■ 大宗商品 站在2010展望2011(一)

充裕流动性是保障 商品向上趋势难改

编者按：2010年，主要商品价格走势经历了先弱势震荡、后单边上扬的走势。特别是下半年，随着欧债危机缓解及流动性有所释放，大宗商品迎来凌厉涨势，直至10月末以中国加息为代表的新兴市场国家紧缩政策重提，商品和股市才迎来调整。在即将到来的2011年，商品市场还有哪些投资机会？

□招商期货 王惠家 罗俊江

2010年，流动性推动全球商品市场整体上行。展望2011年，由于发达经济体的拖累，全球经济整体复苏仍将步履蹒跚；史无前例的超低利率水平和超宽松的货币环境继续存在；全球汇率和贸易领域将逐步形成一种不稳定的弱势均衡。

流动性推高整体价格

2010年，主要商品价格走势整体经历了先弱势震荡，后单边上扬走势。上半年经济数据方面显示全球经济企稳，但欧洲债务危机升温却吸引了市场大部分目光。美元因为危机升温而被动上涨；以铜、原油为代表的大宗商品价格维持弱势震荡格局；黄金由于避险魅力凸显而脱颖而出，随着危机的深化再次刷新历史高价。

进入下半年，随着欧债危机降温，以及全球紧缩政策缩水带来的流动性恢复，金融资产价格开始走出了一波凌厉上涨攻势，直至10月末以中国加息为代表的新兴市场国家紧缩政策重提，以及美国推行第二轮量化宽松政策的利多兑现，商品和股市才迎来调整。

2011年，发达经济体的去杠杆化进程仍将延续，内部复苏陷入困境；由于库存周期对许多新兴经济体的提振已经进入尾声，货币、财政政策组合的宽松度也在降低，加之发达经济体的拖累，我们预计全球经济体整体复苏仍将步履蹒跚。发达经济体为了保证经济环境不再度恶化乃至崩溃，仍将推行史无前例的超低利率水平和超宽松的货币环境。全球汇率和贸易领域将逐步形成一种不稳定的弱势均衡。

对于商品市场而言，发达经济体推行的极度宽松的货币政策，及其货币本身的贬值，是2011年最重要的主题；新兴国家的紧缩政策或会产生阶段性阻力，但难改总体向上趋势；发达经济体和新兴经济体的外部博弈也将是商品上行的利好。因此我们判断商品价格整体上仍将延续2010年下半年渐行渐高的走势，形成价格总体上涨与局部高企的格局。

旧增长引擎动力不足

展望2011年，不确定性较大的美、欧、日等发达经济体仍是全球经济能否企稳复苏的关键。考虑其经济结构，支出——主要表现为消费和投资，又是美、欧经济能否复苏的关键。而支出的能力，则是建立在收入能力的基础之上。但无论是政府、企业，还是个人，都面临收入能力下降的难题。这也就意味着发达经济体依靠内需的复苏难有起色。

相比而言，新兴市场国家在整体上并没有受到再次衰退的压力。不但经济数据呈现整体上升趋势，而且民间信贷增长更出现了全面的复苏，相比发达国家，新兴市场国家正以足够强劲的内部动力持续实现着更高的经济增长。

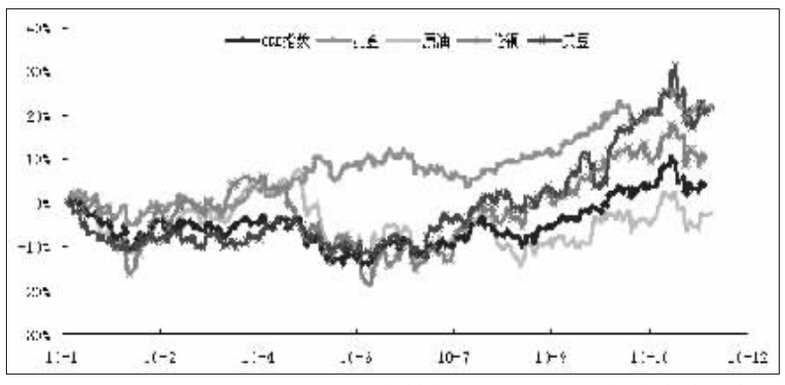
不过，对于2011年来说，由于全球库存周期对许多新兴经济体的提振已经进入阶段性尾声，货币、财政政策组合的宽松度也在降低，加之发达经济体的拖累，我们预计2011年全球经济整体复苏仍将步履蹒跚。

