



浦发银行
SPD BANK

新思维·心服务

大宗商品：不疯魔不成活

—浦发总行私人银行投资研究中心主任时红周周道

浦发银行总行私人银行投资研究中心

2016. 10. 24

目录

投投“时道”

市场回顾

热点分析

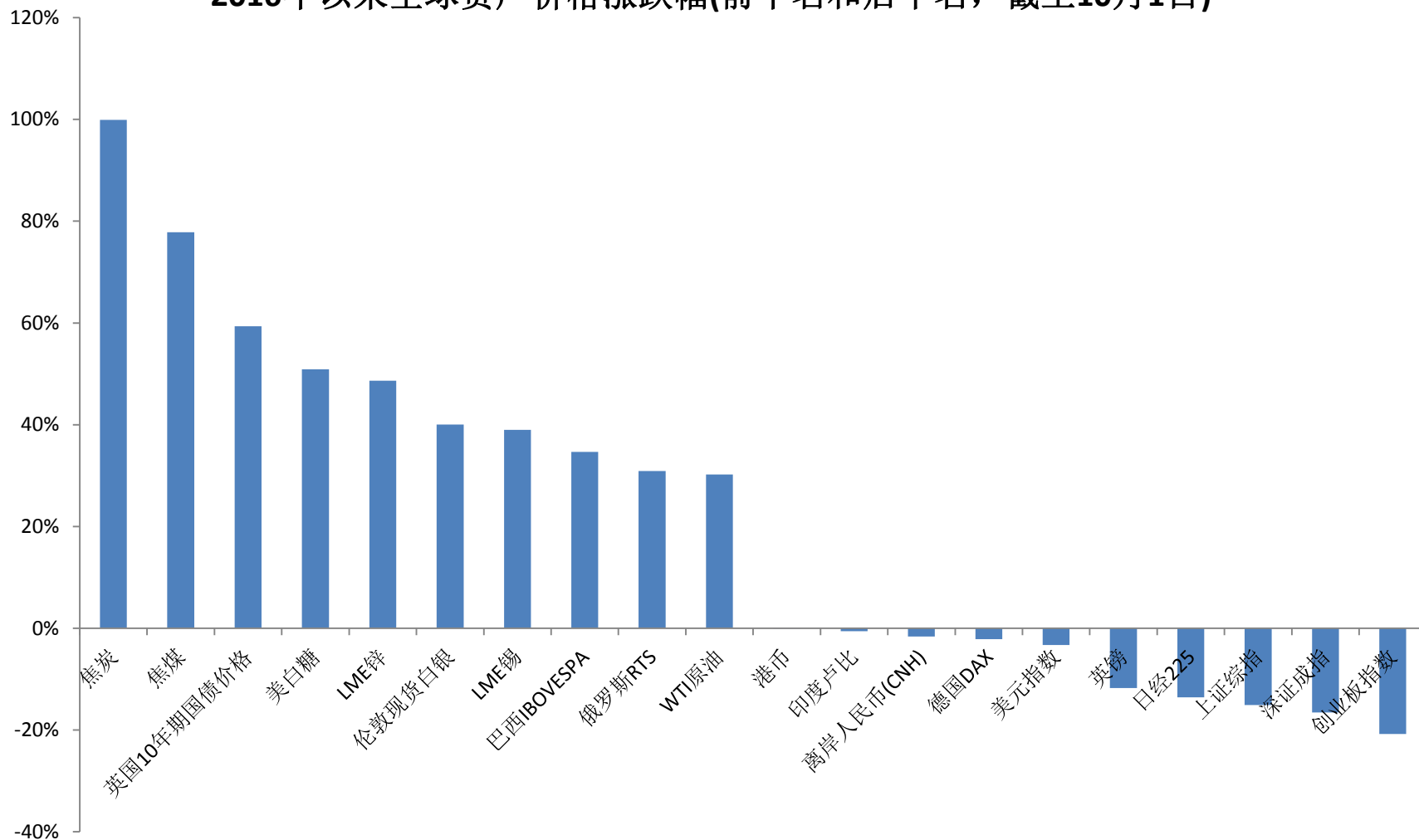
下周焦点

投投“时道”



