

分析师： 李冒余 021-68751256 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252

联系人： 吴邦栋、沈楠 021-68751256 wubd@cjsc.com.cn

财政加码下资源品价格的再切换

——第二阶段的起点演绎

报告要点

■ 大宗商品再创历史新高

12月21日，LME铜创出历史新高，达9392美元。而在CRB大宗商品指数方面，直到目前仍在向新的历史新高突破，今日最高点616.61即是历史最高点。回顾8月以来的走势，由于前期市场过度反映，同时多方也需要进行获利回吐，大宗商品价格也11月出现回挫。但随后，在美国新财政刺激的刺激下再次上攻，直至创出历史新高。

■ 大宗商品走势三阶段构想

关于大宗走势的走向，我们认为会是一个三阶段的演绎过程。

第一阶段是单纯的流动性推动的行情。虽然经济复苏弱势，但是经济二次探底的风险一直很小，货币扩张预期的刺激足以令其主导第一阶段的大宗商品走势，可参见 [2010-10-19《美宽松货币重启下的机遇——资源品投资机会的显现》](#)。

第二阶段始于本月6日奥巴马宣布与共和党就财政刺激方案达成一致，财政、货币双松，经济复苏预期与流动性宽松齐飞，大宗商品强势不改。经济向好预期与宽松的政策环境将继续推动大宗商品的上扬行情。

第三阶段将始于货币政策转紧预期的产生。在这一阶段中，大宗商品价格将会向下修复。美元LIBOR是一个可行的判断标准，LIBOR一旦抬头，也就意味着货币政策转紧的预期来临。从90年代以来，每当CPI同比连续4个月上升，LIBOR就会上升，我们判断这个时间点将发生在二季度，可参见 [2010-12-5《美元视角看待联储政策演绎》](#)。

■ 第二阶段的地步

我们认为，当前大宗商品的走势处于第二阶段。而且这个阶段还刚刚展开，至少在未来一个季度的时间里大宗商品的走势还是较为看好的。

首先，从历史对比的角度上来看，回顾09年第一轮财政刺激推出后，我们可以看到大宗商品也出现过一波持续近一个半季度左右的上涨行情，当时的情形也是财政与货币政策双松。

其次，从逻辑上来讲，在政策的推动和实体经济走向强劲，这两个因素是当前推升大宗价格的最可能两个条件，但同时政策的刺激和实体经济走强两者的共存又似乎存在着矛盾和此消彼长的关系，但事实并非如此，我们所提到当前正经历的第二阶段，就是一个两个因素共同推动产生的过程，从根源上讲，这来源于政策所具有的“逆失业特征”，这一点在 [2010-11-28《金融市场半月报 20101128：避险情绪再显回潮趋势》](#) 的热点点评“经济政策与经济周期的不匹配性”中有详细的分析。

大宗商品再创历史新高

12月21日，LME铜创出历史新高，达9392美元。而在CRB大宗商品指数方面，直到目前仍在向新的历史新高突破，今日最高点616.61即是历史最高点。回顾8月以来的走势，8月底伯南克讲话暗示推出量化宽松政策以来，大宗商品开始了不断地向上冲击，并在11月9日达到了604.29点的高点。随由于前期市场过度反映，同时多方也需要进行获利回吐，大宗商品价格此后也出现回挫。随后，市场回补了缺口，并且在美国新财政刺激的刺激下再次上攻，直至创出历史新高。

总体而言，我们认为，从今年三季度末开始，大宗商品是在逐渐步入一个三阶段的过程，在第一阶段中，货币政策的宽松推升了大宗商品价格，这是一个单纯的流动性推升过程；第二阶段财政刺激及经济向好预期将令大宗商品更上一层楼，而目前也正经历的是这个阶段的起点；第三阶段在货币政策退出预期抬头时，大宗商品可能会存在的向下修复。目前，大宗商品尚在第二阶段中，且这个阶段刚刚才拉开帷幕，财政刺激的效果还没有完全反映在大宗商品之中。此外，回顾历史，在经济复苏、失业率尚处高位的情况下，美元偏弱、大宗商品走强是常见的情况，所以我们判断大宗商品的涨势仍会持续。