宽松政策副作用显现

首先，将发达经济体的货币推向贬值。一般而言，货币供给、名义利率和产出水平共同影响货币的供需，进而决定汇率变化。发达经济体中，货币超额供给和名义利率趋近于零已经显而易见。产出水平亦即产出回报率则可以由真实利率衡量，而在企业惨淡经营、就业一蹶不振情况下，发达经济体产出水平或者说真实利率同样十分低迷。

换句话说，由于名义利率和真实利率低下，发达经济体的货币无论是作为一种单纯的金融资产，还是作为发行国生产能力的象征，都是无利可图的，更何况这些货币还是大规模超额发行的。因此，尽管作为一种综合国力和信用的象征，如美元等货币在低烈度危机中或许能够短期受到追捧，但发达经济体货币整体弱势的格局在更长的时期内将是无可避免的。

2010年主要商品价格走势



资料来源：Bloomberg，招商期货研究所

2010年新兴市场普遍进入加息周期

加息时间	国家和地区	加息基点	加息时间	国家和地区	加息基点
3月4日	马来西亚	25	7月8日	马来西亚	25
3月19日	印度	25	7月9日	韩国	25
4月20日	印度	25	7月14日	泰国	25
4月28日	巴西	75	7月28日	印度	25
5月10日	马来西亚	25	8月26日	泰国	25
6月9日	巴西	75	9月16日	印度	25
6月15日	智利	50	10月1日	中国台湾	12.5
6月25日	中国台湾	12.5	10月22日	中国大陆	25
7月2日	印度	25	11月2日	印度	25

资料来源：招商期货研究所

而这些货币恰恰是大宗商品的计价货币，那么其贬值也就直接等同于商品价格的上涨。

其次，导致投资行为变异。金融领域充裕的流动性和廉价的资金成本，改变了人们习以为常的货币环境，导致投资行为变异。在量化宽松政策的执行过程中，一方面央行透过购买债券（尤其是国债），将国债利率人为地拉低到史无前例的水平；另一方面央行释放给银行的银根，也因银行惜贷而无法周转到有需要的企业和个人手中，资金被银行反手投入国债市场，进一步拉低国债收益率。这种政策带来的长期后果，就是由于收益率过低，过去低风险的固定收益产品已无法带来足够的收益。同时，由于无风险资产的零回报和借贷炒作的低成本，民间资产被诱导，甚至被逼迫向高风险标的集体转移，从而使商品价格估值泡沫全面形成。

寻求外部新均衡的博弈

在推动发达经济体经济复苏的三驾马车中，消费和投资已经难以为继，最后一架马车——进出口将成为美、欧国家仅剩的期望。那么寻找外需的补给、提高本国产品，乃至本国企业的国际竞争力将成为其未来几年内重要的诉求，并循此路径构建新的外部均衡状态，以此促进内部均衡的重建。

目前全球贸易数据所显示，欧、美的净出口有所增加，而以中国为代表的新兴国家的出口则在下滑，发达经济体的逆差和新兴经济体的顺差占各自GDP的比例都比金融危机前的高点有所下降。

相比发达经济体别无选择地追求外部的再平衡，新兴经济体是有选择余地的。即使贸易对经济的贡献度下降，新兴经济体也可以从制造业和工业向消费和服务业的转型中寻求发展。因此，发达国家想要获得足够的新兴国家发展红利，其间还要经历十分复杂和漫长的博弈过程。

