

远期大宗商品价格还将重回高位

分析大宗商品市场形势,必须坚持“两点论”。一方面,要看到世界经济还在下行,短时期内消费需求难以迅速好转,相关企业要准备应对“更紧的日子”,不可盲目乐观;另一方面,也要认识到目前大宗商品价格低迷只是暂时现象,金融海啸过后还将重回高位运行局面(有四大因素支撑)。为此,我们要抓住有利时机,做好资源产品战略这篇文章。国家调控部门应积极组织“资源抄底”;相关企业,尤其是严重依赖进口原材料的加工性企业应抓紧建立稳定的供货渠道;投资者应当逐步转变思维,避免盲目“杀跌”。

◎陈克新

分析大宗商品市场形势,必须坚持“两点论”。一方面,要看到世界经济还在下行,短时期内消费需求难以迅速好转,相关企业要准备应对“更紧的日子”,不可盲目乐观;另一方面,也要认识到目前大宗商品价格低迷只是暂时现象,金融海啸过后还将重回高位运行局面。为此,我们要抓住有利时机,做好资源产品战略这篇文章。

大宗商品价格低迷只是暂时现象

从2008年下半年开始,国际市场石油、矿砂、金属、橡胶、煤炭等大宗商品价格大幅跌落。据中商流通生产力促进中心测算,到2008年11月份,全国煤炭、矿砂、金属、橡胶、塑料、成品油等10种重要原材料的进口平均价格为1626美元/吨,比2008年最高月度7月份下降24%,比去年同期下降8.4%。大宗商品价格大幅下降的主要因素在于国内外经济双双减速,消费需求显著放缓,导致全球性产能过剩。据中商流通生产力促进中心测算,2008年1-11月份累计,全国10种重要原材料的表观消费量约为444725万吨,同比增长9.7%,比去年同期减速了3个百分点。其中10种重要原材料的累计进口量为11506万吨(不包括矿砂和废金属),同比下降9.6%,比去年同期减速26个百分点。另据有关资料,1-11月份全国累计实现生产资料销售总额24.2万亿元,同比增长10.9%,增速比去年同期回落8.9个百分点。其中11月销售总额同比下降1.7%,出现了自上世纪90年代以来的首次下降。

中国是现阶段全球头号大宗商品进口国和消费国(含间接消费),中国大宗商品进口的显著减速,表明世界原材料需求因为金融海啸的冲击,确实出现了削弱。除此之外,美元的阶段性升值、投机资本的纷纷撤离也起了很大的价格打压作用。

展望未来大宗商品市场前景,由于一些经济数据依然不太理想,包括中国在内的全球经济还在下行,西方经济发达国家相继陷入衰退,消费需求短时期内难以迅速好转,今后还有可能爆发新的“需求地震”,比如世界汽车巨头有可能倒闭等。受其影响,短时期内全球大宗商品消费需求难以迅速好转,市场价格还将弱势运行,有些还会进一步回落,比如长期协议铁矿石价格下跌20%以上。

另一方面,如果我们将观察眼光放的更远一些,延伸到一、两年之后,受到多种因素影响,远期大宗商品供求关系还将供应偏紧,市场行情重回高位运行。有观点认为,金融海啸过后国际市场石油价格还将回到60美元/桶,甚至100美元/桶的高位之上。在这个大格局之下,中国大宗商品进口价格亦相应回升,价格低迷只是暂时现象。

四大因素支撑大宗商品价格重现高位运行局面

以石油为代表的大宗商品价格重新获得上涨动力,进入高价运行局面,是由以下几个方面决定的:

(一)从需求来看,集体“救市”产生很大后发效应。爆发金融海啸以来,包括中国在内的世界各国高度重视,纷纷大手笔“救市”,比如大规模的公共财政支出、贷款利率逐步向零逼近、更宽松的外贸政策等。预计今后还会有新的刺激需求措施继续出台。这些政策措施经过一段时间的发酵之后,一定会显示很大的“后发效应”,石油、煤炭、矿石、金属、橡胶等大宗商品消费需求有可能超出预期强劲复苏。如果乐观一些,今后不再出现大的“需求危机”,比如世界汽车巨头的倒闭,更大规模的金融机构破产,大宗商品市场需求便有可能在2009年回升,即使悲观一些,出现更为严重的情况,也会在2010年内恢复,而不会陷入长达数年甚至10年之久的“漫漫寒冬”。

