



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.



商品月度策略交流

2017年5月30日

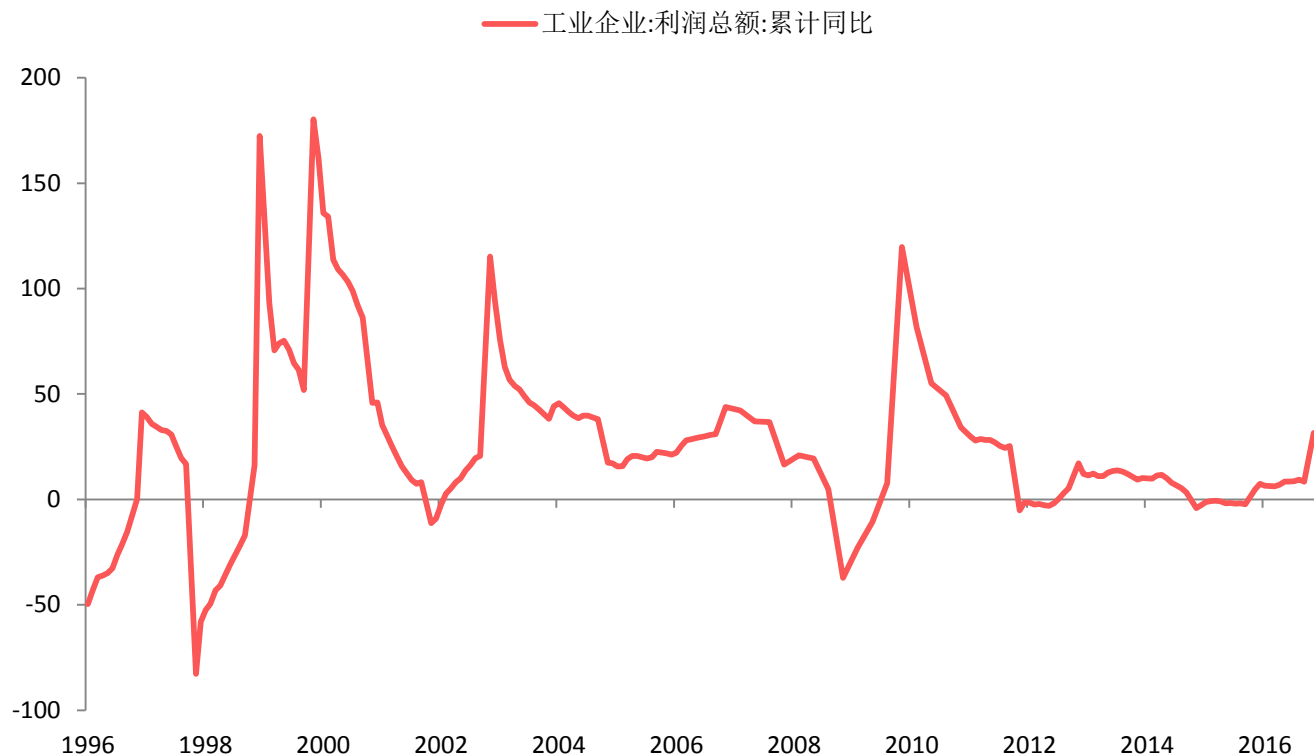
华泰期货 潘翔

基本面	空	多	5月印证供需两弱，库存分化，短期依然延续
供应		▲	国内产量：工业企业利润高位回落，主要工业品产量分化 进口情况：受进口盈利下滑影响，主要进口商品的进口增速回落
需求	▲		总量需求指标边际动能继续向下；行业方面：地产销量继续下滑，但三四线城市拿地热和棚改计划可能对投资产生一定支撑；汽车销量继续向下并开始去库存；空调销量下半年或转弱
库存		▲	总量库存指标工业企业收入有拐头迹象，但产成品存货依然向上，商品库存延续分化状态，螺纹、锌等商品近月升水不断扩大
非基本面	空	多	利率小幅回落，但紧缩预期难消
流动性	▲		上周R007均值下行4BP至3.13%，R001均值下行15BP至2.61%，货币利率小幅回落。6月美国即将再度加息，国内金融去杠杆尚未完成，货币紧缩预期难消
市场特征		▲	以黑色为主的工业品维持较高的波动率，市场分歧较大（表现为增仓），国外方面受OPEC会议预期影响，原油也出现较高波动率
通胀	▲		通胀剪刀差开始从PPI回落和CPI回升开始收敛，但农产品、猪肉价格疲弱的拖累下，市场预期通胀继续维持低迷
资金面		▲	受端午节假日影响，内盘持仓量回落，但油脂和畜牧板块增仓，CFTC方面，原油和铜为主的商品基金多头减仓到年内低位
大势研判		▲	我们判断商品依然面临“利率升、需求弱、去库存”带来的压力，在没有看到产量或者进口明显缩量以前，目前仍然不是较好的做多窗口