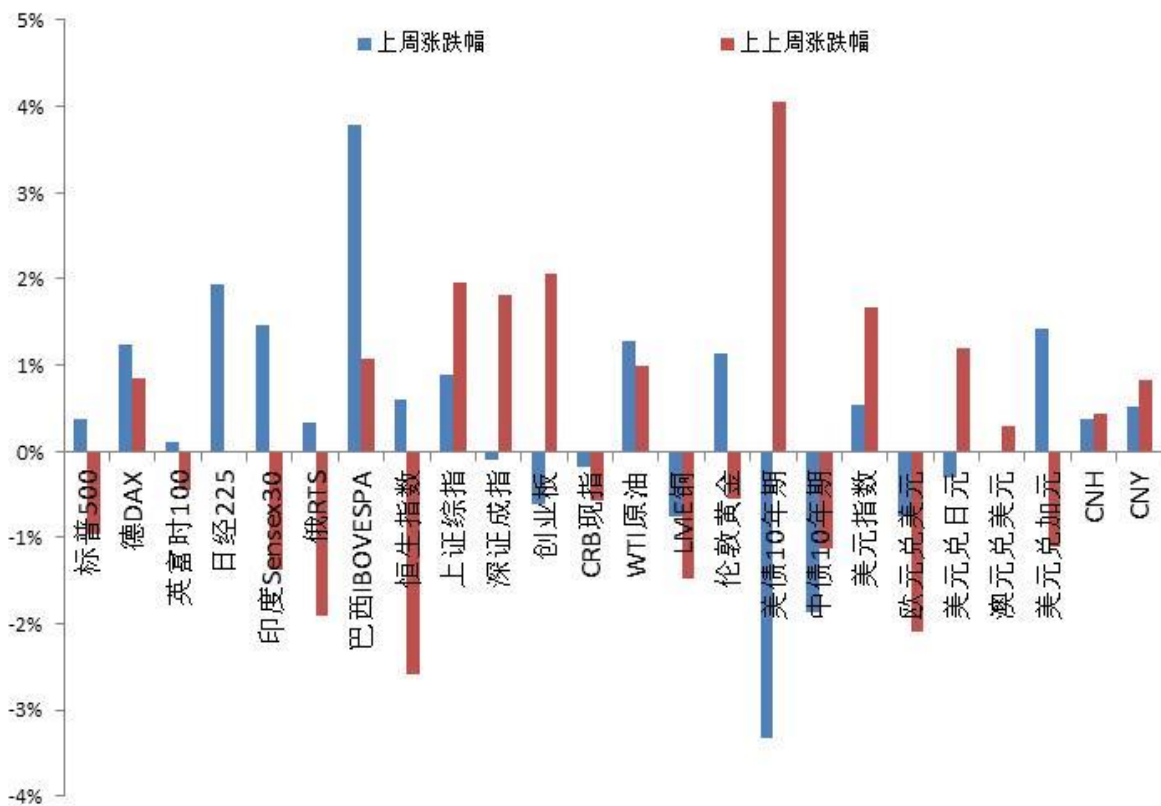
大宗商品：不疯魔不成活。我们早在2015年末就预判到本轮商品的上涨，指出商品将是饥渴资金的必然选择。近期商品期货再次疯狂，尤其是国内定价的内盘商品（焦炭价格甚至创了历史新高）。而如附图2016年至今全球资产表现排行榜所示，截至到三季度末，今年以来全球表现最好的10类资产中，商品期货占了7席，还有2个商品大国巴西、俄罗斯的股市也上了榜。这基本契合我们年初的专题报告《疯狂的石头，无奈的选择》中阐述的推导逻辑，“负利率困局下，实物资产的配置重要性无疑将更为凸显，是平衡风险资产高波动率与现金资产受侵蚀的无奈之举”。就商品市场的短期判断，我们最新四季度报告中的基调为“强势归来”，主要基于对大宗商品周期以及美国加息的实证研究。参考历史规律来看，一轮商品上涨周期平均将近19个月，最短也为12个月；参考实证数据来看，美加息周期，大宗商品往往反复活跃，美联储加息周期启动前往往出现大宗商品底部或阶段性底部，美联储加息周期期间，大宗商品价格通常趋于上涨。短期也存一定阶段性风险因素，全球市场利率在构筑底部甚至开始转入上行阶段，或将构成触发商品价格阶段性回调的主导因素。中长期角度来看，我们维持大宗商品牛熊莫辨的判断，1999年以来的大宗商品已经历了五轮完整的牛熊周期，目前正在处在第五轮熊市和第六轮牛市周期的过渡阶段。

2016年以来全球资产价格涨跌幅(前十名和后十名, 截至10月1日)



