宏观策略周报 2018 年 11 月 25 日星期日

一个大宗商品上下游库存/价格分析框架

摘要

本周报告提出一个大宗商品上下游库存/价格分析框架，指出萧条、过热和滞胀三种特殊宏观格局对应的商品库存和价格情况，并将此框架应用于历史和当前经济情况分析。

在过去 20 多年的短暂时间里，我们经历过萧条和过热，但并没有真正经历过宏观滞胀时期，也即长时间的高价格、低库存与需求低迷并存，这导致市场容易产生非牛即熊的判断，而对商品基本面缺乏客观认识，这种偏离基本面的单边预期强化往往容易导致后面再次出现价格的暴涨暴跌。

但是，宏观预期与现实之间也存在着一个模糊的“宏观基差”，我们对于未来的判断到底是过于悲观，还是不够悲观？这个宏观基差到底是会收窄还是会扩大？所以，2019 年大宗商品市场到底是进入熊市，还是会呈现一种高位宽幅震荡的滞胀格局，存在非常大的不确定性。目前来看，存在经济下行趋势，但是商品整体并没有很大的去库存空间，而价格暴跌必然以甩货为前提，如果存货不足，那么甩货和跌价的空间就没有那么大。

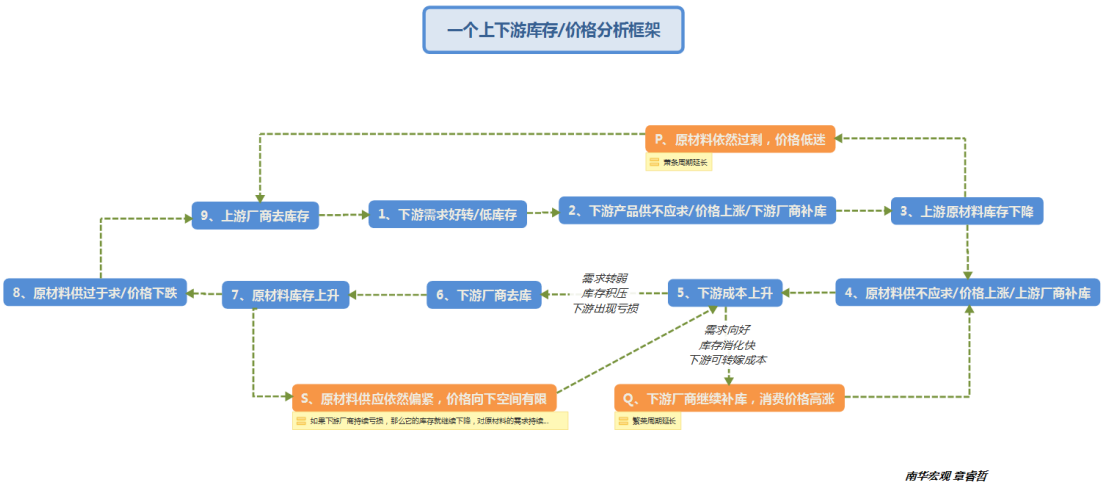
南华期货研究所
章睿哲
投资咨询证号：Z0013599
zhangruizhe@nawaa.com
010-83168383

一个大宗商品上下游库存/价格分析框架

过去两周的报告谈到了实体经济有重新进入去库存周期的迹象，这一周的报告有必要对这个问题作更进一步的分析。

做商品交易的人员最关心的宏观问题主要有两个，一是大宗商品（代表上游）价格将怎么走？二是通胀（代表下游）将怎么走？而这二者又与上、中、下游的库存行为密切相关，不同产业层次的库存行为组合会产生不同的价格走势，所以，我在这里提出一个简易的上下游库存和价格分析框架，为了简便将上游和中游合在一起进行分析，因为上中游的联系更为密切，而下游主要受终端需求的影响。