商品供应：企业利润高位回落

工业企业利润

单位：%

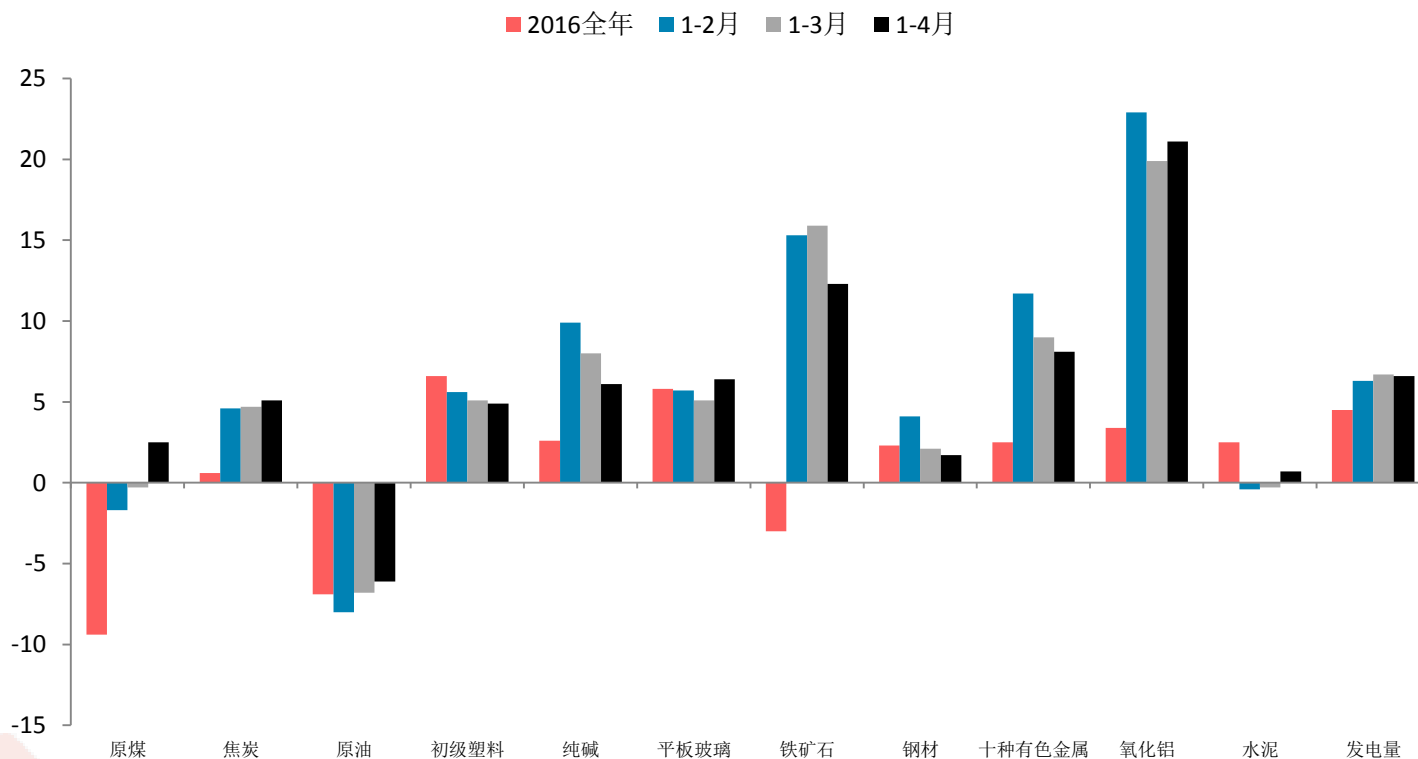


- ◆ 1-4月工业企业利润28.3%-24.4%，主营业务收入14%—13.5% 主营业务支出13.8%—13.4%
- ◆ 量（工业增加值）和价（PPI）均有回落；原材料价格上涨快于产品出厂价格
- ◆ 行业上看，钢铁、汽车制造、化工等行业利润回落较为明显、煤炭利润维持高位

商品供应：主要工业品产量增速分化

主要工业品国内产量累计同比

单位：%

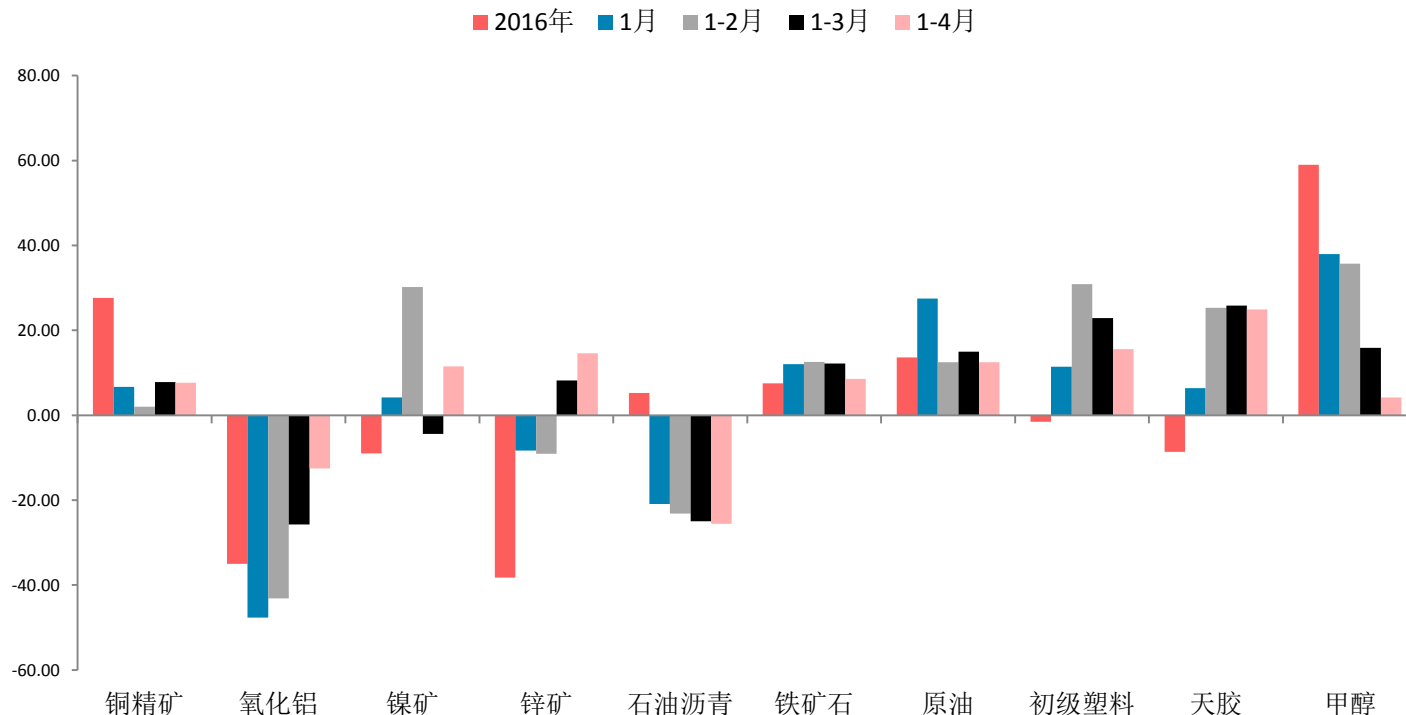


- ◆ 产量同比增速回升：原煤、焦炭、玻璃、氧化铝、水泥
- ◆ 产量同比增速下降：塑料、烧碱、铁矿石、钢材、有色、发电量
- ◆ 受三桶油投资回升影响，国内原油产量见底回升

