

多举措应对全球大宗商品市场波动

智库圆桌
(第66期·总116期)

今年以来,全球大宗商品特别是能源、粮食等价格再次创下新高。进入下半年,原油、有色、农产品等主要商品价格出现大幅波动。基于对海外通胀高企的抑制,美联储11月再次宣布加息75个基点,国际大宗商品行情出现分化。随着全球主要经济体紧缩政策陆续落地,未来国际大宗商品市场如何演绎,又当如何应对?本期特邀专家围绕相关问题进行研讨。

主持人

本报理论部主任、研究员 徐向梅

多因素叠加推动大宗商品价格大幅波动

主持人:自新冠肺炎疫情发生以来全球大宗商品走势如何?主要影响因素有哪些?与历史上几轮变动周期相比有何不同?

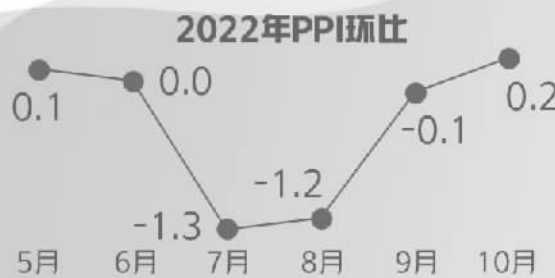
张永军(中国国际经济交流中心副总经济师):新冠肺炎疫情发生以来,美欧等主要发达经济体为应对疫情冲击,纷纷采取高度宽松的财政和货币政策,货币供应量大幅增加,导致国际大宗商品价格出现持续上涨。2020年4月21日美原油收盘价每桶13.12美元,2022年2月23日上涨至每桶92.24美元,上涨了6.03倍;2020年3月19日伦铜电3收盘价每吨4810美元,2022年2月23日上涨至每吨9846美元,上涨了1.05倍。2022年2月俄乌冲突爆发后大宗商品价格进一步上涨,多数品种价格创出新高。2022年3月7日,美原油连续报价盘中出现本轮周期最高点,当日收盘价每桶120.32美元,较2022年2月23日上涨30.4%;伦铜电3盘中报价出现本轮周期最高点,当日收盘价每桶10315美元,较2022年2月23日上涨4.8%。此后在二季度多数品种呈现高位波动态势,进入下半年,随着美联储多次以较大幅度加息并收缩资产负债表,美元汇率持续升值,国际大宗商品多数品种自高位下跌,如美原油2022年11月28日收盘价每桶76.54美元,较3月7日高点下跌36.4%。但伦铜、天然气等品种三季度以来呈现高位波动态势,如美国天然气价格在每百万英热单位(MBtu)5美元至10美元区间波动,波动幅度很大。

本轮国际大宗商品价格大幅度上涨的根本原因是美欧采取过激的财政和货币政策,俄乌冲突及美欧对俄罗斯实施一系列制裁起到了推波助澜的作用。作为最重要的国际货币,美国货币供应量M₁、M₂增速快速攀升,国际大宗商品价格上涨与此密切相关。2020年上半年美联储大量释放基础货币,造成货币供应量M₁和M₂高速增长;2020年5月至2021年3月,美国M₁月度同比增速维持在300%以上,M₂月度同比增速维持在20%以上。正是由于货币供应量持

续大幅增加,而且大部分形成流动性较强的M₁,造成美国国内对商品特别是耐用消费品的需求不断提升。从财政赤字来看,2020财年、2021财年美国财政赤字规模分别达3.13万亿美元、2.77万亿美元,为历史第一、第二高位,财政赤字率高达15.2%、12.4%。由于美联储大量增发货币,增发的货币通过购买政府债券用以弥补财政赤字,而财政资金以救济金、补贴等形式注入居民和企业账户,造成疫情期间需求短暂萎缩后迅速反弹,而供给并没有跟上需求恢复的步伐,从而出现供需缺口并形成比较严重的通货膨胀预期。俄乌冲突及美欧对俄罗斯实施一系列制裁导致国际大宗商品价格进一步上涨,多数品种价格创出本轮新高甚至历史新高。

