

新一轮区域工业化转移 带动大宗商品周期上行

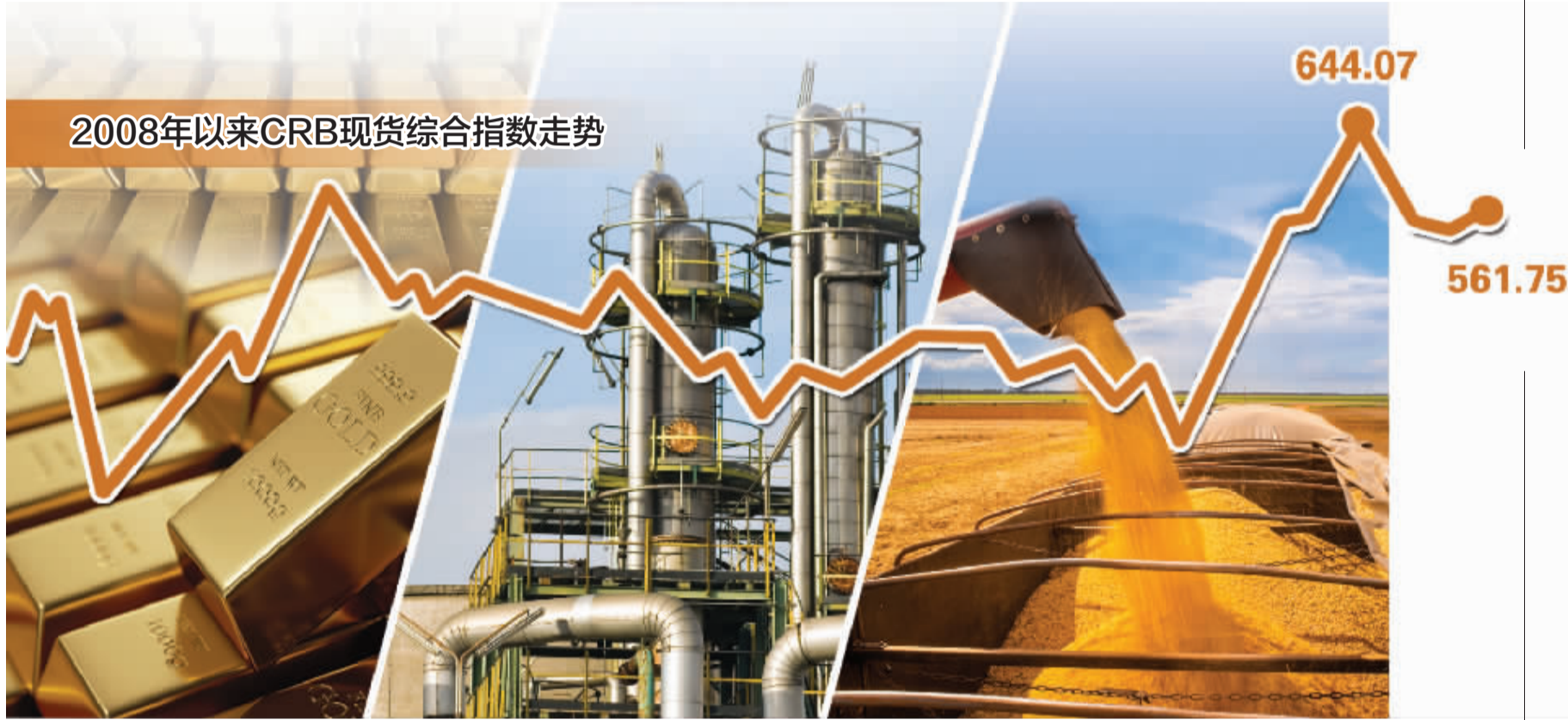
● 中国银河证券研究院副院长 解学成
中国银河证券研究院研究员 聂天奇

自2008年金融危机后,大宗商品价格经历长达十几年的下行周期,直至2020年席卷全球的新冠肺炎疫情使得大宗商品价格触底回升,CRB现货综合指数从2020年初的400点附近一路飙升至2022年5月的阶段性高点644.07点,至今仍然在560点附近,累计涨幅约40%。至此引发市场对新一轮大宗商品周期的关注,并对未来周期走势产生一定分歧。

