

你的货币，我的问题

——实体经济观察2015年第45期

2015年11月25日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

联系人

于博

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

结论：你的货币，我的问题

价格：10月70城房价继续弱回升。上周生产资料价格迭创新低。

11月以来经济仍未见起色，从中观行业看：下游的地产、家电，中游的钢铁、水泥、化工，需求均在走弱；与传统工业相关的发电耗煤增速依然低迷；而钢铁、化纤、煤炭、铜铝、原油价格均在探底，铜价和BDI创下6年新低。

而美元指数却节节走高，一度破百，与传统工业、大宗商品价格跌跌不休形成鲜明对比，也是后者的成因之一。美元走高缘于美联储10月FOMC会议纪要显示，12月加息几成定局。这或将对外债多、外储少的新兴经济体形成冲击。

需求：下游地产、家电走弱，乘用车回升。中游钢铁、水泥、化工走弱。上游煤炭仍弱，货运弱。

库存：下游地产仍偏高，乘用车、家电尚可。中游钢铁去化放缓，水泥恶化，化工尚可。上游煤炭、有色仍偏高。



下游行业

地产: 11月上中旬新房销售不温不火, 土地成交低位暂稳。

乘用车: 10月经销商去库存, 11月前2周乘用车销售火爆。

家电: 10月白电出口好坏参半, 空调厂家产销创5年新低。

中游行业

钢铁: 上周钢价螺纹跌热板平, 全国高炉开工创7月以来新低。

水泥: 上周水泥价格小幅回落, 库容比继续回升。

化工: 上周化纤原料价格平中有跌, PTA产业链负荷率普降。

电力: 11月上中旬发电耗煤跌幅仍大, 工业生产依然偏弱。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤价继续探底, 港口库存大幅回升。

有色: 上周铜价创6年新低, 铝价续降, LME铜、铝去库存。

大宗商品: 上周Brent、WTI震荡下行, CRB小幅震荡, 美指继续走高。

交通运输: 10月铁路货运量增速再创新低, 上周BDI创历史新低。

下游地产：11月上中旬新房销售不温不火，土地成交低位暂稳



指标	数据表现	解读
需求	11月中旬26城住房销量同比增速22.8%，11月上中旬增速22.4%，低于10月增速。	11月上中旬26城住宅商品房销售整体不温不火，虽然中旬销售面积增速较上旬微幅回升，但上中旬累计增速仍低于10月全月增速。而11月以来库存状况也未有改观，一二线城市尚可但三线城市仍高。在需求不温不火、库存仍待去化的背景下，开发商拿地意愿偏弱，11月以来住宅土地成交面积较10月大幅下滑并低位暂稳。
土地成交	上周40城住宅用地成交面积基本走平。	
房价	10月70城房价同比-1.1%，环比0.1%。	
库存	上周一二线城市商品房库销比回升，仍处同期均值水平，三四线城市库存仍高。	

图 26个大中城市住宅商品房成交面积旬度同比增速 (%)

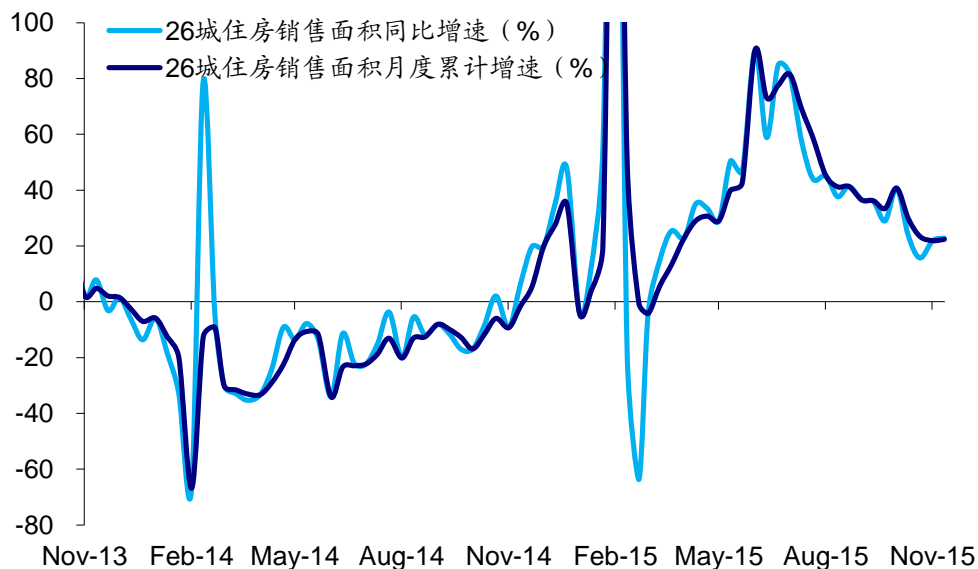
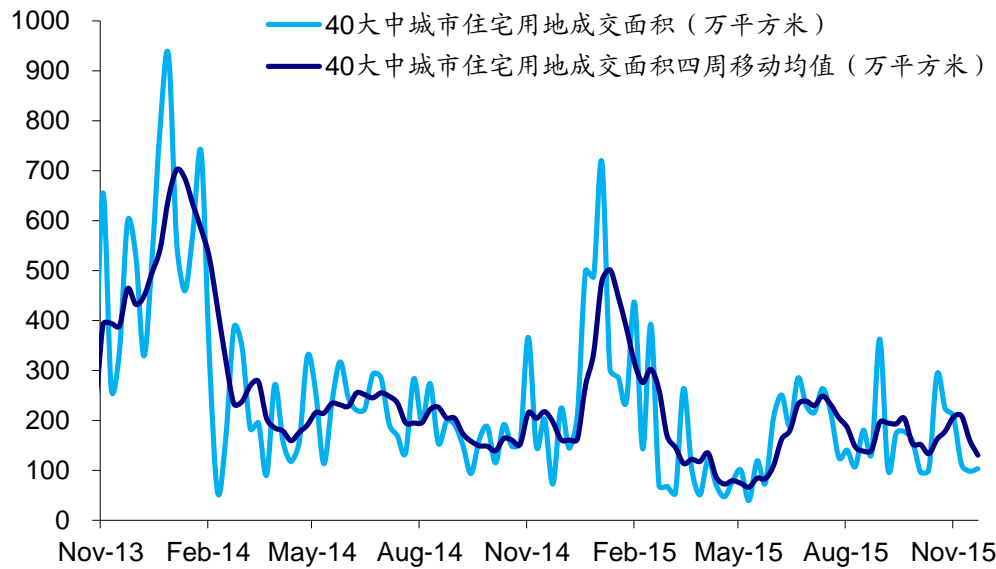


