



金融抑制下的大宗商品市场

海外市场

金融危机后的金融抑制

在大型危机之后，整个体系将面临一个金融抑制的过程，以防止金融脆弱性造成更大的冲击。金融紧缩或金融抑制主要体现在两个方面。一方面是实体经济部门的去杠杆。另一个方面是虚拟经济部门或资产部门的抑制，特别是资产价格的下跌。主要体现在房地产市场、金融部门资产负债表整固、金融部门抗风险能力低迷以及金融产品市场的下跌。

大宗的价格调整

2011 年 8 月底以来，大宗商品价格开始新一轮的下跌，特别是 9 月中旬以来，大宗商品市场价格大幅、快速、连续暴跌，引发了全球金融市场的大幅震荡，金融风险急剧上升。10 月以来，虽然大宗商品价格有所反弹，但波动加剧，不同品种的差异性也更加明显，金融风险仍然在累积。

大宗价格的未来走势

由于全球总需求水平低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化等影响，大宗商品价格短期内将持续弱势整理的格局。中期内大宗商品价格的金融属性将有一定程度的弱化，继续向实体经济回归，这个趋势或将持续到 2011 年年底甚至明年年初。同时可能出现较为明显的结构性特征：一是原油和基本工业金属受全球总需求水平的影响更加明显，在总需求没有明显复苏的情况下，将保持相对弱势的格局，但小金属可能仍将保持相对的强势。二是农产品价格的下跌幅度可能相对更加有限。三是贵金属在下跌一段时间之后，可能会有明显的反弹，但与市场交易热情相关。

本轮价格下跌的根源

本次大宗商品价格是一次普遍性的下跌，基本金属、能源、农产品和贵金属价格的下跌只有先后区别，而无涨跌互现的结构性特征。本轮大宗商品价格的下跌是在金融抑制环境下，具有基本面因素、流动性因素以及市场预期转变等原因，是多种负面因素的叠加引发的“共振效应”。

本轮价格下跌对中国的影响是多层次的

对中国的股票市场短期影响是不利的，但不利影响已经逐步淡化了。短期内对中国的通胀压力缓解有一定的好处。大宗商品价格下跌更多反应总需求的不足，中国外部需求的压力将日益凸显。

郑联盛

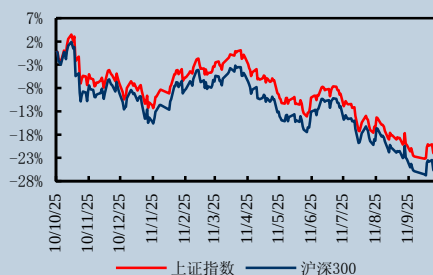
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

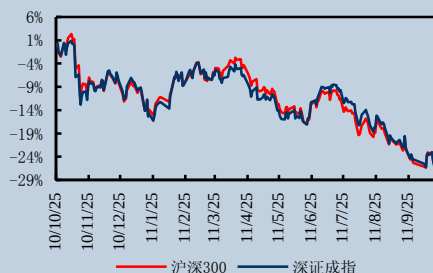
执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 11 月 2 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目 录

一、金融危机后的金融抑制	1
二、大宗商品市场的下跌	3
三、黄金价格的复杂性	6
三、大宗价格下跌的根源	9
四、大宗商品价格下跌的影响.....	10

图表目录

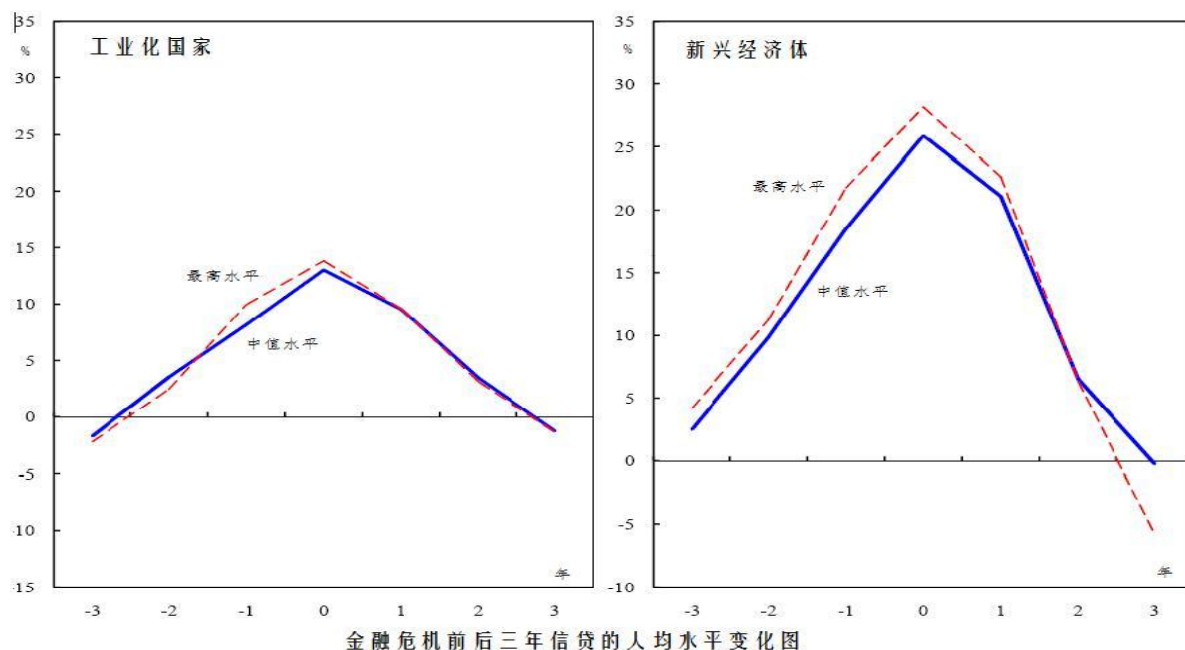
图 1 金融危机前后三年信贷的变化图	1
图 2 美国 15 年、30 年固定贷款利率	2
图 3 私人住宅营建许可与新开工数量（折年数、千套）	2
图 4 全球主要股指	3
图 5 危机之后 CRB 指数	4
图 6 伦敦金属交易所价格指数	5
图 7 伦铜价格指数	5
图 8 原油价格走势	5
图 9 美元指数	8
图 10 黄金价格	8

