

宏观经济

大宗商品报告

证券研究报告

分析师 李怀军 S1080510120001

电话: 010-63197789

邮件: lihuaijun@fcsc.cn

树欲静而风不止

—— 大宗商品进入高“金油比”的动荡年代

参考资料:

1. “预期的边际改善将使大宗商品止跌反弹——对中美经济认识的预期偏差” (2016.1.19)
2. “PPI 同比年底将回升至零左右的水平——1月CPI 同比上涨 1.9%” (2016.1.27)
3. “美联储在加息问题上变得首鼠两端——对美国经济的预期偏差的再认识” (2016.3.2)

摘要:

- 在1月国际投行还预计国际油价滑向每桶20美元甚至10美元时，我们在1月19日报告中，提出经济数据显示美国经济没有预期中的那么好，而中国经济也没有预期中的那么差，预期的边际改善将促使以国际原油价格为首的大宗商品价格止跌反弹。20日国际油价在创出历史低点后，至今已反弹40%以上。
- 市场认识到美联储的下一次加息很可能要推迟到今年下半年甚至年底，美元指数突破100并持续走强的概率不大；而中国经济硬着陆的可能性也不大。但实际上，中美两国的经济基本面变化并不大，只是由于产油国冻结产量和中国供给侧改革所导致的供给面预期的改善，主导了此轮大宗商品的反弹。
- 从创纪录的石油库存数据看，石油供需状态并无实质性的改观。世界经济的前景仍不乐观，随着技术进步所带来的电动车的逐渐普及，原油需求只会减少不会增加；产油国之间的地缘政治矛盾，将阻碍原油产量削减协议的达成，而将产量冻结在历史最高点的意义有限。
- 市场将很快发现以原油为代表的大宗商品的大幅度反弹，只是在宽松的货币政策刺激下，国际投机资金利用供给面的朦胧预期，进行的脱离基本面的炒作。因为前期大宗商品的跌幅巨大，只要有预期的边际改善即可引起价格的大幅波动。国际油价面临阶段性高点。
- 随着市场乐观和悲观情绪的交替往复，风险偏好和避险需求将轮番表现，大宗商品的反弹势头还会延续。但由于发展中国家去杠杆的压力仍然很大，美国经济的不确定性仍然很高，市场的避险需求是主要矛盾；而体现风险偏好的“周期归来”现象是次要矛盾。
- 因此，国际金价和国际油价的比值即“金油比”，在2014年9月还在12.6倍的低位，今年2月达到了创纪录的35.8倍的高位，虽然3月初有所回落，但我们预计今后仍将在30倍左右的高位徘徊，全球大宗商品市场将进入以“高金油比”为典型特征的动荡年代，暗示发生地缘政治风险和金融危机的概率仍不低。



一、引子：“金油比”创出历史新高

黄金和原油作为大宗商品的两个最重要的品种，具有相仿的商品和金融属性。从长期来看，两者的走势具有较强的相关性。从1988年以来伦敦现货黄金价格与布伦特原油期货结算价可以看出，在2014年四季度之前两者的走势基本一致，而在此之后两者的走势分化明显，出现了明显的“剪刀差”（图1所示）；从1988年7月至2014年8月，两者的相关系数是0.91，而从2014年8月至今，两者的相关系数下降到只有0.59。而从另一角度看，可以发现在2015年2月，国际金价和国际油价的比值，即“金油比”达到了创纪录的35.8倍的高位（如图2所示），而在2014年9月这一比值还在12.6倍的低位。

图1 2014年四季度以来黄金与原油价格走势分化明显



图2 2015年2月的“金油比”创出历史新高



资料来源: WIND, 第一创业计算整理。



从金油比的走势上看，大体上可以分为三个阶段：第一阶段是 1988-1998 年间，金油比大体在 15-30 倍之间运行，只有 1990 年伊拉克入侵科威特期间，金油比在 15 倍以下运行；而在此期间的三个高点也与战争有关，分别是 1988 年的阿富汗战争、1993 年的索马里战争和 1998 年的科索沃战争。