这一框架可以放在“复苏——繁荣——衰退——萧条”的的宏观短周期背景下进行分析；也可以单独应用于某个产业链的上下游分析，为了聚焦于库存问题，对背景不做过多叙述。



假定这一过程从经济复苏开始，此时下游厂商经历了长时间萧条之后处于低库存状态，而下游商品需求好转，产品开始供不应求、价格上涨，从而刺激下游厂商补库（阶段 1-2）。对于上游而言，此时会出现两种情况，一种是上游原材料库存开始下降，于是原材料开始供不应求、价格上涨，上游厂商开始补库（阶段 3-4）；另一种是原材料库存仍然过剩（阶段 P），那么上游厂商将继续去库存，直到可以进入第 4 阶段，所以我们看到一个下游价格涨和厂商补库带动上游价格涨和补库的过程，这里可以对应基钦周期的被动去库存和主动补库存阶段。

当上游原材料价格持续上涨时，下游厂商的成本逐渐上升，挤压利润空间，此时会出现两种情况，一种是下游需求转弱，那么厂商的库存开始被动累积，资金压力凸显，于是开始进行主动去库存（阶段 5-6）；另一种是下游需求仍然旺盛，厂商可以将成本转嫁到消费者身上，库存消化非常快，消费价格高涨，那么下游厂商将继续补库（阶段 Q），于是不断重复 4-5 阶段，直到需求转弱、库存积压，并进入阶段 6 为止。

下游厂商去库会导致上游原材料库存累积，此时也会有两种情况，一种是原材料出现供过于求、价格下跌，于是上游厂商开始进入去库存阶段（阶段 7-9），

直到下一个复苏周期来临；另一种情况是原材料供应依然偏紧，价格向下调整幅度较小（阶段 S），那么只有当下游厂商持续亏损和需求减少到足以使原材料基本面发生逆转时，上游厂商才会进入跌价和去库存周期；如果下游情况还可以，需求减少到一定阶段之后保持在一个较低的水平，那么原材料的供需基本面会维持在一个紧平衡状态，不会经历后面的价格大幅下跌和去库存过程，而是等到下一轮复苏周期来临之后开启下一轮上涨过程。

在这里要特别注意 3 种特殊情况。

情况 P：原材料持续过剩、价格低迷，会延长整体萧条和通缩的时间，但是对于上中下游的影响又有所不同，在复苏初期，中下游的情况会比上游好，可以享受增长和低成本的福利；

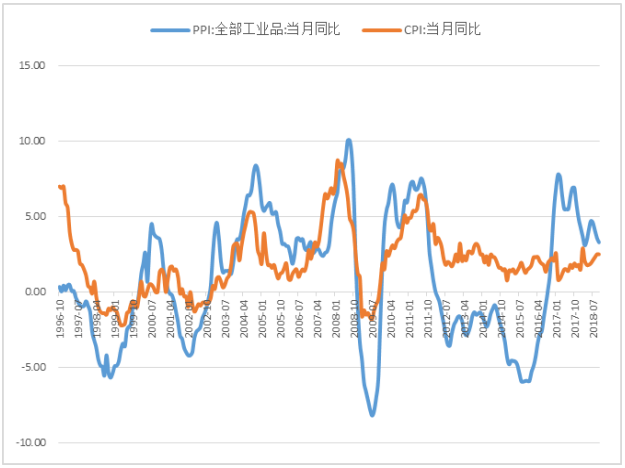
情况 Q：终端消费需求非常旺盛，通胀持续高涨，经济繁荣时间延长甚至出现过热，这种情况下掌握原材料定价权的上游往往好于中下游；

情况 S：经济增长出现停滞，但原材料供应仍然紧张，如果整体价格水平都居高不下，那么就会出现宏观经济上的滞胀情况。宏观上整体出现滞胀是比较少见的，个别商品或者行业则相对常见，这种情况下无疑上中游要好于下游。