图 40个大中城市住宅用地成交面积 (万平方米)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游乘用车：10月经销商去库存，11月前2周乘用车销售火爆



指标

数据表现

解读

需求

11月前2周乘联会狭义乘用车批发销量同比增速分别为16%和22%，零售销量同比分别为14%和9%。

价格、库存

10月汽车经销商库存系数1.29，较9月小幅回落，低于12、14年同期。

10月乘用车销量增速大幅走高，而经销商库存也如期去化，经销商库存系数降至2月以来新低，在历年同期中也处于较低水平。11月以来乘用车销售依然火爆，前两周批发增速持续走高，累计同比高达19%，而零售增速随受北方雾霾、雨雪天气以及双十一促销影响而略有下滑，但也保持在10%左右。

图 汽车经销商库存系数

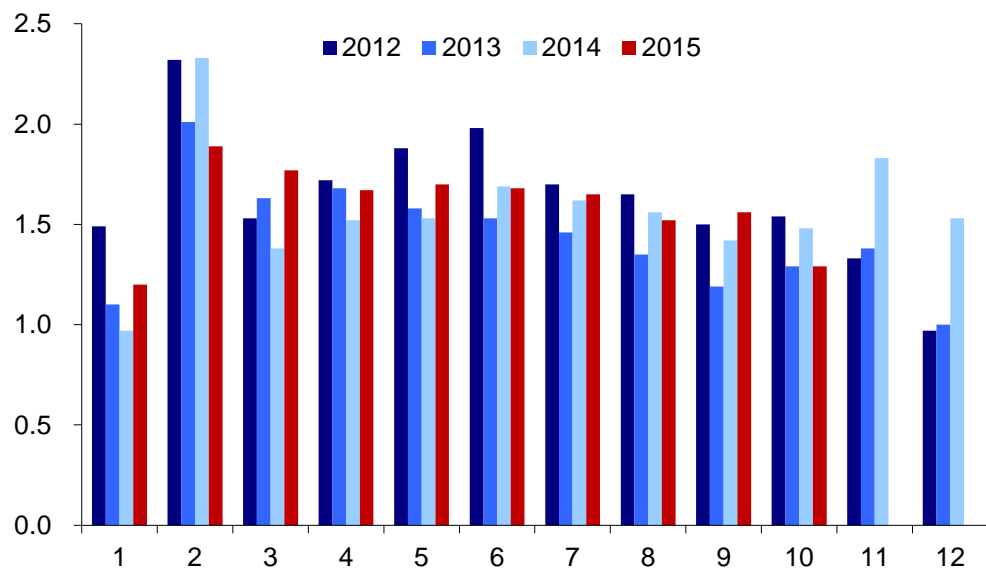


图 乘联会狭义乘用车周度批发销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游家电：10月白电出口好坏参半，空调厂家产销创5年新低

指标

数据表现

解读

需求

10月产业在线空调厂家销量同比-24.4%。
10月海关口径下空调、冰箱、洗衣机出口
同比增速分别为-8.6%、5.2%和-2.0%。
11月第2周三大白电零售销量增速回落。

库存

10月产业在线空调厂家库销比升至1.24，
创年内新高，在历年同期中处中等水平。

10月三大白电出口增速涨跌互现，空调降幅收窄，冰箱增速大升并由负转正，洗衣机增速下滑并转负。10月产业在线家用空调产销规模均降至500多万的水平，创2010年以来新低。销售增速自3月以来一降再降，其中内销跌幅扩大至-31.3%，出口虽然受南半球夏季到来提振，但碍于日本、南美经济形势较差，回暖并不明显，跌幅仍在10%左右。库销比季节性回升。

图 产业在线空调厂家销量同比增速 (%)

