



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.



商品再平衡与再库存之年

华泰期货研究所 潘翔
2016-12-25

主要逻辑：

- 1、国内整体商品依然处于低库存周期，明年库存回升较为温和
- 2、全球通胀和利率回升有利商品价格，能源、原料价格、运费上涨提升商品生产成本
- 3、地产、汽车和家电等行业的周期回落将拖累商品需求增速且下半年体现更加明显

板块配置：买入有色、农产品，卖出黑色商品对冲地产、汽车周期下行

综合我们对宏观经济以及各个品种的基本面判断，我们认为2017年总体上的板块强弱排序为：有色金属 > 农产品 > 能源化工 > 黑色，建议买入有色金属、农产品、卖出黑色作为对冲地产下行的风险。

建议买入商品：铜、镍、锡、白糖、油脂、棉花

谨慎买入商品：铝、原油、天然橡胶、沥青

建议卖出商品：锌、聚烯烃、玻璃、焦煤



市场表现

资金流向

库存周期

主要逻辑与配置建议

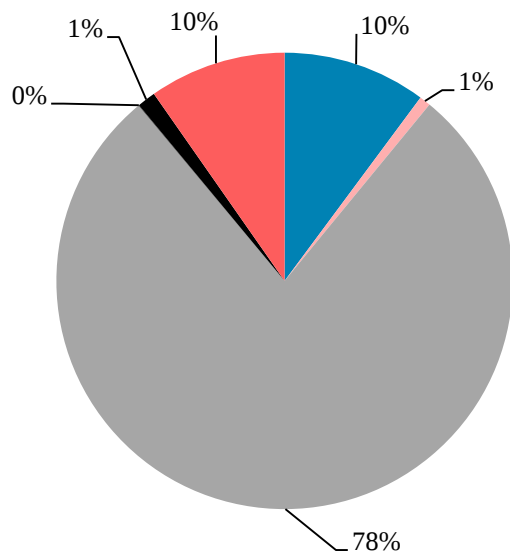
- 1、自去年低点以来，文华商品指数反弹幅度达到53%，不过距离2011年高点仍有38%的上涨空间
- 2、由于部分商品的快速上涨，已经接近或者高于前期高点，如锌（13%）、铅（15%）、焦炭（-9%）、焦煤（21%）、动力煤（10%）、热卷（10%）、白糖（-3%）、菜粕（-1%），我们将此类商品定义为超涨商品。
- 3、当然也有商品距离前高依然距离遥远，如白银（-63%）、铁矿石（-50%）、PTA（-122%）、橡胶（-111%）、沥青（-75%）、玉米（-56%）、棕榈油（-57%）、棉花（-98%），此类商品定义为超跌商品。
- 4、策略应对：在超涨商品中寻找空头，在超跌商品中寻找多头

