

# 全球初级产品价格可能面临深幅下调

全球初级产品价格的超级牛市行情已跨越了近10年。从目前来看,国内外经济大幅增长、美元持续大幅贬值和投机资金推波助澜三大因素,支撑了本轮全球初级产品牛市行情。

但是,从国内外经济同步减速、美元贬值趋势似已逐步见底、全球初级产品“紧平衡”的供求关系有望打破、人民币升值速度加快及投机资金的操作转向等五大因素分析,在未来1-2年内,全球初级产品价格行情将有可能面临一次深幅调整。

尽管全球初级产品价格调整的幅度可能会很大,但这也不意味着此轮牛市行情会结束,更不意味初级产品价格将会进入“价格寒冬”,即漫漫“熊市”的到来。

○ 陈克新

到目前为止,全球初级产品价格的超级牛市行情已跨越了近10年。通过分析支撑此轮商品强劲上涨的诸多因素及这些支持因素的趋势变动,我们可以得出一个初步判断:在未来1-2年内,国内初级产品价格行情,有可能面临一次深幅调整。对此,我们要有所警惕,未雨绸缪,及早防范。

## 三大因素引发初级产品价格上涨

进入本世纪以来,全球矿石、煤炭、石油和橡胶等初级产品价格出现了强劲上涨,呈现出长达近10年的商品牛市行情。据测算,截至2008年3月末,国际市场中铁矿石、石油、煤炭、铜和橡胶价格普遍比2001年上涨了3倍,甚至更多。自2008年1月份以来,路透CRB全球商品指数也上扬了18%。

分析此轮初级产品超级牛市的形成因素,主要有三个方面:

一是国内外经济的大幅增长。本世纪以来,世界经济一直保持了4%左右的快速增长。欧美国家先是高新技术繁荣,然后是住房价格上涨,最后是商品进口强劲。在此期间,中国和印度等新兴国家经济增长也开始提速,如中国已连续3年实现两位数增长,再现了世界经济增长奇迹。国内外经济的快速运行,引发了对初级产品的旺盛消费需求(见表1),这是国内外初级产品价格强劲上涨的最重要因素。

二是美元持续大幅贬值。由于美元近些年来大幅贬值,刺激了全球石油、矿石、大豆、天然橡胶等初级产品价格上涨。如果剔除美元贬值等通货膨胀因素后,国际石油价格(400美元/桶)只相当于1980年时40美元/桶。也就是说,美元贬值在现阶段国际市场价格上涨影响因素中至少要占3成比重。

现阶段中国是一个加工贸易型国家,对国际市场初级产品进口依存度较大。石油、矿石、橡胶和豆类等产品进口量一般占据需求总量的30%以上。美元贬值引发国际市场初级产品价格急剧上涨,也直接增大了中国初级产品的进口成本,进而导致了国内相关产品价格水平的大幅扬升(见表2)。

三是投机资金的推波助澜。有观点认为,现阶段欧美国家经济正在由“实体经济”向运用投机资本致富的“金融经济”转型。在全球流动性过剩情况下,美元的持续贬值,使得大量美元资产转向矿石、原油、橡胶、铜、铝、谷物等商品购买,以求保值、增值,规避汇率风险。同时,世界范围内投机基金看准消费需求旺盛和供求关系紧平衡的有利时机,实施战略型做多方针,将初级产品价格行情推向极致,由此推出了很多的投机泡沫。

花旗银行在近期一份报告指出,2008年1季度有700亿美元新增资金投入包括石油、金属、农产品在内的大宗商品市场,导致上述产品价格急剧飙升和剧烈波动。今年1季度涵盖26种农产品的大宗商品指数上涨了20%。与此同时,包括500家成分股的标准普尔指数却下跌了7%。

由此可见,目前初级产品价格中投机炒作的“泡沫”因素较多。据测算,目前包括民营股在内的国内天然橡胶平均生产成本不超过12000元/吨,即使是国营农场含管理费的生产成本,也在15000元/吨之内,远远低于目前20000元/吨以上的销售价格。所以,即使将合理利润考虑进去,目前的橡胶市场价格中也出现了明显的投机溢价。其他初级产品的市场价格也是如此,也远远超出了真实供求关系所要求的合理价位。一般估计,现阶段初级产品价格中的投机溢

