



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.

商品策略周度交流

华泰期货 研究所 潘翔
2017.2.12

宏观中观化：用中观行业数据印证宏观逻辑，寻找自上而下机会

行业贯穿化：通过跟踪和比较各个行业之间的变化，去寻找市场共同主导逻辑

基本面	空	多	地产、汽车需求如期回落，新疆基建发力，工业品生产相对平稳
供应		▲	春节期间主要工业品供给相对稳定，节后复产积极性也较高，环保部发文将对水泥玻璃行业落后产能进行专项督查；1月国内主要商品进口同比大幅增加，煤炭、铁矿石、原油、钢材大幅增加，铜进口量萎缩
需求	▲		地产、汽车需求下滑，基建发力预期增加，家电持稳，重卡销量超预期，节后下游陆续开工，需求好坏有待更多数据验证
库存		▲	春节期间，国内主要工业品累库存，贸易商冬储叠加季节性累库存，节后普遍库存充裕，有待下游开工后逐步消化
非基本面		▲	国内货币政策收紧带来短期利空，但随后反弹至前高，或与政策预期有关
流动性		▲	全球央行整体货币政策偏紧，美国处于加息周期，欧日维持中性，中国央行上调公开市场利率，结构性加息，市场普遍认为对房地产销售、投资、开工等产生利空，进而利空商品市场
市场特征		▲	市场波动大且方向不明朗，指数维持高位震荡，黑色商品维持高贝塔，在两会前，2017年的政策（供给侧，经济如何拖地等）依然不明朗，市场处于“春季躁动”，尚未体现共同主导因素
汇率		▲	美元指数维持100点附近波动，节后离岸人民币汇率偏强震荡，中国外储下降破3万亿
通胀		▲	国外方面考虑到油价基数效应，预计2月份通胀加速回升；国内PPI与CPI之间的裂口仍存，通胀传导并不顺畅，CPI维持在2%附近
资金面		▲	内盘方面，持仓量整体大幅回升，主要流入供给侧相关商品；外盘方面，能源与有色的基金净多持仓仍创新高，多头仓位显得更加拥挤
大势研判		▲	除重卡销量超预期外，其他需求指标偏弱，工业品库存充裕，意味短期上涨基础可能并不牢固，市场方向不明确，策略方面寻找安全边际相对较高的商品作为配置，黑色商品作为空头配置为主

需求：2月上旬前8天26城、40城日均地产销量同比增速分别为-22%和-17%，均较1月下旬回升，剔除春节效应后增速分别为-22%和-14%。

库存：1月十大城市商品房库存销售比升至9.6个月，在历年同期中处中等水平。

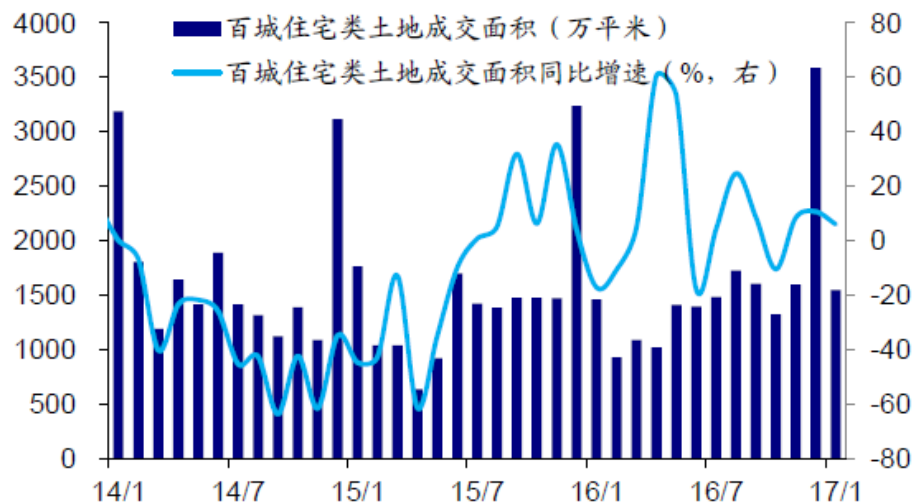
土地成交：1月百城住宅土地成交面积回落，增速略降。

地产投资与新开工：1月份数据尚未公布

图 40城旬度地产销售面积同比增速（%）



图 百城住宅用类土地成交面积及同比增速



基建发力：新疆今年计划投资超1.5万亿元加速基础设施建设，比去年增长50%。其中更是包括了一个总投资约为7571亿元的交通建设项目，项目2933个，力争完成投资2000亿元，建设总里程约8.23万公里，其中高速公路7292公里，普通国省道1.03万公里，农村公路、特色乡镇路4.18万公里，资源路、旅游路等2.29万公里。

