



宏观策略周报

2017年5月6日星期六

宏观基本面变化对商品的影响

摘要

4月份宏观基本面的变化主要体现在外围经济体通胀回落和国内资金面紧缩上。首先是原油价格的上涨面临很强的压力，原油的暴跌也导致国内化工商品出现大幅下跌，这对商品基本面是一个很大的影响；另一个是国内受金融监管的影响，在通胀上行乏力的情况下，不仅实际融资成本大幅抬升，而且出现了较为明显的融资收缩迹象，导致大宗商品需求不及预期。

黑色品种方面，铁矿石库存持续创新高，而螺纹的去库存力度有所减弱，钢厂库存突破年内新高，这是抑制价格上行的主要因素。未来我们认为资金面的情况不至于那么悲观，目前也可以看到央行已经开始放水了，5月初的7天逆回购有所放量，公开市场货币净投放略有增长，后面资金面上改善的可能性比较大，至少债券和信贷融资这一块不能恶化，因为PPP和一带一路属于国家战略，至少这一方面的融资必须支持。从商品的角度来讲，如果以上判断成立的话，后期的实体融资肯定还会有较大幅度的增长，那么将对商品需求构成有效支撑。当然，对于黑色品种来说，由于天气的原因5月份属于传统淡季，大涨的可能性很低，但是下跌的空间也不会很大。

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

宏观基本面变化对商品的影响

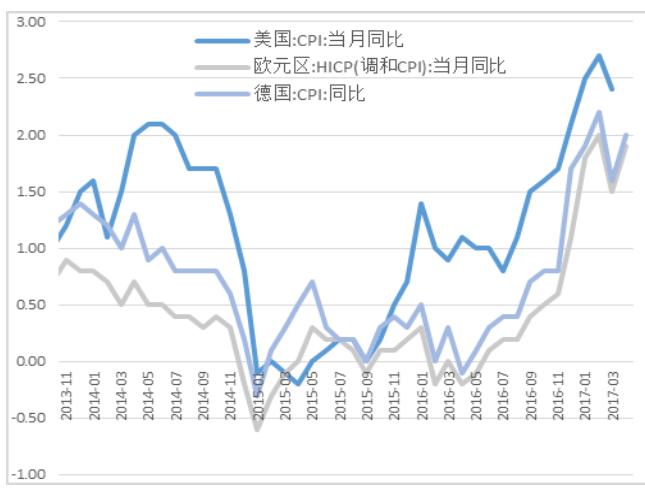
一、原油暴跌，欧美通胀回落

4月份宏观基本面的变化主要体现在外围经济体通胀回落和国内资金面紧缩上。首先是原油价格的上涨面临很强的压力，4月底以来原油又出现一波暴跌，如果欧佩克不加大冻产力度的话，原油价格将继续往下，如果加大冻产力度，则美国产量的持续增加也会抑制原油价格的上行。由于原油对于发达经济体通胀的影响，3月份美国的通胀已经回落，4月份欧元区和德国的通胀有所反弹，但没有超过前期的高点，所以在这个通胀水平上，企业生产扩张意愿不足，这也影响了国内的出口。而且，原油的暴跌也导致国内化工商品出现大幅下跌，这对商品基本面也是一个很大的影响。

