

资金的热情决定价格的方向

2016年上半年，铜价大幅波动，两波小趋势行情，先是弱势下跌至2009年以来的低位4318美金，随后开始震荡反弹，至5130美金上方，资金在商品市场大量进入，铜的走势在商品中算温和并基本符合基本面的变化，有短期背离也很快被修复。2016年七月行情短期见高点回落，然后继续小区间波动行情。

图1 沪铜指数



来源：文华财经

2016年2季度，整个商品市场是一个资金主导的趋势势，我们用最近的巴克莱报告来看看商品市场吸引了多少资金进入。

一、资金的力量

巴克莱银行大宗商品研究主管Kevin Norrish在8月4日的一份研究报告中写道，今年迄今为止，市场流向大宗商品的资金总量高达508亿美元，录得2009年以来2月至7月每年同期的最高水平，且2009年2月至7月期间，市场流向大宗商品的资金量仅较今年高出10亿美元。

这些天量资金的流入，伴随着大宗商品价格的大幅上涨，一同促使全球各基金旗下的大宗商品类资产价值从2015年年底的1610亿美元大幅增长，增至当前

的 2350 亿美元。基于连续活跃合约显示，今年迄今为止，黄金价格已上涨 26%，原油价格上涨 12%，而白银价格更是大涨 43%。

本次资金炒作的特点是抓住供应端的风险事件以及短期短缺可能，大举买进拉止损。铜因为基本面保持持续的供应宽松，因此在铜的交易上，资金的表现最理智，持仓在资金大举进入商品市场的过程中并没有创新高。

进入 7 月中旬，资金的热情开始退潮，铜价格回落，持仓持续下降，充分显示，资金的热情决定着价格的方向，基本面暂时没有起到很大的作用。另外，宏观方面的数据看似也不太支持资金无休止的进入商品市场。

二、宏观变数

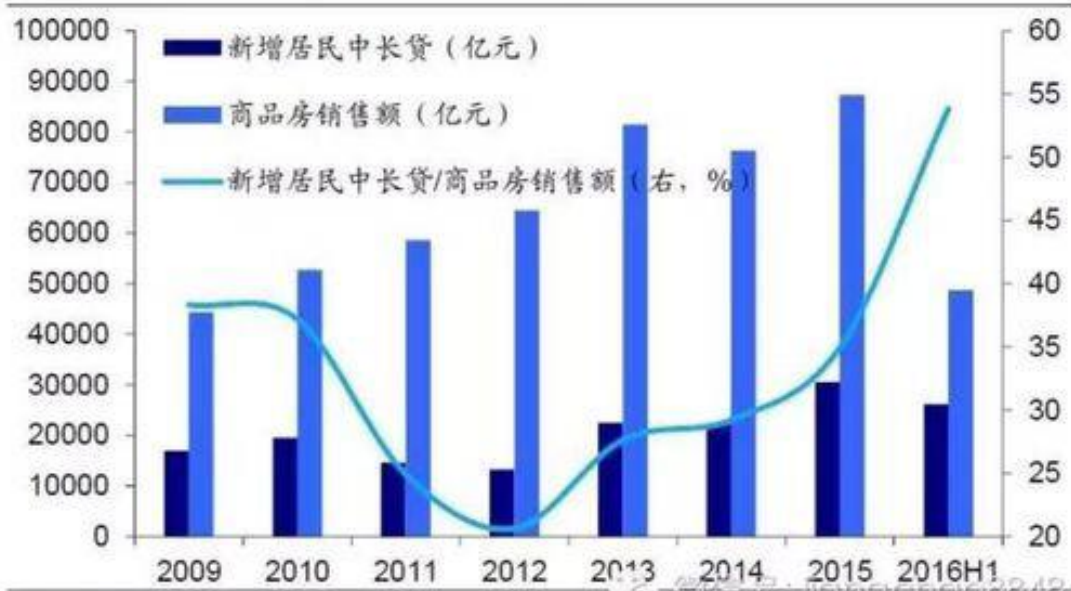
2016 二季度开始，宏观方面的亮点就是房地产，但是好景不长，一二三线房地产热起来后，伴随着房价的上升，房地产市场的问题也开始出现，居民加杠杆增加，增幅不断扩大，各种限制政策又开始出台，防止像 15 年股市一样，持续的加杠杆持续的宣传持续的上涨之后是泡沫破灭价格暴跌以至于各种救市。下面我们引用姜超的房地产分析来说明这个跟铜消费相关的消费上涨行情后续能否持续。