策略思考：水泥股拉涨反映新疆基建发力预期，沥青是否有买入机会

汽车产销：12月汽车制造业收入同比微降至15.8%。1月乘联会乘用车销量同比暴跌至-9.3%，汽车经销商信心指数大跌至155。

价格与库存：12月汽车制造产成品存货同比大升至20%。1月汽车经销商库存预警指数大升至61.5%，创13年以来同期新高。

影响逻辑：春节假期以及购置税减半政策的调整是主要原因，与我们月报预期方向一致

图 乘联会乘用车销量同比增速（%）

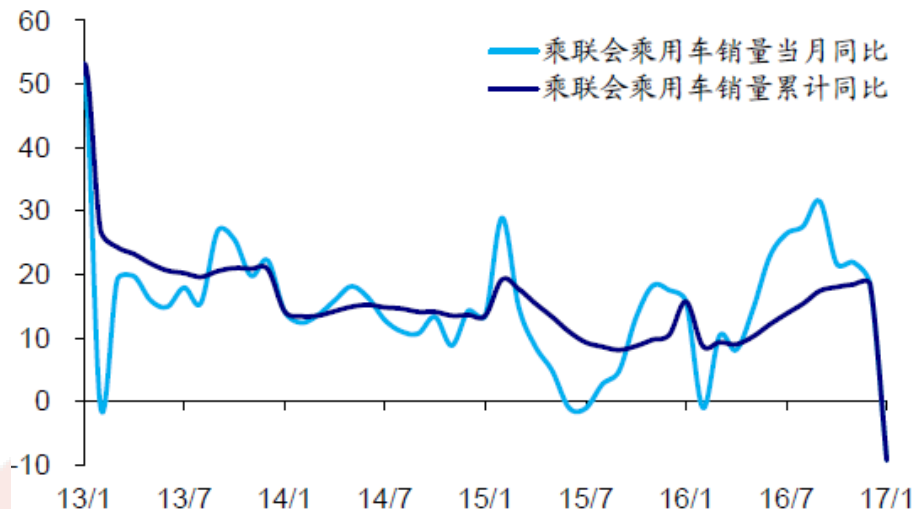
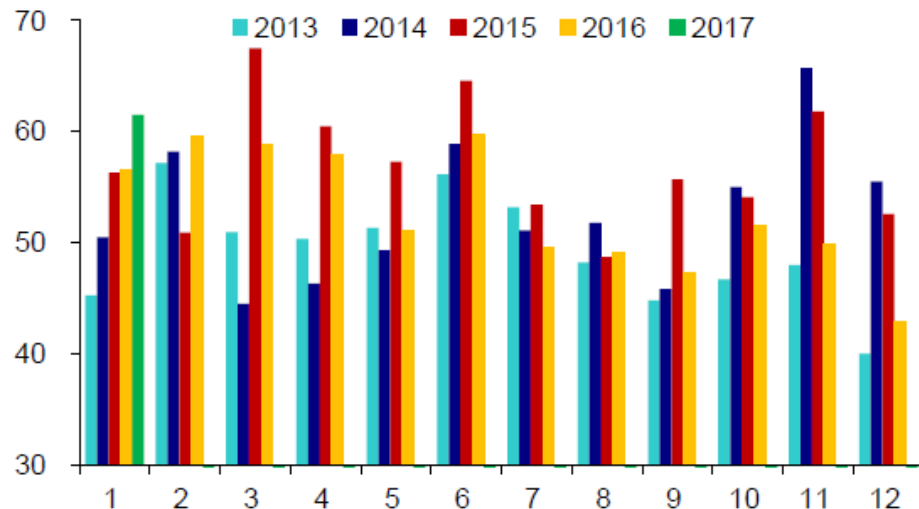


图 汽车经销商库存预警指数（%）



需求：1月重卡销量8.2万辆，同比增长122%，创10年6月以来新高，环比增长9%。

市场解读：1月重卡销量同比暴涨1.2倍，创下近6年来的1月销量历史新高。主要原因包括以下两个方面。一是去年10月以来，受国家治超新政实施推动，叠加煤炭市场补库存，令公路运力紧缺。二是去年12月销量环比11月逆势大幅下滑，缘于部分主流企业“藏销量”，把去年12月部分销量“挪到了”今年1月。

图 重卡销量同比增速 (%)

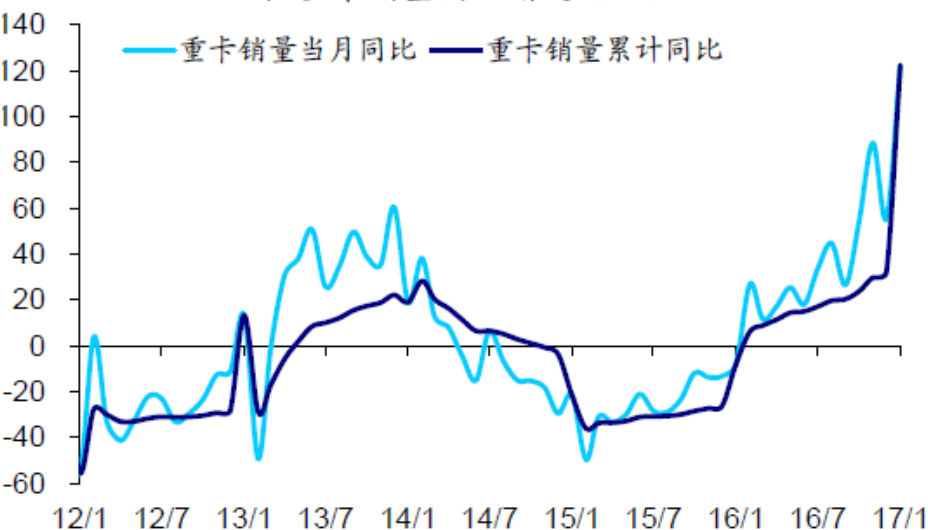
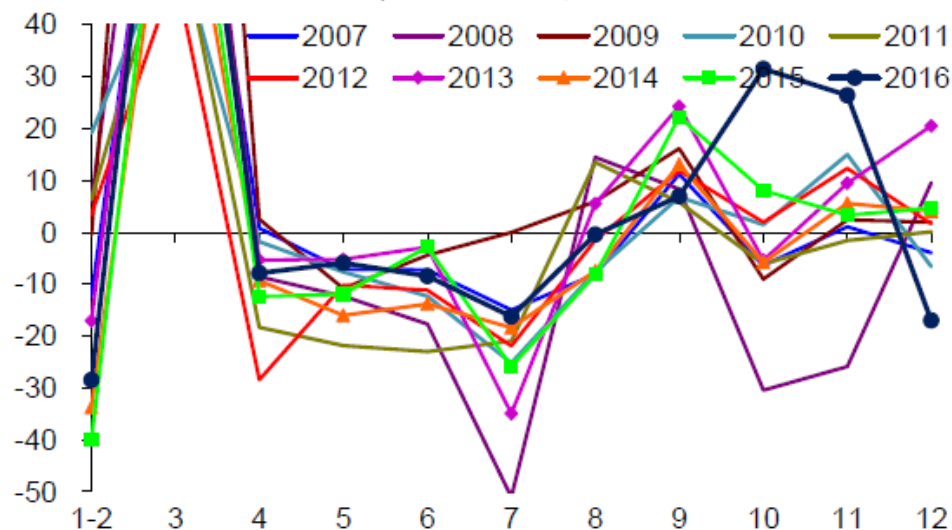


图 重卡销量环比增速 (%)



需求：12月产业在线冰箱厂家销量同比增速9.3%，洗衣机厂家销量增速9.1%，均较11月回落。16年空调、冰箱、洗衣机销量增速分别为1.93%、1.65%、6.0%，均较15年回升。

