



商品牛市仍未结束

摘要

供给侧改革和环保政策叠加周期轮回是黑色品种暴涨的原因。行政化和市场化出清相互交织，供给减少与需求增加相互呼应。市场化出清是推动大宗商品步出熊市的第一个因素；此后，去产能和环保政策阻断了相关企业在高利润诱惑下违规扩产和复产的道路，这是黑色系品种启动第二、第三轮上涨的驱动因素。需求方面，基础设施建设投资一直保持较为稳定的增长，房屋新开工面积由下降转为上升，发电量和货运量的增长也表明2017年以来实体经济的生产活动也保持着较为活跃的状态。

环保行动全面升级。从环境监测的情况来看，与去年相比今年的空气污染情况并未出现改善，相反有所恶化，说明我国环境污染的治理仍在起步阶段，“绿水青山”任重而道远。未来会对市场产生重要影响的环保动态主要有三个方面：一是环保督查全覆盖；二是强化环境监管执法；三是推进环境污染治理和生态保护。在环保风暴的作用下，钢铁、煤炭、化工、有色、建材、汽车配件、纺织、造纸等行业的产品价格均出现了不同程度的上涨，这是一个客观存在的情况，但也是多年来环境污染欠下的账。过去在唯GDP目标的作用下，我国经济长期以来都是粗放型增长方式，这种增长方式需要从环保的立法、执法和企业经济成本的约束等各方面来进行纠正。可以预见的是，在中央政府的决心之下，环保风暴只是刚刚开始，未来将继续对企业生产方式和成本结构产生深远影响。

海外周期因素对有色金属的影响开始显现。在长达6年的熊市中，全球有色金属市场也经历了自发的产能退出过程，这是造成有色金属产量和库存减少的主要原因，在供给减少的同时，全球经济正在经历缓慢的复苏，而供给的复产需要一定时间，因此短时间内全球范围内有色金属的持续上涨仍然值得期待。

结合以上各方面因素，我们认为供给侧改革和环保政策对于国内工业品供应收缩的影响将长期持续，黑色系目前面临着四季度供暖季的限产约束，同时基建和房地产投资仍保持稳定增长，价格创新高只是时间问题；有色金属方面，国内去产能政策叠加海外库存下降、供应缺口增长和经济复苏，上涨之路仍未结束，商品市场整体的牛市氛围仍然浓厚，三、四季度行情仍可期。

南华期货研究所

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

商品牛市仍未结束

8月11日以来，三大期货交易所陆续对螺纹钢、焦炭、焦煤、铁矿石和硅铁等品种采取上调保证金、手续费和进行交易额度限制等措施，与此同时，8月10日中钢协发布会议通稿，表示当前钢材期货价格大幅上涨并非市场需求拉动或是市场供给减少所致，而是一部分机构对去产能和环保督查的误读；8月17日中钢协副会长迟京东在接受央视采访时还表示，市场对钢材价格的炒作将导致诸如铁矿石等原材料品种的不合理上涨，从而挤压刚刚好转的钢铁企业利润。

近期交易所和协会的一系列动作和声音对于市场心理存在一定影响，但是中长期来看影响较小。由于黑色系品种的大幅上涨，市场上出现了一部分负面言论，包括对周期的争论、原材料价格上涨对下游企业利润的挤压、甚至对供给侧改革的质疑，而中钢协的表态主要还是想表明供给侧改革和环保政策并不会造成钢材供应的短缺，钢材价格也不会出现非理性上涨的情况。实际上，目前钢材行业仍然处于产能过剩的状态，而其价格的上涨也是供需基本面作用下的客观反映，但无论市场上到底是否存在投机和炒作行为，中钢协说钢材期货价格上涨既与需求无关、也与供给无关，这肯定是不尊重客观事实和规律的言论，我们仅仅从现货和期货的基差来看，目前黑色品种并没有出现大幅升水的情况，尤其是螺纹钢依然处于高度贴水状态，这意味着期货价格仅仅是跟随现货上涨，而非是投机行为所推动，现货的上涨则更不能否认基本面的推动作用。除了黑色系之外，本周以来我们看到有色品种领涨带动其他商品止跌回升，而有色的上涨也是由于外围市场库存和供给缺口数据的推动，下面我们对近期的商品基本面情况作一个梳理。

