

铜： 2016 年铜难言底

整个大宗商品市场供应端的过剩，房地产，金融，投资，没有一项能长期支持铜的消费回升，铜的未来消费会逐渐下滑，价格在 2016 年仍然是震荡走低的过程。。

要点：

- ◆ A 股没有等来 6124，却等来一场史无前例的股灾,导致金融动荡。
- ◆ 供应继续增加
- ◆ 消费减弱明显
- ◆ DGP 全面下滑
- ◆ 房地产数据全面走弱
- ◆ 铜结构性的熊市难结束

整个商品都在 10 月份出现大幅的下跌，螺纹钢、电解铝、镍等商品均跌破 2008 年金融危机时的低点并再创新低。铜在 10 月也打破前期震荡有节奏的缓跌行情，10 月份、11 月份开启了加速下跌的模式。

国际铜 2016 年的低点预计在 3600 美金附近，国内如果加上人民币可能的贬值因数，预计 2016 年低点在 28000 元附近。

相关报告：

《》

——2016 年年报

许劲松 策略分析师
021- 68402441-126
成都倍特期货有限公司

研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

铜：2016 铜难言底

经济是商品趋势的主要决定性因数，对于中国经济和大宗商品，我们引用陶冬的观点：近来大宗商品价格出现一轮惨烈的调整，也触发国际市场对中国经济硬着陆的担忧。相对于其他大国，中国经济的确面临较多的不确定性，主要体现在需求仍在下滑中、信用杠杆过高、刺激政策效果不佳等，全球资金再度聚焦于中国。笔者认为的确中国经济面临经济进一步下行的压力，银行不良资产可能加速暴露出来，制造业通缩情况仍未得到有效的控制，企业间相互拖欠愈演愈烈。

第一部分 2015 年行情回顾

2015 年铜上半年反弹，主要 2014 年底资金大量做空，持仓上升至 95 万手以上，现货消费还没有出现大幅度下滑，进入 2015 年，市场开始修正 14 年的超卖行为，同时股市火爆，市场对中国经济充满乐观，价格大幅度反弹接近 7000 点，经历了半年时间的反弹后，铜价在五月开始重新回到下跌老趋势中，2015 年 5 月后的下跌相对流畅，中间在 8 月上旬经历了人民币突然贬值的刺激，但是国际价格下跌，国内价格上涨，调整了比价关系，以至于目前铜的合理比价从原来的 7.2 上下修正为 7.5 上下。

进入八月后，消费下滑开始显现，人民币汇率的突然调整，也同时打开了进口窗口，但是市场表现并未如预料中那样有大量进口铜到货，进口增加幅度不大，进口窗口关闭后，贸易升水继续下滑，国际铜持续弱势。进入 10 月消费进一步下滑变得更加明显，国际上跟大宗商品相关的公司股票大幅度下滑，资金紧张，嘉能可事件在锌上发酵，同时市场也担心铜同样会有较大隐性库存存在，虽然目前铜的库存没有大幅增加，但是，消费端下滑过快，在国内现货消费上表现得越来越明显，整个大宗商品产业链上的消费都在年底集体下滑，相互作用，铜开始加速下跌。