库存：12月冰箱厂家库销比降至0.54，洗衣机厂家库销比降至0.62，均处历年同期中等水平。

图 产业在线冰箱厂家销量同比增速（%）

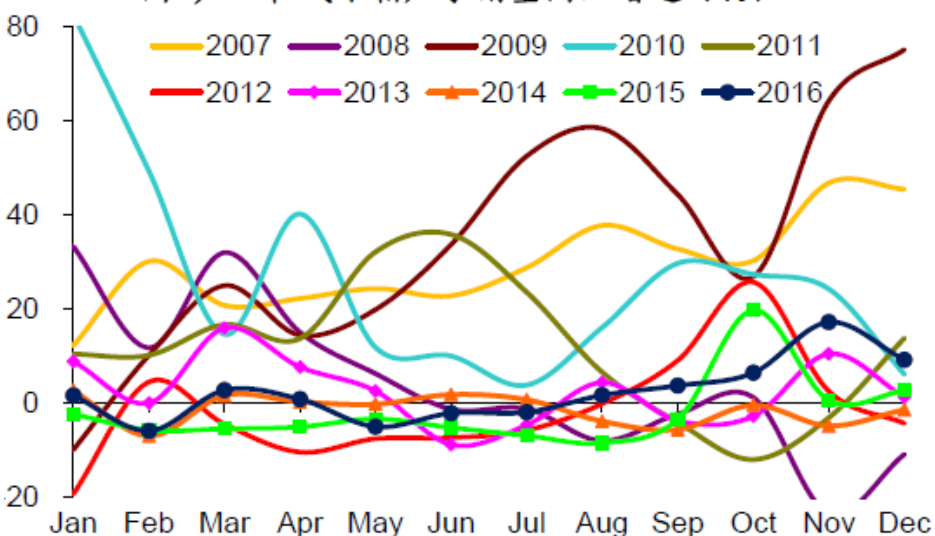
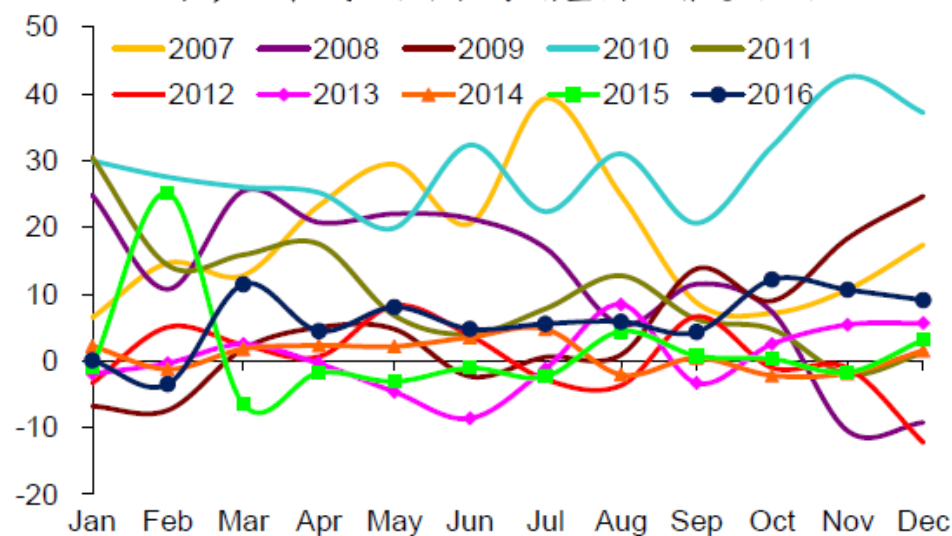


图 产业在线洗衣机厂家销量同比增速（%）



价格与吨钢毛利：春节期间钢价横盘，节后钢价反弹。吨钢毛利春节期间持平，节后反弹。

生产：1月中旬西本新干线、中钢协重点企业粗钢产量同比分别回落至8.7%和7.3%。

库存和开工率：1月中旬钢企库存增速转负至-1.6%。上周钢材社会库存较节前加速回升。上周全国高炉开工率回升至74.7%。

图 螺纹、热板和铁矿石价格指数

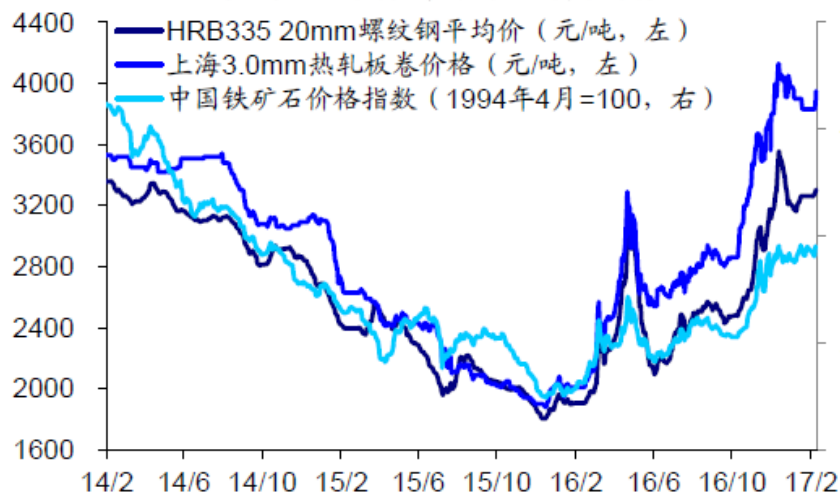
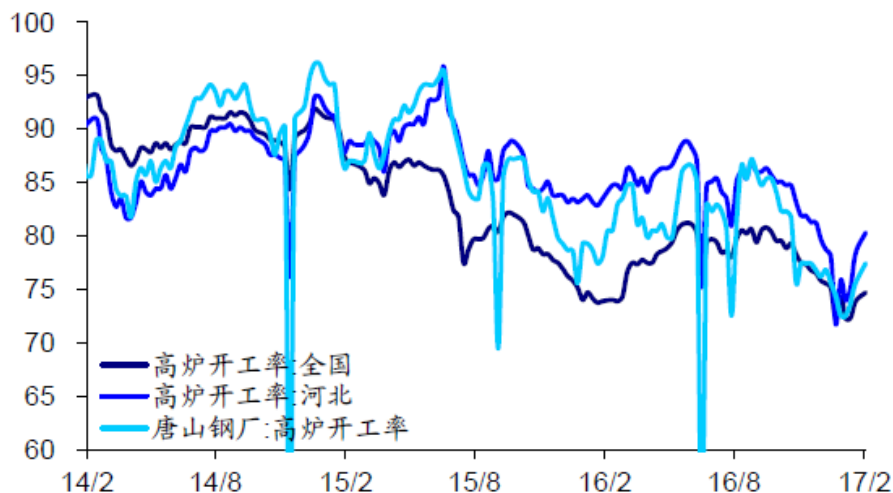
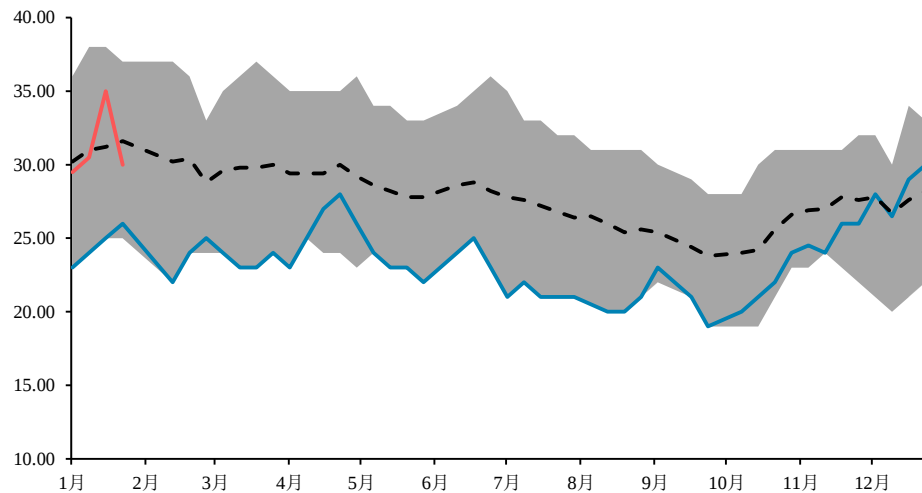