图1、国际原油价格走势



图2、欧美通胀走势



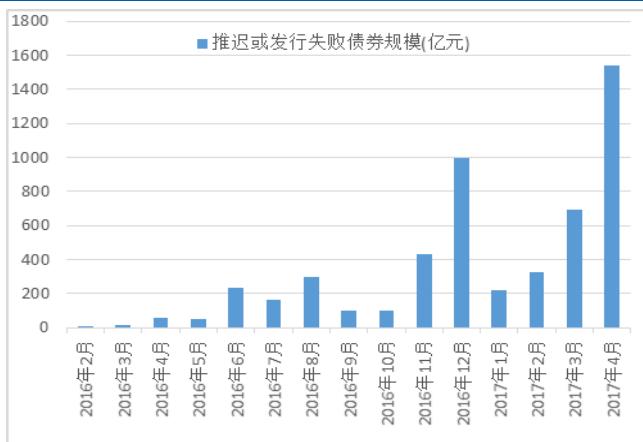
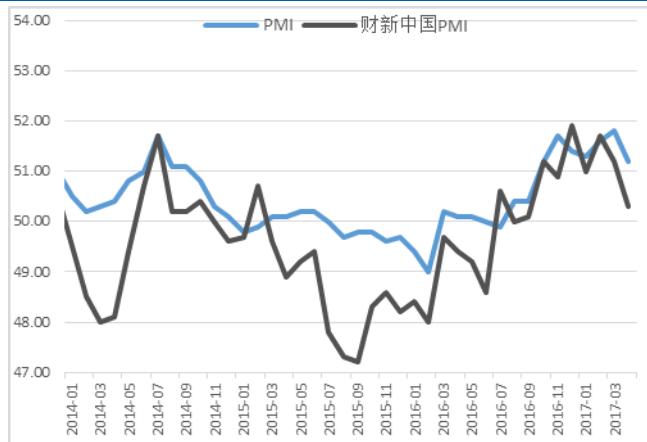
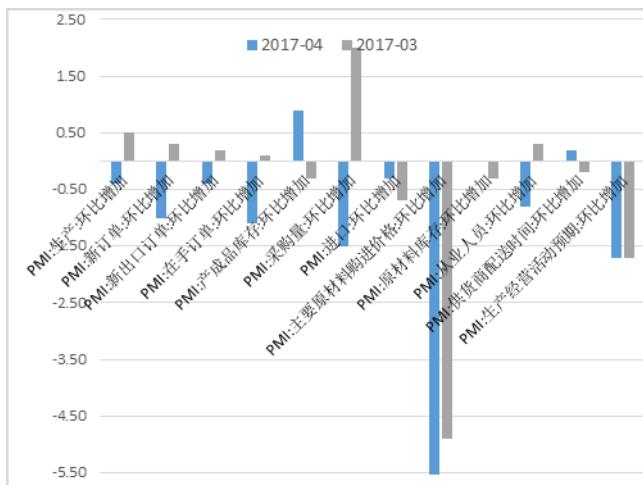
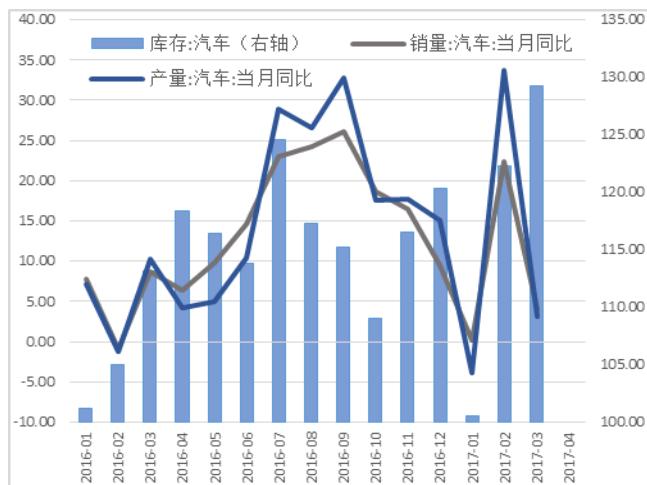
资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、金融监管趋严，实体融资受阻

另一个是国内受金融监管的影响，4月份债券推迟或发行失败的规模大幅增加，达到了1540亿元，3月份中票发行还有1153亿，但4月份的发行规模是0，其他的金融数据还没出来，估计很不乐观，尤其是委托和信托贷款这两项，可能会萎缩非常厉害。这其中的原因，与前期资金面收紧和成本提高有一定关系，中小银行同业存单发行量大增导致对信用债发行造成了挤出效应，另外，4月份以来银监会的一系列监管动作也导致商业银行资产业务出现一定收缩，这两个因素间接对实体经济融资造成了影响。在通胀上行乏力的情况下，这不仅造成实际融资成本大幅抬升，而且出现了较为明显的融资收缩迹象，导致大宗商品需求不及预期。

以上国际和国内两个方面作用到经济数据上，最明显的是PMI环比出现较大幅度的收缩，3月份PMI已经有了一定的收缩迹象，4月份的收缩就非常明显了，4月份官方PMI比上月回落0.6个百分点，财新PMI比上月回落0.9个百分点。分项来看，原材料购进价格大幅下降7.5个百分点，新订单、在手订单和采购量