价部分超过了20%。

## 五大因素将促使初级产品价格行情深幅调整

今后国内外初级产品价格走势会如何,将主要取决于上述因素的趋势变化。如果这些价格上涨的支持因素继续存在或强化,初级产品价格将保持高位运行或将再创历史新高;如果这些支持因素逐步弱化或消失,或者支持因素同时减弱或消失,那么初级产品价格将会转向下跌或出现深幅下跌。种种迹象表明,初级产品价格行情出现深幅下跌的可能性已越来越大。

第一,国内外经济同步减速。这是初级产品价格深幅调整的最大风险因素。从2007年下半年开始,美国经济已开始滑坡。目前,美国次贷危机的负面效应正向全球扩散,并导致全球经济增长出现显著减速。尽管美国和欧盟已全力救市,但目前金融形势还没有稳定,经济下行风险依然存在。

如果美国经济出现大幅降温甚至衰退,将拖累世界经济,并加大其他国家和地区经济的下行风险。前不久公布的4月份美国消费者信心指数已从3月份的69.5降至62.6,低于先前的预期,为1982年以来最低水平。由于美国消费开支占经济总量三分之二,消费者信心指数异常疲软,反映了经济萎缩程度要比经济数据更为严峻。此外,其他一些经济数据也预示了衰退可能性,如3月份美国新房销售下降到近17年来最低水平,新房销售价格出现近40年以来最大降幅;3月份耐用订单出人意料地减少了0.3%。这些数据均显示,美国金融危机市场会促使美国经济放缓将超出预期,并持续更长时间。

国际货币基金组织报告已将2008年世界经济增幅调降至3.7%,并预计2009年还将进一步放缓,未来两年全球经济增长低于3%,即进入衰退的几率为25%。美国和世界经济增长减速,直接引发了中国出口水平的回落,尤其是对美出口下降。海关总署统计数据表明,今年1季度,中国对美国出口同比增幅仅为5.4%,比去年同期减少近15个百分点,成为中国全部出口总值同比增幅回落6.4个百分点的主要原因之一。

与此同时,今年1季度全国规模以上工业增加值、全社会消费品零售总额和生产资料销售总额增速剔除价格因素后,同比增长都出现了1-2个百分点的减缓。另外,剔除同期固定资产投资价格涨幅8.6%后,1季度全社会固定资产投资实际增速也出现了放缓(见表3)。

鉴于房地产业作为目前中国固定资产投资的重要组成部分,也是本世纪以来拉动中国经济增长的引擎之一。但由于今年通货膨胀压力较大,两个“防止”下选择从紧的货币政策仍是国家宏观调控的主要方向。由此,预计我国房地产市场将步入观望阶段。

以上几大因素表明,包括中国在内的全球经济增长将出现同步放缓,这势必会减弱对初级产品的需求,引发市场供求关系的较大变化,并导致这个初级产品价格上涨的最大支持因素弱化。

不久前,国际能源署调降了对2007年全球原油需求增长的预期,预期降幅为7年以来最高水平,原因是美国和欧元区经济增长减缓正在削减发达国家的原油消费。同样,作为全球经济亮点之一的中国目前也处于通胀压力之下,反通胀的政策措施将很可能对一些初级产品需求形成打压。

以铁矿石为例,进入2008年以后,世界经济增长减缓和中国抑制出口政策效应开始显现,中国钢铁产品出口量由上年强劲增长转为大幅下

降,导致粗钢产量增幅急剧回落。据统计,2008年1季度累计,全国粗钢产量仅同比增长8.6%,同比增幅回落近14个百分点。如果按今年前3个月平均产量计算,预计全年粗钢产量大约为49976万吨,比上年仅增长2%左右。即使将今后新增产能因素考虑进去,今年粗钢产量也可能落在10%以内。这势必会减弱今年中国铁矿石的需求增长,并对铁矿石行情产生很大影响。由此,预计在1年之内现货铁矿石的价格泡沫将可能会被刺破。