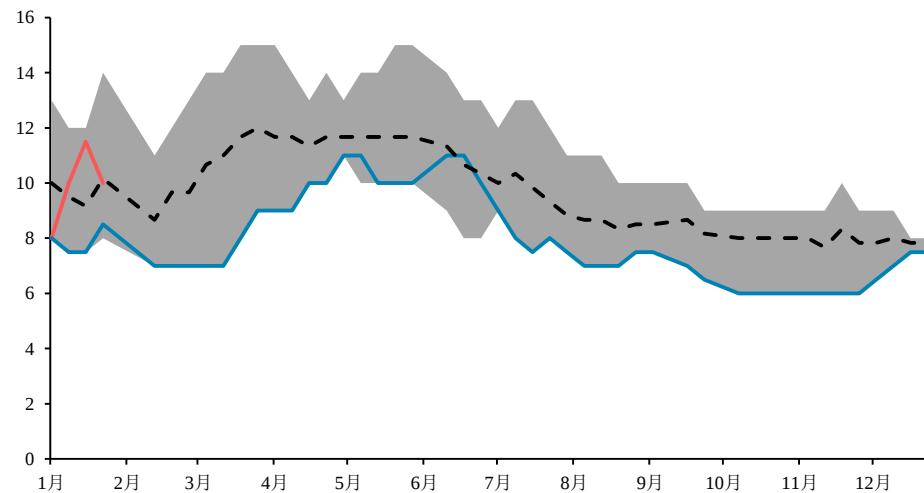
图 高炉开工率 (%)



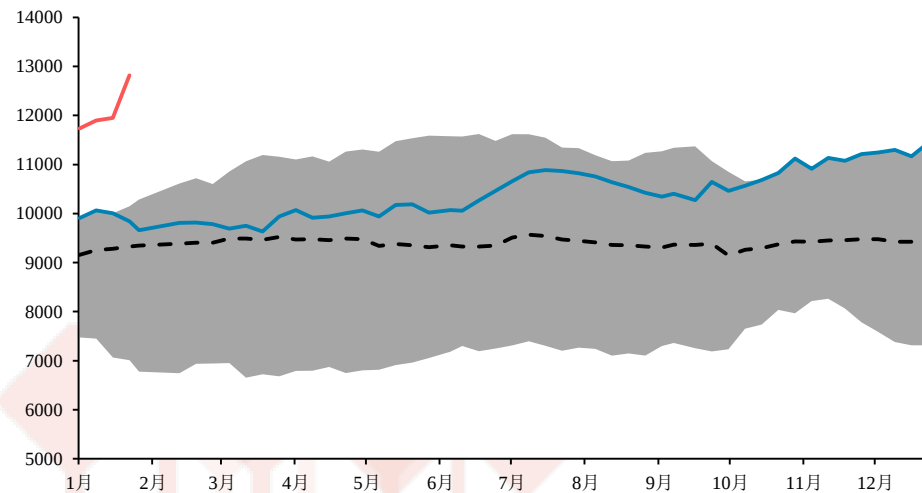
12-16年范围 2017 2016 5年均值



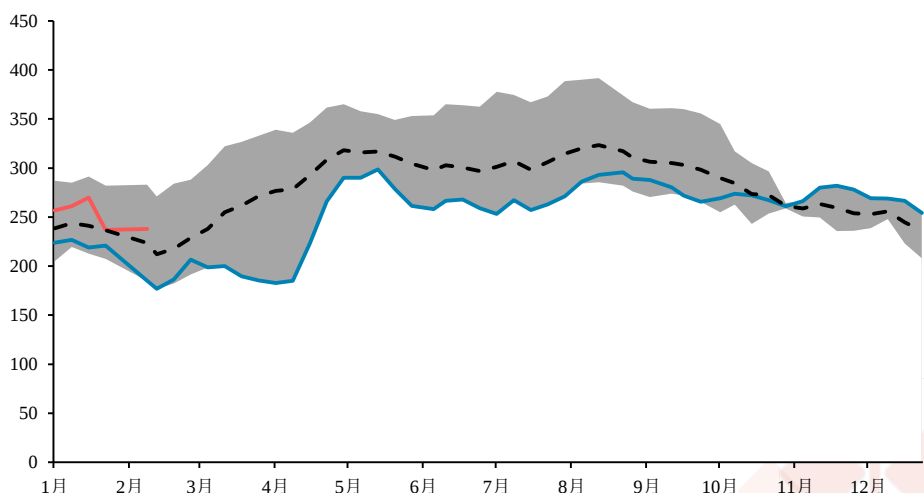
14-16年范围 2017 2016 3年均值



12-16年范围 2017 2016 5年均值



14-16年范围 2017 2016 3年均值



春节期间煤价横盘。库存方面，虽然港口、电厂煤炭库存总量均回落，但春节假期令发电耗煤环比持续下滑，使得电厂煤炭库存天数季节性走高。17年春节前后各周发电耗煤在历年同期中处于中等偏高水平，因而电厂煤炭库存天数高点低于往年。