一、金融危机后的金融抑制

从历史的经验看，大型金融危机之后，一般都会出现一个金融紧缩的过程。Reinhart and Rogoff 研究了人类八百年的金融危机历史认为，高杠杆水平运行的经济体是难以持续的，这个债务超负荷经济体将创造极大的金融脆弱性，最后将以金融危机作为结局。在大型危机之后，整个体系将面临一个金融抑制的过程，以防止金融脆弱性造成更大的冲击。他们的研究认为，但凡系统性金融危机之后，都有一个金融抑制的过程。

金融紧缩或金融抑制主要体现在两个方面。一方面是实体经济部门的去杠杆。以美国为例，2011 年美国仍将是一个去杠杆的过程。从居民部门看，美国消费信贷以及信贷总额净值的增长处在低位，消费信贷同比仍然没有实质性恢复，即居民部门仍然处在一个去杠杆的过程。从政府部门看，极高的赤字率和公共债务水平逼迫美国政府必须实行去杠杆。

图 1 金融危机前后三年信贷的变化图

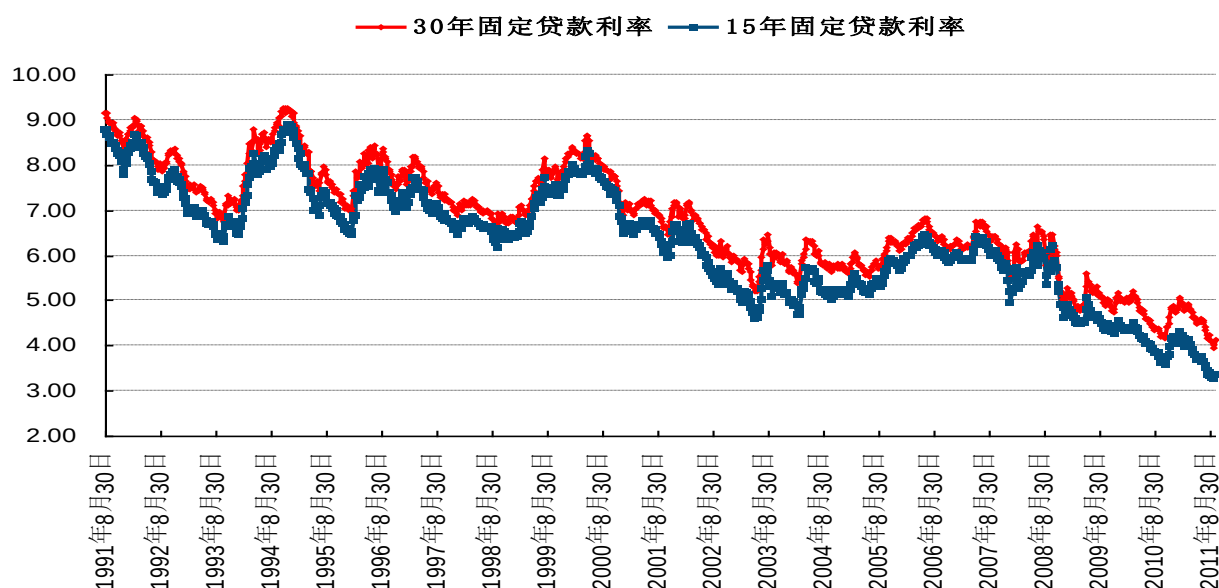


资料来源：IMF

另一个方面是虚拟经济部门或资产部门的抑制，特别是资产价格的下跌。主要体现在房地产市场、金融部门资产负债表整固、金融部门抗风险能力低迷以及金融产品市场的下跌。

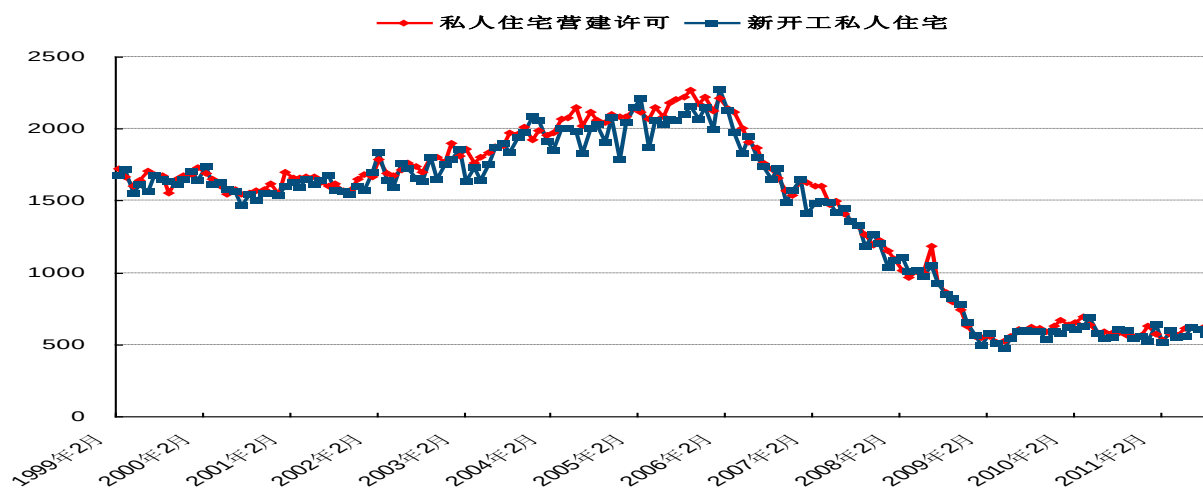
一是房地产市场去泡沫正在深化。美国房地产止赎案居高不下，房屋价格再创新低，据统计 2011 年美国房屋止赎案总量可能超过 2009 年创纪录的 280 万件，房地产市场去泡沫仍将持续。

图2 美国15年、30年固定贷款利率



资料来源: wind

图3 私人住宅营建许可与新开工数量（折年数、千套）



资料来源: wind

二是金融部门资产负债表整固仍将持续，大致仍有1万亿美元的问题资产需要处置，金融机构的盈利水平仍没有实质性恢复。

