



大宗商品，想说下跌不容易

摘要

总结 2016 年大宗商品的上涨，库存周期、供给改革、污染治理和汇率贬值，都是构成价格上涨强劲动力的原因，其中供给改革和污染治理都是长期因素，而投资需求的低迷和原料成本高涨对企业利润构成双重挤压，将导致低库存的情况长期存在，这也意味着大宗商品想要出现全面的由牛转熊并不容易，预计 2017 年去产能和环保治理的重点行业价格仍会有较强支撑，而基本面较弱的商品价格下跌的可能性较大。

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

大宗商品，想说下跌不容易

库存周期叠加供给侧改革，商品产量、产能和库存均大幅下降。2016年以来，国内的大宗商品生产行业经历了连年的价格下跌和亏损之后，产量和库存均处于底部。产量方面，2016年煤炭产量同比降幅虽然有所收窄，但仍处于负增长状态，原煤产量累计降幅超过10%；钢材产量受固定资产投资小幅回暖的影响有所回升，但产量增幅并不高，累计增速在4%以下。库存方面，钢材库存创2009年以来新低，煤炭库存更是创下2004年以来新低。

供给侧改革方面，据国家发改委的信息，截至今年9月底，钢铁、煤炭两个行业退出产能均已完成全年目标任务量的80%以上，部分地区和中央企业已经提前完成全年任务。截止目前，钢铁和煤炭生产大省河北和山西均已超额完成了产能退出任务，其中山西省已于10月底全部关闭退出25座煤矿，全年退出煤炭产能2325万吨，并完成省内钢铁、煤炭去产能验收工作；河北省1-10月份压减炼铁产能1589万吨、炼钢产能1405万吨，分别占今年国家下达任务的152.9%和171.3%；退出煤矿54处、产能1400万吨，分别占今年国家下达任务的108%和107%。尽管今年投资需求上升幅度有限，经济增长需求不足的问题并没有多大改善，但是低库存叠加供给改革迅速推进，导致供给出现了较大缺口，截至10月份，2016年动力煤和焦煤的累计供需缺口分别达到了2亿吨和3970万吨，均是创历史记录的水平，供不应求成为价格上涨的主要原因。

