

此轮大宗商品周期所处的位置

摘要

大宗商品分析框架：

需求的焦点在于产业。我们把产业也即大宗的主要需求端分为基建、地产、汽车和泛消费这四大类，尤其基建、地产和汽车是牵一发而动全身的行业，不仅对于大宗价格有很大的影响，而且也会反过来对商品的供给链条产生影响；

供给端我们粗略分成原油产业链、黑色产业链、煤化工产业链、有色品种和农产品这五条线，这个分类并不严谨，但可以把所有品种包罗进来，同时比较清楚地看到影响价格的主要因素在哪里。除了有色和农产品供给独立性较强外，就是原油和煤炭价格起到主要的作用。

此轮大宗商品周期所处的位置：

从需求端来看，我们对欧美的经济复苏仍然持一个乐观态度，除了提到的投资增速和订单增长创多年新高之外，欧美的通胀仍在持续上升的趋势中，由于名义利率仍处于低位，所以通胀的上升能够压低实际利率从而继续对投资起到提振的作用。

中国方面，目前从紧的货币政策和通胀下滑的情况给投资增速上升带来了较大的不确定性，去年四季度的政策利率上调行为虽然只是影响了短期票据利率，一般贷款利率仍然是下降的，但是未来是否会上升并不确定，整体来看实际利率可能有上升的趋势，从而对投资需求构成抑制作用。另一方面消费增长的情况也不乐观，目前来看可能欧美复苏带来出口改善是一个虽然无奈但较有指望的事情。

供给方面，石油价格近期出现较大幅度的下挫，主要是欧佩克减产有限，而美国库存和产量大幅增加所致。油价的未来主要看欧佩克的动作，是否会延长冻产协议和加大减产力度，从产量上看欧佩克的减产空间还是比较大的，而且其财政情况也不乐观，未来可能会有更进一步控制供给的行为。

中国供给侧改革我们认为是确定性较强的一个方面，我们估计 17 年钢材去产能的力度可能会更大一些，包括 6 月份之前出清地条钢等政策的影响，但是供给支撑和需求提振有限相互作用，可能就是一个震荡的结果，煤炭和钢材价格现在言顶仍尚早，但是上涨空间也不会很大，近期处于一个回调阶段。

