

宏观环境新变化 市场孕育新机会

新湖期货研究部

日期: 2009 年 2 月 9 日

TEL: (0571) 87782185

E-mail: yeyanwu@xhqh.net.cn

自去年 9 月末“雷曼事件”引发全球范围内去杠杆化进程加剧, 导致商品市场系统性风险彻底暴露, 在短短 3 个月时间内大宗商品价格普遍跌幅在 50% 以上。随着金融危机发展到扩散蔓延阶段, 全球实体经济遭遇重创, 美国、欧元区等发达经济体陷入深度衰退, 中国等新兴市场国家经济增速大幅减缓, 陆续而至的是全球央行零利率和各国财政刺激方案的迅速出台, 在 08 年底股票市场和商品市场先后呈现止跌回升的走势。我们将此定义为危机爆发后阶段。

正如 IMF 在最新《世界经济展望》中所述, 宏观经济正处于深水区, 仍不知水到底有多深, 但从 Libor 和 TED 利差等指标的表现来看, 金融市场流动性已初步修复, 资金供需紧张状况也逐步得以缓解。因此我们认为, 当前宏观环境已经发生变化, 即从危机爆发后阶段转入另一个新的阶段: 经济低迷时期。从经济衰退到经济低迷, 尽管经济增速会表现为低增长或负增长, 但整体而言经济运行比较稳定。应该说, 将 1929 年大衰退作为本轮经济衰退的经典样本, 是目前市场普遍认同的观点。但我们通过比较美国 1929 年和日本 1990 年衰退发现, 二者存在较为明显的差异, 且当前经济形势与当年的日本更为相似。我们发现, 美国和

日本的差异表现在：货币政策方面，美联储在不断调高利率，货币供应量也出现锐减，而日本陷入定量宽松的流动性陷阱；尽管两国房产、股票、商品等资产类价格均大幅度下跌，但美国 GDP 损失接近 1/3，日本 GDP 却较为稳定。究其原因，我们认为，资产价格大幅度下跌导致微观层面的企业资产负债表出现严重失衡，企业为避免技术性破产（或资产负债表的衰退），不得不从“利润最大化”转向“负债最小化”经营，因此货币政策对刺激企业投资需求发挥不出效用，这也是我们坚持全球央行零利率政策效用失常的原因。此外，从日本的经验来看，财政政策在经济陷入低迷时期的作用大有可为，并非我们简单承袭了凯恩斯先生的政策理论，而是因为政府取代个人和企业之后，直接成为投资需求的推动者和银行货币乘数的创造者，日本之所以未出现 GDP 大幅度下滑，政府的贡献可谓功不可没。因此，我们必须密切关注政府财政政策和产业政策等经济刺激方面的新举措。

鉴于宏观环境的新变化，我们认为，对市场的分析和判断亦需要作相应调整。

首先，全球金融危机效应显现之后，经济会在相当长的一段时期持续低迷。尽管国际性协调合作成为官方口头共识，但为了稳定本国经济，各国间的贸易保护主义倾向或不可避免。因商品进出口贸易渠道可能遭到损害，将导致原本在全球范围内自由流动的商品价格链条断裂，由此给商品定价机制带来新的变化。因此，本土或区域性市场（如供需平衡，产业生态等）将取代全球市场

成为分析和关注的重点。

其次，从长期的视角来看，本轮危机的力度和强度确属百年不遇，且波段性冲击如同潜藏在水表下的冰山一样难以预估。对资产类价格而言，我们认为，尽管中期会持续低迷，但由于经济处于稳定状态，因此资产类价格波动会相对趋于稳定。不妨做个比喻，我们将宏观经济视为一台运转的机器，金融市场（股票市场、债券市场）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，这也是为什么本轮商品市场滞后于股票市场反弹；若股票市场企稳或者加速，商品市场的反弹节奏也将随之加快，但由于零部件运转存在惯性，因此股票市场重新下跌时，商品价格也将短暂惯性运动，但力度会逐渐减弱。

综上所述，我们认为当前市场可能正衍生出一个新的机会，即关注黄金价格下跌的机会。前期在市场积弱的环境下，黄金不仅明显抗跌，且不断创出阶段性新高，但当流动性修复，市场氛围趋于稳定，黄金的金融属性（避险功能）可能将显著弱化，商品属性（较高的收入需求弹性）或将重新主导黄金价格。而黄金的商品表现在经济低迷时趋于负面，因此我们认为，虽然从更长远的角度来看黄金具有战略价值，但中短期回调的概率和空间还是比较大的。

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。