对于整体商品来说，博弈的进程将是利好。因为发达经济体必然将保持极度宽松的货币政策，以冲击新兴市场，而其货币的贬值也将是必然趋势，此外，商品价格的上涨会带来出口方收入的增加，这将是众多大宗商品的实际占有者——发达国家所乐于见到并可能有意推动的。

主要商品的投资策略

品种	主要影响因素	2011年价格预测	关注事件
原油、燃料油	全球原油供需情况明年预计会趋紧，库存减少将成为常态；原油市场金融属性继续弱化，政治因素或成油价幕后推手。	原油：油价重心继续上移，主要运行区间在70-95美元，均价85美元，年内或可见百元高位。	需求变化；美国政党权力演变
黄金	全球流动性泛滥为主要因素，其次是欧洲债务危机。	我们判断金价整体上仍然会保持强势，首先巩固1300美元平台，继而寻求再上台阶。底部支撑区域抬升至1200美元平台，主要运行区间为1300-1500美元/盎司，约合上海期金275-320元/克。	主要货币汇率走势，量化宽松政策，欧洲债务问题，贸易争端等。
铜	全球流动性继续宽松，欧债危机间歇性恶化，发展中国家货币政策偏紧缩、铜供求平衡向短缺转变	预计均价在8100美元，全年波动区间（7200，9800）美元。对应沪铜均价在60000元左右，全年波动区间（53000，73000）元/吨。	美国失业率，美国二次量化宽松政策实施、中国流动性变化
铝	全球流动性继续宽松，欧债危机间歇性恶化，发展中国家货币政策偏紧缩、铝供求相对均衡	预计2011年铝价将宽幅震荡，但全年均价较今年有所抬升。预计2011年铝均价2400美元/吨，全年波动区间（2100，2850）美元，沪铝均价16500元/吨，全年波动区间（15800，19000）元/吨。	中国铝产能控制、中国房屋施工情况、全球汽车销售、能源成本
锌	全球精锌过剩量缩减，中国锌需求量与产量较2010年均有增长，但需求量增速大于产量增速	宽幅震荡，预计锌价2011年在（1950，2900）美元/间震荡，重心在2350美元左右，考虑人民币升值因素，对应沪锌运行区间为（15200，22650）元/吨。	国内节能减排政策，国内外货币政策变化，供需平衡变化
铅	通胀趋势不改，金融属性仍推动铅价；供应继续增加，需求增长点在汽车和电动自行车上。	铅价仍呈区间震荡走势，但价格重心将上移，LME铅主要运行区间在2000-3000美元，国内铅价格预计在16000-2000元之间运行，整体或呈现先抑后扬走势。	国内外货币政策变化、欧债危机演变、十二五规划中的节能减排政策等
钢铁	成本支撑、对远期行情的预期、绝对价格过高、季节性因素、央行紧缩政策、欧洲主权债务危机。	预计钢材期货主力合约全年的运行区间为螺纹钢（4000，5200），由于线材合约不够活跃，价格经常偏离合理价值区间，正常情况下，按照上海期货交易所的标的品种，线材价格应低于螺纹钢200元/吨。备注：若钢铁行业整合进程超出预期，可能引领钢材价格跃上一个新台阶。	中国宏观经济政策、欧洲主权债务危机、国家节能限产政策、中国房地产政策。
大豆	强劲的需求将令美豆供需偏紧的格局在较长时间延续。油脂油料市场正经历着供应牛市初级阶段向需求牛市发展阶段过度。2011年由需求主导下的牛市行情有望进一步深化。	我们预计2011年豆类牛市节节高，第三季度价格料出现高点。预计CBOT大豆全年波动区间将在1150-1600美分/蒲式耳。连豆全年的主要波动区间将在4150——5000元/吨。	美元的波动、中国货币政策变化、拉尼娜现象对南美大豆产量威胁、美农作物播种面积之争、中国的进口需求变数以及6-9月美国气候变化对产量的影响
油脂	供应面：天气对油脂油料产量的影响、农作物种植面积之争。需求面：生物燃油的消费、发展中国家的消费。	2011年美豆油主要波动区间50-70美分/磅，马来西亚棕榈油主要波动区间3200-3700令吉/公吨，连豆油在9300-12000元/吨之间，连棕榈油主要波动区间在8500-10000元/吨，菜油主要波动区间在9800-12500元/吨。	国内通胀状况、国储政策动向、中国油脂油料的进口情况。
白糖	通货膨胀的进展，新榨季的产量，国储抛糖的政策，全球的产量。	新榨季国内糖价继续高位运行，现货价格维持在6000上方运行，新榨季有望再创新高，南宁现货价格有望上涨至8000一线，低点可能在6000，主要价格围绕6800运行。一季度面临一轮新的上涨，可能见到价格的顶部，二季度开始整体回调，后期维持震荡态势，受商品整体影响较大，震荡区间较大，波段机会较为显著。	国内货币政策和整体通货膨胀的进展，国储的抛储政策，年初可能的灾害性天气
天然橡胶	宏观面利好、供需面约束。国内轮胎业面临全面亏损，国内轮胎产业结构调整。	总体震荡区间约在28000-36000之间。年初到第二季度中旬橡胶价格将上涨高点约在36000元/吨左右，第二季度中旬到第三季度末大幅回落低点约在28000元/吨左右。重心维持在31000左右。	全球汽车增量减缓或持续、国内轮胎业面临全面亏损，国内轮胎产业结构调整可能使国内轮胎产量出现见顶迹象，随后胶价可能开始回落。
棉花	新棉播种面积，下游消费情况，天气情况，国家政策。	2011年棉价仍将高位运行，世界棉价进入新波动区间。受新种植年度棉花播种面积扩大、预期供需关系缓和的影响，2011年棉价将呈先反弹后回落的前高后低走势。	新棉播种面积，美棉销售进度，印度棉出口政策，天气状况