所以综合需求和供给两方面，我们认为 CRB 指数仍有一定的上涨空间，南华指数不言顶，但上涨空间有限。

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

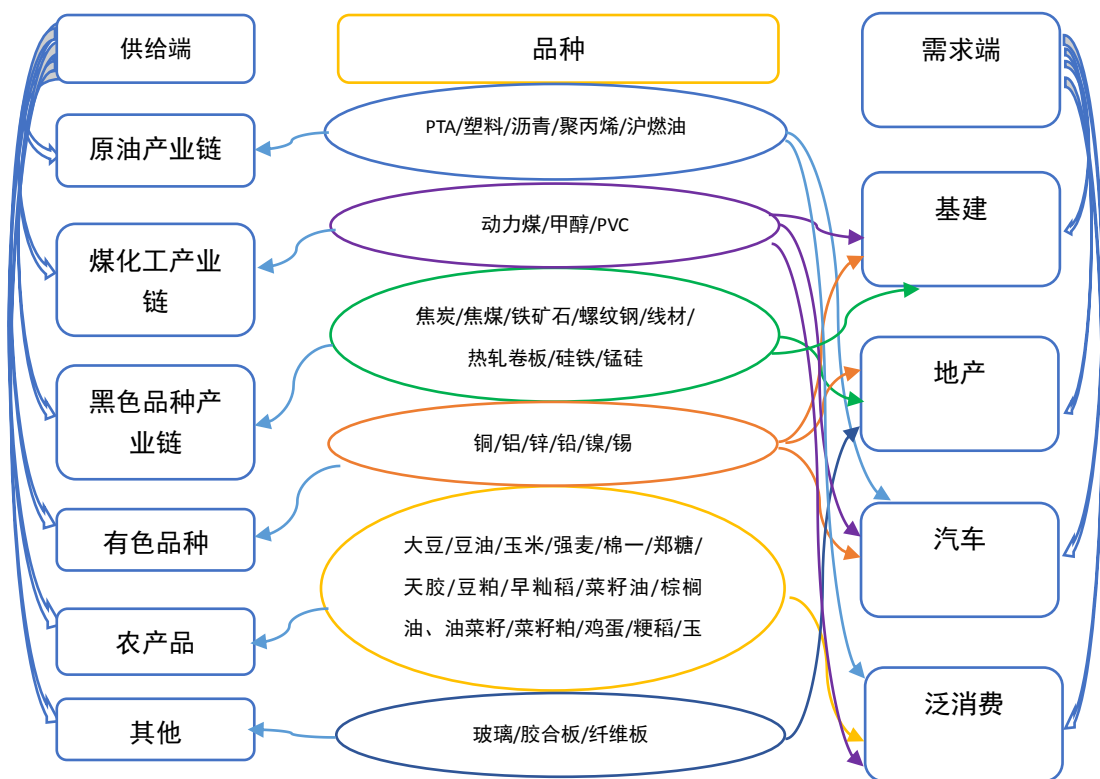
010-63151317-855

此轮大宗商品周期所处的位置

本文企图描述大宗商品涨跌的一幅大致图景，通过几条宏观和产业主线把商品的供需关系串起来，并非要研究某个品种的具体走势，而是想判断此轮大宗商品周期的因果关系是什么，到底是处于一个什么位置上，是否是像某些研究人士所说的大宗商品已经见顶了？是全部商品都见顶？还是部分商品见顶？如果没有见顶，大宗上涨还能持续多长时间，其持续性取决于什么因素？这是我们所要研究的内容。另外本文剔除了黄金白银这两个货币和金融属性较强、商品属性较弱的品种。

一、大宗商品价格的整体分析框架

图 1、大宗商品分析框架



众所周知，商品的分析框架无非是供需两条线，需求方面，从宏观的角度来讲，从上往下看，主要是货币政策和财政政策，但这两大政策要作用到商品上，还需要落实到产业政策的层面。每一轮经济复苏都有很多产业政策的影子在里面，最近的比如 16 年初的房贷优惠政策、汽车购置优惠政策等；商品需求端从下往上看，主要是消费需求推动企业的投资和生产行为，所以焦点仍在于产业这一层面。我们把产业也即大宗的主要需求端分为基建、地产、汽车和泛消费这四大类，尤其基建、地产和汽车是牵一发而动全身的行业，不仅对于大宗价格有很大的影响，而且也会反过来对商品的供给链条产生影响。

供给方面，大宗商品的供给端是比较复杂的，不同商品有不同的基本面，如果一个个分析的话基本很难得出结论，所以我们把供给端粗略分成原油产业链、黑色产业链、煤化工产业链、有色品种和农产品这五条线，这个分类并不严谨，但我们可以把所有品种包罗进来，同时比较清楚地看到影响价格的主要因素在哪里。除了有色和农产品供给独立性较强外，就是原油和煤炭价格起到主要的作用。除了产业本身的周期之外，供给面也有政策的因素在里面，特别是在中国 16 年以来的去产能和环保政策，这种行政手段对供给面的影响范围也是很广的。

除了供给变化会对下游产生影响之外，上游的供给之间也会相互影响，比如原油和煤化工产业链，比如基础能源价格通过影响生产成本或者交通运输成本从而对其他产业产生影响，比如能源和农产品价格的关系。发达国家农业属于大规模机械化生产，所以能源价格与农产品价格有较强的相关性。根据世界银行的研究报告，在 2011 年至 2016 年粮食类大宗商品和大豆价格 32% 的平均降幅中，约 1/3 源于能源跌价的影响。能源价格主要通过两个渠道影响粮食价格，首先燃料成本是粮食生产和运输成本的重要组成部分。能源占农业生产成本 10% 以上，是工业生产成本的 4-5 倍。而且一些化学物质和化肥或是原油的副产品，或来源于天然气，也是一大成本开支；第二，能源价格影响生物燃料政策，而生物燃料是原油的替代品，转向生物燃料意味着粮食产量增加。所以结果是 CRB 综合指数和 CRB 农产品指数的强关联性。