市场回顾

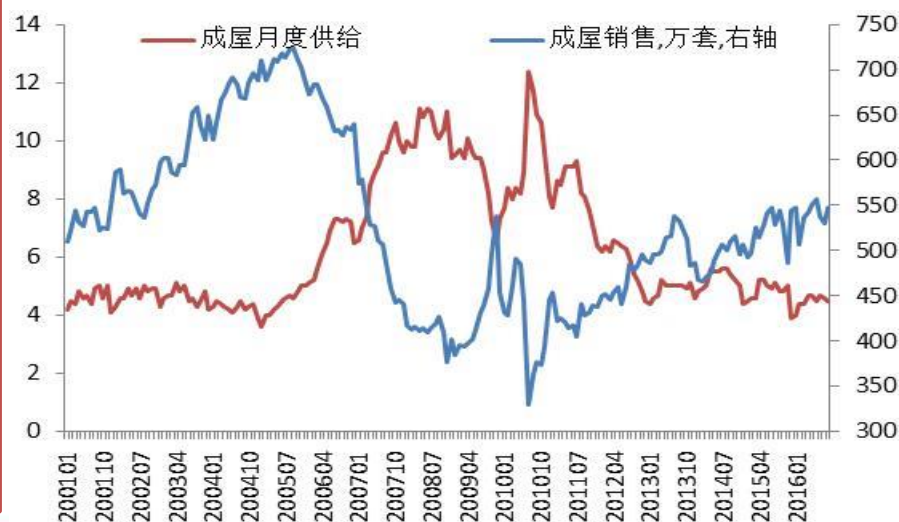
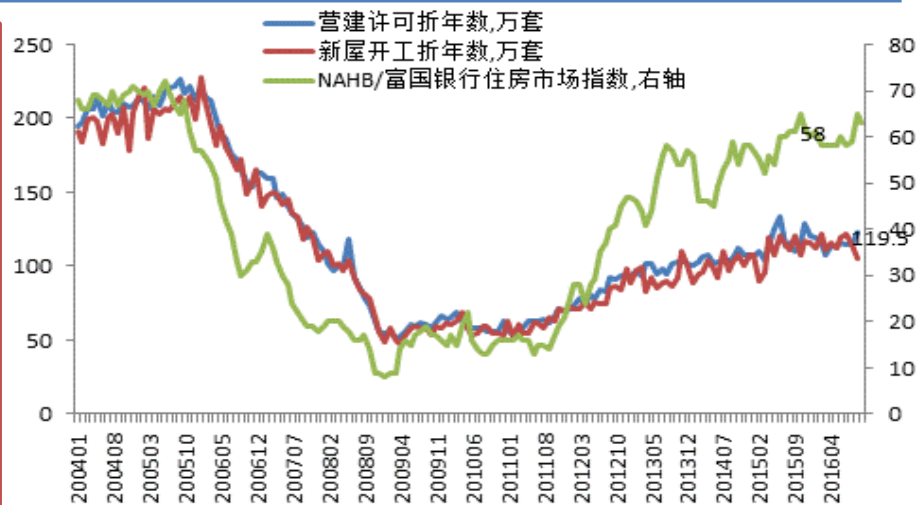
◆ 全球市场风险偏好有所回暖，风险资产和避险资产大多反弹，因全球流动性拐点担忧略有缓和，人民币继续走弱。



美国经济：楼市总体强劲 通胀回升步伐仍然缓慢

◆ 美国楼市总体依然强劲。

- 美国9月新屋开工连续第二个月下滑，降至104.7万户，创去年3月以来新低，比预期少开工12.8万户。
- 9月成屋销售总数年化547万，预期535万，创6月以来最快销售速度。
- 不过，体现新屋开工趋势的营建许可突破了122万户，为去年11月以来最高水平，较预期高6万户而且前值上修逾1万户。



美国经济：楼市总体强劲 通胀回升步伐仍然缓慢

◆ **美国通胀仍然缓慢回升**：9月CPI同比增长1.5%，为2014年10月以来最大增幅，符合预期，高于1.1%的前值；核心CPI同比增长2.2%，为连续第11个月超过美联储设定的通胀目标，低于预期的2.3%，低于8月创下的2.3%的6个月新高水平。

◆ **美联储褐皮书**：经济活动温和扩张，劳动力市场依然紧张，就业和薪资温和增长。



美国政策：美联储官员政策立场偏鹰派

- ◆ **美联储副主席费希尔**：警告低利率风险，低利率可能会导致更长期更严重的衰退，令经济更加脆弱不堪；低利率还可能威胁金融稳定，尽管迄今为止并无证据显示不稳定的威胁加剧。
- ◆ **美联储“三号人物”纽约联储主席杜德利**：如果经济保持当前轨道，预计今年会加息。
- ◆ **达拉斯联储主席Kaplan**：“渐进和谨慎”的加息是适当的。
- ◆ **旧金山联储主席Williams**：年内加息一次合理 加息宜早不宜迟。
- ◆ **9月美联储贴现率会议纪要**：12家地方联储之中有9家上月支持上调贴现率，支持的地方联储为去年12月以来最多。

欧央行暗示将延长QE，但市场观点存分歧

- ◆ 欧洲央行：维持三大利率不变，如有必要将延长QE至明年3月之后。
- ◆ 欧洲央行行长德拉吉称，今天的会议并未讨论调整货币政策，没有讨论延长QE至明年3月之后，并未讨论削减QE规模，但暗示将延长资产购买。
- ◆ 对此，外汇交易员们的反应是抛售欧元，欧元对美元快速下挫，跌破1.09。
- ◆ 而相反的是，利率交易员们的反应是抛售Euribor利率期货，可能代表利率交易员们看涨未来欧洲市场利率水平。