商品供应：商品进口增速有所回落

主要进口商品累计同比

单位：%

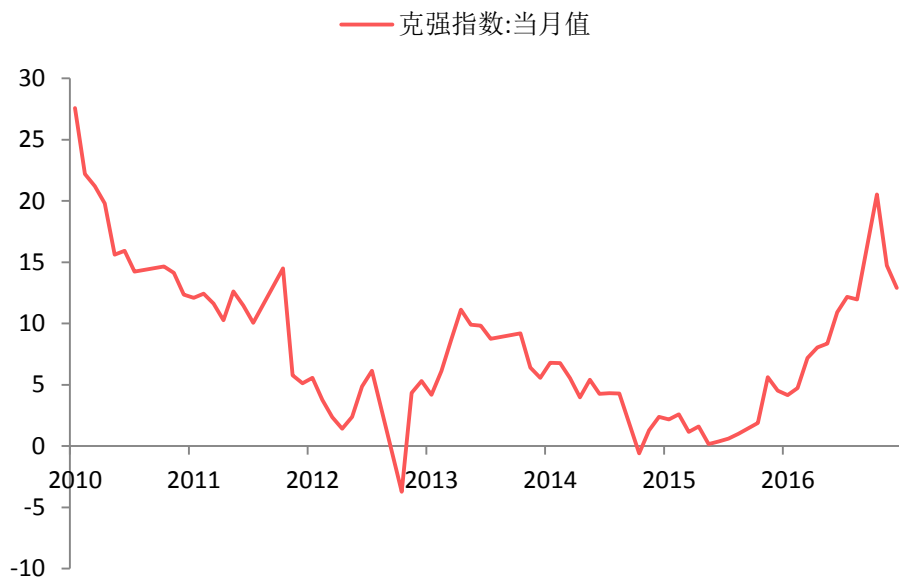


- ◆ 累计同比增速回升：氧化铝、镍矿、锌矿
- ◆ 累计同比增速下降：铜矿、石油沥青、铁矿石、原油、塑料、天胶、甲醇

总量需求：上行动能边际放缓趋势不变

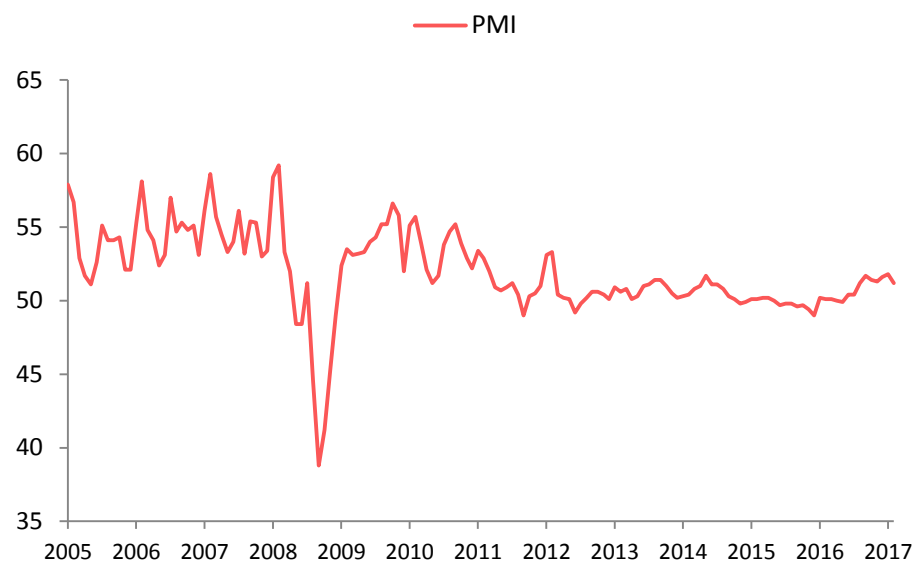
克强指数见顶回落

单位：%

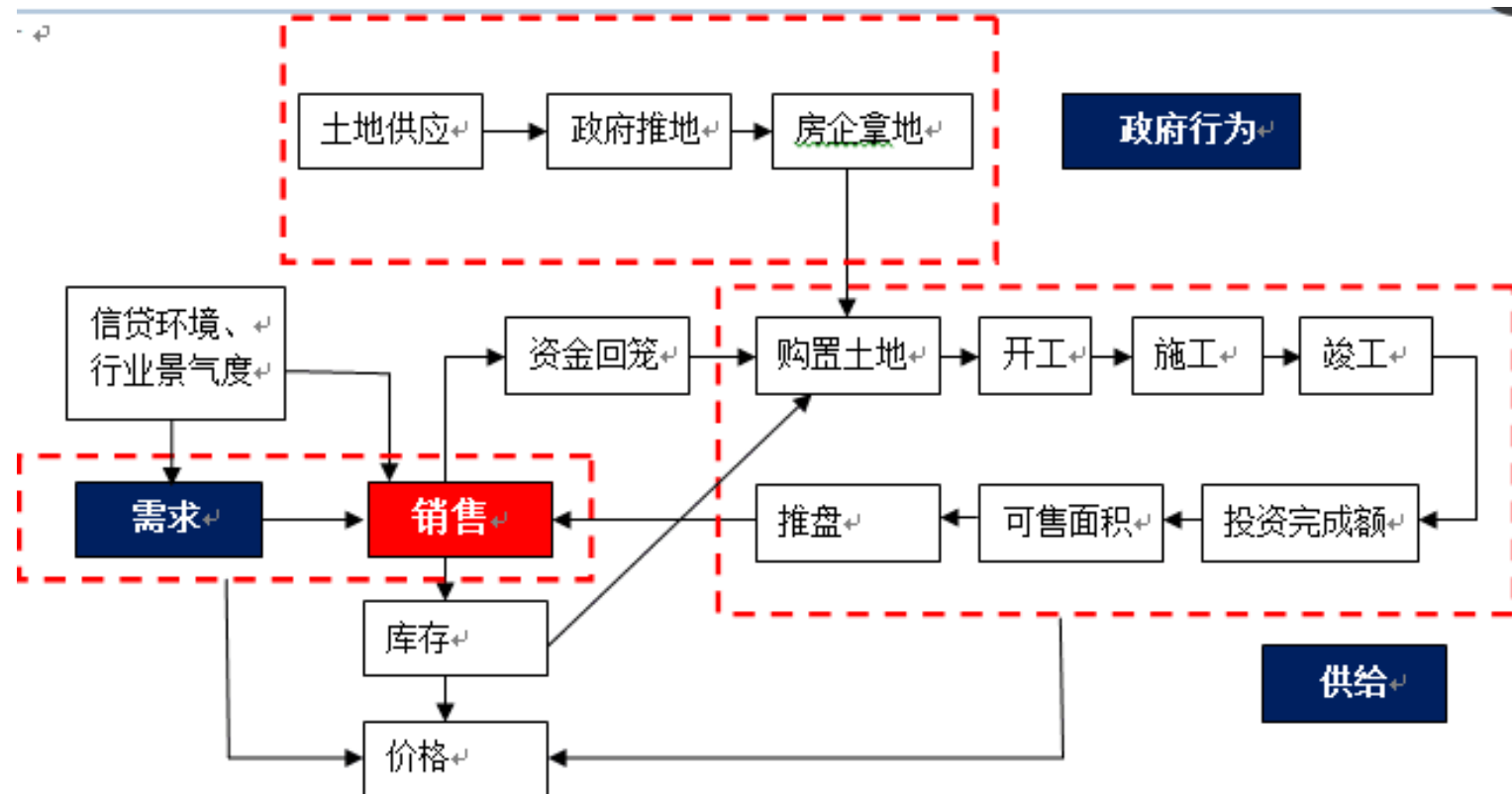


PMI也出现回落

单位：%



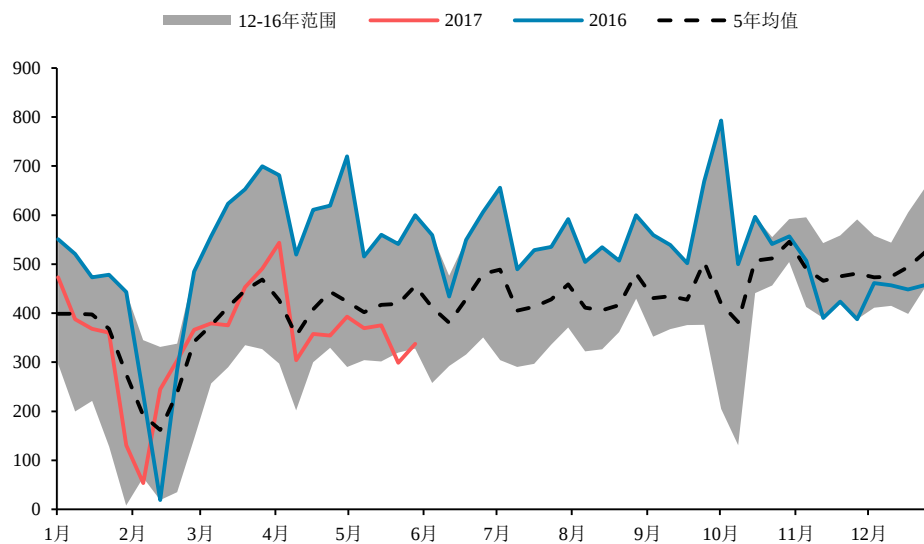
地产：销量是最核心的驱动指标



房屋销量：调控升级下，销量继续下滑