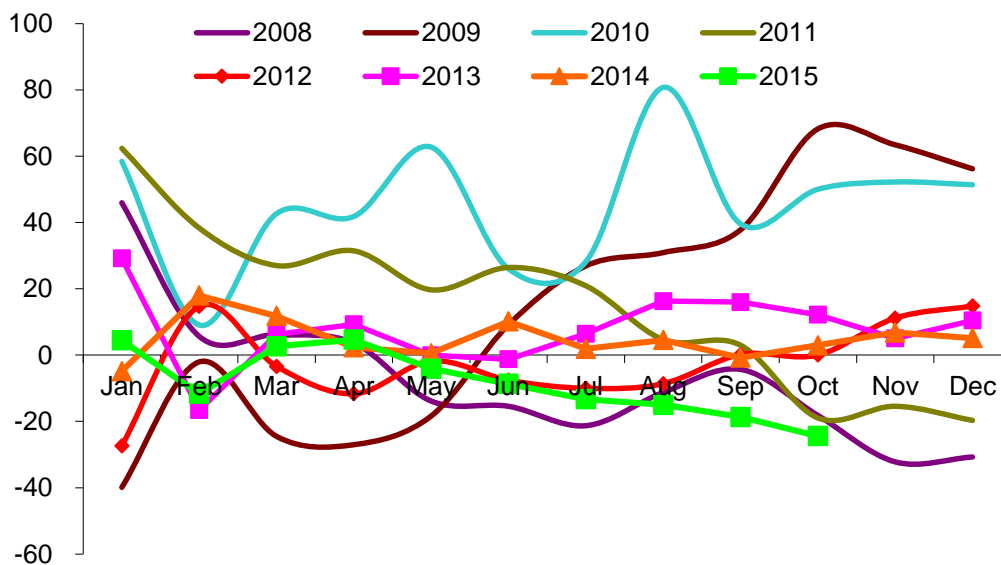
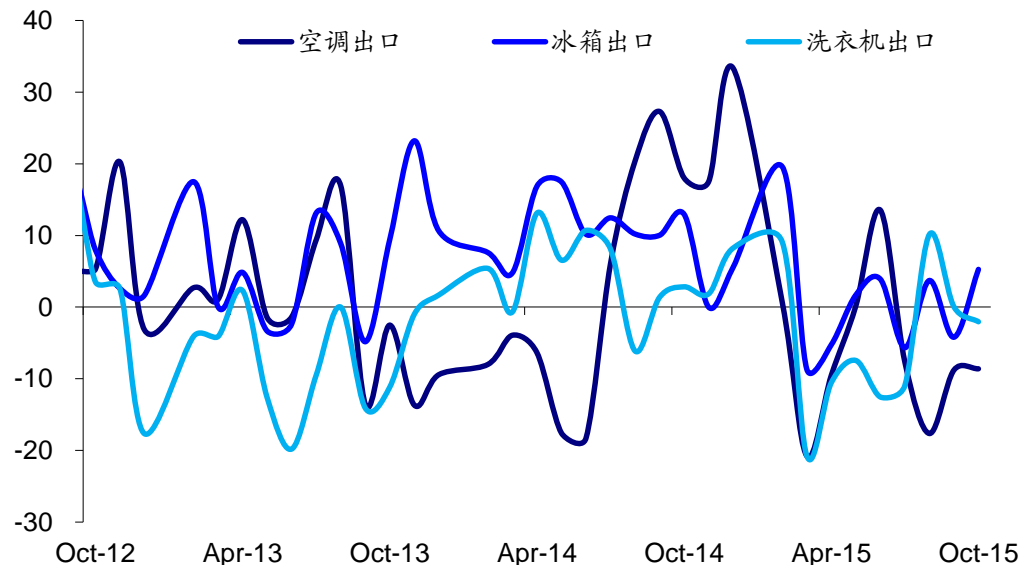


图 空调、冰箱、洗衣机出口当月同比增速 (%)



中游钢铁：上周钢价螺纹跌热板平，全国高炉开工创7月以来新低



指标

数据表现

解读

价格、吨钢毛利

上周钢价螺纹降、热板平，铁矿石价格降，吨钢毛利螺纹、热板均回升。

产量、表观消费量

10月粗钢产量同比增速降至-3.1%，表观消费量同比降幅收窄至-3.3%。

库存、开工率

10月钢企库存同比增速降至1.7%。
上周钢材社会库存去化继续放缓。
上周全国高炉开工率降至77.8%。

上周钢价螺纹降、热板平，原材料价格均下滑，且跌幅大于钢价跌幅，吨钢毛利小幅回升。但成本收缩带来的盈利回升并不意味着供需改善，其反映的是下游需求疲弱引发上游价格回落。上周生产继续下滑、社会库存去化放缓，印证供需格局仍偏弱。而“APEC蓝”也加剧了生产收缩，上周高炉开工率降至77.8%，创7月以来新低。

图 螺纹、热板价格和铁矿石价格指数

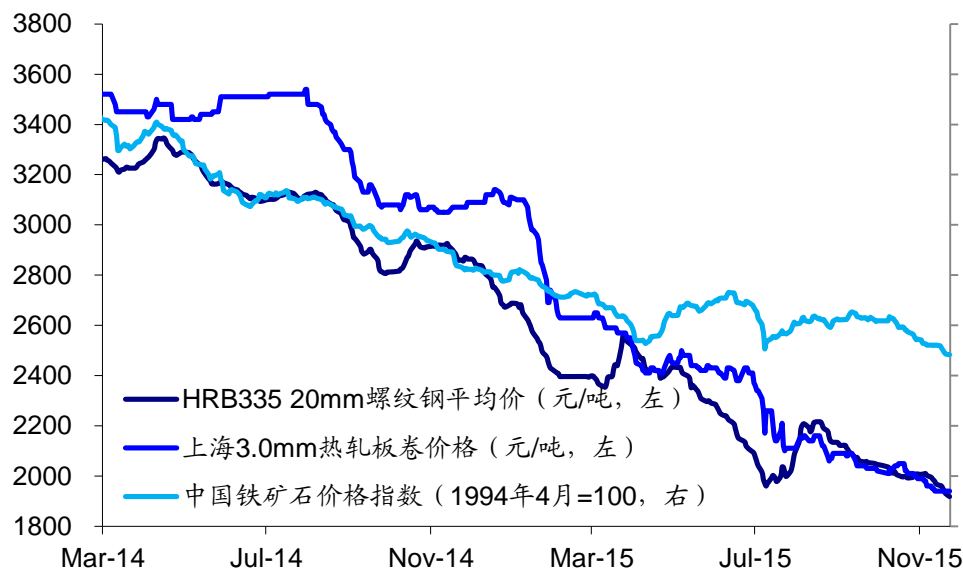
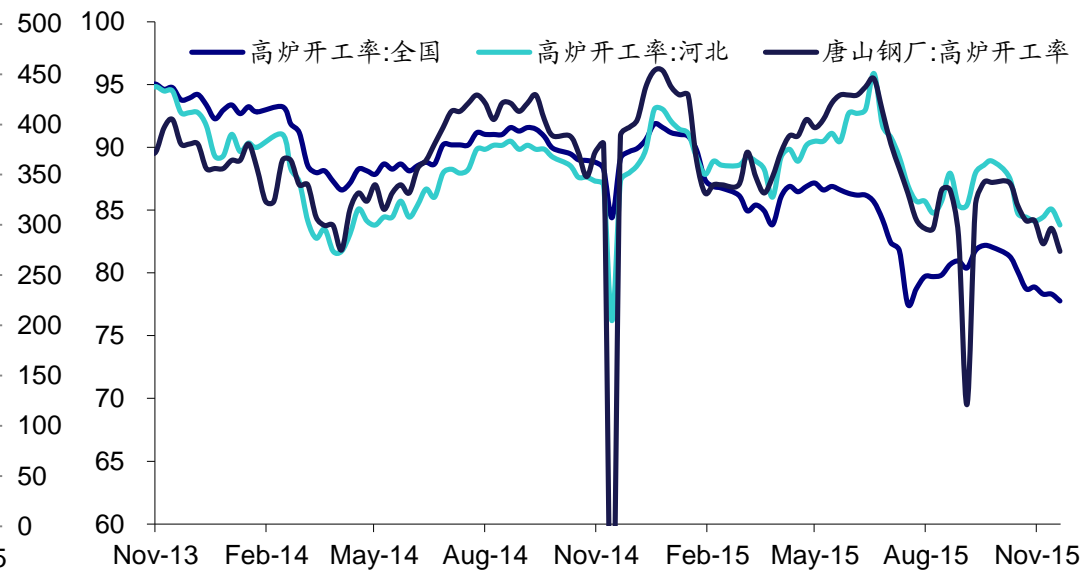