2016 年中政治局会议罕见提及“抑制资产泡沫”，房地产再次成为市场关注的焦点。而与地产泡沫相对应的，是过去几年中国居民房贷的爆炸式增长。居民房贷缘何激增？其后果有多严重？未来还能否高速扩张？

房贷大爆炸，居民高负债。12 年以来，中国经济增速持续下行，但居民房贷却迎来爆发式增长，月均新增额从 11 年的 693 亿元飙升至 16 年上半年的月均 3933 亿元，迭创新高。从房贷余额看，金融危机后美、日均开始回落，只有中国持续上升，并于 14 年超过日本，可谓“超日赶美”；从房贷余额/GDP 看，美国和日本在各自地产泡沫破灭后均见顶回落，而中国则持续上升，目前约 25%，已达到日本 90 年地产泡沫顶峰时的水平。若按现有速度扩张，则 3 年内将接近美国当前水平！货币信贷扩张，地产量价齐升

图 2

图 中国居民购房负债率大幅激增



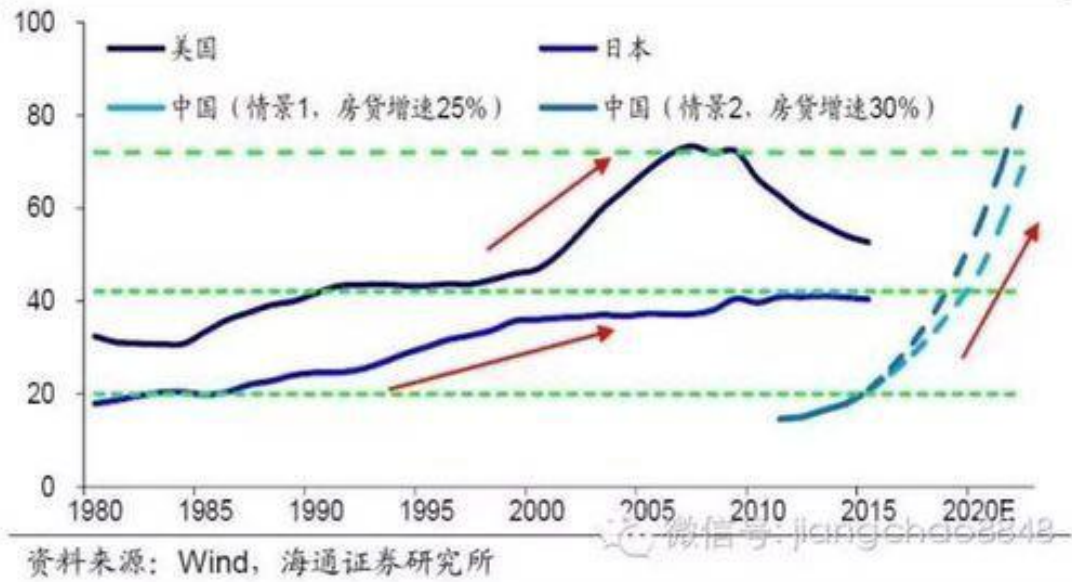
资料来源: Wind, 海通证券研究所

12年以来,中国经济增速持续下行,但居民房贷却迎来爆发式增长,从11年月均693亿元,飙升至15年月均2217亿元,而16年上半年月均更是激增至3933亿元,占上半年月均新增贷款总额比重超过30%。

在房贷增速持续上行、经济增速缓慢下行的背景下,中国的房贷/GDP在过去几年呈加速上升态势。12年以前尚不到15%,15年底达到20.7%,16年底将超过25%,达到日本地产泡沫顶峰时的水平。15年房贷余额增速为23%,16年上半年则高达30%,若未来几年以25%的速度扩张,则房贷/GDP在3年内将接近美国现有水平!