- 1、ETF配置流向：机构超配商品，资金流入商品ETF与商品股票ETF
- 2、持仓结构：基金集中做多风险商品，但仓位已经较为拥挤

商品ETF产品资金规模分部

单位：%

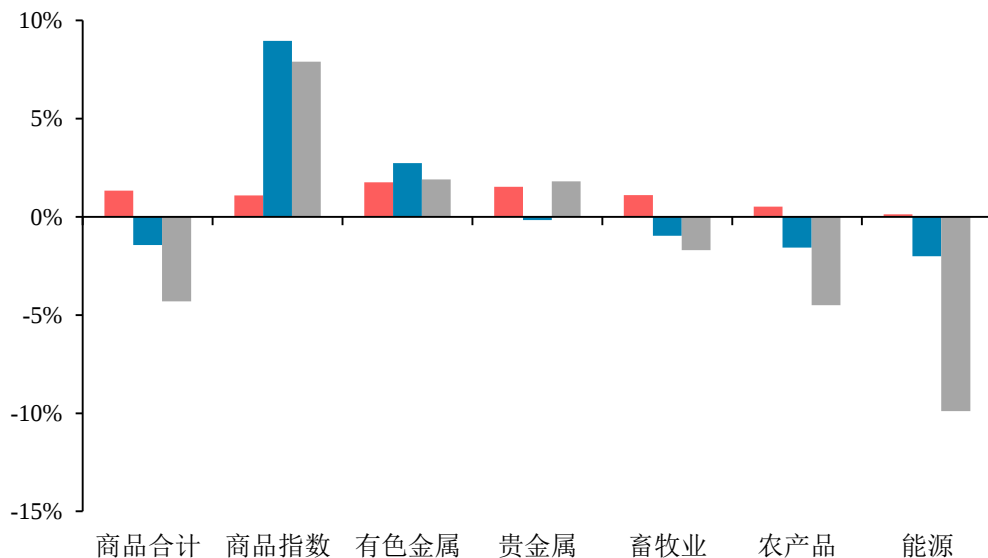
■ 商品指数 ■ 有色金属 ■ 贵金属 ■ 畜牧业 ■ 农产品 ■ 能源



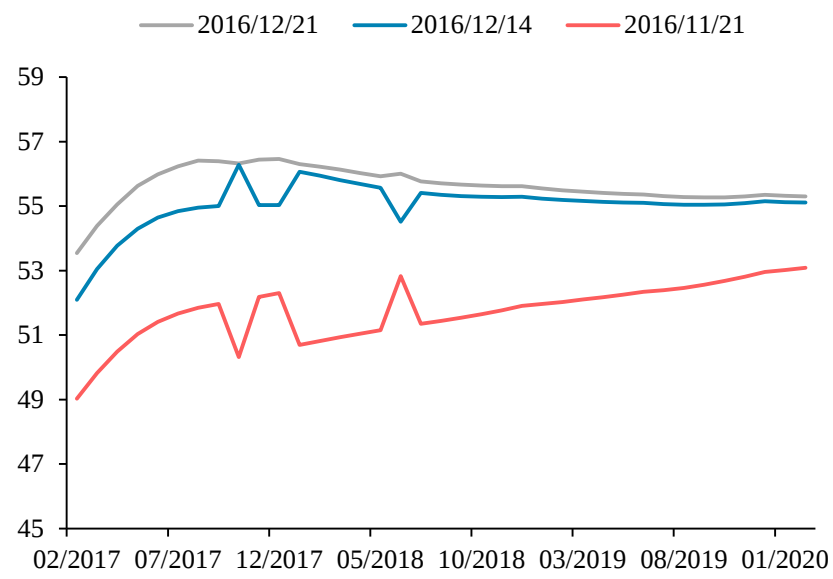
资金持续流入指数与有色ETF

单位：%

■ 年至今月均 ■ 近三个月月均 ■ 近一个月

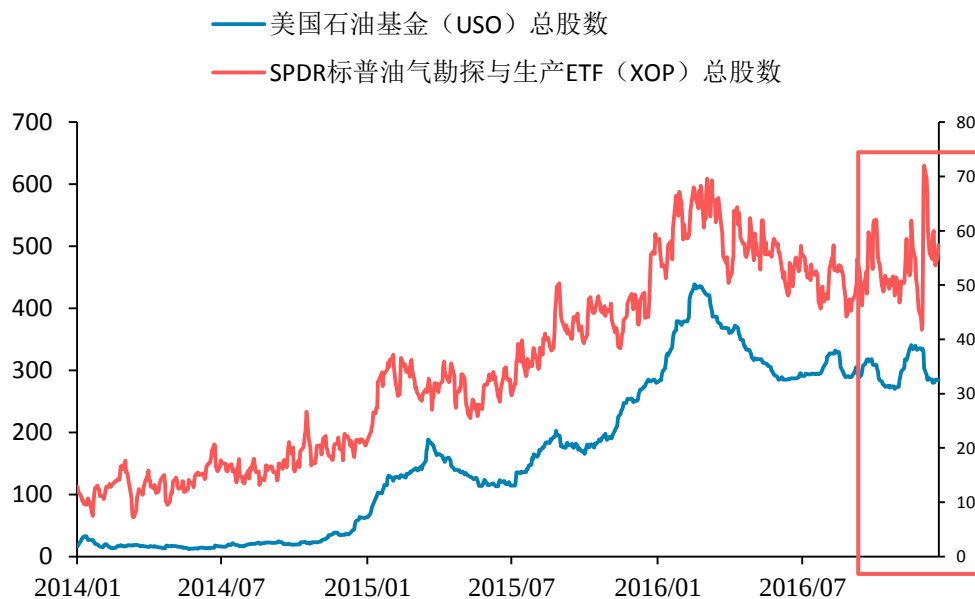


原油陡峭的远期曲线导致ETF展期亏损 单位：美元/桶



投资者卖出USO买入XOP

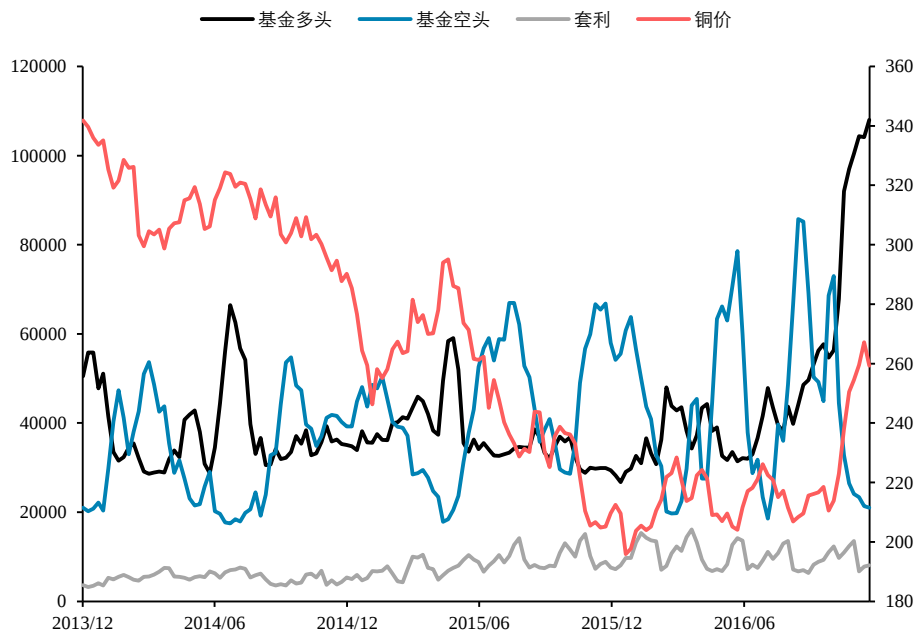
单位：股



	基金净持仓	基金多头	基金空头	套保持仓	掉期持仓	结论
Brent原油	净多持仓近年高点	近一个月快速增仓	持仓下降至年内低点	多空与总体均持稳	变动幅度有限	
WTI原油	净多持仓近年高点	年内高点	持仓下降至年内低点	多头与空头齐增，净头寸持稳	多头减仓、空头增仓，净空年内新高	价格从基金空头主导向多头主导转变
Comex铜	净多持仓近年高点	近一个月快速增仓	持仓下降至年内低点	套保空头快速增仓，多头持稳	基本持稳	
Comex黄金、白银	净多持仓先增后减	今年先增后减与金价趋势一致	9月份开始小幅增仓	套保空头先增后减，多头持稳	掉期空头先增后减，多头持稳	价格由基金多头主导
大豆			无明显结构性变化			基金持仓变动与价格之间的关系不强
玉米		基金空头持仓相对集中，空头持仓与价格负相关				价格由基金空头主导
ICE原糖	净多持仓先增后减	今年先增后减与糖价趋势一致	持稳	套保净空仓先减后增	掉期净多头小幅下降	
ICE棉花	净多持仓近年高点	年内高点	持稳	持稳	掉期多头持续上升至年内高点	价格由基金多头主导