目前大多数研究认为,大宗商品价格与经济周期、金融周期都具有高度相关性,且存在互为因果的关系。笔者侧重于从区域工业化视角分析大宗商品价格周期,并以此研判未来的周期趋势。

1900年以来,全球主要经历四次大宗商品长周期,分别对应历史上几次大规模区域工业化建设。当前,逆全球化下的“近岸化、优岸化”产业链重构,正在通过新一轮区域工业化转移带动大宗商品周期上行。从当前共建“一带一路”的进度来看,未来区域工业化建设需求仍然具有较大潜力,尤其是我国西部地区、印度和越南。同时,逆全球化下的全球关键矿产竞争还将长期影响部分大宗商品供给,从供需两端对大宗商品价格产生影响。

2008年以来CRB现货综合指数走势



数据来源/Wind 视觉中国图片 制图/杨红

大宗商品经历四次超级周期

自1900年至2022年的122年时间里,基本每30年大宗商品价格就会出现一个阶段性高点,大宗商品价格经历四次长期波动,并在波动中出现一定分化。较为显著的是能源、贵金属及金属矿产价格涨幅,以1900年为原点计算,累计涨幅分别为355.98%、142.23%、22.28%。食品价格在农业实现现代化生产后逐渐走低,谷物价格累计增长为-57.42%,肉类价格仅增长5.01%。此外,自1971年布雷顿森林体系解体后,取而代之的“石油-美元体系”显著提高了大宗商品的波动幅度,尤其是能源及贵金属价格。

商品价格由供需决定,导致大宗商品价格周期的本质逻辑是:新经济增长点引发的需求冲击与供给端产能提升的相对滞后导致价格波动。对大宗商品超级周期进行滤波处理(剔除长期趋势及短期波动)后发现,一个完整的大宗商品周期长度普遍在30年左右,而一轮价格上涨的持续时间往往在15至16年,此后在供给达到峰值后价格进入持续下降区间。是什么因素导致长达15年左右的需求上升?

笔者认为,任何单一产业崛起引起的原材料需求往往是短期的,而大宗商品价格在长周期中的持续上升显然需要规模巨大且持续的需求提升。比如,区域范围内的大规模工业化进程,即某一国家或地区在由农业社会转型为工业社会时,需要投入大规模城镇化建设。这一过程将带动从住宅、基建、厂房所需的钢铁、水泥,到家具、家电、纺织所需的石化类、金属类需求持续提升。例如,美国的城镇化建设、二战后重建、亚洲四小龙及中国的工业化崛起,均符合上述拉动大宗商品价格的持续需求,也与历史上四次超级大宗商品周期吻合。

从全球矿产的供给端来看,产能达峰的时间也基本支持上述逻辑,根据国际能源署的数据,金属矿从勘探发现到投产所需时间平均约16年。在下游需求迅速增长,上游原材料产能缓慢提升时,将引起大宗商品价格的持续上升。此外,地缘政治冲突因素也将从供需两端推高大宗商品价格。两次世界大战前夕也均处于前两次大宗商品超级周期的起点,之后全球范围内的热战转向以局部代理战争,以经济、军事对抗的冷战以及以金融狙击为主要手段的货币战为主要形势,也分别推高了大宗商品价格。因此,将重要历史事件及大宗商品价格变化趋势相结合,可以发现,国际政治集团对抗、局部热战、工业化转移几乎是每一轮大宗商品超级周期开启的重要因素。

新一轮大规模工业化转移正在发生

在每一轮超级周期回落到底部后,往往伴随另一个区域工业化的出现引领新一轮超级周期,为什么区域工业化转移会在全球范围内接替发生?