三是金融部门的抗风险能力持续低迷。以占全球银行业资产约53%的欧洲银行为例，其抵御风险的能力并不强。2011年7月份欧洲银行监管局公布了其在欧洲21个国家90家大银行进行的压力测试显示，欧洲银行业仍需强化其资本金。压力测试显示，截止2010年底，90家大银行的资本充足率为8.9%，其中20家银行一级核心资本充足率低于5%，需要在未来两年内补充268亿欧元的资本金。

四是金融市场价格的下落，包括房地产市场、股票市场、大宗商品市场等，这是金融抑制论的最直接和最重要的体现。

Rogoff 在评论本轮金融危机之后的美国股市大幅反弹中指出，“政府与投资者似乎总是能欺骗自己，创造阶段性的快感，而这种阶段性的快感通常的结局是惨痛的”。

图 4 全球主要股指



资料来源: wind

二、大宗商品市场的下跌

2011 年 4 月以后，大宗商品市场价格整体走向顶部，随着美联储议息会议结果的出台，大宗商品价格开始下跌。其后 1 个季度，大宗商品价格震荡下行。2011 年 8 月底以来，大宗商品价格开始新一轮的下跌，特别是 9 月中旬以来，大宗商品市场价格大幅、快速、连续暴跌，引发了全球金融市场的大幅震荡，金融风险急剧上升。10 月以来，虽然大宗商品价格有所反弹，但波动加剧，不同品种的差异性也更加明显，金融风险仍然在累积。

1、大宗商品价格调整的趋势

金融危机爆发，使得全球经济受到了重创，大宗商品市场同样遭遇了巨大的调整压力。在金融危机之后，大宗商品价格大致可以分为三个时期。

第一个时期是 2008 年底到 2010 年中期，是金融危机之后，全球主要经济体为了应对危机注入大量流动性，同时扩张财政支出，使得全球总需求水平提升，流动性充裕程度提高，使得大宗商品市场跟随全球经济复苏的第一个阶段而走高。

第二个时期是 2010 年中期至 2011 年 1 季度。这是大宗商品快速升高的过程，但是这个阶段全球经济并不是有力复苏，复苏的主要动力来自新兴经济体，同时复苏的边际效率在减少，而欧洲主权债务危机日益深化。