与以往国际大宗商品价格变动周期对比,近期大宗商品价格变动呈现以下几个特点。

一是国际大宗商品市场博弈强化,走势更加难以判断。如前所述,大宗商品价格受主要国际货币供应量、利率、汇率等金融因素影响,也受到总供给和总需求以及单个品种供求平衡状况影响,其背后是国际资本和地缘政治力量在影响市场,而且这种博弈开始破坏市场交易规则。本轮国际大宗商品市场价格曾出现负值,一次是2020年4月美国西得克萨斯原油期货价格盘中出现负值,另一次是近期欧洲液化天然气现货价格出现负值,这种明显超出市场规则和常识之外的态势,是国际资本激烈博弈、操控市场的结果。近期俄罗斯通往欧洲的“北溪”天然气管道发生泄漏事件,原因至今尚未查清,对全球大宗商品尤其是天然气价格产生巨大



铜油比面临下行风险温和衰退或将持续

主持人:去年8月份以来铜油比持续下行,一度创2014年以来新低,铜油比走势释放出什么信号?相较金油比,有哪些不同?

王骏(方正中期期货研究院院长):全球产业界将铜油比指标作为世界经济周期变化的重要风向标,铜油比的持续下行是经济周期陷入衰退的重要信号。金属铜与全球工业需求息息相关,并且还代表着全球制造业景气度;相对来说,原油除了与工业生产密切相关,还与服务业需求关联度较高,例如交通、旅游、物流等,代表服务业景气度。

通常来说,若经济周期处于复苏阶段,货币和财政政策会齐发力,生产企业风险出清并重新开始扩张,此时制造业先于服务业复苏,体现在商品价格上涨上就是铜价涨幅快于油价,铜油比开始上升。而当经济转向过热,相关部门开始逆周期调节(央行加息、财政支出减少等),制造业扩张意愿放缓、投资减少,铜的工业需求开始见顶回落。与此同时,由于经济发展中的财富效应和通胀的持续性,服务业需求仍会保持较好景气度,原油价格降幅小于铜价,铜油比开始回落。因此,国际上将铜油比作为预测经济周期的重要指标之一。

从历史规律来看,当铜油比滑落至低值区间(80以下)时,全球主要经济体大多在12个月内经济衰退或萎缩,例如2000年互联网泡沫破灭和2008年美国次贷危机时期就出现过这种情形。

从当前市场来看,不考虑油价极端值的因素,此轮铜油比在2021年年中开始脱离顶部区间,2022年加速回落,今年5月份滑落至80以下低值区间,与国债收益率倒挂几乎同频共振,当时亦是市场最悲观时期。7月中旬以来,随着市场对美国通胀见顶、美联储加息周期临近终点的预期愈发强烈,铜油比开始反弹,并于11月下旬上升至90以上,表明短期市场情绪回暖。

展望后市,从周期角度来看,本轮经济衰退尚在初期,全球制造业开始萎缩,但服务业仍保持较高景气度,尤其是随着疫情防控政策进一步优化,被压抑的服务业需求存在报复性反弹的可能,未来一年能源商品表现或比工业品更为坚挺。从基本面来看,未来铜的供需矛盾弱于原油,2023年是铜矿供应和粗炼产能释放高峰期,随着下游需求回落,铜价面临进一步下滑风险;而原油受地缘政治风险和能源供应断裂的扰动,紧缺效应更为明显。因此,

2023年铜油比仍会继续下行。根据历史经验,大多数数和衰退周期通常在一年至一年半,期间大宗商品市场会出现明显回落。

不同于铜油比,金油比指标则一定程度上反映了经济活动和市场情绪变化。黄金是典型的避险和抗通胀资产,原油是周期性商品和风险类资产,可以有效反映经济活动强弱和市场风险偏好。黄金和原油均以美元计价,“金油比”(通常使用伦敦金价格和WTI原油价格进行计算)的含义即1盎司黄金所能购买的原油数量。当金油比处于高位,说明黄金需求高于原油,即市场避险和抗通胀需求较强,经济活动处于偏弱状态,市场风险偏好较低;当金油比处于低位,说明黄金需求低于原油,即市场避险和抗通胀需求较弱,经济活动处于走强状态,市场风险偏好较高。因此,金油比一定程度上可以预测经济活动走势和市场风险偏好变化,不过,当原油价格因为供给端扰动出现非正常涨跌时,金油比与经济周期的关联性则会弱化。

