

国信期货宏观季报

宏观

二季度大宗商品或将迎来上涨行情

2019年03月31日

主要结论

大宗商品库存周期: 通过研究库存周期,有一个很有意思的规律,每次当PPI和产成品库存周期同跌的时候,即“量价”同跌的时候,整体大宗商品价格总会出现一波较大的反弹,迎来牛市行情,根据历史规律, **预计中国大宗商品或将在2019年2季度开启一轮新的上涨行情。**同时通过行业周期数据的研究,我们预计各行业价格开始上涨行情的顺序可能是化工行业>有色行业>煤炭行业。其中化工行业开始上涨的行情在二季度初结束,有色行业在2019年二季度中旬左右达到价格的高点,煤炭行业由于库存处于低位,最晚在2019年2季度左右开启上涨行情。期间有做多和做空的空间。(*注本文中周期数据均进行了季节性和HP滤波处理)

中国经济数据细致解读: 当前经济的基本面偏弱,但是流动性和后续基建方面的支撑很强,从目前政策倾斜的方向来看,2019年2季度基建和固定投资或成主要推动力,在房地产市场难以发力的前提下,未来整体投资增速回升趋势较为确定。贸易数据方面中美贸易谈判不确定叠加全球经济放缓的因素,2季度进出口数据有进一步放缓的可能。

外汇展望: 此次美联储释放出的宽松的信息超出市场预期,目前看来货币政策正常化的阶段或将结束,未来或很快将迎来宽松的降息时代。叠加1季度公布的时薪、消费及房地产数据的走弱,预计二季度美元走势将维持疲弱势震荡下行的走势,提醒投资者注意的是,在市场一致预期的推动下,跌幅或有加速加大的可能。随着脱欧谈判接近尾声,英镑可能会结束震荡行情,并开始选择一个具体的方向。目前市场关注的焦点在于目前英国软脱欧的可能性较大,这对于英镑是个较大的利好,同时英国央行对于继续加息保持着开放的态度,这两点对于英镑来说都是一个较强的支撑,看空美元看好英镑

分析师: 顾琛
从业资格号: F3038154
电话: 021-55007766
邮箱: 15228@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