图 高炉开工率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游水泥：上周水泥价格小幅回落，库容比继续回升



指标	数据表现	解读
价格（周）	上周全国高标水泥价格环比下滑，较前一周回落0.18%。	上周全国水泥价格震荡下行。11月中下旬，全国水泥市场下游需求仍以疲软为主，并且受持续雨水天气影响，企业出货受到较大阻碍，库存持续上升，大部分地区为缓解库存压力，价格陆续下调。其中，华北地区价格平稳运行，东北和西北地区已开始错峰生产，华东地区价格大稳小动，中南地区价格震荡调整。
产量、库存	上周全国水泥企业库容比75.5%，微幅回升，仍处历年同期高点。	

图 全国水泥平均价格（P.O42.5）（元/吨）

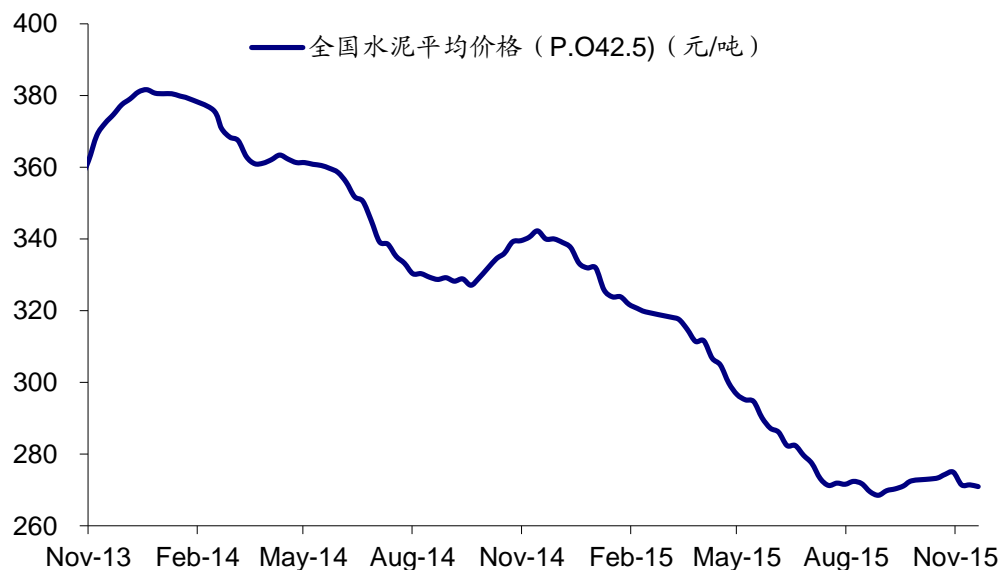
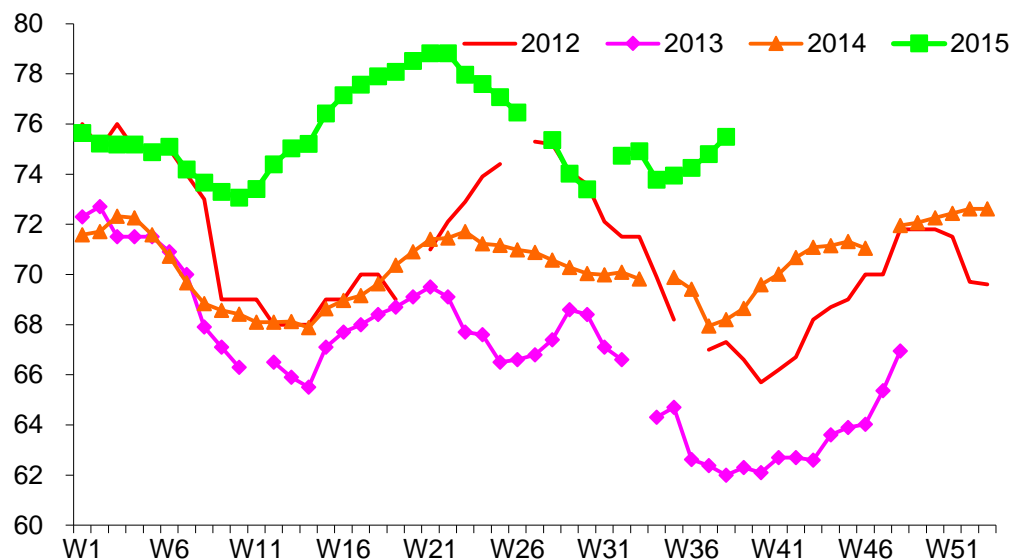


图 全国水泥企业库容比（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游化工：上周化纤原料价格平中有跌，PTA产业链负荷率普降



指标

数据表现

解读

价格

上周化纤原料价格涤纶POY、聚乙烯跌，尿素、钾肥、纯碱、PVC、橡胶平。

产量、需求

10月化工品产量增速乙烯、化纤、化学农药、纯碱、PVC降，橡胶平，聚酯升。

库存、开工率

上周涤纶POY库存可用天数续升，PTA工厂、聚酯工厂库存继续走平。上周PTA工厂、江浙织机负荷率降，聚酯工厂负荷率基本走平。

上周化纤原料价格依然是平中有跌，其中涤纶POY价格继续下滑。上周PTA产业链库存平中有升、负荷率整体下滑，其中PTA工厂负荷率再度回落至60%以下。价格弱、库存升、开工降，表明行业需求依然偏弱，去产能、去库存仍在持续。