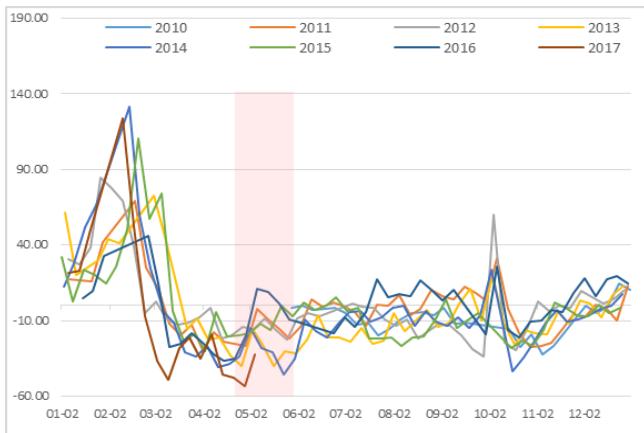
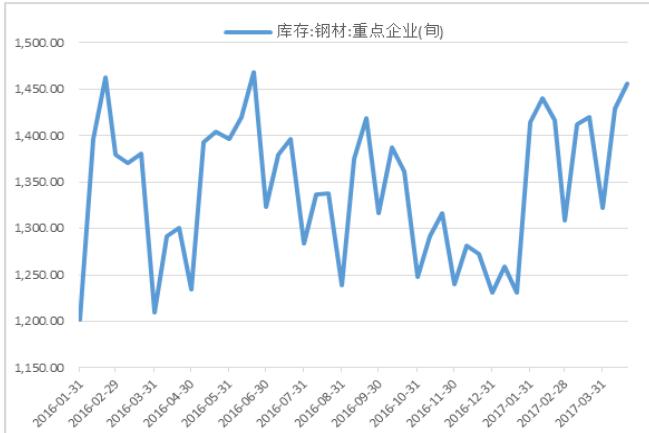
分别下降1、1.1和1.5个百分点，此外新出口订单和生产PMI都下降了0.4个百分点，进口下降0.3个百分点，作为结果，产成品库存上升了0.9个百分点。总体来看企业的订单需求和生产出现了明显的萎缩，而且汽车的产销量增长也出现大幅放缓，库存有持续累积，这也是税收优惠力度减弱对于汽车消费的一个明显影响。

图3、债券推迟发行或发行失败情况

图4、PMI走势

图5、PMI分项情况

图6、汽车产销量增长放缓、库存持续累积


资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、商品基本面的变化

首先看螺纹钢，螺纹社会库存的环比增减在某种程度上可以反映需求和消费的情况，从每年的季节性图表上可以发现进入5月份之后，螺纹的去库存力度都会减弱，甚至出现库存增加，今年也有这个趋势；另一个是钢厂自身的库存增长比较明显，重点企业的钢材库存已经突破今年的最高水平，一旦出现社会库存去不，钢厂库存又累积，钢材价格就比较危险了，这是一个比较重要的变化，其中原因与上文谈到的实体融资受阻密切相关，导致近期钢材的需求面较弱。

图7、螺纹钢社会库存季节性图表

图8、重点钢厂钢材库存水平


资料来源：WIND 资讯 南华研究

其次进口铁矿石的港口库存量还在接着创新高，这个因素是铁矿石下跌的必要非充分条件，也即铁矿下跌一定能在库存上找到理由，但库存高了它未必就跌。与此同时，钢厂的铁矿可用天数在持续下降。

再看焦炭的库存，港口的焦炭库存量大幅下降，但是钢厂的焦炭库存逐渐上升，而焦化厂库存下降，这意味着在之前的价格水平上，焦化厂生产焦炭的积极性在下降，相应的焦煤库存存在持续累积。

从钢厂的铁矿石和焦炭库存对比可以看到，在之前矿强焦弱的情况下，钢厂弃矿用焦的情况较为明显，所以在弱需求格局下，就表现为铁矿和焦煤大跌，钢材和焦炭小跌（近30天涨跌幅：螺纹-2.46%，焦炭-5.58%，铁矿-16.72%，焦煤-9.04%）。但现在情况可能会发生变化了，目前铁矿石和焦炭现货价格的比例已经到了非常低的水平，这个水平和去年11月初那个水平是差不多的，也就是当时焦炭见顶，而铁矿石开始涨起来的时候，这时候意味着钢厂弃焦用矿将开始变得划算。所以买矿卖焦在未来是一个套利选择，但是要注意配比。