与发达国家相比，中国农业的机械作业水平较低，而人工和土地成本较高。根据农业部的研究结果，从 2006-2008 年和 2011-2013 年的 3 年平均值来看，中国的人工成本年均上涨速度为水稻 15.9%、小麦 17.9%、玉米 18.7%、大豆 14.8% 和棉花 18.3%，5 项农产品人工成本年均上涨率的算术平均数达到 17.1%，土地成本年均上涨幅度为水稻 14.3%、小麦 15.2%、玉米 15%、大豆 17% 和棉花 12.1%，5 项产品土地成本年均上涨率的算术平均数达到 14.7%。所以可以理解为什么南华农产品指数和工业指数有较强的相关性，以及猪周期和宏观周期的密切联系，因为在投资需求和通胀大幅抬升的时期，也同样推升了劳动力和土地成本，从而导致农产品价格的上涨。

图 2、CRB 食品和综合指数对比

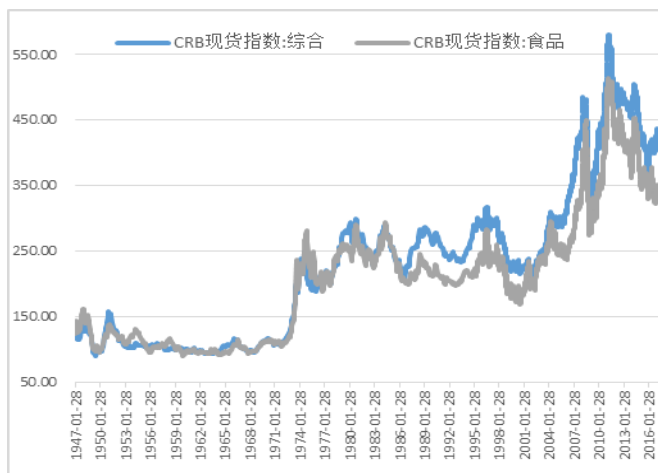


图 3、南华综指和农产品指数对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

下面我们具体地从宏观的需求端和产业的供给端来描述此轮大宗周期的变化。

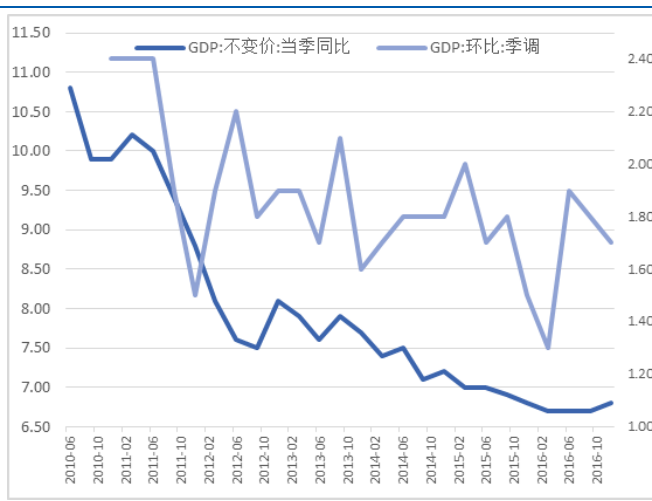
二、需求端的变化

国内需求见底和大宗见底基本同时发生。15 年底房地产投资增速见底，之后固定资产和民间投资增速陆续见底，另外从 GDP 环比增速可以看到 2016 年 1 季度有一个大幅探底的情况，导致当时出台了一些优惠政策，包括买房和购车优惠，还有 16 年初下调存款准备金率和天量信贷的情况，可以看到当时政策托底的动作是比较明显的。随着商品房和汽车产销量的大幅增长，相关大宗商品的需求也拉起来了，这也是和大宗价格的见底回升相互映证的。

