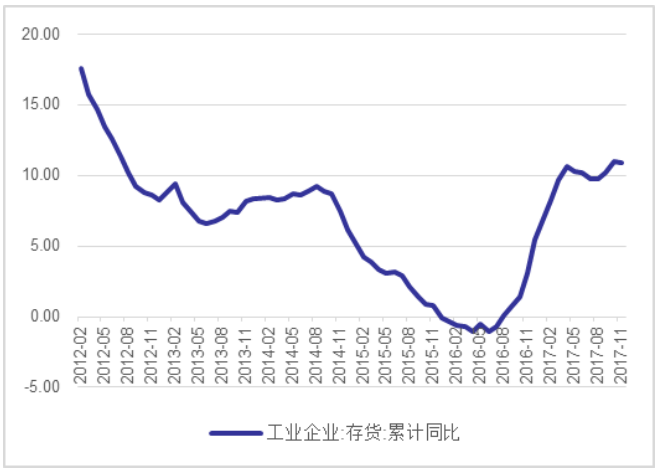


图 10、工业存货走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

但这里面要区别两个问题，一是房地产和出口的复苏有外部因素的作用，商品房销售大增主要是因为 2015 年和 2016 年初多次下调利率和首付比例所致，出口的改善与外围经济复苏密切相关；二是除了外生因素的影响之外，存在一个内生的库存周期。在 2009-2010 年的时候四万亿投资造成了过剩产能和大量产品的积压，经过了 5、6 年的时间，部分企业通过减少生产线、关掉厂房来主动去产能，同时通过市场销售逐渐消化积压商品，这时会出现一个库存见底的情况，那么就有补库存的需求。此外还有一个折旧周期，由于设备的不断老化或者跟不上新技术的要求，企业需要购买新设备，这也是内生周期的一部分，2017 年机械设备的销量大增与折旧周期有密切关系。

第三在需求复苏的同时，商品的产能仍在持续收缩，供需缺口不断扩大，这是价格暴涨的一个主要推动力。我们可以看到 2016 年之后，主要商品的库存低点仍是不断下移的。2017 年之后需求增量相比 2016 年虽然有所回落（投资增速、发电量和货运量），但供给收缩的力量更大，尤其是供暖季执行停限产之后，主要

