

供给侧施“平衡术” 大宗商品过剩怪圈待破

□本报记者 官平



一手去库存、化解过剩产能，一手培育新供给、新消费，中国供给侧改革逐步发力。随着中国经济增速放缓，一些传统产业产能过剩、需求不足的状况愈发严重，铁矿石、焦煤、焦炭、螺纹钢、铜等大宗商品价格遭遇“暴跌”。作为国际大宗商品市场“风向标”的波罗的海干散货指数(BDI)近期刷新近30年低点。

业内人士表示，一方面大宗商品价格受强势美元压制，另一方面中国需求下降，提出推进供给侧改革，或通过市场手段化解过剩产能。短期看，国际大宗商品市场仍面临下跌压力，但长期看，中国推进供给侧改革将有助于修复钢铁、有色金属等大宗商品失衡的供需关系。

大宗商品市场“雪崩”

受美联储12月加息预期的影响，美元指数在11月23日“摸百”，全球大宗商品则惨遭“血洗”。截至11月23日，伦敦金属交易所(LME)镍价下跌至每吨8205美元，为2003年7月以来最低，镍是LME今年表现最差的金属，自今年1月以来已累计下跌46%。此外，铜铝铅锌四个基本金属价格均创出数年新低。

原油作为大宗商品市场的龙头品种之一，也未能幸免。由于担忧全球供应过剩与需求不足，纽约商品交易所NYMEX原油期货在近日一度跌破每桶40美元，创近6年新低。

从国内商品期货市场来看，多数黑色及有色金属期货品种遭到重创。今年11月以来，沪镍期货价格累计下跌超过15%，创上市以来新低，同期沪铜期货累计下跌逾13%，创2009年5月以来新低；此外，包括铝、铅、锌均出现较大幅度下跌，螺纹钢期货亦创上市以来新低。

供需失衡是“病根子”

之所以跌跌不休，大宗商品市场“久熊不牛”的“病根子”在于供需失衡。

以煤炭为例，当前，煤炭行业正处“寒冬”，上游产能过剩、下游需求不旺，低价格、高库存形成了恶性循环，全行业持续亏损。中国煤炭工业协会副会长梁敦仕表示，煤炭行业下行已持续了三年多，特别是今年以来供求矛盾愈加突出，价格下滑、效益下降、亏损面扩大，形势更加严峻。

中国煤炭工业协会的数据显示，虽然煤炭产量持续下降，但消费下降更为明显。今年前10个月全国煤炭产量30.45亿吨，同比减少1.14亿吨，下降3.6%，而前10个月全国煤炭消费约32.3亿吨，同比减少1.6亿吨，下降4.7%（10月当月下降5%）。

在供需失衡背景下，11月中旬，秦皇岛港5500大卡市场价格煤平仓价相比2011年的高点下降了58%，炼焦煤价格比年初下降约200元/吨。目前煤炭价格已跌回2004年末水平。

东吴期货研究所所长姜兴春指出，目前大宗商品原材料价

格暴跌是“三重利空”叠加的结果：一重利空是当前大宗商品需求不足，去产能、去库存化导致中间贸易环节和终端消费环节低库存，价格下跌过程中缺少蓄水池作用；二重利空是以上商品处在季节性消费淡季，企业本身消费需求下降较多；三重利空是美联储加息时点临近，导致主要出口国货币进一步贬值，增强有色、铁矿石以及农产品出口竞争力。此外，中国需求下降，大量低价进口商品冲击市场，价格暴跌就是对未来需求不乐观的反映。

长期以来，出口、投资、消费一直被作为我国经济发展的“三驾马车”，更确切的说，我国经济增长的主要动力来源于投资和净出口，“三驾马车”中的消费需求始终是短板。

“尽管煤炭、钢材、有色金属均出现了大幅下跌，有些行业甚至亏损面较大，但从目前看，这些行业都与基础建设、房地产投资有关。”格林大华期货研发总监李永民表示，由于经济增长方式已经开始转变，政府不再把增加投资作为刺激经济的主要手段，加上过去房地产过剩，未来一段时间供求关系不能对市场信心起到明显提振作用。因此，传统产业商品价格下跌在情理之中。

供给侧改革加快去产能

近日中央财经领导小组第十一次会议提出，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革。业内人士认为，这一表述引发各界广泛关注，也释放出“十三五”中国经济转型发展的新信号。

李永民认为，供给侧改革主要是通过提高全要素劳动生产率，调整传统经济结构来实现。由于传统产业产能过剩严重，供给侧改革将改变过去以增加生产要素数量刺激经济的传统做法。