历史数据分析

我们采用 PPI 和 CPI，以及工业产成品库存数据来进行分析。由于 2011 年之前橡胶和塑料行业数据缺失，所以中游统计将这一行业剔除。

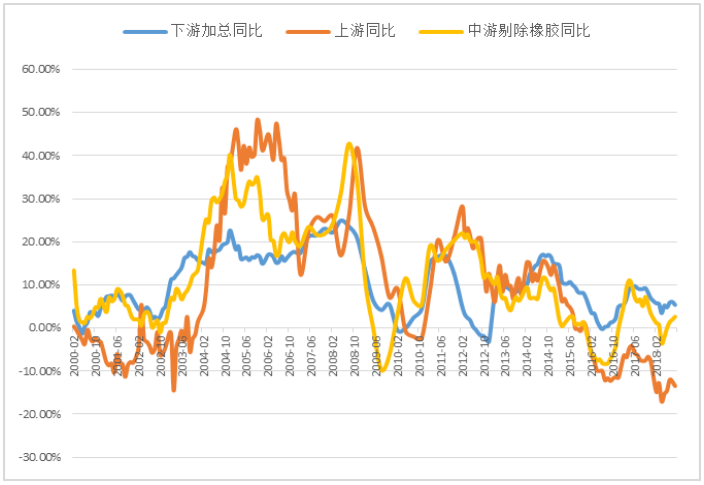
图 1、PPI 和 CPI 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从 PPI 和 CPI 的历史走势对比来看，2003 年之前的价格周期是比较短的，到了 2003 年之后，发生了上述框架里面的情况 Q，由于终端需求持续向好，使得繁荣周期不断延长，最后出现了经济过热；2011 年由于 4 万亿刺激，再次出现了经济过热，但这一过程的持续时间非常短，由于缺乏内生增长动力，且前期信贷过量投放导致产量大增，于是 2012-2016 年出现了情况 P，也即原材料大量过剩，价格持续下跌，萧条周期延长。

图 2、上中下游产成品库存增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从产成品库存情况来看，2013 年之前每一轮周期里面，上中游的补库和去库力度都要强于下游，因为上中游离终端消费比较远，所以容易对未来需求产生误判从而导致库存过度调整，所以 PPI 的涨跌幅度也要大于 CPI，而 2013 年之后，上中游补库力度开始弱于下游，2018 年 1-10 月下游所有行业加总的产成品库存增速是 5.38%，中游和上游分别是 2.75%和-13.47%，而且上游从 2016 年开始持续处于去库存过程当中，没有出现补库，目前为止上游产成品库存仍是负增长。

在过去 20 多年的短暂时间里，我们事实上并没有真正经历过宏观滞胀时期，也即上述框架的情况 S，长时间的高价格、低库存与需求低迷并存，这导致市场容易产生非牛即熊的判断，而对商品基本面缺乏客观认识，这种偏离基本面的单边预期强化往往容易导致后面再次出现价格的暴涨暴跌。

但是，宏观预期与现实之间也存在着一个模糊的“宏观基差”，我们对于未来的判断到底是过于悲观，还是不够悲观？这个宏观基差到底是会收窄还是会扩大？目前也只能走一步看一步，继续观察。所以，2019 年大宗商品市场到底是进入熊市，还是会呈现一种高位宽幅震荡的滞胀格局，存在非常大的不确定性。

当前所处的阶段

从目前上中下游的情况来看，下游从 2018 年开始已经进入去库存周期，下游的去库会导致上中游的原材料价格下跌并带动其去库，但是持续时间会多长、幅度会多大？我们需要注意到，2016 年底以来下游这轮补库存的力度比以往历次经济周期都要弱，这主要是因为社会零售消费增速处在一个持续下滑的趋势，但是历年的下游库存也基本没有出现过负增长，除非需求出现剧烈下滑引发下游厂商发生有史以来规模最大的产能出清，这也意味着消费高增长时代成为过去，这种情况不是不可能发生，而是或早或晚总会发生，如果 2019 年这种情况提前来临，那么整个商品的供需基本面将发生彻底扭转，我们会发现现在的悲观预期还不够悲观；如果整体的居民消费能力还能够支撑，杠杆还能往上加，特别是地产部门的消化能力依然非常强，那么整个宏观向下的空间还是有限，下游的去库存空间