图 动力煤价格（元/吨）

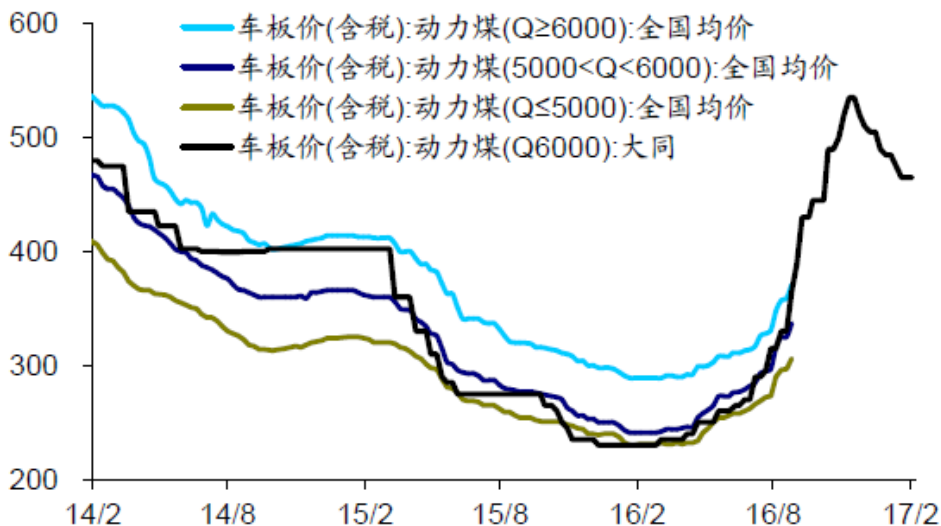


图 历年各周六大电厂煤炭库存可用天数

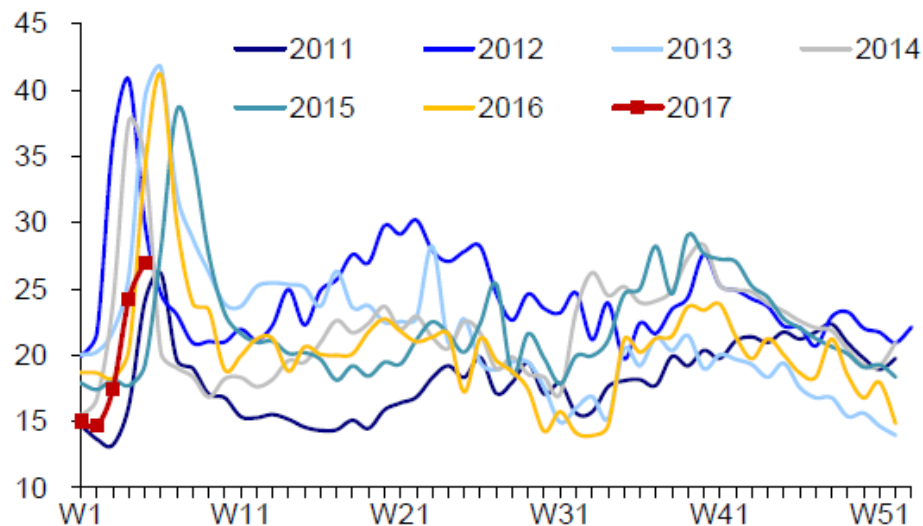


Exhibit 1: Examining the potential impacts of a strike and permitting issues at Escondida and Grasberg, respectively
 '000t unless otherwise stated

Escondida					
Industrial action related to contract renegotiations	Days strike	Output (2017 ref pre disruption)	Losses	% Escondida annual output	% 2017 quarterly world mine supply pre-disruption
2006	25	1170	80	6.8%	1.5%
2011	15	1170	48	4.1%	0.9%
2017E	20	1170	64	5.5%	1.2%
Grasberg					
	2017E Output pre disruption			% grasberg annual output	% 2017 quarterly world mine supply pre-disruption
Freeport Jan 17 guidance	590				
Annual production at 40% rate (i.e. incl Gresik shipments)	236				
Losses if 1 month delay	30			5.0%	0.6%
Losses if 3 month delay	89			15.0%	1.7%
Losses if annual delay	354			60.0%	6.7%
Losses in scenario of 20 day Escondida strike and 1-mo delay to grasberg shipments (ex Gresik), '000t					
Potential losses over the next 3 months	94				
% 2017 quarterly world mine supply pre-disruption	1.8%				
% 2017 annual world mine supply pre-disruption	0.4%				

Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Wood Mackenzie

根据高盛测算，按照Escondida铜矿罢工持续20天，Grasberg铜矿出口许可延迟1个月的情况下，预计累计在未来3个月内损失10万吨产量，占季度铜矿供应的1.8%，年度铜矿供应的0.4%左右

Exhibit 2: Strike potential is largest during 1Q17 and 4Q17

'000t

Mine	Location	Company	2017E pre disruption output ('000t)	Labor contract expiration	Status
Escondida	Chile	BHP Billiton / Rio Tinto	1170	31-Jan-17	<i>Strike likely</i>
Sudbury	Canada	Vale	98	31-Jan-17	
Chuquibambilla	Chile	Codelco	436	28-Feb-17	<i>New contract agreed</i>
Bingham Canyon	USA	Rio Tinto	246	31-Mar-17	
Radomiro Tomic	Chile	Codelco	238	20-Oct-17	
Mantos Blancos	Chile	Anglo American	27	28-Nov-17	
Collahuasi	Chile	Anglo American/Kstrata	410	30-Nov-17	
Aurex (Ojos del Salado)	Chile	Freeport	14	01-Dec-17	
Mount Polley	Canada	Imperial Metals	12	31-Dec-17	
1Q17 not yet finalised			1514		
4Q17			701		
Total			2226		
Global pre-disruption mine supply - 2017E			21054		
1Q17 negotiations % potential 2017 mine supply			7%		
% potential 2017 mine supply			11%		

Source: Wood Mackenzie, Goldman Sachs Global Investment Research

根据劳工合同到期时间，今年罢工主要集中在Q1和Q4，潜在罢工铜矿的产能占比，Q1影响7%，全年来看影响11%



Exhibit 12: Goldman Sachs global refined copper supply and demand balance

'000t

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Global mine supply	18581	19157	19704	19620	20289	20824	20700
% change	2.4	3.1	2.9	-0.4	3.4	2.6	-0.6
Including disruption allow. (%)	0.0	0%	1%	6.8%	7.8%	10.0%	13.0%
Mine supply excluding disruption allow. (%)	2.4	3.1	3.8	5.8	4.6	5.1	2.8
Global refined supply	21819	22031	22417	22633	23388	24009	23985
% change	5.9	1.0	1.8	1.0	3.3	2.7	-0.1
Global refined consumption	21512	21831	22312	22811	23238	23544	23864
% change	4.5	1.5	2.2	2.2	1.9	1.3	1.4
Of which China	9750	10151	10631	11021	11331	11609	11895
% change	7.1	4.1	4.7	3.7	2.8	2.5	2.5
Of which World ex-China	11762	11681	11681	11789	11907	11935	11969
% change	2.5	-0.7	0.0	0.9	1.0	0.2	0.3
Balance	307	200	105	-177	150	465	121
LME Price (\$/t)	6863	5510	4882	5800	5500	5300	5200

Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Wood Mackenzie

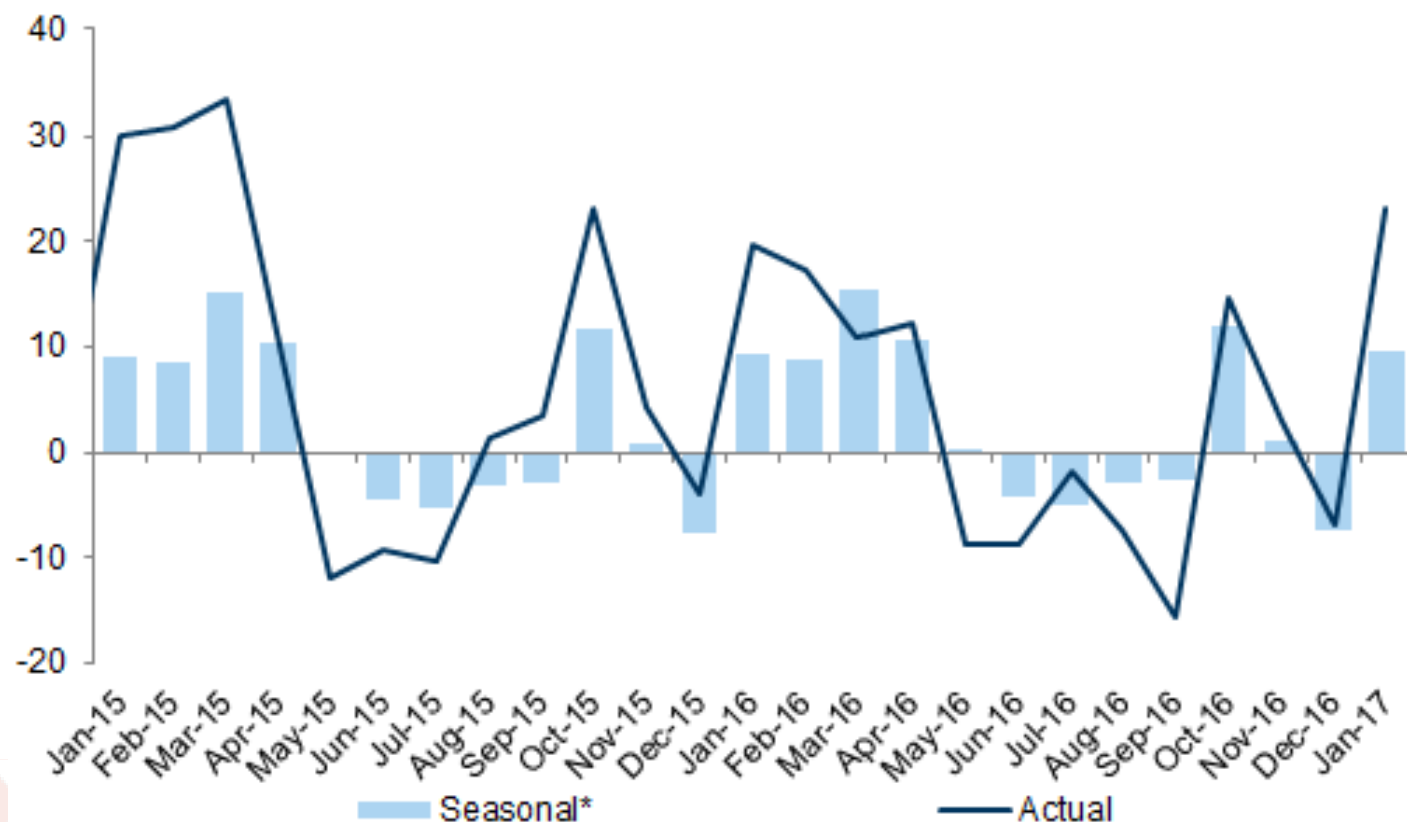


Table 2: OPEC crude supply change vs. official proposed cut

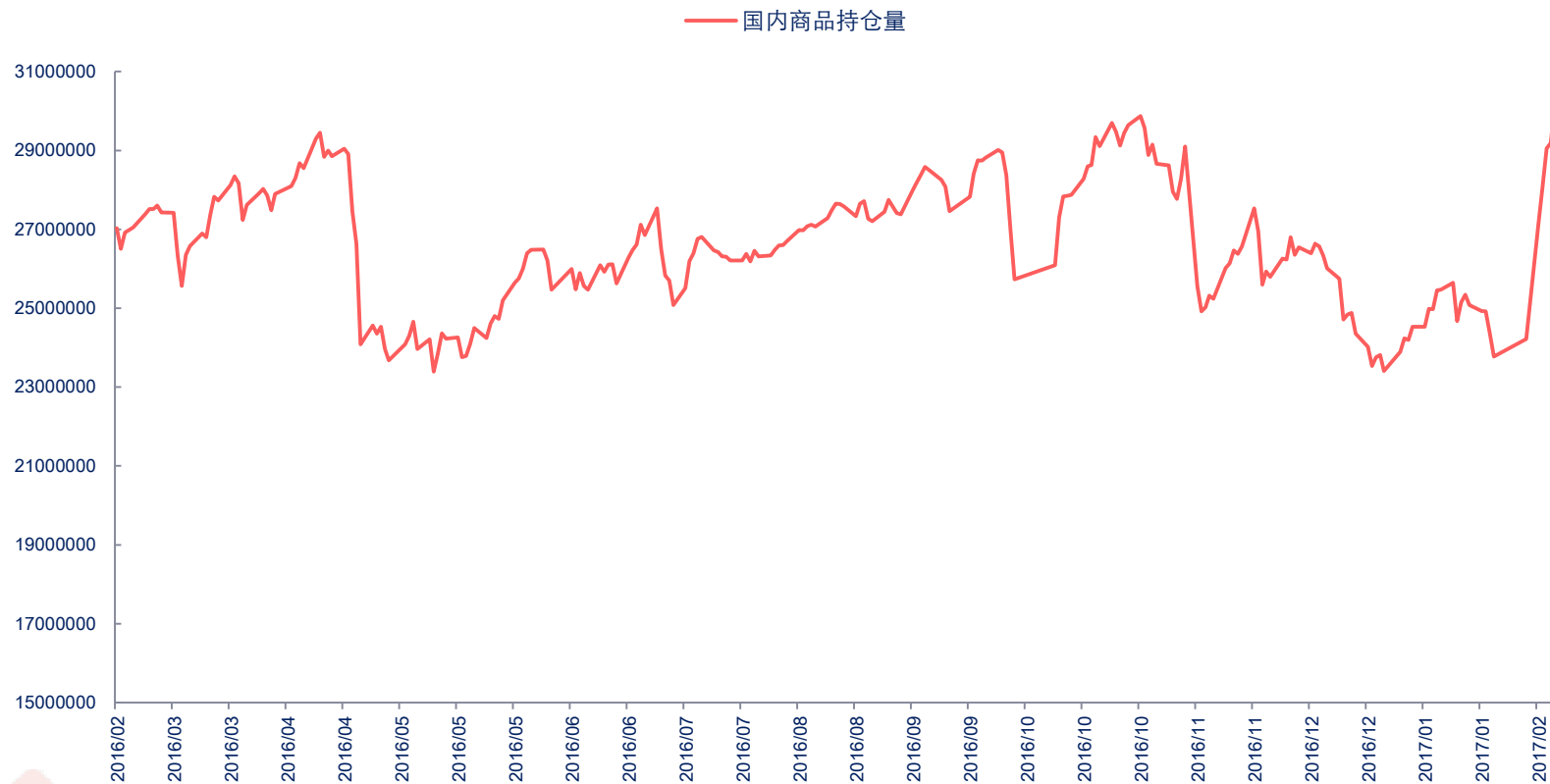
kb/d	Est. Jan-17 crude oil output vs. reference Level			
	Proposed OPEC cut	Platts	Reuters	Bloomberg
OPEC countries party to the agreement				
Algeria	-50	-39	-9	-49
Angola	-78	-121	-101	-81
Ecuador	-26	-28	-18	-18
Gabon	-9	-2	-2	-7
Iraq	-210	-81	-51	-51
Kuwait	-131	-138	-118	-128
Qatar	-30	-28	-18	-33
Saudi Arabia	-486	-564	-564	-564
UAE	-139	-83	-83	-103
Venezuela	-95	-57	-17	-57
OPEC 10	-1254	-1141	-981	-1091
Iran	90	13	23	93
OPEC 11	-1164	-1128	-958	-998
OPEC countries excluded from proposed cuts (vs. OPEC est. Oct'16)				
Libya		142	162	162
Nigeria		22	-58	12
Sub total		164	104	174