“供给侧改革就是提升效率、加快转型，让过剩产能和行业退出市场。在这种格局下，像玻璃行业很多企业已经破产、倒闭，新的供需平衡有望形成，对价格企稳有促进作用。”姜兴春说，但是有色、钢铁甚至煤炭，有效产能并未“出清”，行业整合尚处在初级或者中间阶段。只有通过价格大幅下跌，逼迫更多企业关停并转，才会形成真正的底部区域。应该说，这种供需失衡关系的修复是长期的，目前会加剧大宗商品价格下跌。

中大期货副总经理景川对中国证券报记者表示，中央提出供给侧改革，体现出对经济结构调整的思路发生改变，实施供给侧改革表明直接干预产能过剩行业的规模扩张，压缩现有产能，在消费没有转好的情况下实现资源的有效配置。从这个思路上看，未来供给过剩的状况可能会发生改变，这在一定程度上能缓解目前供需两端挤压价格的现象。可以预见，供需失衡情况修复会导致市场价格重新定位。

景川认为，目前对价格构成打压的是供给两端的结果，而过去在消费以及投资方面所做的努力，由于同时新增了更多的产

能而没有奏效。因此在目前情况下，从供给端入手，减少过程的供给会令供需失衡的状况有所转变。显然，从供给侧进行改革遏制了之前投资拉动产能扩张的恶性循环，至少会令两端挤压转变为一端放松，这样来大宗商品的压力则有所减轻，对商品的重新定位有利。

刘心田也表示，供给侧改革毫无疑问是个利好，是将目前国内粗放型的供给、需求变为精细化、科学化的一种手段。但有两点不可忽视，一是，供给侧改革不会一蹴而就，而是长期的，所以其利好可能是“挤牙膏式”的，对于目前洪水猛兽般的市场暴跌还不能起到防洪堤的作用；二是，供给侧改革实际上是中国经济结构调整升级的一个过程，有些工作已经开展过一段时间了，影响改革进程的因素很多。现在市场的走跌不是坏事，有助于推动改革，正所谓“不破不立”。

一直以来，由于中国是大宗商品市场全球最大买家，“中国因素”在全球大宗商品市场扮演重要角色。业内人士表示，随着中国经济增长方式转变，中国需求对全球经济的拉动作用肯定有所减弱。

“在中国需求下降同时，全球暂时找不到一个国家在进口贸易和消费需求方面代替中国，反而提升了中国的影响力，增强了中国对相关商品的定价权。”姜兴春预计，国际大宗商品价格未来几年仍将低位波动甚至重心进一步下移，中国经济改革面临的外部环境会转好，主要大宗商品价格低位整理，国内对通胀担忧会消除。

部分券商认为

供给侧改革或推升新兴产业投资

□本报记者 朱茵

供给侧改革预期或对资本市场产生重大影响，宏观政策的推进是中国经济转型增长的唯一出路。分析人士认为，供给侧改革的提法对投资者未来的预期影响较大，但长期经济转型和短期保增长的矛盾还将存在，如何在新旧经济转换之间掘金值得关注。部分机构认为，供给侧改革会释放新兴产业供给端活力，加大新兴产业投资。

推动经济内生增长

银河证券宏观研究团队表示，近期高层多次提到供给侧改革的概念，并指出要解决经济深层次问题，单纯靠货币刺激政策是不够的，必须下决心在推进经济结构性改革方面做更大努力，使供给体系更适应需求结构的变化。当前国内在需求端的刺激仍在持续，但收效不佳，适时推动供给侧结构性改革是回归本质之举。在要素重估阶段，高质量要素能够参与到更高端的分工，获得更高收入，从而形成消费能力。这一良性循环的形成是中国实现经济内生增长的必由之路。在政策层面上这一转变对未来经济增长将非常关键。

申银万国证券宏观研究团队表示，从中国经济转型和长期增长的角度来看，供给侧管理的重要性将开始显现。以“十三五”建议发布为标志，宏观政策的重点将转向供给管理。

广发证券也表示，供给侧改革可能是解决中国经济中长期问题的唯一出路。监管层对经济的调控思路主要是采用需求端调控，当经济比较疲弱时，往往通过加大基建投资、放开地产销售限制、鼓励汽车家电消费等方式去刺激需求。但本轮中国经济回落周期中，由于国内传统需求市场已经面临饱和，继续采用需求端刺激的方式已经很难起到明显的效果。因此，政府的经济调控思路转向了供给。

大力发展新兴产业

随着供给侧改革的推动，目前出现了两个难以调和的矛盾——长期供给改革和短期保增长的矛盾、大规模减税和国家债务的矛盾。广发证券、申银万国等证券研究机构表示，中国的供给侧改革需要产业结构进行由“重”到“轻”的转变，但当前产能过剩的重化工业对国民经济的支撑作用太强，过快出清容易导致经济增长断崖式下滑。