也是比较小的，明年的房地产开工还是会比较稳定，那现在就是过于悲观。

对于上游来说，其实并不存在“进入去库”这个问题，因为上游一直在去库，而且在经济结构调整和环保政策下，这个去库过程还会一直进行下去，未来采矿这个大类行业将会持续萎缩，占国民经济的比重会继续下降。

从大宗商品价格的角度来看，最主要的关注点在于中游，四季度以来，中游厂商开始面临下游去库和上游成本坍塌的双重压力，但还是需要分产业链来进行具体分析，可以看到其中最大的问题是能化这条线。

从南华商品指数的涨跌幅可以看到，能化是今年矛盾最大的板块，一季度跌幅为 8%，二、三季度涨幅分别为 6.85%和 7.3%，四季度以来跌幅高达 11.68%。从库存情况来看，近期不仅是最上游的国际原油产量和库存出现了大幅增长，导致上游成本坍塌，而且国内的产业链，包括化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业，存货水平均出现了大幅攀升。

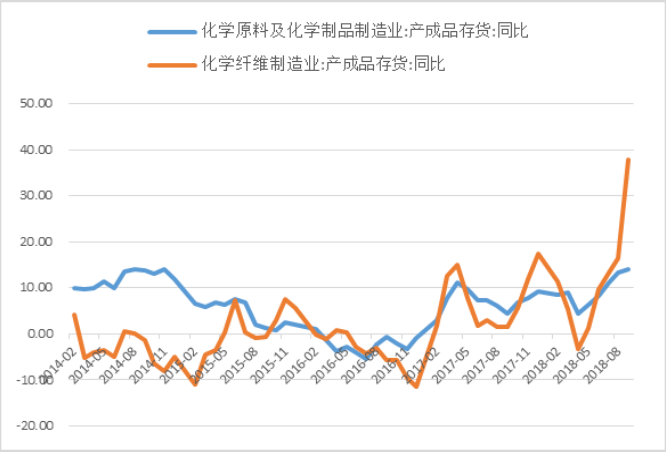
一个典型的例子是 PTA，7/8 月份持续暴涨了 50%，导致下游厂商亏损减产、需求急剧转弱，叠加成本下行，PTA 在 9 月之后开始出现持续下跌，短时间内迅速从暴利转向亏损，整个产业链的库存积压速度都非常快，原油化工板块的暴跌在很大程度上影响了整个商品市场的情绪和行为。

表 1、南华主要板块指数季度涨跌幅

日期	2018-11-23	2018-09-28	2018-06-29	2018-03-30
南华商品指数	-7.45%	3.41%	4.36%	-5.62%
南华工业品指数	-8.34%	4.72%	8.67%	-7.64%
南华农产品指数	-5.08%	-0.52%	-1.74%	2.34%
南华金属指数	-4.06%	0.62%	6.59%	-8.52%
南华黑色指数	-3.16%	6.64%	0.00%	0.00%
南华有色金属指数	-3.94%	-3.87%	0.00%	0.00%
南华能化指数	-11.68%	7.30%	6.85%	-8.08%
南华贵金属指数	2.59%	-4.60%	-0.39%	-4.41%