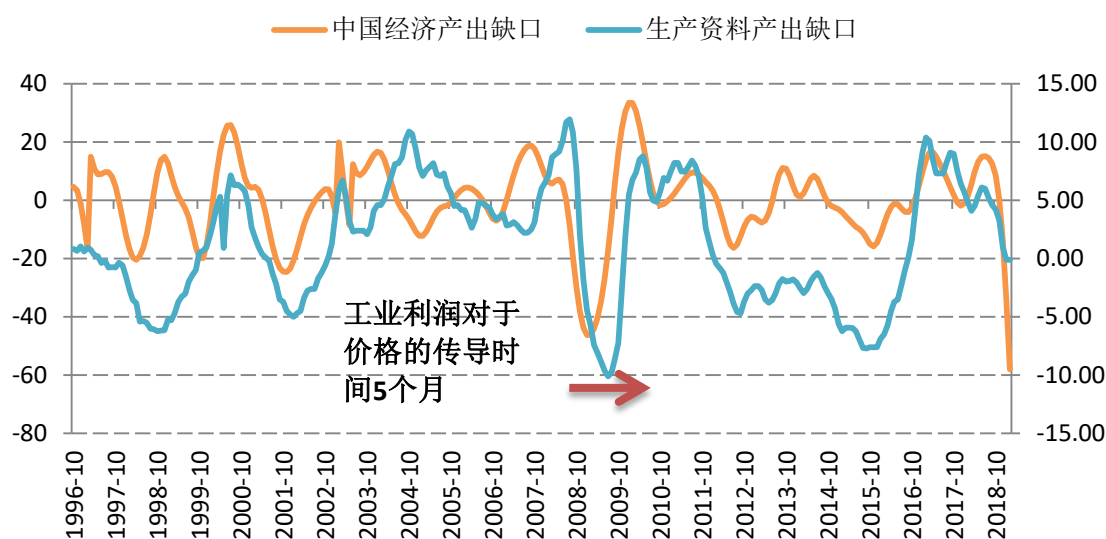
一、二季度大宗商品库存周期研究

1、中国大宗商品价格周期研究：2019 年 2 季度或将迎来大宗商品价格的牛市

首先，利用工业增加值通过滤波处理后得到了中国经济的产出缺口。工业增加值表示的是工业企业总成绩扣除在生产过程中消耗或转移的物质产品和劳务价值后的余额，用这个指标做出来的中国经济的产出缺口表示了中国工业的健康程度和获取利润的能力。同时用生产资料的价格制作了生产资料价格的周期。

所以将这两个指数放在一起比较时，就是将中国工业商品利润和生产资料价格放在一起比较。历史经验表明，工业品利润领先于价格，利润见底之后会带动价格的下跌。通过对比我们发现，中国经济产出缺口领先于 PPI 指标大约 5 个月左右。即在中国，工业利润对于价格的传导时间大约在 5 个月左右。

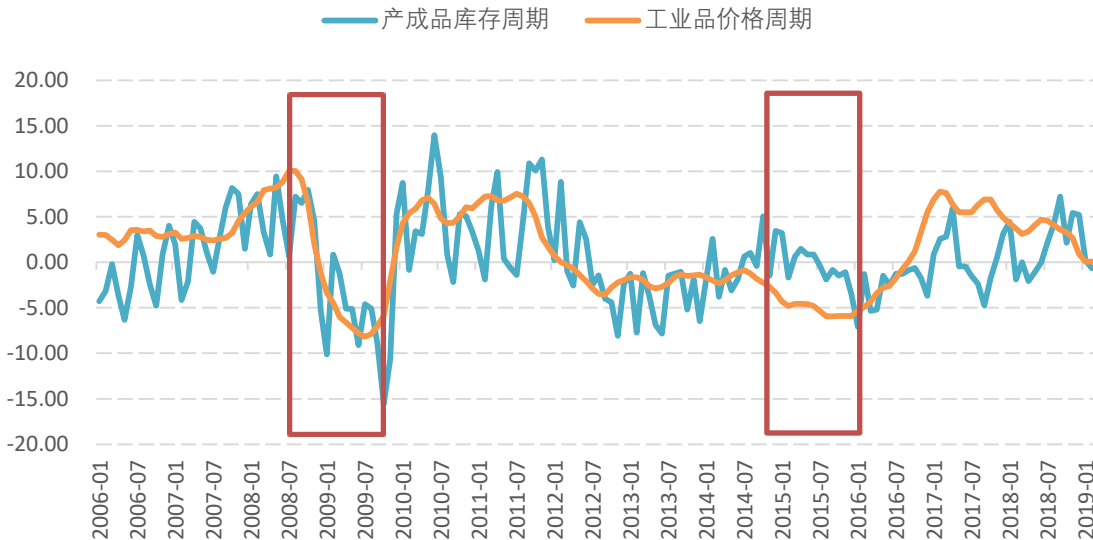
图：中国经济产出缺口及 PPI 走势对比



数据来源：wind 国信期货

其次，我们利用 PPI 与产成品库存周期两个指标做对比。PPI 代表工业品的价格指数，产成品库存周期代表工业品的库存状态。有一个很有意思的规律，当 PPI 和产成品库存同跌的时候，即“量价”同跌的时候，大宗商品价格总会出现一波较大的反弹。这样的情况，在最近出现过两次，一次是 2008 年底左右，一次是 2015 年年底左右，而在这之后，我们分别迎来了商品市场的两个大牛市。从价格与利润历史运行规律来看，经历每一轮库存周期触底回升的上行期之前，会经历一轮利润和价格同跌的下行期，价格与利润同跌最长持续 12 个月、最短持续 8 个月，平均持续 9 个月。从 2018 年 8 月开始，价格和库存已经有了同跌的趋势，根据历史经验，预计到 2019 年 2 季度价格和利润的同跌趋势或将调整完成，换句话说，根据大宗商品价格周期，2019 年 2 季度或将开启大宗商品价格的上行周期。