图1、煤炭生产情况

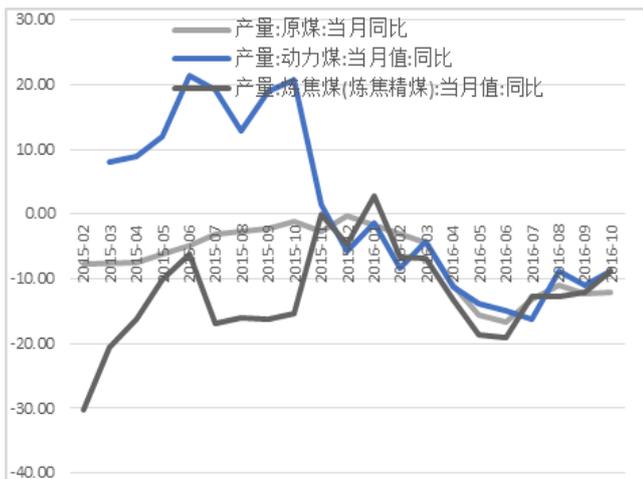


图2、钢材生产情况

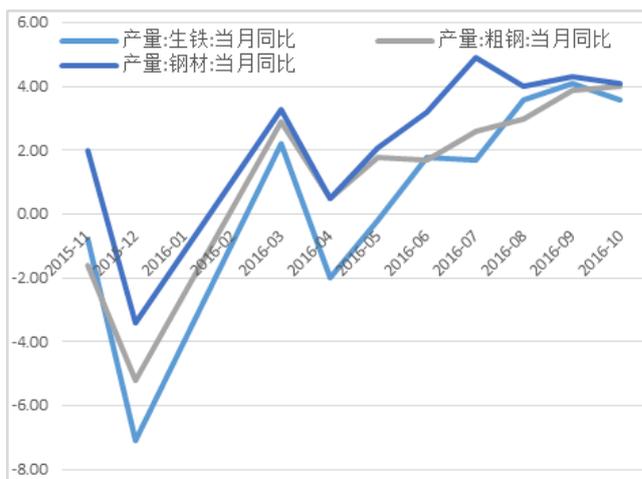
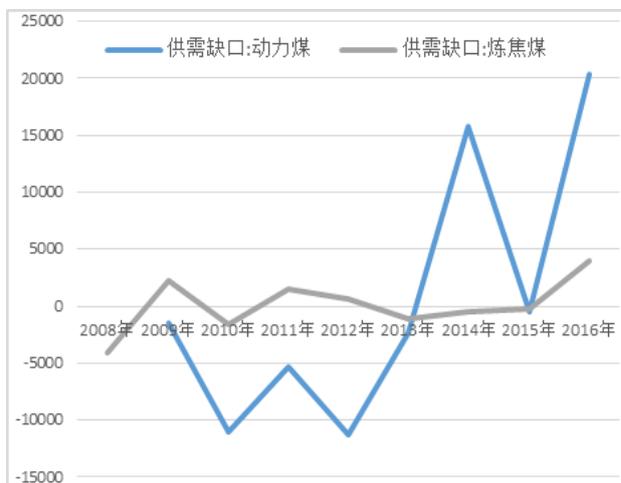
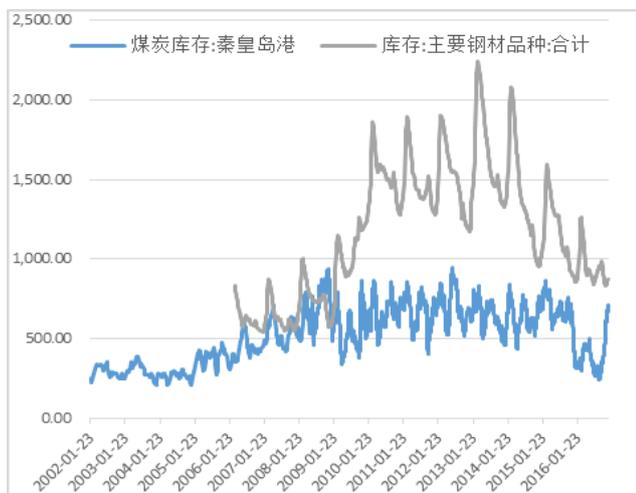


图3、钢材和煤炭库存情况

图4、煤炭历年供需缺口



资料来源：WIND 资讯 南华研究

环保治理行动是支撑商品价格的另一项长期因素。除了削减产能之外，由于空气严重污染，特别是入冬以来，京津冀及周边地区频繁发生大面积区域性空气重污染，环保部和京津冀、陕西内蒙等地下达了严格的防控应急措施，包括对煤炭钢铁企业实行部分停产和全行业错峰生产等措施，而且这一行动会持续到供暖季结束，长达5个月时间。与此同时，交通运输部于今年9月至明年7月开展的整治货车非法改装专项行动和整治公路货车违法超限超载行动也在短时间内减少了货车的运输量，抬升了煤炭运输成本，加大了煤炭供给不足的问题。

发改委稳定市场和个别商品价格的举措只是短期和季节性行为。如果说其他大宗商品的上涨只是局部问题，煤炭则不然，它作为基础原材料，其上涨也构成了其他商品上涨的基础，比如焦煤的上涨导致钢材企业成本上升，从而对于钢材价格构成支撑，动力煤的上涨导致电价的上漲，促使工业制造业等企业生产成本的提高，最后将导致全面的通胀压力，这也引起了当局的重视。针对煤炭价格大幅上涨的问题，发改委近期采取了一些举措，首先是释放先进产能；其次是引导煤企和电企、钢企签订长期价格合同并给予释放产能和优先保障运力等政策优惠；第三是增加运力和加大对供应偏紧地区定向投放力度。

