

关注商品流动性溢价风险

撰写：新湖期货研究部

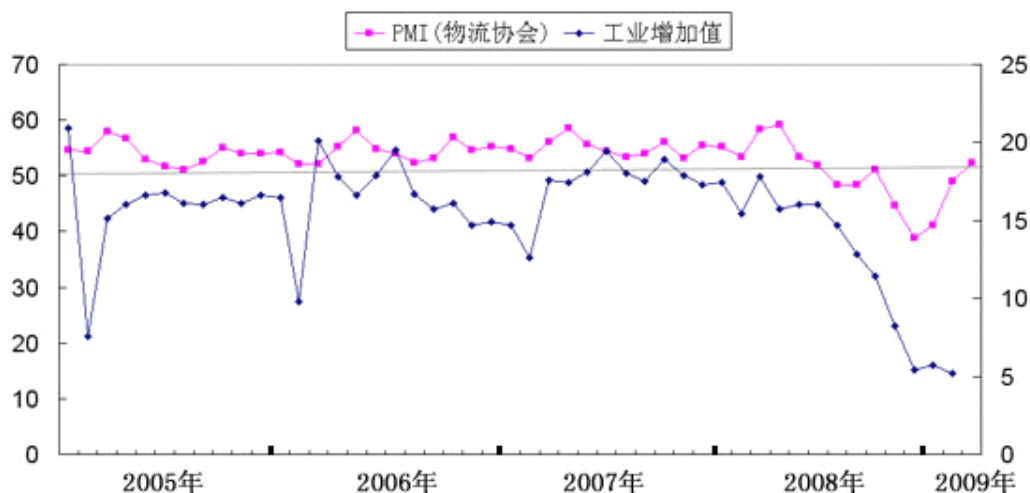
日期：2009 年 4 月 6 日

TEL: (0571) 87782185

E-mail: data@xhqh.net.cn

2009 年 3 月，无论对全球经济还是商品市场而言，无疑于暖春时节。如果结合各项数据指标(如 PMI、货币供应量、CPI、LIBOR、TED 利差等)来看，金融市场流动性和弹性正经历修复阶段，经济由衰退企稳的迹象也初步显现，而中国作为众望所归的“复苏引领者”更是被寄予厚望，3 月国内 PMI (52.4) 率先突破 50 分水岭也似乎提供了有力佐证。

图 1：中国 PMI 指数连续 4 月环比回升



资料来源：新湖期货研究部

近期以原油、铜为代表的大宗商品涨势可谓气势如虹，原油有效突破 50 美元/桶，LME 铜顺势突破 4000 考验 4500 (美元/吨) 关口。我们发现，一方面，商品价格中枢上移过程中，其边际价格的斜率日趋陡峭；另一方面，商品（特别是国内金属）价格波动率更加突出，统计结果表明（表 1），沪铜的标准差值高出道琼指数近 3 倍，沪铝、沪锌的标准差值与道琼指数基本持平，因此投资者对商品蕴含的价格波动风险应予以重视。鉴于市场运行格局的新变化，我们建议投资者从以下几个方面提升观念和认识。

表 1: 2009 年 2—3 月各主要品种基本统计特征（收盘价）

	代码	均值	最大值	最小值	标准差	偏度	峰度	J-B统计值
道指指数	DJ	7440.228	8280.59	6547.05	479.6049	-0.137853	2.06595	1.541254
美元指数	DOLLAR	86.52831	89.274	83.14	1.758442	-0.261859	1.989427	2.10525
原油	OIL	47.08949	54.34	39.72	3.706867	0.1802	2.513235	0.596097
伦金	GOLD	934.6387	993.75	897.05	25.42123	0.661045	2.867207	2.869031
伦铜	LMECU	3585.987	4105	3170	268.7254	0.319738	2.038811	2.165823
沪铜	CU	28998.72	33860	25170	2189.558	0.684059	2.724534	3.164892
伦铝	LEMAL	1373.836	1470	1286.8	50.88747	0.245438	1.924648	2.270678
沪铝	AL	11941.03	13030	11390	437.1727	1.121939	3.268919	8.299373
伦锌	LMEZN	1195.338	1350	1090	68.57698	0.395546	2.33549	1.734526
沪锌	ZN	10589.23	11660	9925	444.4756	1.021967	3.273639	6.910392