图 4、国内投资需求走势



图 5、中国 GDP 同比和环比走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

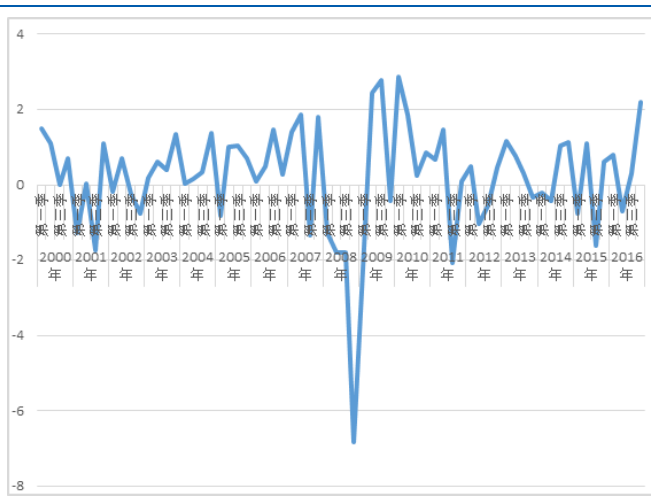
欧美需求的复苏也较为明显。美国 GDP 中私人投资增长与 CRB 指数有一定的相关关系，当然其中有一些偏离或者共振的因素在里面，比如 2004~2008 年美国的投资增速是大幅下降的，但中国的投资增速仍在上升，所以 CRB 指数仍在涨，这是中美需求分化的一个结果。2011 年之后，出现中美需求一起持续下降的情况，所以 CRB 和美国投资需求同步下滑的相关性也很明显。2016 年 2 季度，美国的投资增速下滑至 -7.9%，随后逐渐回升，所以 2016 年出现了中美投资增速同时见底的情况，这是大宗见底的另一个佐证。

从欧洲的情况来看，以德国为首，可以看到 2015 年 3 季度德国的工厂订单环比均值下滑至 4 年新低，之后开始回升，16 年 4 季度的均值已经回升至 6 年新高，所以不考虑受油价和货币贬值影响较大的通胀同比，只看订单和投资增长的话，可以确认欧美目前处于一个复苏周期中，CRB 指数的见底回升也反映了这种复苏的情况。

图 6、美国私人投资增长与 CRB 指数对比



图 7、德国工厂订单环比季度均值



资料来源：WIND 资讯 南华研究

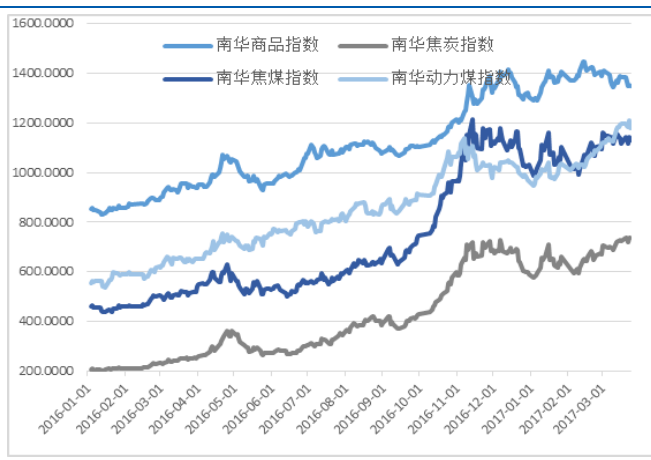
三、供给端的变化

从供给方面来看，原油价格和中国供给侧改革是主要影响因素。CRB 指数和国际原油价格走势的一致性是比较强的，油价上涨除了把原油产业链上产品的价格拉起来之外，对其他工业品和农业品价格也会有较大影响，这个我们在上文已经分析过了，不再赘述。国内供给侧改革方面，起基础性影响的是煤炭价格。2016 年初煤炭价格开始上涨，4 季度由于供暖季到来、供给侧改革和环保政策几重因素叠加的作用开始暴涨，这对于黑色产业链和煤化工产业链品种的价格都产生了很大影响，从而出现了大宗商品齐涨的情况。所以石油和煤炭的供给面是我们判断大宗走势的两个关键因素。

图 8、原油价格和 CRB 指数走势



图 9、南华综指和煤炭品种走势的对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

四、目前大宗商品处于什么位置

从需求端来看，我们对欧美的经济复苏仍然持一个乐观态度，除了上文提到的投资增速和订单增长创多年新高之外，欧美的通胀仍在持续上升的趋势中，由于名义利率仍处于低位，所以通胀的上升能够压低实际利率从而继续对投资起到提振的作用。

中国方面，目前从紧的货币政策和通胀下滑的情况给投资增速上升带来了较大的不确定性，去年四季度的政策利率上调行为虽然只是影响了短期票据利率，一般贷款利率仍然是下降的，但是未来是否会上升并不确定，整体来看实际利率可能有上升的趋势，从而对投资需求构成抑制作用。另一方面消费增长的情况也不乐观，目前来看可能欧美复苏带来出口改善是一个虽然无奈但较有指望的事情。