图 3

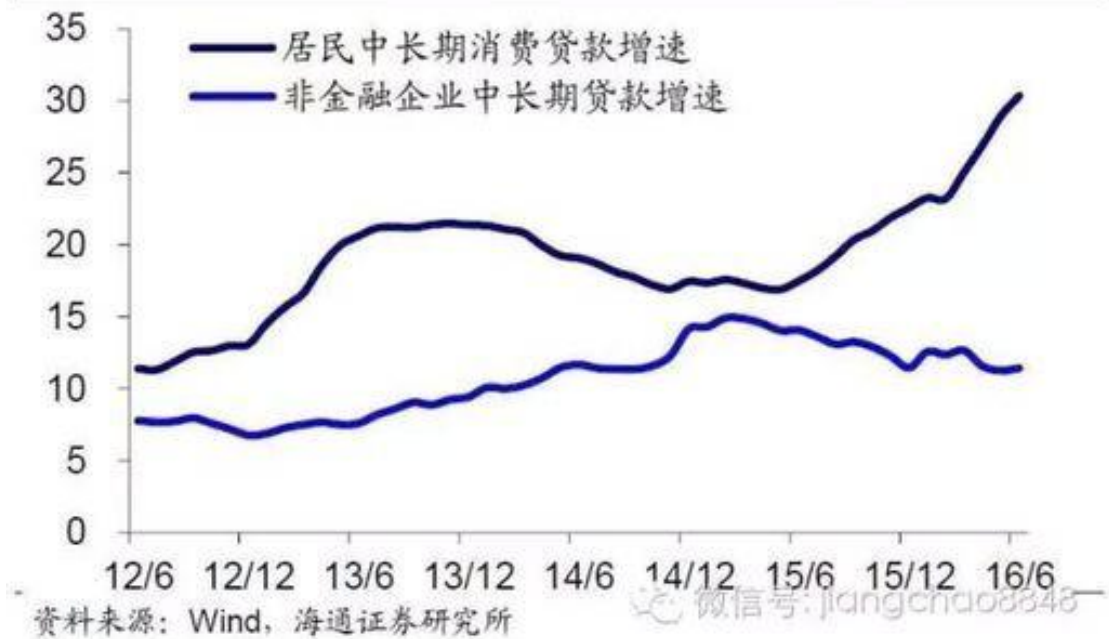
图 中、美、日房贷余额/GDP 及预测 (%)



而15年以来,信贷结构也发生了较大变化,逐渐向居民部分倾斜。企业部门去杠杆令非金融企业中长期贷款增速持续下行,目前已降至10%左右。而居民中长期贷款增速在经历了13、14年的持续回落后,于15年中拐头向上,目前已超过30%。两者走势的背离使得居民中长贷/企业中长贷在过去一年中加速上行,目前仍在不断上升,这意味着越来越多的信贷资源被分配到房地产市场。

图 4

图 15 年以来居民和企业中长贷增速差距扩大 (%)



以上是分享姜超在房地产方面的数据解读，有数据表明我们的国有企业拿走了银行贷款和社会融资的 50%，而国有企业只不过贡献了 GDP 的 40%、财政收入的 30%、就业的 20%，总之其拿到的资源与其做出的贡献极不相匹配。社会融资总额的大约 41% 进入了房地产行业，房地产老板天天在鼓吹房地产是中国的支柱产业，中国经济离不开房地产，房地产行业拿走了那么多的资源，而其对 GDP 的广义贡献度只不过 20%。三季度后，如果房价上涨被抑制，房地产的投资势必会降温，整个产业链关系到大宗商品的消费，特别跟铜的消费息息相关，消费的下滑会不会引发资金在商品市场的撤离？值得关注。