图一：伦敦铜周线



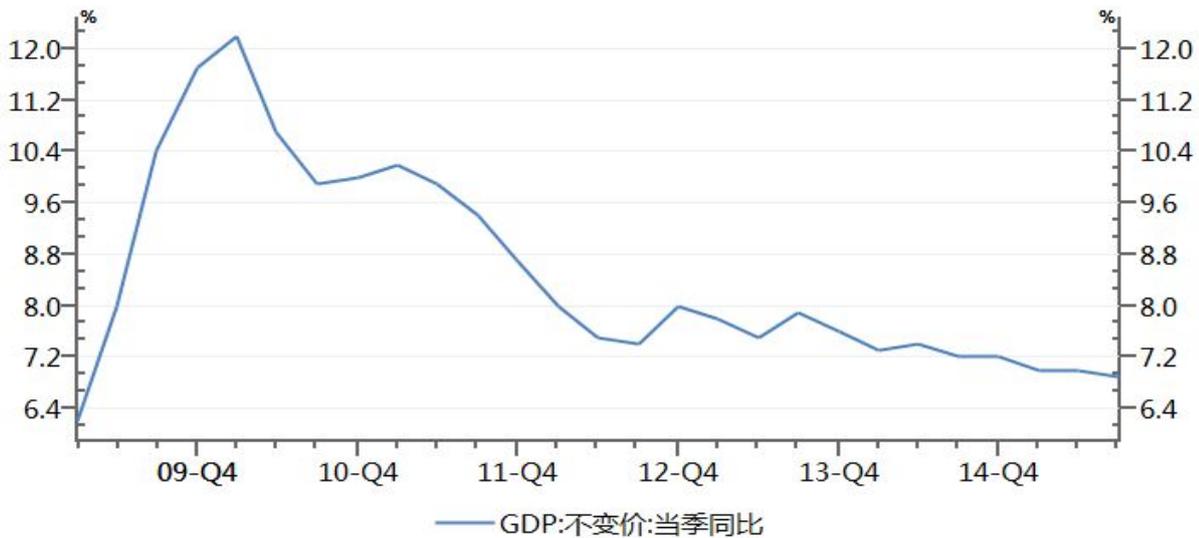
资料来源：文华财经

美元升值也是大宗商品走弱的另外一个因数，美元在中国股市大跌，人民币意外意外突然贬值后下跌，随后在良好的经济数据下再次走高，11月美元指数曾经触及100关口然后小幅度回落震荡，美元升值给铜带来压力，市场资金抛空信心增加。

第二部分 中国经济持续下滑

2015 全年保 7 基本是不可能完成的任务 CPI 持续回落，PPI 连跌超过 50 个月。PMI 长期维持在 50 下方。

图二：中国 GDP



资料来源: wind 资讯

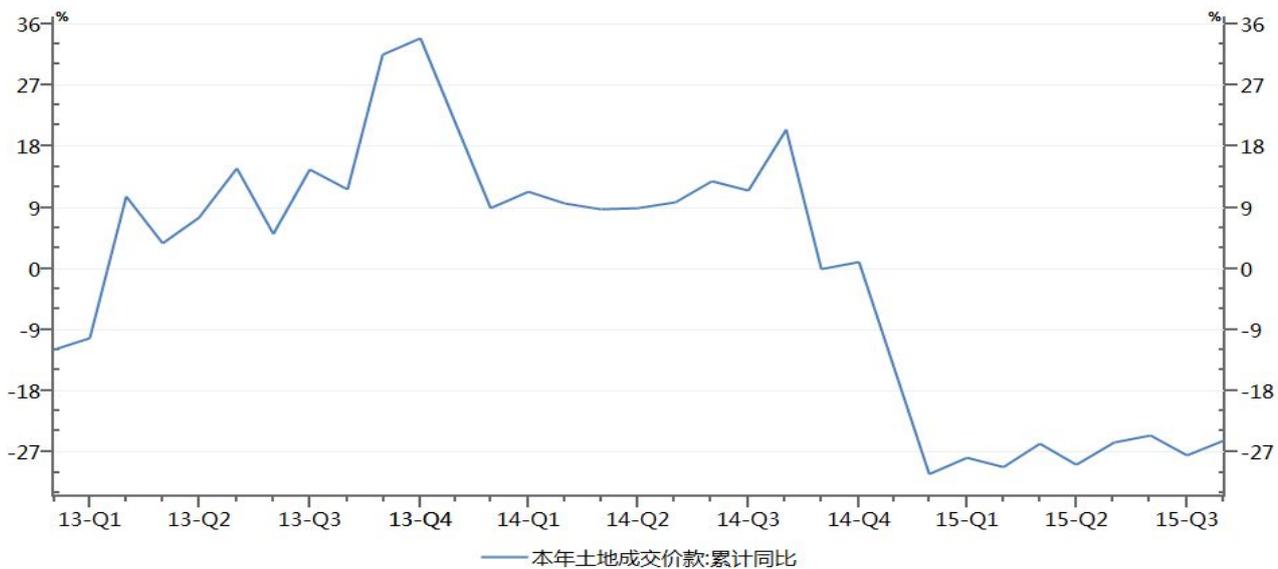
从大的经济周期看, 2016 年要面对的是产能过剩, 而且是严重过剩, 消费端的下滑也越来越超预期。PPI 转正仍需时日。由于工业品价格已经下滑到大部分商品的平均成本之下, PPI 下滑幅度会缓解, 还有第四季度, 财政投入大幅增加, 效果应该会在 2016 年二季度开始体现, 会缓冲经济下滑的压力。从工业品价格看, 企业破产倒逼会出现导致市场动荡。

下面我们讨论跟铜消费相关的数据:

1、房地产

1-10 月, 全国房地产开发投资 78801 亿元, 同比名义增长 2.0%, 增速比 1-9 月份回落 0.6 个百分点。

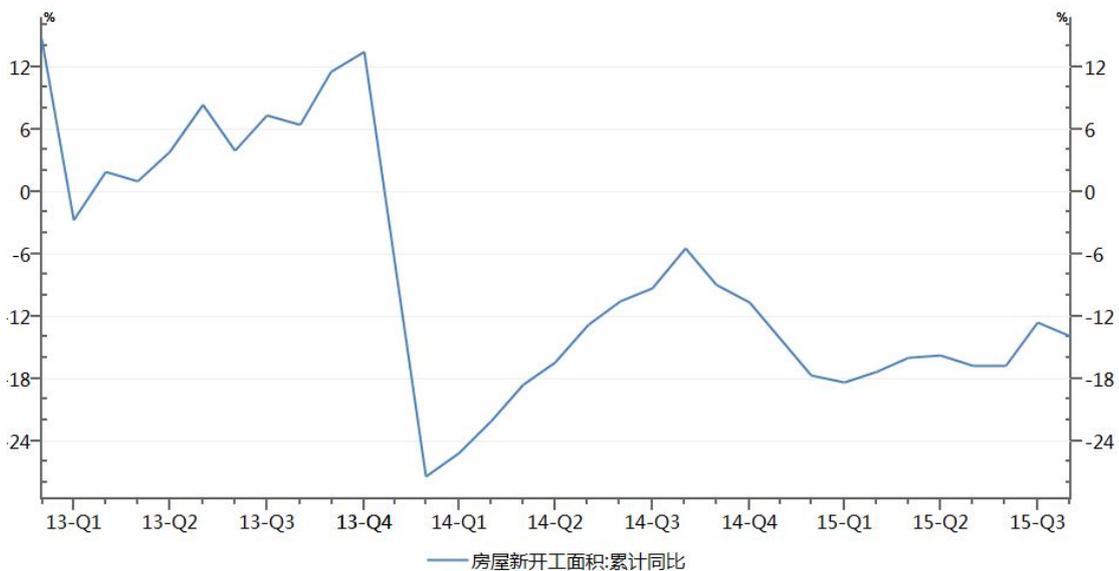
图三: 土地成交款同比



资料来源: wind 资讯

1-10月, 房屋新开工面积 127086 万平方米, 下降 13.9%, 降幅扩大 1.3 个百分点。

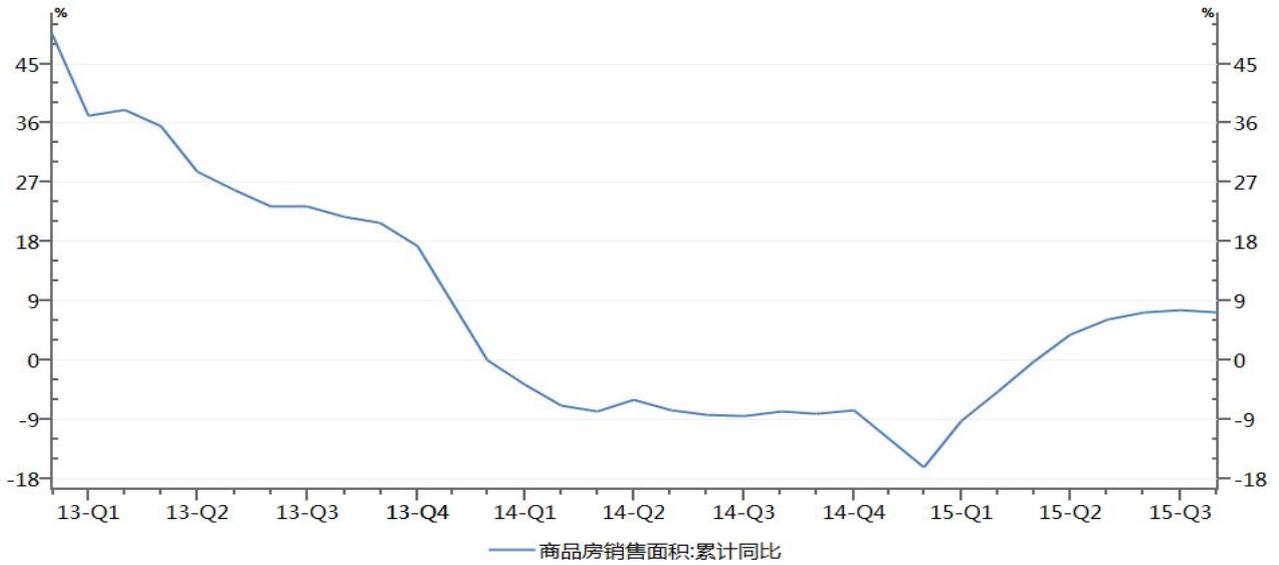
图四: 房屋新开工面积同比



资料来源: wind 资讯

1-10月, 商品房销售面积 94898 万平方米, 同比增长 7.2%, 增速比 1-9 月份回落 0.3 个百分点。