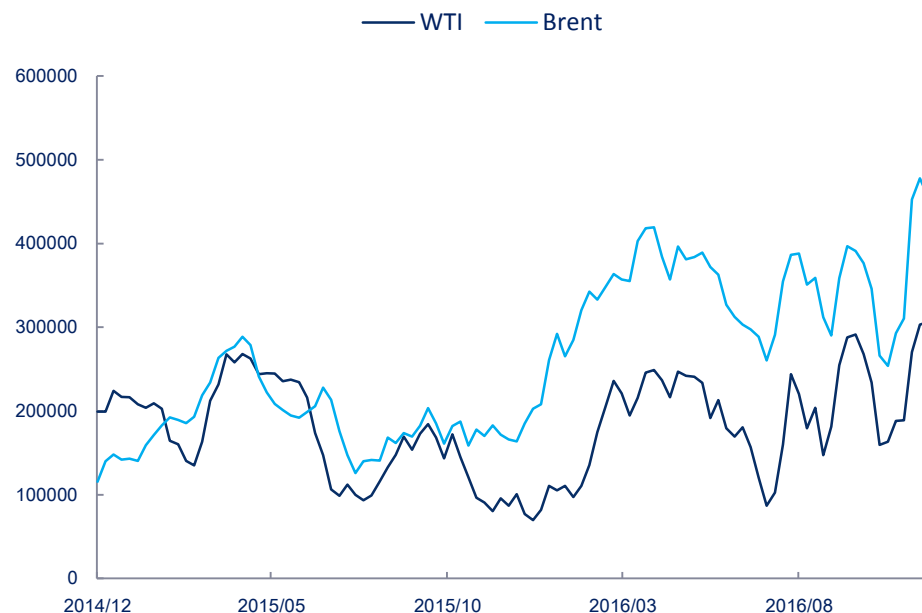
Comex铜基金持仓结构

单位：手



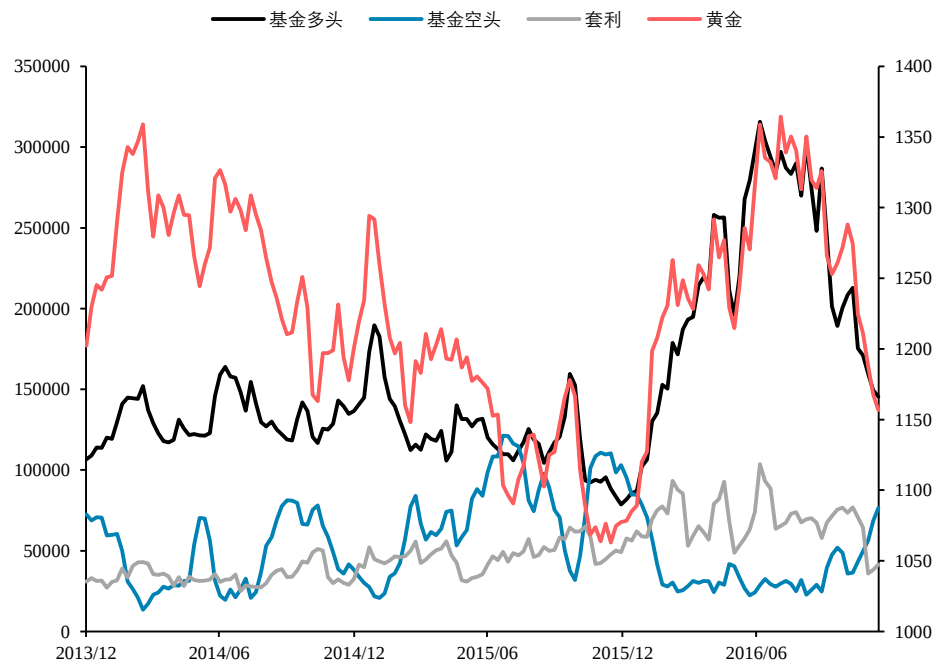
WTI与Brent净多持仓近2年高点

单位：手



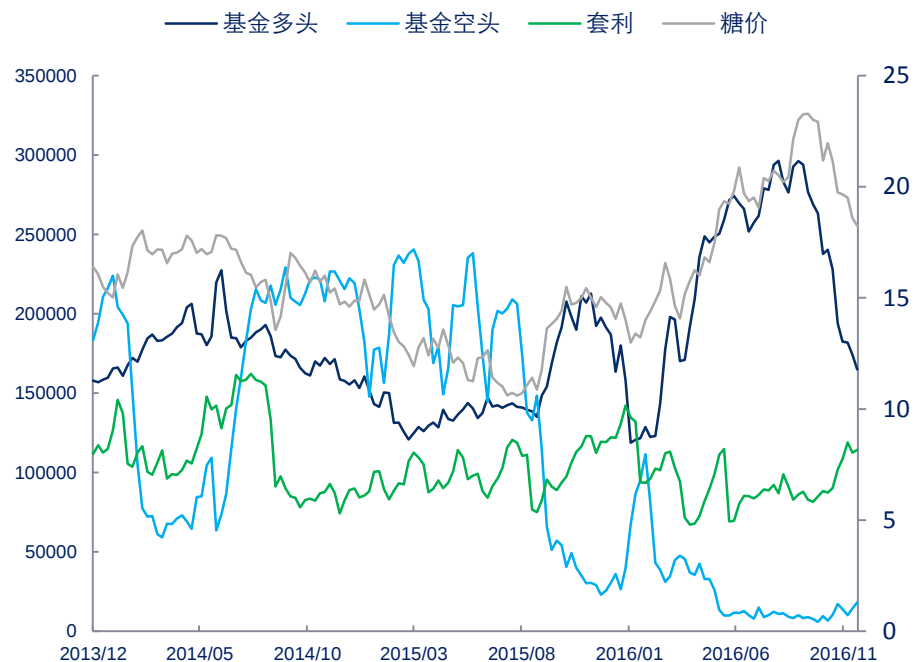
Comex黄金基金持仓结构

单位：手

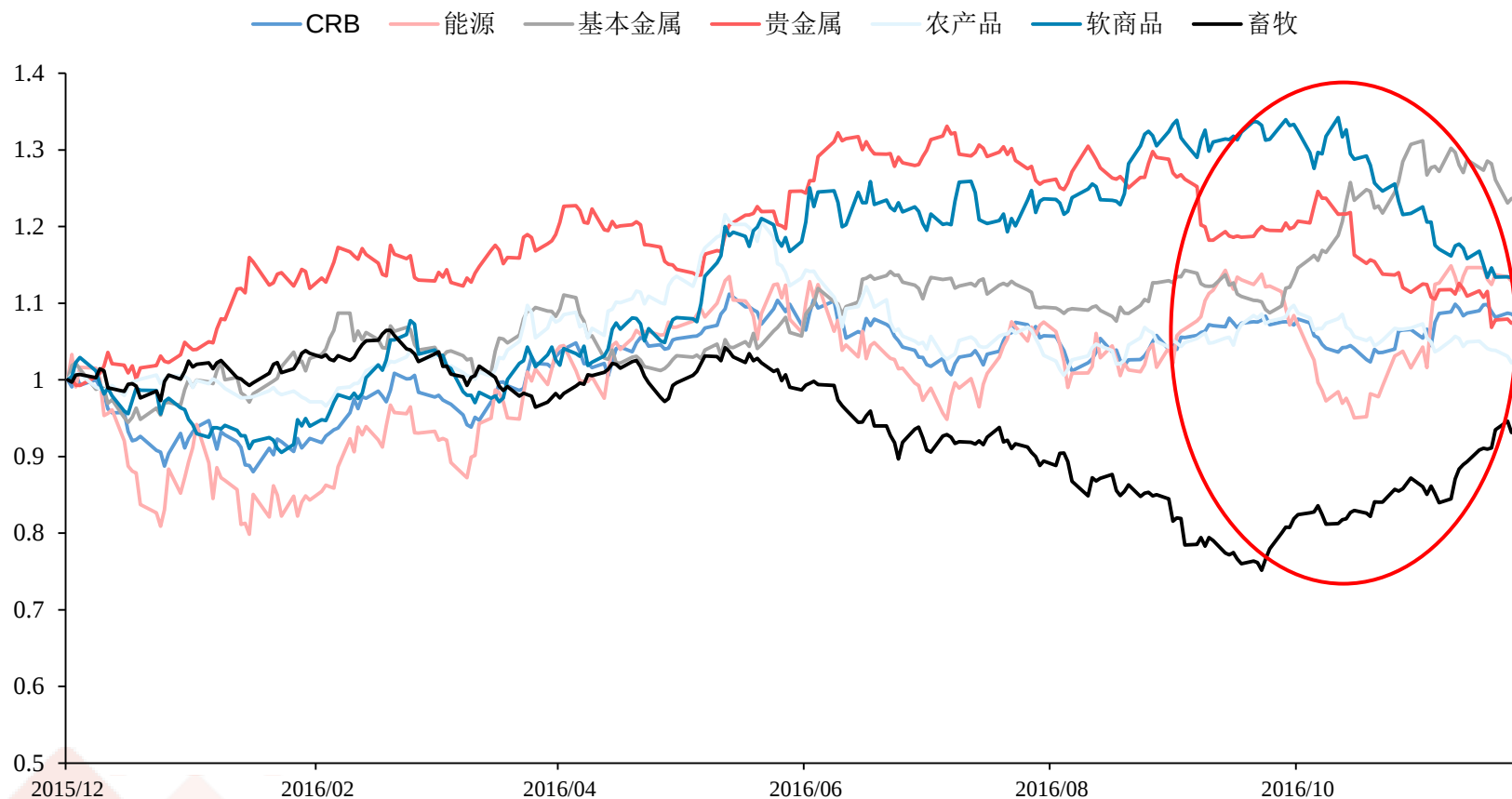


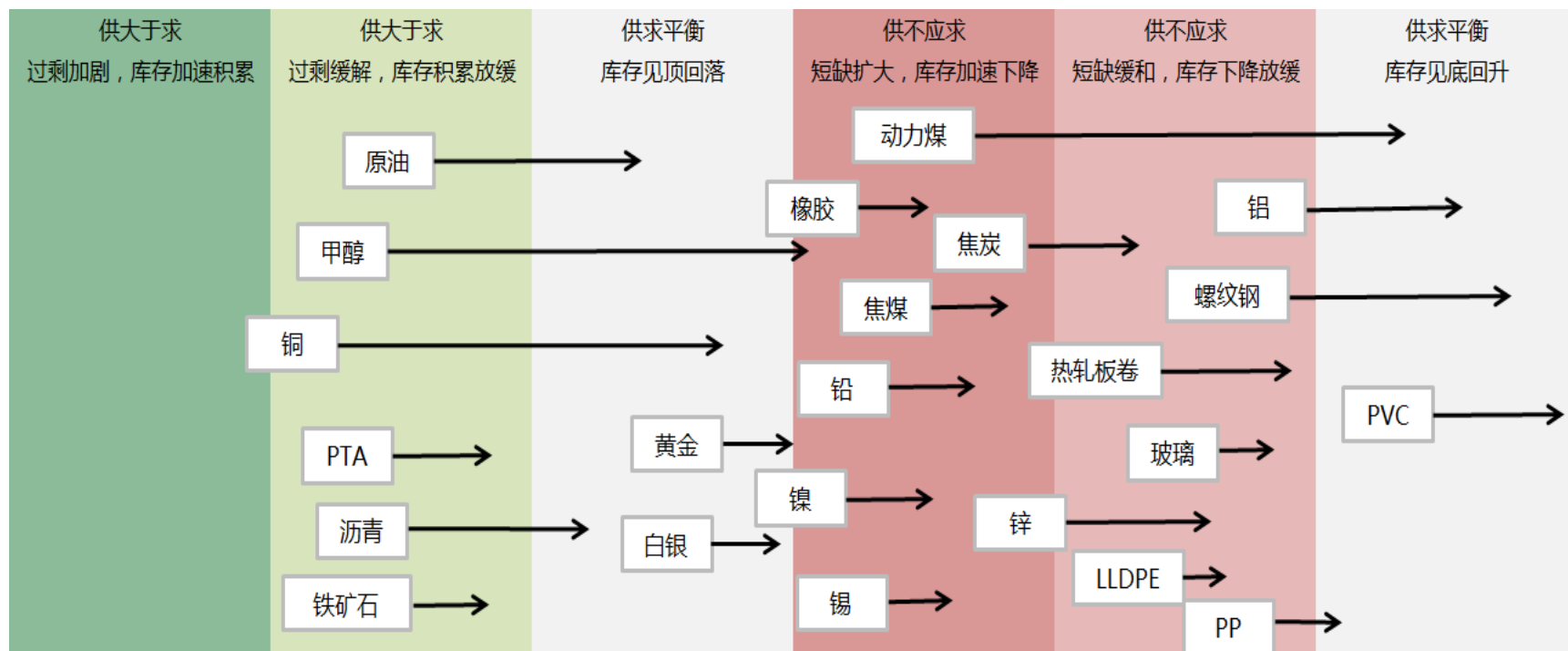
ICE原糖基金持仓结构

