

国际大宗商品价格强劲上涨动因复杂

供求矛盾、全球流动性过剩及中国需求增长,是导致大宗商品价格持续走高的三大重要影响因素,突出了本轮商品牛市的金属和金融的双重特征。如果上述三大因素不变,那么可以预期未来商品牛市仍能延续。

◎苑德军 周世一

本轮国际大宗商品价格的强劲上涨,大大超出了国内外市场的判断与预期。例如,自2005年后,国际油价持续上涨,目前已经突破了每桶90美元大关的历史新高纪录。那么,是什么原因促使国际大宗商品价格持续上涨并一直在高位徘徊呢?

我们认为,国际大宗商品价格之所以能在数年内持续上涨,绝非可以简单归结为市场操纵或垄断的结果,我们还需对国际大宗商品价格波动的诸多深层次原因,予以多维度、全方位的考察和分析。

供求矛盾和流动性过剩导致国际大宗商品价格持续上涨

从经济学的角度讲,任何商品价格上涨都是供不应求的结果,确实供求矛盾也是推动本轮国际大宗商品价格上涨的主要动力。同时,在当前全球流动性严重过剩的情况下,大宗商品已成为保值增值的一种投资工具,在国际资产配置中的地位也越来越重要,强化了大宗商品的金融属性,这也是促成本轮大宗商品牛市的一个重要因素。

第一,国际大宗商品的供求矛盾较为突出。从大宗商品的供求关系看,除农产品外的其他大宗商品的产能增加周期至少需要数年时间。因此,在短期内决定大宗商品供求关系的关键在于需求,而大宗商品的需求又受制于经济增长。

在2002年走出低谷以后,全球经济在2003年和2004年经济增长速度加快,经济增长速度加快拉动了大宗商品需求,特别是2006年超出人们预期的全球经济增长,使得大宗商品的需求增长明显加快。全球经济增长扩张了对大宗商品的需求,但大宗商品供给却没有相应地大幅提升。究其原因,主要有两个方面:

其一,“9·11”事件后,国际经济分析人士对全球经济前景普遍持不乐观态度。受此影响,与国际大宗商品供给相关的资本开支在连续5年下降后,在2001年和2002年继续减少。只是在2004年全球经济好转得到确认后,资本开支才回到正常水平,并于2005年后有较大幅度的增加。但是,由于大宗商品的生产周期很长,从资本开支投入到最终形成供给需要相当时间,在新的大宗商品没有投产之前,产能只能依靠已有矿山的挖潜。从XTR,必和必拓、力拓、英美等四大矿业公司最近公布的资本开支预算看,预期矿业产能的大幅增加要到2010年以后。

其二,近年来不断上升的矿业生产成本,也增加了大宗商品供给提升的难度。劳动力、能源和原材料成本的上升,导致大宗商品的生产成本显著上升。还有,环保成本急剧增加、劳动力成本上升等。由于能源、原材料、劳动力、环境等成本增加,远远高出生产商的预期,从而限制了大宗商品产能的扩展。行业提供的数据表明,矿业公司经营成本的上升幅度,每年比当地通胀水平总体上平均约上升10%以上。至于投资成本更是迅速提高,每年比当地通胀率高出25%。

从大宗商品的市场结构看,大宗商品的供应源已经形成寡头垄断,供给方

有相当的能力控制商品供给量和价格水平。在国际矿业方面,国际四大矿业巨头已经初步垄断了全球的矿业供给,在铁矿石、铜精矿等产品上有着绝对的定价权。以OPEC为代表的石油行业,也是如此。

在本轮大宗商品牛市中,随着矿业的垄断程度增强,矿业公司人为控制供给,有效地拉长了行业周期,使整个行业性质发生了明显变化。在大宗商品的供给具有垄断性的情况下,生产商对全球大宗商品有着较大的定价权。本轮金属行情,就是以两大矿业公司联合起来,在2002年初囤积20万吨铜控制市场供给开始的。这点从当前国际矿业股的PE已经高达20倍便可看得很清楚。而在本轮牛市之前,矿业股定价最高也不过12倍PE。

大宗商品是资源类商品,不仅具有稀缺性和不可再生性,而且具有保值性和投资性。相对于供给方可以采取停工封矿、囤积精矿和实物商品等蓄意拉升价格的措施,而需求方由于大宗商品是基础性商品,替代性不强,需求弹性很小,在供求博弈中则处于不利地位。这从历年的铁矿石价格谈判中可见一斑。