第二,美元贬值趋势似已逐步见底。

美国在陷入次贷危机后,美联储频繁降息,美元持有者的经济利益受到了损害,并成为导致美元贬值的重要因素之一。由于现阶段通货膨胀压力越来越大,对抑制消费的副作用也日趋严重,预计美联储的降息救市措施将可能告一段落,并暗示了本轮超过300个基点的降息进程很可能在近期画上一个句号。

受美元贬值趋势见底影响,预计美元贬值将可能在2008年下半年逐步见底。如果美元贬值见底并开始反弹,势必会导致所有初级产品价格出现相应下跌。有分析认为,美元每升值1%,国际市场价格将下跌4美元/桶。一旦基础油价出现回落,将带动其他初级产品价格下跌。

第三,高价格对供求关系的双向调节。多年来全球初级产品的供求关系呈现“紧平衡”特征,这是全球初级产品价格不断上涨的重要因素之一。同样,高物价本身也具有“双刃剑”的效应,一旦这种“紧平衡”的供求关系从根本上得到扭转,将会促成全球初级产品出现供应的宽松局面。

一方面,初级产品价格快速、强劲上涨,会逐步向最终消费传导,并可能会抑制消费增长。比如,石油价格在突破了120美元/桶之后,就引发了人们对经济前景的担忧。据美国标准普尔公司的分析资料表明,由于燃料价格上涨和贷款紧缩等因素影响,今年美国汽车的销量将降至1490万辆,为1995年以来最低水平。

另一方面,初级价格的不断上涨,这一领域内高额利润的形成,还会极大地刺激相关产品的生产和投资。比如,本世纪以来天然橡胶行情急剧攀升,刺激了中国和东南亚地区天然橡胶种植面积急剧增加。据有关资料,进入本世纪以来,全国胶园种植面积明显增多,尤其是民营胶园的发展非常迅速。据不完全统计,目前仅云南省西双版纳州的植胶总面积就达到了1.65万亩,比2000年增加了1倍左右,比上世纪90年代增加的幅度更大,这些新增胶园中一部分已进入开割阶段。

不仅如此,如果国内初级产品价格涨幅过大,涨速过快,势必也会引起决策部门的高度重视。在中央重点防范全面通货膨胀压力的大环境下,有可能会出台新的调控措施,如进一步提高相关产品出口关税,从严控制贷款发放等,从而会抑制一些过于旺盛的需求,导致总量需求的减弱。

第四,人民币升值速度加快。随着中国经济实力不断增强,外汇储备不断增多和贸易顺差居高不下,人民币将继续呈现升值趋势。

最近一段时期,人民币升值速度明显加快。有关数据显示,自2007年4季度以来,人民币对美元升值达到5%。其中,今年1季度升值幅度在4%左右,按年计算超过15%,创下汇率改革以来的最快速度。

尽管美元贬值拉高了国际市场初级产品价格,并增加了中国的进口成本,但人民币的较大幅度升值,在另一方面对冲了美元贬值引发的通胀效应,在一定程度上也减弱了矿

石、石油、橡胶和豆类等初级产品进口价格的上涨势头。

尤其需要引起注意的是,虽然现阶段人民币升值速度赶不上美元的贬值速度,致使人民币升值对冲输入性通货膨胀效应仍未显现。但是,一旦美元贬值趋势出现见底回升,那么人民币将继续其尚未完结的升值周期,届时人民币的升值效应便会充分显现,并引发国内初级产品价格出现更大幅度下跌。

第五,投机资金的操作转向。从总体上来看,前期全球流动性过剩、新兴国家需求旺盛及美元贬值催生巨量保值避险需求等因素,这是全球范围内投资基金顺势而为,战略做多三大基础。随着上述条件逐步发生变化,以及全球初级产品价格行情本身已进入高位风险阶段,投机基金将会考虑调整操作的主方向。

当今世纪,存在着股市、楼市和商品三大泡沫。前两个泡沫已经或正在破灭,商品价格泡沫的破灭也将随之而来。

实际上,市场中从来就没有有只涨不跌的商品。因为目前商品价格涨得太高、太快,已损害到了经济增长本身。随着中国出口增长势头放缓(包括加工贸易量减弱),中国对初级产品的需求增长水平将会回落,一直被国际投机基金大肆炒作的“中国需求因素”也将逐渐减弱。以铜为例,上海期货交易所的铜库存量从年初的2.4万多吨猛增至6.1万吨,显示市场消化能力已趋于疲软。

