

供需双弱几成定局

——实体经济观察2018年第45期

2018年11月30日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观高级分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

联系人

陈兴

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：供需双弱几成定局

价格：10月35城首套房贷利率再升，上周国内生资价格涨少跌多，国际油价回落。

从中观高频数据看，11月供需双弱几成定局。需求依然低迷，一二线地产销量增速反弹，但占比更高的三四线跌幅仍大，意味着全国地产销量或依然负增，而前三周乘用车批零跌幅仍在扩大。生产难言改善，发电耗煤增速因低基数回升，钢铁开工率同比上行，但汽车、化工开工率同比跌幅扩大，且各行业库存普遍偏高。

近期商品价格出现大幅回调，油价、钢价和煤价均现下行。商品价格短期会受供给冲击干扰，但长期仍取决于需求波动。而本轮商品价格的持续下行其实反映的是下游需求的疲软。在经济下行压力加大、需求持续处于弱势的背景之下，我们预计PPI增速或在明年重现负增长，对整体通胀水平的上行形成制约。

需求：下游地产仍分化，乘用车、家电走弱，纺织服装改善，文娱尚可。中游钢铁、化工走弱，水泥走强。上游煤炭分化，有色走强。交运分化。

库存：下游地产、乘用车回补。中游钢铁去化，水泥、化工回补。上游煤炭有平有去、有色分化。



下游行业

地产: 11月以来41城地产销量增速归零, 百城土地成交放缓。
乘用车: 11月前三周乘用车批零跌幅扩大, 开工率边际回升。
家电: 10月三大白电出口涨少跌多, 洗衣机厂家销量增速平。
纺织服装: 10月子行业收入增速涨多跌少, 存销比仍偏高。
文体娱乐: 上周电影票房人次同比继续回落, 需求整体尚可。

中游行业

钢铁: 上周钢价跌势延续, 高炉开工率略降, 社会库存去化。
水泥: 上周全国水泥均价继续走高, 库容比低位回升。
化工: 上周PTA产业链价格续跌, 库存回补, 负荷率仍低迷。
机械: 10月子行业收入增速涨多跌少, 行业景气弱改善。
电力: 11月发电耗煤增速因低基数回升, 工业生产难言改善。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤价涨跌平互现, 电厂库存去化、钢厂库存走平。
有色: 上周LME铜、铝价格均升, 铜库存降、铝库存升。
大宗商品: 上周原油价格回落, CRB指数上行, 美元指数回落。
交通运输: 上周BDI升、CCFI降, 公路物流运价指数回落。

下游地产：11月以来41城地产销量增速归零，百城土地成交放缓



指标	数据表现	解读
需求	11月下旬前7天41城地产销量增速降至0.1%，11月前27天销量增速0.1%，较10月回升。	11月下旬41城地产销量增速回落，其中一二线城市销量增速回落，并带动十大城市地产存销比明显回升，而三四线城市销量增速持平。受部分二线城市房企加速推盘带动，11月前27天，41城地产销量增速较10月明显回升、几近归零。11月前三周百城土地成交面积增速仅-50%，较10月跌幅扩大，土地溢价率则继续下行。量缩价跌指向土地市场依然冷清。
土地成交	上周百城土地成交面积略升，同比跌幅扩大，百城土地溢价率继续下行。	
价格	10月35城首套房贷款利率升至5.71%。	
库存	上周十大城市商品房库销比升至43.6周。	

图 41城商品房旬度销量同比增速 (%)

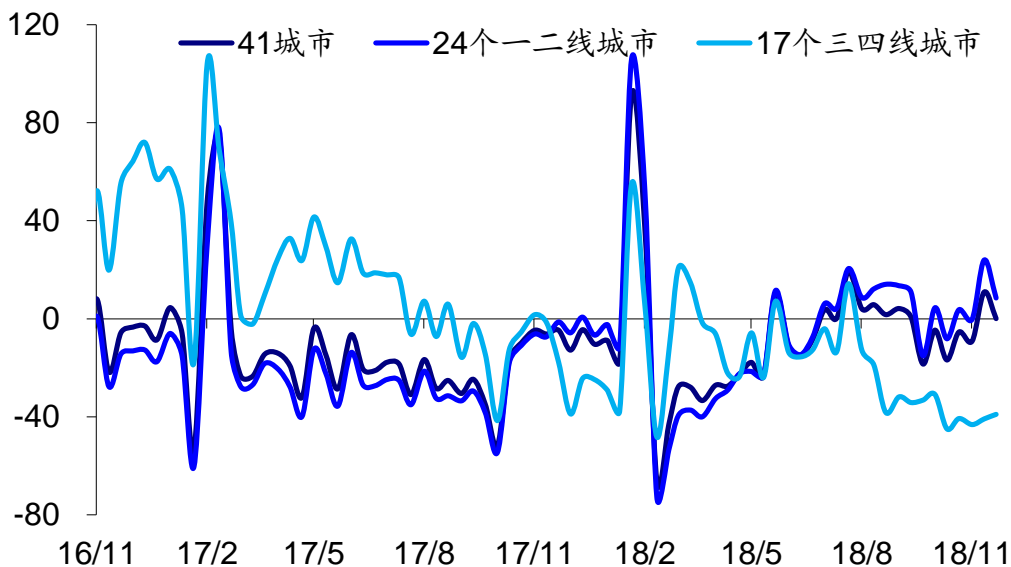
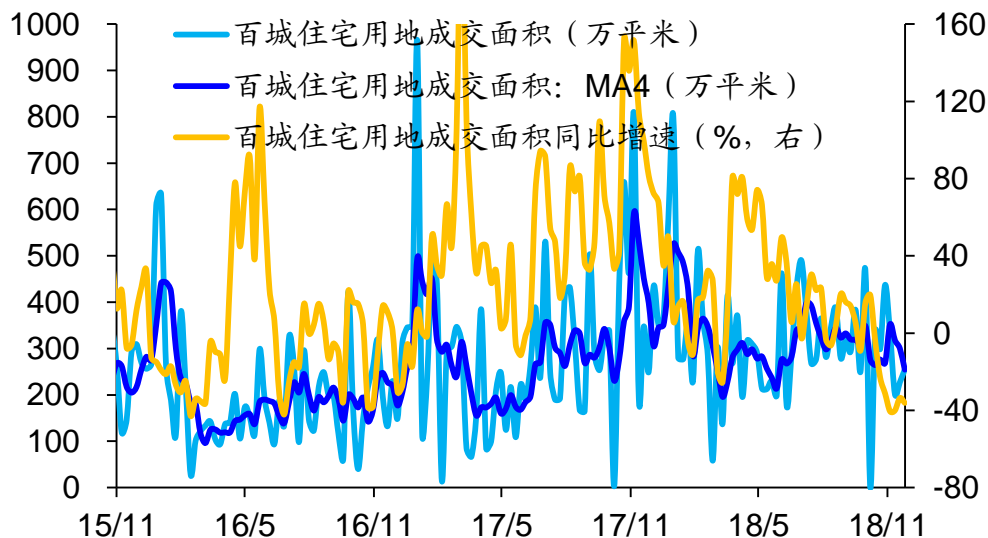