第二阶段是 1999-2014 年年间，金油比大体回落至 15 倍以下，这期间发生一件大事，就是 2001 年 11 月 10 日中国加入 WTO，在此之后中国经济的高速发展，成为影响大宗商品价格的关键性因素，由于受日益趋紧的供求关系影响，2002 年 1 月起大宗商品开启了一轮超级大牛市，直到 2011 年 4 月结束，CRB 现货综合指数从 212.55 上涨到 575.66，上涨幅度高达 270.8%。由于原油价格受供求关系的影响更大，导致投机资金更多地投入进国际原油市场，原油价格的上涨幅度远大于黄金，致使金油比大幅低于历史均值。在 2008 年 7 月，国际原油价格创下 147 美元的历史天价，导致金油比在 6-7 月间创造出低于 7 的历史最低水平。而在此期间，金油比超过 20 的唯一月份是 2009 年 2 月，这是由于受到次贷危机的影响，国际油价在 2008 年 6 月至 2009 年 2 月有过一次快速的大幅度下调导致。

第三阶段就是 2014 年至今，金油比从低位快速上升的过程。从黄金和原油的商品属性看，两者最大的不同在于：黄金是避险资产受风险偏好的影响大，每当有战争和金属危机等风险事件发行时，金油比就会上升，1990 年由于伊拉克军队大面积破坏了科威特的油井，导致油价大幅上升应是特例除外；而原油是风险资产，受供求关系的影响较大，每当经济基本面向好，利率上升，由于黄金是无息资产，投资者对经济有信心时，对于风险资产更为偏好，金油比就会下降。因此，从这一点看，金油比创出新高，说明投资者对未来经济增长的信心不足。

不仅如此，金油比创出历史新高，更意味着经济风险和地缘政治风险已经上升到危险的境地。从地缘政治风险看，危险程度从高到低，分别在朝鲜半岛、中东地区、南海地区以及包括钓鱼岛和台湾在内的东海地区。经济的不景气会加剧地缘政治风险的紧张局面，要知道战争不仅是刺激需求的有效手段，而且是转移国内矛盾的重要方法，前两次世界大战的爆发都与战前的经济危机有着密切联系。

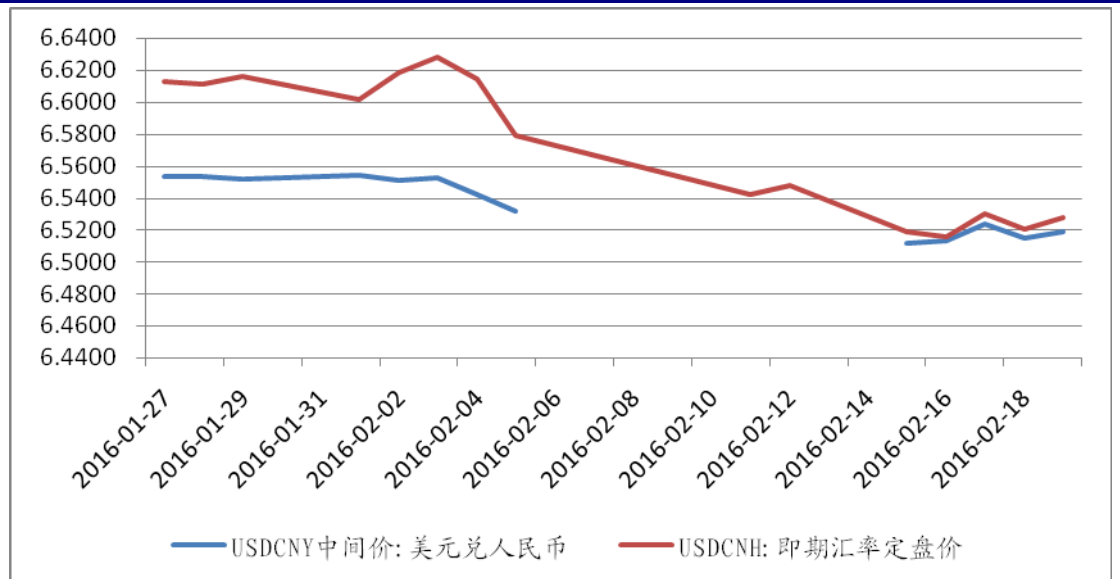
从经济风险看，2014 年 9 月后随着美联储开启加息周期，金融市场的动荡就一再上演，先是以“金砖五国”为代表的发展中国家经济陷入困境，货币贬值、经济下滑以及股市下跌，接着春节时期这种金融市场的波动终于传染到发达国家，美元指数和欧美主要股市都出现下跌。在这种情况下，无论是属于鸽派还是鹰派，越来越多的美联储官员对进一步加息采取了更加谨慎的态度。这种口风的转变，立即反映到股票市场上，欧美股市都出现了明显反弹。但风险偏好的短暂上升，并没有改变经济基本面，只不过是前期对中国的悲观预期和对美国的乐观预期的修正而已。