商品累计产量均出现负增长。供需矛盾持续存在，是 2017 年商品指数再创新高的核心原因。

图 11、铁路货运量增长情况

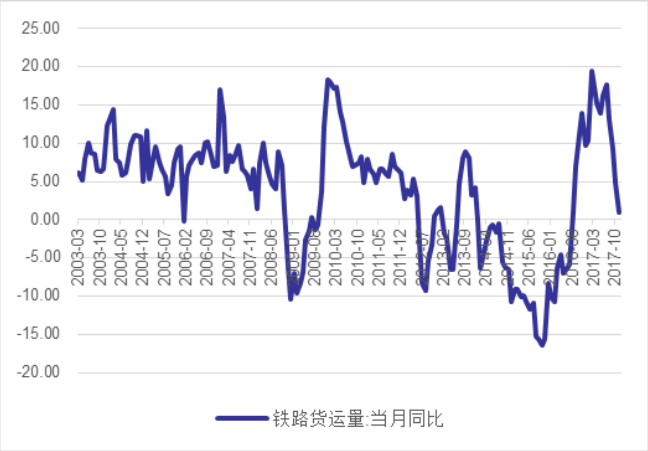


图 12、发电量增长情况

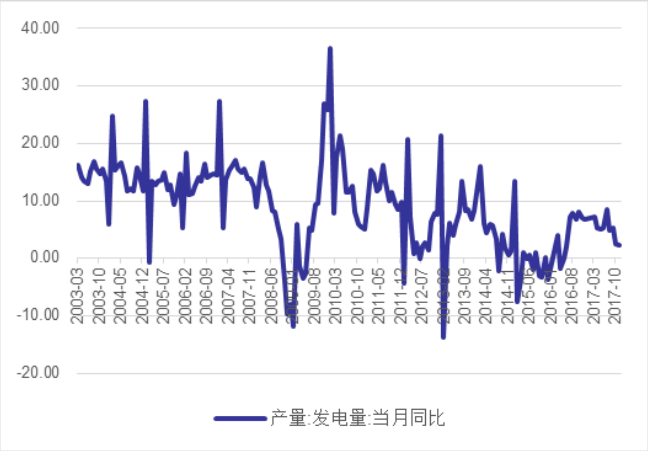


图 13、螺纹钢库存走势

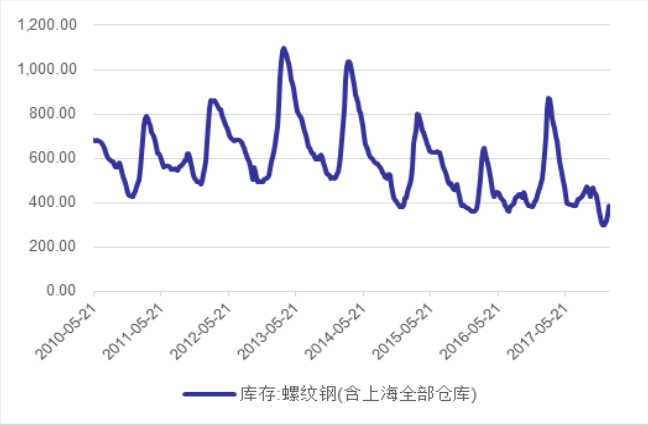


图 14、6 大发电集团煤炭库存走势

资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、2018 年商品主要观点

（一）需求分析

总体而言，从需求的三架马车来看，消费增长预计稳定在 10.2%-10.5%的区间（居民可支配收入增长稳定）；出口受海外经济复苏拉动将维持稳定增长态势，但受今年基数较高的影响增速有可能小幅放缓；固定资产投资可能继续维持低迷状态。

具体来讲，海外经济方面，欧元区主要是出口回暖比较明显，美国的私人投资和出口增长恢复正增长；从存货周期来看，也可以看到在 2017 年 1 季度的时候，美国的存货周期出现了一个见底的情况，而制造业的新增订单和出货量在 2016 年就已开始不断回升。制造业 PMI 方面，各国均在不断创新高，就连日本在 2017 年底的时候也是有明显的起色，欧美制造业的产能利用率也在逐渐回升。所以，海外经济的持续复苏，会对全球大宗商品需求和国内的出口构成支撑。

图 15、美国存货周期见底

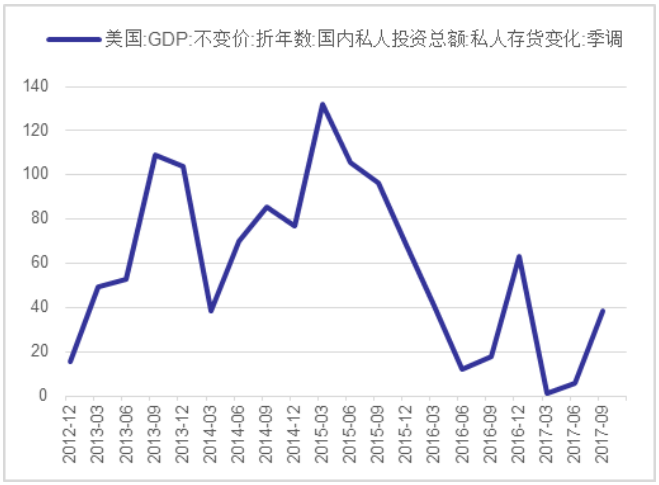
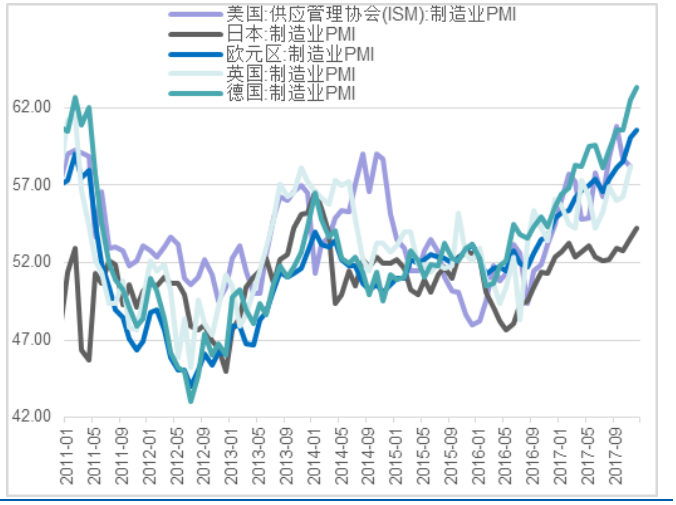