第二,流动性过剩成为拉动大宗商品价格上涨重要动力之一。其中,一是全球流动性显著扩张。20世纪90年代中期以来,流动性过剩成为国际经济和金融运行的一大重要特点。

在最近10年间,全球货币供应量则以惊人的速度扩张。从1997年到2006年间,全球主要经济体M1与GDP的相对比例,美国从40.6%提高到53.3%,欧盟从24.1%提高到44.6%,日本从29.5%提高到78.5%。过去10年间,全球狭义货币M1与GDP的相对比例上升了50%以上,广义货币M2与GDP的相对比例上升了30%以上,这是一个快速的货币全球化、全球货币化的过程。

宽松的货币政策导致主要经济体的货币发行量大幅度增加。在最近10年间,全球货币供应量以惊人的速度在扩张。2002年以来,全球货币增长率每年都高于10%,同期全球GDP的年均增长率仅仅维持在2%-5%,并且两者之间的差距还在扩大。

流动性过剩在很大程度上与低利率相关。例如,美联储长期实施的低利率政策,使市场上充满了过剩流动性。特别是2001年以来,全球各主要经济体普遍实行了低利率政策,导致全球流动性泛滥。

在全球流动性过剩背景下,对冲基金、私募基金等快速发展。据IMF对国际游资的统计,20世纪80年代初国际短期资本为3万亿美元,到1997年底增加到7.2万亿美元,相当于当年全球GDP的20%。据麦肯锡全球研究所的数字显示,全球金融资产与全球年产出之比已于1980年的109%飙升至2005年的316%。2005年,全球核心金融资产储备达到140万亿美元,相当于同年全球GDP的3倍以上。

二是流动性过剩导致投资大宗商品的资金大幅增加。由于大宗商品具有保值性,为了在通货膨胀中维持购买力不至下降,机构投资者需要投资于大宗商品。指数基金、对冲基金、宏观基金、大型国际投行和银行中的专门商品部门都将大宗商品作为一个投资品种,市场整体的资金供给与大宗商品价格之

间有着一定的关系,即大宗商品具有金融属性。

全球投资于大宗商品市场的资金规模到底有多大,没有一个权威的机构能够给出准确的数据。

有关的数据分析显示,自2003年开始,美国共同基金在大宗商品市场的投资一直是净流入。从当年下半年开始,净流入的资金急剧增加,从原来每月1亿美元左右的规模不断增加,到11月当月净流入超过5亿美元,次年的2月份超过10亿美元,此后流入速度有所下降,但在2004、2005年一直保持每个月都是净流入情况,平均每月净流入超过了5亿美元,直到2006年下半年,才出现了净流出流出的情况。此后,净流入和净流出交互出现,总体基本持平。

与此同时,商品指数也从2003年开始,一直大幅上涨到2006年上半年,下半年后商品市场大幅震荡。由此,可以大致反映出流动性过剩对大宗商品的影响。

从今年发行的新的商品结构产品继续快速增长的数据看,根据MTN-I数据看,2007年上半年新发行的总量有432个,结构产品发行的强劲表现,说明了目前商品市场的流动性依然充足,商品市场很可能已成为躲避次级债影响的一个投资领域。

近期商品期货的持仓情况,也说明大宗商品市场的流动性不仅没有减少反而是在增加。这表明,为了逃避次级债对金融产品的冲击,有投资者将转移投资到商品市场,在次级债影响下的商品市场的流动性反而增加了。

中国需求对国际大宗商品价格波动有很大影响

第一,大宗商品价格上涨是中国经济增长的内生因素。自去年下半年以来,我国通货膨胀率逐步走高。在国际原材料价格持续高位的影响下,国内生产资料价格也大幅上涨。从国际大宗商品价格走势、我国经济增长和国内通货膨胀的情况看,可以发现,国际大宗商品价格与原材料价格上涨是我国经济增长的内生因素,而不是外生因素,是我国经济高速增长的结果。

自2002年下半年我国经济开始新一轮景气周期开始,国际大宗商品价格开始启动,此后,随着我国经济的持续快速增长,国际大宗商品价格也一路上涨。我国经济增长率在2003年和2004年达到10%左右后,以煤、电、油、运为代表的国内原材料供给紧张,同期的CPI和PPI数据增长较快,但CBI商品指数并没有表现出大幅上涨的趋势。自2004年开始,宏观调控措施接连不断,但2005年和2006年的GDP增速却出人意料地达到了10%以上,同期的CBI商品指数也加速上涨,但CPI数据却是下降的。