这个阶段的 CRB 指数上扬，主要来自全球过剩流动性的推动，特别是美联储量化宽松政策。

从 2011 年 4 月以来，大宗商品价格进入金融危机之后的第三个时期，即调整时期。

在调整过程中大致也可以分为三个阶段。2011 年 4 月-5 月的顶部下跌，2011 年 5-8 月的高位震荡阶段以及 2011 年 8 月至今的大幅下跌阶段。衡量大宗商品价格的综合指数 CRB 指数在 2011 年 4 月 20 日创出历史新高，为 691.09 点，到 5 月中旬跌至 625 左右，跌幅为 10%。其后进入一个高位震荡阶段，CRB 指数以 640 中枢、以 620-660 为上下区间做箱体震荡。但是，2011 年 8 月底以来，CRB 指数大幅下跌，从 2011 年 8 月 31 日的 662 点跌至 2011 年 9 月 23 日的 576，下挫幅度为 13%。至此，CRB 指数从最高点的跌幅高达 17%。

图 5 危机之后 CRB 指数



资料来源: Bloomberg

2、大宗商品下跌具有全面性

从基本金属看，铜、铝、锌、铅等基本工业金属都大幅下跌。伦敦商品期货交易所主力期货铜合约在 2011 年 2 月 14 日创出历史新高为 10140 美元每吨，其后高位震荡。2011 年 8 月初领先 CRB 指数开始大幅、快速下行，从 9886 美元每吨大跌至 2011 年 9 月 26 日的 6800 美元每吨，跌幅高达 32%。伦铜合约从最高点的跌幅亦超过三分之一。从 2011 年 7 月底至 2011 年 9 月 26 日，基本工业金属铝、锌、铅等分别下跌 20%、28%和 34%。

从能源主要品种看，纽约原油期货主力合约在 2011 年 5 月创出新高 115.46 美元每桶，在 7 月底跌至 100 美元每桶左右，其后也大幅下跌。2011 年 9 月 26 日为 78 美元，从最高点下跌的幅度约三分之一。北海布伦特原油因受北非影响，下跌幅度相对较小，但也超过 20%。

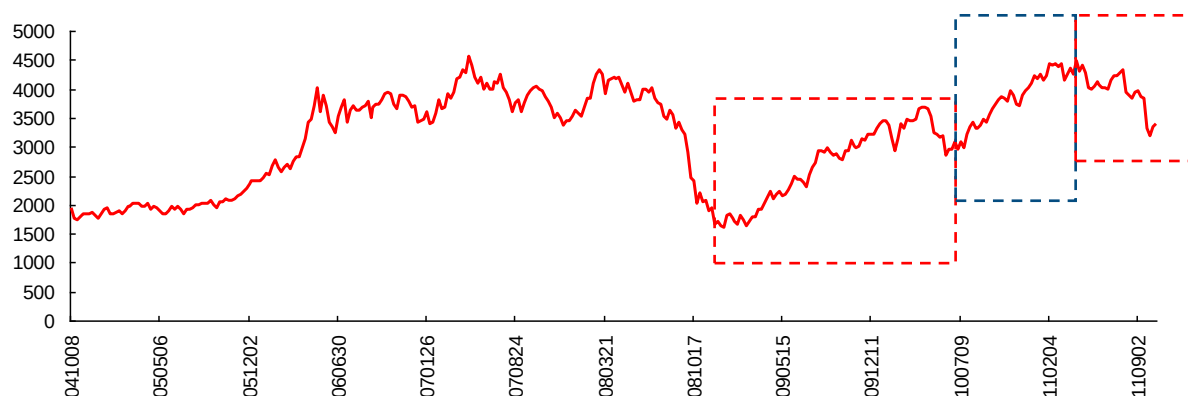
农产品大宗市场方面，2011 年 8 月底之前，与基本工业金属和原油不同的是，农产品主要品种都是高位震荡，部分品种甚至是底部抬升的走势。美豆 1101 合约在 8 月 31 日创出了 1474.25 美分/蒲式耳的高位，9 月初跟随其他大宗商品迅速、连续下跌。从 2011 年 8 月底至 2011 年 9 月 26 日，美豆、豆粕、玉米、小麦主力期货



合约价格分别下跌约 17%、17%、18%和 21%。

从贵金属看，黄金失去了避险工具的功能，也大幅下跌。从 2011 年 9 月 6 日的 1925 美元每盎司的历史高点跌落，2011 年 9 月 26 日跌至 1550 美元每盎司，跌幅为 20%。贵金属下跌更为严重的是白银，从 9 月初的 43 美元每盎司巨幅下跌至 2011 年 9 月 26 日盘中低点 26.2 美元每盎司，跌幅近 40%，其中 9 月 23 日单日跌幅近 17%。