图 16、发达国家制造业 PMI 屡创新高



资料来源：WIND 资讯 南华研究

国内固定资产投资方面，2017 年的实际投资增速是低于 2016 年的，整体仍较为疲软。

基建方面，目前地方政府和国有企业的去杠杆是一个政策主基调，部分地方政府债券余额占 GDP 和财政收入的比重是相当高的，还有国有企业的杠杆率多年以来也是居高不下，在所有类型的企业里面是最高的，此外 PPP 项目的清理整顿也会形成较大影响，所以基建投资可能持续低迷。

图 17、固定投资实际增长情况

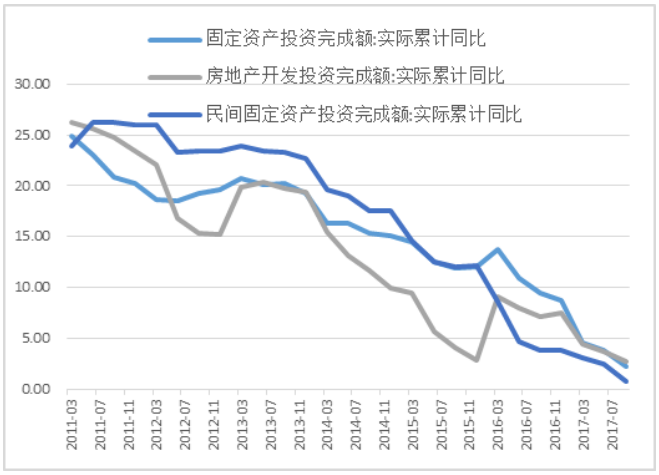
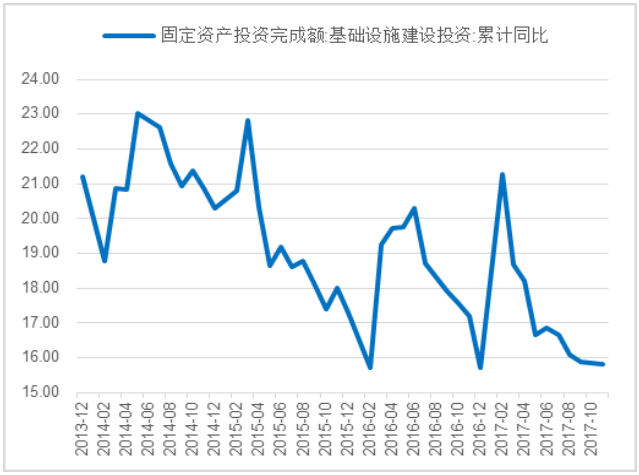


图 18、基建投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

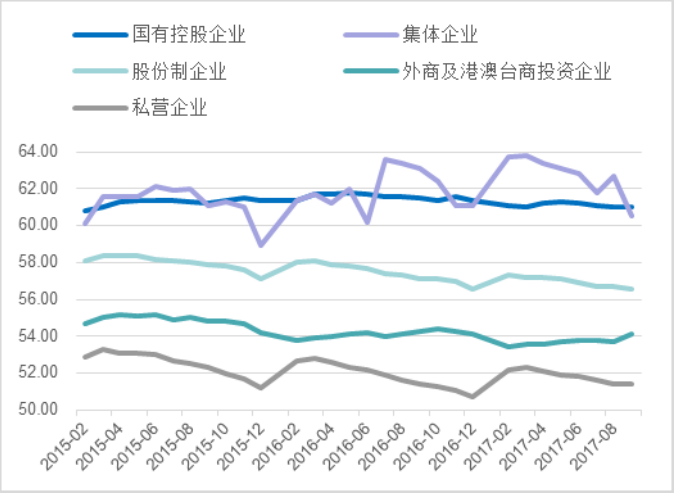
国企去杠杆的方式，第一是先控制杠杆率的上升，包括减少新增项目的审批和投资，把原来准备上马的基建项目拉下来，就像之前把包头和呼和浩特地铁拉下马一样，还有 PPP 违规融资项目的清退都是手段之一，这些做法的直接结果就是新增融资会减少，这个我们在 12 月份的金融数据已经看到了，那么对未来的大宗商品需求也会有一个直接影响；