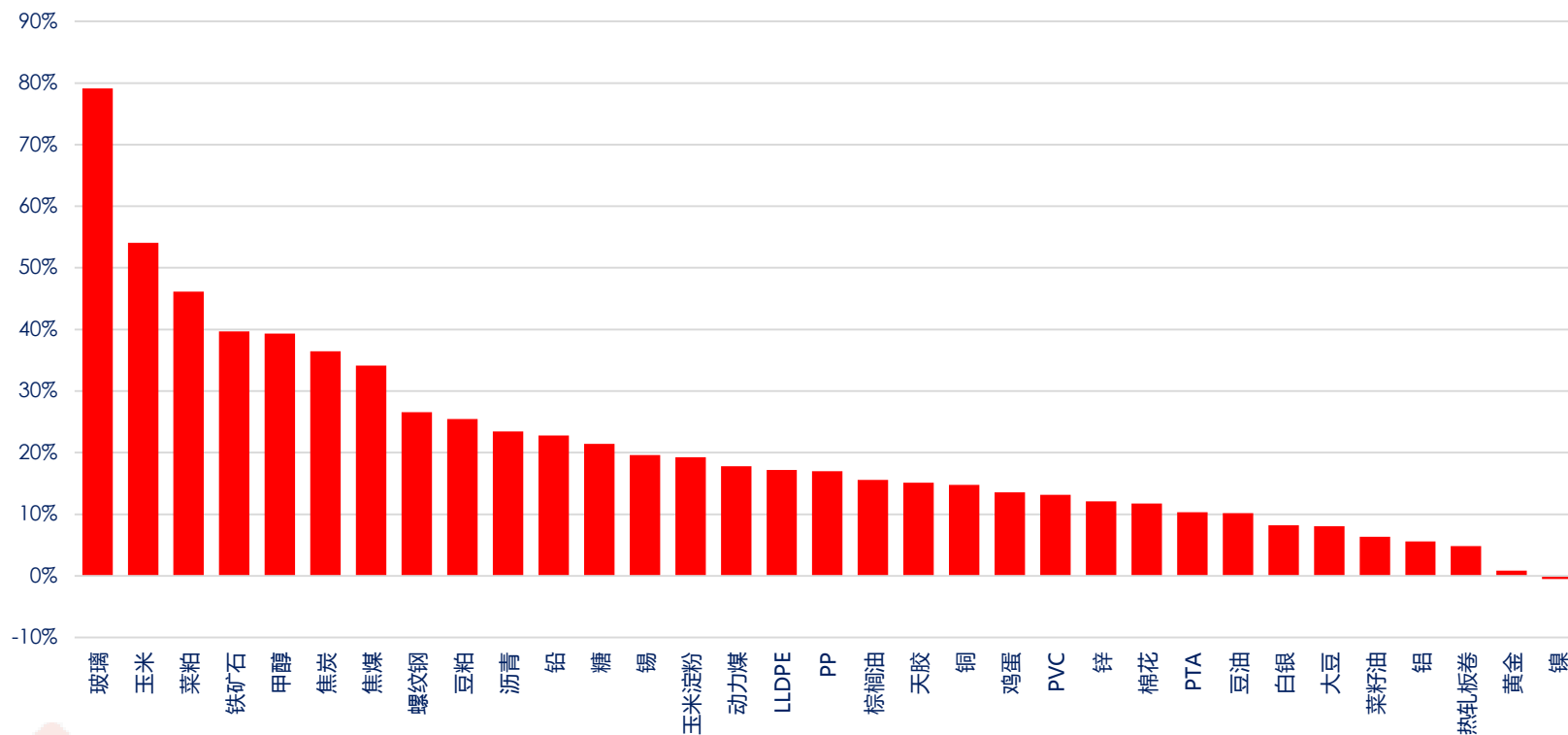
Monthly changes in US crude inventories (exc. SPR) vs. seasonal since 2001 (weekly data aggregated monthly)



