

张明

zhangmingcass@vip.126.com

## 国内商品期货市场盛宴恐难持续

今年 9 月初至今，国内商品期货市场出现了一波令人咋舌的行情。“绝代双焦”焦煤与焦炭期货价格 9 月初以来已经翻了一番，铁矿石与螺纹钢期货价格 9 月初以来各自上涨超过 70% 与 50%。考虑到这一波商品期货价格上涨是在中国经济增速仍在下行的背景下发生的，关于“滞胀”的担忧随即产生，这随即对债市产生了压力。10 年期国债收益率近期已经上升至 2.8% 以上。目前有一些评论认为，这一波大宗商品价格上涨的趋势将会延续至明年。理由是，虽然房地产市场开始降温，但是基建投资与供给侧改革仍将发力，而且通胀中枢上升与人民币贬值也将助推大宗商品价格。

笔者认为，导致今年 9 月初以来国内商品期货市场盛宴的原因，主要有三。而这三个原因，都已经或即将发生变化，这将导致本轮商品期货上涨难以持续。

第一，房地产投资与基建投资的确是从需求层面拉动大宗商品价格的重要原因。中国房地产投资的累计投资增速，由 2015 年 12 月的 2.5% 骤升至 2016 年 4 月的 8.4%，并在 2016 年 10 月之前仍然保持 6.0% 以上的增速。基建投资累计投资增速则由 2016 年 1 月的 4.8% 上升至 2016 年 9 月的 11.9%。这两大投资的反弹的确提振了大宗商品的需求。但考虑到随着中国政府加大对房地产市场的宏观调控力度，且房地产市场也

已经进入三年短周期的下行期，来自房地产的拉动即将告一段落。由于房地产市场下行将会影响地方政府收入，基建投资固然会发力，但增速究竟能够上升多少，也存在不确定性。

第二，以去产能与去库存为代表的供给侧结构性改革，是从供给层面推动大宗商品价格上升的重要原因。三去一降一补的大方向是正确的，但地方政府针对去产能与去库存的行政部署，在一定程度上缺乏前瞻性，忽视了季节性因素以及政策时滞，这导致随着天气转冷，对煤炭的供需在边际上发生了重大变化，从而成为推高本轮大宗商品价格的推手。近期对雾霾的重视也是压低煤炭与钢铁供给的原因之一。然而，一方面考虑到迄今为止的供给侧结构性改革还主要是降低产量而非削减产能（尤其对国有企业而言），一旦价格反弹，重新开工的难度并不算大，另一方面，中国政府也意识到大宗商品价格过高可能进一步恶化中下游企业的盈利能力，从而开始进行干预。因此，随着去产能政策发生调整，大宗商品的供需缺口难以维持较长时间。

第三，过多流动性在封闭体系内追逐收益率，房地产调控将大量流动性从房地产市场赶出，以至于机构资金蜂拥至商品期货市场，是推动大宗商品价格上涨的放大器。过去两年时间，中国已经发生了从股市到房市，再从房市到商品市场的价格轮动现象，这大致可以归结于，在实体经济增长乏力背景下，过剩流动性在不同资产市场之间的轮番炒作。鉴于近期监管机构已经开始提高保证金、限制持仓规模与限制银行资金入市，监管趋严可能与上述两个因素的转变一起，成为终结本轮商品期货市场牛市的扳机性因素。

此外，还有两个因素也会影响到对商品期货价格的预期。

其一，全球大宗商品价格从第三季度起已经开始回调。近期除金属价格涨势不错之外，原油价格、粮食价格、黄金价格均出现显著回调趋势，美元指数近期走强、投资者避险情绪加剧都在其中扮演着重要角色。这意味着，国内商品期货市场与全球大宗商品市场之间的背离在加剧，这种背离自然意味着风险。

其二，2017年中国经济将会面临更大的保增长压力。考虑到2015年股市火爆大致为中国GDP贡献了接近1个百分点的增长、2016年房市火爆大致为中国GDP贡献了1.5个百分点左右的增长，那么2017年究竟什么动力能够填补股市与房市对增加值的贡献呢？基于此，笔者认为2017年经济下行压力可能更大，这意味着通胀压力与预期不会太过强烈。笔者预计2017年CPI同比增速可能在2.5%上下，PPI近期的上涨

势头也难以持续。

综上所述，目前中国商品期货市场的火爆似乎已经是强弩之末。投资者应该高度关注商品期货市场的风险，以避免沦为新一批的“韭菜”。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。