似乎可以确认,是中国经济增长带动了大宗商品需求扩张,在很大程度上影响了国际大宗商品价格波动。

第二,中国需求是推动大宗商品价格上涨的重要因素。由于全球制造业向中国转移,中国成为全球产品的主要供给国。与此同时,中国产业结构开始向重工业化升级,中国城市化进程加快。这些因素使得中国对以大宗商品为代表的原材料需求快速增长,在很大程度上改变了国际大宗商品的运行周期,拉动了以有色金属为代表的商品价格连续创出历史新高,造就了本轮大宗商品

的大牛市。

从中国大宗商品需求占全球消费的情况看,在2000年以前,比重最大的是铁矿石,但比重一直徘徊在10%到20%之间,最多的年份也不足20%。但是,进入2000年以后,随着中国经济的逐步提速,对大宗商品的需求增长加快,大宗原材料需求占全球需求的比重快速上升。到2006年年末,中国铁矿石的需求占全球需求的比例超过50%,铁和锌的需求超过1/3,铝、镍、铜接近30%,只有原油需求在20%以下。

从今年上半年全球大宗商品的消费增长情况看,正是中国需求增长带动了全球大宗商品需求的扩张。从上半年中国对全球大宗商品需求增长的贡献看,除黄金需求增长仅贡献了13%外,在铝、铜、锌、钢铁和石油的消费增长中,中国的贡献都超过了50%。这些数据,表明了中国需求在全球大宗商品需求中的主导地位。正是中国的需求增长,强有力地拉动了全球的需求增长。

中国需求占了国际大宗商品需求的很大比例,成为决定国际大宗商品需求的主导力量,根本原因在于中国的经济结构及其在国际分工中的地位。

从经济结构看,作为处于工业化进程中期的中国,第二产业仍处于主导地位,服务业的发达程度不高。中国工业

在国民经济中的比重远远高于早已完成工业化的发达国家,工业生产增长成为国民经济增长的主要推动力。因此,中国的经济增长比发达国家需要更多的基础原材料,自然对大宗商品的需求也就大得多。

从中国在国际经济分工中的地位看,加入世贸组织以后,在中国资源比较优势、配套优势等带来的低要素成本的刺激下,国际加工工业和制造业加速进入中国,中国成了世界工厂。中国制造的产品是为全球消费服务的,中国对大宗商品需求中的很大部分最终满足了全球消费需要。从产业转移的角度分析,中国对大宗商品需求的快速增长,是因为替代了原来发达国家制造业的这部分需求。

由此可见,国际大宗商品价格正在体现13亿人需求的变化,这从一个侧面反映了中国崛起的影响。这个市场的根本性质已经不同于以往:在全球矿产资源总量不会改变、供给相对稳定的情况下,中国需求在很大程度上决定了国际大宗商品价格的波动。

从大宗商品的供求关系和全球流动性相结合的角度分析,未来几年全球经济增长仍将稳定增长,中国经济前景也相对乐观,并且流动性依然旺盛。因此,如果国际局势不出现大的动荡的话,那么国际大宗商品价格仍将维持高位并将继续保持上行态势。

(作者单位:银河证券)