一、供给侧改革和环保政策叠加周期轮回是黑色品种暴涨的原因

本轮黑色品种的上涨是由周期轮回叠加供给侧改革和环保政策所推动的，周期的轮回既包括市场供给的自主出清，也包括需求的复苏，以上四个因素缺一不可，否定哪个方面都是片面的。

市场供给的自主出清方面，可以看到从2012年开始，煤炭、钢材和有色行业的利润和投资一直持续负增长，企业数量也在不断减少。从2013到2015年，煤炭企业数量减少了20%，黑色金属采矿企业数量减少了12%，有色采矿业减少了8%，黑色金属加工业减少了9%，这说明在供给侧改革推进之前，产能过剩行业自身的市场出清已经在发挥作用，2016年初螺纹钢的社会库存已经是2010年以来的最低水平，可见市场化出清是推动大宗商品步出熊市的第一个因素；此后，去产能和环保政策相当于在煤企和钢厂头上套上一个金刚圈，阻断了相关企业在高利润诱惑下违规扩产和复产的道路，虽然目前统计数据上的钢材产量是增加的，但如果考虑到灰色的地条钢产能已经基本去除的话，今年的钢材产量实际上是下降的，这也是黑色系品种启动第二、第三轮上涨的驱动因素。

表1、产能过剩行业企业家数

指标名称	2017-06	2016-12	2015-12	2014-12	2013-12
煤炭开采和洗选业	5,067	5,592	6,430	7,098	7,975
黑色金属矿采选业	1,879	2,347	3,128	3,447	3,554

有色金属矿采选业	1,665	1,797	1,949	2,037	2,108
黑色金属冶炼及压延加工业	8,491	9,224	10,071	10,564	11,034
有色金属冶炼及压延加工业	7,068	7,176	7,321	7,236	7,168

资料来源：WIND 资讯 南华研究

需求方面，基础设施建设投资一直保持较为稳定的增长，房地产投资方面，以开工面积为准，可以看到从2013年到2015年，房屋新开工面积连续大幅下降，尤其2015年下滑严重，而到了2016年之后开始回升，2017年以来延续了这种态势，这也意味着2017年的房地产投资情况要比2014-2016年更好，房屋新开工面积由下降转为上升，对钢材价格的影响是不言而喻的。此外，从发电量和货运量的增长情况来看，2017年以来实体经济的生产活动也保持着较为活跃的状态。

需求的好转是判断商品后期走势不能忽视的一个因素，因为去产能和环保这两大政策是中央强力推行的既定政策，所以未来产能只会下降不会增加，而能够对商品价格造成边际影响的就是需求，如果需求转弱，比如此轮房地产补库存周期完成之后，黑色品种也存在较大幅度回调的空间。但如果认为需求在此轮牛市中根本不起作用的话，那也意味着承认这轮牛市没有终点。