资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 3、化学原料和化纤行业库存增速



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从宏观上看，目前存在经济下行趋势，但是商品整体并没有很大的去库存空间，而价格暴跌必然以甩货为前提，如果存货不足，那么甩货和跌价的空间就没有那么大。可以看到，黑色和有色产业链的基本面和能化还是有很大的不同，近期有色除了镍之外，其他品种还是表现较为稳定，而且两者的库存并没有出现大幅积压，特别是黑色金属，今年虽然基建和汽车行业情况很不乐观，但是黑色的整体库存情况还是比较健康，成本端的焦炭、焦煤、铁矿石等的坍塌空间也并不大，目前的大幅下跌主要还是由于市场预期问题，一是全球宏观经济下行预期以及原油暴跌带来的大宗商品整体进入熊市预期；二是房地产投资开工下滑的预期，这个在之前报告讨论过多次了，不再赘述；三是对钢材产量和库存累积的预期，由于 8-10 月份钢材价格维持高位，而不是去年同期的暴跌情况，钢材产量大幅增加，所以供暖季开始以来，钢厂高炉开工率同比未出现明显下降，钢材周度产量大幅高于去年同期水平，所以市场预计后期钢材将快速累库；四是所谓的供给侧改革退出和环保放松预期，这个恐慌不仅莫名其妙、而且荒谬。供给侧改革本身包含很丰富的内容，三去一降一补，市场既然认为供给侧改革将退出，那么到底是哪个退出？是去杠杆退出？去库存退出？还是去产能退出？还是全部退出？如果供给侧改革退出，那么未来的政策方向是什么？是紧缩？是大放水还是大搞基建？对这一系列问题，商品市场缺乏思考。

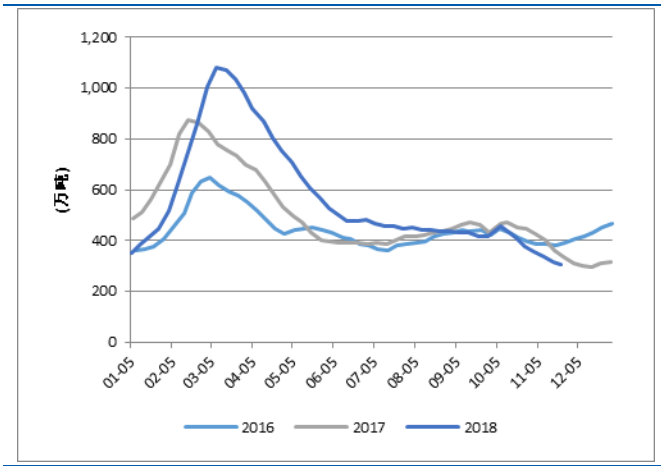
事实上，今年冬天一个最主要的利空因素是环保限产有所放松，我们在之前报告也分析过这个问题，所谓放松其实是中央环保方式的一个变化，并不意味着不要环保，环保严厉程度依然会随着空气质量情况的变化而变化，比如空气不达标的徐州周末开始焦化厂已经全部限产 50%。

另外我们不能忽视的是，四季度工业品的暴跌与三季度的暴涨有相当大的关系，又以原油及其下游品种和黑色品种最为典型。暴涨和暴跌往往是一枚硬币的两面，暴涨引起产量大幅增加，下游难以承受高价，加上进入淡季需求逐渐萎靡，前期高价拿货的贸易商出现恐慌性出货和踩踏，导致价格一泻千里。然而，不能放松思考的是，暴跌之后供给面又会发生何种变化？

在产量大增和需求萎缩的情况下，我们本应看到库存的大幅增加，但目前这个情况没有出现。截至 11 月 22 日的钢材社会库存水平比去年同期还要低，1-10 月房屋施工面积累计增速是 2016 年 8 月以来最高水平，这个自然可以也解释为中游库存压力向上游传导，如果没有贸易商的甩库，就不会有价格的暴跌，但是上游的库存累积幅度并不大，全部库存加起来大致是与去年持平。所以，按理说供需两面都不乐观，但缺少库存的映证，至少还有被证伪的可能。而且，在快速暴跌并逼近成本线情况下，未来减产的可能性是比较高的，减产预期会抵消部分悲观预期，而且在库存比较低的情况下，如果明年春季开工需求不错，届时又将出现缺货断货和报复性上涨的情况。