图1 中国 GDP 增速、CPI 指数与 CBI 商品指数比较

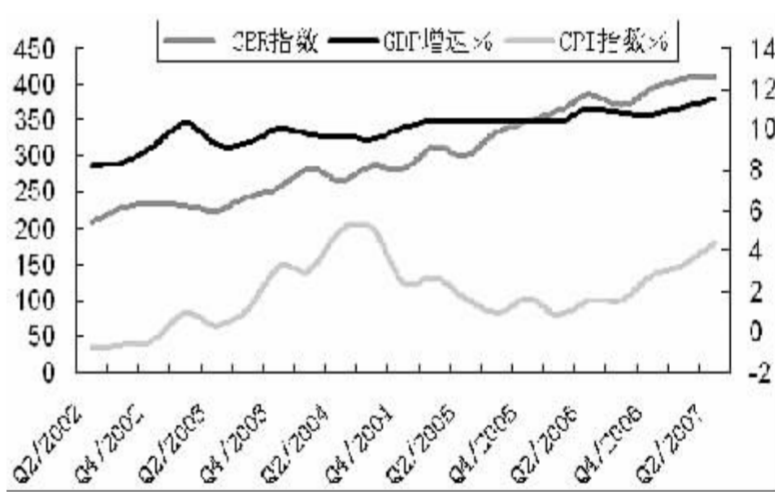
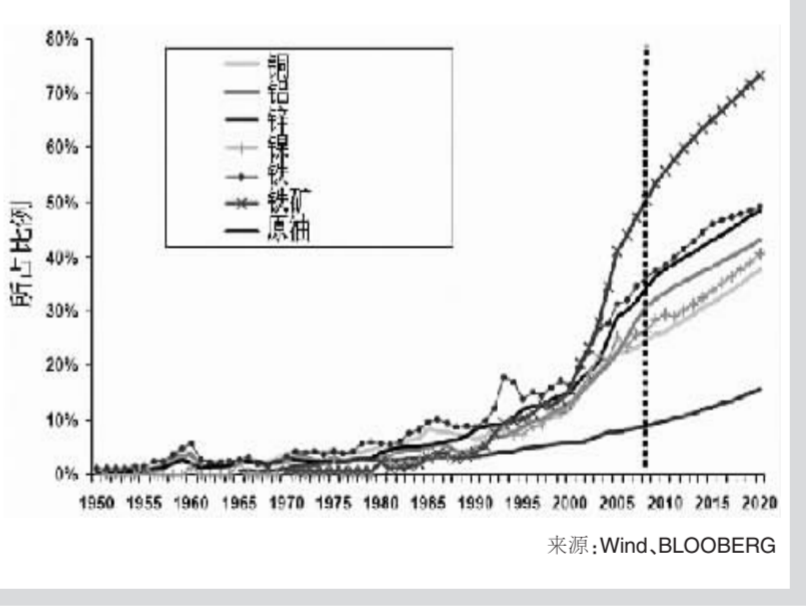


图2 中国大宗商品需求的全球占比



■观点

●本轮国际大宗商品价格的强劲上涨,大大超出了国内外市场的判断与预期。我们认为,国际大宗商品价格之所以能在数年内持续上涨,绝非可以简单归结为市场操纵或垄断的结果,而国际大宗商品的供求矛盾和全球流动性过剩是导致国际大宗商品价格持续上涨的两大主要影响因素。

●在短期内,决定大宗商品供求关系的关键在于需求,而大宗商品的需求又受制于经济增长。近年来全球经济增长快速扩张了对大宗商品的需求,但大宗商品供给却没有相应地大幅提升。其中,矿业公司的寡头垄断是影响本轮国际大宗商品金属行情上涨的重要因素之一。

●流动性过剩成为拉动大宗商品价格上涨重要动力之一。由于大宗商品具有保值性,突出了其金融属性。当指数基金、对冲基金、宏观基金、大型国际投行和银行中专门商品部门都将过剩流动性进入商品市场时,流动性过剩就成为推升大宗商品价格上涨的重要市场力量。

●中国需求也影响了国际大宗商品价格波动。因为,一是国际大宗商品价格与原材料价格上涨是我国经济增长的内生因素,是我国经济高速增长的结果。中国经济增长所带动的大宗商品需求的扩张,在很大程度上影响了国际大宗商品的价格;二是中国需求是推动大宗商品价格上涨的重要因素。全球制造业向中国转移、中国产业结构开始向重工业升级及中国城市化进程加快等,这些因素使得中国对以大宗商品为代表的原材料需求快速增长,在很大程度上改变了国际大宗商品的运行周期,拉动了以有色金属为代表的商品价格连续创出历史新高,造就了本轮大宗商品的大牛市。

■编余

国际大宗商品价格持续走高,特别是近期国际原油价格连续创出历史新高,国际商品市场牛市为什么会产生及是否会延续,成为一个市场关注的焦点问题。

为此,银行证券的两位专家认为,国际大宗商品价格之所以能在数年内持续上涨,绝非可以简单归结为市场操纵或垄断的结果,这是国际大宗商品供求矛盾及全球流动性过剩两大因素共同影响的结果。其中,全球经济增长导致了大宗商品的供求矛盾,尤其是需求上升但供给没有大幅提升,以及矿业公司的寡头垄断等因素导致了大宗商品的金属行情持续走高。另外,全球流动性过剩,突出了大宗商品能保值增值的金融属性,这是导致大宗商品价格持续走高的又一重大影响因素。当然,中国因素或言中国需求增长,对国际大宗商品价格波动也有重大影响。