图 涤纶长丝POY价格（元/吨）

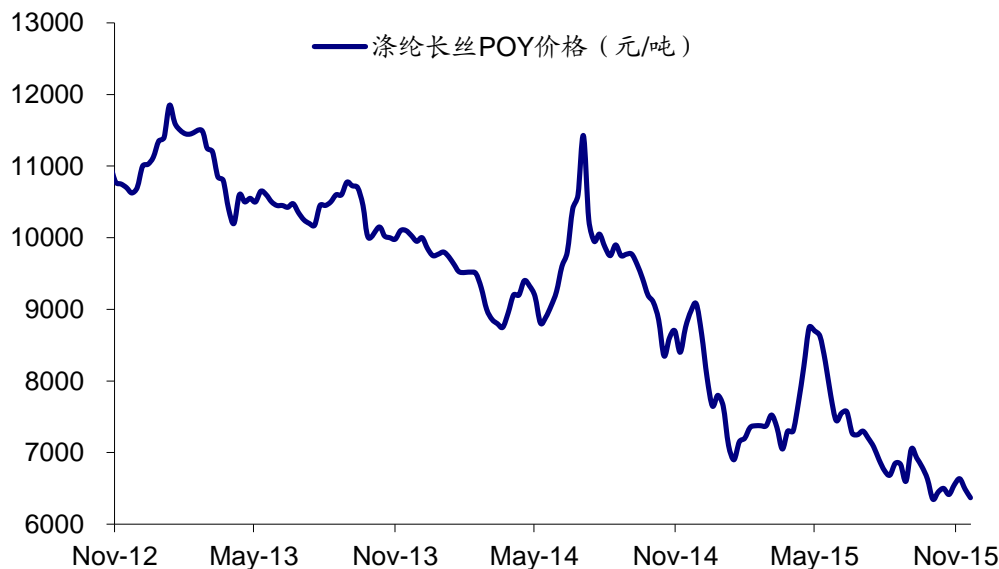
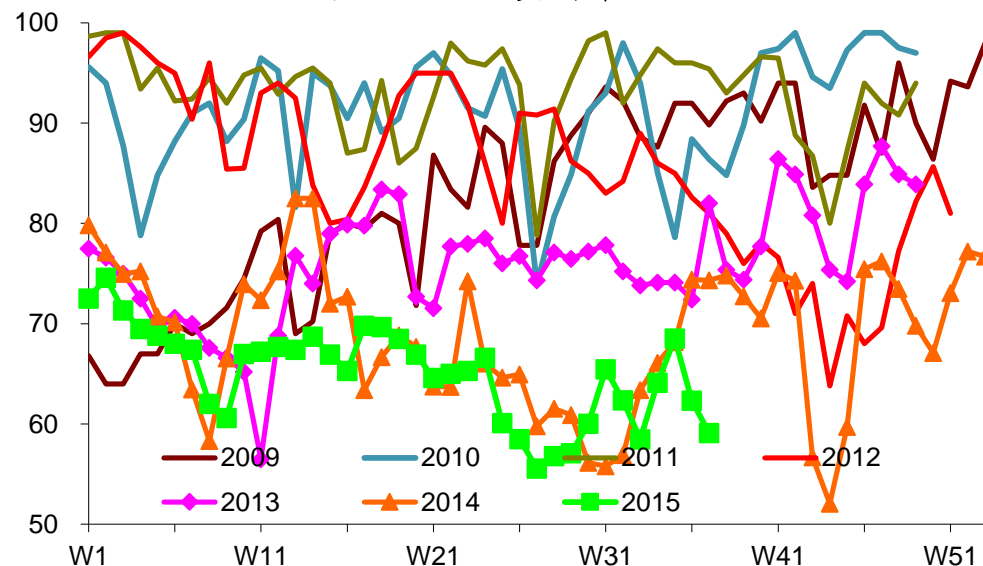


图 PTA工厂负荷率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游电力：11月上中旬发电耗煤跌幅仍大，工业生产依然偏弱



指标

数据表现

解读

生产

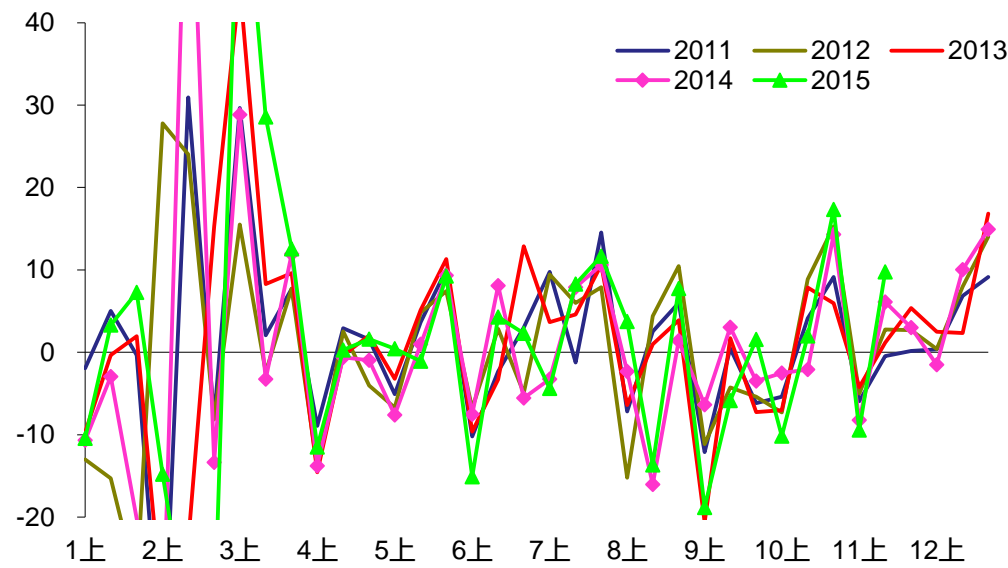
11月中旬六大电厂日均电力耗煤同比增速-8.1%，降幅较上月收窄；环比增速9.7%，创近5年同期新高。