广发证券表示，对供给侧改革的理解就是要充分释放新兴行业的供给端活力，加大新兴产业投资。从某种程度上来说，只有看到传统行业出现明显的供给收缩信号时（比如大量生产线关停、员工下岗等），才能保证有充分的资源（社会资金、财政扶持、劳动力

等）从传统行业流向新兴产业，同时传统行业也会因为供给端的收缩而实现供需结构的优化。但现在实施起来的难度在于，传统行业对国民经济的影响力实在太大。在社会总投资中，制造业投资占了33%，而在制造业投资中，代表传统产业的重化工业又占了64%。供给侧改革的精髓是减税，减税的背后是财政赤字大幅增加。解决办法是大规模发行国债，但这需要相当大的债券市场容纳空间，须配合人民币国际化和国家实力的提升，这是一个长期且充满反复的过程，短期内难以实现。

申万认为，中国正在迎来供给革命，这和西方供给学派主张的共同点是让市场在资源配置中发挥更大的作用，不同点在于：相比于发达经济体，中国的制度更不完善，更能够通过财税改革、金融改革、国企改革、价格改革、破除垄断、简政放权等改革释放制度红利；在市场并不完善的情况下，如何界定政府和市场的边界，既要发挥市场的资源配置作用，又要避免市场出清对经济产生太大的冲击，既要市场化出清，又要守住经济和金融不发生系统性风险的底线显得更加困难。这决定了需求管理政策并不会淡出，也决定了短期稳定和长期经济发展目标之间可能会存在冲突和反复。

关注三大发展方向

申万宏源证券宏观研究团队提出，供给侧改革主要是针对旧经济和旧体制。新经济的供给革命主要体现为如何创造有效供给，来匹配没有很好被满足的需求和潜在需求。新经济需要的是友好的创业环境和制度环境，不断推广的负面清单制度、一些传统国有领域对民间资本的开放、军民融合、商事制度改革、知识产权的保护、多层次资本市场的建设等都有助于新经济的发展。但新经济最终来自于日新月异的多样化需求、科技革命带来的技术创新以及一批企业家的兴起。从这些决定因素出发，申万宏源重点看好三个方向：一是服务型消费，二是智能制造和大数据，三是泛资产管理。

新旧经济的巨大差别决定了从不同的视角评判中国经济会有巨大的差异，应从多角度对中国经济进行分析。申万认为，分析经济总量应该看旧经济，分析经济活力应看新经济。由于旧经济是中国经济的主体，仍然面临着调整的压力，这决定了中国经济增长继续承压，未来的财政和货币政策仍以宽松为主。减税、扩大赤字率、扩大债务置换、专项金融债、“双降”都可以预期，人民币汇率也会面临贬值压力。分析经济活力，更应该看新经济，人们过上幸福生活的诉求，不断下降的资金价格，以及越来越多的现代企业家搭起的新经济使未来并不悲观。

信用债风险料加速暴露

□本报记者 王辉

近期有关加强供给侧结构性改革、促进过剩产能有效化解以及货币政策不能妨碍市场有效出清的政策基调正成为各方关注的焦点。分析人士指出，供给侧改革将对产能过剩行业和相关企业带来直接冲击，特别是可能体现在债务风险更多、更快的暴露。

对于信用债市场而言，重点行业及发债主体的“排雷”，将成为信用债投资领域的第一主题。

市场出清有望加速

市场各方普遍认为，宏观调控从“需求侧”迈向“供给侧”的政策目标就是出清旧产能，温和去杠杆，进而通过推动创新提高全要素生产率，创造新需求。而这些新的改革思路，表明政府对部分产业领域的产能过剩、僵尸企业容忍度显著下降。

在经济结构调整过程中，去库存及过剩产能的有效化解，相关的产业优化重组，势必导致市场出清加速。仅从企业融资的角度而言，由于以往货币政策持续宽松，各类企业通过贷款、发债等渠道进行融资的难度较低。在新的政策环境下，随着供给侧改革的推进，相关金融和融资政策或将出现鲜明的结构性收紧。这将迫使长期低效率甚至无效率的企业主体借新还旧难以为继，不得不退出市场。

对此，申万宏源近日发表研究观点指出，高层提出供给侧改革，意味着未来除非触及失业和金融风险的底线，否则政府不会再像以前一样进行大规模的逆周期刺激，而更注重释放经济活力。整体而言，当前的政策含义，就意味着信用事件的加速暴露。

警惕僵尸企业风险

在信用债市场具体违约风险方面，机