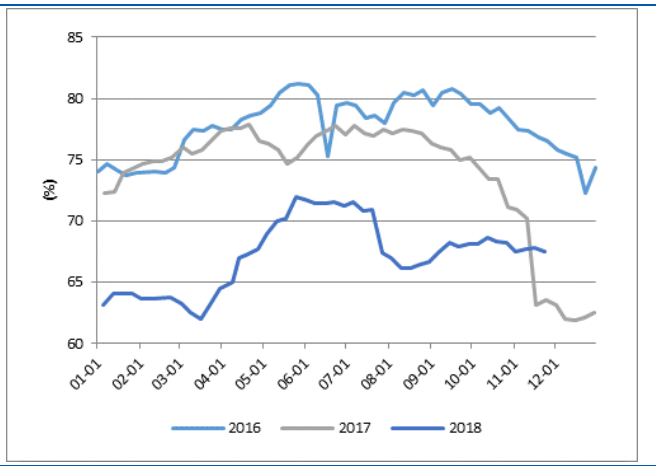
目前各品种合约的成交量和持仓量都要大大高于去年同期水平，这意味着市场预期看似单边，一致看空，但实际存在相当大的分歧，博弈激烈程度在加剧，临近交割月无论谁投降都将出现剧烈波动。从产业的角度来看，此轮暴跌也是一个警醒，如果产量依然维持高位，一旦库存累积起来，那真将进入慢慢熊途、重回亏损困境了。就现在的实际供需情况来看，进入熊市的条件尚不具备。