根据美银美林对全球基金经理的月度市场调查显示，2016 年 1 月最精明投资者最担心的尾部风险，约有 45% 的受访者认为自己最害怕的是中国的经济衰退，随后是新兴市场债务危机；但 2 月份市场投资者最担心的问题已经不是中国经济衰退或新兴市场债务危机了，美国经济衰退成为市场投资者最担心的问题，此外能源债务危机、



量化宽松失败问题排在第二和第三位置。这项调查突出地反映出投资者预期的改变，而这种改变已经反映在春节期间的国际金融市场上。从2月5日到11日的一周内，道琼斯工业指数下跌了4.6%，纳斯达克指数下跌了5.4%，标普500下跌了4.5%，美元指数更是从春节前的99一线下跌了96以下；与此相反，人民币对美元汇率在岸中间价与离岸即期汇率的价差大幅度收窄，显示人民币贬值压力在春节后已大幅度减缓，而股市在春节后也企稳回升。

图3 春节后人民币对美元在岸汇率和离岸汇率大幅收窄



资料来源: WIND 第一创业计算整理

据统计，年初至今表现最好的资产黄金，现货黄金的涨幅为18.86%，其次是有色金属，LME锡、锌的价格分别上涨16.2%和13.2%，铜和铝也上涨了5.9%；最后是石油价格，IEC布油价格上涨1.5%。在中国期市中，DCE铁矿石价格今年竟上涨了16.4%；而在沪深股市中，以黄金、煤炭和有色金属为代表的周期股又成为市场上的明星，山东黄金的价格在1月31日至今从底部已经翻了一番。

但金融市场上的这种“周期归来”现象是短期的次要矛盾，是供求关系的边际改善的结果。而从长期来看，金融市场上的“周期归来”会延续吗？我们的答案是否定的。金融市场是否会出现更大的动荡？我们的答案是肯定的。因为实体经济的经济状态并没有实质性的改善，发展中国家去杠杆的压力仍然很大，美国经济的不确定性仍然很高，市场的避险需求是主要矛盾。这就是说，“金油比”处于30左右的高位将成为常态，国际金融市场将进入一个以“高金油比”的动荡年代。

二、市场动荡的原因：乐观和悲观预期的交替往复

美联储在2016年12月17日开启新一轮加息周期后，市场普遍预期美联储将在2016年加息四次，从而在2016年刺激美元走强。而中国由于产能过剩，以及企业和地方政府的杠杆率都处于较高水平，使得投资意愿仍然不强。加之国际经济复苏缓慢，世界



经济大国中，只有美国的情况稍好，欧盟和日本经济都陷入低迷状态，而俄罗斯、巴西等发展中国家的经济情况更糟。这样，在投资和出口都不给力的情况下，唯有消费还保持稳定，由于新兴产业的兴起和供给侧的改革都需要时间，因而 2016 年的中国经济仍可能处于 6.5-6.7% 之间的区间内徘徊。这样，似乎大宗商品价格在 2016 年继续下滑已成定局，但实际上事实的发展往往与一致性预期相反。

相比而言，对经济状态的预期对经济状态的实际状态，对包括大宗商品在内的资本市场的影响更大。即便是经济状态仍然不佳，但只有好于预期，就能在资本市场上产生很大的影响力。美联储此轮加息的主要理由，在于美国非农就业人数增长和失业率下降等一系列的就业市场指标的好转。但实际上，就业指标向来是一个滞后的指标，就业指标良好意味着经济周期的增长高峰已过，经济很可能已经开始走下坡路了。因此，从以下众多领先和同步指标看，美国最近一次经济小周期的高峰在去年四季度，美联储很可能已经错过了最佳的加息时机。

在今年加息次数上，市场预期已经由原先的 3-4 次下降到 0-1 次。在春节期间美元指数和国际股市的下跌，以及黄金价格的大幅度上涨，已经在很大程度上反映了市场对经济前景的悲观预期和人们避险需求的上升。在此情况下，无论是属于鸽派还是鹰派，越来越多的美联储官员对进一步加息采取了更加谨慎的态度。这种口风的转变，显示出美联储在加息政策上的摇摆不定，反映出其面临进退两难的窘境。因此，美元指数在 100 关口止步不前就不难理解了。