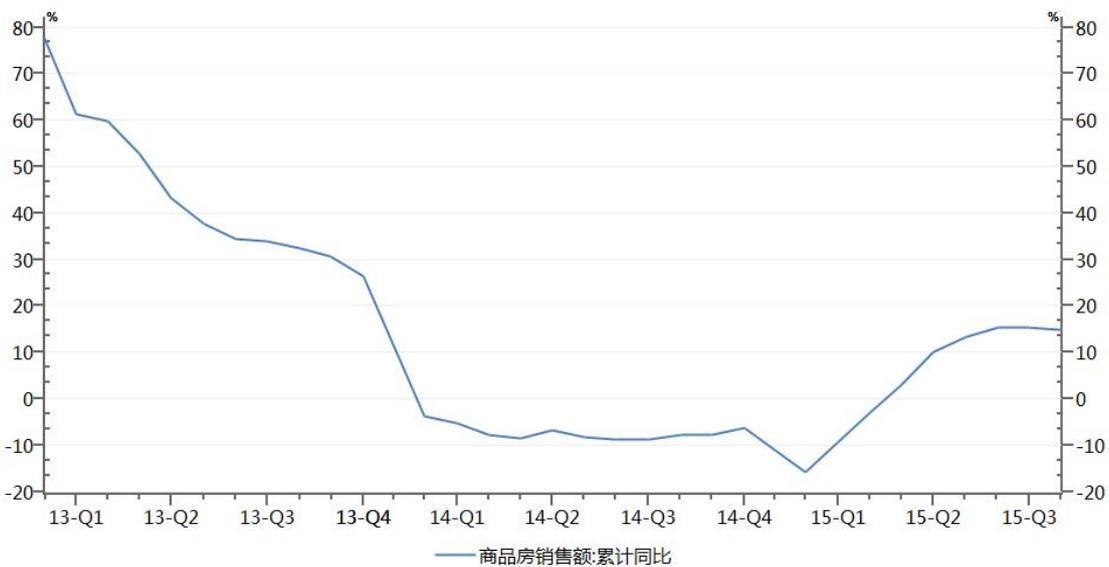
图五：商品房销售面积同比



资料来源：wind 资讯

1-10月，商品房销售额 64790 亿元，增长 14.9%，增速回落 0.4 个百分点。

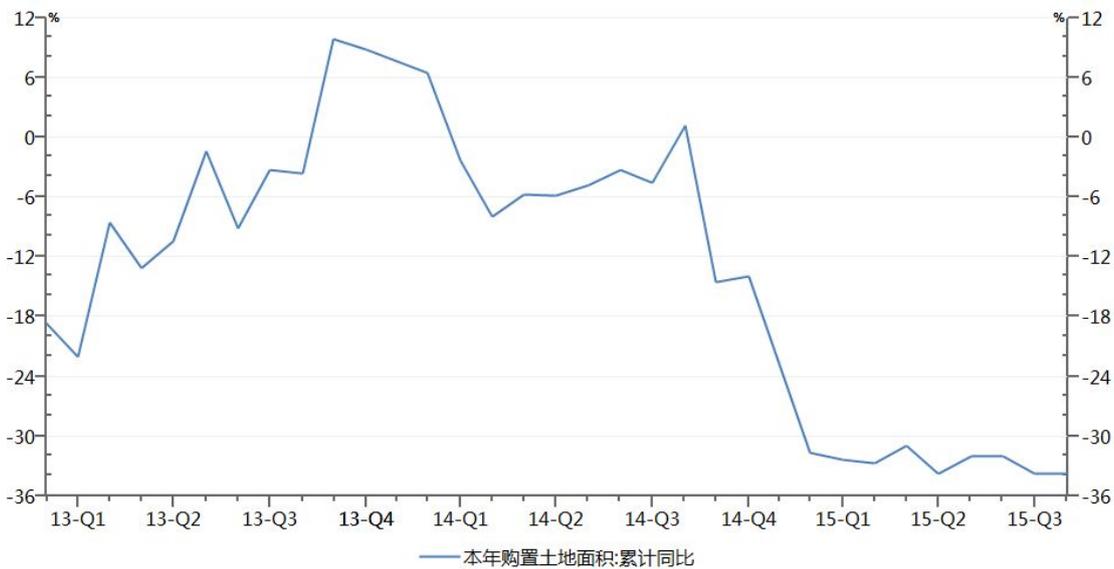
图六：商品房销售额同比



资料来源：wind 资讯

1-10月，房地产开发企业土地购置面积17847万平方米，同比下降33.8%，降幅与1-9月份持平；土地成交价款5794亿元，下降25.2%，降幅收窄2.3个百分点。