图 1： 近来铜价走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

大宗走势三阶段构想

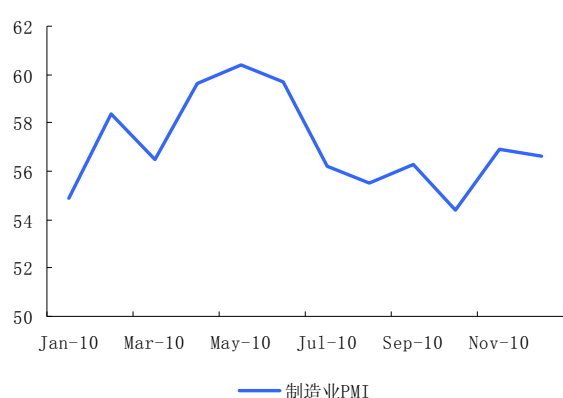
关于大宗走势的走向，我们有一个三阶段的构想。第一阶段，在经济复苏预期偏弱的条件下依靠充裕的流动性来推动大宗商品的行情；第二阶段，财政、货币双松，经济复苏预期与流动性宽松齐飞，大宗商品强势不改；第三阶段，随着经济的向好，货币紧缩预期开始抬头，大宗商品价格向下修复。在这三阶段中，第一阶段已经成为现实，第二阶段正在进行，而第三阶段则将紧随其后。

第一阶段：单纯的流动性推升

从较早的起点来看，可以说这一阶段开始的标志性时点是 8 月 27 日伯南克发表的演讲，表达对通货紧缩风险关切的同时也表示，联储可能会采取“超常规的货币政策”。随之而来的便是对货币宽松的预期。

事实上，8 月至 10 月，美国的经济复苏继续维持在“非常温和”的状态。从 PMI 指数方面来看，随着上一轮财政刺激效果达到顶峰，美国的 PMI 也不断上升，但从 5 月份开始 PMI 数值开始下滑，9 月份跌至 54.4 的低点。从与经济周期密切相关的就业人数方面来看，美国的非农就业在 6 月份便出现了下滑，下滑趋势直到 10 月份才有所终止。最后从信心指数方面来看，6 月份开始密歇根大学消费者信心指数回落到 70 以下，这种趋势也维持到了 9 月份。美国作为世界经济的引擎其，复苏格局的弱势使得大宗商品在基本面方面的支撑非常虚弱。但是，大宗商品表现却非常强势。

图 2：美国制造业 PMI 指数



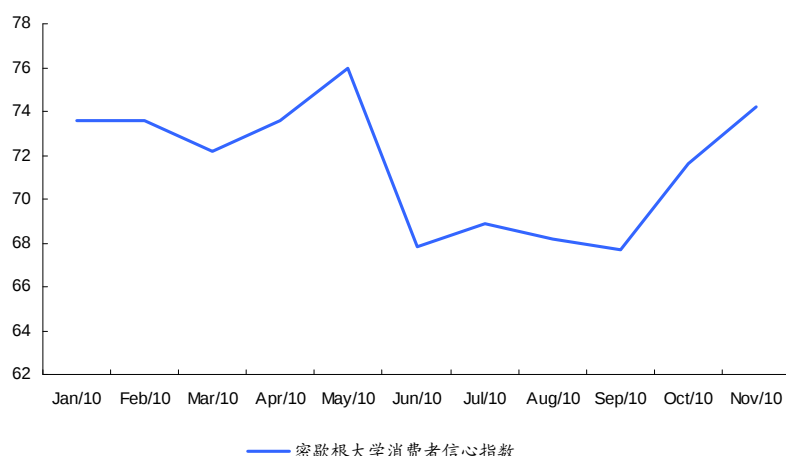
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 3：美国今年以来非农就业人数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 4：今年以来密歇根大学消费者信心指数