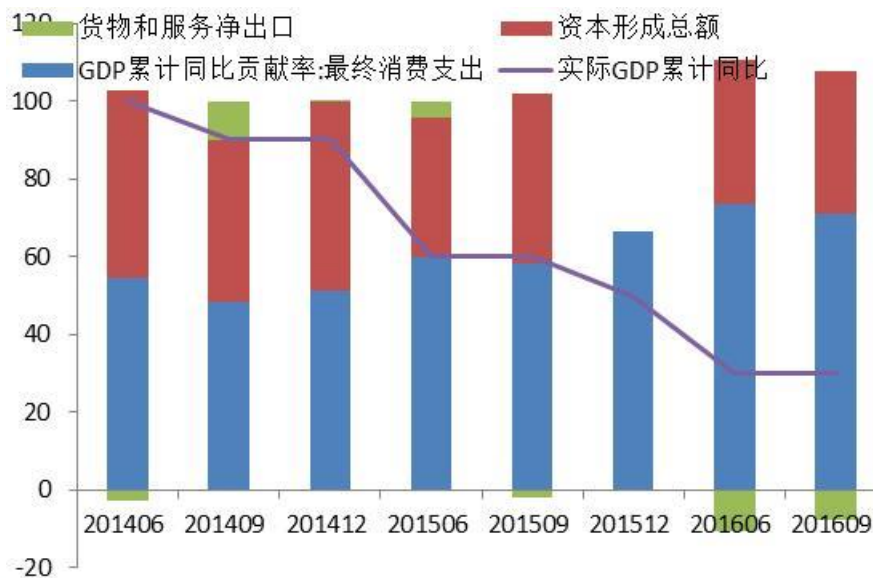
流动性拐点担忧暂时有所缓解，但重新攀升风险犹存

- ◆ 高盛：利率若涨1%，美债投资者将面临亏损1.1万亿美元风险。
- ◆ 美银美林对基金经理的一项调查显示，全球投资者持有的现金数量逼近十五年新高，显示金融市场避险蔓延。



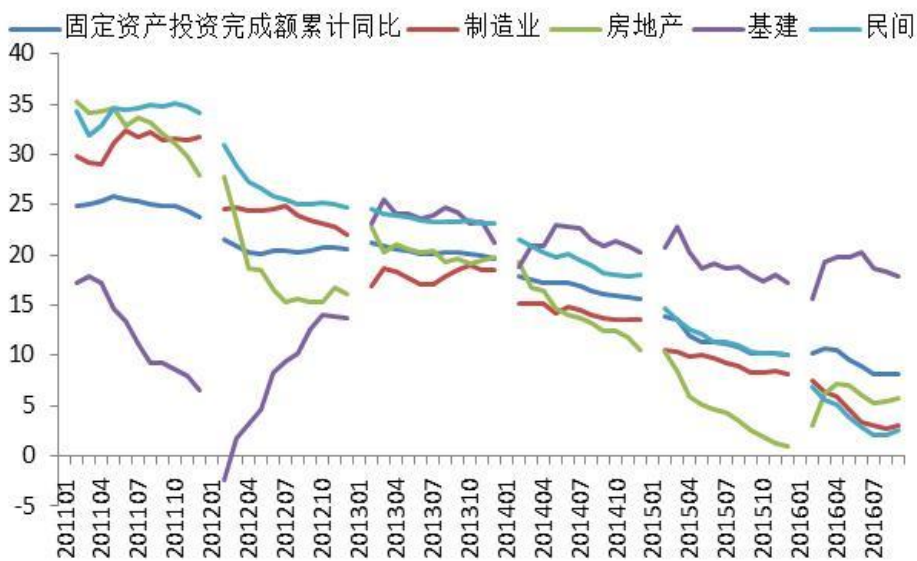
国内经济：企稳甚至弱回升进行时

- ◆ 三季度GDP同比增长6.7%，持平于前两季度录得的2009年初以来最低水平，与预期相符，**经济持稳**；消费对经济增长的贡献率同比上升13.3%至71%，但净出口贡献率是负7.8%，**经济结构进一步改善**。
- ◆ 9月规模以上工业增加值同比增长6.1%，不及6.4%的预期以及6.3%的前值，受累于黑色金属冶炼和压延加工业下降3.1%，或因原材料端价格持续攀升以及史上最严超载检查。