受其影响,盛极一时的全球初级产品价格自然要转向“衰落”,必须做出适度调整,以适应全球经济发展的变化要求。在这种情况下,进入商品期货和商品现货市场的大量投机资金、避险资金和保值资金会出逃,加上做空主力借机打压,两者势必会加剧初级产品价格下跌。

值得注意的是,近些年来国际资本一直在战略做多,已积聚了大量多仓。鉴于美国次贷危机的负面影响进一步扩大,不少经纪商将面临资金紧缺问题,特别是部分金融企业及投资公司出现大量亏损甚至破产后,这一因素也会造成大量商品期货的抛盘,进而打压价格。比如,受凯雷资本公司破产影响,美国豆粕期货合约曾一度跌停。再如,美国第五大投资银行贝尔斯登被摩根大通以超低价收

购消息传出后,引发了世界主要商品市场出现抛售狂潮。

由此可见,目前国内外初级产品价格强劲上涨的支持因素并不稳固,且隐含了朝着相反方向变化的上述五大风险。如果这五大因素同时显现并一齐发力,必然会出现初级产品价格行情的深幅调整局面。

## 深幅调整：并不意味着初级产品价格“寒冬”到来

当然,我们提示美国经济有可能出现衰退,世界经济存在减速风险,以及国际市场初级产品也有可能出现深幅调整,但并不是说上述情况会马上发生。不过,中国相关产品的生产企业 and 贸易商们,一定要高度重视全球初级产品价格波动所隐含的风险。

另外,需要提醒的问题是,尽管全球初级产品价格调整的幅度可能会很大,但这也不意味着此轮牛市行情会结束,更不意味初级产品价格将会进入“价格寒冬”,即漫漫“熊市”的到来。

因为,此次初级产品价格出现深幅调整,很可能只是一次泡沫的挤压与释放。由于世界及中国经济增长基础并未动摇,且依然坚实。尤其是中国等新兴经济体的需求增长空间仍然很大,可以逐步替代或部分替代欧美国家经济下滑后减弱的需求份额。因此,也可避免了出现较大的需求危机。

比如,作为最大的新兴经济体,中国还有庞大的低收入人群,还有较为薄弱的医疗、教育、公用设施等巨大的投资空间,尤其是环境保护方面薄弱,都需要大量的物资投入。除此之外,印度、巴西等人口大国也存在类似情况,由此会产生对初级产品的旺盛消费需求,可以继续支持全球初级产品价格行情继续高位运行。当然,这是一种行情深幅调整后的相对历史价格高位。

不仅如此,国际市场初级产品价格行情还会受到地缘政治的很大影响。地域政治的任何冲突,都可能会导致石油、有色金属等初级产品价格的大幅飙升。对此,我们还需要保持理性。

(作者单位:中商流通生产力促进中心)

## 今日看板

### 治理通胀压力：面临政策选择顺序问题

○ 乐嘉春

眼下,通胀压力还在不断增强。如何治理通胀压力,这是当前我国宏观经济面临的一个突出问题。对此,我们需要“内外兼修”,特别是要采取主动性的政策措施来治理通胀压力。

从目前来看,通胀压力仍在加大。从近日公布的4月份居民消费者价格指数(CPI)数据可见,4月份CPI同比上涨8.5%,环比上涨0.1%。其中,食品价格上涨22.1%,环比下降0.1%;非食品价格上涨1.8%,非食品价格依然维持上涨趋势。

在食品价格维持高位运行的情况下,核心CPI指标(非食品价格)呈现持续上涨态势,这一情况更值得关注。其中,去年11月份上涨1.4%,今年1月份、2月份、3月份和4月份分别上涨1.5%、1.6%、1.8%和1.8%。这表明,尽管食品价格继续上涨是引起CPI上涨主因,但核心CPI持续上涨,暗示了目前我国通胀压力有可能已从“结构性通胀压力”转变为全面通胀压力。