图 6 伦敦金属交易所价格指数



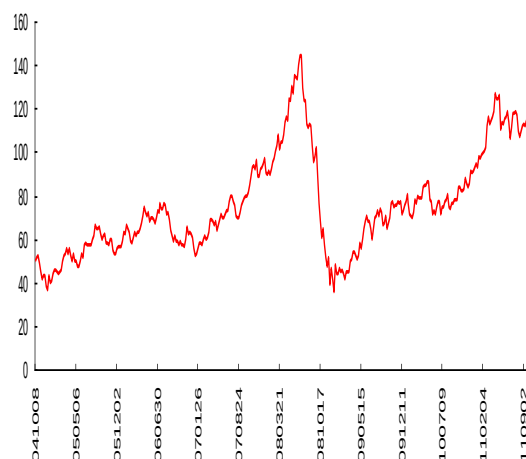
资料来源: Bloomberg

图 7 伦铜价格指数



资料来源: Bloomberg

图 8 原油价格走势



资料来源: Bloomberg



3、大宗商品下跌呈现出一定的先后次序

最先下跌的是基本工业金属，其后是原油，接着是农产品，最后是贵金属。CRB 指数最高点是 2011 年 4 月 20 日，伦铜最高点为 2011 年 2 月 14 日，原油期货从 2011 年 5 月 2 日的高点开始下跌，农产品的高点在 2011 年 8 月底，贵金属的高点出现在 2011 年 9 月初，整体的价格下跌格局是“基本金属-CRB 指数-原油-农产品和贵金属”。

4、未来的趋势

10 月以来，大宗商品价格整体有小幅的反弹，但整体仍然是弱势整理的格局。这与全球金融市场的风险因素持续存在是相关。但是，大宗商品价格整体的波动性再加大，市场的敏感性更为突出。

从未来趋势看，由于全球总需求水平低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化等影响，大宗商品价格短期内将持续弱势整理的格局。中期内大宗商品价格的金融属性将有一定程度的弱化，继续向实体经济回归，这个趋势或将持续到 2011 年年底甚至明年年初。如果全球经济再出现相对较大的风险因素，或金融风险的相互共振，那大宗商品存在暴跌的可能性。

同时，可能出现较为明显的结构性特征：一是原油和基本工业金属受全球总需求水平的影响更加明显，在总需求没有明显复苏的情况下，将保持相对弱势的格局，但小金属可能仍将保持相对的强势；同时，由于金属仍然具有一定的金属属性，和美元指数的相关性仍然存在，如果美元指数出现明显的跌势，那金属价格可能会出现一定程度的反弹。

二是农产品价格的下跌幅度可能相对更加有限，因农产品的需求更为真实，全球整体处于供给不足的局面，这也能从 10 月份农产品价格反弹相对强势得到启发。

三是贵金属在下跌一段时间之后，可能会有明显的反弹，特别是黄金，如果美元从短期强势回归基本面之后，黄金可能会有新的上涨行情。不过此前的黄金投资的获利盘非常之巨大，短期内出现明显反弹的行情是不现实的。需要等待市场的避险情绪和交易热情的重新累积。

三、黄金价格的复杂性

1、本轮黄金暴跌具有多层次的因素

理论上说，黄金具有工业属性，更具有货币属性，价值储存功能极为明显，是最好的避险资产。在全球经济和市场面临如此多的不确定性时候，黄金价格理论上应该相对稳健。但是，黄金同时具有极为明显的金融属性，已经成为国际资本重要的投资或投机标的。

本轮金融危机之后，黄金的避险功能逐步强化，其金融属性更加凸显，2010 年纽约商品期货交易所黄金期货合约交易规模同比增长 27.24%。2011 年之后，黄金价格进一步飙升，黄金期货合约的交易更加活跃，预计 2011 年纽约商品交易所黄金期货合约交易规模将增长 30%。

2、资产负债表的调整，导致黄金期货卖出成为一个趋势力量

金融机构的资产负债表整固，特别是现金需求，是近期黄金价格下跌的主要触发因素。

当投资者或投资机构持有大量黄金期货合约之后，黄金期货合约就成为其资产负债表上的重要资产。当投资者或机构面临流动性或其他风险压力的条件下，会进行资产结构的调整。由于黄金价格一路上行，很多投资者或投资机构都是持有黄金的多头头寸，其黄金占资产负债表的比重也大幅上涨。在面临流动性压力时，现金就成为最好的资产。投资者和投资机构就可能变现黄金资产，卖出黄金期货合约，获利了结。

在全球经济和市场面临如此多风险的情况下，美联储低于市场预期的政策、欧洲债务危机的恶化以及全球衰退的风险加大，导致全球流动性预期的逆转，现金成为最好的资产，所以很多机构卖出黄金合约。这是本轮黄金价格下跌的主要触发因素。

从投资的微观行为看，黄金价格可以反映风险厌恶和偏好的程度，而风险厌恶和偏好是一个主观心理活动，是个体投资行为的一个内在因素。当面对系统性的风险时，投资者的风险厌恶程度较大或被放大，那持有流动性则是最没有风险的行为。市场的主观风险厌恶是根据投资者风险收益权衡而改变的，金价的变化则反映了风险水平的变化。