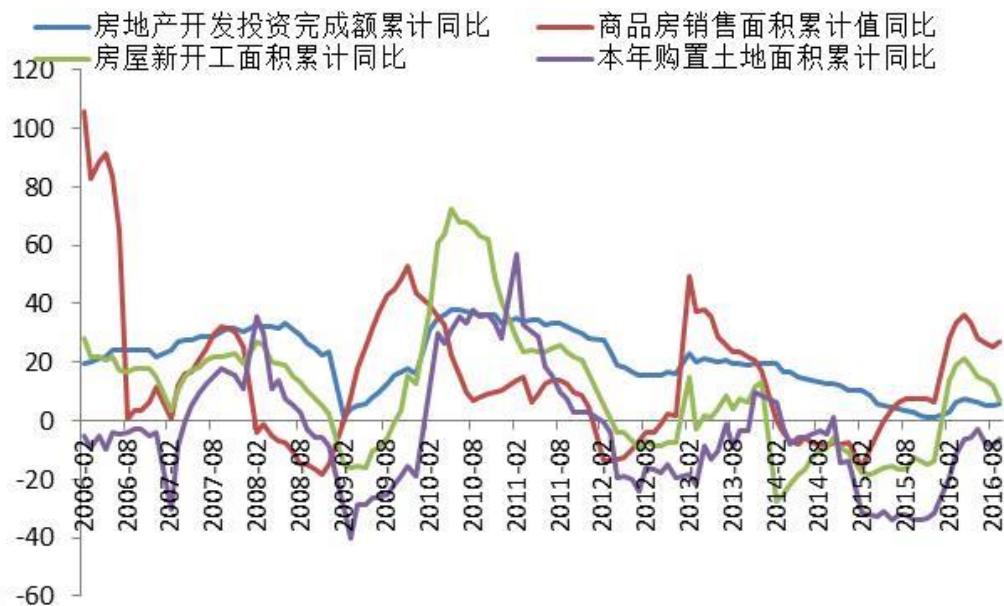
国内经济：企稳甚至弱回升进行时

- ◆ 1-9月中国固定资产投资同比如期增长8.2%，前值为8.1%。其中，基建投资虽有回落但仍维持高位，地产投资连续2个月回升，制造业投资跟随民间投资开始回升，民间投资增长2.5%，增速比1-8月份加快0.4个百分点。
- ◆ 展望：包括PPP在内的准财政将继续积极，支撑基建；除非楼市调控在中央层面全面趋严，否则地产投资大概率将继续缓慢回升；民间投资增速连续2个月回升显示经济内生动力增强，料将继续支撑制造业投资增速缓慢回升。