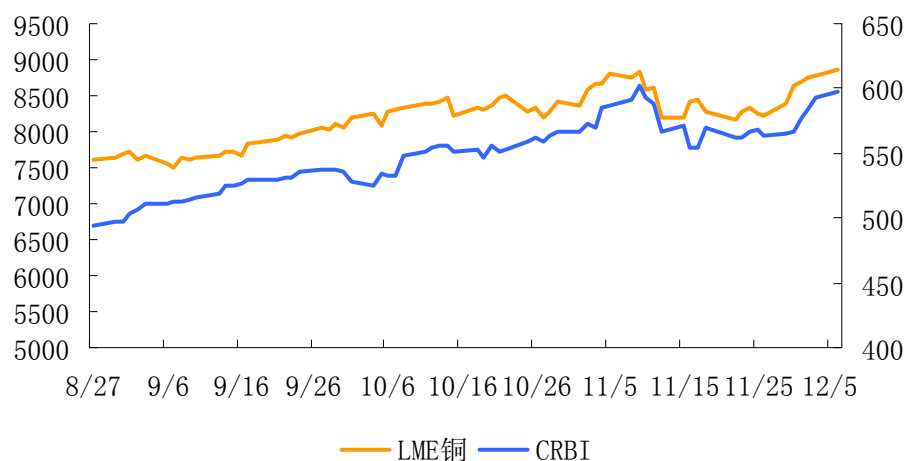


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

之所以会有上述情况的发生，其原因在于，虽然经济复苏弱势、各项顺周期指标都在走弱，但是经济二次探底的风险一直很小。在这种情况下，虽然基本面转弱，但是货币扩张预期的刺激却足以令其主导一阶段的大宗商品走势。从 8

月 27 日到新财政刺激消息报出之前，大宗商品价格的走势证明了货币政策这阶段的主导性作用。在 QE2 计划正式推出之后，大宗商品出现了回落，但在 12 月 6 日奥巴马与共和党达成协议之前，大宗商品价格回补了前期缺口，这可能说明，前期的市场走势未必是过度反应，而货币政策的支持在第二阶段仍然会起作用。

图 5：第一阶段大宗商品走势

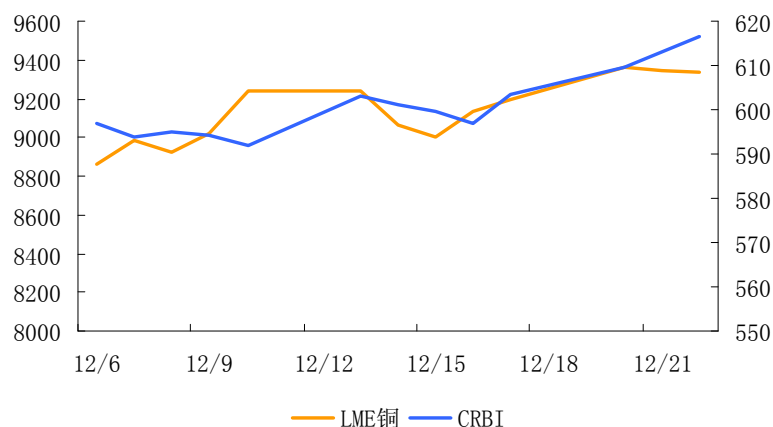


资料来源：美联储，长江证券研究部

第二阶段：松货币+松财政的组合

我们认为，这一阶段的始点应是 12 月 6 日奥巴马总统宣布与共和党就新财政刺激政策达成一致。这个因素并没有体现在前期的大宗商品的走势中。奥巴马总统曾经在 9 月份宣布过一个财政刺激的计划，当时无论是机构还是媒体对于此项计划的可能性评判都比较消极。市场认为这项计划更多的是中期选举前的一个策略。虽然我们在前期的报告中判断新财政刺激很有可能成为现实，但是财政刺激计划如此之早就成为现实也超出了我们的预期。奥巴马对于获得连任的决心超出了预期，几乎没有人想到奥巴马会如此之早就开始谋篇布局，试图尽早提振美国经济。进入第二阶段以后大宗商品价格也出现了上升，我们认为财政刺激将与宽松货币政策一起成为主导本阶段政策的主要动力，这点在后面一个部分我们会重点分析。