理解这一问题需要抛开经济的短期波动,从世界主要国家经济和政治发展历史中寻找答案。根据库兹涅茨的现代经济增长理论中的倒U曲线来看,伴随农业社会向工业社会转型,居民收入差距不断上升,大量生产向大量消费过渡时,会达到贫富差距的峰值。在产业转型过程中,先进国家的工业化及城镇化会使资本在原始积累下趋于充裕、产能逐步过剩、劳动力价格上涨、企业利润率下降。此时,过剩产能需要向低成本国家转移,过剩产能也需要通过出口消化。在资本和产能寻找低成本国家的

过程中,低成本跟随国将逐步进入工业化,逐步消化先进国家的过剩产能,同时其生产的低价商品有助于降低先进国家的物价水平,提升先进国家居民的实际购买力。

从十九世纪末英国的产能饱和和出现开始,制造业开始向欧洲大陆和美国转移,承接产业转移的美国开启工业化进程,并通过两次世界大战的“韬光养晦”成为世界第一大经济体。此后伴随美国进入后工业化时期,开始将部分制造业转移至亚洲国家,带动了亚洲四小龙及中国经济崛起。过去国家间工业化转移的周期规律显示,随着地区工业化进程加速,在经济高速增长中产生的过剩产能需要向外转移,以拓展市场,降低生产成本。过去中美两国经济的发展历程也

较好阐释了上述理论。中国加入WTO后进入快速工业化和城镇化时期,通过廉价的劳动力成本,在美国居民实际可支配收入没有大幅增长的情况下,提高了其中低收入居民的实际购买力。同时,大量贸易顺差形成的美元又通过投资美债的方式回流美国,支撑了过去美国经济的长期低利率、低增长、低通胀“三低”现象。当前中国正在经历由加工出口型经济向消费型经济转型,部分过剩产能也面临对外转移需求。而美国的深度消费型经济正逐步面临产业“空心化”,后工业化时代的美国需要“制造业回流”以重新支持美国经济。在两个经济大国同时面临产业结构转型之际,全球范围内的新一轮大规模工业化转移也正在发生。

共建“一带一路”按下“加速键”

从当前全球经济格局来看,未来最具备大规模工业化和城镇化基础建设的地区应处在“一带一路”沿线的亚洲地区,该地区的工业化及基础设施建设进程或将按下“加速键”。

2021年以来,美国持续推动制造业回流,但目前来看,美国本土制造业的回流效果并不显著。2022年以来,美国ADP制造业就业人数占非农就业人数比重延续下滑态势,2023年5月相比2022年初下降0.2个百分点,主要还是因为美国高昂的经营成本。相较于美国本土的制造业回流,美国对其他国家的产成品进口额大幅提升,主要包括墨西哥及亚洲地区。

从出口结构来看,伴随我国人口增长拐点到来,低劳动力成本时代成为历史,人才红利将逐步替代人口红利,同时,“双碳”目标的约束也使高污染企业面临产业转移。自2018年开始,部分中国企业逐步向周边更低劳动成本地区转移,极大促进了周边

地区的区域工业化。

同时,共建“一带一路”有望拉动沿线国家及中国西部地区的规模基础设施建设投资。“一带一路”沿线所涉及的国家和地区近65个,总人口约44亿,劳动力充足,且工业化发展空间巨大。世界银行数据显示,“一带一路”沿线国家人口抚养比(非劳动年龄人口数与劳动年龄人口数之比)均值低于50%,其中南亚国家仅为44.7%,中东欧国家为47.7%,远低于54.2%的世界平均水平,人口红利显著。此外,其基础设施建设需求巨大,“一带一路”沿线国家(不含中国)的铁路总里程约32万公里,平均密度为8米/平方公里,低于中国的12米/平方公里,远低于日本和美国的62米/平方公里、23米/平方公里。人均年用电量不足1700千瓦时,低于3125千瓦时的全球平均水平。根据亚洲开发银行测算,2017年至2030年亚洲基础设施投资需求或将高达26万亿美元,平均每年为2.5万亿美元。

较好阐释了上述理论。中国加入WTO后进入快速工业化和城镇化时期,通过廉价的劳动力成本,在美国居民实际可支配收入没有大幅增长的情况下,提高了其中低收入居民的实际购买力。同时,大量贸易顺差形成的美元又通过投资美债的方式回流美国,支撑了过去美国经济的长期低利率、低增长、低通胀“三低”现象。当前中国正在经历由加工出口型经济向消费型经济转型,部分过剩产能也面临对外转移需求。而美国的深度消费型经济正逐步面临产业“空心化”,后工业化时代的美国需要“制造业回流”以重新支持美国经济。在两个经济大国同时面临产业结构转型之际,全球范围内的新一轮大规模工业化转移也正在发生。