11月中旬电力耗煤同比增速-8.1%，降幅较上月略收窄，而上中旬同比增速-9.6%，较10月增速略改善，但跌幅仍大，预示11月发电量和工业增加值增速或略有改善但程度有限，工业生产仍较疲弱。

图 六大电厂日均电力耗煤旬度同比增速 (%)



图 六大电厂日均电力耗煤旬度环比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

上游煤炭：上周煤价继续探底，港口库存大幅回升



指标

数据表现

解读

价格

上周动力煤、焦煤、无烟煤价平，
秦皇岛煤价下滑。

库存

上周秦皇岛港口库存大幅回升。

上周煤价整体继续探底，主因下游需求弱势难改。一方面，钢价跌跌不休，高炉开工率降至7月以来新低；另一方面电力耗煤仍处低位，电厂库存依然偏高。中国煤炭工业协会称，煤矿退出机制的政策建议初稿已经形成，但政策落地仍有时滞，产能去化依然漫漫，而新增产能还在不断投放，制约煤价回暖。

图 动力煤价格（元/吨）

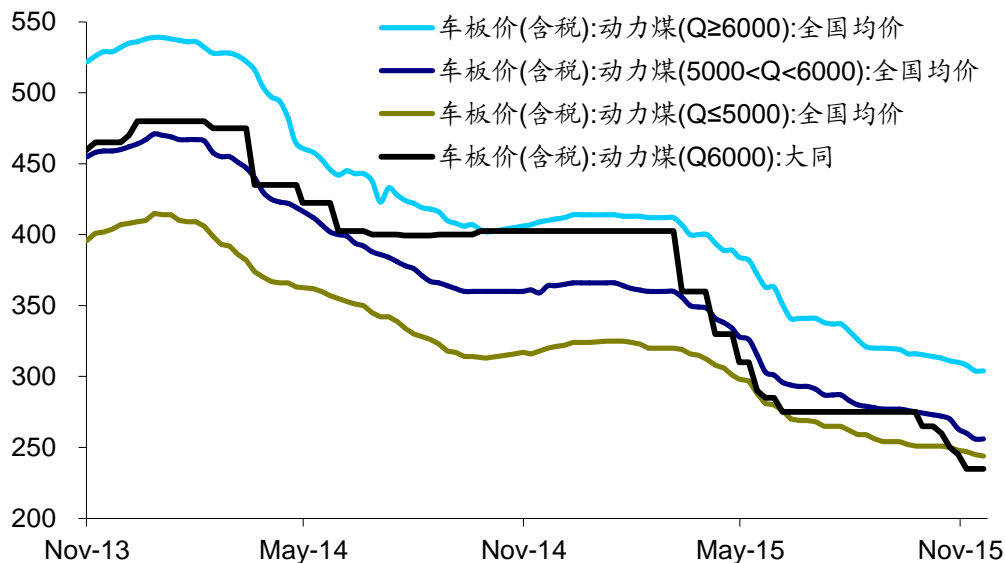
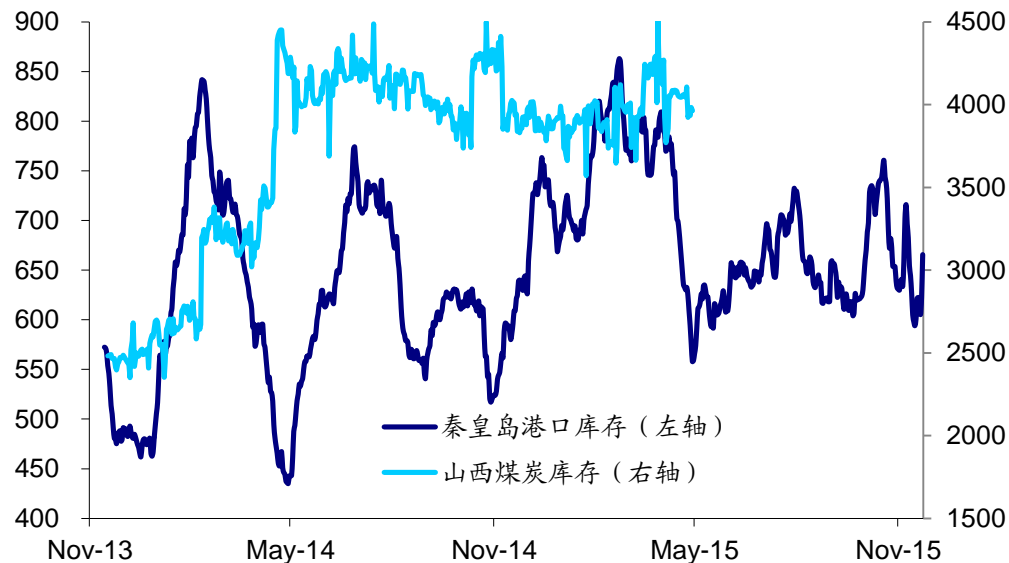


图 秦皇岛和山西煤炭库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

上游有色：上周铜价创6年新低，铝价续降，LME铜、铝去库存



指标

数据表现

解读

价格 LME现货铜、铝价格均小幅下滑。
LME期货铜、铝价格均继续下滑。

库存 LME铜库存、铝库存均继续回落。
上期所铜、铝库存均回升。

上周铜价降至6年新低，铝价继续下滑。美元走强至接近12年新高，再度接近100大关，大宗商品普跌。尽管嘉能可等铜矿生产商纷纷减产，但在中国经济增速放缓、美元加息临近的背景下铜价依然沦陷。