控制住目前的杠杆率之后，可以通过企业现有收入逐渐偿还贷款，来降低负债率；

第三可以通过引入外部股权投资者或上市融资的方式来做大企业所有者权益，从而降低负债率；

第四针对那些持续亏损、资不抵债的企业进行破产清算，银行的坏账通过四大资管公司解决，这就需要通过经济增长来慢慢消化了。

图 19、国企负债率情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

房地产投资方面，商品房市场目前面临需求不差和供给受限、补库不足的情况，而且租赁住宅建设将在一线和主要二线城市全面铺开，2018 年地产投资大幅下滑的可能性不高。首先是商品房销售增速整体回落，但大中城市成交有回暖迹象，部分城市放开或变相放开限购；其次商品房的补库力度不足，目前商品房待售面积降幅仍在持续扩大，而且房屋新开工面积和土地购置面积增长相比有明显的滞后。这和地产商的资金问题是密切相关的，目前贷款和发债受限，而占比大概 45%的销售回款增速大幅下滑，在地价飙涨的同时，地产商的资金并不充裕，这是本轮商品房补库周期不断拉长的原因之一。这意味着地产投资不会一下子很高，也不会一下子大幅下滑，行业集中度的不断提高也使得扩张趋于理性和稳健。

图 20、商品房去库情况

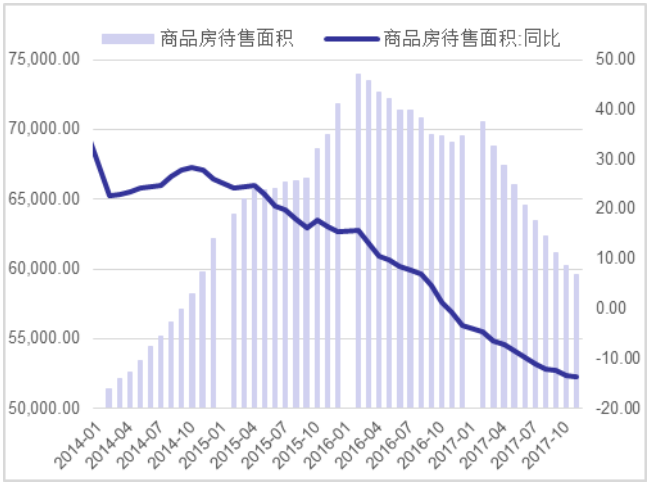
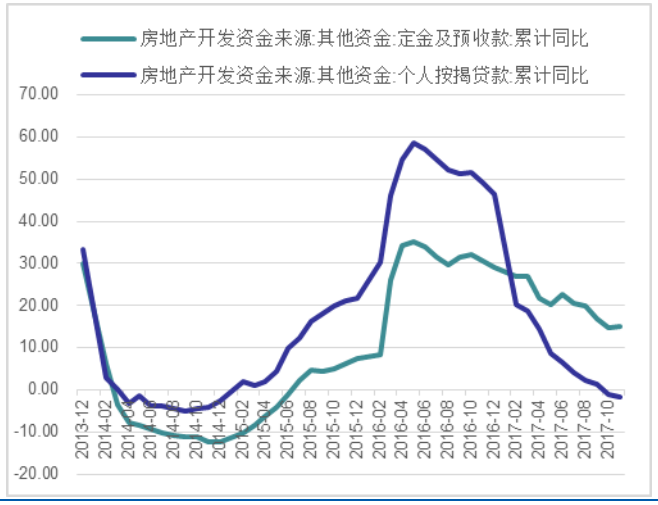


图 21、地产商销售回款情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

制造业方面，整体新增投资意愿不高，虽然高科技和技改投资增速较高，在两位数以上，但量相对较小。整体来看，制造业景气度仍维持高位，库存水平较低，补库仍会持续进行。

所以从投资需求来讲，受基建投资持续低迷、房地产投资可能下滑的影响，预计全年投资增速将小幅低于 2017 年水平，从而对商品价格上涨的驱动作用减弱。

（二）供给分析

黑色品种方面，后去产能时代对煤炭钢材价格刺激作用将减弱。

2016 年提出的去产能目标是，3-5 年，钢铁 1.4 亿吨，煤炭 5 亿吨。

目前的进度是 2016 年，钢铁去了 6500 吨，煤炭 2.9 亿吨；2017 年钢铁去了 5000 万吨（不包括地条钢 1.4 亿吨），煤炭 1.5 亿吨。所以 2016-2017 年钢铁总共去产能 1.15 亿吨，煤炭 4.4 亿吨，在没有新的目标提出的情况下，钢铁剩 2500 万吨，煤炭剩 6000 万吨。