共建“一带一路”的推动与实施,直接涉及大量的基础设施建设项目,且主要集中于制造业及建筑业。基于“一带一路”沿线国家的庞大基建及基础工业建设需求,近年来我国已与沿线国家签订一系列投资项目合同。根据商务部等部门联合发布的《2021年度中国对外直接投资统计公报》数据,2021年我国对“一带一路”沿线国家的投资中,制造业占比为39%。2022年“一带一路”沿线国家承包工程额达1162.60亿美元,占我国对外承包工程总额的51.2%。

此外,过去我国外向型经济建设以东部沿海地区的海上贸易渠道为主,近年来沿海地区基础设施建设已相对完善,而共建“一带一路”及西部陆上交通要道的打通,将继续拉动过去投资欠缺的西部地区基建投资,打开中国对外贸易的“西大门”。

国际资源竞争扰动大宗商品供给

以上地区的工业化及基础设施建设,在未来较长时间内将持续拉动大宗商品需求。同时,逆全球化趋势下,各国对关键矿产的限制性政策还将影响部分大宗商品供给格局。

国际政治集团对抗是大宗商品周期的重要影响因素。美苏冷战期间,双方囤积大量储备矿产,导致大宗商品价格自二十世纪六十年代开始持续上涨。当前,各国针对关键矿产、战略性资源制定了一系列政策。

自2020年以来,以智利、秘鲁、阿根廷、澳大利亚等为代表的资源大国不断出台政策限制矿产出口,外资参与及境外冶炼,推进矿产资源的国有化,这使矿产资源的逆全球化趋势进一步加剧。全球关键矿产的竞争正在解构过去的“矿产资源全球化”格局,推高全球资源的加工生产成本,可能导致部分关键资源供给受阻,且不排除伴随竞争进一步加剧而导致战略性超量储备需求。

综上所述,笔者认为大宗商品长期价格趋势与区域工业化密切相关,且由于政治及经济发展规律,区域工业化在全球范围内接替发生。当前,新一轮区域工业化转移将在亚洲及“一带一路”沿线区域引领大宗商品需求持续上升。同时,逆全球化下的关键资源竞争也可能导致全球大宗商品供给受阻,需求端及供给端同时发生的结构性变化,将推动新一轮大宗商品长期周期持续上行。

沪深北交易所:扎实做好特定短线交易配套自律监管规则制定工作

● 本报记者 吴科任 黄灵灵 黄一灵

7月21日,证监会就《关于完善特定短线交易监管的若干规定(征求意见稿)》向社会公开征求意见。同日,上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所表示,将按照证监会统一部署,认真做好相关特定短线交易自律监管规则制定工作。

“一直以来,在证监会的指导下,上交所特定短线交易监管中始终坚持市场化、法治化方向,兼顾公平和效率。”上交所相关负责人表示,《证券法》第44条对特定短线交易制度作了原则性规定,实践中,市场各方对于特定短线交易制度的适用主体范围、涉及证券范围、收益计算标准等事项存在一些疑问。《规定》将监管实践中成熟有效的经验做法提炼形成规则,及时回应市场关切,有利于规范特定投资者短线交易监管,稳定投资者预期。同时,《规定》明确境内外特定投资者适用短线交易制度的标准,明晰豁免适用短线交易的情形,有利于提升交易便利性,进一步增强A股市场吸引力,助力资本市场对外开放。

深交所相关负责人表示,特定短线交易制度自设立以来,有力维护了资本市场秩序,有效保障了投资者公平、公正参与交易,但也存在亟待解决的问题和难点。系统构建特定短线交易制度正当其时,有利于规范特定短线交易监管,稳定市场预期,增强国际投资者信心,推动资本市场进一步深化改革开放。《规定》归纳总结监管实践中成熟有效的经验做法,明确特定短线交易行为的适用主体、买卖标的、买卖行为和买卖时点等关键构成要件,将不存在内幕交易风险、有利于降低市场成本的行为纳入特定短线交易豁免情形,确定境内外机构适用标准,对境内外投资者一视同仁,同时完善特定短线交易制度监督管理职能。