在国际投行预计国际油价滑向每桶 20 美元甚至 10 美元时，我们在 1 月 19 日发表“预期的边际改善将使大宗商品止跌反弹——对中美经济认识的预期偏差”的报告，报告中的主要观点是，“经济预期与实际值的差距，对包括大宗商品在内的资产价格的影响很大。中国经济状态和美元指数是影响大宗商品价格的两大关键性因素。经济数据显示美国经济没有预期中的那么好，而中国经济也没有预期中的那么差，预期的边际改善将促使以国际原油价格为首的大宗商品价格止跌反弹”。而在第二天国际油价在创出历史低点后，至 3 月 4 日今已反弹 40% 以上。正是市场情结由悲观转向乐观导致了大宗商品的反弹。

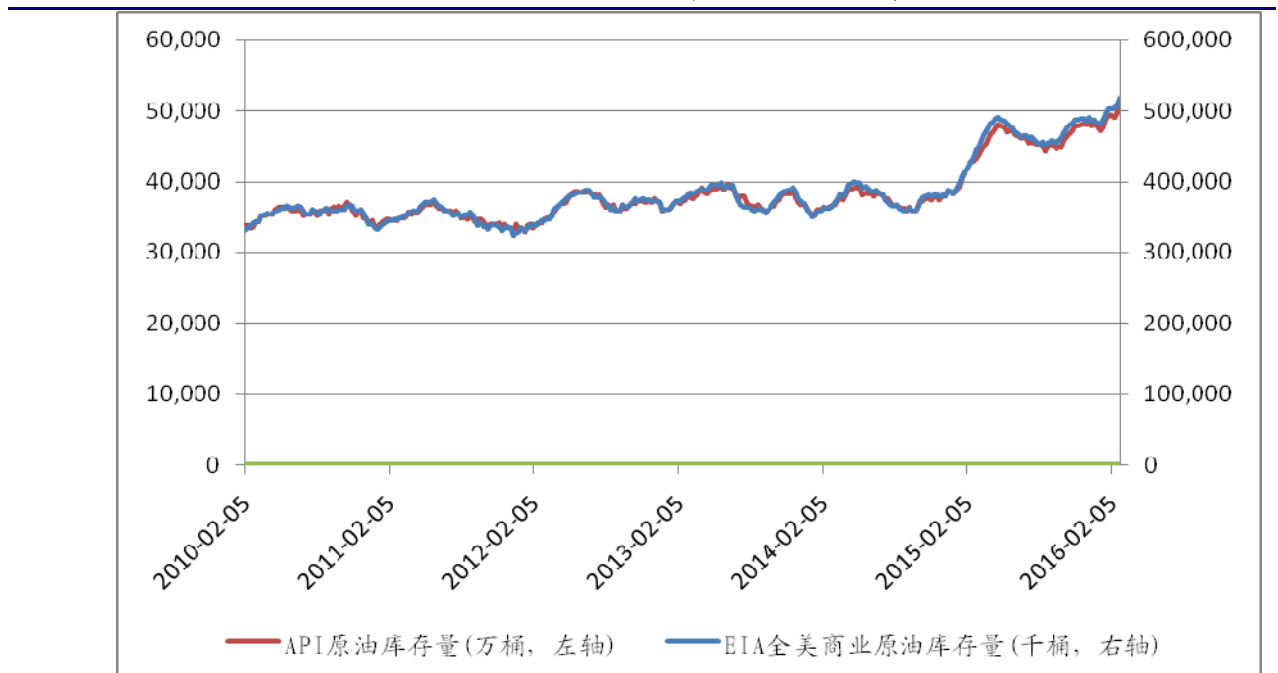
但实际上，无论是中国还是美国的经济基本面并无多大的变化，中国经济仍处于探底的过程中，今年 GDP 增长率定在了 6.5-7% 的区间内，这是中国第一次将经济增长目标定在一个区间内，突出地显示出由于全球经济的不确定性很高，中国政府为经济增长目标留下可调控的区间。实际上，高金油比也暗示今年的发行地缘政治风险和金融危机的概率不低。而从美国经济看，虽然 2 月的各项经济数据都出现了明显反弹，但仍处于低位，美国经济的不确定性仍然很高；发展中国家去杠杆的压力仍然很大，市场的避险需求是主要矛盾。而体现风险需求的“周期归来”现象是次要矛盾，但随着市场乐观和悲观情绪的交替往复，大宗商品的反弹势头还会延续。