3、历史的映像

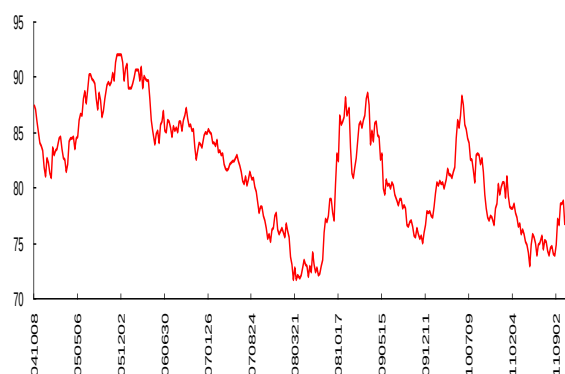
2008 年次贷危机中黄金同样出现了大幅下跌的情况。2008 年 7 月房利美和房地美危机之后，理论上黄金已经成为避险品种，但是，黄金价格却是大幅下跌，这个趋势持续到 2008 年 11 月。这个时期，美国国债反而成为最受欢迎的避险品种。不过 2008 年 9 月中旬，由于雷曼兄弟破产，导致美国债券市场短期瘫痪，黄金期货价格曾一度反弹，但随着债市的好转，黄金价格又大幅下跌。从 2008 年 7 月至 11 月，黄金期货价格下跌约 30%。黄金价格在美国次贷危机的表现可能是近期金价变化的一个历史映像。

4、黄金与美元指数

黄金价格下跌与美元指数反弹也有直接关系。由于欧洲债务危机愈演愈烈，特别是希腊债务危机存在债务违约的风险不断提高，意大利债务问题日益显现，欧元承担巨大的贬值压力，美元“被动”升值。特别是美联储 9 月份会议之后，没有出台第三轮量化宽松政策，使得美元币值的稳定性受到市场的认可，美元指数反弹加速。美元指数从 2011 年 8 月底的 74，快速飙升至 9 月底的盘中高值 79，涨幅超过 6%。

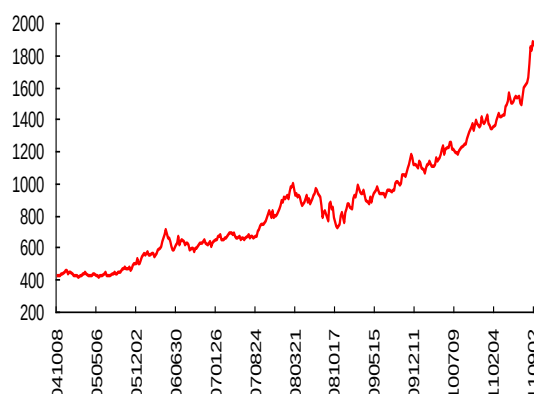
但是，我们认为美元指数的反弹没有基本面基础，将逐步回归到基本面，难以出现趋势性升值。10 月底，美元指数大幅反弹，这主要在于日本货币当局大肆的干预外汇市场，而不是美元基本面的实质性恢复。在美国新的建筑业周期和经济实质性复苏没有启动之前，美元指数很难有趋势性的反弹。而这个时点，至少要到 2012 年的中期。

图 9 美元指数



资料来源: Bloomberg

图 10 黄金价格



资料来源: Bloomberg

5、黄金价格与总需求

黄金价格的暴跌显示全球经济复苏不力和市场信心的严重不足。目前，由于债务危机的存在，欧美日等都存在明显的财政整固压力，而货币政策的空间和弹性非常有限，这就决定了全球经济增长的前景堪忧。10月份举行的IMF和世行秋季年会上，IMF认为全球经济面临四大风险：主权债务危机、金融体系脆弱性、日益疲弱的经济增长和居高不下的失业率。虽然世界银行行长佐利克认为二次衰退的风险不大，但仍然面临经济下行的风险。重要的是，如果四大风险持续恶化，那全球经济可能就存在“二次探底”的风险。近期，市场预期“二次探底”的可能性在加大，为此，包括黄金在内的所有大宗商品价格出现普遍性下跌，反映了低迷的市场信心和谨慎的投资情绪。

6、黄金价格的未来趋势

黄金或是未来一段时间内可能出现较大反弹的品种。目前，黄金价格的下跌主要和投资者大肆卖出行为、美元反弹、市场信心低迷等因素相关，但是，根据历史经验，当金融体系的风险或市场预期趋于相对稳定的时候，黄金价格将会出现反弹。

为此，我们认为黄金价格继续大幅下跌的可能性不大，1500-1600美元每盎司有较强的市场支撑。经过近期的下跌和未来短期的调整，特别是美元回归基本面之后，黄金或会明显反弹。

黄金价格的高位或是一个趋势性走势。这主要在于美元作为国际货币体系中的核心货币，将是处在一个长期的贬值通道中。可以看到，从1971年8月布雷顿森林体系之前的每盎司35美元，到如今的每盎司1700美元，黄金价格在40年之间上涨了50倍，而这个过程实际上就是一个美元贬值的过程。美元作为核心货币，通过贬值向全球征收“铸币税”，通过内部的通胀向全球征收“通货膨胀税”。