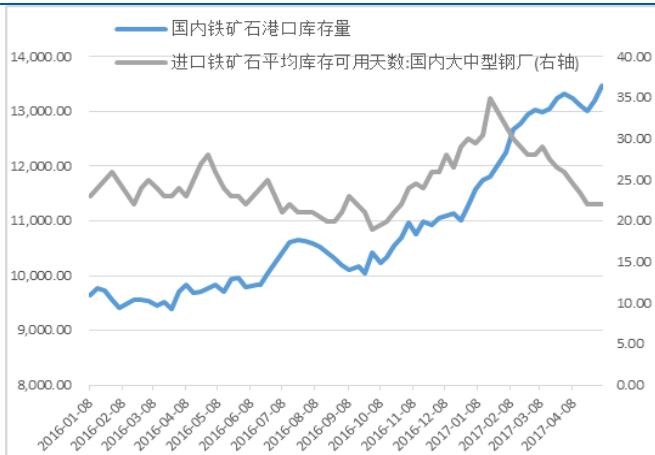
图9、铁矿石库存情况

图10、焦炭库存情况


图 11、焦煤库存情况

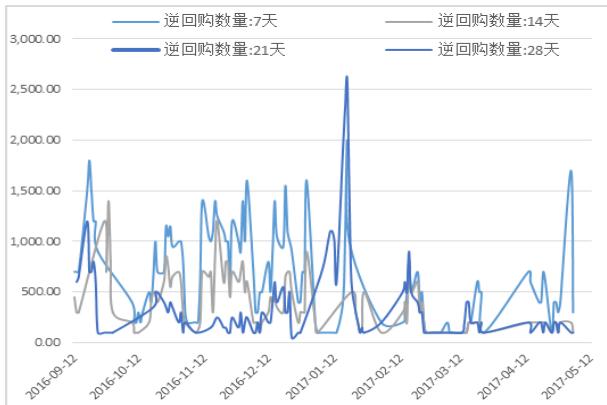
图 12、矿焦比走势


资料来源: WIND 资讯 南华研究

四、未来走势的判断

从资金面的角度来看，我们认为不至于那么悲观，由于实体融资的问题，目前市场出现一种矫枉过正、物极必反的倾向，假如央行持续收紧银根，与此同时银监会不放松监管的话，那么势必会殃及池鱼。由于银监会属于行政监管，而央行的监管方式偏市场化，可以用资金规模和价格水平进行灵活调节，所以央行的政策空间实际上更大。目前也可以看到央行已经开始放水了，在憋了3个月之后，5月初的7天逆回购有所放量，公开市场货币净投放略有增长，后面资金面上改善的可能性比较大，至少债券和信贷融资这一块不能恶化，因为PPP和一带一路属于国家战略，至少这一方面的融资必须支持。