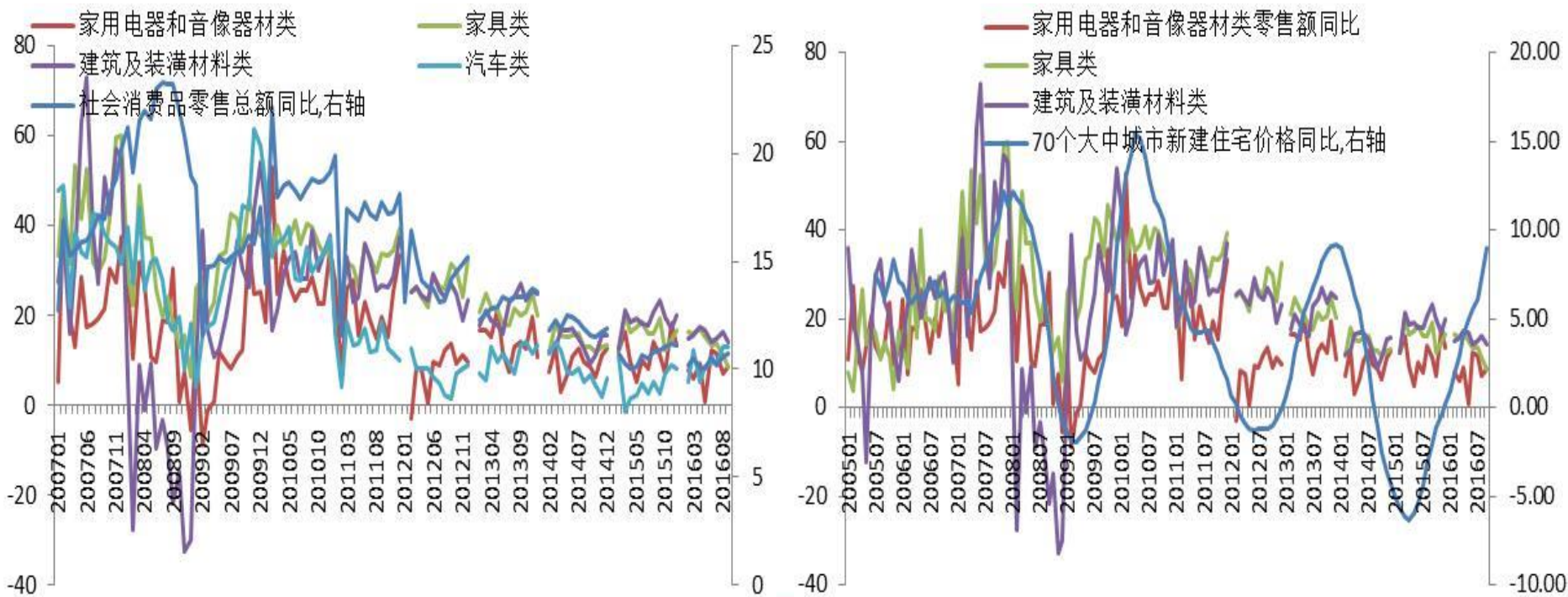
国内经济：企稳甚至弱回升进行时

- ◆ 1-9月房地产开发投资完成额累计同比连续2个月重新攀升，商品房销售面积和土地购置面积累计同比增速都重新回升，但房屋新开工面积累计同比却从12.2%大幅下滑至6.8%，这可能是由于9月中下旬楼市调控升级担忧加剧，既引发“抢签效应”，又引发地产商投资担忧。
- ◆ 在去库存和抑制局部资产泡沫并重的楼市政策定调下，房地产市场价格调整风险攀升但暂无快速下挫风险，房地产成交量料将萎缩。



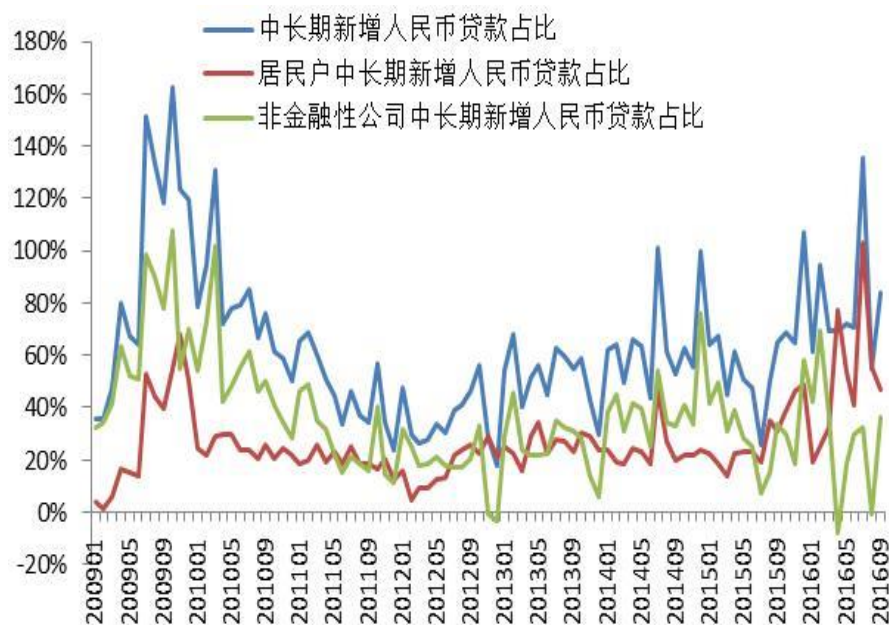
国内经济：企稳甚至弱回升进行时

◆ 9月社会消费品零售总额同比增长10.7%，符合预期10.7%；中国1-9月社会消费品零售总额同比10.4%，预期10.3%。网上零售及汽车销量继续保持快速增长。汽车系和地产系消费仍有望形成消费支撑，关注楼市销量萎缩引发的地产系消费增速放缓。



国内货币金融：政策稳健 蕴含支撑经济企稳积极因素

◆ 9月新增人民币贷款1.22万亿元，环比增加29%；社会融资规模增加1.72万亿元，较8月14697亿元的修正值增加17%，均超预期。其中，居民户中长期贷款维持在5000多亿高位，地产贷款仍做出主要贡献，但非金融性公司中长期贷款大幅攀升至4000多亿，或显示企业投资意愿回升，与民间投资增速回升一致。