图 百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游乘用车：11月前三周乘用车批零跌幅扩大，开工率边际回升



指标	数据表现	解读
需求、生产	1-10月汽车制造业主营收入增速降至5.7%，其中10月增速-6.3%，创12年以来新低。 11月前三周乘联会乘用车批发、零售同比增速-28%、-30%，较10月跌幅继续扩大。 上周半钢胎开工率微升至69.4%。	10月汽车产销依旧低迷，汽车制造业收入增速继续下滑，并创下12年以来新低，而厂商和经销商库存均处高位。从11月前三周的高频数据看，需求端批零跌幅仍较10月扩大，生产端半钢胎开工率边际回升，但同比跌幅较10月扩大，指向供需双弱格局延续。
库存	10月汽车经销商库存系数升至1.88，创4个月新高，创历年同期新高。	

图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

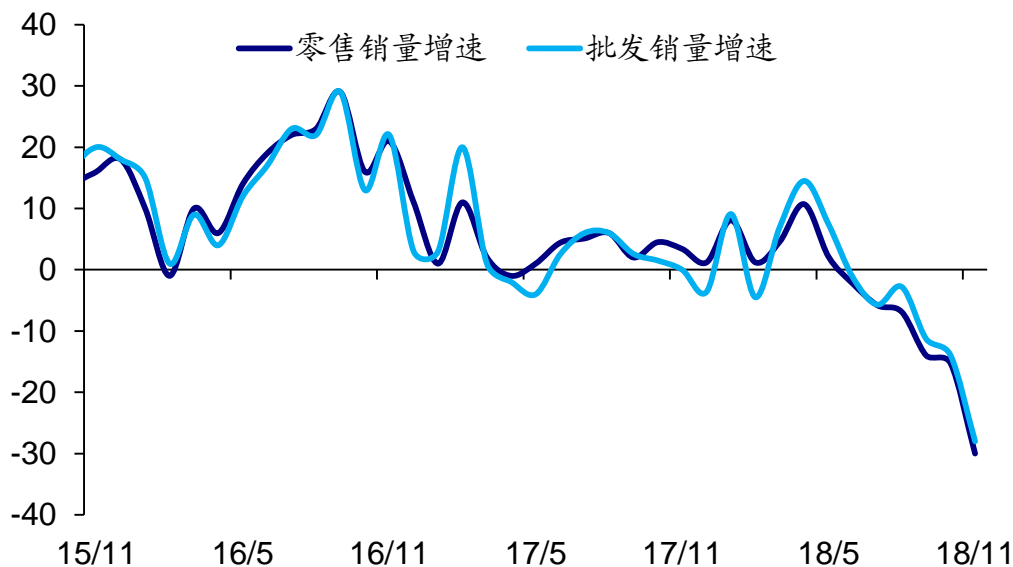
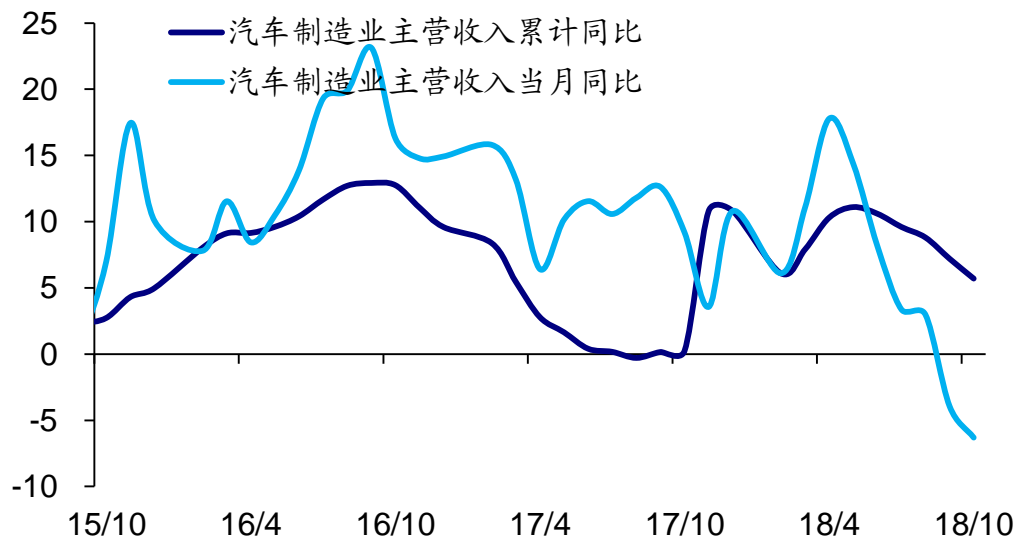


图 汽车制造业主营收入增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游家电：10月三大白电出口涨少跌多，洗衣机厂家销量增速平



指标	数据表现	解读
----	------	----

需求 10月海关总署空调出口增速转正至14%，
冰箱、洗衣机出口增速分别降至10%、8%。
10月洗衣机厂家销量增速持平在2.1%。

库存 10月产业在线洗衣机库销比持平在0.36。

10月三大白电出口增速涨少跌多，指向外需有所转弱，“抢出口”干扰正在淡去。其中空调出口增速因低基数转正，冰箱、洗衣机增速双双下滑。10月产业在线洗衣机厂家销量增速持平，其中内销有所改善，但外销下滑拖累，而洗衣机厂家库销比也在低位持平。

图 海关总署家电出口同比增速 (%)