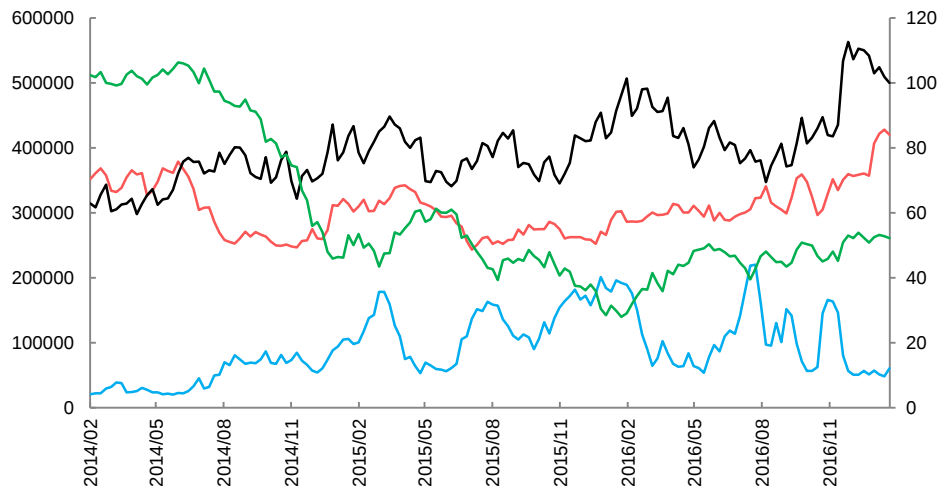
* Includes a trend component



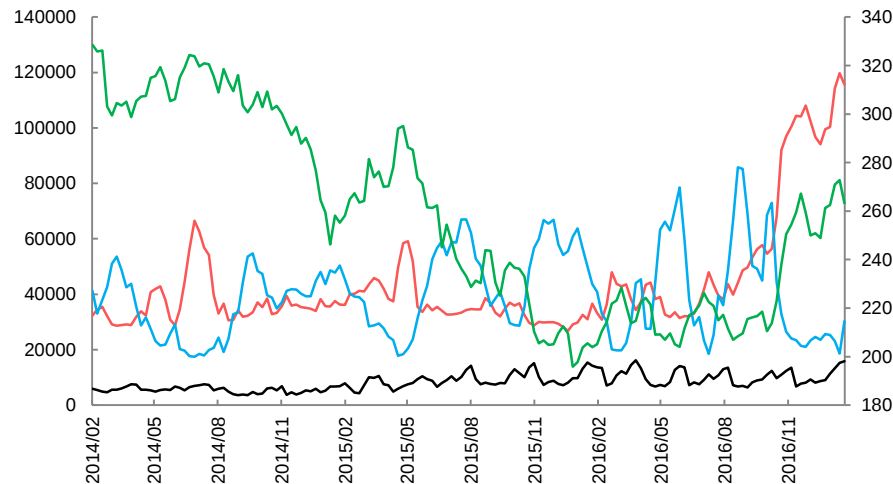
品种周持仓变化



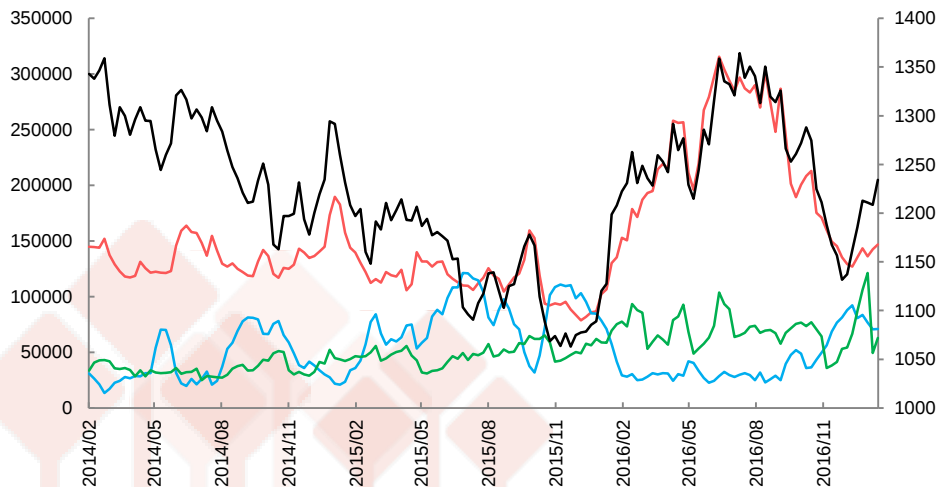
— 基金多头 — 基金空头 — 套利 — WTI



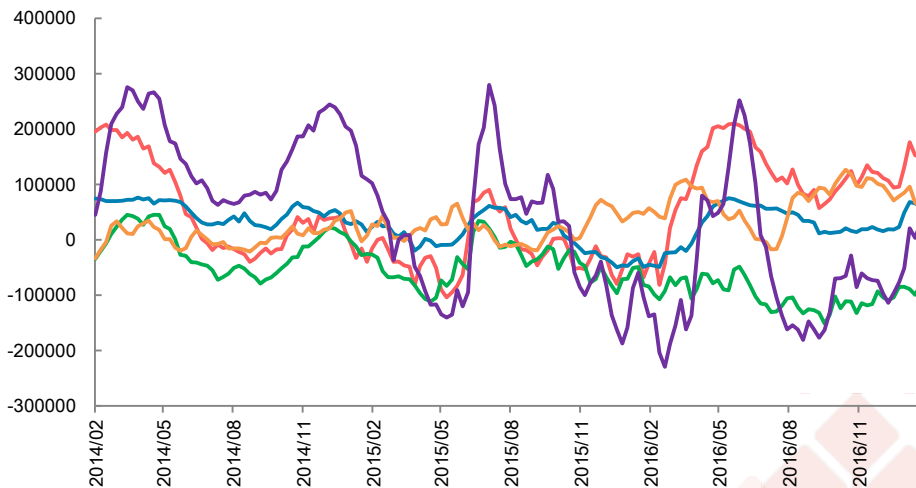
— 基金多头 — 基金空头 — 套利 — 铜价



— 基金多头 — 基金空头 — 套利 — 黄金



— 大豆 — 豆粕 — 小麦 — 豆油 — 玉米



- 结合中观与下游数据结论：1月工业生产旺，但下游需求疲弱
- 黑色暴涨行情超预期，结合资金面的情况，可能与政策相关（去产能+基建发力超预期）
- 考虑到国内地产与汽车周期下行相对确定，基建投资能否对冲仍未可知，意味上涨基础可能并不牢固，不建议黑色追涨
- 近期做多安全边际较高的商品：天胶（停割期叠加下游重卡需求超预期）
- 关注基建相关商品，如钢材、有色与沥青
- 关注供给侧改革相关商品：钢材、铝、玻璃、玉米
- 库存与平衡表转好，相对看好原油和铜，但目前问题是多头持仓过于集中，市场预期较为一致，追多面临较高的踩踏风险，建议是等待回调后再买入



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/>