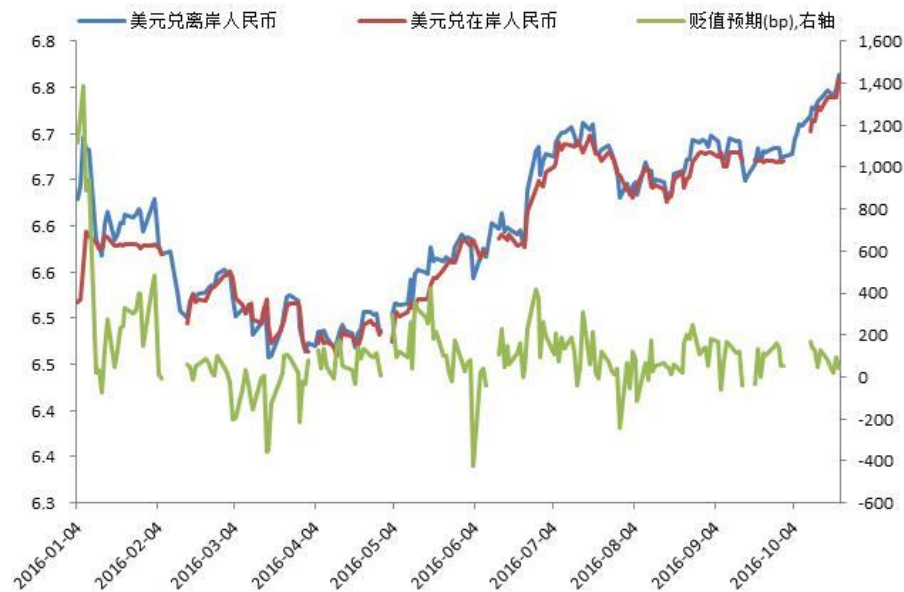
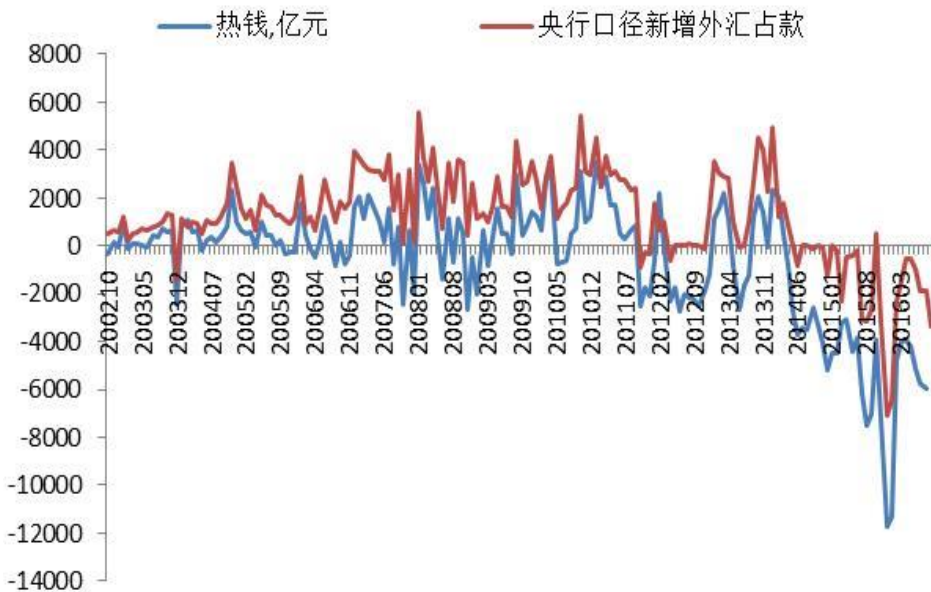
国内货币金融：政策稳健 蕴含支撑经济企稳积极因素

◆ 9月M2同比增长11.5%，不及预期的11.6%，但较8月的11.4%略有增加；M1同比增长24.7%，高于预期的24.5%，但不及25.3%的前值；M1-M2“剪刀差”进一步收窄至13.2%，连续第二个月收窄，表明企业堆积现金的局面正在发生改变，企业层面的“流动性陷阱”正在得到缓解，或表明企业投资意愿增强，与非金融性公司中长期贷款回升、民间投资增速回升交叉验证。