图：PPI 与产成品库存周期对比

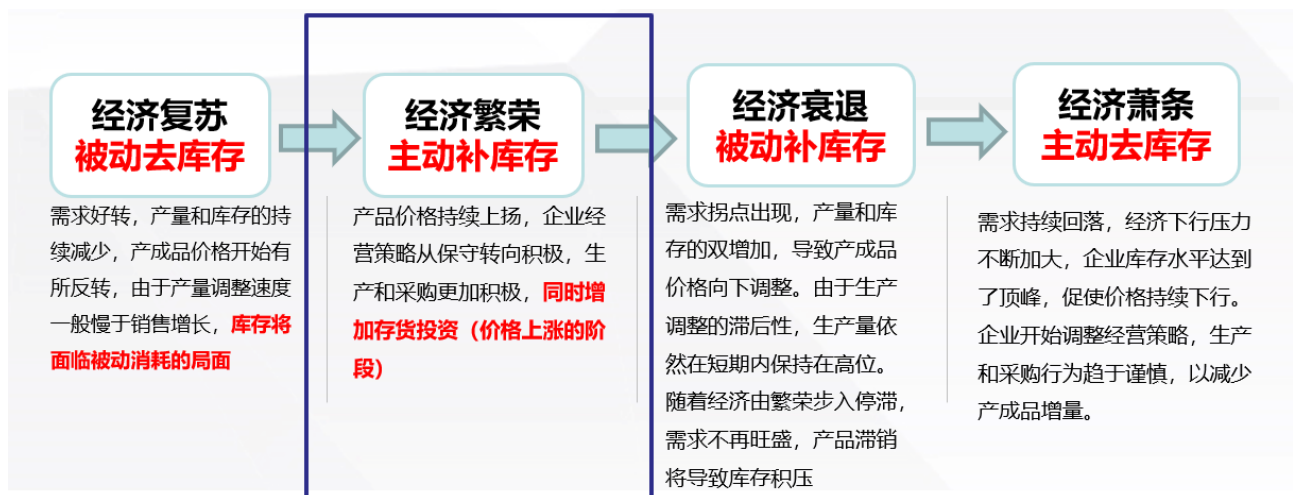


数据来源: wind 国信期货

2、从细分行业来看：库存见底后价格止跌反弹的顺序为化工>黑色>有色

在中国大宗商品市场中，库存周期对于价格的指导作用比较明显。研究库存周期的目的是为了寻找价格阶段性的**高点和低点**。库存周期被划分为被动去库存，主动补库存，被动补库存和主动去库存四个阶段。当经济复苏时，需求好转，产量和库存的持续减少，产成品价格开始有所反转，由于产量调整速度一般慢于销售增长，库存将面临被动消耗的局面，**企业进入被动去库存阶段**。当经济繁荣时，产品价格持续上扬，企业经营策略从保守转向积极，生产和采购更加积极，同时增加存货投资。此时，**企业进入主动补库存阶段**。当经济衰退时，需求拐点出现，产量和库存的双增加，导致产成品价格向下调整。由于生产调整的滞后性，生产量依然在短期内保持在高位。随着经济由繁荣步入停滞，需求不再旺盛，产品滞销将导致库存积压，**此时，进入了被动补库存的阶段**。当经济萧条时，需求持续回落，经济下行压力不断加大，企业库存水平达到了顶峰，促使价格持续下行。企业开始调整经营策略，生产和采购行为趋于谨慎，以减少产成品增量，**进入了主动去库存的阶段**。在这里需要特别提醒投资者注意的是经济繁荣期，即主动补库存周期的出现，一般来说，这个阶段即是商品价格上行的阶段。