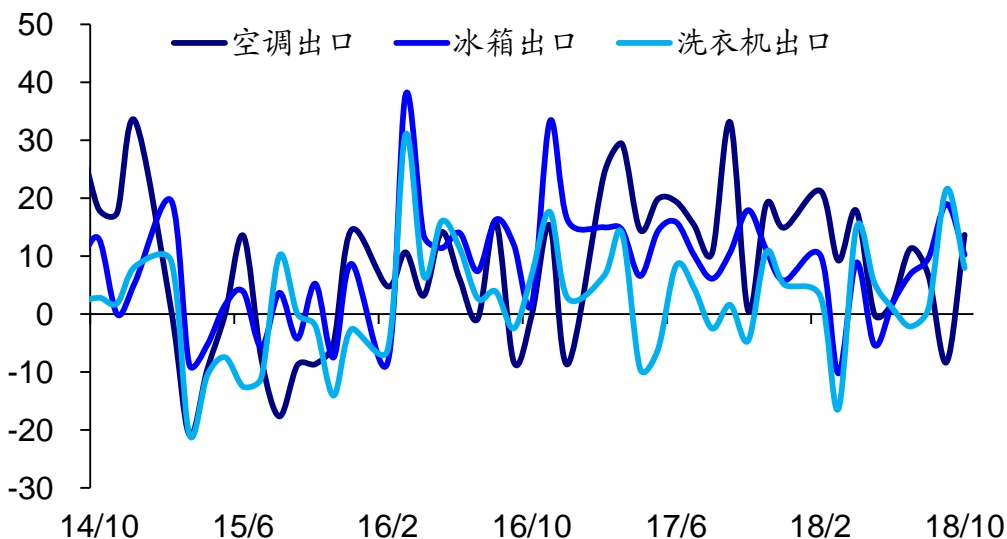
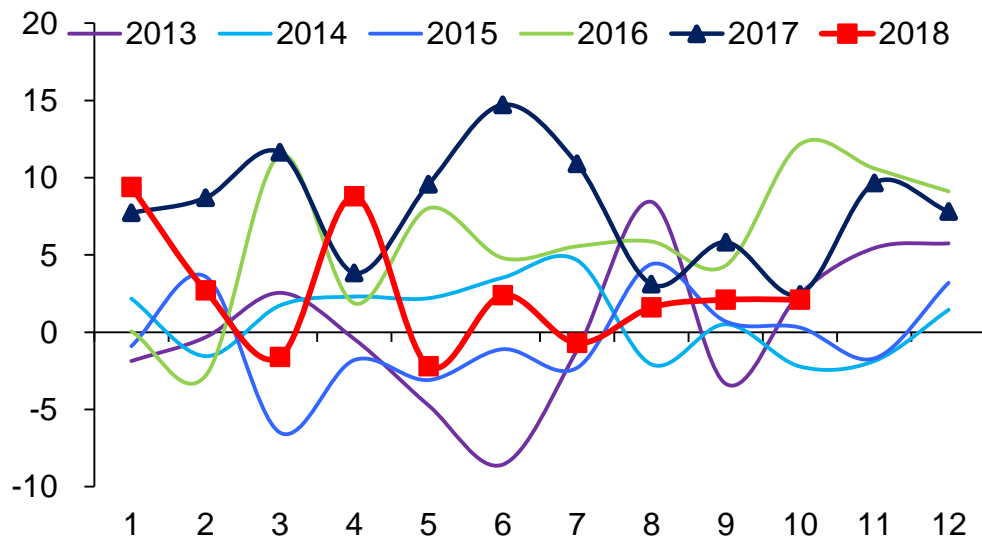


图 产业在线洗衣机厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周柯桥纺织价格指数回落， 上周328级棉花价格指数降。	10月纺织服装各子行业收入增速涨多跌少，主要缘于去年同期基数较低，以及原材料价格持续走低。但整体来看，子行业收入增速反弹幅度不高。而纺织业、服装业存销比再创同期新高，也印证了需求的低迷。
需求	10月纺织业、服装服饰业主营收入增速分别升至1.8%、3.5%，皮革业收入增速降至1%。	
库存	10月纺织业、服装服饰业库销比0.61、0.74，虽然都较9月回落，但仍处同期新高。	

图 纺织、服装服饰、皮革业主营收入同比增速 (%)

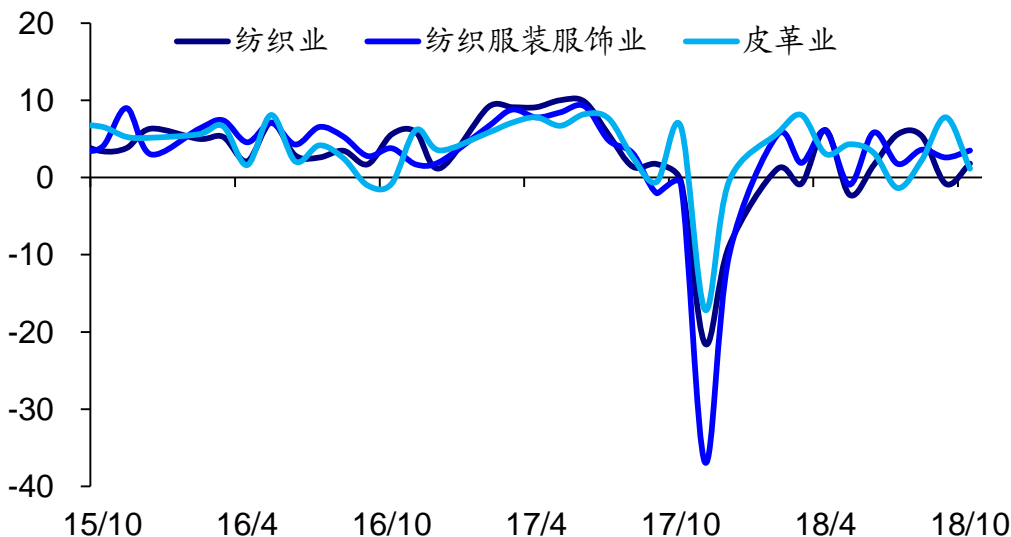


图 柯桥纺织价格指数



指标

数据表现

解读

需求

上周全国电影票房收入8.8亿元，
同比、环比增速分别降至47%、-19%，
上周全国观影人次2550万人次，
同比、环比增速分别降至43%、-18%。

上周电影票房收入、观影人次同比增速继续回落，环比增速由正转负，指向下游需求有所降温，但整体尚可。上周《无名之辈》以约2.8亿的单周票房收入问鼎票房冠军，《毒液》、《无敌破坏王2》和《神奇动物》分别以2.5亿、1.4亿和1亿的单周票房收入紧随其后。