图1、产能过剩行业利润历年增长情况

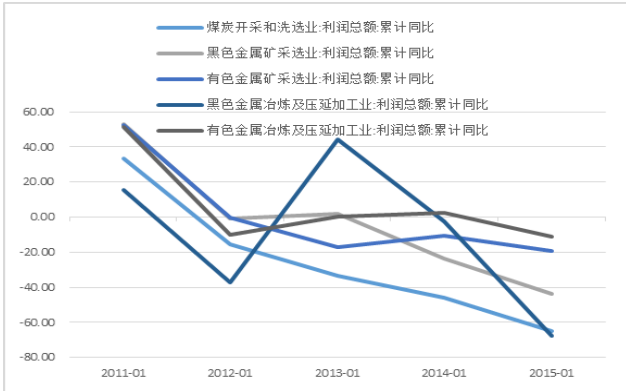


图2、产能过剩行业固定资产投资增长情况

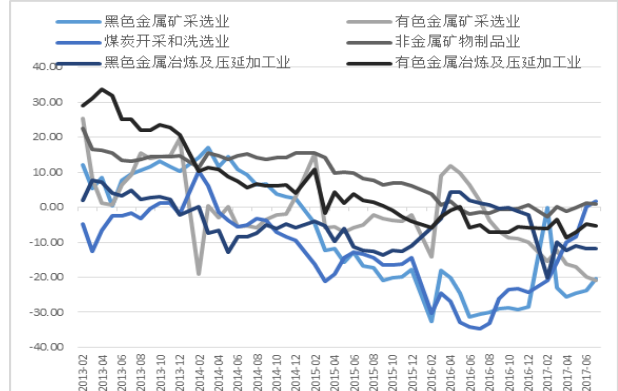


图3、螺纹钢历年社会库存走势

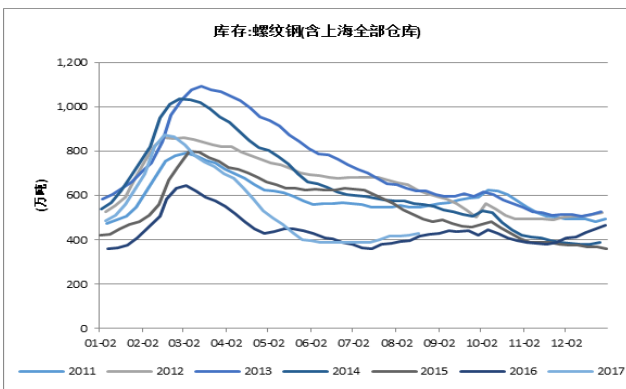


图4、钢材产量情况

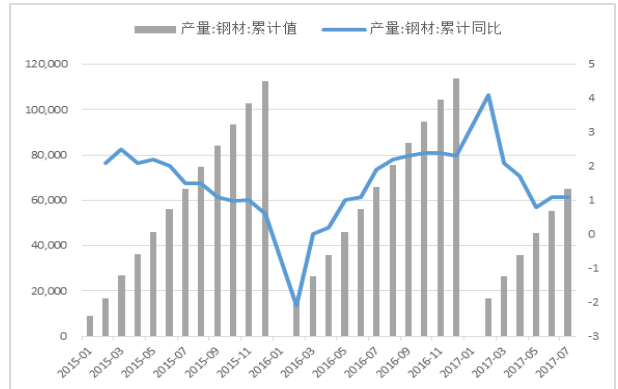


图5、近五年基础设施建设投资增长情况

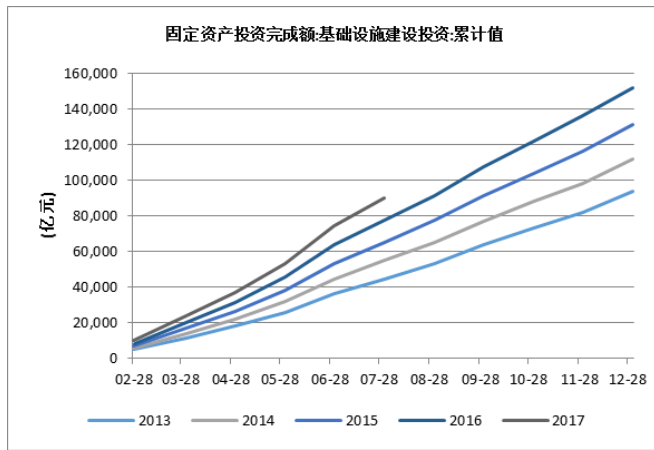
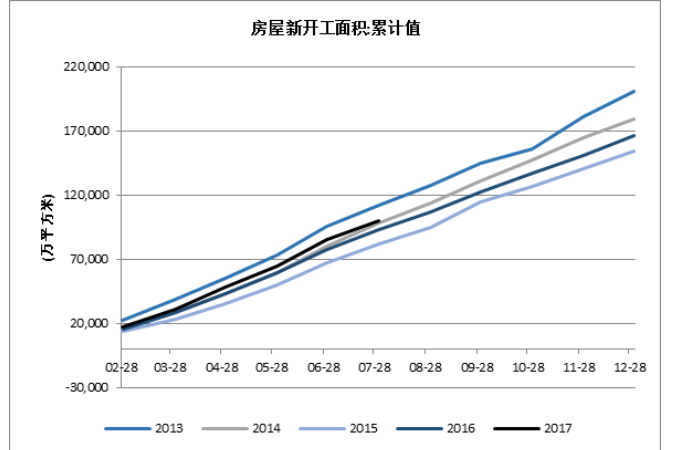