图七：购置面积同比



资料来源：wind 资讯

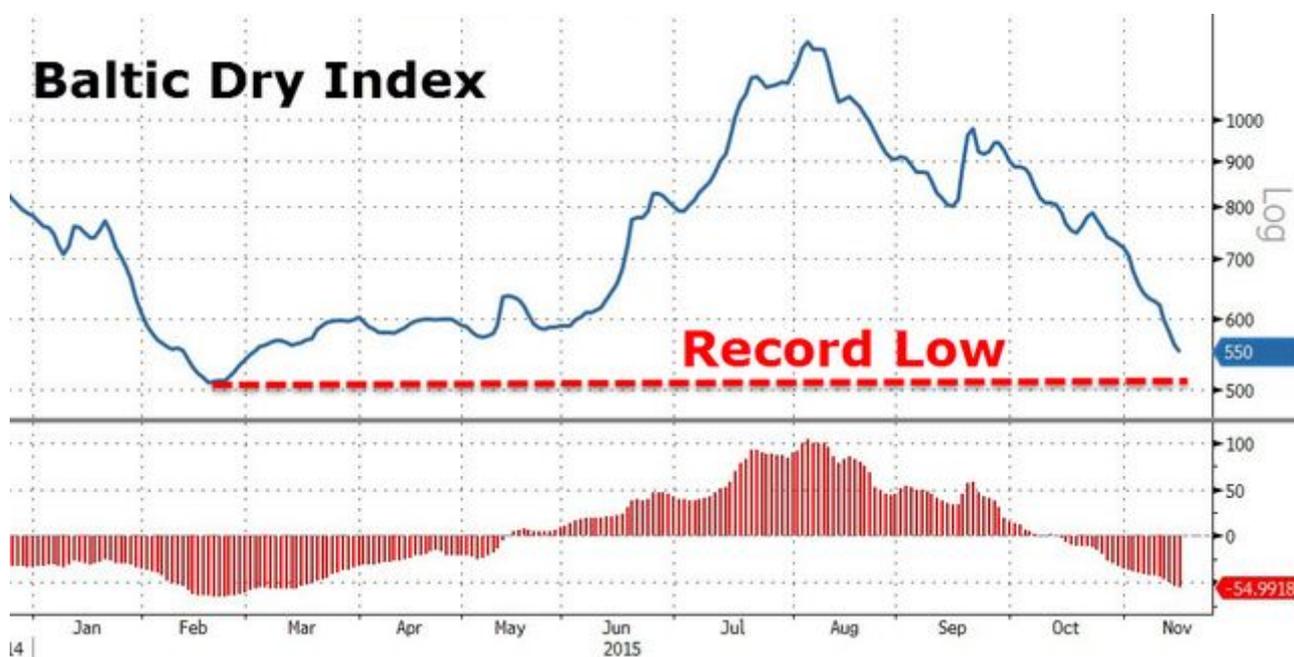
房地产销售在2015年回光返照，2016年将再次回到现实。全国的商品房销售也在10月首次出现回落，政策宽松带来的短期效应正在逐步消散，地产身上的镣铐从来就没有消失过。房地产投资的情况要比销售更糟。2014年新开工面积负增长，2015年施工面积负增长，2016年房地产开发投资可能出现全年负增长，房地产政策的核心是消化库存。

房地产数据在2015年全面走弱，传导到相关的金属消费市场还需要时间，房地产传导到电线电缆再到家电市场，电线电缆、家电市场再传导到铜产业链也需要时间，因此，从房地产数据来看，2015年全面走弱，对铜的影响真正开始深入的时间应该会在在2016年深入。

2、工业

中国经济放缓，煤炭和铁矿石等大宗商品需求不振，前三季度，BDI指数均值仅有744点，比去年进一步下滑了32%。波罗的海干散货指数曾在2008年5月20日达到11793点，创下历史最高记录。该指数在今年2月18日跌至509点，为历史最低。抱着中国经济企稳和美国经济加速复苏的希望，BDI指数年中大幅反弹，并在8月份达到1222点的阶段性新高。但是希望过后又是失望，实际上，历年来，BDI指数从未在11月如此低迷。

图八：波罗的海干散货指数



资料来源：华尔街见闻

中国前10个月城镇固定资产投资同比10.2%，较前值的10.3%有小幅回落，再度刷新十五年来最低增速。

国家统计局数据显示，前10个月全国固定资产投资（不含农户）447425亿元，同比增长10.2%，增速比1-9月份回落0.1个百分点，回落幅度比1-9月份收窄0.5个百分点。其中，制造业投资148458亿元，同比增长8.3%，增速与1-9月份持平。