这个趋势需要多元国际货币的出现才能打破，但是目前欧元处在主权债务的泥潭之中，很难实质性复苏，为此，不管在交易环节还是在储备环节，美元占据的主导地位是相对提升的，这就决定了美国政策当局可以更大程度上维持宽松的货币政策，以实现国内增长和就业目标，这个过程实际又是一个弱美元的趋势，为此，黄金价格可以维持在相对的高位。



三、大宗价格下跌的根源

大宗商品价格大幅暴跌引发了市场的巨大担忧。本次大宗商品价格的快速下跌，与 2008 年美国次贷危机集中爆发时相似，都是一次普遍性的下跌，基本金属、能源、农产品和贵金属价格的下跌只有先后区别，而无涨跌互现的结构性特征。我们认为，本轮大宗商品价格的下跌具有基本面因素、流动性因素以及市场预期转变等原因，是多种负面因素的叠加引发的“共振效应”。

1、全球总需求水平相对低迷

首先，全球经济总需求不足是大宗商品价格暴跌的最基本根源。全球经济增长中枢下移的“新常态”仍将持续。美国金融危机的爆发、升级和深化，是康德拉基耶夫长波周期从繁荣走向衰退和萧条的大拐点，全球经济将不可避免地要走入一个总量边际递减的过程，也就是一个增长中枢下移的过程。

在后危机时代，美国、欧洲、日本等发达经济的经济增长幅度将大大低于过去几轮经济衰退后的复苏程度。2011 年 9 月，美联储主席伯南克在金融危机之后首次承认美国经济面临严重的衰退风险。

虽然，新兴经济体贡献更大的增长动力，但是在通胀、财政和结构等因素的约束下，新兴经济体对全球总需求的边际拉动将日益弱化。

2、流动性预期的逆转

流动性预期的逆转是大宗商品价格加速大幅下跌的导火索。随着美国主权信用评级被降低，美国长期国债的需求出现新的不确定性，美联储第三轮量化宽松政策的市场预期不断被强化，但是，9 月份美联储并没有如市场预期出台第三轮量化宽松货币政策，美联储仅将量化宽松政策转变为“扭转”政策，采用长期限的国债来替换短期限的国债，以此来压低国债收益率。美联储此举的目的在于国债收益率的控制和管理，而非主要旨在刺激经济和就业改善。第二轮量化宽松政策的实行，其对经济增长和就业促进的边际效用就日益降低，该论政策的主要目的已经是填补美国国债需求缺口。

美联储从量化宽松政策转向“扭转”政策意味着美联储的政策基调是更加宏观审慎。美联储通过两轮量化宽松货币政策之后，已经成为美国金融体系最大的“地主”，其资产超过 3 万亿美元，在这个过程中也成为美国金融体系风险的集中承担者。美联储未来的政策必须在维持宽松政策和资产负债表整固中取得平衡。

可以预见，随着美国债务问题的呈现和复杂化，美国国债收益率的稳定性的风险在提高，美联储资产负债表的整固压力将急剧上升。

笔者在 2011 年初认为，美联储未来的政策可能是三步走：一是短期内退出量化宽松的货币政策；二是中期内进行资产负债表整固；三是中长期需要应对通胀压力。美联储的“扭转”政策说明了美联储已经开始其资产负债表整固，未来实行新一轮的量化宽松的可能性在降低，使得市场对流动性的预期进一步走向悲观。

3、主权债务危机的冲击

债务危机带来了全球金融市场的巨大不确定性。2011 年是全球经济的债务年，欧洲和美国相继陷入主权债务危机的泥潭，不仅给美欧两个经济体造成巨大的冲击，而且给全球经济和国际金融市场带来了实质的不稳定

性，全球经济复苏和金融稳定面临新的风险。特别是美国被降低主权信用评级、希腊债务违约风险上升以及意大利债务问题等引发了市场对债务问题的更进一步的担忧。

欧洲债务问题存在继续传染的可能性，一是从希腊、葡萄牙、爱尔兰等中小经济体向意大利、西班牙等大型经济体蔓延；二是由于欧洲银行持有“欧猪五国”的大量国债，欧洲债务危机可能转化为银行危机；三是债务风险和银行风险潜在的全球化传染，可能导致债券市场、大宗商品市场、股票市场和房地产市场的震荡。

4、市场的投机

部分金融机构的投机力量是不容忽视的因素。以白银为例，2011年初，白银从2010年年底的30美元每盎司的历史高点回落，有国际著名投资银行预测白银在短暂回调之后将继续大幅上涨。其后白银与投资机构的预测走势相符，大幅飙升至2011年4月28日的49.12美元每盎司，3个月内的涨幅高达80%以上，成为2011年最为光鲜的投资品种。