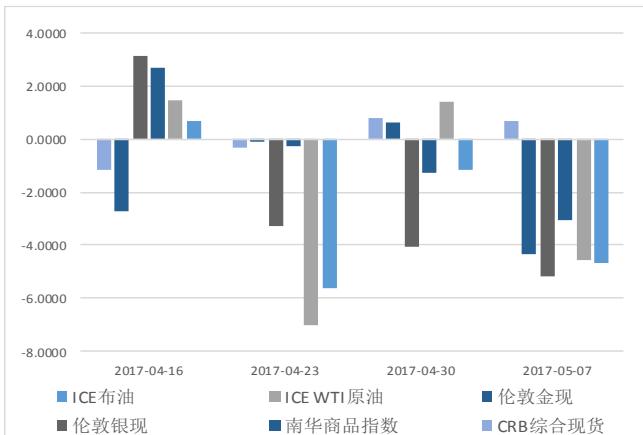
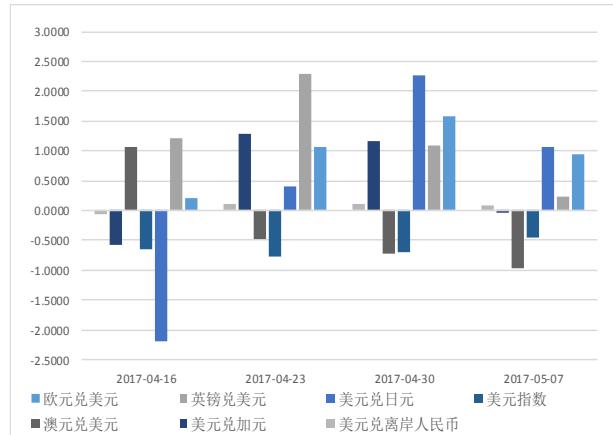
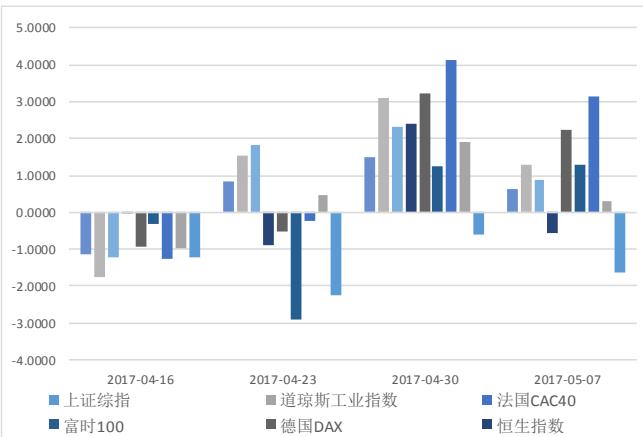
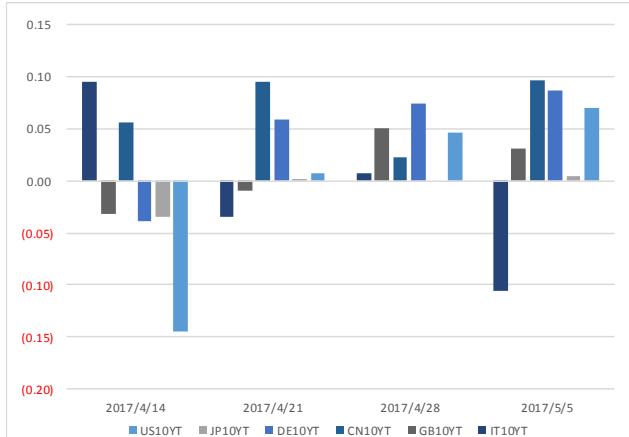
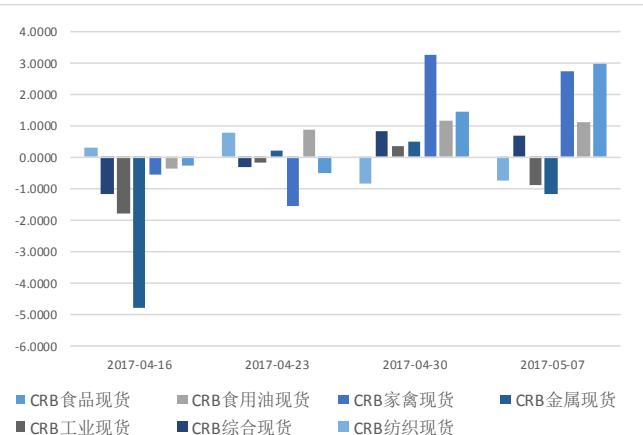
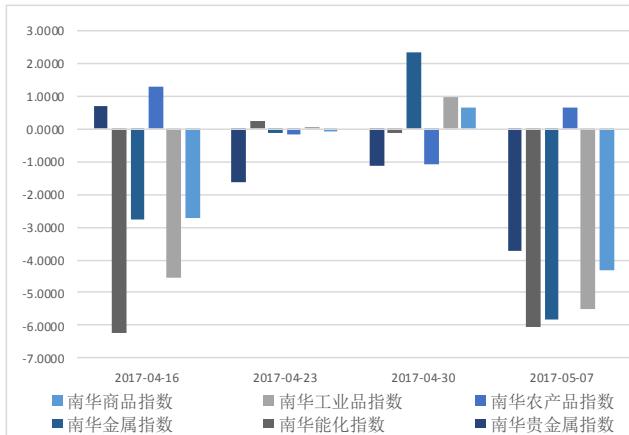
从商品的角度来讲，如果以上判断成立的话，后期的实体融资肯定还会有较大幅度的增长，那么将对商品需求构成有效支撑。当然，对于黑色品种来说，由于天气的原因5月份属于传统淡季，大涨的可能性很低，但是下跌的空间也不会很大，螺纹主力合约的底部大概在2600的位置，至多到2500，跌破2500的可能性比较低。

图 13、央妈开始放水

图 14、货币净投放略有增加


资料来源: WIND 资讯 南华研究

【本周全球大类资产表现】

2017年5月6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

全球债市涨跌幅基点

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 哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0571-83869601 电话：0451-58896600

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 号华盈商务广场 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：0755-82577529
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 永康市丽州中路 63 号 11 楼
室 电话：0579-89292777
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

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。



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