图 周度电影票房收入及同比增速

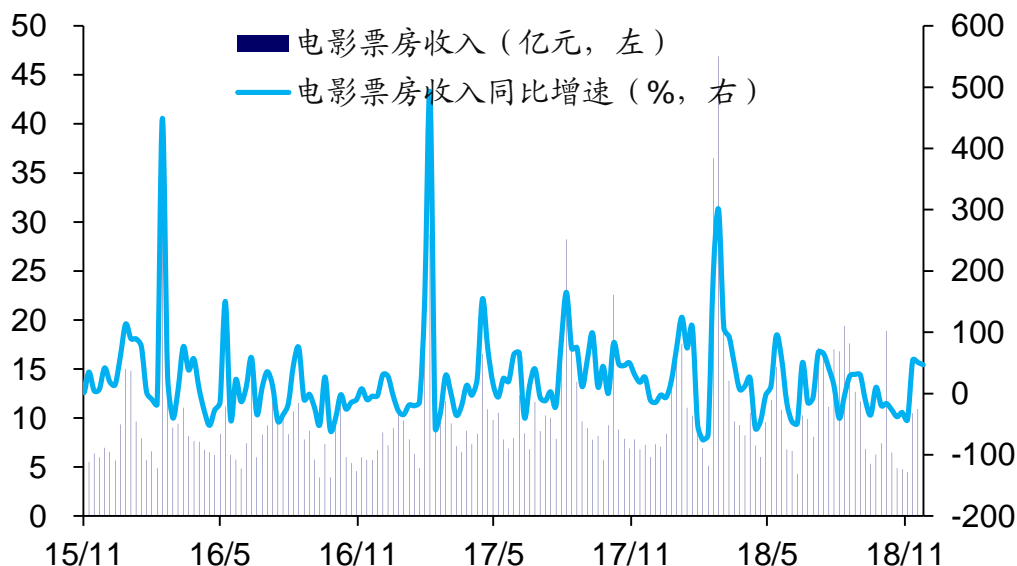
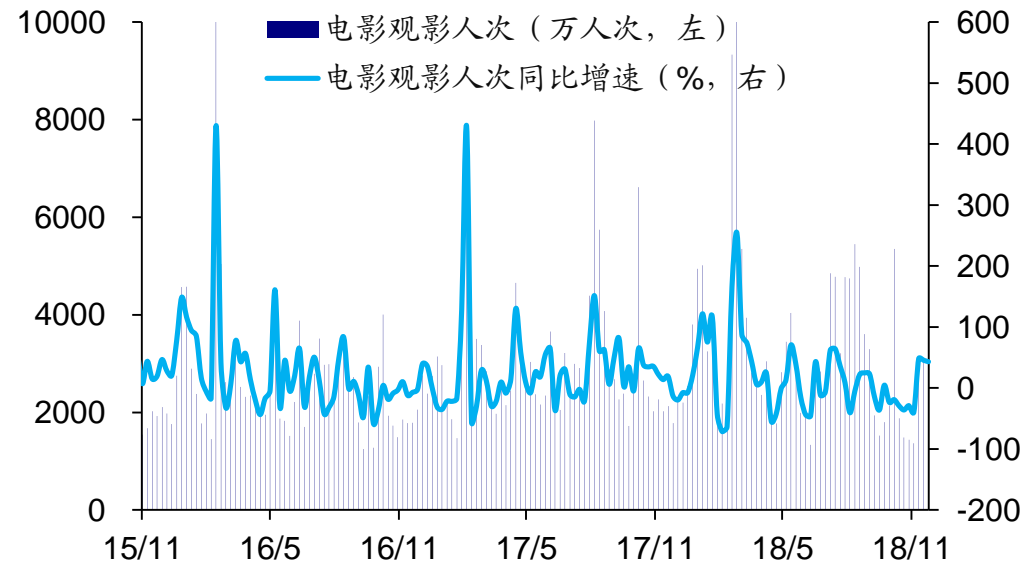


图 周度观影人次及同比增速



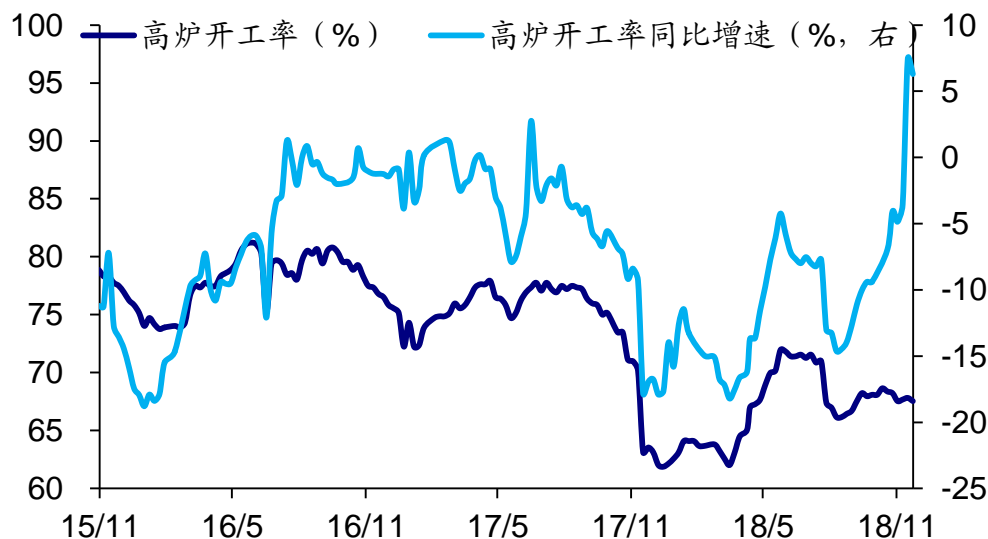
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板继续回落，吨钢毛利螺纹降而热板升。	上周钢价跌势延续，其中螺纹大跌、热板小跌，而原材料价格也同步回落，吨钢毛利螺纹续降、热板微升。上周高炉开工率略有下滑，但同比增速仍维持在年内高位，指向环保限产力度明显弱于去年，生产依然旺盛。但需求端改善有限，地产、汽车等终端需求依然偏弱，重点钢企库存累积而社会库存去化速度放缓，而这也令近期钢价大幅回调。
生产、需求	11月上旬重点钢企粗钢产量同比增速6.4%，较10月下旬下滑，也低于10月整月增速。	
库存、开工率	11月上旬重点钢企库存增速升至2.1%，上周高炉开工率降至67.5%，同比增速略降，上周钢材社会库存继续去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格 (元/吨)



图 全国高炉开工率及同比增速 (%)



中游水泥：上周全国水泥均价继续走高，库容比低位回升



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周全国水泥均价继续走高，环比增速升至0.8%。
库存	上周全国水泥企业库容比略升至46.3%，仍在历史低位。

上周全国水泥均价继续走高，环比增速有所上行，库容比虽小幅回升，但仍在历史低位附近。11月下旬，国内水泥市场需求大体平稳，局部地区如华北、西北开始季节性减弱，价格继续上涨主要是受环保限产影响，供应仍显紧张。我们预计后期各地水泥价格再大幅上涨的可能性较小，多将以平稳为主。