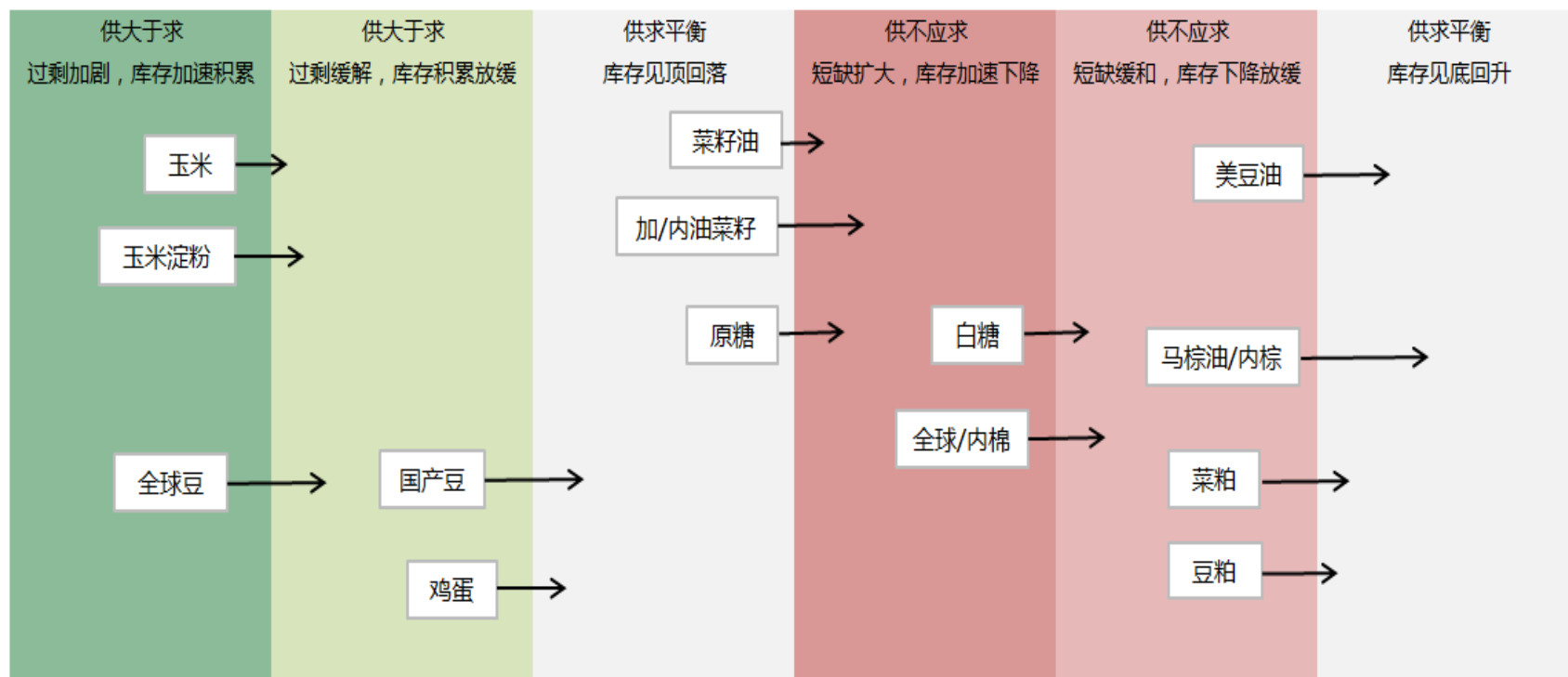
单位：手



分板块商品年至今收益情况







- 1、今年国内经济企稳较为明显，基建投资稳增长，房地产，汽车、家电等行业进入景气周期；
- 2、明年国内经济预计小幅回落至6.5%，房地产政策调控、汽车购置税上调导致终端需求周期性回落，基建持稳但或难以对冲
- 3、国内绝大部分工业品需求将受到地产周期走弱的拖累，同比增速将下降甚至出现部分需求萎缩（如玻璃、螺纹钢等），板块利空影响排序为黑色>有色金属>能源化工>农产品
- 4、明年需求增长亮点可能在外围市场，如美欧和印度（川普财政刺激政策带来的需求增量仍是未知数，印度废钞影响逐步弱化）