供给方面，石油价格近期出现较大幅度的下挫，主要是欧佩克减产有限，而美国库存和产量大幅增加所致。目前欧佩克每月的石油产量降至 32 万桶左右，与 11 月份的历史高点相比有所减少，但仍处于历史的最高水平，与此同时伊朗的石油产量仍在持续恢复中。而美国的商业原油库存持续创历史新高，原油钻机数量持续增加，从 EIA 公布的每周原油产量数据可以看到，美国原油产量在 2015 年 7 月达到历史峰值之后逐渐回落，但是 16 年 10 月份开始大幅反弹，目前已经达到 910 万桶/日的水平，与此同时，美国石油出口量也在大量增加，2016 年下半年开始，中国自美国进口的原油数量翻了六倍之多。所以油价的未来主要看欧佩克的动作，是否会延长冻产协议和加大减产力度，从产量上看欧佩克的减产空间还是比较大的，而且其财政情况也不乐观，未来可能会有更进一步控制供给的行为。

中国供给侧改革我们认为确定性较强的一个方面，包括煤炭和钢材这两个主要的行业。2016 年钢铁和煤炭行业分别压减了 6500 万吨和 2.9 亿吨以上的过剩产能，2017 年钢材和煤炭去产能的目标分别是 5000 万吨和 1.5 亿吨以上，和 16 年相比有所减少。从产量来看，2016 年煤炭的产量是下降的，但是钢材的产量仍在上升，我们估计 17 年钢材去产能的力度可能会更大一些，包括 6 月份之前出清地条钢等政策的影响，但是供给支撑和需求提振有限相互作用，可能就是一个震荡的结果，煤炭和钢材价格现在言顶仍尚早，但是上涨空间也不会很大，近期处于一个回调阶段。

所以综合需求和供给两方面，我们认为 CRB 指数仍有一定的上涨空间，南华指数不言顶，但上涨空间有限。

五、其他两对关系

南华和 CRB 指数。2004~2012 年南华和 CRB 指数几乎是一个同步的走势，但是 12 年之后发生一些变化，表现为南华指数的下跌幅度更大，CRB 指数由于石油价格仍处于高位，所以下跌幅度有限，16 年之后南华上涨幅度更大，CRB 上涨幅度有限。这其中有两个主要原因，一是 12 年之后中国宏观刺激政策有一个较大幅度的收缩，这从 M2 和贷款同比增速可以明显看出来；二是 CRB 指数受石油价格的影响更大，而南华指数受以煤炭为上游的黑色品种的影响更大，这是两者的一个主要区别。我们计算国内期货各个品种从上市以来和南华综合指数的关联度，发现关联性最大的基本是黑色品种。从这个角度很容易理解 2016 年以来 CRB 和南华指数涨幅的较大差距。