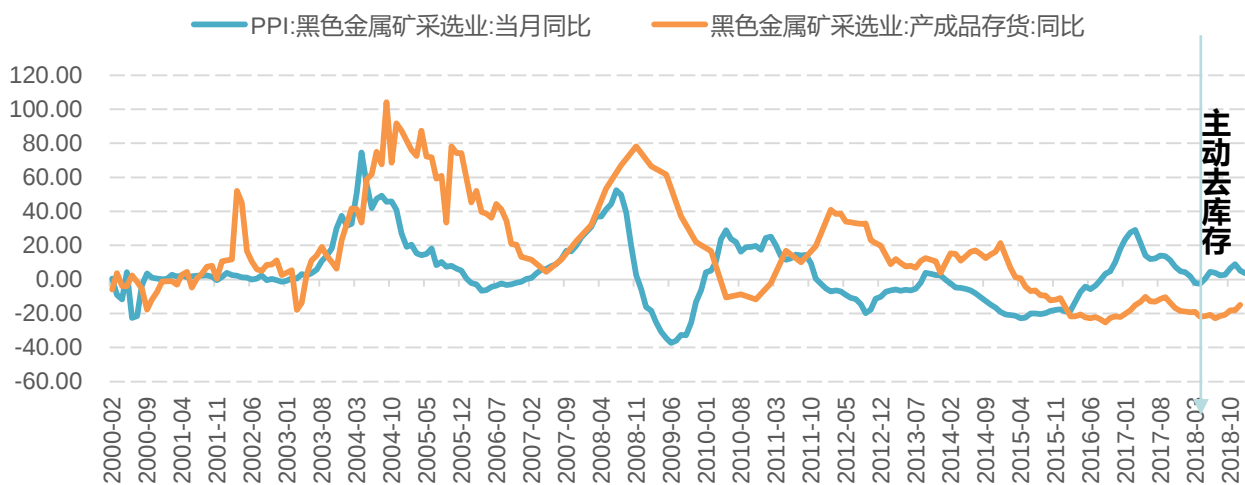
图：商品去库存的四阶段



数据来源: wind 国信期货

首先,来看煤炭行业。2010 年开始,黑色产业链由于销售利润下行,经历了 6 年左右集体去库存的阶段,之后便迎来了 2016 年的行业利润大爆发。目前受到各种环保政策以及基建政策的激励,需求有所好转,但产量的调整的速度慢于销售的增长,企业进入被动补库存的阶段,价跌量涨。根据历史经验我们发现,历史上煤炭行业库存周期一般会维持 23 个月左右,但值得注意的是虽然目前价格下滑,库存上涨,但经历了之前 6 年的库存出清,目前煤炭库存仍处于历史低位。所以根据测算,本轮煤炭行业主动去库存的阶段最晚可能到 2019 年 2 季度初开启。随着此阶段的结束,库存回落至低点,或会迎来煤炭价格一轮新的上行。