从原油从创纪录的石油库存数据看，石油供需状态并无实质性的改观。世界经济的前景仍不乐观，随着技术进步所带来的电动车的逐渐普及，原油需求只会减少不会增加；产油国之间的地缘政治矛盾，将阻碍原油产量削减协议的达成，而将产量冻结



在历史最高点的意义有限。

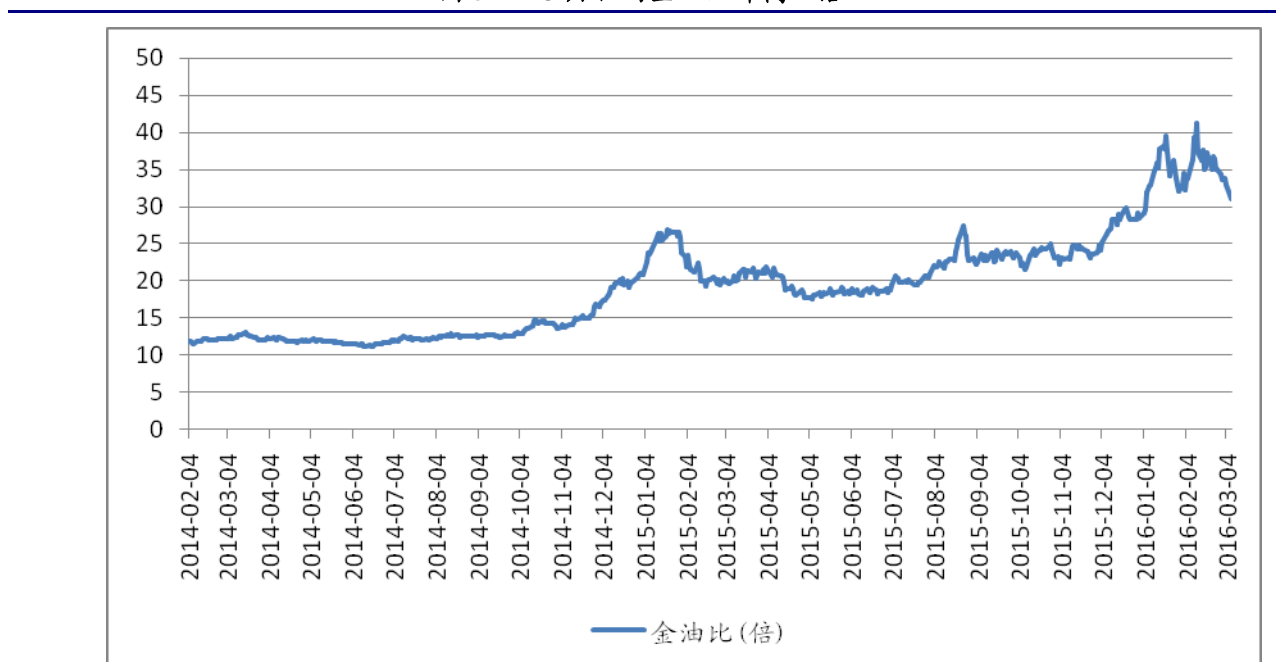
图4 3月初美国原油库存创出历史新高



资料来源: WIND 第一创业整理

市场将很快发现以原油为代表的大宗商品的大幅度反弹,只是在宽松的货币政策刺激下,国际投机资金利用供给面的朦胧预期,进行的脱离基本面的炒作。因为前期大宗商品的跌幅巨大,只要有预期的边际改善即可引起价格的大幅波动。因此,国际油价面临阶段性高点。

图5 3月初的金油比冲高回落



资料来源: WIND 第一创业整理



随着市场乐观和悲观情绪的交替往复，风险偏好和避险需求将轮番表现，大宗商品的反弹势头还会延续。随着油价的上涨，图 5 所示的 3 月初的金油比冲高回落，3 月 7 日的金油比已经回落至 31 的水平。但由于发展中国家去杠杆的压力仍然很大，美国经济的不确定性仍然很高，市场的避险需求是主要矛盾；而体现风险偏好的“周期归来”现象是次要矛盾。未来金融市场的“黑天鹅”事件仍将频繁发生，而国际金价的上涨潜力仍大。因此，估计金油比将在 30 左右的水平高位徘徊，国际大宗商品市场将进入一个高金油比的年代。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20层
TEL:0755-25838888 FAX:0755-25838999
P.R.China:518028 www.fcsc.com

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL:010-63197788 FAX:010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135