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

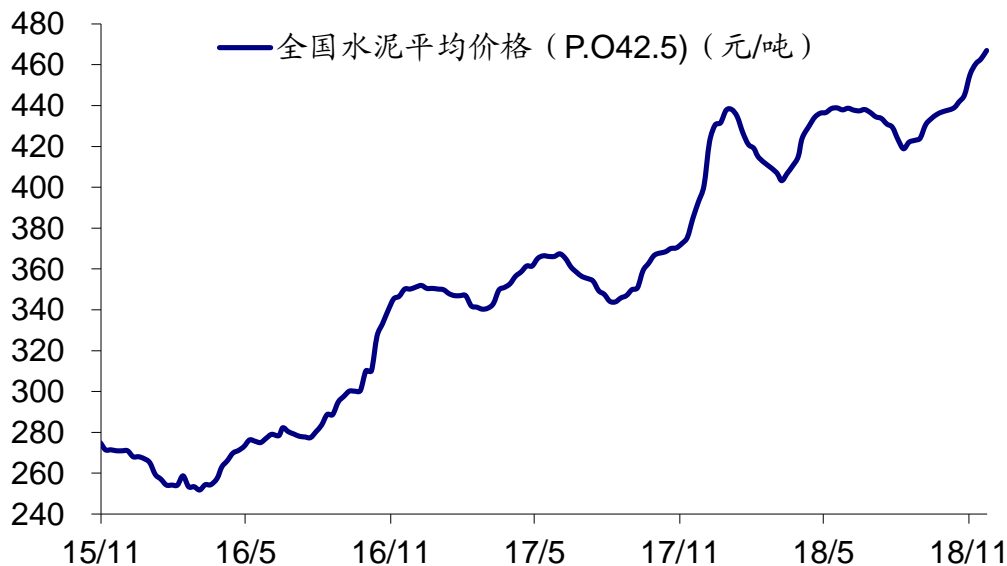
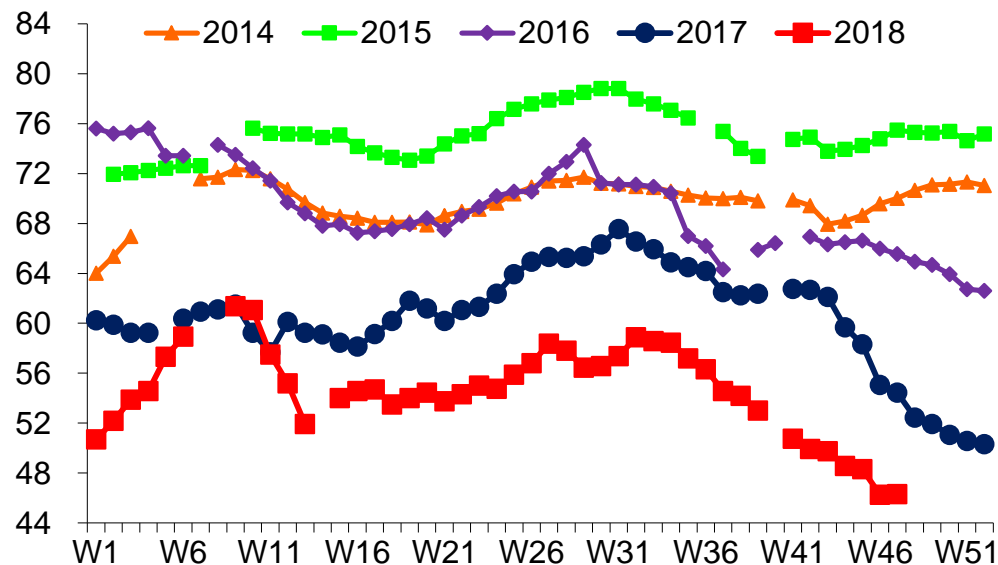


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格下跌为主，其中涤纶POY、PTA价格均降，聚酯切片微升。	上周PTA产业链产品价格下跌为主，仅聚酯微幅回升。上周涤纶POY库存天数升至16天，处年内高位，也创下同期新高。而上周PTA产业链负荷率虽环比涨多跌少，但普遍低于去年同期，其中江浙织机负荷率更是创下历年同期新低。当前化纤产业链景气仍趋下行，油价持续大跌叠加下游需求偏低，导致价格跌、库存补、生产弱。
生产	10月化工各子行业收入增速涨少跌多，石油、化纤、橡胶塑料均升，仅化工回落。	
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数升至16天， 上周PTA产业链负荷率普遍低于去年同期，江浙织机负荷率创同期新低。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

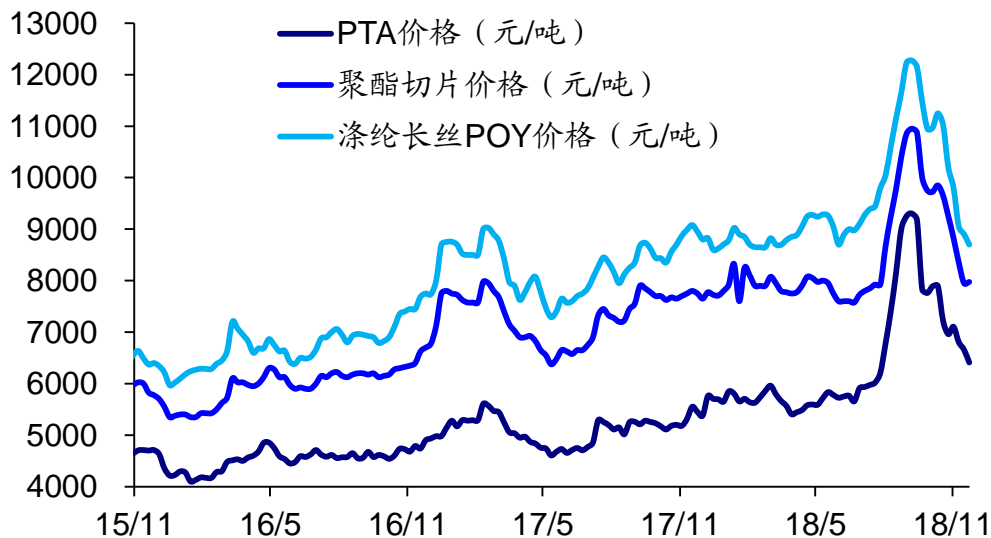
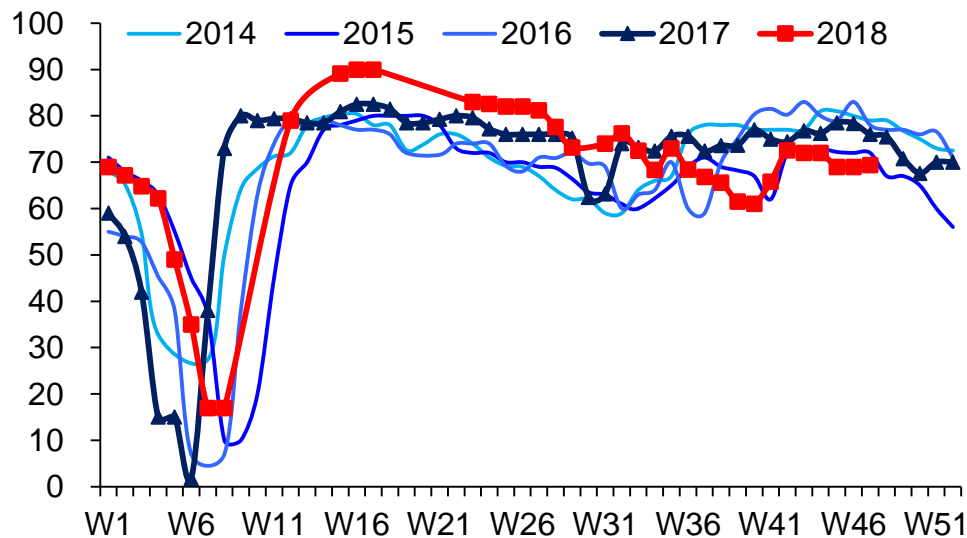


