

铜：供给侧改革和财政宽松带来反弹

2016年的一季度，铜价进入反弹周期，供应和消费虽然未见明显起色，但是，国家提出的供给侧改革和有色企业联合减产等措施，确实阻止了铜价进一步的下跌幅度，在逐步的盘整阶段，经历了股市大跌，人民币汇率大跌，欧美股市的震荡，在所有不利因素企稳后，铜价反弹加速，目前伦敦铜价上 5000 美金，国内铜价上 38500 元。

图一伦敦铜日线



资料来源：文华

我们认为，本轮的反弹，市场还是没有得到基本面更多的支持，在反弹的过程中，国内铜现货一直维持贴水结构，伦敦铜现货虽然有升水，但是幅度一直不

大，市场主要是对 2015 年年底大宗商品抛空过渡的一个调整，尤其是黑色品种的抛空过渡带来了报复性的反弹，导致市场情绪开始逐渐逆转。

作为大宗商品领头羊的铜在本轮的反弹中表现不强，基本面也没有明显的变化，市场支持因素还是宏观的货币政策以及对未来需求的预期。

宏观方面的金融政策我们认为 2016 年对铜的走势相当重要，货币宽松，汇率稳定，财政投入加大，都会是铜价底部的支持，短期看，铜的反弹已经到一个目标位，后续能否回落我们认为还要继续关注中国未来的宏观政策带来的需求能否增加。

一、宏观预期

正在进行的两会给了一些对 2016 年宏观的一些预判，我们也借鉴别人的总结给大家一个比较直观的看法。

图二 2016 年中国经济目标

一张图看懂今年政府工作报告主要量化指标与去年有何不同？			
	2015 年目标	2015 年完成	2016 年目标
国内生产总值增长	7%左右	6.9%	6.5%-7.0%
通胀 (CPI)	3%	1.4%	3%
广义货币 (M2)	12%左右	13.34%	13%左右
财政收入增长	7.3%	5.8%	
财政支出增长	10.6%	13.2%	
一般公共预算收入	154300 亿		157200 亿
一般公共预算支出	171500 亿		180715 亿
总赤字率	2.3%	3.48%	3%
财政赤字	1.62 万亿	2.35 万亿	2.18 万亿
中央财政赤字	1.12 万亿	-4.37 万亿	
地方财政赤字	5000 亿	6.72 万亿	7800 亿
地方政府一般债务余额	16 万亿		10.7 万亿
地方政府专项债务余额			6.48 万亿
国债余额限额	111908.35 亿		125908.35 亿
固定资产投资	15.0%	10.0%	10.5%
铁路投资	>8000 亿元		>8000 亿元

1、供给侧改革继续提到日程，得到金融支持

中国人民银行行长周小川在周日上午参加中共界别小组讨论后表示：从功能说，供给侧结构性改革，财政政策能够发挥更好的作用。过去，货币政策主要是在需求侧，是对总需求的管理。总需求管理做的合适的话，会给供给侧提供更好的空间，让他们发挥得更好。他还表示：这些年大家不同程度地尝试了差别性的货币政策和金融政策，包括鼓励不同的金融结构，像前面两年发展民营银行，支持金融机构对中小企业和小微企业增大融资力度，也包括通过差别性的政策使得不同的金融机构能够更好地服务于经济的结构性调整。将给新型金融活动提供更好的空间，同时要有更好的监管，使得金融结构发展更加适应整个结构性调整，在去产能、去杠杆和去库存等方面发挥更好作用。

2、经济增长目标下调至 6.5% -7%

民生宏观认为，中国政府首次将 GDP 目标定为 **6.5% -7%** 区间，今年政策和经济弹性可能略大于过去两年。房地产去库存、制造业去产能的结构性压力仍在继续，年度下行是定局。但由于影子财政扩张支持稳增长力度加大等原因，经济可能出现季度级别的反弹，影子财政和表内财政集中发力可能使二季度经济成为全年最好的一个季度。

九州证券全球首席经济学家邓海清表示，**2016** 年中国经济将进入“L 型”下半场，中国经济将由“过去五年的趋势性下行”转为“未来五年的窄幅区间波动”，市场投资逻辑需要重大调整。

招商固收分析师孙彬彬、高志刚认为，政府明确了经济增速区间，稳增长仍是政府工作的首要任务，就业压力为经济增速设定底线，突出财政与货币政策，预计全年经济增速前低后高。