图 6：第二阶段以来大宗商品走势

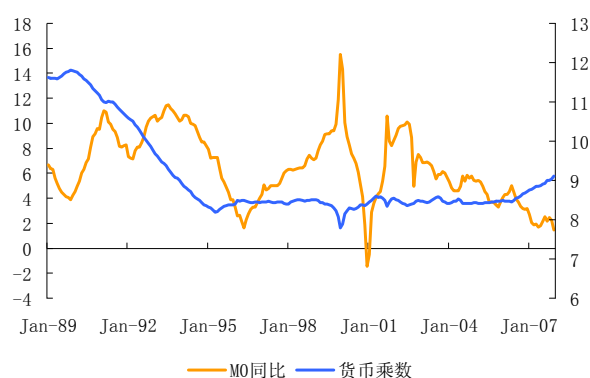


资料来源：美联储，长江证券研究部

第三阶段：货币紧缩预期引致的修复风险

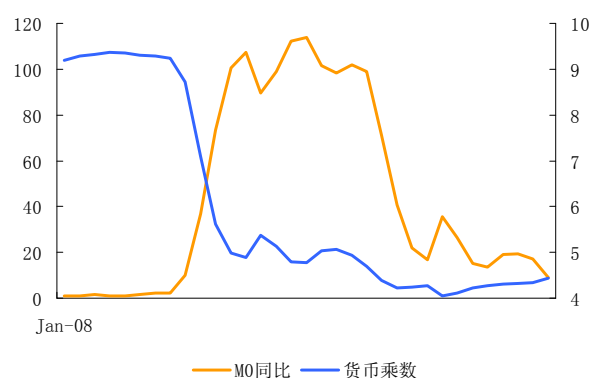
在第三阶段中，大宗商品价格将会向下修正。第二阶段现在只是开始，但是随着第二阶段的深入，物价上升将会提速。一方面，财政刺激和经济内生因素的向好将会填补产出缺口甚至令实际增长超出潜在增长，从而为物价上升提供动力。另一方面，货币政策自身的作用也将会逐渐显现。特别是在新兴市场资本管制的围堵下，货币将更多地留在美国等发达经济体国内，这将更加利于发达经济体摆脱通缩陷阱，这当然也可能会使货币政策的退出的提前。而从货币乘数的走势上来看，本次量化宽松的效果可能会好于以往。

图 7：M0 同比与货币乘数（至 07 年）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 8：M0 同比与货币乘数（08 年至今）



资料来源：长江证券研究部

对于第三阶段开始时点的判断，LIBOR 的连续回升是一个可行的判断标准。一旦这种情况出现，那么货币政策反转的预期也就出现了。从 90 年以来的经验来看，伴随着 CPI 的持续回升过程，libor 所代表的市场对货币政策收紧的预期往往会有一个抬头的迹象，这在过去所有 CPI 持续回升超过 4 个月的情况下，均有一一对应的表现，如下图。