由于外部需求骤减,中国经济也出

现减速。即便如此,2009年7%以上的增长速度依然属于较高水平,重要原材料消费也只是增幅的回落,并没有绝对量的下降。况且,中国等人口大国的内需极具潜力,资金相对充裕,调控政策回旋余地很大。特别是国家4万亿元刺激内需,显著加大了基础设施和公用设施投资规模,加快了投资进度。受其影响,建筑材料、机械设备、物流运输、能源动力需求都会有不少增加。据中商流通生产力促进中心初步预测,2009年中国10种重要生产资料表观消费增长水平将超过8%,继续呈现增长局面。因此,虽然短时期内“中国需求因素”不能完全抵消发达国家需求减少的份额,引领世界大宗商品市场迅速复苏,但却可以避免全球原材料行情“崩溃”,可以成为一道重要“防火墙”。

(二)从供应来看,资源偏紧仍为常态。必须指出的是,因为金融海啸的严重冲击,今后一段时期内,将会暂时出现全球性大宗商品需求骤减,产能大面积过剩,市场价格谷底运行,甚至进一步跌落,但从长期来看,大宗商品供求关系依然偏紧,以石油为代表的原材料供应宽松时代已经结束,这一基本格局不会发生根本性改观。

远期大宗商品供求关系趋紧,难见宽松局面,主要基于以下两点:一是自然资源的稀缺性和不可再生性。一些大宗商品,如石油、矿石、煤炭等,多为自然资源,产出数量有限,具有显著的不可再生特点。即使是农林产品,如谷物、木材、天然橡胶等,也因为土地资源有限,不能够无限量生产。二是当今世界大部分资源性产品都处于少数企业集团的掌握之中,具有高度垄断性,在一定范围内,可以通过大幅减产遏制价格过度滑落。三是如前所述,中国、印度等国家人口正在经济崛起,其工业化和城镇化所引发的潜在原材料需求数额巨大。如果说世界工业化的初期,只是欧美少数几个国家,人口区区数亿,全球资源可以满足其工业化和城市化的原材料需求,那么,随着二十几亿人口国家一齐进入工业化时期,其原材料的供求关系当然不会继续宽松。供应偏紧,价格升势必成为一种常态。对此,我们要有一个清楚的认识。

供求关系的紧平衡状态,势必凸现地缘政治事件对大宗商品行情的影响。一有风吹草动,其市场价格就会扶摇直上。前不久,就是因为中东局势再次动荡,以及欧佩克准备大规模减产等因素影响,国际油价触及5年内最低点,重返46美元/桶,两周内飙升接近37%。

(三)从汇率来看,美元趋势贬值。一段时期以来,大量国际金融资产出于避险需要,追逐美国国债,推动美元汇率走强,这也成为国际市场大宗商品价格跌落的重要因素。需要引起警惕的是,由于美国负债累累,救市资金缺乏,

很有可能被迫开动印钞机器,使得巨额纸钞涌入市场,引发美元的贬值趋势。而美元的大幅贬值势必会对人民币汇率产生很大拖累,并由于中国外贸出口急剧减速,国内股市、楼市深幅调整,部分“热钱”流向境外的因素的影响,从而扭转2006年以来的人民币呈现持续升值局面。受其影响,中国大宗商品进口价格将会相应上扬。

(四)国际资本再次入市推动助澜。2008年下半年以来,由于大宗商品熊市”来临,国际对冲基金纷纷从商品市场撤离,有些还乘机做空打压。随着大宗商品价格的连续多次暴跌,商品投资价值凸现,大量处于观望状态的投机基金将会再次涌入市场,推波助澜商品行情。

未雨绸缪及早应对大宗商品货紧价扬局面

如同没有只涨不跌的商品一样,也从来没有只跌不涨的商品。受到上述四大因素影响,国际市场远期大宗商品价格迟早重回高位运行,应当引起各个方面的高度关注,未雨绸缪,及早应对。

1、国家调控部门积极组织“资源抄底”。中国是一个人均资源占有率较低的国家,“资源约束”其实是中国经济发展的最大“瓶颈”。金融海啸对世界实体经济的重大冲击,导致了全球资源性产品和生产企业资产价格的暂时性低迷,以及谈判对手低位削弱、吸纳成本较小,政治风险显著下降等。我们要抓住这个机遇,利用庞大的外汇储备,积极组织“资源抄底”。

“资源抄底”首先是大宗商品的产能抄底,包括境外收购矿山、油田、胶园等企业资产,尽可能多地掌握大宗商品的产能,弥补我们的“先天不足”。其次是商品抄底。即在大宗商品现货市场上低价大量购进货源,逐步建立起大宗商品的战略储备和市场储备。为了避免“中国采购因素”引发国际市场大宗商品价格大幅上涨,增加进口成本,需要在现货市场逐步加大采购量的同时,在期货市场上进行套期保值,规避市场风险。