图6、近五年房屋新开工面积情况

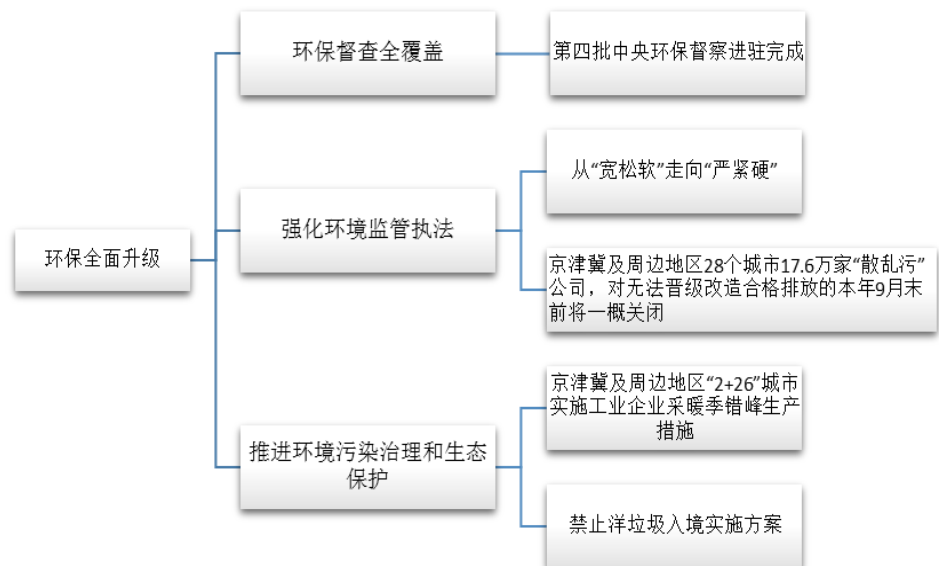


资料来源: WIND 资讯 南华研究

二、环保行动全面升级

根据环保部的监测数据, 2017年1-7月, 全国338个地级及以上城市平均优良天数比例为76.6%, 同比下降3.2个百分点; PM2.5浓度为45微克/立方米, 同比持平; PM10浓度为78微克/立方米, 同比持平。京津冀区域13个城市平均优良天数比例为50.6%, 同比下降6.8个百分点; PM2.5浓度为69微克/立方米, 同比上升11.3%; PM10浓度为121微克/立方米, 同比上升10.0%。从环境监测的情况来看, 与去年相比今年的空气污染情况并未出现改善, 相反有所恶化, 说明我国环境污染的治理仍在起步阶段, “绿水青山”任重而道远。

图7、环保全面升级



资料来源: 环保部 南华研究

在7月底召开的环保部部务会议通稿中，可以看到未来会对市场产生重要影响的环保动态有三个方面：一是环保督查全覆盖。8月份开始第四批8个中央环保督察组将对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆开展环境保护督察。随着第四批中央环保督察进驻完成，中央环保督察已实现了对全国各省（区、市）督察全覆盖；二是强化环境监管执法。环保部李干杰部长指出，要推动环保执法从“宽松软”走向“严紧硬”。据环保部7月20日报告，截止6月末京津冀及周边地区28个城市现已核对出“散乱污”公司17.6万家，对无法升级改造合格排放的公司，本年9月末前将一概关闭；三是推进环境污染治理和生态保护。目前已经对市场形成影响的是“京津冀及周边地区“2+26”城市实施工业企业采暖季错峰生产措施”和“禁止洋垃圾入境实施方案”。

采暖季错峰生产方面，根据《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》中提出的“2+26”城市实施工业企业采暖季错峰生产等措施的要求，采暖季将加大重点城市钢铁企业限产力度。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%，以高炉生产能力来计算，通过企业实际用电量来核实。依据这一《方案》，河北省环保厅日前发布《河北省重污染天气应对及采暖季错峰生产专项实施方案》，要求加大采暖季工业企业生产调控力度：水泥行业应全部实施错峰生产；石家庄、唐山、邯郸等重点地区钢铁企业限产50%；全省焦化企业限产30%；电解铝厂限产30%以上；涉及原料药生产的医药企业VOCs排放工序、生产过程中使用有机溶剂的农药企业VOCs排放工序，原则上实施停产。错峰生产和限产措施毫无疑问将会限制钢材、焦炭、水泥、电解铝等商品的产量。

禁止洋垃圾入境方面，7月底中国有色金属工业协会再生分会已接到通知，2018年底将禁止进口废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金（即所谓“废七类”）等，目前这一政策尚未正式发布，但已得到有色协会证实，这将对有色金属尤其是铜的供应形成较大影响；此外，7月27日国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求全面禁止洋垃圾入境，2017年年底禁止进口来自生活源的废塑料、未经分拣的废纸以及废纺织原料、钎渣等环境危害大、群众反映强烈的固体废物。2019年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。以上政策将对有色、化工等行业造成一定影响。