表 1：CPI 持续回升下的市场紧缩预期表现

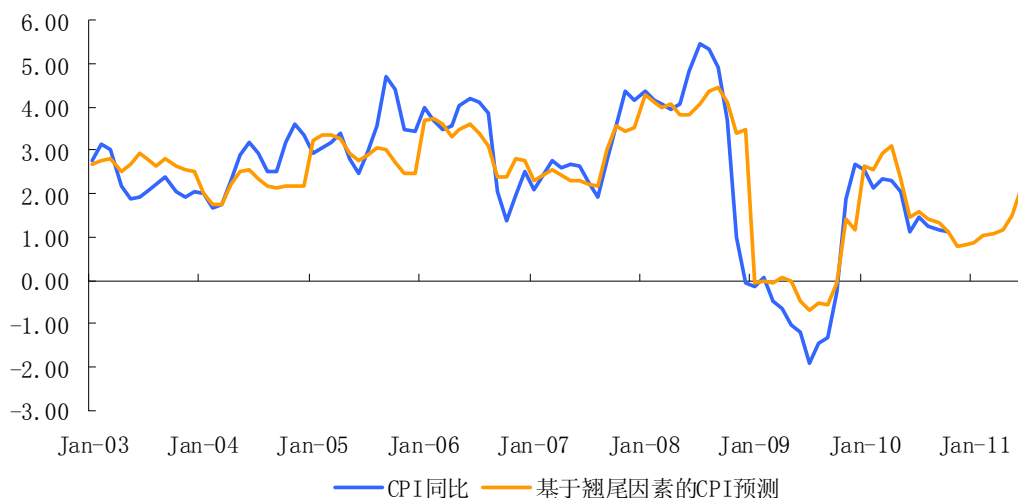
年份	CPI 连续上升期间	CPI 上升的低点与高点	期间有否降息操作	LIBOR 是否上升	LIBOR 回升类型
1990	当年5月至10月	4463	有	否	—
1992	当年1月至4月	2632	否	是	伪回升
1994	当年5月至9月	2330	否	是	加息覆盖
1996	95年12月至96年4月	2529	否	是	伪回升
1999	98年1月至99年4月	1523	否	是	加息覆盖
2003	02年9月至03年2月	1530	有	否	—
2006	04年3月至6月	1733	否	是	加息覆盖
2008	当年4月至7月	3956	否	是	伪回升
2010	09年7月至12月	-21至27	否	是	伪回升

资料来源：长江证券研究部

而从我们对明年上半年美国 CPI 的预测来看，在经历 1% 左右的底部震荡之后，明年 1、2 月份将会是一个触底回升的关键点，而伴随着持续四个月左右的回升，在二季度市场产生联储政策收紧预期的概率将大大增加，这就进入了我们所说的“第三阶段”。尽管松财政带来的经济预期乐观的情绪不会改变，但是货币所代表的流动性因素的改变将会使得

大宗商品开始面临一个向下修复的过程。

图：美 CPI 同比与基于翘尾因素的 CPI 预测



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第二阶段才刚刚起步

无疑，目前大宗商品的走势还处于第二阶段。而且这个阶段还刚刚展开，到货币政策转紧预期产生之前还有一段时间。至少在未来一个季度的时间里大宗商品的走势还是较为看好的。

6 日奥巴马总统与共和党就新财政刺激计划达成协议，相关法案则在 17 日刚刚获得通过，而其正式实施要等到 1 月 1 日开始。从财政刺激的规模来看，财政刺激的总规模达到 8578 亿美元（2011-2010 年），未来三年的效果超过 9000 亿，而 2011 年的刺激规模则为 3741.54 亿美元。从 6 日以来的涨势来看，尚算温和。大宗商品的价格尚不能完全反映财政刺激的效果。

表 1：财政刺激的效果估计

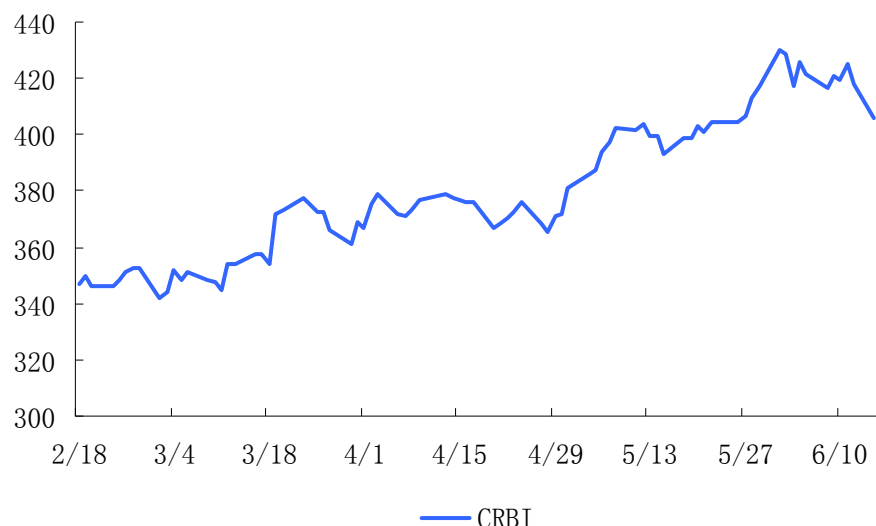
新法案对美国财政预算的影响（单位：百万美元）				
	年份			
条款	2011	2012	2013	2014
01、03、09 年减税法案延长	-99,025	-187,396	-105,325	-15,848
投资激励政策的延长	-55,430	-58,224	315	27,347
失业救济延长	-34,515	-21,642	-100	-102
其他条款延长	-27,566	-15,587	-2,046	-1,363
可选最低税收减免	-85,833	-67,597	16,754	—
暂时性的房产税减免	-4,546	-28,050	-29,349	-3,483
工资税削减	-67,239	-44,414	—	—
总效应	-374,154	-422,910	-119,751	6,551