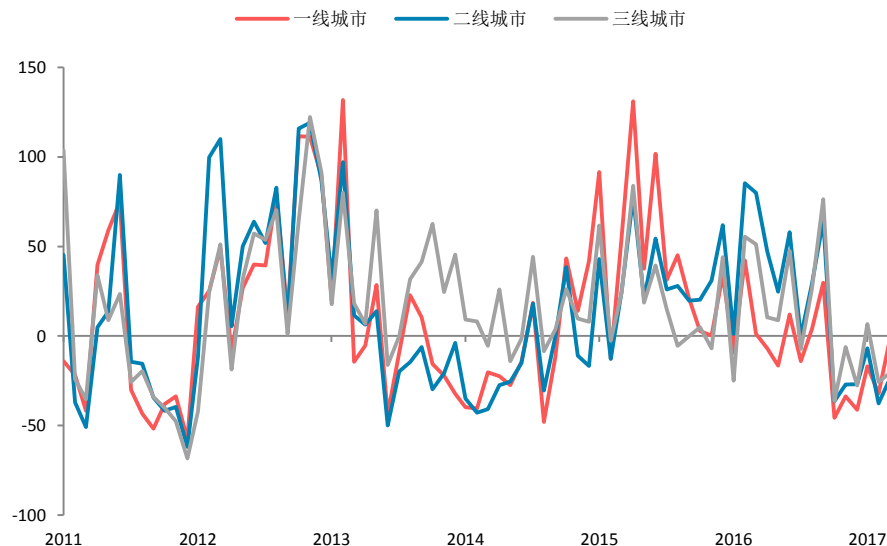
30大城市商品房周度成交量

单位：万平方米



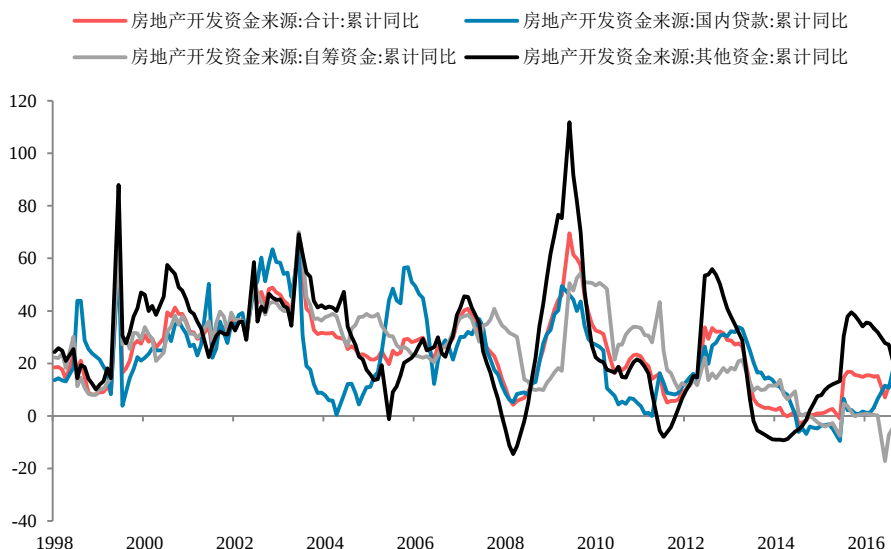
分城市房屋成交当月同比

单位：%



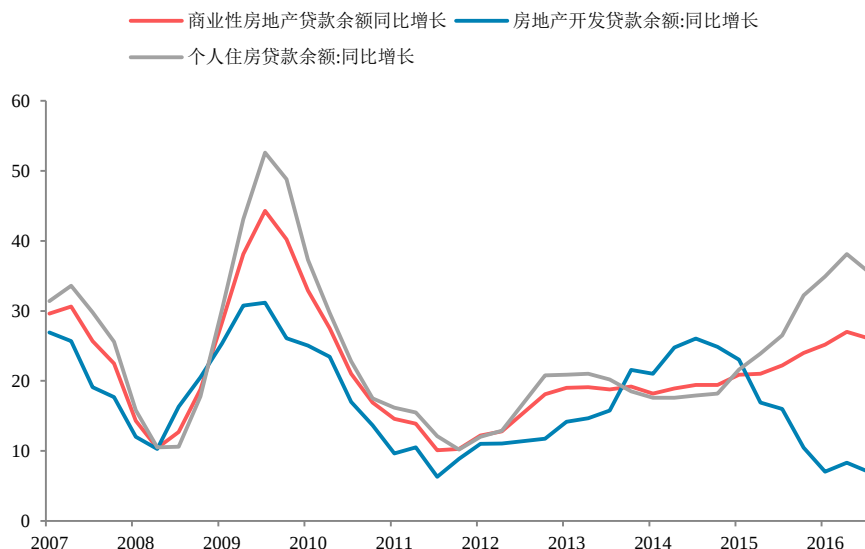
地产开发资金来源与房屋销售

单位：%



地产信贷回落

单位：%



- ◆ 资金面趋势向紧：1-4月，商品房销售额3.3万亿（同比20%），地产投资额2.8万亿（9.3%），地产开发到位资金4.7万亿，其中销售2.4万亿、开发贷款0.9万亿、自筹1.4万亿，由于销量放缓，后两者的重要性凸显，但两个融资渠道都面临额度收窄，定价上行的压力（公司债停发，开发贷利率上浮），据广发测算，1-4月上市公司房企总融资规模同比下滑42%

