

熊市思维与熊市策略

广发期货投资研究 刘清力

不论信心如何坚定，商品熊市早在4~5个月前已经到来。早看到这一点的投资者也最早获利。其实，如果不是美国金融机构一个接一个出问题，不是雷曼兄弟“身故”，可能熊市还在漫漫途中。问题也会局限于需求放缓、库存增加、产能过剩，也就只是供求的问题，下跌将会是缓慢的，企业也能根据价格信息调整生产。但现在金融危机导致了经济危机，连中国也开始饱尝放缓之痛，熊市从远处的山峰突然来到近前。的确，危机下只有熊市。

“商品之王”原油，从7月份148美元/桶急跌到眼下的50美元/桶，跌幅近2/3。伴随原价急速下跌的是其持仓量、成交量——也下降1/3。此外，日胶从352日元/kg急跌到133日元/kg，跌幅62%，持仓量则下跌40%；美豆从1600下跌到853，跌幅50%，持仓量也差不多跌去此数；美玉米跌价54%，持仓量萎缩43%；其他诸如美豆油、美粕、美麦、美糖、美燃油与伦铝、伦铅、伦锡等，都出现价量齐跌。不过伦铜、伦锌、伦镍则例外的价跌量升。综合来看，7月份来，海外商品期货市场持仓量总体减少，表现出资金撤离的痕迹。

金融危机最先冲击的是美国的信用体系，金融体系内产生大量亏损，顿时资本萎缩，资金不足，各个金融机构或倒闭，或回流资金应急，或降低杠杆，将主要金融产品，包括期货头寸平仓是自然的。急速撤离资金，自然不会平平静静。价量齐跌，且大幅下跌，也就出现。这种齐跌，也迅速摧毁了投资者信心，加速了下跌，并使市场规模进一步萎缩。

大宗商品，如原油等都处于生产链上游，是原材料的地位。7月前，商品尚在大幅上涨，下游上涨则没有那么快，这是成本传导滞后使然。由此上游企业可能早已利润下降，甚至亏损；7月后，价格大幅回落，低价却能挤压利润，如果原先库存较大，则这种下跌，会导致亏损扩大。

其次，信用体系仍在重建中。收缩信贷导致消费者消费能力下降，促使需求降低；同时消费信心也都受到冲击，消费意愿受挫，需求再降一成。这将导致产业链下游企业出现滞销、库存增加，供大于求的格局凸显，最终导致企业亏损。这种挤压也会通过产业链向上传导，不过有些滞后。

因此，金融危机使产能出现过剩、利润被挤压，产业链规模将会萎缩。现在主要制造业数据极差，三大汽车巨头在破产边缘挣扎，都是这种情况的反映。这种情况或多或少也会在国内出现，也是因为国外向国内传导的迟滞。

国内主要农产品，诸如小麦、玉米、棉花、白糖产量增加，需求增速放缓，将在2009年呈现供大于求的格局。小麦、玉米、棉花已经很大程度上依赖国家收储的调控。收储价与今年持平，甚至上涨，而后种植成本可能下降，这将激

发农民种植积极性，不利于产量随价格调节，在后几年可能继续增产。危机与供大于求，使农产品牛市终结，但国家政策支持，后期可能宽幅震荡。

采矿业可以作为经济形势的重要指标。近期与金属相关的需求数据相当不乐观，美国铜主要用于建筑业，可建筑业疲软是摆在眼前的；国内主要用于电缆，国内发电量环比发电量已经下降，电缆需求也不乐观。几乎每个矿种都受到影响——因中国建筑业明显放缓及12月份推迟采购规模，必和必拓全年铁矿石发货量至少下降5%，力拓则将铁矿石产量下调10%，淡水河谷此前也有类似的减幅；巴克莱数据显示，随汽车销量下降，关键材料钯价格更是较年中水平下降70%；美国铝业已将年产能下调15%，而全球半数以上的铝厂现已无利可图；钼价格过去一年下跌60%；锡产量占全球近四分之一的印度尼西亚炼锡企业已经停产。这些大型矿业企业，原先都受到中国需求的支撑，盈利不少，可现而今，中国需求下降使它们必须面临亏损与减产。

能源化工类商品是本轮下跌中跌幅最大的，主要是多数与原油密切相关，原油巨大的跌幅拖累这些商品下跌。其次，这些商品也同样存在产能大量过剩隐忧，危机导致这一点显现出来。

目前已经是商品熊市，这一点必须清晰认识。熊市就应该以熊市思维操作，投资的主体方向应该是放空。我们不能预测后期还有否大型企业破产，或者危机进一步恶化，也不能详细知晓那里是真实的熊市底部，这与预测牛市顶部一样困难，只有一点不同，至少不会一文不值。在经济好转前，部分商品也会出现熊市反弹，但指望较大反弹不太现实。在熊市中抓上涨恐怕比较困难与危险，但抓下跌则相对容易与安全。空仓在手、管理好资金，不定时可能遭遇一次预想不到的下跌而获利，相比之下，反弹却始终高度有限，对多数商品而言，反弹倒是放空的机会。

即便经济好转，商品也可能落后于股票等金融产品的上涨。因为大宗商品都处于产业链上游，经济好转，产业链恢复，需要较长时间才能传导到上游商品上。由此，熊市的离去还有很长一段时间。