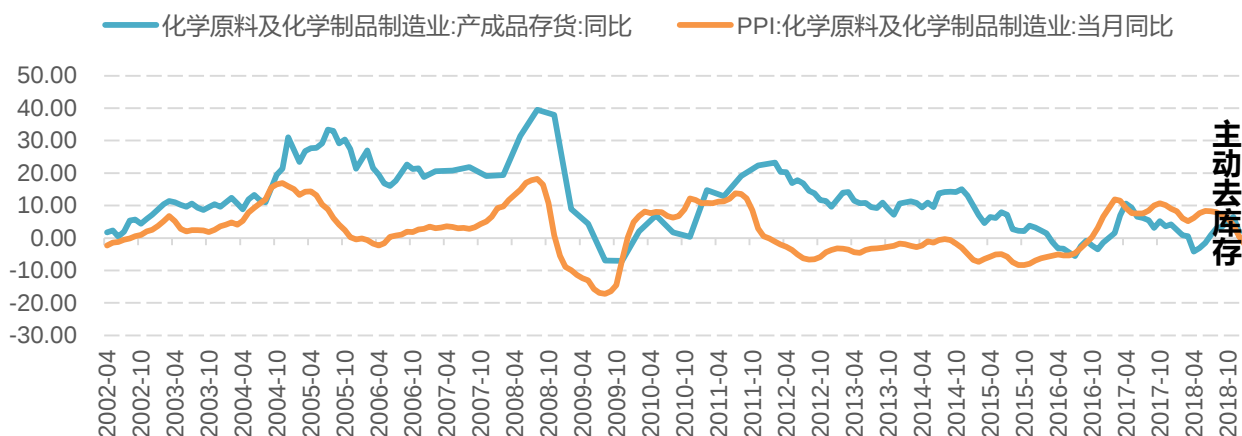
图: 煤炭库存周期与煤炭 PPI 数据对比



数据来源: wind 国信期货

其次来看化工行业。根据库存周期理论,目前化工行业处于主动去库存的阶段,量价齐跌。从历史数据来看,去库存的阶段一般是淘汰落后产能,提升整体产能效率的过程。化工品平均去库存的时间大约在 9 个月左右,目前从第一轮主动去库存开始(2018.04)已经过去 6 个月左右,根据库存周期的原理,此轮化工品库存的低点在 2019 年 1 月初左右发生,或者 2 季度左右迎来价格的高点后回落。

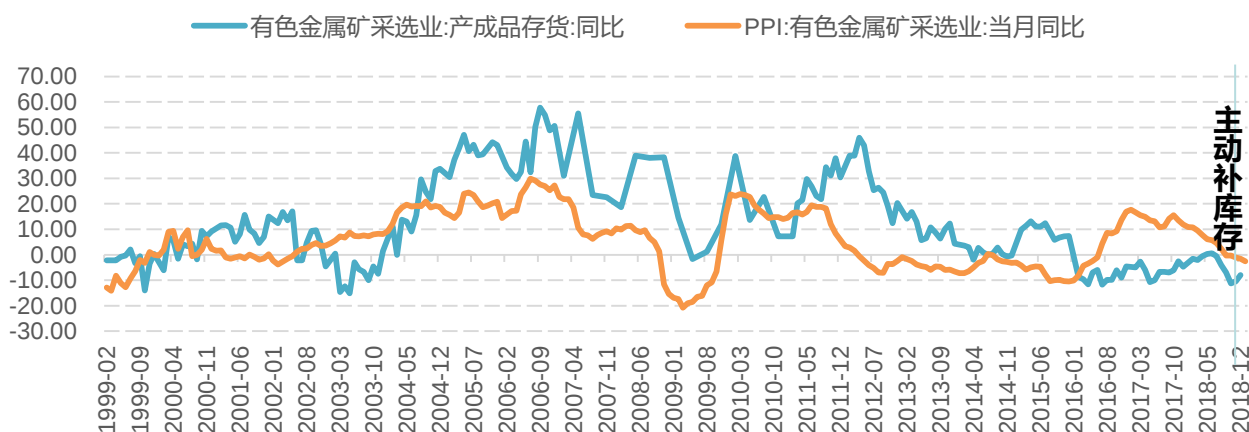
图: 化工库存周期与化工 PPI 数据对比



数据来源: wind 国信期货

最后, 来看有色金属行业。金属行业一般去库存的周期略长, 为 14 月左右。本轮主动补库存从 2018 年 11 月开始, 预计到 2019 年二季度中旬左右, 会达到补库存的高点。也可能是有色行业价格回落的时间。