总之,要抓住机遇,下好资源战略这盘棋,将我国近2万亿美元的外汇储备中的很大部分,逐步地转换成资源性产品和产能储备。

2、相关企业建立稳定的供货渠道。现阶段当然是“现金为王”。但随着时间的推移,进口大宗商品货紧价扬局面的重现,市场贸易格局势必转换为“货源为王”。因此,相关企业,尤其是严重依赖进口原材料的加工性企业,也要利用当前大宗商品价格暂时低迷的有利时机,或者收购矿产、收购资产,控制产能;或者签订长期供货合同;或者买进远期合约等,积极运作,建立稳固的供货渠道。

3、投资者开始转变思维,避免盲目“杀跌”。如前所述,随着大宗商品市场价格的持续暴跌,市场行情已经进入U字形底部运行。即使最糟糕的局面还没有到来,但也糟糕不到哪里去了。在这种情况下,重要原材料价格继续跌落的绝对值空间有限,而上行空间巨大,继续“杀跌”“抽水”不再丰厚,而所要承担的风险却显著增加。权衡利弊之下,投资者应当逐步转变思维,转换操作主要方向,组织和进行战略做多,避免盲目“杀跌”。

(作者单位:中商流通生产力促进中心)

2008年11月份重要原材料进口平均价格情况

品种	单价(美元/吨)	环比(±%)	同比(±%)
原煤	120.06	7.8	131.8
成品油	489.09	-37.0	-23.0
钢材	1727.09	-2.4	34.9
铜	4977.67	-23.2	-34.4
铝	2125.34	-4.2	-3.1
铁矿砂	122.67	-11.8	8.8
铜矿砂	1684.57	-9.7	-18.6
化肥	679.68	-2.8	151.2
橡胶	2550.23	-13.6	21.6
塑料	1787.70	-13.2	22.6
合计	1626.41	-14.7	-8.4

2008年1-11月重要原材料表观消费情况表

名称	表观消费量(万吨)	同比±%
原煤	238568.45	13.31
成品油	21174.32	8.99
钢材	48918.97	4.85
铜	477.91	4.28
铝	1163.01	-0.01
锌	386.11	12.16
水泥	124326.72	6.44
化肥	5011.71	-4.29
橡胶	561.40	2.28
塑料	4157.73	-0.97
合计	444725.33	9.71

2008年1-11月重要原材料进口情况表

名称	单位	进口量	同比±%
原煤	万吨	3810.93	-18.36
成品油	万吨	3521.75	13.12
钢材	万吨	1449.81	-6.68
铜	万吨	146.93	-7.69
铝	万吨	23.40	-13.44
锌	万吨	31.77	6.18
水泥	万吨	57.23	-1.56
农用化肥	万吨	570.16	-47.21
橡胶	万吨	271.87	-2.46
塑料	万吨	1621.87	-6.83
合计	万吨	11505.7	-9.6

投资回报率与股市估值水平密切相关

美国股市历史经验告诉我们,投资股市的预期回报率与买入时市场的估值水平之间的关系最为直接。而长期投资者只需关注投资时股市的估值水平,而不必理会错综复杂的经济和股市的短期波动情况。在低于历史平均水平估值时,大胆买入并长期持有就有望得到高于历史平均的回报率。这表明,买入时市场的估值水平越低,未来的预期回报率就越高。

截至2009年1月6日收盘,上证指数的静态市盈率只有15.02倍,在历史上处于相当低的水平。尽管经济前景还不明朗,大盘中短期还会有波动,但长期投资者现在买入的理由依然是比较充分的。

◎廖科

尽管经历了2008年罕见的大跌市,但上证指数目前1800点左右的位置依然在2005年平均1100多点的位置之上近70%。在2005年,如果投资股市的话,尽管当时经历了百年一遇的金融危机和大幅市,但这3年的年平均回报还在20%以上。

如果在2007年下半年或2008年上半年投资股市的话,结果又会如何呢?所以,尽管大家都知道股市的长期回报率大大高于债券和银行存款,但入市时机不同,结果往往迥异。那么,我们到底应该在什么时候投资股市呢?