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

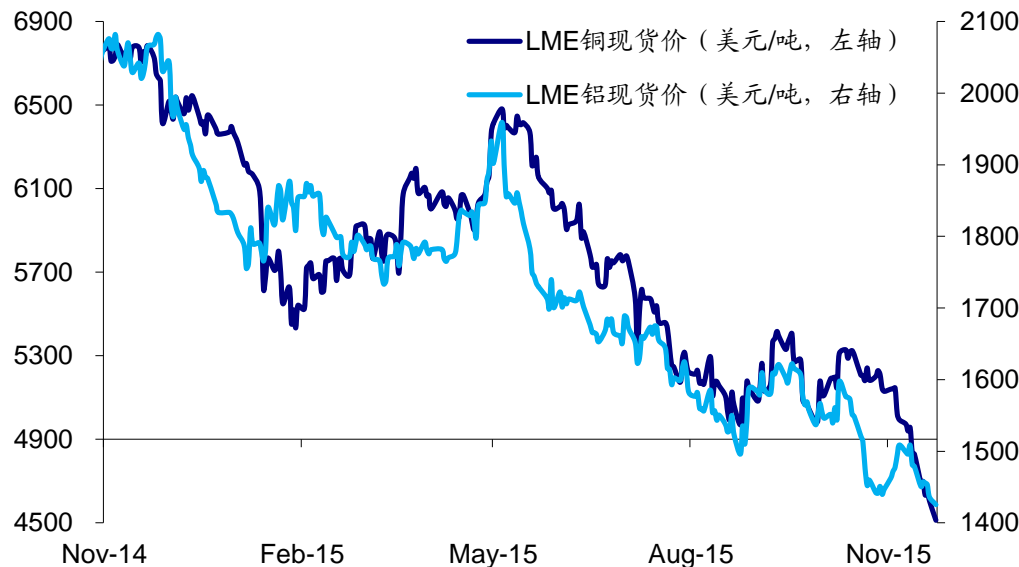
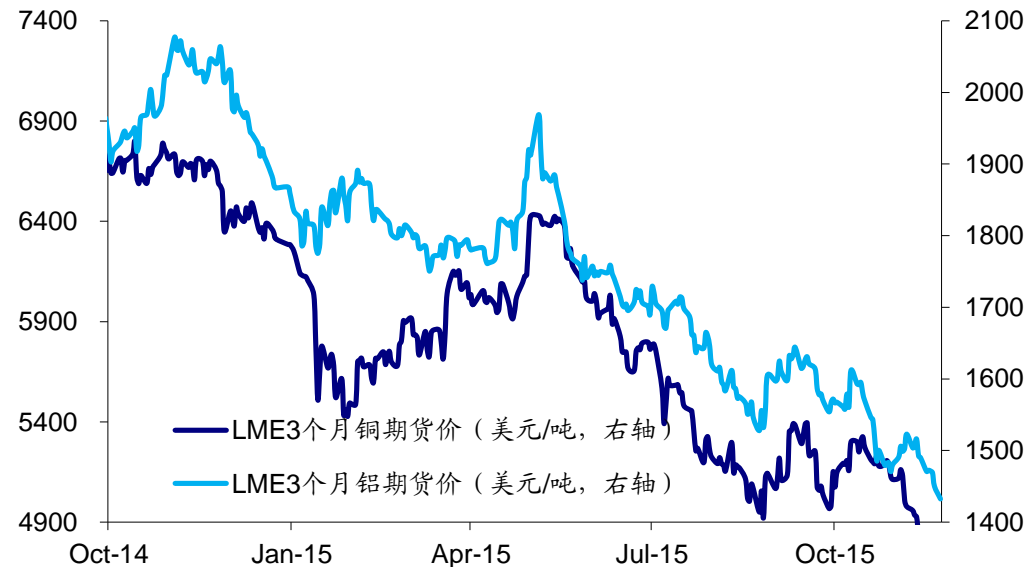


图 LME铜、铝库存（吨）



指标

数据表现

解读

原油

Brent、WTI震荡下行。

CRB指数

小幅震荡。

美元指数

继续回升。

12月议息会议临近，美元加息预期加强，上周美元指数继续回升，创7个月新高。上周美国石油钻井平台继续减少10台至564台，创2010年6月以来最低，油气钻井平台总数减少10台至757台。但在美元指数大幅走高的背景下，油价仍是震荡下行。

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

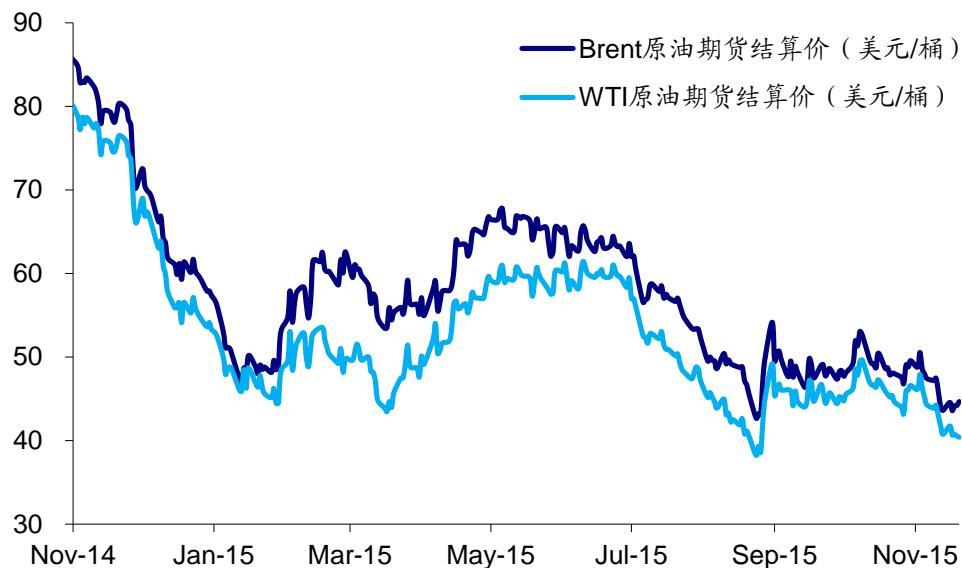
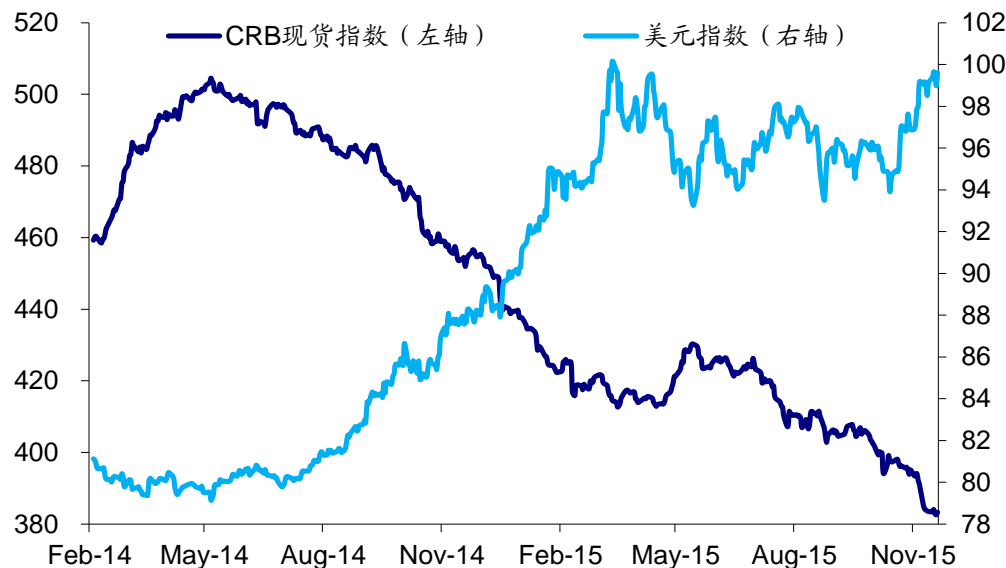