在环保风暴的作用下，除了钢铁、煤炭产业链上的商品价格大幅上涨之外，目前化工、有色、建材、汽车配件、纺织、造纸等行业的部分企业由于限产、停产，产品价格均出现了不同程度的上涨，这是一个客观存在的情况，但也是多年来环境污染欠下的账，这些历史欠账是无法用经济数据来进行衡量的。过去在唯GDP目标的作用下，我国经济长期以来都是粗放型增长方式，这种增长方式不是一朝一夕就能改变的，需要从环保的立法、执法和企业经济成本的约束等各方面来进行纠正。可以预见的是，在中央政府的决心之下，环保风暴只是刚刚开始，未来将继续对企业生产方式和成本结构产生深远影响。

三、海外周期因素对有色金属的影响开始显现

有色金属经过了长达了6年的下跌之后，在2016年底终于迎来了上涨，而近期世界金属统计局公布的供应缺口数据更是引爆了有色行情。数据显示，2017年1-6月，全球铜市场供应短缺4.1万吨，2016年全年供应短缺6.8万吨；原铝市

场供应短缺 107.4 万吨，2016 年供应短缺 109.7 万吨；铅市场供应短缺 19.5 万吨，2016 年全年供应短缺 17.2 万吨；锌市供应短缺 37 万吨，2016 年供应短缺 22.3 万吨；镍市供应短缺 6.03 万吨，2016 年供应短缺 7.1 万吨；锡市供应短缺 7,600 吨。根据金属统计局的数据，2017 年上半年铜、铝、镍和锡的供应缺口已经接近 2016 年全年的水平，铅和锌的供应缺口已经超过 2016 年全年水平。从 LME 有色金属的全球库存也可以看到，铜和镍的库存是近三年来的较低水平，而铝、锌、铅和锡的库存均是近 5 年来的最低水平。产量方面，2014-2016 年，国内铅和镍产量在逐年下降，世界锌、镍和锡的产量也在逐年下降。

表 2、全球有色金属供应缺口

单位：万吨	铜	铝	锌	铅	镍	锡
2017 年 1-6 月	4.1	107.4	37	19.5	6.03	0.76
2016 年	6.8	109.7	22.3	17.2	7.1	-

资料来源：世界金属统计局，南华研究

表 3、中国有色金属产量情况

单位：万吨	铜	铝	锌	铅	镍	锡
2016 年	843.63	3,187.32	627.35	364.8671	22.00	18.26
2015 年	796.36	3,141.31	615.50	399.5313	33.00	16.69
2014 年	795.86	2,438.20	582.69	427.6094	35.00	18.68

资料来源：WIND 资讯 南华研究

表 4、世界有色金属产量情况

单位：万吨	铜	铝	锌	铅	镍	锡
2016 年	2,352.73	58,167.00	1,364.95	1083.17	181.72	33.50
2015 年	2,296.77	57,890.00	1,388.66	1030.98	190.78	33.63
2014 年	2,242.57	53,927.00	1,355.30	1113.91	191.42	36.42

资料来源：WIND 资讯 南华研究

在长达 6 年的熊市中，全球有色市场也经历了自发的产能退出过程，比如 2015 年嘉能可决定减少 50 万吨锌的生产，10 月 Lady Loretta 锌矿生产被无限期的暂停，Macarthur River 和 George Fisher 产量缩减，通过上述举措嘉能可成功削减了全球 30% 的锌产量；铜方面，2015 年 9 月初嘉能可关闭赞比亚和刚果的铜矿 18 个月。这些停产举措是造成有色金属产量和库存减少的主要原因，在供给减少的同时，全球经济正在经历缓慢的复苏，而供给的复产需要一定时间，因此短时间内全球范围内有色金属的持续上涨仍然值得期待。

国内方面，环保风暴毫无疑问也席卷了有色行业，同时行政化和市场化去产能都在进行时，7 月份国内十种有色金属产量同比增幅为 0，增速为去年 6 月份以来新低，锌产量同比下降 6.3%，电解铝产量同比下降 0.3%。去产能方面，山东发改委于 7 月 24 日印发《山东省 2017 年煤炭消费减量替代工作行动方案》，责令山东魏桥和信发关停电解铝产能 321 万吨，其中魏桥创业集团违规建成电解铝项目