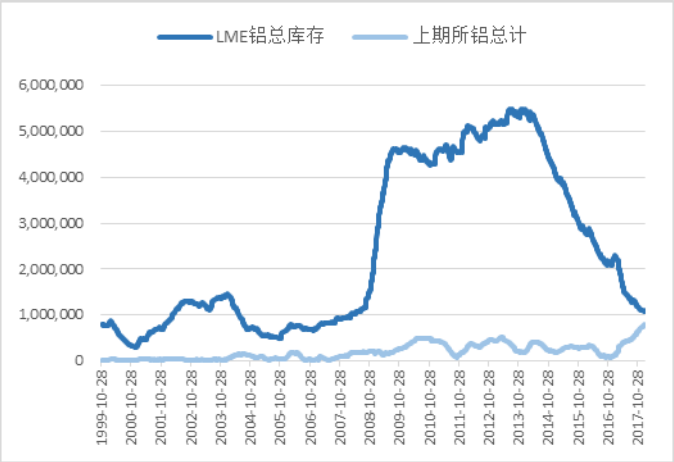
从行业的角度来看，煤炭钢铁行业利润有明显改善，但资产负债率仍偏高，所以严格限制产能的措施仍将长期存在。

2018 年整体来看，黑色品种供需缺口仍将存在，商品价格维持高位的可能性较高，但由于需求增量可能继续回落，因此在宏观预期上面将存在较大波动，导致出现宽幅震荡格局。

有色品种方面，海外库存目前仍在持续下降，海外需求继续复苏，因此基本面良好。

国内的情况主要是有色和化工的大部分品种都不在产品过剩品种的范围里，在过剩目录里的电解铝和玻璃去产能力度没有煤炭钢铁那么大，所以海内外铝的库存出现了较大分化。

图 22、海内外铝库存对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

一个是去产能力度没有那么大，另一个是基建、地产、汽车这些周期的回落，也会影响有色和化工的需求，所以供需矛盾没有那么突出。

这也是 2017 年海内外有色品种走势出现较大分化的原因之一，另一个主要原因是海内外基建周期出现了较大的分化。目前欧美的基建设施都出现了严重老化，有较大的更新需求，一带一路边上国家也在大兴基建，而国内的基建周期是在下行的，因此类似有色这种国际商品的海内外表现出现了较大分化，这种分化还会持续存在，这里面也存在一定的套利空间。

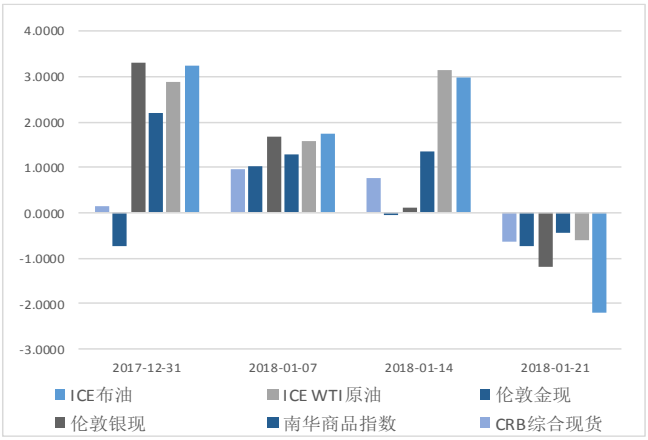
所以 2018 年商品的观点是整体供需矛盾将有所缓解，商品价格上涨的推动作用减弱，整体涨幅继续回落，可能出现宽幅震荡走势。2018 年我认为大类资产表现将出现股票>商品>债券的格局。

另外还需关注环保政策的走向，从 2016 到 2017 年的环保政策主要以行政手段为主，未来关注行政手段是否能倒逼企业增大环保投入，减少排污，包括环保税的作用，从行政化去产能转化为市场化去产能，这样可能会有利于先进产能的释放，从而进一步缓解供需矛盾。