图 10、南华和 CRB 指数走势对比

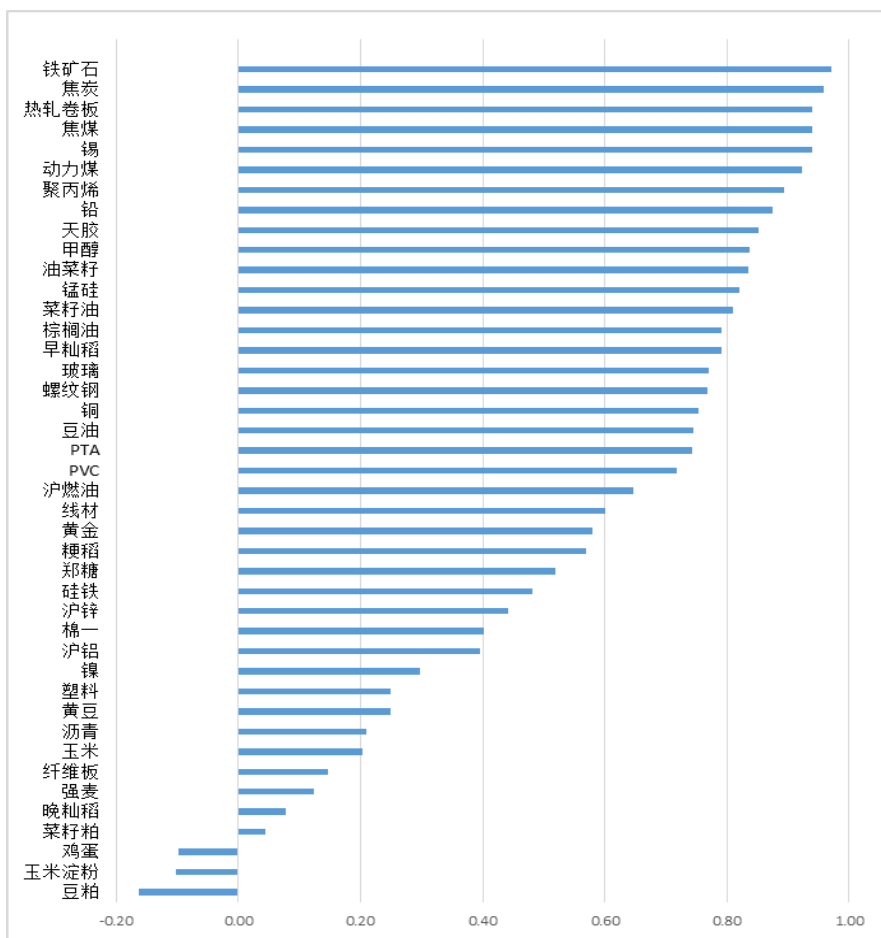


图 11、国内 M2 和贷款同比走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 12、细分品种和南华综指的关联度计算



资料来源：WIND 资讯 南华研究

美元指数与大宗商品。由于国际大宗商品是以美元计价的，所以一般会认为美元指数和大宗商品价格有一定的反向关系，但实际上这种分析的说服力是比较低的，虽然表面上看这种联系确实存在，但其中有更深层的原因。把时间拉长了看，可以发现历史上美元指数和大宗商品指数同涨同跌的时期也不少见，但是 2002 年之后两者的负相关性越来越明显，原因是以中国为首的新兴市场崛起成为一个不可忽视的资金场所之后，一方面新兴市场的巨大需求推高了大宗商品价格，另一方面国际资本也大量流出美元资产并流入具有更高回报率的新兴市场，美元的下跌又给大宗价格起到了推波助澜的作用，一旦出现经济危机的时候，资金大量流出新兴市场，美元又成为一个避风港和相对抗跌的资产，导致美元资产和大宗商品之间呈现一种表面上很强的负相关联系，这里面一个很重要的变量是新兴市场需求和回报率。如果关注到这个关键因素的话，就很容易理解为什么 16 年以来会出现美元指数和大宗商品同涨的情况，因为这轮周期里面，美国经济复苏还是相对较好的，而且目前还处于一个加息周期中，所以我们看到了一个美元和商品同涨的表现。但如果要用这个关联去判断美元或者商品走势的话，未必是一个好的角度。