图: 有色库存周期与有色 PPI 数据对比



数据来源: wind 国信期货

通过库存周期数据的研究, 我们预计各行业价格回落的顺序可能是化工行业>煤炭行业>有色行业。其中化工行业开始上涨的行情在二季度初结束, 有色行业在 2019 年二季度中旬左右达到价格的高点, 煤炭行业由于库存处于低位, 最晚在 2019 年 2 季度左右开启上涨行情。期间有做多和做空的空间。

二、中国经济数据细致解读

1、景气度指标: PMI 高于枯荣线 经济活动放缓明显

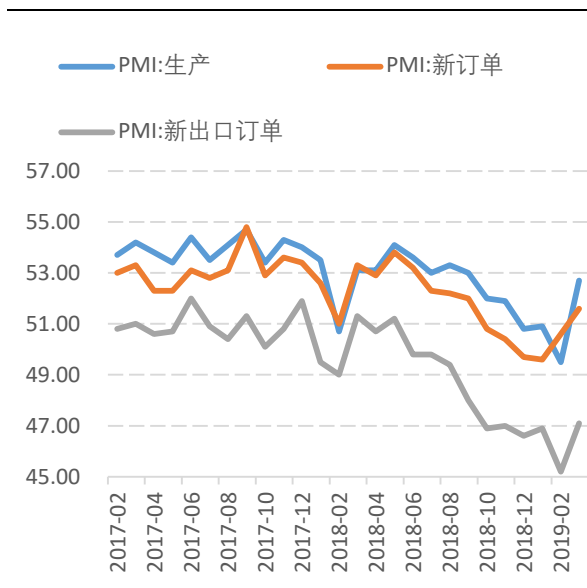
2019年3月份, 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为50.5%, 比上月上升1.3个百分点, 重回临界点以上。

1季度中国官方制造业PMI在连续4个月回落之后, 小幅回升以上, 但是制造业景气度疲软。本次细分

数据中有三点值得关注：1、从企业规模看，大型企业PMI为51.3%，比上月上升1.2个百分点，持续高于临界点；中、小型企业PMI为47.2%和47.3%，分别比上月下降1.2和1.3个百分点，均位于临界点以下。企业分化依然较为明显，中小企业生存困境尚未得到改善。2、新订单指数、原材料库存及从业人员指数都低于枯荣线，表示企业生产意愿降低，用工量持续减少。3、非制造业中建筑业商务活动指数放缓明显，建筑业生产增速放缓。

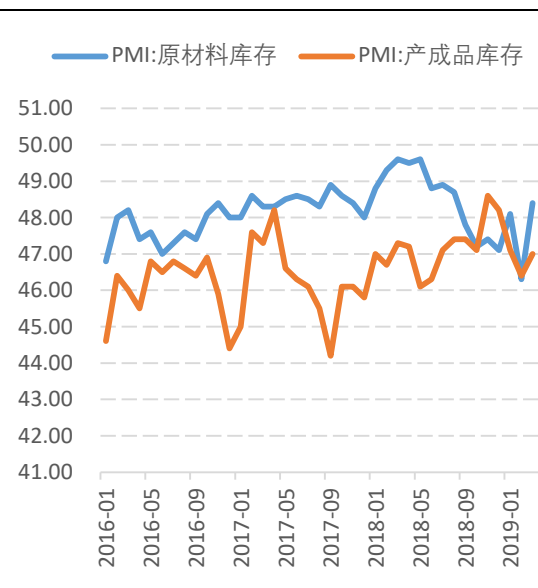
总体来看，2019年开年PMI数据不尽人意。但值得注意的是，2019年政府财政预算中对于地方债的增幅同比相较于2018年增长了58%，而地方专项债主要将会用于基建方面。预计未来随着政府对于基建扶持力度的加强以及货币和财政政策的疏通，2季度PMI数据有重回枯荣线以上的可能。