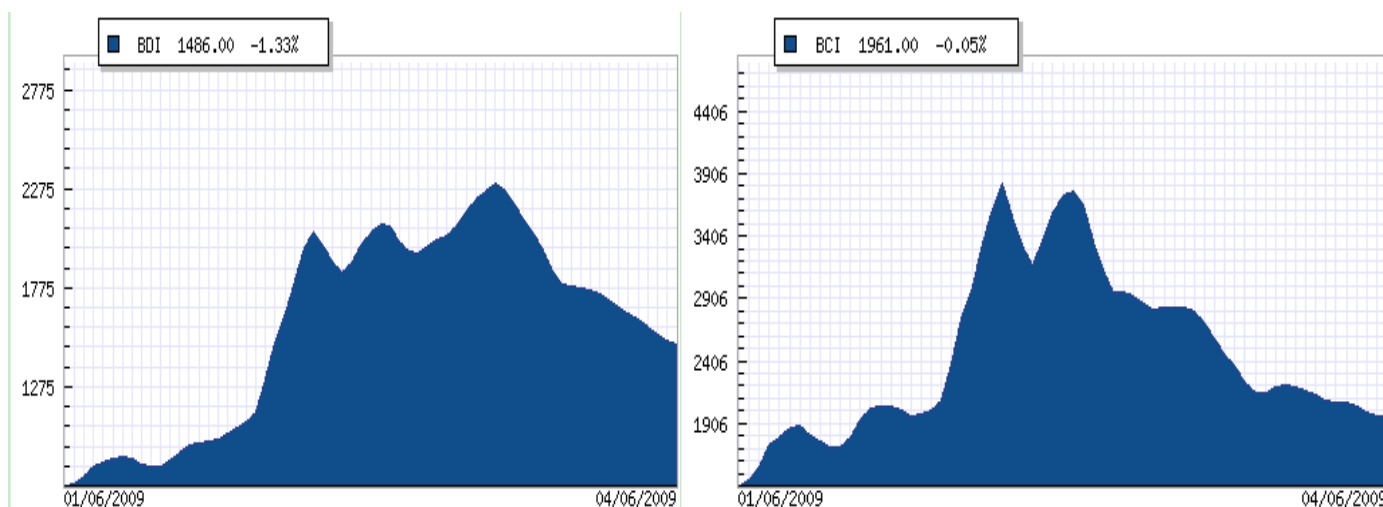
资料来源：新湖期货研究部整理

1、价量分离 终端分离

回顾 2-3 月区间各主要市场的综合表现，我们可以发现两个有趣的现象：一是受前期国家收储政策的强势推动，商品市场经历了由“内强外弱”到“内外联动正反馈”的两阶段格局；二是一直被公认为商品风向标的海运费（BDI、BCI）指数演绎了“2 月暴涨、3 月暴跌”的过山车行情，这与商品价格的强势特征产生严重背离，其原因何在？事实上，我们若将 BDI 指数与国家收储意图结合起来，亦不难理解 3 月商品反弹“价量分离”的特点。

首先，收储真实目的在于“保物价，防通缩”。我们曾在 3 月初的《国家收储的真正意图何在？》报告中指出，无论对 OECD 还是中国政府而言，通缩是一个极为敏感且难以驾驭的难题，而物价稳定则是促使经济从衰退或低迷状态中复苏的必要条件。因此，政府在物价上涨时关注通胀，在物价下跌时也关注通缩，特别是在经济衰退或低迷时期，政府对通缩的担忧程度远甚于治理通胀的压力，而商品远期价格（期货）则是衡量通胀的风向标，政府收储的真正目的在于防通缩。若根据时间窗口来计算，上述观点与商品向上突破整理平台的时点恰巧一致。

图 2: BDI 和 BCI 演绎过山车行情



资料来源: Bloomberg

其次, BDI 作为衡量商品国际间物流贸易的重要性并未改变。今年 2 月中国超常规规模铁矿石进口 (环比和同比增速分别为 43% 和 22.4%) 促使海运费指数大涨, 但目前 BDI 和 BCI 均已跌至 2 月初值, 表明实物商品的物流贸易量正遭受不同程度的抑制和冲击, 而这与各国间的显性 (隐性) 贸易保护主义抬头有关。国外暂且不论, 单就国内 4 万亿投资计划和十大产业振兴规划而言, 国家已经取代企业成为原材料商品的终端需求方, 进而导致产业链条隐性延伸, 而微观企业层面由 “去库存化” 到 “再库存化” 实际上仅停留在产业关联的中间环节, 因此需要我们直接从终端需求出发, 对原有商品板块进行重新组合划分 (即终端分离), 如铝、锌、橡胶等映射至汽车子集, 钢材、铜、PVC 等映射至房地产子集。

2、中期和短期分离

股市和商品分别代表了中期和短期。不妨做个比喻, 将宏观经济视为一台运转的机器, 金融市场 (股市、债市) 是机器的发动机, 商品生产贸易流通则是机器零部件, 只有当发动机启动后, 零部件才开始运转, 这也是为什么 08 年末商品市场滞后于股市反弹。此外, 股市作为重要的领先指标, 反映的是市场对经济运行中期 (至少 6 个月) 预期, 因此其上行空间 (如道琼斯、日