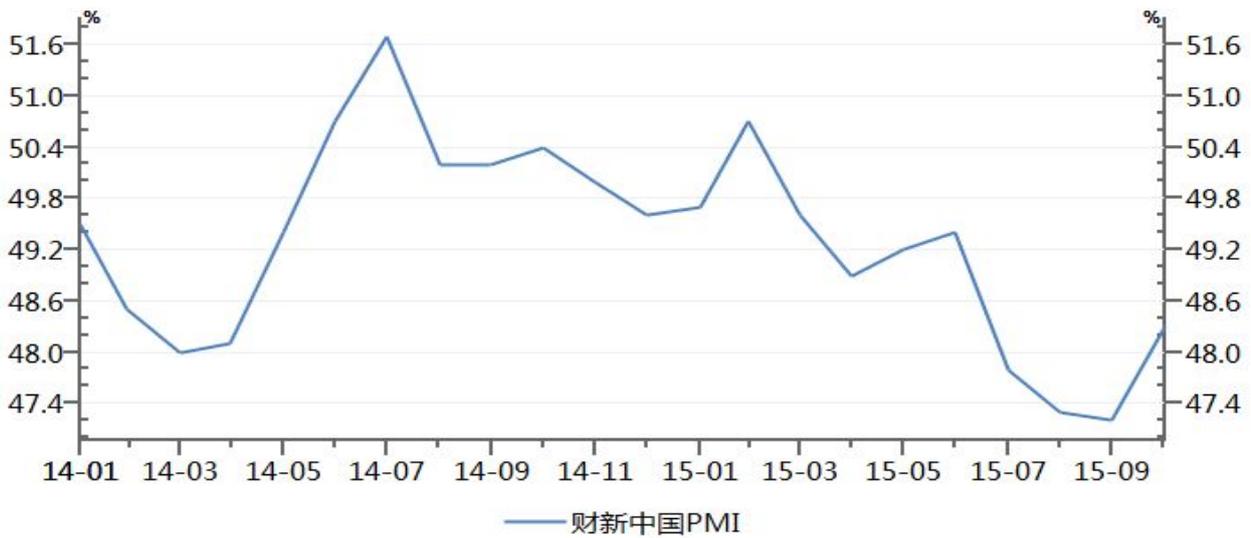
图九：固定资产投资增速



资料来源：华尔街见闻

制造业投资仍没有回暖迹象。PPI 已 44 个月连续为负，利润同比也持续为负，显示传统工业部门依旧水深火热，产能过剩未有实质缓解，制造业将会在相当长的时间内维持低迷，PMI 一直在 50 下方。