图：PMI 指标



数据来源：wind 国信期货

图：PMI 细分项



数据来源：wind 国信期货

2、固定资产投资和房地产数据：2季度基建和固定投资或成主要推动力

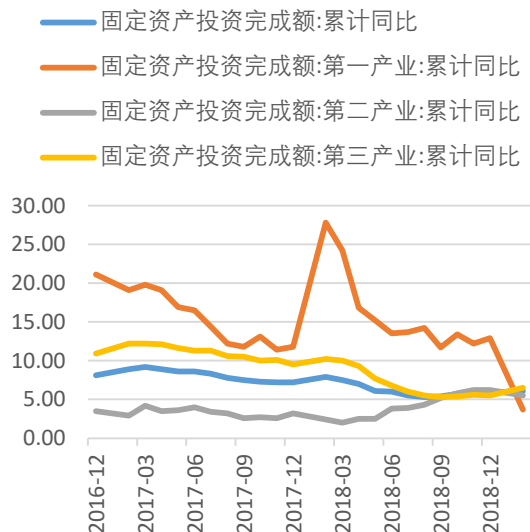
1-2月，全国房地产开发投资同比增长11.6%，比去年提高2.1个百分点。前两个月，房企土地购置面积同比大降34%，创2009年3月以来最大跌幅，也是1998年7月以来的第二大跌幅。第一、第二产业增速同比回落，第三产业投资同比增长6.5%至30035亿元，增速提高1个百分点。中部地区投资同比9.4%增速最快，东北地区投资热情提高，增速大幅提升了4.7个百分点。港澳台商投资同比持平，外商投资增速回落。

2019年开年房地产开发投资增速和固定投资增速均有所回升。本次数据有2点值得关注：1、房地产投资方面增速回升比较快，但是房屋新开工面积增速和销售增速回落较为明显，呈现分化的态势。由于近期会议一直在强调“房住不炒”的底线，预计在政策监管的前提下，预计房地产下行的压力不减。2、固定投资方面继续发力，连续5个月上升，但是相较于2018年仍处于低位。从分项数据来看制造业投资依然有所回落，但是基础设施建设回复力度较大，是带动本月固定投资增速回升的主要因素。

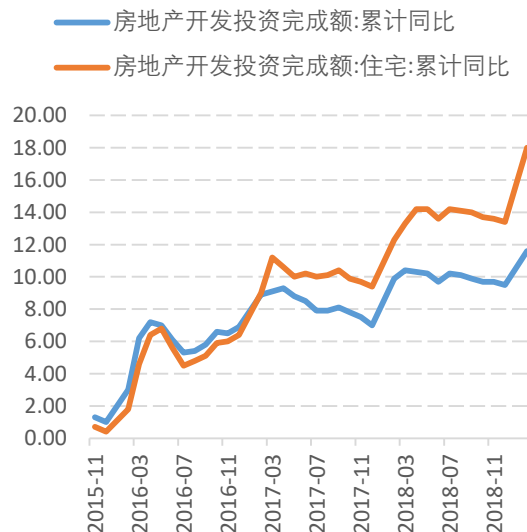
从目前政策倾斜的方向来看，2019年2季度基建和固定投资或成主要推动力，在房地产市场难以发力的前提下，未来整体投资增速回升趋势较为确定。

图：固定资产投资完成额

图：房地产数据



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

3、进出口数据: 1季度出口数据偏弱 2季度数据或有进一步回落的空间

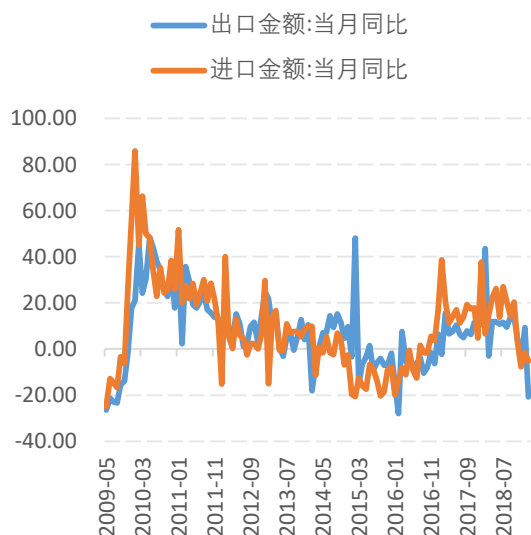
中国海关总署周五公布,以美元计价2月出口同比下降20.7%,创2016年2月以来最大降幅,当时降幅为28%;进口同比下降5.2%。当月贸易顺差为41.2亿美元,为2018年3月以来最小顺差值,当时为逆差57.7亿美元。