资料来源：招商期货研究所

■ 银河期货看市

铜市大幅震荡 等待买入良机

□车红云

在全球经济继续增长、流动性仍然过剩以及铜的基本面前景仍然紧张的共同作用下，铜牛格局仍未改变。但短期来看，由于接近年底，假日较多，国内外铜供应紧张局面有所放缓，铜市进行调整的可能性加大。技术上看，LME三个月铜将测试8900美元支持的有效性，国内铜价阻力位在2006年以来的压力线69700元。建议中长期等待调整过后的买入机会。

分析认为，首先，流动性过剩和基本面仍是支持铜价的主导因素。

11月3日美国宣布实行第二轮的定量宽松政策，在2011年6月份之前购买6000亿的国债，从而启动了发达国家继续货币宽松政策的道路。虽然中国面临着巨大的通胀压力，并且将“防通胀”作为2011年的两大任务之一，但“宽财政、稳货币”仍是2011年宏观调控的主要思路，即中国货币政策并没有完全转为收缩，而是转向“稳健”，即调节有度的方向，由此可见，中国2011年的通过货币政策调节的力度将是渐进的，因此总体来看，全球货币宽松局面并没有改变。

在发达国家“保增长”，中国“稳增长”的背景下，2011年全球经济增长将达到4.2%，高于经济增长和衰退的分界线3%，2011年中国经济增长目标是8%，以此来看，2011年仍有可能达到9%的水平，因此2011年全球铜的需求仍会维持增长，并且可能维持在3%以上。但从精铜的生产来看，由于原材料铜精矿供应有限，2011年精铜生产受到限制。根据国际铜研究小组最新报告，在2012年之前，铜矿供应难有大增长，估计2011年铜矿产能增长只有1.85%，远低于过去十年全球铜矿产量平均2.8%的增幅。受此影响，2011年全球精铜产量增幅只有1.11%。因此2011年全球精铜基本面将出现严重短缺，短缺量会在40-50万吨。不仅如此，由于2010年年底ETF Security推出铜ETP，2011年仍有两家投行可能推出铜的ETF，由此可能占用的粗铜资源在40万吨左右，这些都注定了供应仍会十分紧张，成为铜价牛市难改的关键因素。