3、2016 年财政赤字率上调至 3%

民生宏观认为，积极财政看上去更加积极，从 2.3%大幅上调 0.7 个百分点，但考虑到去年的实际赤字率高达 3.5%，今年即便再度超额执行，财政空间也很有限。主要原因是经济下行期流转税为主的税收明显下降（去年仅增 5.8%）。今年稳增长的主力仍不是狭义的财政，而是以专项建设基金和 PPP 为代表的“大财政”，尤其是 PPP 可能在交通、环保、园区开发、水务等领域加速推进，签约规模有望突破 2 万亿。

邓海清表示，对比 2016 年和 2015 年的政策基调，“财政、货币政策攻防转换”非常明显：一方面明确了赤字率扩大，另一方面明确了三项减税降费措施。2016 年央行大幅宽松的可能性很小，而扩大赤字规模、扩大基建投资、降低税率已成为必然。

邓海清还称，扩大财政赤字不会明显增加中国的债务风险。一方面，中国债务成本已经大幅下降，考虑地方政府在内的全口径债务利息支出不一定会增加；另一方面，财政刺激能够扭转经济周期性下滑，增加土地出让收入和长期的税收收入，政府未来预期现金流得到改善，也将减轻偿债压力。

4、M2 目标上调至 13%

民生宏观解读称，（1）货币政策的重点从货币宽松向信用宽松过渡，预计全年 M2 在 13-14%。一是配合专项建设基金和 PPP，银行找到了新的投资公共信用的渠道；二是利差收窄、债券收益率空间不大的背景下，银行有动力做大信贷基数。但中央也不会放任 09 年式的大放水，如果 M2 信贷像 1 月这样超预期突进，监管层一定会打板子，防范金融风险。（2）可能从价格调控和数量调控并重回归数量调控为主，今年情况比较特殊，汇率和通胀掣肘，价格调控的空间不大，但为配合影子财政扩张稳增长，通过数量调控稳定资金面、维持信用扩张仍有必要。

国泰君安宏观任泽平、解运亮认为，上调赤字率和 M2 目标，意味着积极的财政政策将更积极，稳健的货币政策将略偏宽松。货币没有去实体，维持核心去向是维持债务循环和推升房市泡沫判断。

5、汇率保持稳定

民生宏观表示，在美元相对强势的背景下，要保持对一揽子货币的稳定，人民币仍有贬值压力，但全年预计会维持在 7 以内。从节奏上看，上半年的条件好于下半年。一是货币扩张向信用扩张，经济短期企稳；二是资本管制力度有所加强；三是美联储加息预期处于阶段性低点。

邓海清认为，政府明确表示“目前人民币汇率稳定，不存在持续贬值的基础”，这意味着“一次性大幅贬值”的可能性极小。“一次性大幅贬值”需要外围环境静态不变，但实际上“一次性贬值”必然导致“竞争性贬值”。长期来看，汇率稳定需要基本面稳定，这又进一步要求积极财政政策和供给侧改革加快步伐。

前央行货币政策委员会委员、清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵预计，人民币今年最大贬值空间为 3%-5%。

从以上各种宏观分析看，2016 年财政投入加大，资金宽松，市场调整结构，加快供给侧改革步伐，对大宗商品都是一个积极的信号，我们目前仍然在这种预期中期待价格的反弹以及需求反弹阶段性的顶部价格。

可以说 2016 年一季度的反弹，没有更多的基本面因素来支持，至于未来的消费能否有大的改变，目前阶段我们还在观察各种数据，中国对大宗商品的消费周期已经从高速增涨到不增涨在逆转，商品的价格依然没有走向牛市的可能，短期的上涨我们还是看做是一次正常的反弹行情。

二、铜的基本面：

2015 年精炼铜全年产量 785 万吨，同比增加 6%。消费上看，电力行业中发电设备产量同比去年下滑 12.6% 变压器产量同比下滑 0.8%，电力电缆行业同比下滑 2.7%。去年四季度铜的消费全面进入负增长，供应进入过剩周期。

图三：中国铜供需平衡表

表 中国精铜供需平衡表 (单位:万吨)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年1月**
产量*	561.7	617.9	688.4	741.0	62.0
净进口量	312.8	291.2	332.4	346.6	29.0
供应量	874.5	909.1	1020.8	1087.6	91.0
消费量*	768.0	820.0	872.0	915.0	76.0
供需平衡	106.5	89.1	148.8	172.6	15.0