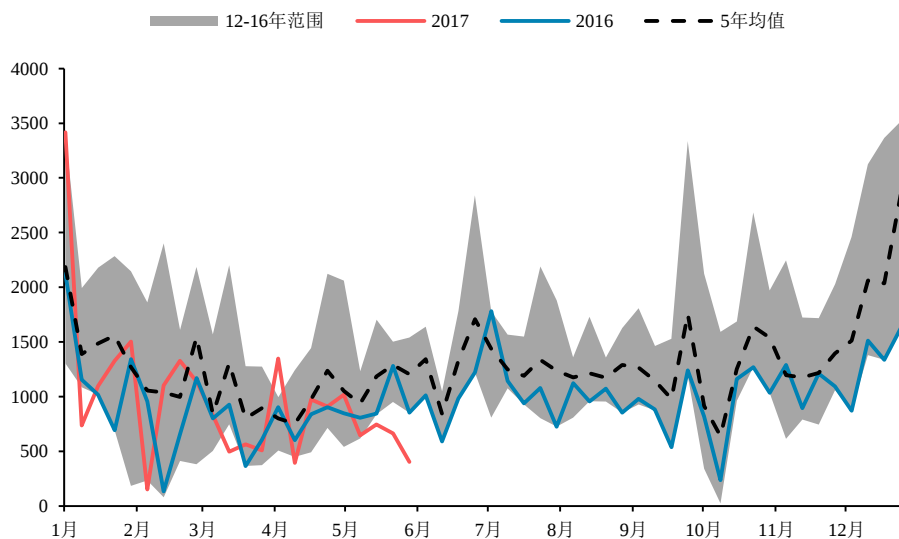
土地市场：房企转向三四线城市，溢价仍偏高



华泰期货
HUATAI FUTURES

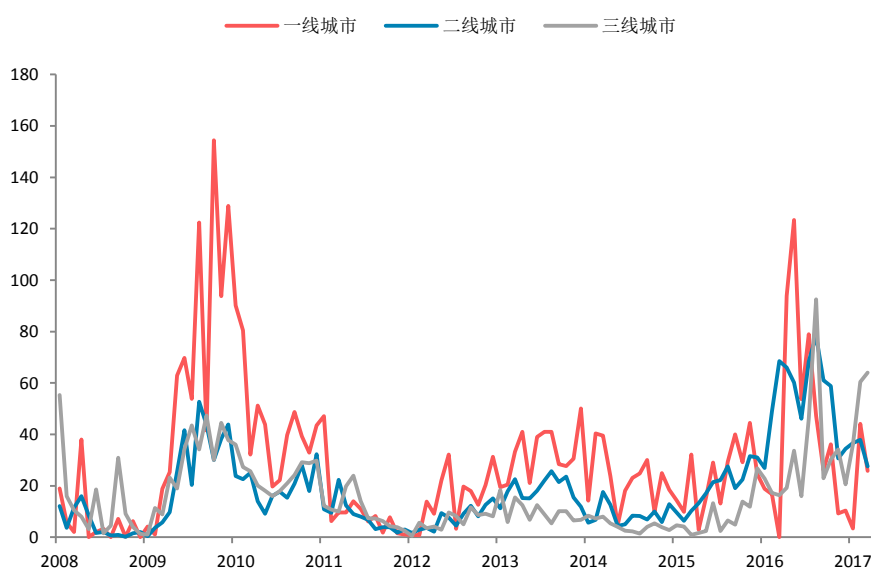
100大城市土地周度成交量

单位：万平方米



三线城市溢价明显高于一二线城市

单位：%

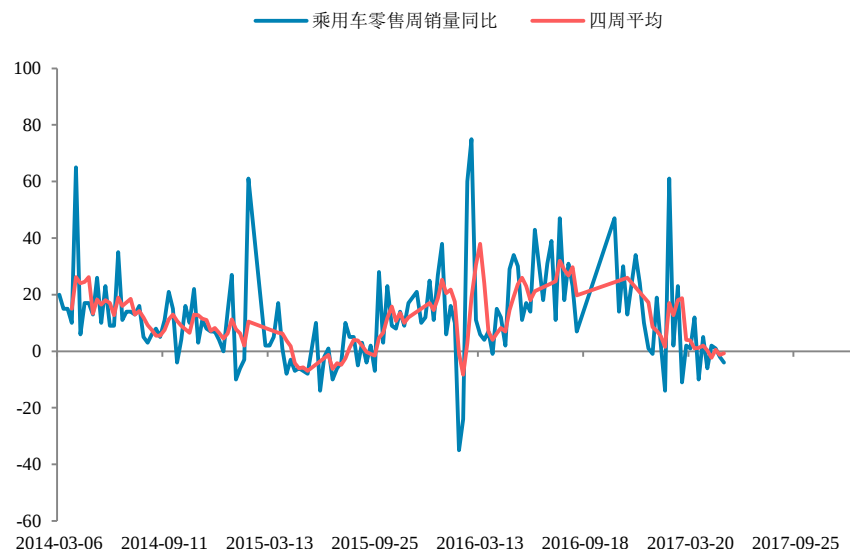


- ◆ 一线城市调控升级+房企仍有补库存需求导致三四线土地市场热度不减，溢价率仍高
- ◆ 未来三年的棚改计划也构成了未来三四线楼市较强支撑。24日的国务院常务会议提到，2018-2020年3年棚改攻坚计划再改造各类棚户区1500万套。这一数目高于市场此前的800万套预期，预计年均带动2.6亿平米的住宅需求，同时对三四线的投资带来支撑（投资回落不会太过顺畅）。