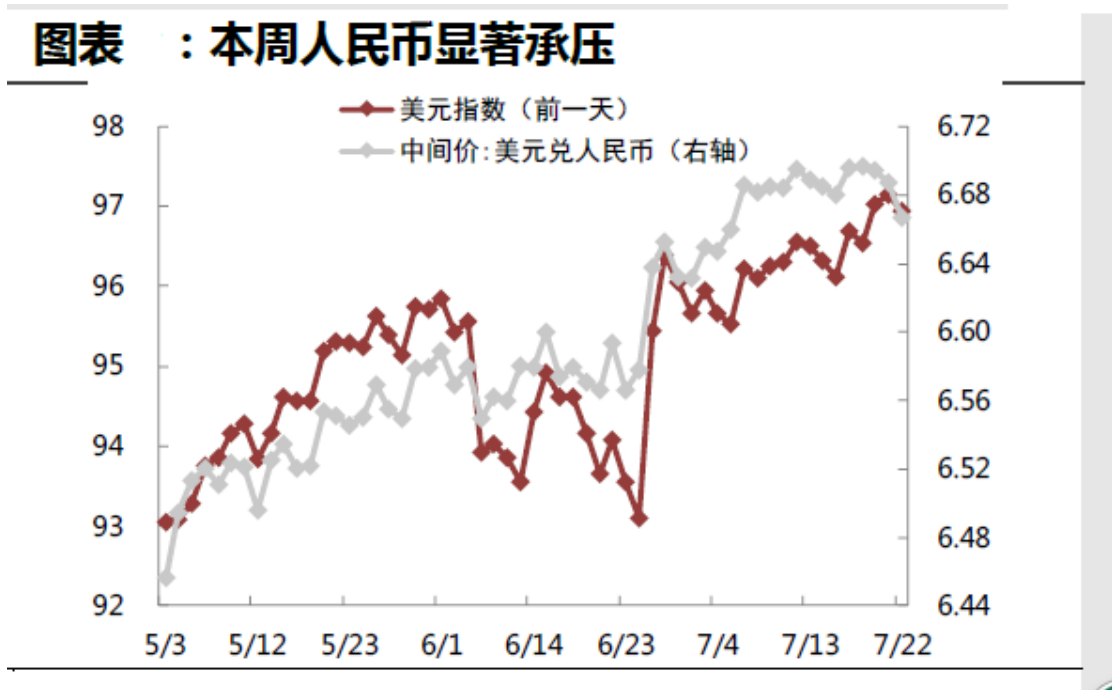
三、资金汇率方面

人民银行调查统计司司长盛松成，特别引用了一些货币信用方面的数据，比如说 M1 增速超过 25%；M2 增速超过 13%，说明我们的各路资金，趴在账上，根本就没有流入实体经济。中国经济“脱实向虚”的情况，有愈演愈烈的态势。

上周，证监会也出台了一些政策限制银行理财资金流向各类炒股等基金的措施，表明上层已经注意到金融市场的资金炒作跟实体企业的好坏完全不相关，同时炒高的各类商品价格也限制了我国供给侧改革的进行。

由于中国实体经济一直未见真正起色，加上不断宽松的货币政策，今年二季度人民币贬值幅度加大，后续看空人民币情绪开始升温，人民币汇率显著承压。

图 5



来源：莫尼塔

最近的央行信息，在 5 日晚上央行发布的“二季度货币政策执行报告”里专门写了这样一段话：“若频繁降准会大量投放流动性，促使市场利率下行，加上其信号意义较强，容易强化对政策放松的预期，导致本币贬值压力加大，外汇储备下降。降准释放的流动性越多，本币贬值预期越强，就越是会促使投机者拿这些钱去买汇炒汇，由此形成循环。”

此外，二季度的报告中删除了一季度报告中“综合运用数量、价格等多种货币政策工具”的表述。

在这份报告里，央行首次提到“抑制资产价格泡沫，降低宏观税负”，这与前期中央政治局会议上提到的挤泡沫是一致的。需要注意，在中央政治局会议上，“抑制资产价格泡沫”属于“降成本”的一部分。