其次，消费淡季和年底假日临近，铜市缺少上涨动力传统上讲，每年的11月至第二年的1月是铜的消费淡季，铜价低点多在此期间出现，以为第二年春节后铜价奠定基础。如果铜价在此期间持续上涨，那么第二年铜价能否继续上涨将受到质疑。从目前来看，铜价从6月份以来持续上涨，这已经使多头推升力度不足。另外，最近西方最重要的圣诞节和全球新年，市场上多头获利回吐力量已经开始显现，近期LME铜持仓减少上万手，降至31.3手；LME铜库存结束近期持续下降趋势，最近5个交易日持续增加近1.28万吨，库存达到36.14万吨；LME现货升水也从12月中旬时的70美元回落到40美元，这些都使铜前期强劲的上冲之势有所放缓。



2010年度大商所十大研发团队评出

□本报记者 王超

2010年度农产品和化工产品十大期货研发团队名单出炉：银河期货、东证期货、格林期货等十家期货公司成为本次评选的农产品期货十大研发团队；中证期货、银河期货、徽商期货等十家期货公司成为本次评选的化工产品期货十大研发团队。本次评选的颁奖活动正在筹备中，将在近期举行。

2010年大商所十大期货研发团队评选活动，是继2009年成功举办之后的又一届业内盛会，持续三个月的比赛吸引了108家期货公司中的212支参赛团队。作为大连商品交易所服务会员、服务产业的一项创新，“十大研发团队评选”得到了业内的支持和认可，并成为培养研发人员、锻炼研发团队、提高期货公司服务能力的载体，同时评选活动也见证了期货公司研发水平的成长，“‘十大研发团队评选’作为大商所几年来精心培育的品牌之一，成功探索了促进行业提高产业服务水平的新途径。”大商所副总经理刘化军这样评价。

据介绍，今年的十大研发团队评选活动呈现出以下两个特征：一是评选规则方面，主办方更强调了研发要深入产业、服务产业，在报告评审上，对积极深入产业、创新性研发的团队给予了适当的倾斜；二是参选团队的实力相比去年有了明显提高，参赛团队的研究方法与思路相比去年有了明显变化，一些公司深入产业掌握最新信息，改变了过去主要依靠二手数据研发的状态，还有一部分公司引入先进的研究方法，利用先进的研发工具，也取得了较好效果，“这种深入产业、创新研发的工作思路未必能立刻见效，但这是一种可喜的趋势，是值得我们坚持和鼓励的。”大商所副总经理刘化军评价说。

看到今年很多公司在研发报告写作、模拟交易、现场陈述等环节的表现，感觉比去年评选有很大的进步，这是我最直观的感受。”化工品团队专家评委东证期货总经理党剑参加过去年的现场评审会，在今年第一阶段评审时他说出了自己的最大感受。“今年最明显的感受就是整体水平较去年有很大程度的提升。”农产品团队专家评委国投中谷有限公司董事长费忠海也有同感。