基于上述分析,作者认为,当全球经济增长尤其是中国经济增长前景依然乐观,大宗商品供求矛盾、流动性过剩和中国需求三大因素在短期内难以改变时,预期未来国际大宗商品的牛市行情仍然能维持下去。

或许,国际大宗商品价格波动的市场影响是广泛的,对A股市场的影响也相当大。从金属类上市公司盈利大幅增长及公司股价持续上涨中,我们可以看到这一影响。另外,大宗商品价格上涨会对其他类型的上市公司也会产生一定的影响,如增加生产成本等。因此,作为投资者,更应关注国际大宗商品价格波动趋势。

—亚夫

未来大宗商品价格仍将保持高位运行态势

从供求关系和流动性过剩两大影响角度分析,我们就可以对未来大宗商品的行情走势做出一个相对清晰的判断。如果大宗商品价格上涨是受需求因素影响,那么,只要全球经济增长趋势看好,大宗商品的供求关系将依然紧张,这表明商品牛市的基础也依然稳固;如果行情上涨主要是由全球流动性过剩引起的,在全球流动性紧缩后,那么商品牛市的基础将不复存在。

第一,未来全球经济增长依然看好。由于2007年世界经济依然能保持平稳增长,预期大宗商品的需求也很难下降。从全球经济增长看,尽管近期有次级债危机的冲击,但这种冲击属于突发性而非系统性影响,看似后果十分严重,但实际上造成的损失可能仍在可控范围之内。因此,也不会对全球经济增长造成严重的负面影响。在对8月上旬和下旬美国次级债的一份研究报告中,我们曾明确指出次级债危机所导致的市场暴跌是一

个良好的投资机会,近期全球金融市场的表现证实了我们的判断。尽管美国经济增长前景不明,但在新兴经济体快速增长和发达经济体稳定运行的情况下,预计今年全球经济增长仍将稳步增长。特别是在美联储降息50个基点后,各国资本市场出现强力反弹走势,表明了投资者对未来经济前景依然看好。

而美国的7月和8月份耐用订单增长创下了近10个月以来最大涨幅,远远高于市场预期。同时,美国的制造业复苏势头也在继续,并有强化趋势。这表明,拉动美国经济增长的动力仍然强劲,虽然次级债危机爆发会对美国经济产生一定的不利影响,但这种影响只会减缓随后几个月的美国经济增长。最新的ISM数据和OECD领先指标在上升,预示今年OECD地区对大宗商品的需求还会保持适度增长。因此,可以预计,全球对大宗商品需求的增长仍将维持在

较高水平上。

第二,中国经济高增长的态势至少还能延续10年。中国经济增长前景在很大程度上会影响国际大宗商品未来的价格走势。在未来10年,中国经济仍能维持年均8%以上增速,工业生产也能维持15%以上增速,投资仍将保持年均20%以上的增幅。在全球经济分工体系中,中国作为世界工厂的地位不会根本改变。因此,中国对国际大宗商品的需求,仍将保持较高的增长水平,国际大宗商品的总体需求也将保持旺盛增长。

第三,未来流动性依然不减。就中期的全球流动性而言,出于对经济可能出现衰退的担忧,美联储决定在上次降低联邦贴现利率50个基点的情况下,在9月18日的联储会议上宣布将联邦基准利率降低50个基点,由5.25%降至4.75%。

当前美国经济走势,与1987年和1998年有类似之处。当时,美联储为对付突发性金融市场

动荡而采取了紧急的大幅加息措施,并随着经济增长放缓进入加息周期。美联储为减弱当前金融动荡和房地产下跌给经济带来的消极影响,在结束加息周期后,进入减息周期的可能性非常大,预计美联储在今年年内至少还有一次25个基点降息。

此外,尽管欧洲的通胀压力仍高于美国,但随着欧元的快速升值带来的竞争力下降和劳动力成本上升,预期欧元区将肯定会结束加息周期,并可能在年内进入减息周期。至于英国,由于北岩银行挤兑事件以及金融结构和监管问题,流动性紧缩最为严重,预期年内至少会减息一次。

在全球主要经济体即将进入减息周期,以及以中国为代表的新兴经济体本身就存在流动性过剩的情况下,全球未来的流动性依然旺盛,从而支持大宗商品价格继续高位运行。

(苑德军 周世一)