资料来源：JCT，长江证券研究部

首先，从历史对比的角度上来看，回顾 09 年第一轮财政刺激推出后，我们可以看到大宗商品也出现过一波持续近一个半季度左右的上涨行情，当时的情形也是财政与货币政策双松。从刺激计划签署当日的 346.79 点，到 09 年 6 月 1

日大宗商品指数上升至 430 点，持续上涨了 3 个多月，上涨了约 24%。我们认为，本轮大宗商品指数的涨幅会超过上次。原因有两条，一方面本次财政刺激得规模并不输于之前的第一次的规模；另一方面，此次财政刺激的经济环境比上次好得多，目前经济处于复苏阶段，在这种条件下，大宗商品往往会表现得更为出色。后一点，我们将在下面详细展开。

图 9：第一轮财政刺激后的大宗商品行情

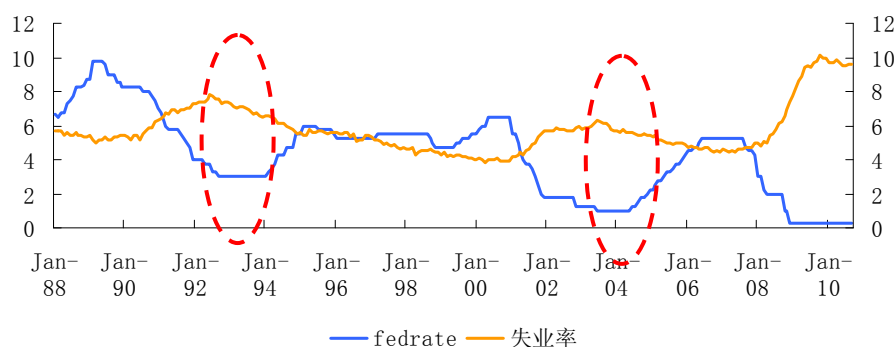


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

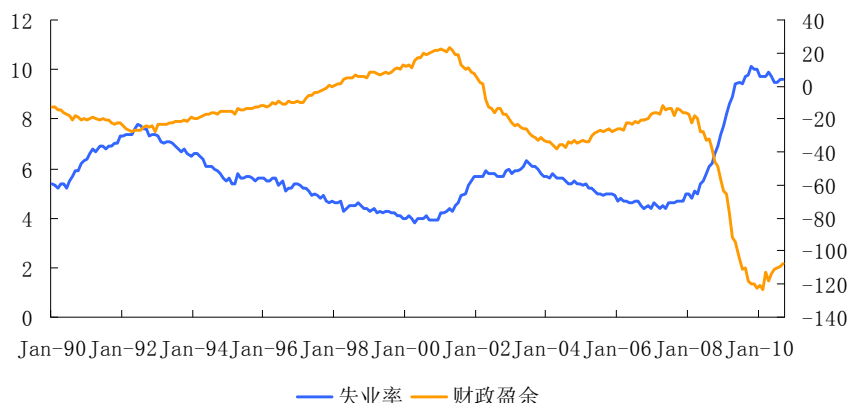
其次，从逻辑上来讲，在政策的推动和实体经济走向强劲，这两个因素是当前推升大宗价格的最可能两个条件，但同时政策的刺激和实体经济走强两者的共存又似乎存在着矛盾和此消彼长的关系，但事实并非如此，我们之前所提到当前正经历的第二阶段，就是一个两个因素共同推动产生的过程，从根源上讲，这来源于政策所具有的“逆失业特征”。