通过以上措施，10月份之后，6大发电集团和三大港口的煤炭库存均大幅回升，其中库存量最大的秦皇岛港已经回升至年内最大水平，煤炭运量也有较大改善，10月份国有重点煤矿和全国煤炭铁路日均装车量同比增速均已回升至2014年以来的最高水平。在此情况下，11月份动力煤的价格已经停止上涨甚至有所下降，但是焦煤价格仍在继续上涨，这主要是由于政策当局一方面稳定生活用煤供应，另一方面由于环保需要持续限产，致使钢材的库存仍处于历史较低水平，10月份库存有所增加，但11月份又大幅下降，这也与原材料价格大幅上涨有关，全国大中型钢厂的焦煤焦炭库存可用天数均已下降至历史最低水平，环保政策叠加原材料成本高涨势必导致钢材产量和库存进一步下降。鉴于近几个月PPI的大幅上行主要是煤炭和黑色金属上涨所致，随着供暖季结束和需求缺口的减小，未来动力煤价格大概率企稳或者下跌，铁矿石的库存处于历史高位，其上涨缺乏基础，但是在生产积极性不足和环保压力下，焦煤焦炭和钢材的价格可能仍然会上升。

由于去产能政策是国家的长期发展战略，而价格上涨只是短期供需缺口导致的暂时现象，去产能政策并不会因为短期的价格上涨而改变，未来的去产能任务还将继续加快推进，与此同时，治理空气污染也是长期任务，这意味着未来的产能只会下降不会上升，煤炭和钢铁等商品长期供给过剩的局面将会得到很大程度的改善，从而对价格构成一定支撑。