图 历年各周江浙织机负荷率（%）



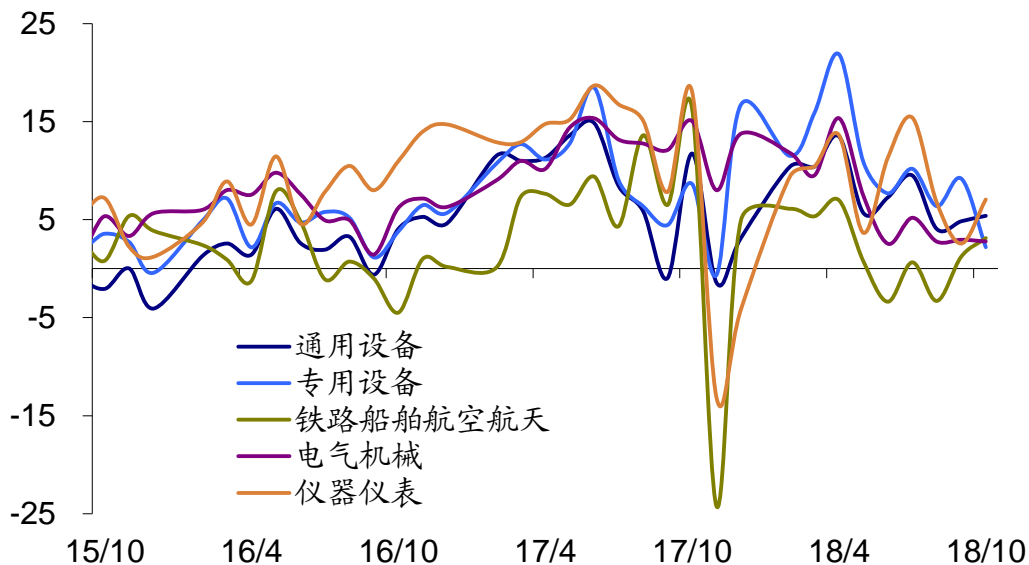
指标	数据表现	解读
----	------	----

需求

10月机械各子行业收入增速涨多跌少，通用设备、铁路船舶和仪器仪表分别升至5.4%、3.1%和7.1%，专用设备和电气机械降至2.2%、2.8%。

在去年同期基数不低的情况下，10月机械各子行业收入增速涨多跌少，指向行业景气改善，印证10月制造业投资增速续升。但考虑到当前增速普遍不及上半年，意味着仅是弱改善。未来减税效果持续显现，有望提振机械行业景气度。

图 机械子行业主营收入同比增速 (%)



指标

数据表现

解读

10月工业用电量同比增速略降至6.1%。
 11月下旬前9天发电耗煤增速降至-16.4%，
 生产 环比增速降至3.8%，处同期偏低水平。
 11月前29天日均发电耗煤同比增速-13.1%，
 较10月降幅略有收窄。

11月发电耗煤降幅较10月收窄，但主要缘于基数较低，17年11月发电耗煤增速从10月的16.5%骤降至1.8%。11月以来，虽然钢铁行业开工率同比上升，但汽车、化工等行业开工率同比跌幅却在扩大，且汽车、钢铁、化工、煤炭库存普遍偏高，这意味着11月工业生产难言改善。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

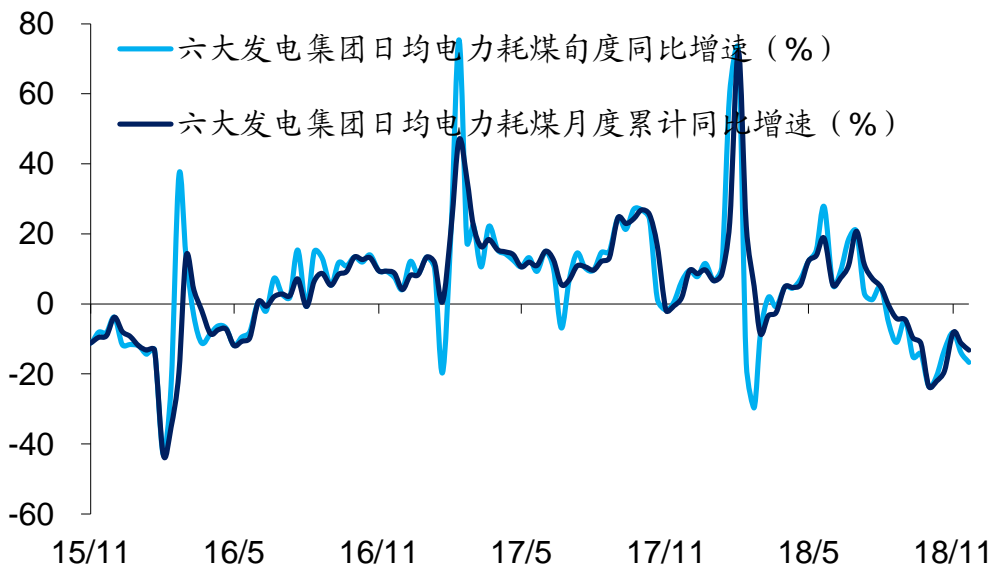
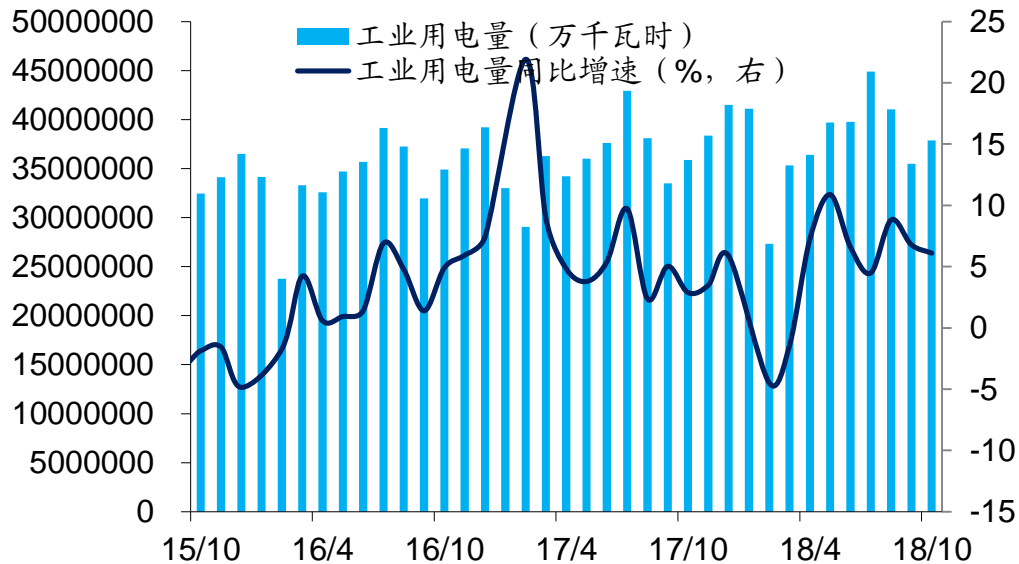


图 工业用电量及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周动力煤、秦皇岛港煤价格回落，无烟煤价格走平，焦煤价格上涨。	上周煤炭价格涨跌平互现，其中秦皇岛港煤价格略有回落。11月前28天六大集团发电耗煤同比增速跌幅有所收窄，电厂煤炭库存去化，但仍处历年同期高位。上周高炉开工率略有回落，而钢厂炼焦煤库存天数继续走平，处于历年同期中等水平。
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回升，电厂煤炭库存天数降至32.2天，钢厂炼焦煤库存天数持平在14.2天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