市场普遍认为金油比可视为风险结构变化的前瞻性指标,一方面,因为黄金和原油同属大宗商品,长周期具有趋势一致性,历史数据亦可支撑此观点。经济处于稳定状态之际,油价上涨,通胀预期上升进而带动黄金价格上涨,同理油价下跌,通胀预期下降进而带动黄金价格下跌,故金油比相对稳定。另一方面,黄金和原油的风险特性存在较大区别,原油和实体经济总需求的联系强于黄金,而金价对货币政策、地缘政治风险(特别是中东以外地区)以及不确定性风险的敏感性大于原油价格。

当前金油比上升至21附近,但依然处于偏低位置,主因在于原油价格受能源危机冲击仍表现强劲且有韧性,而黄金价格受美联储加息政策冲击、经济衰退预期影响以及其他地缘政治因素影响,中长期偏弱运行可能性较大,金油比有进一步上涨趋势。

影响。面对市场价格剧烈波动,欧盟委员会提议从2023年1月起实施一项天然气限价机制,这反映能源成为地缘政治博弈的关注焦点。

二是不同种类商品走势出现明显分化。石油、有色金属等主要大宗商品近几个月呈现持续下跌态势,但受俄乌冲突及美欧对俄罗斯一系列制裁影响,俄罗斯与欧洲国家之间的输气管线断供,导致全球天然气供应量明显减少,而其他地区向欧洲国家出口天然气大多采用海上运输液化天然气的方式,比俄罗斯管道天然气价格高得多,推动天然气价格大幅上涨。随着冬季临近和供暖需求增加,欧洲基准天然气期货价格仍在上涨。这种情况导致原油和天然气比价关系偏离历史常态,根据美国芝加哥能源交易数据,2022年8月22日天然气期货收盘价为9.735美元/MBtu,原油期货收盘价为90.59美元/桶,原油与天然气直接比价为9.3:1;而2月23日天然气期货收盘价为4.595美元/MBtu,原油期货收盘价格为92.24美元/桶,原油与天然气直接比价为20.1:1;天然气与原油的比价关系需多长时间调整回归历史常态,尚未可知。

三是国际大宗商品价格对不同国家影响存在差异。历史上欧美国家受大宗商品价格波动影响大体上是同步的,但在本轮价格波动过程中,俄乌冲突爆发之前,美国受影响比欧洲更大,当时其PPI和CPI涨幅均高于欧洲大多数国家;今年三季度以来,欧洲主要国家(德国、英国等)PPI和CPI涨幅都高于美国,根据目前整体走势,预计这种态势将会持续一段时间。欧美国国家走势的差异,既与各自资源禀赋和产业结构有关,也受到汇率等因素的重要影响。我国虽也受到国际大宗商品价格上涨影响,但总体看要小于欧美国家。

10月份

▲ 部分行业需求有所增加

▲ 全国PPI环比小幅上涨

1月至10月平均

▲ PPI比去年同期上涨5.2%

PPI(工业生产者出厂价格指数)

环比看 ▲ 上涨0.2%

其中,生产资料价格上涨0.1%

生活资料价格上涨0.5%

同比看 ▼ 下降1.3%

其中,生产资料价格下降2.5%

生活资料价格上涨2.2%

数据来源:国家统计局

主持人:结合未来大宗商品走势,我国如何应对?

郭丽岩(中国宏观经济研究院综合形势室主任):近一段时期,国际原油、金属等主要大宗商品价格继续呈现回落态势,一定程度上有助于减轻国内制造业中下游企业原材料成本压力,使其经营状况逐步改善。但是,考虑到世纪疫情反复、地缘政治冲突持续发酵,加之主要海外经济体货币政策频繁调整,全球主要大宗商品价格仍大幅波动,对于持续降低企业成本、全面稳定生产而言,仍构成不确定性风险和冲击。

展望到年底和2023年,预计全球大宗商品市场走势将出现一定分化,供给和需求关系明显得到缓解的商品品种延续价格回落走势,供需基本平衡甚至供不应求的商品品种仍可能有反弹空间。因此,对于输入性压力依然要保持高度警惕,做好应对准备,增强政策协调性,从生产、供应、储备、销售、加工全链条增强防范市场异常波动风险的能力,以自身最大的确定性来应对外部市场不确定性。