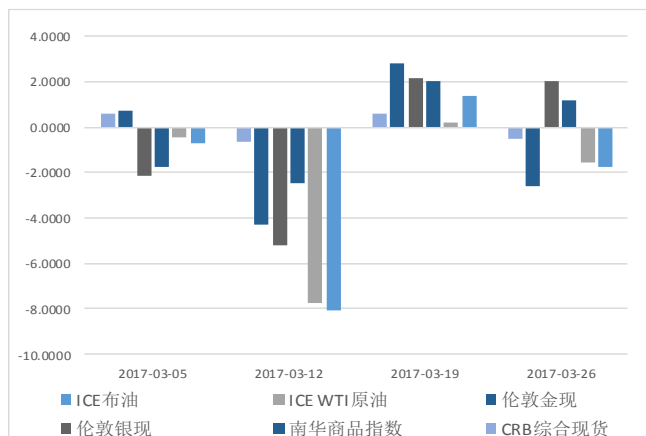
图 13、CRB 和美元指数走势对比



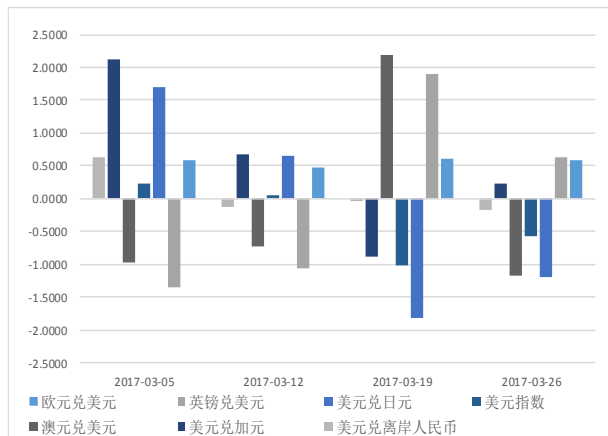
【本周全球大类资产表现】

2017年3月25日

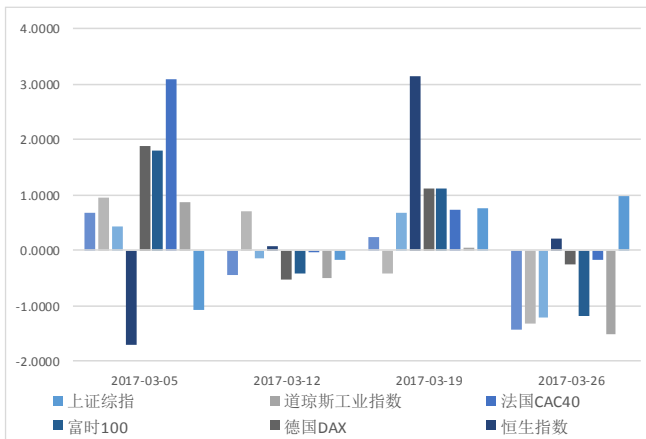
主要大宗商品涨跌幅



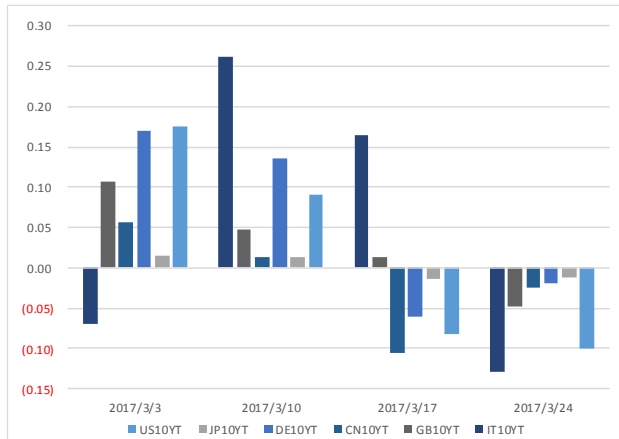
全球主要货币对涨跌幅



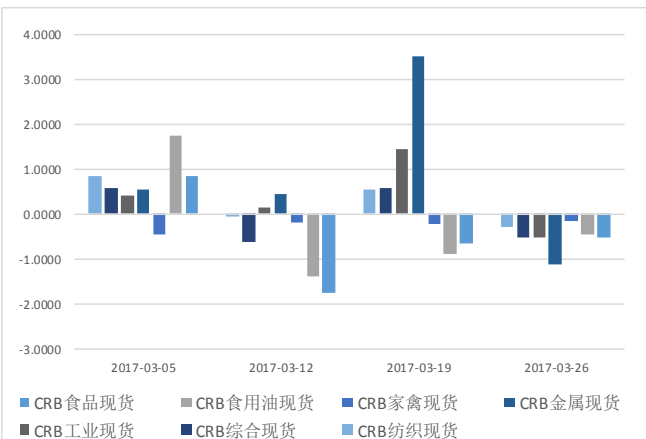
全球股指涨跌幅



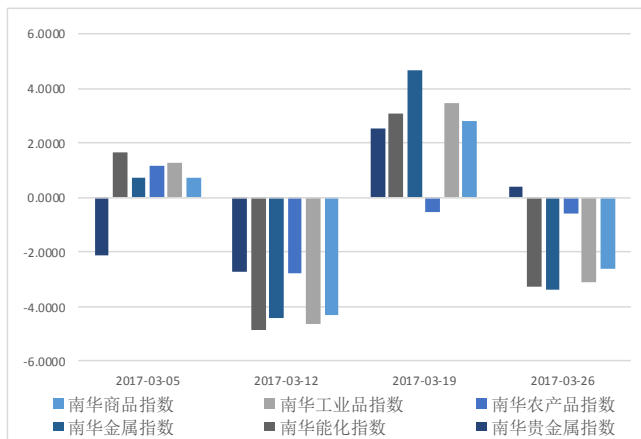
全球债市涨跌基点



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: 0577-89971820

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

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