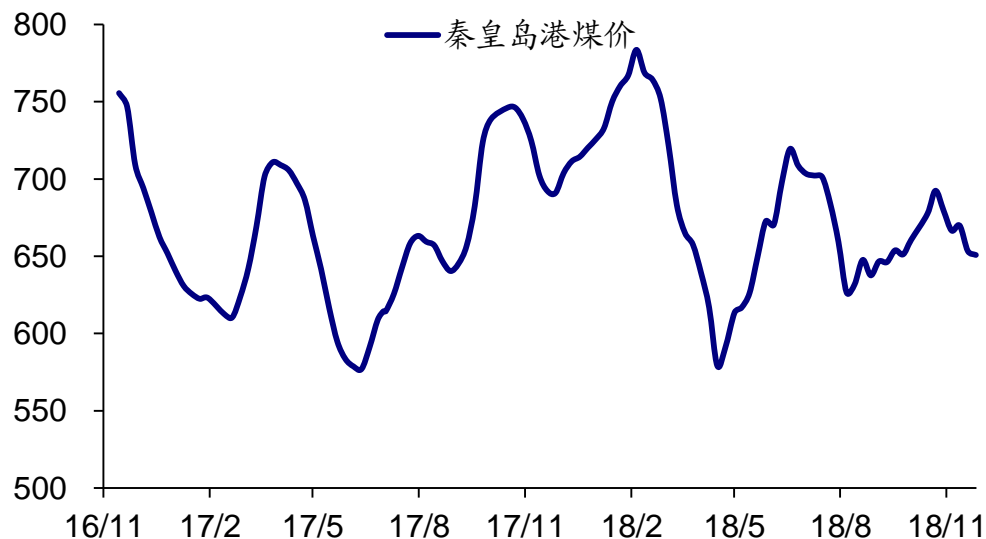
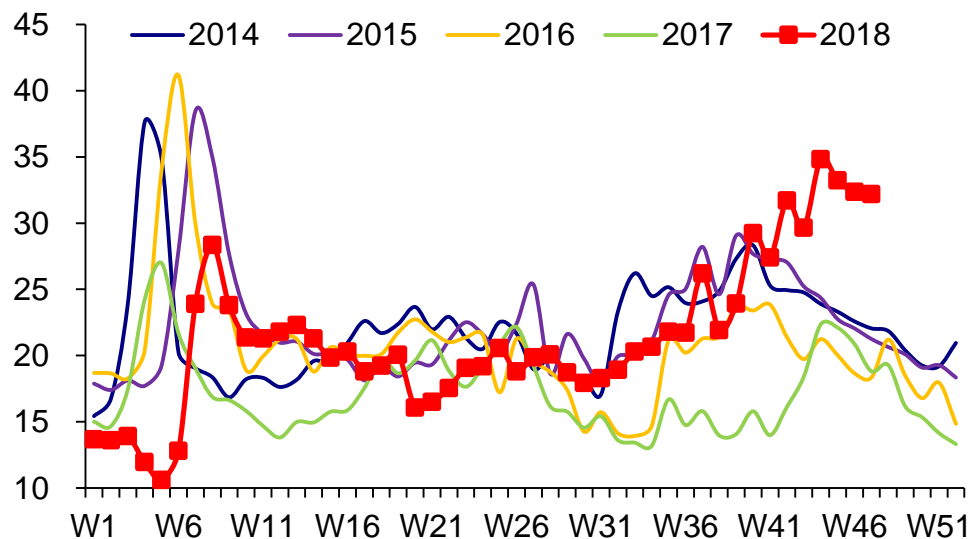


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周LME铜、铝价格均升。	上周基本金属价格涨多跌少。全球经济仍面临下行压力，需求端尚显弱势，而市场关注G20峰会上中美领导人会面对贸易走势的影响，对其结果预期乐观，短期铜价震荡略上行。俄铝Taishet冶炼厂的铝项目投产时间被推迟到2020年之后，上周铝价均值上行。
库存	上周LME、COMEX铜库存均降，LME铝库存回升。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

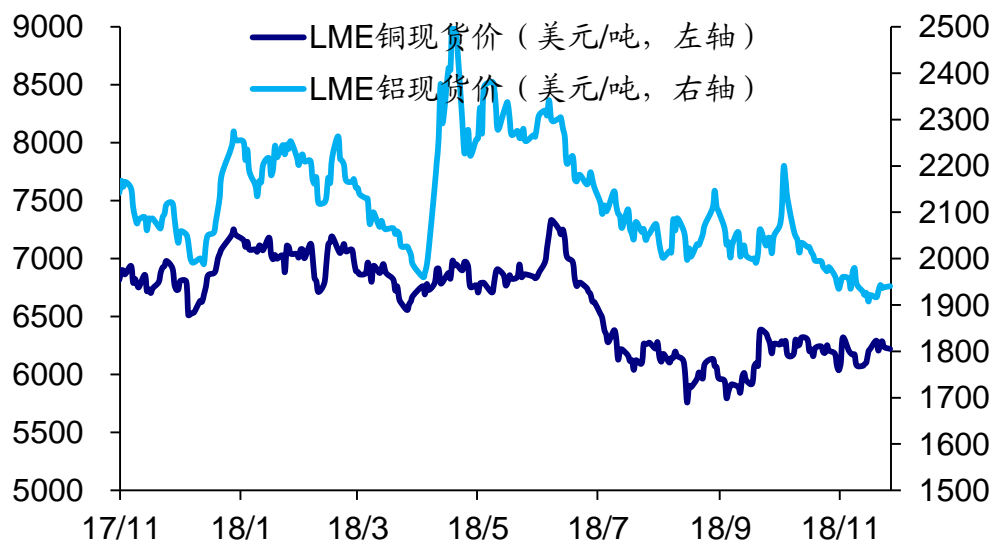
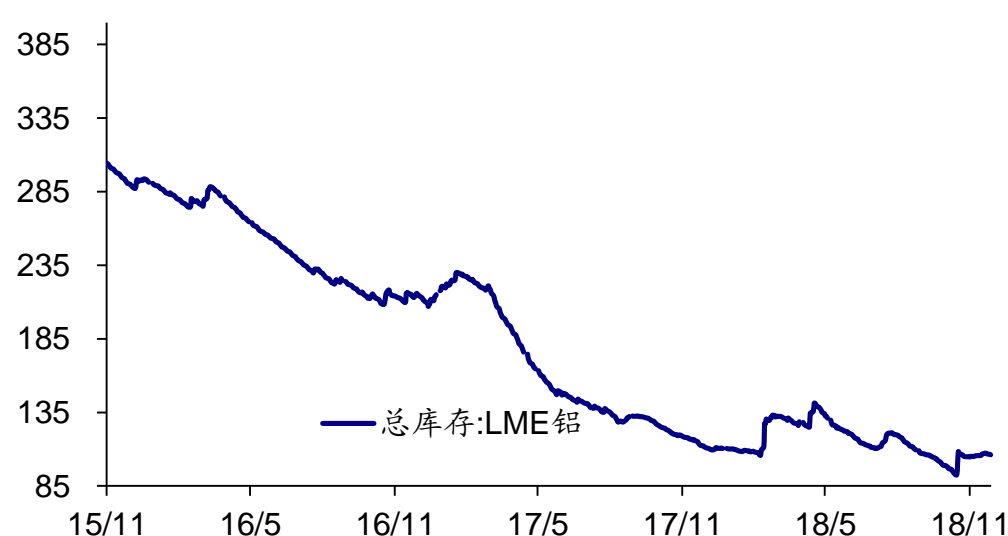