有人认为,股市是经济的晴雨表,当然应该在经济形势好而不应该在经济形势差的时候买入。好像有一定的道理。但是,事实上,美国二战后经历了9次衰退(不包括此次发生的衰退)。相对于9次经济衰退开始,当经济衰退结束时,美国最具代表性的股指——标普500指数上涨了5次,仅下跌了4次(见表1)。这表明,股市的走势和经济的走势有相关性,但并不完全一致。

那么,投资股市,不看经济到底还要看什么呢?其实很简单,长期投资者只需要简单关注买入时股市的估值情况就可以了。

美国股市拥有很长的历史,其长期经验告诉我们,投资股市的预期回报率与买入时市场的估值水平之间的关系最为直接,买入时市场的估值水平越低,未来的预期回报率就越高。

依据美国标普公司官方网站公布的数据,从1936年四季度至2005年四季度的277个季度样本中,在市盈率低于10倍的61个季度买入,未来3年的年平均回报率为11.68%;在市盈率为15至20倍的90个季度买入,未来3年的年平均回报率为5.76%;而在市盈率超过20倍的50个季度买入,未来3年的年平均回报率只有3.60%(见图1)。由此可见,就投资美国股市而言,买入时的市盈率越低,未来几年的预期收益率就越高。

美国是这样的,中国是否存在类似的规律呢?尽管中国股市的历史还不

够长,但答案依然是肯定的。

在1993年1月至2005年12月的156个月度样本中,在市盈率低于20倍的10个月份买入,未来3年的年平均回报率为30.71%,亏损的概率为0。在市盈率为20至35倍的33个月份买入,未来3年的年平均回报率为34.00%;在市盈率为35至50倍的64个月份买入,未来3年的年平均回报率为8.30%;如果在市盈率高于50倍的49个月份买入,未来3年的年平均回报率为负1.79%(见图2)。

综合美国和中国股市的历史经验,长期投资者只需要关注投资时股市的估值水平,而不必理会错综复杂的经济和股市的短期波动情况。在低于历史平均水平估值时,大胆买入并长期持有就有望得到高于历史平均的回报率。

截至2009年1月6日收盘,上证指数的静态市盈率只有15.02倍,在历史上处于相当低的水平。尽管经济前景还不明朗,大盘中短期还会有波动,但长期投资者现在买入的理由依然是比较充分的。

(作者系东航金融证券研究员)

图1:买入时标普500指数市盈率预测未来3年平均年回报率

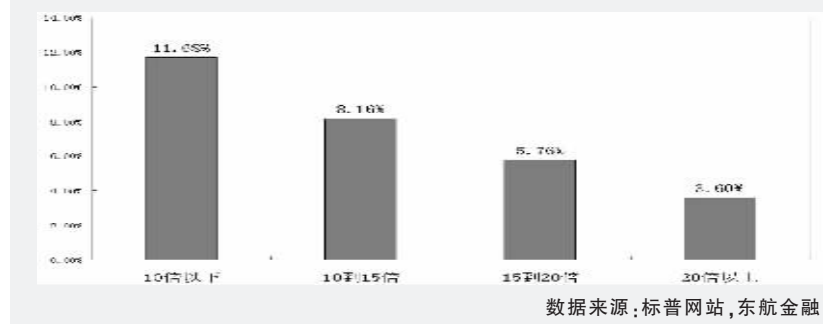


图2:买入时上证指数市盈率预测未来3年平均年回报率

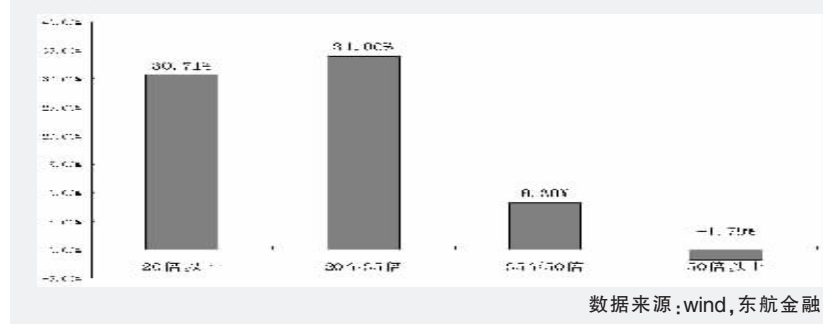


表1:美国标普500指数在经济衰退时期的表现

衰退周期	从衰退开始到结束标普500回报
1953年7月 - 1954年5月	16.4%
1957年8月 - 1958年4月	-12.3%
1960年4月 - 1961年2月	11.5%
1969年12月 - 1970年11月	-10.4%
1973年11月 - 1975年3月	-22.9%
1980年1月 - 1980年7月	8.7%
1981年7月 - 1982年11月	4.4%
1990年7月 - 1991年3月	3.0%
2001年3月 - 2001年11月	-12.7%