策略应对：考虑买国内地产和汽车消费占比较小、同时容易受到外围需求提振的商品，如铜、镍、锡、原油

卖出受地产周期拖累较大的商品作为对冲：玻璃、PVC等

总体判断：商品复产不会那么顺畅，根据产能弹性与产量弹性下的分类：

- 1、产能和产量增长都受到限制：动力煤、焦煤、焦炭（276-330生产政策）、钢材（钢铁供给侧、中频炉去产能）、玻璃（受环保影响，纯碱和玻璃产出受限）
- 2、产能增长，但产量增长受到限制：铝（上游氧化铝）、精炼铜（上游铜精矿）、精炼镍（上游镍矿）、精炼锡（上游锡矿）、原油（OPEC限产）、
- 3、产能增长且前期限制可能解除：锌（精炼锌产能增速不大，但锌矿短缺到恢复，嘉能可复产）、塑料（产能增速较高，进口和回料恢复）、沥青（炼厂从焦化料转产沥青）、天胶（极端天气限制割胶）、铁矿石（高品位矿供应增加）
- 4、没有限制，但产能、产量低速增长：PTA（产能过剩，加工费低迷）、甲醇（一体化装置投放为主，净投放量较低，进口依存度提高）

总结来看，我们预计明年有色金属(除锌外)受到上游矿的限制，供给瓶颈将较为突出；煤炭供给仍有限制但有所松动，钢铁去产能，供给限制将加剧；能化商品明年供给受限制少，相对宽松，极端天气缓和，农产品供给更多取决于自身周期。

应对策略：买供给弹性小且受到限制的，如金属（除锌外）、卖供给弹性大且限制缓解的，如（聚烯烃）

综合我们对宏观经济以及各个品种的基本面判断，我们认为2017年总体上的板块强弱排序为：有色金属 > 农产品 > 能源化工 > 黑色，建议买入有色金属、农产品、卖出黑色作为对冲地产下行的风险。

强烈建议买入商品：铜、镍、锡、白糖、油脂、棉花

谨慎买入商品：铝、原油、天然橡胶、沥青

建议卖出的商品：锌、聚烯烃、玻璃、焦煤



谢谢！

广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼5、11、12层

热线：400-628-0888 <http://www.htgwf.com/>