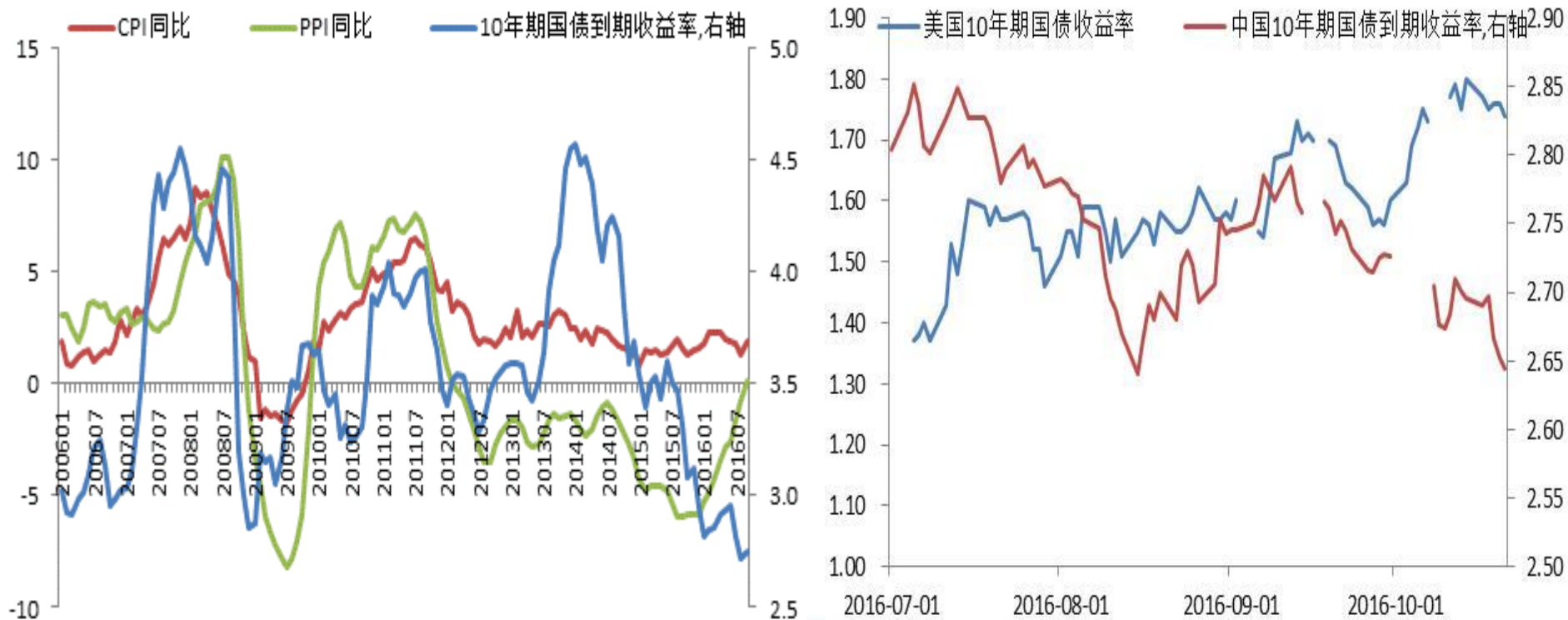
国内人民币：近期持续贬值但无须恐慌 央行维稳流动性

◆人民币兑美元近期持续走弱，跌破6.76，刷新逾六年低点，因为美联储加息预期升温、贸易顺差收窄、楼市调整风险、资金外流等。其中，9月末外汇占款环比下降3375亿元，至22.91万亿元，为连续第11个月下滑，并创2016年1月以来最大降幅。不过，楼市调整风险料暂时仍然可控，经济企稳进行时，资本管制仍维持相对偏紧，央行转为净投放，因此暂时无须对人民币贬值恐慌，本轮贬值料不会跌破7。



国内利率：利率下行但存在上行风险

◆ 资产荒背景下中国10年期国债收益率持续下行，跌至2006年以来最低，但上行风险较大，既因美国10年期国债收益率攀升的带动作用，又因国内经济企稳和通胀攀升推动作用。



下周焦点：美国三季度GDP、十八届六中全会

	时间	指标	前值	预期
周一	16:00	欧元区10月服务业PMI初值	52.2	--
	16:00	欧元区10月综合PMI初值	52.6	--
	16:00	欧元区10月制造业PMI初值	52.6	--
	18:00	英国10月CBI工业订单差值	-5	-5
		中国共产党第十八届中央委员会第六次全体会议于10月24-27日在北京召开		
周二	16:00	德国10月IFO商业景气指数	109.5	109.6
	21:00	美国8月S&P/CS20座大城市房价指数年率(%)	5.02	5.1
	21:00	美国8月FHFA房价指数月率(%)	0.5	0.5
	22:00	美国10月谘商会消费者信心指数	104.1	101.5
	23:30	欧洲央行行长德拉基发表主题为“稳定、公正和货币政策”的讲话		
周三	14:00	德国11月Gfk消费者信心指数	10	10
	22:00	美国9月新屋销售总数年化(万户)	60.9	60

下周焦点：美国三季度GDP、十八届六中全会

	时间	指标	前值	预期
周四	16:30	英国第三季度GDP年率初值(%)	2.1	
	18:00	英国10月CBI零售销售差值	-8	-1.5
	20:30	美国10月22日当周初请失业金人数(万)		25.5
	20:30	美国9月耐用品订单月率初值(%)	0.1	0.1
	22:00	美国9月成屋签约销售指数月率(%)	-2.4	1.4
周五	17:00	欧元区10月经济景气指数	104.9	104.9
	20:00	德国10月CPI年率初值(%)	0.7	0.8
	20:30	美国第三季度实际GDP年化季率(%)	1.4	2.5
	20:30	美国第三季度核心PCE物价指数年化季率(%)	1.8	1.6
	20:30	美国第三季度核心PCE物价指数年率(%)	1.6	
	22:00	美国10月密歇根大学消费者信心指数终值	87.9	88

- **时红**，浦发总行私人银行投资研究中心主任。拥有逾十五年投资研究经验，多年大型资金的管理运作经验，曾任朱雀投资普通合伙人、投资研究部副总监、基金经理。
- **戚文举**，浦发总行私人银行投资研究中心高级研究员。曾任浙商期货宏观金融研究所主管，多次获得证券时报和期货日报评选的“最佳宏观策略分析师”称号。

谢谢！