注: *为安泰科数据; **为预估值

房地产行业持续降温,数据我们就不再每次重复,房地产数据下滑会直接导致家电行业的下滑,2015年冰箱产量增速下滑1.4%,空调下滑0.4%

图四:中国铜消费结构

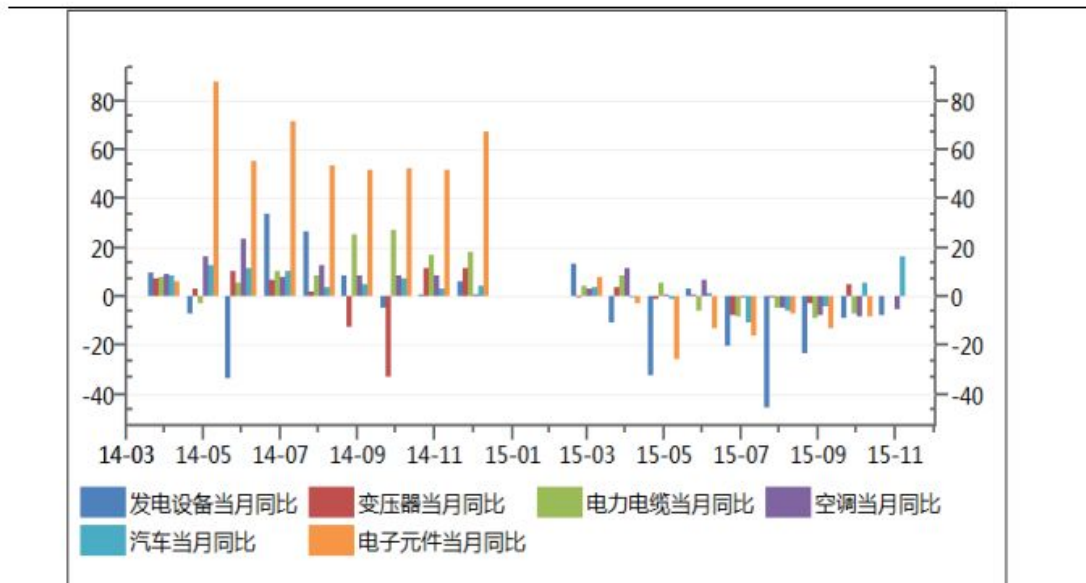
表 中国精铜消费结构及预测(万吨铜)

	2013	<i>13/12 %</i>	2014	<i>14/13%</i>	2015	<i>15/14%</i>
电力	395	8.8	425	7.6	455	7.1
空调制冷	124	6.9	136	9.7	140	2.9
交通运输	82.5	4.4	85.5	3.6	88	2.9
电子	60	5.3	62.5	4.2	64.5	3.2
建筑	72.5	3.6	74	2.1	75.5	2.0
其他	86	3.6	89	3.5	92	3.4
总计	820	6.8	872	6.3	915	4.9

资料来源:安泰科

图五:消费负增长

图 :2015年下半年中国铜消费全线负增长



资料来源：安泰科

虽然我们在国家的积极政策下预测到铜的反弹，但是从 2015 年持续下滑的消费来看，铜后续能有多大的上涨还是需要谨慎，目前我们没有从一些交易相关的数据上看到需求的好转。

三：交易层面的铜

在本轮的反弹中，得到支持的就是伦敦铜的库存持续下滑，目前只有 19 万吨，注销仓单还维持在接近五万吨，但是国内库存创新高，不断减少的伦敦库存流向中国，据说保税库的库存也在不断增加。

比价在去年底曾经打开进口窗口，冶炼厂联合保价的时候，比价一度接近 8，预计那时有许多套利买伦敦空国内，进行了这次的库存大挪移活动。

目前铜价反弹至 5000 美金上方，从冶炼厂的利润方面看，减产的可能几乎没有，后续的消费能否跟上还看不清楚，从 2015 年全年的数据看，整体价格已经高于 2015 年四季度，但是库存也高于 2015 年四季度很多。目前现货依旧贴

水，短期我们认为反弹已经接近尾声，预计 2 季度如果有消费好转，价格会在 38500 元上方维持甚至反弹至 39500 附近，但是不会持续。

我们的建议：38500 上方开始逐渐抛空，如果二季度有持续的库存大减，现货升水升高再考虑止损。

倍特期货策略分析师 许劲松