今日看板

穿过经济数据迷雾 发现运行趋势真相

◎亚夫

自近日起,相关部门开始陆续公布2008年12月及第四季度与全年的主要经济指标与相关数据。对即将问世的去年12月及第四季度经济数据,一些分析人士并不看好。特别与上年同比,出来的数据肯定不会好看,例如,进出口等数据,难免会出现负值。

与以往不同,对近期数据的分析,有一个非常实际的诉求,这就是如何据以判断中国经济的未来走向。因为,中国经济目前正处在一个敏感的时间点上,是走向持续低迷的L型增长轨道,还是通过此番金融危机的洗礼,走向又好又快健康发展的新征程,这是个问题。要回答这个问题,不仅有宏观政策面上的意义,对微观层面乃至千万投资者的投资行为,也有极大影响。

回到经济数据。俗话说,数字会说话。那么,会说什么话呢?是告诉你真相,还是有泥沼与迷障?特别是脱离相关背景的孤立数据,会告诉你事实真相吗?尤其在07年末08年初中国经济趋于过热的背景下出现的数据,怎么拿来与近期的数据作比较,怎么看数字的大起大落?问题恐怕没那么简单。

简而言之,在做数据比较时,有三点是需要注意的。

首先看数据反映的经济状况。以07与08年的数据做比较,在国家信息中心经济景气预警报告中,07年11、12月份的10个监测指标,有9个过热或趋于过热,只有1个正常。经济总体状况趋热十分明显。而在08年10、11月份的10个指标中,有4个已趋冷或过冷,经济大幅下滑趋势也很明显。在12个月时间内,中国经济如此大起大落,正是国内外形势典型的反映。而经济运行的过热或过冷,都不是一个经济社会正常的表现。

其次看数据反映的经济背景。仍以国家信息中心经济景气预警报告提供的数据为基础,06年11、12月,尽管10个检测指标多半也在趋热区间运行,但其偏热程度要小于07年。而综合10项指标,中国经济在07年末08年初,一度突破偏热的橙色区间闯入了红色过热区。也就是说,如果拿07年末和08年初经济过热的数据,与08年末和09年初偏冷的状况做同比,那显然是不合适的,是需要修正的。

再次看数据反映的经济增长方式有什么不同。中国在2005年前后出台了一系列经济政策,对06、07、08年经济增长的影响是非常明显的。一是汇率政策,二是出口退税政策,三是环境以及劳动与社会保障政策。特别是汇率与出口退税政策的变化,直接影响着企业的当期盈亏。因此,06、07年的增长有赶末班车的因素,而增长方式的转变从08年起要逐步兑现,此时恰逢国际金融危机逆转,多种挤压因素叠加,对经济增长的挤压可想而知。

从这三方面来看07年末和08年初的经济数据,以及08年末和09年初可能出现的经济数据,都应该视为非正常区间的非正常数据。如果把这两个时段的数据孤立起来看,不加修正简单地据此来判断中国经济的未来发展趋势,那不仅有误判的危险,更有可能带来决策失误、经营失误、投资失误的危险。

其实,观察中国经济的运行,除了波动较大的月度或季度数据外,更需要观察通过对这些月度或季度数据的持续分析而形成的更长时间的波动情况。比如,近30年来,中国经济的平均增长率在9.8%。这是一个非常重要的数值,是潜在增长率与实际增长率的中间值。这个数值会因短期因素的影响而轻易改变吗?即使像国际金融危机这样的冲击,大概也不会改变它对中国经济的意义。

由此观察,中国经济虽然在短期内,受内外部因素影响,有忽冷忽热的波动,但是在目前偏冷的情况下,通过积极的财政政策和适度宽松的货币政策,以及有中国特色的市场手段和政府行政手段,经济在较短时间内实现温和回升是既有现实需求,也是能够实现的。

而据一家证券分析机构的最新调查,近来生产企业的库存情况已出现微妙变化,一方面是制成品库存下降,另一方面是原材料库存缓慢增加。如果这是多数企业的情况,那么,显然是一种非常积极的变化。表明企业的现金流在改善,生产意愿也开始增强,经济有走出金融危机的征兆,向良性循环方向发展的动力。

正所谓“高天滚滚寒流急,大地微微暖气吹。”透过经济数据的迷雾,发现数据之间更真实的关系,把握中国经济潜在增长与实际增长的钥匙,也许可以开启一扇通往春天的大门。