图 4、螺纹钢库存季节图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、高炉开工率季节图表

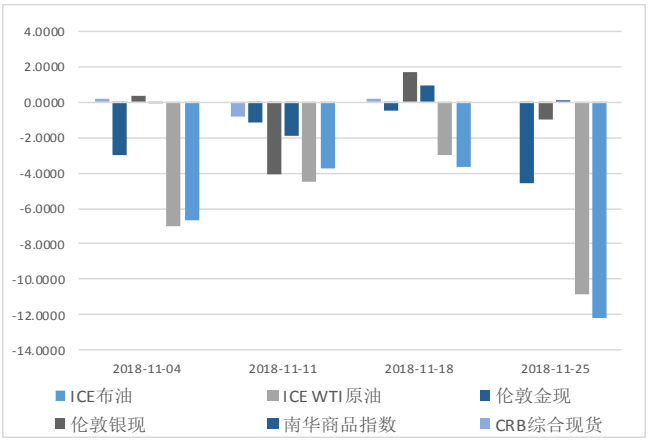


资料来源：WIND 资讯 南华研究

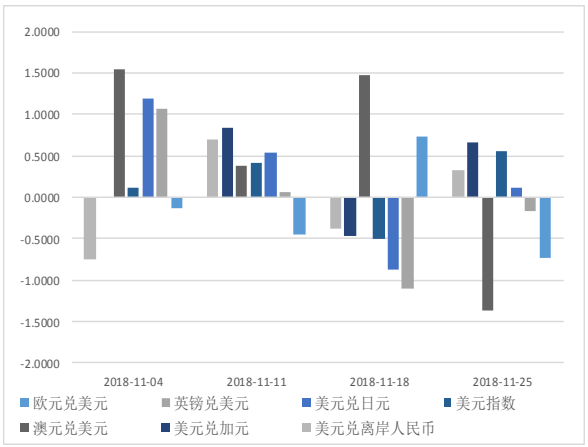
【本周全球大类资产表现】

2018 年 11 月 25 日

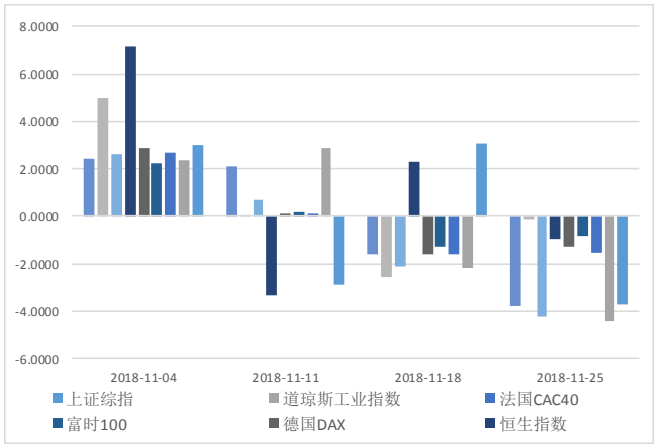
主要大宗商品涨跌幅



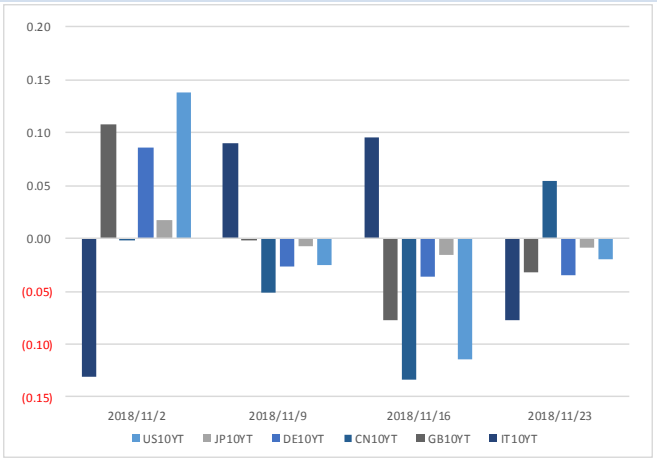
全球主要货币对涨跌幅



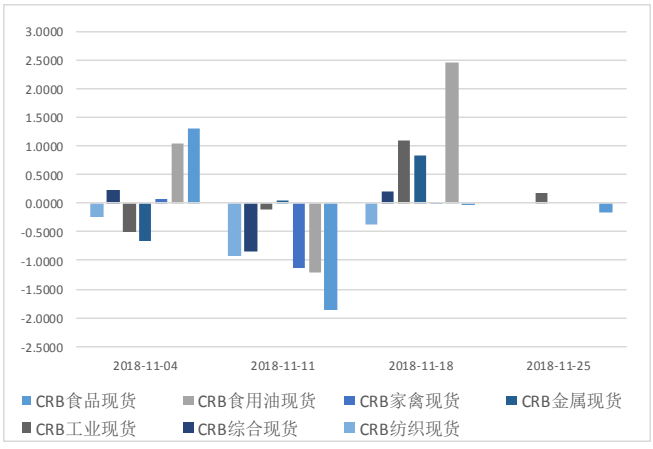
全球股指涨跌幅



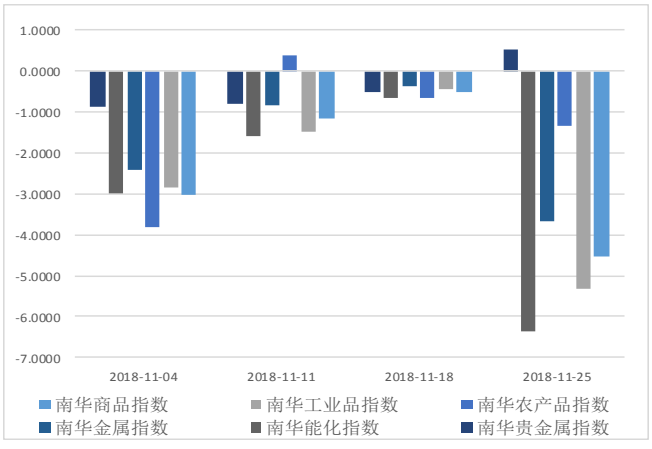
全球债市涨跌基点



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

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