5个，违规产能268万吨，信发集团违规产能53万吨；在关停电解铝产能的同时分别停运相应规模煤电机组。作为国内最大的电解铝企业，魏桥集团违规产能的关停说明铝业的供给侧改革开始动真格了，这对于商品价格的上涨具有很强的刺激作用。

结合以上各方面因素，我们认为供给侧改革和环保政策对于国内工业品供应收缩的影响将长期持续，黑色系目前面临着四季度供暖季的限产约束，同时基建和房地产投资仍保持稳定增长，价格创新高只是时间问题；有色金属方面，国内去产能政策叠加海外库存下降、供应缺口增长和经济复苏，上涨之路仍未结束，商品市场整体的牛市氛围仍然浓厚，三、四季度行情仍可期。

图 8、LME 铜全球库存情况

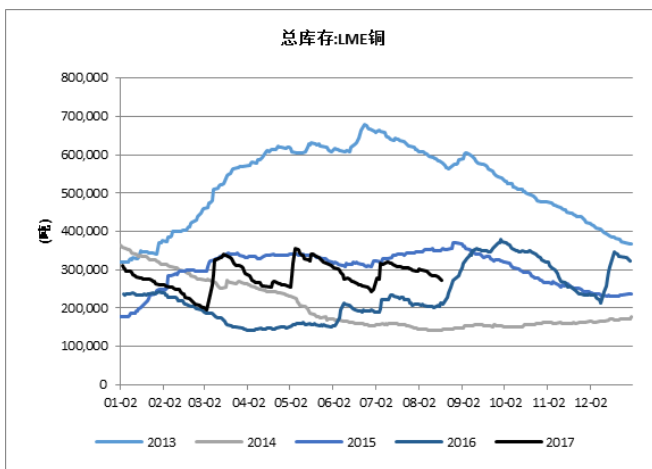


图 9、LME 铝全球库存情况

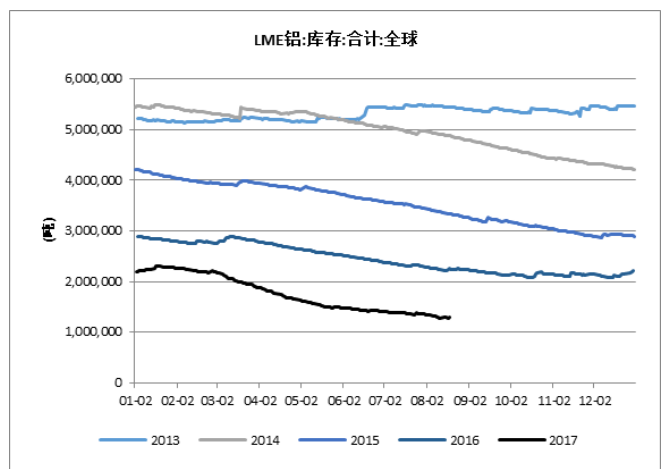


图 10、LME 锌全球库存情况

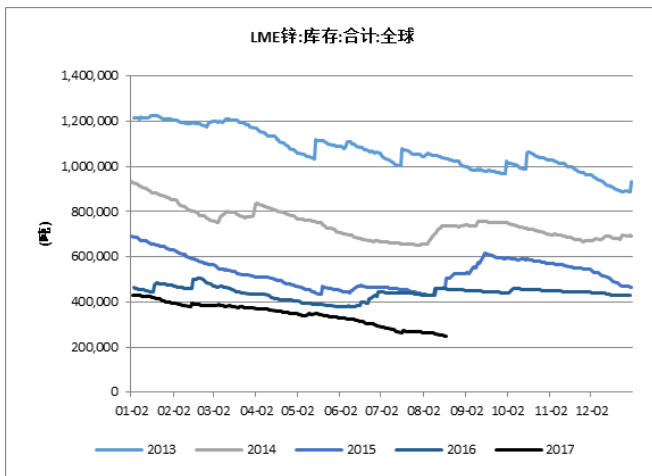


图 11、LME 铅全球库存情况

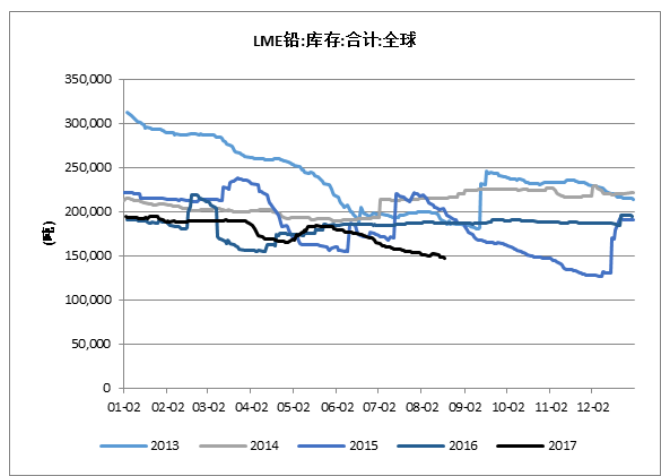
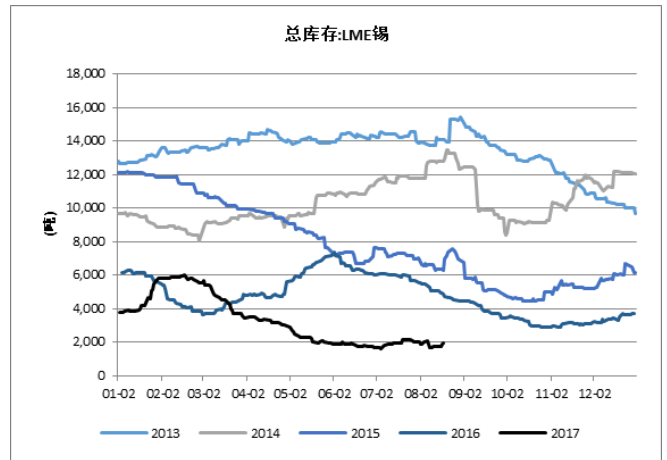
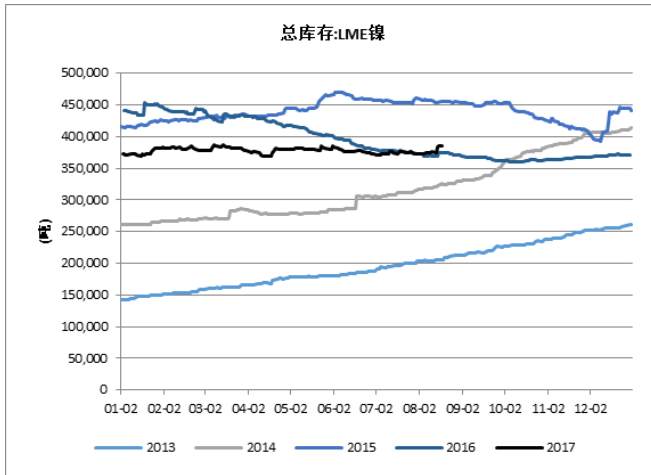