这一判断也得到了工业品出厂价格(PPI)数据的有力支持。去年11月份和12月份PPI分别为4.6%和5.4%,今年1月份、2月份、3月份和4月份PPI分别为6.1%、6.6%、8.0%和8.1%。在PPI构成中,尽管生活资料出厂价格上涨表现平稳,但生产资料出厂价格同比上涨趋势却在加快。其中,去年11月份生产资料出厂价格为4.8%,今年1月份、2月份、3月份和4月份生产资料出厂价格分别为6.5%、7.2%、8.7%和9.0%。另外,原材料、燃料、动力购进价格波动也呈持续上涨趋势。这表明,成本推动的通胀压力正在由上游产业向下游产业逐渐转移与扩散。

如果再考虑到国内油价、电价和水价等仍被控制等因素,那么我国经济中所面临的潜在全面通胀压力是非常大的。有鉴于此,我们必须高度关注治理通胀问题,并应当将通胀压力对经济的负面影响降低到最低程度。

那么,如何有效治理通胀压力呢?从目前来看,国外因素对我国通胀压力的输入性影响较大,如美元贬值导致国际大宗商品价格(油价和粮价等)快速上升。但同时,我们却难以掌控国外的一些影响因素。例如,美元贬值何时结束,美联储何时会由降息转向加息,美国经济(包括次贷危机)何时会结束调整,以及国际大宗商品价格在美元贬值结束后的调整趋势会如何等。

但是,现在我们又不能坐等而错失治理通胀压力良机。因此,目前治理通胀压力的明智选择是先从解决影响通胀压力的那些国内因素(如近年来经济高速增长及货币供应增长过快等)入手。

其次,我们应当看到,唯有适度降低经济增长速度,才能逐渐降低或扭转目前的物价上涨趋势。对此,从宏观经济政策的选择顺序及组合来看,治理目前我国的通胀压力,最宜采取紧缩性的货币政策配合适度扩张性的财政政策。

就货币政策对治理通胀压力来看,首先是汇率政策(即让人民币逐步升值),这是当前我国货币政策的一种被动选择。其次是采取紧缩性货币政策,既可以收缩货币供应或信贷投放,又可以有助于降低经济增长速度。当然,受美元贬值等因素影响,利率工具使用的政策空间已收窄时,当前货币政策对抑制通胀压力的作用与影响可能要低于预期,这种政策效果是缓慢的、间接的。

就财政政策而言,一旦经济增长出现放缓,势必会影响到一些经济部门或产业出现调整,并可能会对经济产生一定的市场影响。在目前经济环境下,或许我们更适宜于采取有效的财政政策手段或措施,如通过对一些经济部门或产业的减税或增税,来缓解因经济增长速度调整所带来的冲击与影响。

通过这样的政策组合,既可以通过降低经济增长速度来控制或降低通胀压力,也可以避免因经济增长速度放缓引起整个经济的剧烈波动。

由此,治理通胀面临了一个政策选择的先后与顺序问题:一是要先内后外,尽管我们强调要“内外兼修”;二是在坚持紧缩性货币政策(优先选择汇率政策)的同时,还要配合适度扩张性的财政政策。

表 1:2007 年中国初级产品表观消费量增长情况表

名称	2007年(万吨)	2000年(万吨)	比2000年增长(%)
煤炭	229253	82722	177.14
石油	34594	22258	55.42
钢材	51883	14121	267.42
铜	504	202	149.5
铝	1202	350	243.43
橡胶	603	281	114.59
合计	313089	119934	161.05

表 2:2007 年十种初级产品进口价格情况表 单位:美元/吨

名称	单价	同比±%
原煤	47.46	11.8
成品油	709.76	8.4
钢材	1218.29	13.7
铜	6910.63	10.7
铝	2232.69	14.4
铁矿砂	88.22	37.6
铜矿砂	1950.54	15.2
化肥	248.65	12.3
橡胶	1991.19	7.3
塑料	1705.63	13.9
平均		14.5

表 3:2008 年 1 季度全国投资价格上涨情况表

名称	同比(%)
固定资产投资价格	8.6
其中:	
设备工器具购置价格	0.2
其他费用价格	5.8
建筑工程价格	12.4
其中:	
材料费价格	13.7
人工费价格,	13.5
机械使用费价格	5.3

上述数据来源:国家统计局