1季度进出口数据总体回落,本月数据主要有2点值得关注: 1、2019年春节在2月份,所以1季度不少企业存在抢出口的情况,提前预支了一部分2月份的出口份额,预计2季度进出口数据还有一定回落的空间。2、国内经济仍存一定的下行压力,虽然当前出台了较多的利好民企和小微企业的政策,但是政策落地仍需要一定的时间,内需依然较弱,对进口数据产生了一定的拖累。3、全球经济增速放缓,外部需求有所减弱

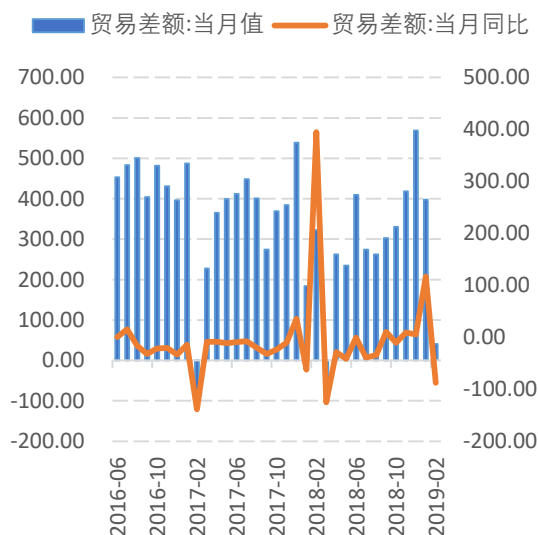
受春节因素干扰,1季度的数据并不具备较强的代表性。展望2季度,目前中美贸易谈判有前景不明朗,全球经济均有一定程度的放缓,对进出口企业的压力仍存。预计2季度进出口数据或有进一步回落的空间。

图: 进出口数据

图: 贸易余额



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

4、通胀数据: 通胀数据不及预期 2 季度或持续回落

中国 2 月 CPI 环比上涨 1.0%，同比符合预期继续走弱至 1.5%，2 月 PPI 环比继续下降 0.1%，同比与上月持平，但低于预期的 0.2%。

中国 2 月通胀数据回落，其中 CPI 数据连续 5 个月下滑，PPI 数据连续 9 个月下滑。本月数据有 2 点值得关注：1、CPI 方面，本月是 CPI 数据连续 3 个月低于 2%，受春节及猪瘟因素影响，鲜果和蔬菜价格都有一定的回升。但是由于内需偏弱，所以整体 CPI 数据偏弱。2、PPI 方面依然疲弱，从细分项来看，受中美贸易谈判不确定的影响，通讯及电子设备制造业下降较为明显，是拖累本月 PPI 下降的重要因素。同时由于国内外的需求都有所回落，煤炭开采和有色行业收窄幅度也较为明显。

通胀数据的低迷表示国内经济依然较为疲软。从外部来看，中美贸易谈判的不确定性依然存在，同时欧洲央行宣布继续宽松刺激，美联储放缓加息进程，种种的迹象都表明未来外需将会持续收窄，这对于我国煤炭等出口型企业将是个较大的打击。未来 PPI 或会持续缩窄。从内部来看，由于监管政策趋紧，房地产行业的需求有所减少，未来国内需求端对于生产资料的减少也是个必然的趋势。所以预计 2 季度通胀数据将持续回落。

图: CPI

图: PPI

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13383