汽车销量：销量疲弱，零售折扣加大

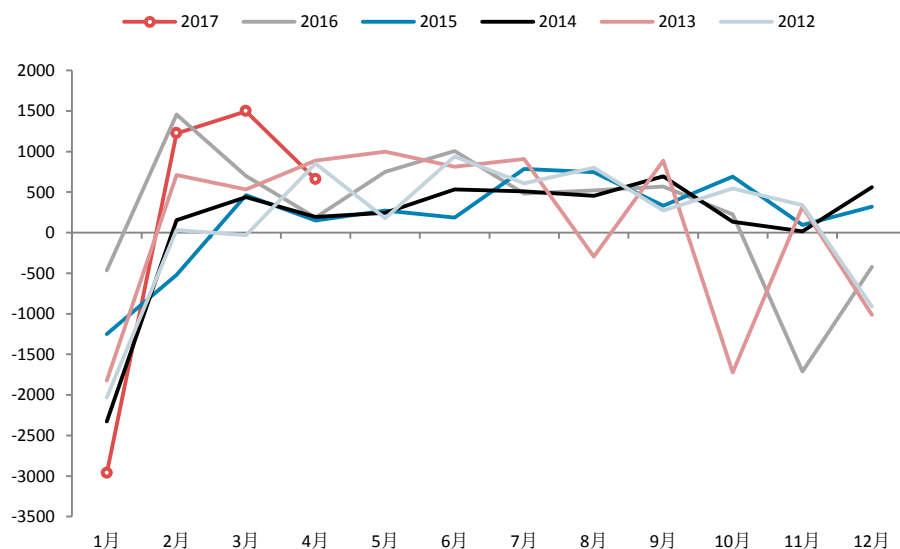
乘联会乘用车周度零售

单位：万辆



GAIN整体终端优惠额度环比

单位：元

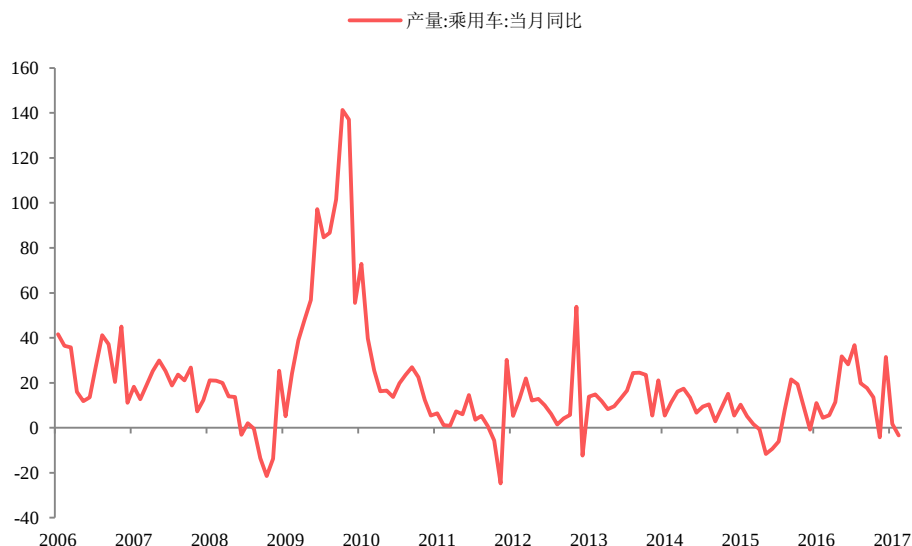


- ◆ 4月的车市促销明显增大，春节后的新品推出和企补购置税退出带来的价格回升暂时抑制了3月的终端价格回落，但4月的终端价格压力较大，且促销尚未带来零售的企稳。

汽车：厂商只能通过减产去库存

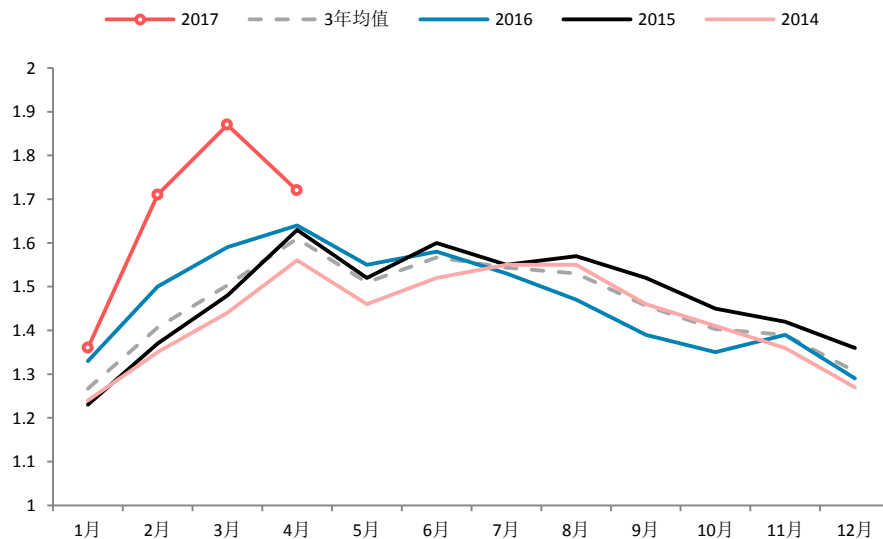
乘用车产量同比增速

单位：%



汽车库存消费比

单位：月

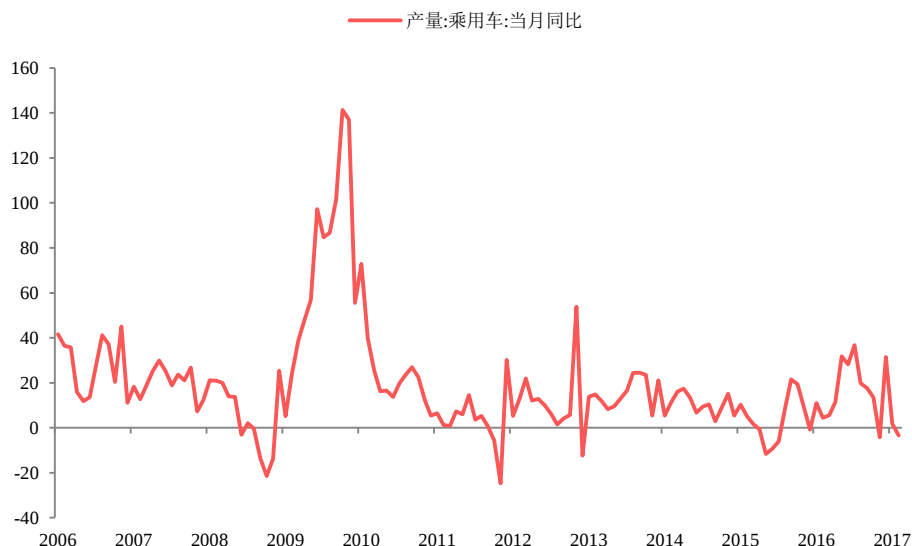


- ◆ 4月厂商进入梯次去库存阶段。由于1季度的零售低于预期，导致厂家和经销商的库存被动增高，4月部分厂家减产力度较坚决，导致经销商库存减少3.3万台，但厂家库存尚未下降。