宏观层面要保障政策连续性和稳定性,科学把握政策力度、节奏和重点,不搞“大水漫灌”强刺激。短期来讲,在宏观政策稳健有效的基础上,综合采取供需双向调节、加强市场监管、做好预期管理等一系列保供稳价措施,持续巩固和增强调控政策“组合拳”效果。中长期来讲,加快建设以人民币计价、结算的国际大宗商品期货市场,形成境内外交易者共同参与、共同认可、具有广泛代表性的期货价格,提升重要大宗商品

主持人:全球大宗商品价格持续波动背景下,我国物价整体表现如何?大宗商品价格波动对我国经济有何影响?

尹振涛(中国社会科学院金融研究所金融科技研究室主任):虽然前期受大宗商品价格大幅波动及海外通胀高压冲击的影响,但2022年上半年我国物价运行总体平稳。据国家统计局数据,6月份CPI同比上涨2.5%,PPI同比上涨6.1%。1月份至6月份平均,CPI同比上涨1.7%。同时国家统计局发布31省份上半年CPI数据,均低于3%。

从最新数据看,2022年10月份CPI同比上涨2.1%,环比上涨0.1%,核心CPI同比上涨0.6%。从结构上看,CPI上涨主要由食品价格带动,其中猪肉价格上涨51.8%,在猪肉价格上涨带动下,鸡蛋和禽肉价格分别上涨12.7%和8.3%,但其他物价涨幅大多出现回落。可见,大宗商品价格大幅波动事实上并未对我国物价特别是通胀产生较大影响,对经济的影响是有限的、可控的,当然我们也要做好准确预估和充分准备。

第一,我国经济潜力足、韧性强、回旋空间大、政策工具多,外部因素很难在短期内撼动物价基本面。从宏观角度看,目前我国拥有41个工业大类、207个工业中类、666个工业小类,是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家。产业门类齐全,基础设施完善,各个行业中下游产业形成聚合优势。同时,我国又有充足的宏观政策空间,加之强大的国内市场支撑,经济发展具备足够的韧性、潜力,工农业产能充足、供给充裕,为物价平稳运行奠定了坚实基础。从微观角度看,大宗商品价格向终端消费品价格传导较为间接。我国工业体系庞大、产业链长,工业消费品市场竞争激烈,上游成本向下游传导效应逐步减弱。

第二,本轮大宗商品价格波动呈双向性,没有体现出一边倒趋势,也不具备长期涨价基础。事实上,从2021年以来,随着疫情短暂缓解,大宗商品价格一直处于上升通道。2022年初俄乌冲突爆发进一步推高了全球大宗商品价格,特别是能源、粮食等价格再创新高,超出市场预期。但本轮大宗商品价格普涨,是短期供需关系变化、流动性充裕以及投机炒作等多因素交织的结果,目前供需两端并未出现整体性、趋势性变化,价格不具备长期上涨的基础。2022年下半年以来,国际大宗商品价格普遍出现回落。考虑到下半年全球经济增长放缓,国际原油价格大概率趋于回落,其他大宗商品价格很难触及新高。

第三,我国物价计量有其自身特点,不易受海外大宗商品价格影响。从微观角度看,受经济结构影响,CPI中食品和服务类价格占比较高,而这些领域价格受国际因素影响较小。同时,我国粮食产量高、供应稳、储备足,工业消费品供给能力较强,服务业供给数量和质量也不断提升,不具备价格大幅上涨的基础。从宏观角度看,随着经济复苏步伐加快,供需协调性持续增强,积极因素继续增多,为物价平稳运行提供了坚实基础。

第四,大宗商品价格暴涨短期拉高PPI,但PPI向CPI的传导关系明显变弱。我国是大宗商品主要进口国,从进口量和进口依存度看,影响PPI的主要是原油、铁矿石和铜,其中原油下游产业链较长,还会影响化工品价格,因此大宗商品价格暴涨短期对PPI影响最大。不过,2022年以来,PPI同比涨幅已逐月回落。目前国内消费类商品在供给端总体上呈现过剩状态,市场竞争激烈,终端产品涨价空间有限,加之疫情影响,企业很难将上游原材料价格上涨的全部成本完全转嫁给终端消费者。