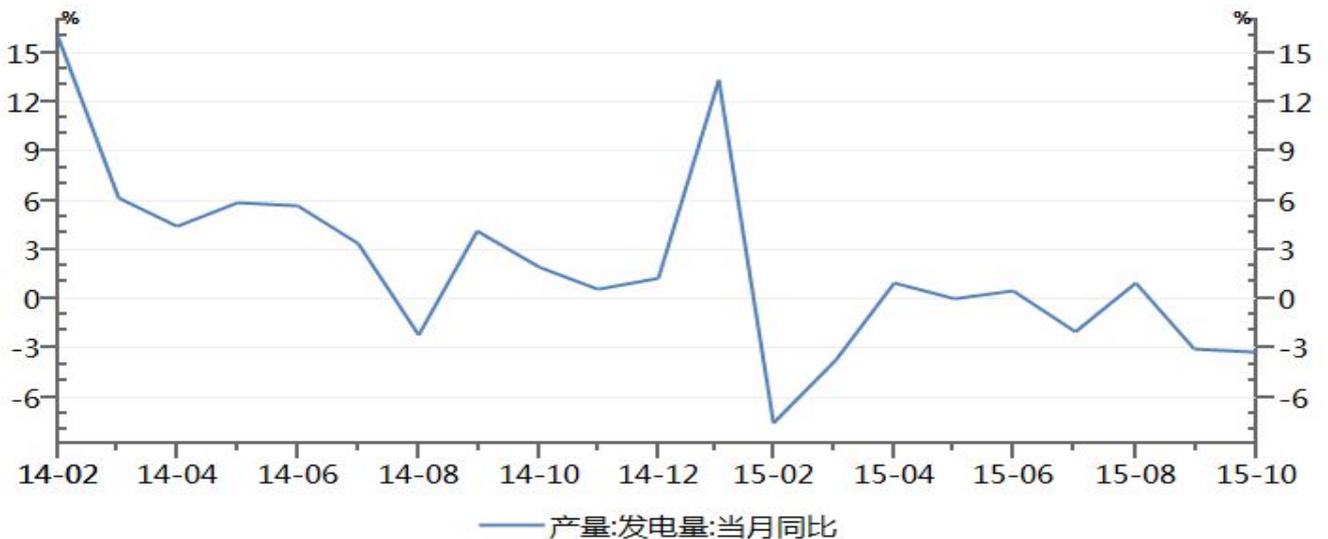
图 10：财新中国 PMI



资料来源: wind 资讯

10月发电量 4454 亿千瓦时, 同比下降 3.2%, 降幅较上个月的 3.1%扩大。

图 11:发电量同比



资料来源: wind 资讯

中国工业数据持续不振,主要是产能过剩已经到了必须调整的阶段,消费没有新的亮点,供应不断增加,投资开始减少,中国对于铜的消费增长会出现持续下滑,明年开始出现负的增涨也在所难免。在产能调整的过程中,即便供应减少,我们认为,消费也会随之下降,而且速度会更快一些,投资的减小是全方面的。

倍特期货研发中心

第三部分铜的基本面

1、供应过剩持续

2015 年全球精铜产能利用率呈现稳定增加格局，中国产量持续增加，全球消费难有大增涨，中国消费增幅不断下滑，综合看，全球铜仍然难改供应过剩的局面。

图 12：全球铜供需平衡表

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-10 月*
产 量	1983.0	2076.0	2160.0	1828.0
消 费 量	1970.0	2055.0	2125.0	1795.0
供需平衡	13.0	21.0	35.0	33.0

*为预估值

资料来源：安泰科

2、中国铜消费

中国铜消费占了全球铜消费 40%以上的量，中国消费的状况是影响铜供需的最主要因素，前面我们看到房地产和工业数据的持续下滑，中国铜消费预计在 2016 年也会进入一个负增涨区域，这意味着会有更多的库存到市场中来。