图 5、煤炭价格情况

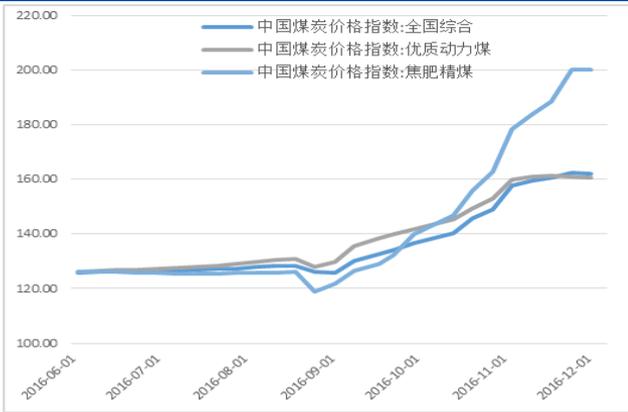


图 6、钢材价格情况



图 7、6 大发电集团煤炭库存情况

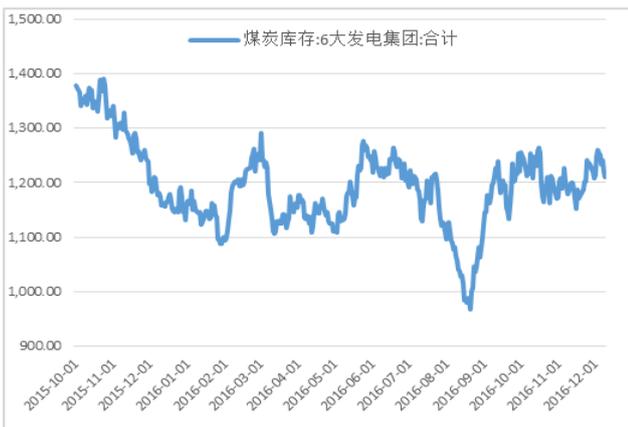


图 8、三大港口煤炭库存情况



图 9、钢材库存情况



图 10、国内钢厂焦煤焦炭库存情况

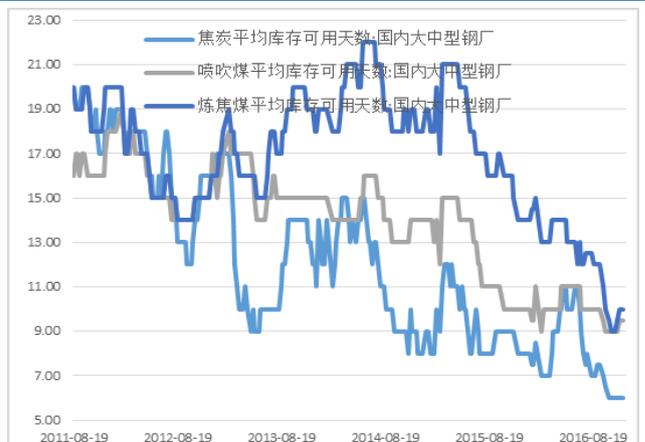


图 11、铁矿石库存情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

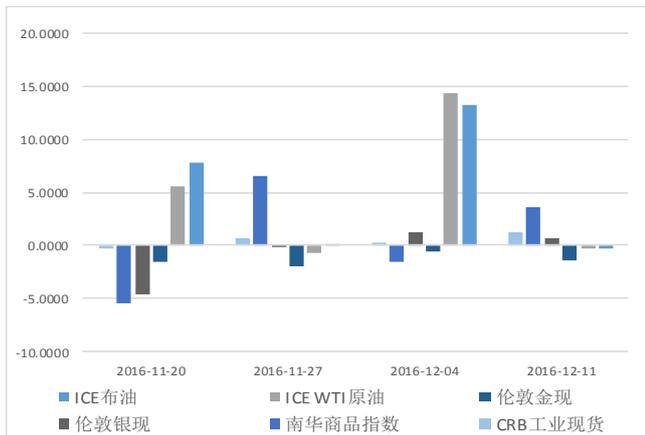
人民币汇率下跌导致进口商品价格上涨。截至目前为止，2016年人民币兑美元的贬值幅度已经大于2015年的贬值幅度，尽管近几月制造业PMI指数在持续走强，显示经济景气程度不断上升，但是其中很大一部分是生产成本和原材料购进价格的大幅提高所致，包括8月份的进口改善其实也是进口成本抬升所致。11月份，钢材进口量增长21.26%，创2014年1月份以来新高；煤炭进口量同比大幅增长66.57%，进口增速创2012年4月份以来新高，当月进口量为2697万吨，进口数量创2014年12月以来的新高。供给缺口叠加汇率贬值，是价格上涨动力强劲的主要原因。从商品种类上涨的情况来看，诸如原油、黄金和铁矿石等由国外定价的商品，今年国内价格的涨幅要大于国际价格的涨幅。以铁矿石为例，目前铁矿石的库存仅次于2014年的历史最高位，而钢厂生产积极性较低，剔除历史极端数据，河北、唐山和全国钢厂的高炉开工率都处于历史最低水平，但是今年铁矿石期货的涨幅竟然仅次于焦炭，明显缺乏基本面支撑，说明了人民币汇率贬值对国际定价商品的上涨起到了重要作用。

总结2016年大宗商品的上涨，库存周期、供给改革、污染治理和汇率贬值，都是构成价格上涨强劲动力的原因，其中供给改革和污染治理都是长期因素，而投资需求的低迷和原料成本高涨对企业利润构成双重挤压，将导致低库存的情况长期存在，这也意味着大宗商品想要出现全面的由牛转熊并不容易，预计2017年去产能和环保治理的重点行业价格仍会有较强支撑，而基本面较弱的商品价格下跌的可能性较大。