图 美元指数与CRB现货价格指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

航空客运

上周航空客运周转量同比增速12.8%，
较前一周小幅回升。

货运

10月铁路货运量当月同比增速-16.3%，
累计增速-11.9%。

海运

上周BDI继续下滑，创历史新低，
CCFI小幅回升。

10月铁路货运量增速再创新低，反映粮食、煤炭、矿物等大宗物资货运需求的下降，也印证10月工业生产总体不佳。上周BDI指数跌至500点以下，创历史新低，印证以钢材、煤炭、矿砂为代表的全球大宗商品整体需求不佳。

图 铁路货运量同比增速 (%)

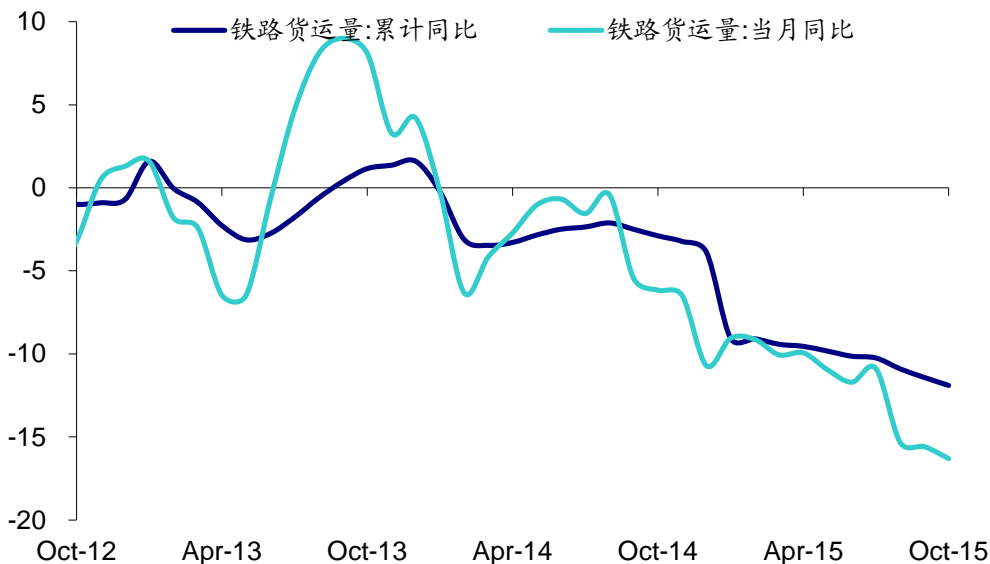
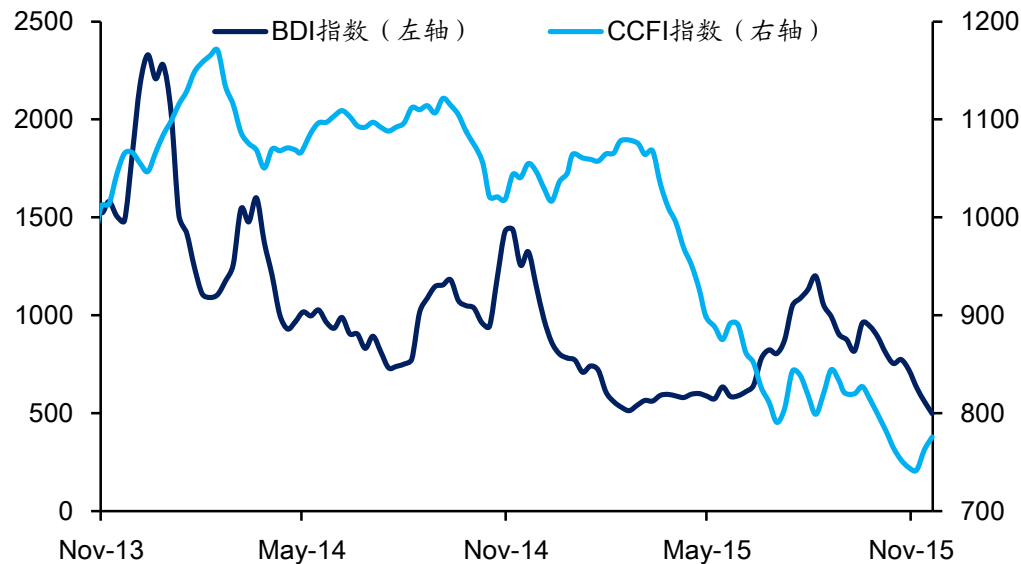


图 BDI与CCFI指数



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

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

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

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)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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。