汽车：厂商只能通过减产去库存

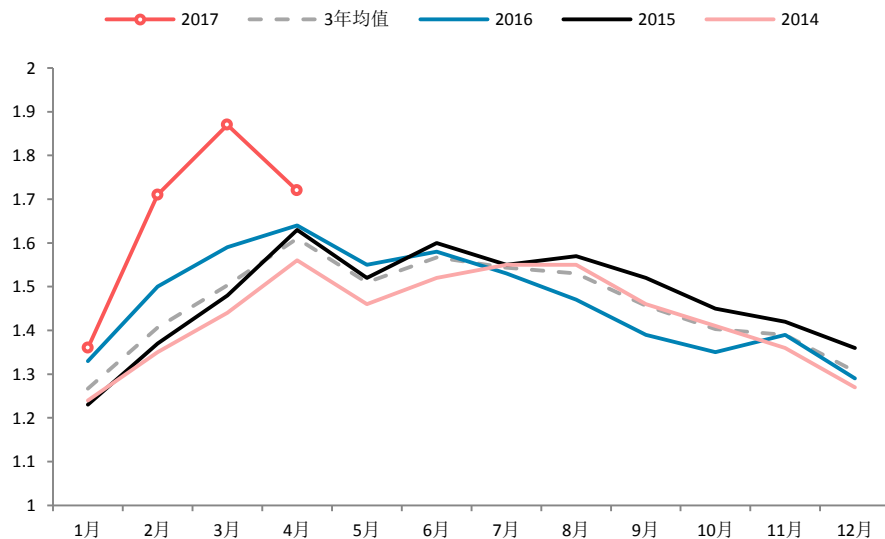
乘用车产量同比增速

单位：%



汽车库存消费比

单位：月

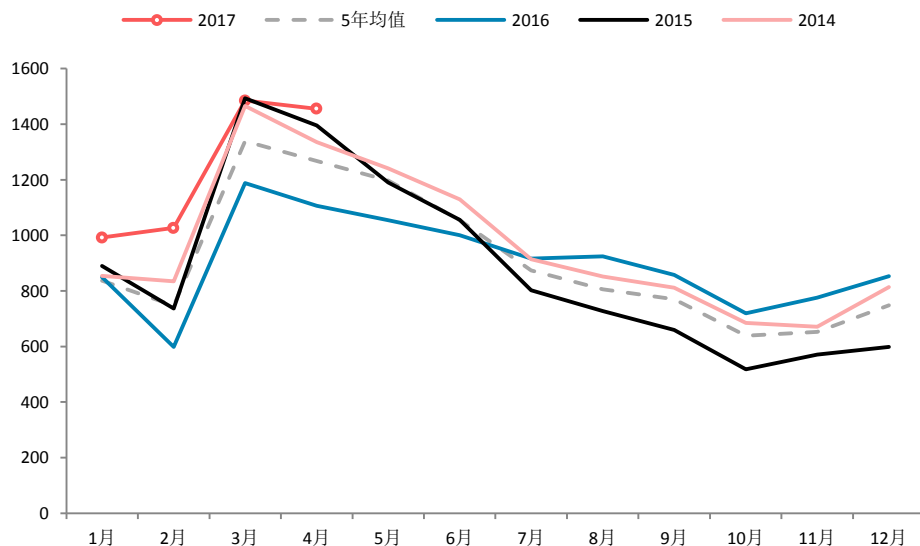


- ◆ 4月厂商进入梯次去库存阶段。由于1季度的零售低于预期，导致厂家和经销商的库存被动增高，4月部分厂家减产力度较坚决，导致经销商库存减少3.3万台，但厂家库存尚未下降。

空调：销量超预期，但或难改下半年颓势

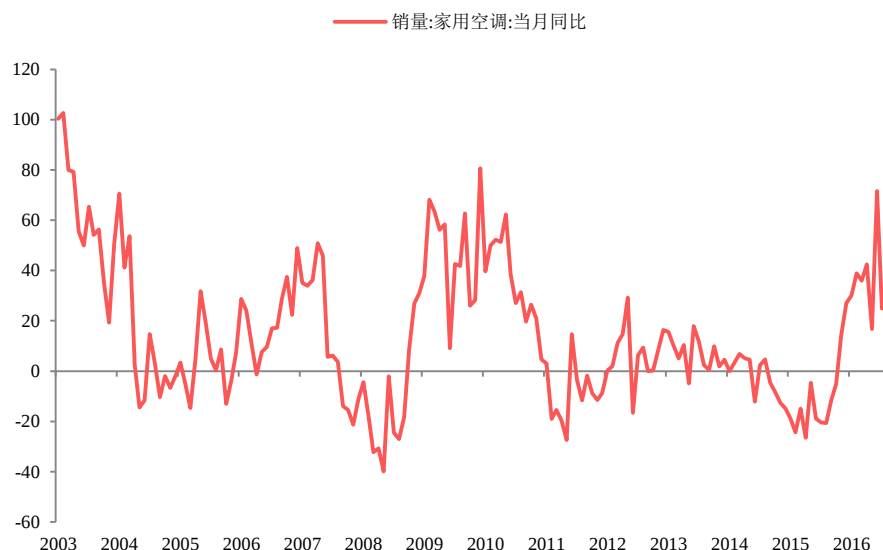
空调销量季节性

单位：万台



销量同比增速

单位：%



- ◆ 1-4月空调销量累计同比35%超市场预期，主要原因：1、地产销售的滞后影响（9-12个月）；2、厂家开展促销活动；3.去年低基数的影响
- ◆ 6月之后未来并不看好空调表现：地产拉动作用放缓；促销活动透支消费；去年天气导致前低后高