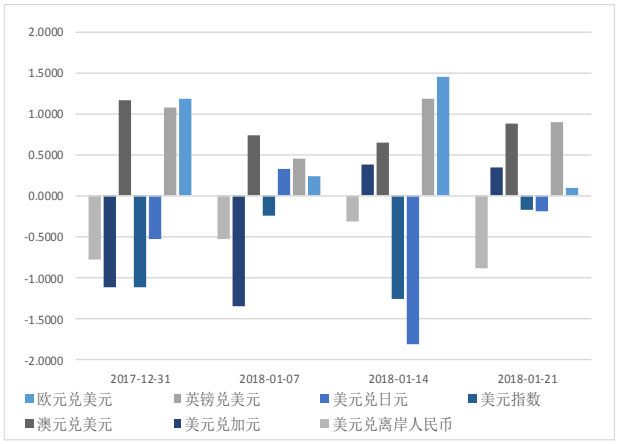
【本周全球大类资产表现】

2018 年 1 月 21 日

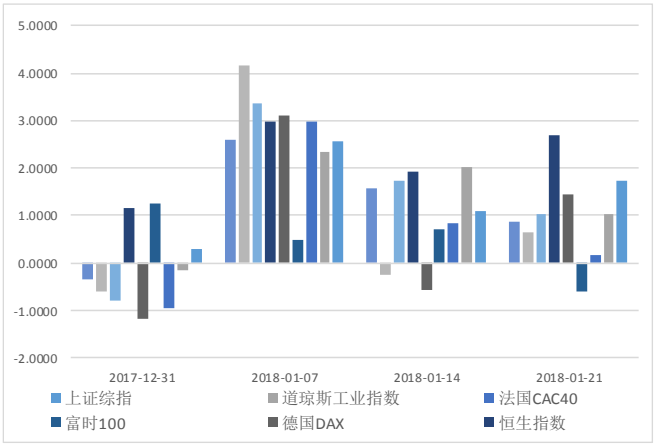
主要大宗商品涨跌幅



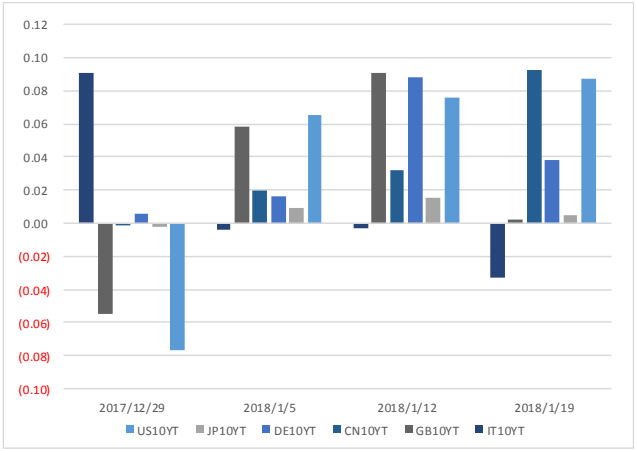
全球主要货币对涨跌幅



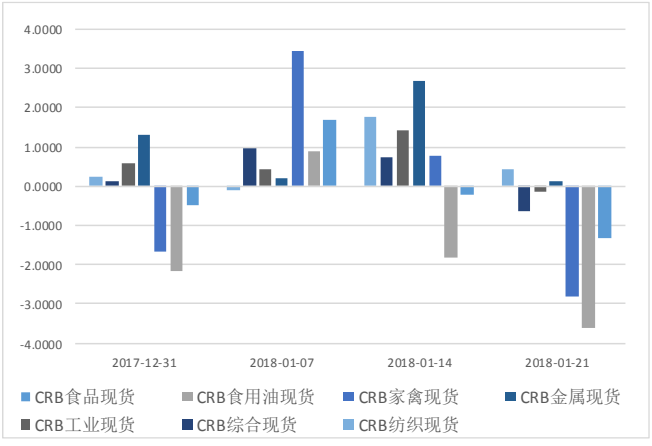
全球股指涨跌幅



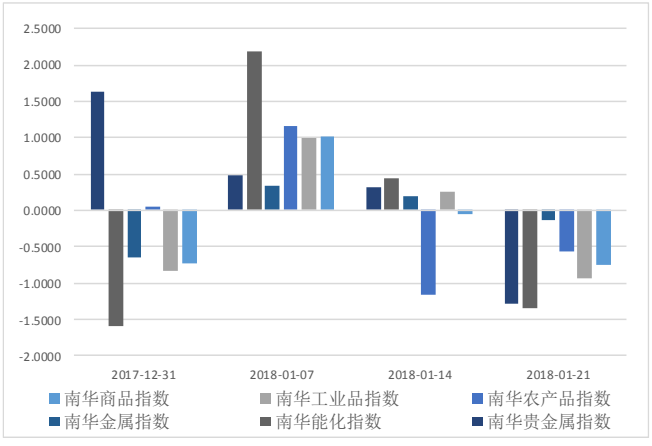
全球债市涨跌基点



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

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：010-63161286

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

电话：0579-89292777

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

免责申明

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。

南华期货 NANHUA FUTURES

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