九州证券认为，所谓的“抑制资产价格泡沫”有两种猜测：一是抑制一二线城市房地产价格过快增长，从而降低企业用房、用地成本；二是抑制股市过度炒作行为，避免资金空转和对实体经济的挤出效应。

从各国经验来看，资产价格泡沫一定离不开货币政策过度宽松，既有央行主动宽松过度的情况，也有海外资本大量流入而央行对冲不足的情况。就中国现状而言，“抑制资产价格泡沫”意味着央行不能过度放水，特别是在已经出现“资产荒”的情况下。

资金方面，既然今年再次降准降息的可能性大大降低，又要抑制资产泡沫，后续资金持续进入商品的可能性已经开始降低了，那么，这波由资金引领的大宗商品市场上涨的行情是不是高点已经见到了呢？

四、铜的基本面

铜一直温和过剩，基本面行情也许后续行情中起的作用继续不大，但是供应过剩和消费偏弱的铜的自身结构导致了资金在铜的买入上兴趣不大，因此，本轮大宗商品普涨的行情中，铜的表现最温和。

铜产量增加，矿供应充足，今年上半年，国产铜产量同比增幅为9%以上，铜精矿加工费维持100美金/吨，并有上升可能。全球铜供需情况继续维持供应过剩。

初步估算，上半年精铜产量372万吨，进口187万吨，消费491万吨，2016年上半年供应过剩68万吨，全球铜也呈现供应过剩局面。

图 6

表 全球铜供需平衡表（单位：万吨）

| | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2015年1-6月(e) | 2015年(f) |
|-------|-------|-------|-------|--------------|----------|
| 产 量 | 2076 | 2160 | 2205 | 1110.0 | 2250 |
| 消 费 量 | 2055 | 2130 | 2170 | 1085.0 | 2210 |
| 供需平衡 | 21 | 30 | 35 | 25.0 | 40 |

注：e为预估值；f为预测值

来源：安泰科

图 7

表 全球铜精矿供求平衡情况（万吨铜）

| | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年1-6月(e) | 2016年(f) |
|-------|-------|-------|-------|--------------|----------|
| 产 量 | 1372 | 1455 | 1530 | 785 | 1605 |
| 消 费 量 | 1360 | 1430 | 1505 | 768 | 1575 |
| 供需平衡 | 12 | 25 | 25 | 17 | 30 |

注：e为预估值；f为预测值

来源：安泰科

消费方面未见大起色

图 8

表 中国精铜消费结构（万吨铜）

| | 2014 | 14/13% | 2015 | 15/14% | 2016 (F) | 16/15% (F) |
|------|--------------|---------------|--------------|---------------|-----------------|-------------------|
| 电 力 | 470.8 | 6.8 | 493.8 | 4.9 | 518.0 | 4.3 |
| 空调制冷 | 150.7 | 8.9 | 152.0 | 0.8 | 152.0 | 0 |
| 交通运输 | 94.7 | 2.9 | 95.5 | 0.8 | 97.4 | 1.6 |
| 电 子 | 69.2 | 3.4 | 70.0 | 1.1 | 70.6 | 1.4 |
| 建 筑 | 82.0 | 1.3 | 81.9 | -0.1 | 81.3 | 2.5 |
| 其 他 | 98.6 | 2.7 | 99.8 | 1.3 | 100.6 | 1.2 |
| 总 计 | 966.0 | 5.6 | 993.0 | 2.8 | 1020.0 | 2.7 |

数据来源：安泰科

五：总结

交易上看，国内铜对上涨是保持谨慎的，库存也是国内下降国际增加，国际下降国内下降的轮动，矿的过剩以及产铜国的汇率下跌会导致产量增加。基金的净持仓看，伦敦基金净多已经超过 48000 手，comex 净多也接近五千手，如果资金流入的热情减退，价格在后面的一个月应该是以震荡形势走低，同时我们认为，前期铜 5131 美金应该是今年的高点位置。

倍特期货策略分析师 许劲松