图 LME铝库存（万吨）



指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价继续回落。	上周原油价格继续大幅回落，沙特石油产量刷新记录，特朗普发推感谢沙特帮助打压油价，达成减产协议难度加大。上周CRB指数均值上行。上周美元指数回落，11月美国消费者信心低于预期，房地产市场指数触及16年8月以来新低，一系列指标疲弱带动美元均值下行。
CRB指数	上周CRB均值上行。	
美元指数	上周美元指数回落。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

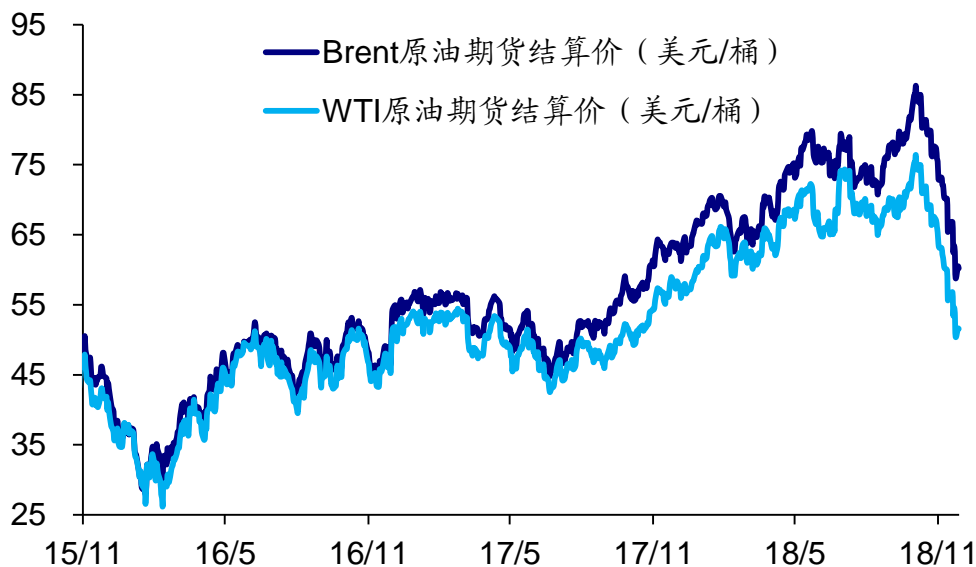
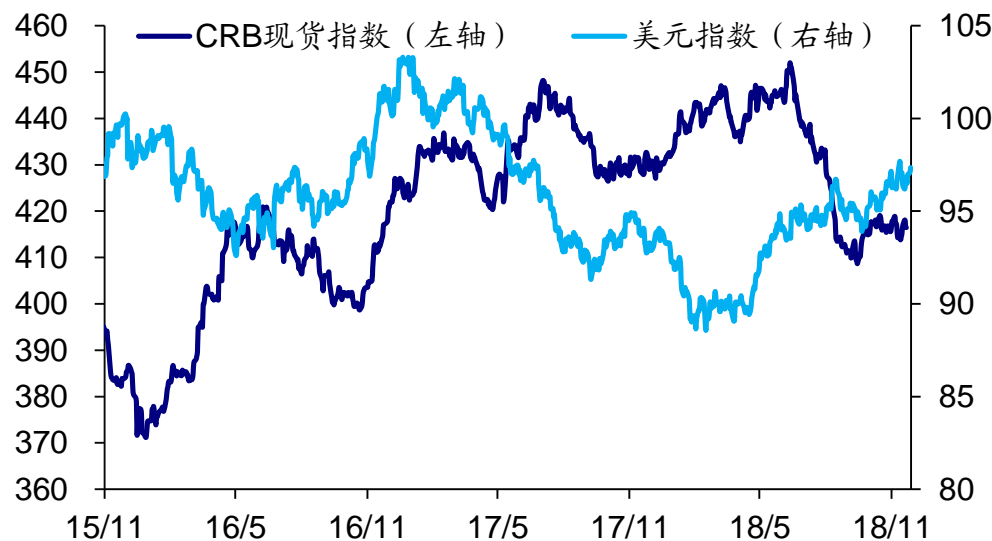


图 美元指数与CRB现货价格指数



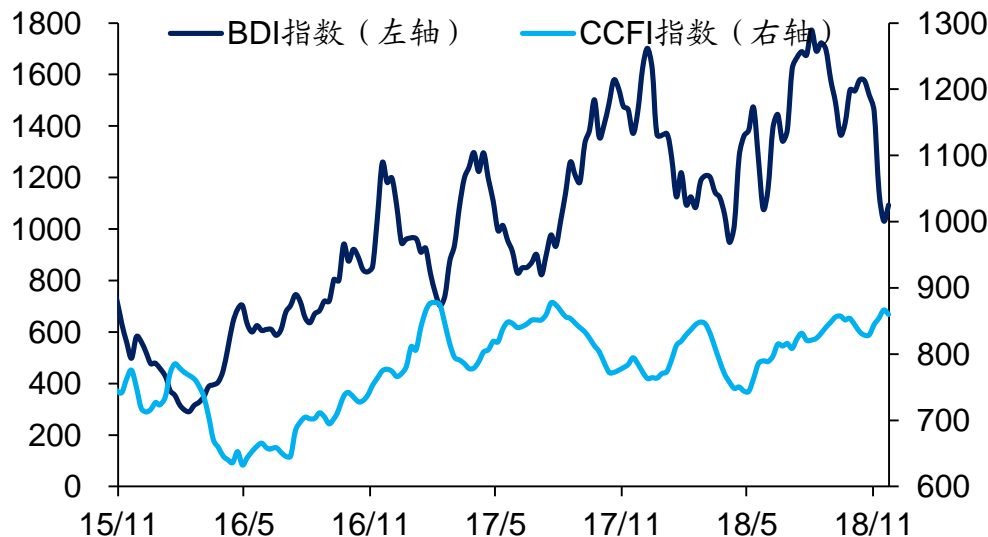
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI指数升，CCFI指数降。	上周散运表现优于集运，BDI指数反弹而CCFI指数回落，海岬型船舶平均租金环比上升23.3%，巴拿马型船舶平均租金环比下降5.4%，超灵便型船舶平均租金环比下降0.5%。上周公路物流运价指数略降。
物流	上周公路物流运价指数略降。	

图 公路物流运价指数



图 BDI与CCFI指数



附注

宏观部《实体经济观察》，立足于宏观和中观相互印证，跟踪主要行业的需求、价格和库存变量，与宏观指标对照分析判断实体经济趋势。

策略部《行业比较数据月报及解读》（Excel & PDF版），从股价驱动力出发跟踪分析行业量价等盈利及估值指标变化，以便行业横向比较，形成行业配置结论。

分析师声明

姜超、于博：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

于博

SAC执业证书编号：S0850516080005

电话：021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	无评级	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。