随着美联储加快收紧货币政策,欧洲央行开启加息进程,全球经济增速放缓会使总需求降温,国际大宗商品价格持续上行动力有限,我国物价总体水平仍将保持平稳态势。但当前国际环境依然复杂,疫情防控压力仍存、部分行业恢复较慢等问题,需要我们密切关注国内外大宗商品价格走势和物价形势变化,找出化解阻碍经济有效运转的堵点和实体经济稳健发展的痛点。特别是中下游制造业聚集着大量民营企业,成本加大、需求不足是当前许多企业面临的突出困难,大宗商品价格上涨将对企业利润形成挤压,经营风险也随之上升,也会逐步传导至其他微观主体。在继续统筹疫情防控和经济社会发展的同时,要积极扩大有效需求,加强原材料等市场调节,并采取有针对性的结构性政策,为企业纾困减压。

以自身最大确定性应对外部不确定性

的价格影响力,健全相应制度规则体系,更好服务实体经济高质量发展,引导企业规范运用衍生品工具对冲风险。

应对国际大宗商品大幅波动导致的输入性风险,关键是强调开源节流,稳步提升重要大宗商品供应保障能力。一方面,全力以赴稳定生产。科学统筹推进疫情防控和经济社会发展,维护产业链供应链稳定运行,做好跟踪保障,健全保通保畅长效机制。做深做细针对重要大宗商品供应链的保链、稳链、强链和补链工作。就粮食而言,要稳定和增加主产区自给率,确保产销平衡区基本自给,推进安全产业带建设,全力稳定粮食播种面积和产量。就能源而言,要优化发展布局,提升产业链现代化水平,增强供应链韧性和安全性,加快绿色低碳转型。尤其是通过科技赋能,加大常规能源勘探及深海和页岩油气开发力度,拓展国内矿石利用效率,增大再生资源回收利用水平,提升供应链韧性和抗冲击能力。另一方面,落实全面节约战略。抑制粗放生产的过度浪费,打通资源循环利用的堵点,加快建设再生资源循环利用体系。引导供需双侧主体增强节约意识和行动,强化粮食和能源企业集约与循环利用资源的主体责任;倡导绿色低碳消费方式,反对餐饮浪费,厉行节约电能。

确保产业链供应链稳定,确保粮食稳产和能源稳定供应,还要从以下几方面加强体制机制建设。一是密切跟踪、监测和预警重点大宗商品市场动向和价格走势。加强全

球市场波动性监测,尤其是对国际原油、天然气、粮食、黑色和有色金属等价格出现异常波动的预警力度,为分类施策和精准调控奠定基础。重点研判全球经济恢复、流动性转向国际主要期货和现货市场供求结构的影响,密切关注极端事件对资源供给的冲击程度,及时发现对我国不利的苗头性和倾向性问题,强化对重要大宗商品供给可能发生中断的风险警示。

二是完善大宗工业品储备调节和进口调节机制。加快建设中央和地方储备,商业库存互为补充的多层次储备体系,利用市场化机制引导社会资本参与储备设施建设、运营和维护。特别是增强能源关键品类物资储备和调节能力,优化产能协同保障和区域布局,与实物储备形成衔接有序、梯次支撑的保障合力。与此同时,多措并举拓宽进口来源,降低对单一来源国的依赖,提升海外生产能力和控制能力,有效补充和调剂国内市场供应。针对重点品种“一品一策”制定储备或进出口调节方案,完善应急处置机制。

三是强化市场监管公平统一,常态化开展大宗商品期货和现货联动监管。排查投机性资金进入相关市场引发的风险和隐患,防范输入性风险经由大宗商品市场向其他市场传导。强化穿透式监管,加强信息披露与核查,严控各类内幕交易,消除风险隐患。规范大宗商品价格指数发布和运行,严厉查处滥用市场支配地位加剧价格异常波动的行为,打击串通涨价、哄抬物价、囤积居奇等不正当竞争行为,保持物价水平基本稳定。