但是，就在2011年4月底，此前唱多白银的该投资银行认为白银已经高估，并坚决卖出白银。此后，白银进入大跌走势，5个交易日下跌近20%。经过一段时间的高位整理，白银在9月份又开始明显下跌，2011年9月21日之后的四个交易日，白银价格从40美元每盎司暴跌至26美元每盎司，跌幅高达35%。在这个过程中，肯定有金融机构因为卖空操作而大幅获益，这个基于金融交易的投资或投机行为可能是导致大宗商品价格的大幅波动和巨幅下跌的原因之一。

四、大宗商品价格下跌的影响

1、大宗商品价格下跌不利全球经济复苏

大宗商品短期暴跌不利于市场信心的稳定和复苏。全球经济目前面临主权债务危机、金融体系脆弱性、日益疲弱的经济增长和居高不下的失业率等四大风险，市场和经济体系的市场向好预期十分脆弱，大宗价格的暴跌将进一步恶化市场信心，金融市场和经济体系稳定的微观基础更加脆弱。以中国股市为例，2011年9月21日中国A股市场大涨超过2.5%，为市场稳定集聚了难得的信心，但是随着大宗商品价格和海外市场的暴跌，A股市场次日就陷入了更大的暴跌泥潭。

大宗商品价格暴跌对全球经济整体影响偏负面，可能加大复苏的风险。虽然，原油、工业基本金属、粮食价格等下跌，一定程度上有利于发达国家制造业的复苏和发展中国家缓解通胀压力，但是，发达国家的增长潜力不可能因为成本的下跌就能短期提高，发展中国家的通胀也无法短期解决。因为全球经济的总需求的不足是一个中期趋势，增长的动力更重要的在于需求的复苏，成本降低在近期只是辅助性的利好。

新兴经济体的通胀压力可以得到部分缓解，比如中国、印度等，但是中国、印度等国通胀的成因中外部成本压力只是原因之一，而且巴西、俄罗斯等会因大宗商品价格下跌而承受更多的负面影响。

大宗价格暴跌使得市场信心丧失、金融体系脆弱性提高和总需求不足更加恶化，各种负面因素叠加，可能使得全球经济面临更大的复苏压制风险。



2、大宗商品市场高幅调整放大金融市场的风险性

大宗商品价格的暴跌可能放大金融体系的脆弱性。此前，全球主要房地产市场、股票市场和大宗商品市场的价格都有所下跌，金融机构的资产负债表已经面临日益明显的压力，特别是在以市定价（mark to market）为基础的会计准则和风险价值(value at risk)为基础的资产负债管理原则下，金融机构资产减计压力明显。随着大宗商品价格的暴跌，金融机构的资产负债表整固压力进一步加大，金融风险放大，金融体系的整体稳定性面临挑战。

3、对中国的影响

对于中国而言，大宗价格下跌的影响是多层次的。

其一，对于中国的股票市场短期影响是不利的。中国 A 股市场在 2011 年大幅下跌，特别是 4 月份以来上证综合指数下跌超过 20%，近期交易量大幅萎缩，反映市场信心的严重不足，大宗商品市场的暴跌引发外围股票市场的大幅下挫，引发连锁反应，使得 A 股市场的稳定更加困难。如果这个趋势进一步发展，不仅影响 A 股市场的价格，更将影响到 A 股市场的融资功能。10 月份以来，大宗商品价格的对 A 股的影响在逐渐淡化，但是仍然存在明显的相关性。

其二，短期内对中国的通胀压力缓解有一定的好处。根据我们的调研的情况，目前企业产能扩张的担忧主要在于需求的不足和成本的压制，成本压力主要来自于原材料成本和劳动力成本，而原材料成本的高企和此前大宗商品市场的价格膨胀是紧密相关的。为此，如果虚拟经济进一步回归，原材料、能源价格有所下降，对国内要素价格的上涨压力也会释缓，比如原油价格下跌会对煤炭价格形成压力，从而释放了电价上涨的压力，那对于企业新增投资的压制作用要弱化。但是，中国的通胀更多是货币政策宽松和要素分配均衡化趋势使然，具有总量性和结构性，很难在短期内因外部通胀压力的缓解而实质性改善。

其三，大宗商品价格下跌更多反应总需求的不足，中国外部需求的压力将日益凸显。随着外部需求的持续走弱，中国出口部门将面临更加艰难的局面，特别是可能遭遇更加明显的贸易和投资保护主义。面对不足的需求和持续升值的本币，外贸部门结构转型的压力将明显加大，转型风险也在增加。

最后，中国的政策面临更大的不确定性，需要更加合理、审慎和有针对性的政策组合。大宗商品价格暴跌可能引发新的金融风险和全球经济复苏的新的不确定性，在面对通胀治理与经济增长、内部经济结构调整、内外经济平衡等重大改革任务中，中国政策当局需要内外统筹，充分认识内外风险，明确政策的优先次序，充分做好风险防范，保证金融和经济体系的稳定和安全。



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。