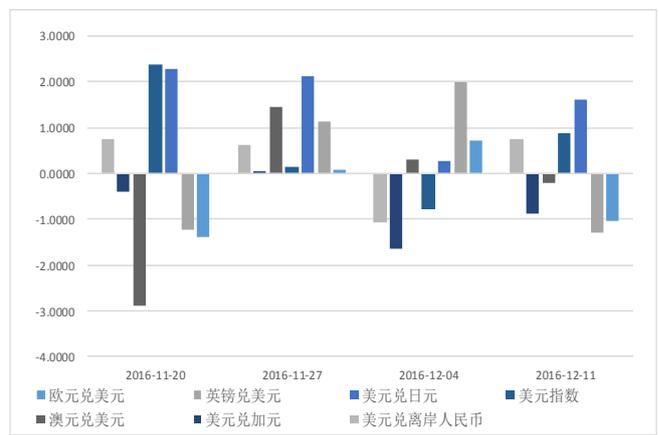
【本周全球大类资产表现】

2016年12月10日

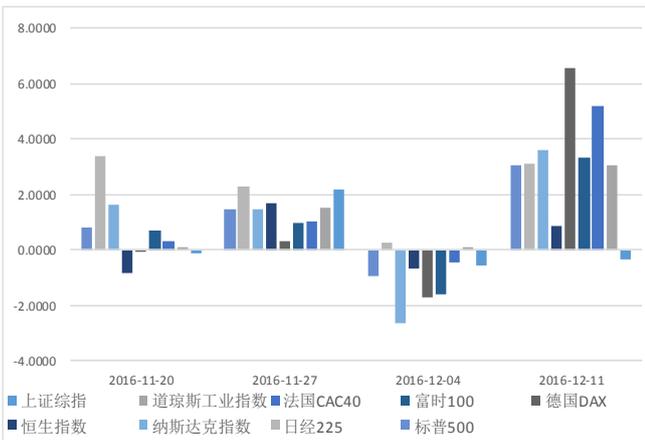
主要大宗商品涨跌幅



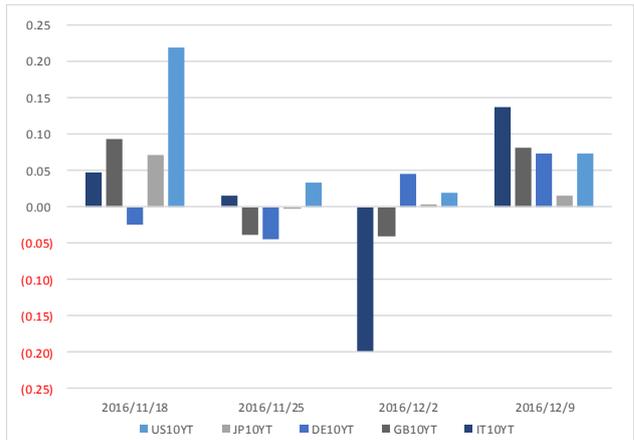
全球主要货币对涨跌幅



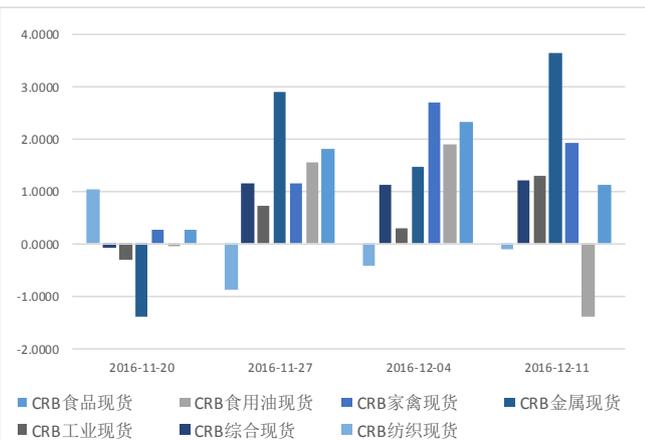
全球股指涨跌幅



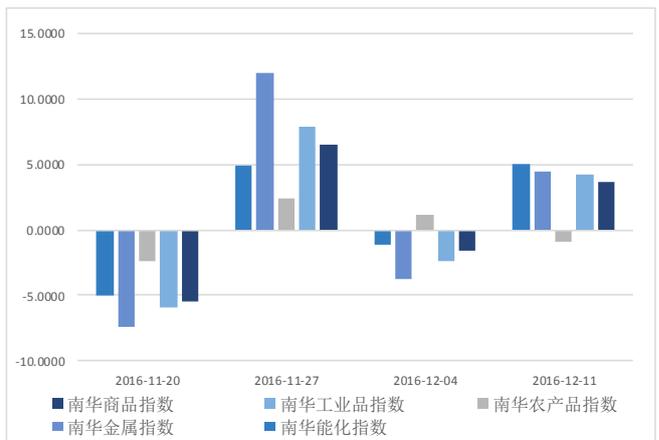
全球债市涨跌基点



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，但我们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