在前面的报告中，我们就曾经指出，美国的经济政策与经济周期本身是不完全匹配的，而更多的是盯住失业率的情况，同时，在经济复苏的过程中，失业率的下降非常缓慢并且滞后，这就导致了在经济走好的条件下政策仍然不会退出，这点从下面两张图的历史数据来看也非常明显。从图 2、3、4 中我们可以看到，无论是制造业增长还是非农就业和消费者信心都已开始经历了一个 U 型的过程，因此这种回升应是来自于经济自身的内生力量。但是，从失业率上来看，目前仍处于高位震荡的状态，11 月失业率还意外出现了上升。在失业率高位震荡的情况下，政府的刺激政策当然不会退出，但本身美国经济已经走在了复苏确立的过程上，这就导致了基本面和政策面共同推动的第二阶段的产生。

图 10：失业率与联邦基金利率的反向关系

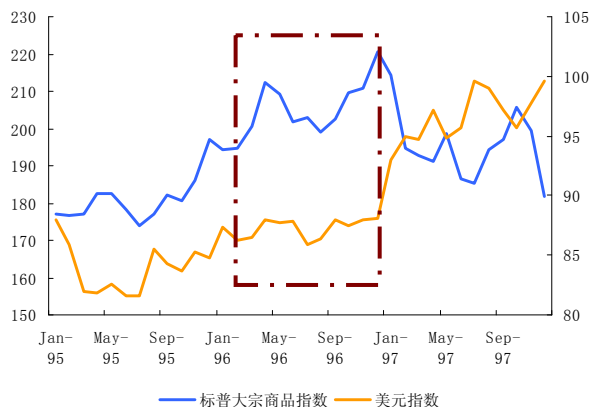


资料来源：财汇，长江证券研究部

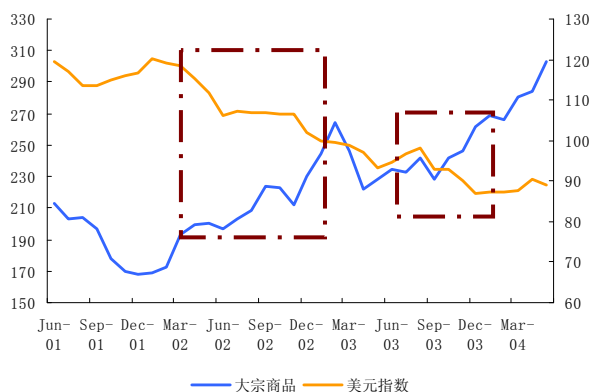
图 11：失业率与财政盈余的负相关关系（财政盈余数据为 12 个月平滑数据）


资料来源：财汇，长江证券研究部

而从历史情况上来看，这种政策“逆失业的特征”也表现的非常明显，并且为大宗商品贡献过多次的“第二阶段”。90 年代以来，明显的复苏过程出现过四次。分别是 92 年、96 年 2 月至 12 月、02 年 4 月至 03 年 2 月、03 年 7 月至 12 月。02-03 年复苏之间发生的是二次探底。依照逻辑判断，高失业率下的低利率政策将会压制美元、而经济复苏和政策退出的迟滞加上美元的弱势会使大宗商品价格上升。从各次复苏的情况来看，美元的走势的确偏弱；而后三次复苏过程中的大宗商品特别是石油都出现了上升行情。92 年的复苏是一个例外，因为之前的探底是源于海湾战争导致的供给冲击，这对目前的美国经济走势也不具有参考价值。

图 6：复苏时期的美元与大宗商品（1）


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 7：复苏时期的美元与大宗商品（2）


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

总体来说，综合上面的观点，我们认为，在经济内生动力抬头、货币宽松和财政刺激三大利好的驱动下，大宗商品指数第二阶段的向好势头可能才刚刚开始。在 LIBOR 因货币政策转向预期而抬头以前，大宗商品的价格仍然是非常看好的。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。