铜材产量和库存相对匹配，电线电缆产量下降库存回升，铜的消费难有起色，终端消费没有亮点。

图 13：铜材产量同比

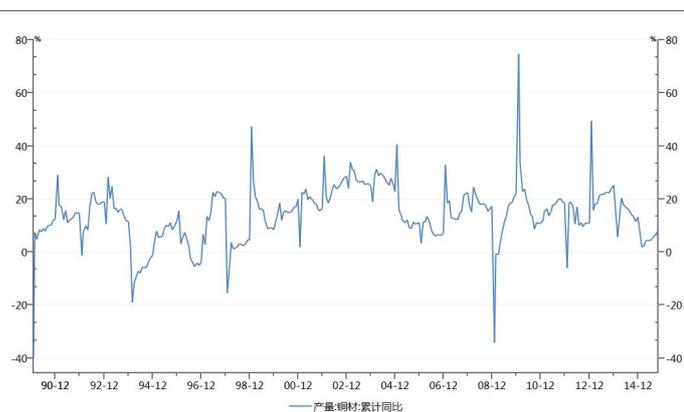


图 14：铜压延库存同比

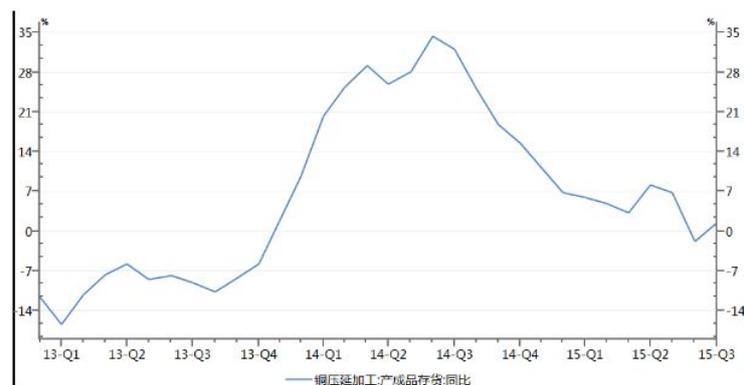


图 15: 电线电缆产量同比

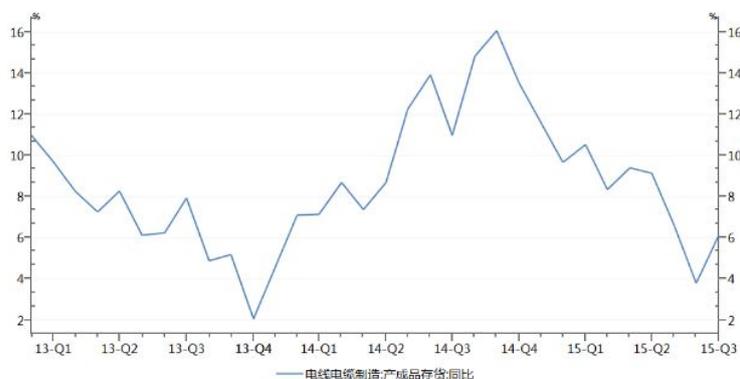


图 16: 电缆库存同比



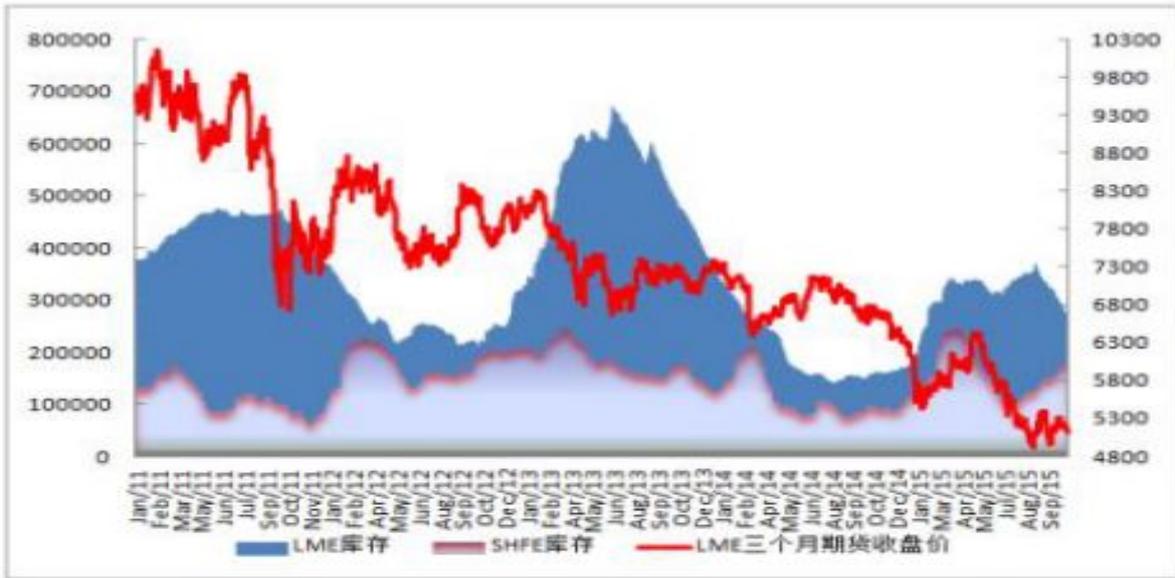
资料来源: 安泰科

3: 库存

图 17: 三大交易所库存变化情况

三大交易所的库存的绝对值变化不大, 中国保税库小幅度增加, 进口 1-9 月份同比是减少, 但是现货升水没有出现大幅度上升, 产量增加幅度也不大, 但是三个交易所现货月都难有升水结构, 这也说明消费在暗自下滑中。

图 15:



LME、SHFE 库存变化和三个月期铜价格走势对比

资料来源：安泰科

4、交易上看，国内铜市场每次下跌都伴随着持仓增加，年初曾经达到 95 万手持仓，然后开始反弹，反弹幅度超 7000 点，今年 11 月持仓接近 90 万手后再次大幅度反弹，预计 2016 年还是延续增仓下跌减仓反弹的交易特点。

第四部分：金融

美元升值预期已经形成，只会有节奏变化，不会有方向变化。

图 18：美元指数周线



资料来源：文华财经

中国资本账户逆差将加速扩大，吃掉经常账户顺差。今年三季度资本账户逆差已达到创纪录的 2239 亿美元，完全吃掉了经常账户的 634 亿美元顺差，导致外汇储备缩水 1606 亿。这种趋势不可逆转：套利资金逆转，过去是借低利率又贬值的美元投资高利率又升值的人民币，可能逐步成为借低利率又贬值的人民币投资高利率又升值的美元

10 月新增贷款、社会融资遭“腰斩”创 15 个月新低，美元升值人民币贬值，导致中国融资铜需求减少，进口数量减少给国际铜带来下行压力。

结论：综合以上的数据，我们认为，铜已经进入有整个产业链从投资到消费全面下滑的结构性熊市中，整个大宗商品市场供应端的过剩，投资下滑，房地产，金融，投资，没有一项能长期支持铜的消费回升，铜的未来消费会逐渐下滑，价格在 **2016** 年仍然是震荡走低的过程。国际铜 **2016** 年的低点预计在 **3500** 美金附近，国内如果加上人民币可能的贬值因数，预计 **2016** 年低点在 **27500** 元附近。