经 225 等)有较大压力。但是,商品反映的是实际即期投资和消费,包括中国在内的各国政府财政刺激方案如同外力推动机器运转,加之零部件运转存在惯性,即使股票市场重新下跌时,商品价格也将短暂惯性运动,是否可持续取决于政府外力的强度和持续性。

表 2: 原油、金属等大宗商品领衔反弹

	3 月 27 日收盘	2 月 2 日收盘	涨跌幅(%)
道琼指数	7776.18	7936.75	-2.02
S&P500	815.94	825.43	-1.15
上证综指	2374.44	2011.68	18.03
BDI	1678.00	1099.00	52.68
BCI	2092.00	2004.00	4.39
CRB	366.13	360.45	1.58
德银商品指数 (DBLCI)	754.85	732.24	3.09
道琼 AIG 商品指数	220.85	219.26	0.73
原油连续	52.38	40.08	30.69
黄金连续	923.30	907.20	1.77
美元指数	85.13	86.17	-1.20
沪铜	33220.00	25170.00	31.98
沪铝	12820.00	11390.00	12.55
沪锌	11757.00	9925.00	18.46
伦铜	4015.00	3180.50	26.24
伦铝	1417.00	1382.00	2.53
伦锌	1350.00	1116.50	20.91

资料来源: 新湖期货研究部整理

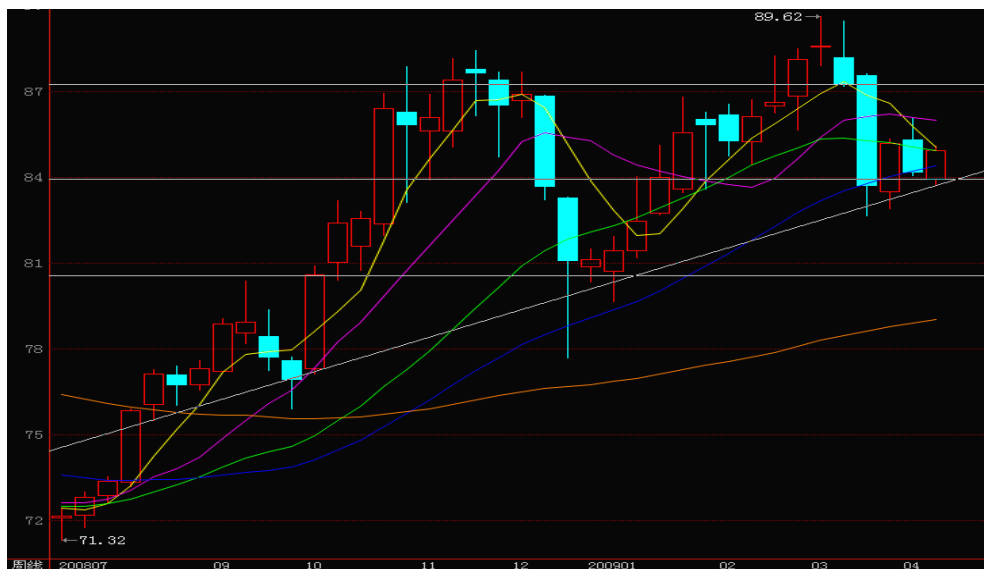
3、关注流动性溢价风险

近期商品走势之所以强于股市,主要归结于两点:一是上述中期和短期之分,二是政府外力强势推动(收储、财政、货币、产业等组合拳)。但我们必须意识到,无论是通胀预期还是有些指标的回暖,甚至经济复苏和企业盈利,都有可能出现反复。以 3 月发电量数据为例,3 月上旬,全国发电量增速在 1%以上,而下旬发电量同比下滑 2%左右。与此同时,政府主导的投资增长具有明显的结构性差异,从目前来看,上游产业(包括石油、金属、

化工等行业)的投资增速与下游需求增速之间的“剪刀差”仍在持续扩大，因此产能过剩和通缩的压力依然不容小觑。

此外，商品作为通胀保护型资产，其表现与通胀正相关（通胀分为既有通胀、预期通胀、未预期通胀），其中未预期通胀对商品的表现贡献度最大（美联储意外宣布购买 3000 亿国债属于典型未预期通胀）。如果说是美联储官方首开数量型货币政策先例，国内实际上早已非公开实施了，1 季度近 4 万亿的新增信贷规模与“4 万亿”相互叠加，无疑赋予了国内商品价格“流动性溢价”的本质特征。综上所述，我们将近期商品价格定义为“供需均衡价+流动性溢价”，且在投机性需求驱动下，价格构成中流动性溢价的权重正在不断累积，倘若资金充裕的格局一旦调整或“剪刀差”效应显现，商品溢价或将避免不了阶段性丧失的风险。

图 2：美元指数处于震荡上行区间（周 K 线）



资料来源：新湖智能化交易系统

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。