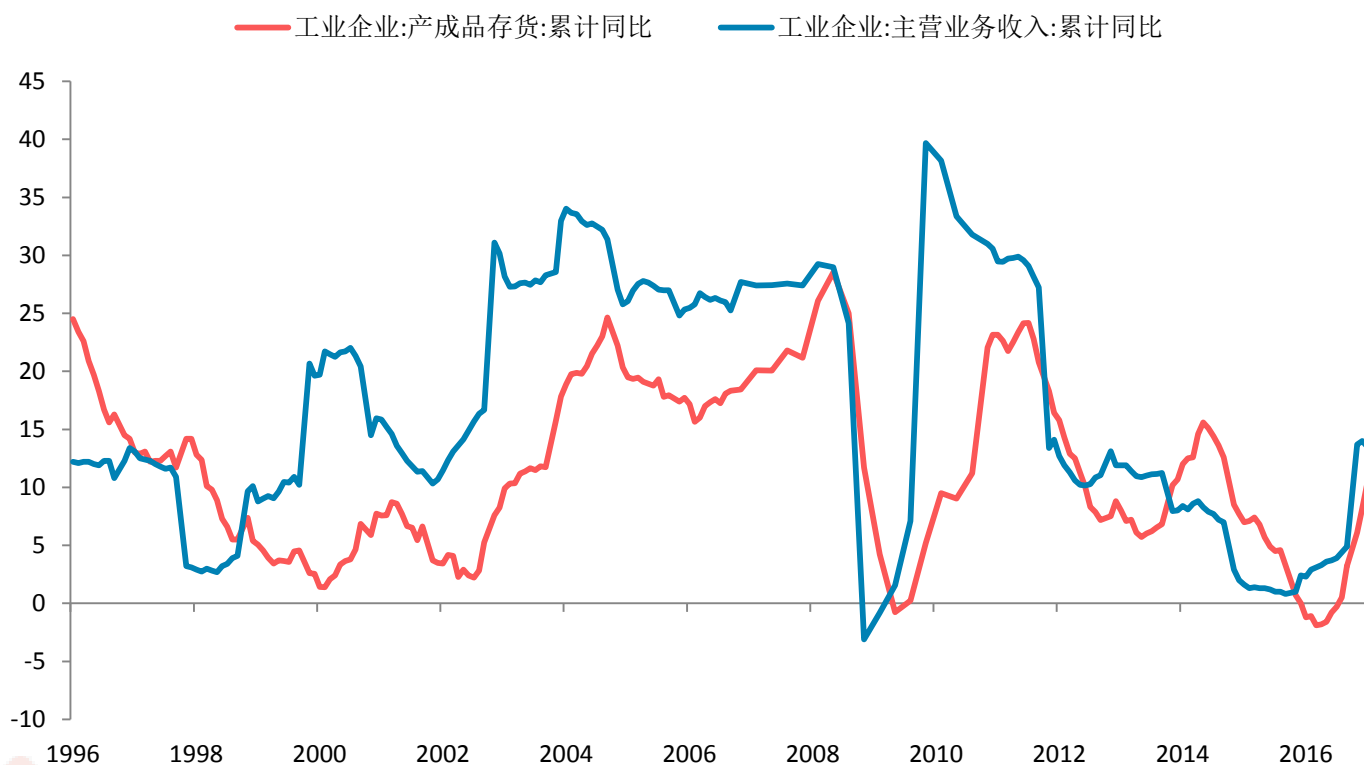
库存：产成品存货向上，但收入已经出现拐头



华泰期货
HUATAI FUTURES

工业企业收入与产成品存货

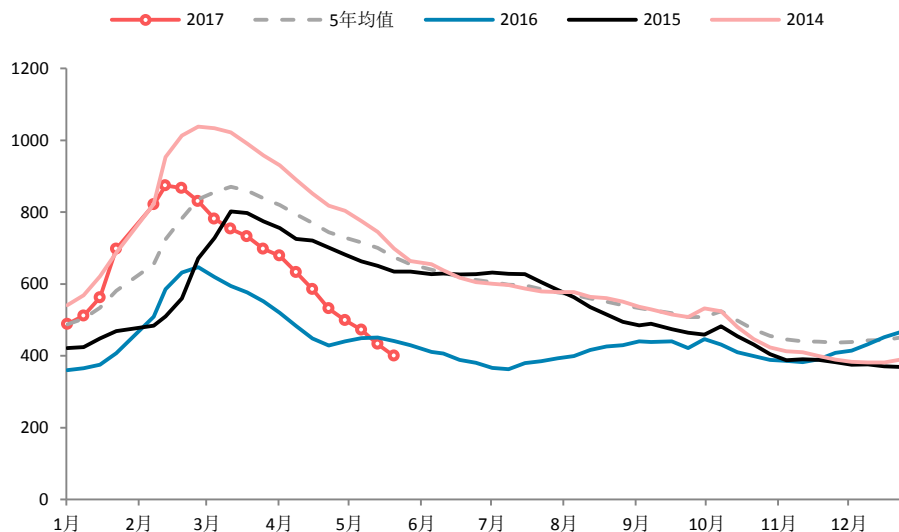
单位：%



库存价差：低库存商品出现较强近月升水

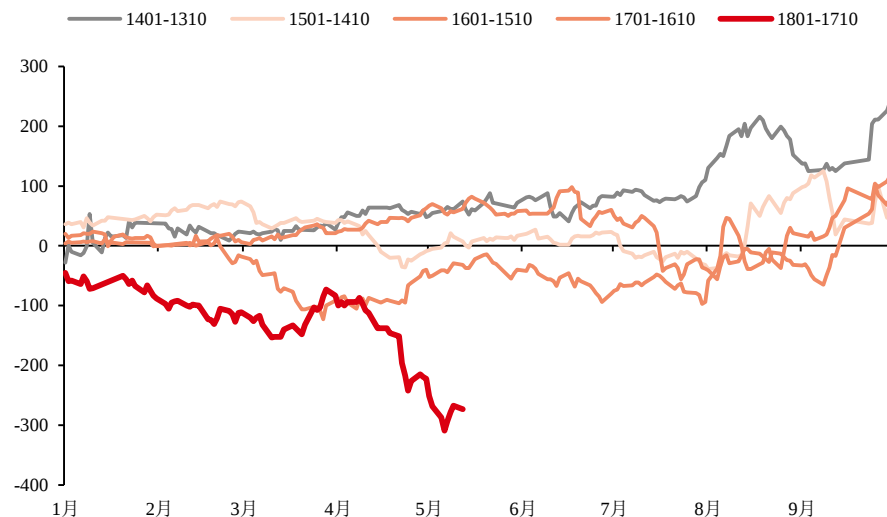
螺纹钢社会库存

单位:万吨



螺纹钢1-10价差

单位：元/吨

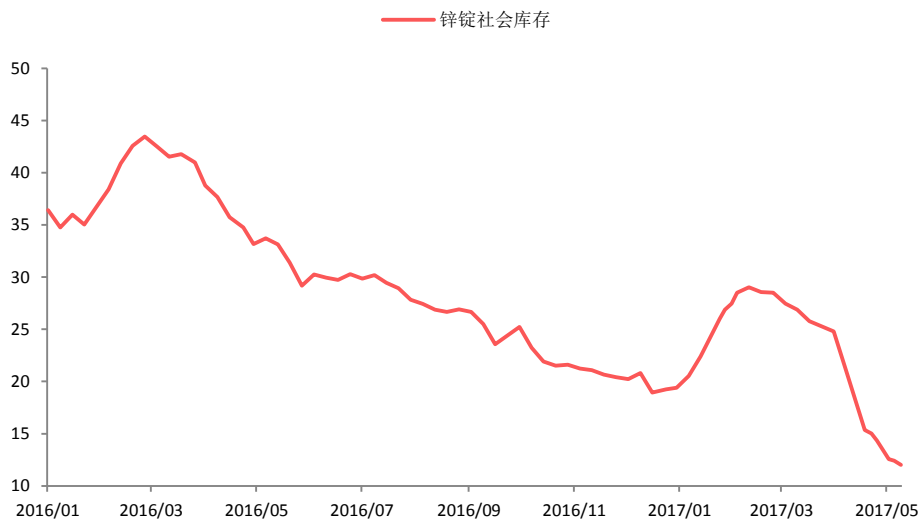


- ◆ 低库存商品表明现货偏紧支撑近月强势，极端情况引发类逼仓风险，目前典型的是螺纹和锌
- ◆ 同时月差的强势也促进贸易商抛售更多囤货平抑现货短缺，导致流通库存进一步下降
- ◆ 两者互相之间有强化关系，除非 供需形势缓和

库存价差：低库存商品出现较强近月升水

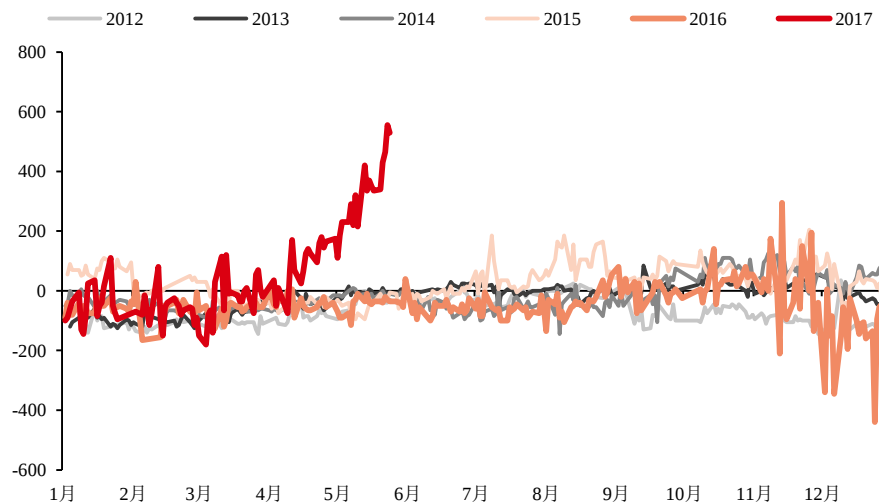
锌锭库存

单位：万吨



锌1-3月价差

单位：元/吨



- ◆ 锌锭社会库存已经降至15万吨以下，同时上期所库存也已经降至2015年年初不到8万吨左右的低点
- ◆ 锌月差已经飙升至600元/吨
- ◆ 显示供需矛盾进一步加剧

免责声明：本报告中的信息由华泰期货整理分析，均来源于已公开的资料，报告中的信息分析或所表达的意见并不构成对投资的建议，投资者因报告意见所做的判断，以及有可能产生的损失自行承担。

风险提示：期货交易属于高杠杆、波动频繁及幅度剧烈特点的金融投资工具，投资者需对交易带来相关风险具备充分的认知和承受能力。

谢谢！