图 12、LME 镍全球库存情况

图 13、LME 锡全球库存情况

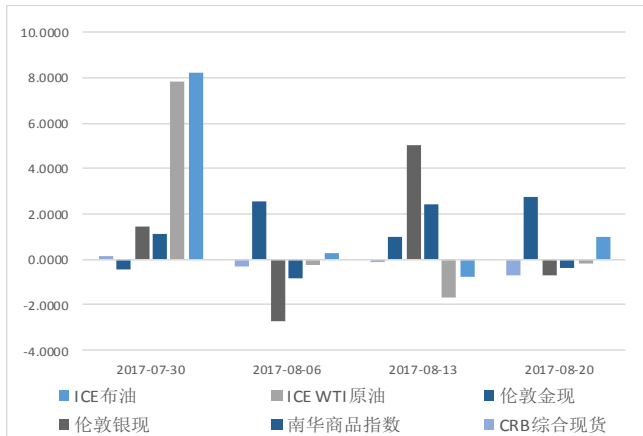


资料来源: WIND 资讯 南华研究

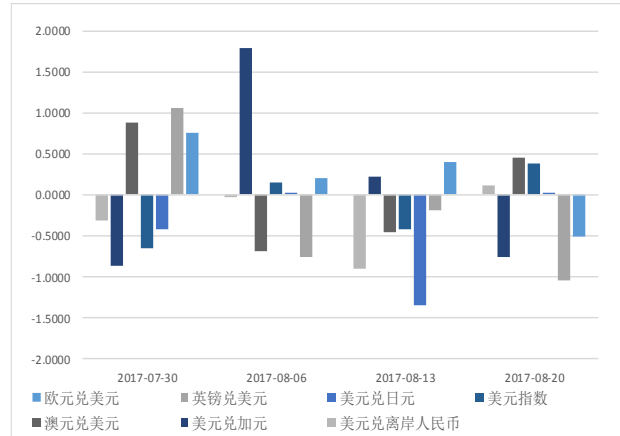
【本周全球大类资产表现】

2017年8月20日

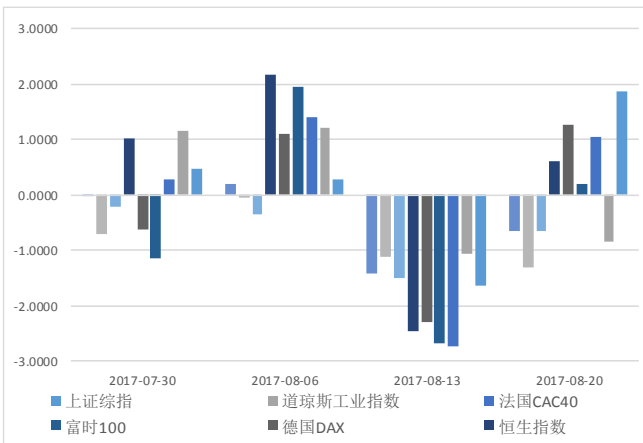
主要大宗商品涨跌幅



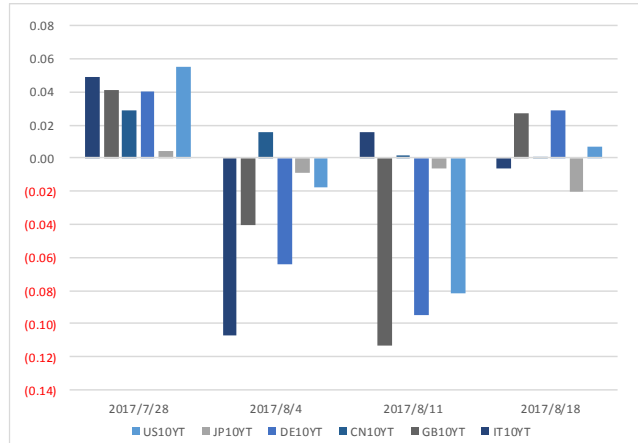
全球主要货币对涨跌幅



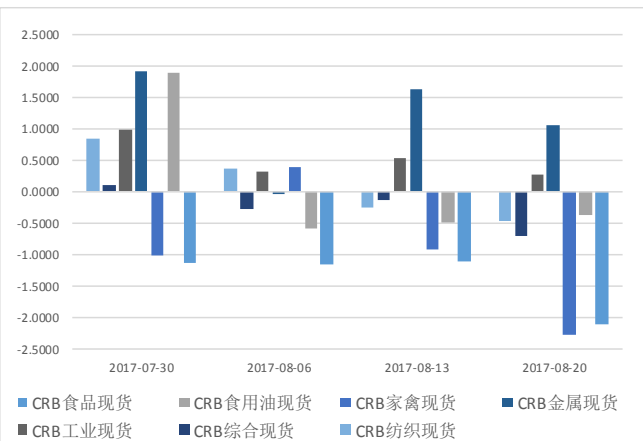
全球股指涨跌幅



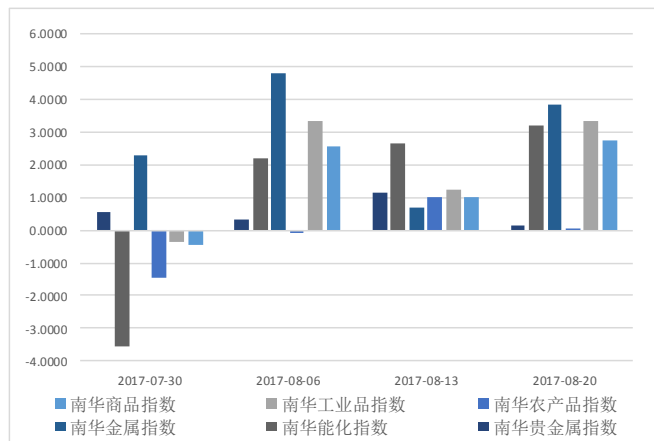
全球债市涨跌基点



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

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