国内期市每日行情

品种	交割月	今开盘	最高价	最低价	收盘价	结算价	涨跌	涨跌幅度%	成交量	持仓量	持仓量变化
铝	1103	16605	16670	16525	16550	16600	-25	-0.15	40462	93448	-124
黄金	1106	301.55	302.6	301.39	302.35	302.04	3.16	1.06	33136	76414	8230
铜	1103	68810	69700	67630	68640	68820	580	0.85	260336	213150	-2166
燃料油	1103	4895	4915	4843	4870	4888	-3	-0.06	57918	82168	-3700
螺纹钢	1105	4810	4827	4770	4801	4800	17	0.36	574278	629708	4274
天然橡胶	1105	36880	37855	36200	37320	37050	1510	4.22	1102432	192772	3774
线材	1101	4795	4795	4707	4707	4730	1	0.02	14	44	0
锌	1103	18985	19140	18400	18690	18810	-5	-0.03	744788	276650	-8004
豆一	1109	4450	4459	4382	4414	4432	-2	-0.05	148638	206786	-4192
玉米	1109	2345	2347	2331	2335	2339	7	0.3	205740	334994	15170
聚乙烯	1105	12455	12630	12125	12235	12385	-100	-0.81	838406	182866	-2626
豆粕	1109	3360	3380	3320	3344	3352	8	0.24	578630	974360	-23932
棕榈油	1109	9452	9514	9204	9340	9400	-70	-0.74	332634	176984	-11246
聚氯乙烯	1105	8350	8440	8210	8305	8350	-5	-0.06	138098	71760	-3546
豆油	1109	10120	10164	9982	10046	10082	10	0.1	645952	470508	9034
棉花	1109	28210	28690	28050	28425	28410	585	2.1	1370166	239838	-1288
早籼稻	1105	2362	2364	2341	2350	2354	0	0	35894	93618	-1554
菜籽油	1109	10580	10622	10368	10480	10508	-24	-0.23	50134	71832	0
白糖	1109	6940	6975	6826	6886	6909	159	2.36	1255706	428466	-2014
PTA	1105	9904	10050	9760	9880	9938	56	0.57	615762	201716	-11474
强麦	1109	2746	2753	2730	2736	2742	1	0.04	20330	43942	-1592

统计制表：本报记者 王超

■ 品种扫描

豆类 惊现跳水

周一大豆、豆粕期价盘中大幅震荡，早盘期价一度冲高，豆粕创出近期高点，但期价一度受到韩朝局势紧张影响，国内股票、商品大幅下跌，豆类品种也显跳水行情。虽然午后期价有所回暖，但收盘期价已远离盘中高点。国内市场在利率政策敏感期前及下游贸易商观望气氛浓厚，市场维持震荡偏弱，预计市场近期难有大的作为。（李丹丹）

塑料 走势向弱

周一连塑跳空高开，早盘基本维持强势整理格局，午盘受朝鲜半岛局势升级影响大幅回落，午后在逢低买盘介入下小幅回升，终盘报收于12235点，跌100点。成交量较明显放大，持仓量则有所回落。目前现货市场心态混乱、下游需求旺季已过大半及市场预期政策收紧对期价形成一定压制，预计连塑后市将维持区间震荡。（程鑫）

油脂 弱势震荡

受股市等外围市场高开低走带动，周一国内各油脂期价弱势震荡。国际油脂期价延续盘整震荡，对国内油脂缺乏进一步走强带动。技术面看，豆油持仓稳定，10000点表现较强支撑；棕榈油走势相对较弱，若不能稳于9300点上方震荡，将进一步下寻9150点位支撑；菜油主力换月至1109合约，下方有力支撑位10300点。（白亚洁）

玉米 冲高回落

大连玉米期货1105合约日内冲高回落，尾盘收于2193点，涨2点，增仓2402手，持仓139662手，成交17184手。现货市场中玉米价格已出现明显反弹迹象，因此本轮由政策面风险所引发的下跌行情基本上已经结束。（白亚洁）

郑糖 继续收高

周一郑糖大幅高开，随后小幅震荡，终盘大幅收涨，收成小阴线。主力1109月合约收于6886元/吨，涨159点。近期国内糖市还将延续次级反弹周期，处于高位强势反弹形态里面；操作上建议投资者谨慎应对反弹。（李丹丹）