北交所相关负责人表示,《规定》聚焦监管实践中存在的重点难点问题,积极回应市场关切,充分尊重司法实践,总结了日常监管中成熟有效的实践做法,补齐了特定短线交易制度短板,具有重要的现实意义。一是增强了交易的可预期性,《规定》对持股5%以上股东、董监高等特定投资者的短期交易行为提供了清晰的规则指引,进一步明确了合规交易要求,有利于减少、避免违规行为发生。二是增强了交易的便利性,《规定》明确了特定短线交易制度的豁免情形,特别是对做市商交易等进行豁免,有利于促进相关业务发展,激发市场活力。三是增强了市场的稳定性,《规定》坚持内外一致的原则,进一步明确了境内外投资者持股计算方式等要求,消除了市场分歧,有利于统一市场各方认识,维护市场交易稳定。

完善特定短线交易监管

机构人士:A股市场吸引力将提升

● 本报记者 吴玉华

7月21日,证监会就《关于完善特定短线交易监管的若干规定(征求意见稿)》向社会公开征求意见。机构人士表示,《规定》的出台将有利于规范特定投资者短线交易监管,稳定市场预期,改善交易便利性,提升A股市场吸引力,有利于促进资本市场对外开放,促进资本市场高质量发展。

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳表示,《规定》是对特定投资者短线交易的一个规范化文件。对普通投资者而言,文件的出台将有利于规范特定投资者短线交易监管,降低特定主体利用职权便利谋取私利、损害普通投资者的行为,投资者利益将更好得到保护;对证券市场而言,文件的出台将有效打击内幕交易行为,打造更加公平公开公正的市场投资环境。此外,文件按照内外一致原则,允许符合条件的境外公募基金可申请按产品计算持有证券数量,做到了一视同仁,将有助于资本市场进一步对外开放。

黑崎资本高级研究员曾盛表示,《规定》的出台旨在规范特定短线交易的监管。其中,重点包括特定投资者的适用范围、特定投资者持有证券的计算标准、适用的证券范围、买卖行为的界定以及豁免情形等。《规定》的出台有助于规范特定投资者进行短线交易的行为,稳定市场预期,改善交易便利性,提升A股市场的吸引力。同时,《规定》回应了外资诉求,按照内外一致的原则进行了制定,对符合条件的境外公募基金提供了便利,豁免了沪深港通机制下香港中央结算公司适用特定短线交易制度。有助于推动资本市场的对外开放,促进资本市场高质量发展。

上交所:鼓励民企发行科创债

● 本报记者 黄一灵

近日,上交所组织召开支持民营企业债券融资座谈会,充分听取民营企业对于进一步优化债券融资支持机制、引导金融资源精准支持民营企业发展的意见和建议。9家民营企业表示,公司(企业)债券市场是民营企业直接融资的重要渠道,有助于企业优化债务结构、拓宽融资渠道、提升资本市场形象。2018年以来,证监会和交易所推出了一系列民营企业债券融资支持政策,近期多家民营企业发行了公司债券或资产证券化产品,提振了民企债券发行信心。

证监会公司债券监管部有关负责人指出,民营经济是推动我国经济社会发展不可或缺的力量,成为创业就业的主要领域、技术创新的重要主体。要毫不动摇地支持、服务民营企业债券融资,引导民营企业在创新发展中用好科技创新公司债券、绿色公司债券、REITs等多种特色品种。要深化民营企业债券融资支持机制,切实做好民营企业债券“央地合作增信”常态化推进工作,着力提升民营经济、中小企业发行债券融资的可得性和便利性。同时要加强对投资者培育和市场化建设,积极维护良好民营企业市场生态,形成民营企业融资的良性循环。

中国证券报记者获悉,今年以来,上交所进一步加强民企融资服务,在精准服务支持重点企业、常态化债券路演、深化产业增信支持、加强做市等二级市场建设方面多管齐下,为民营企业债券发行注入新活力。今年前6个月,上交所民营企业债券申报规模同比增长109%,安踏体育等优质民营企业首次申报公司债,吉利集团、小米通讯、三一租赁、正泰集团、京东集团等多家优质民营企业在上交所成功发行公司债券、资产证券化或公募REITs产品实现融资,形成了良好示范效应。

上交所表示,下一步,将凝聚各方合力,着力推动扩大民企债券融资专项支持计划覆盖面,鼓励民企发行科创债,健全融资风险市场化分担机制等政策举措加快落地见效,助力民营经济高质量发展。