

商品大奔局时代来临

✎:牟宏博

☎:86-755-82532648

✉:mouhongbo698@pingan.com.cn

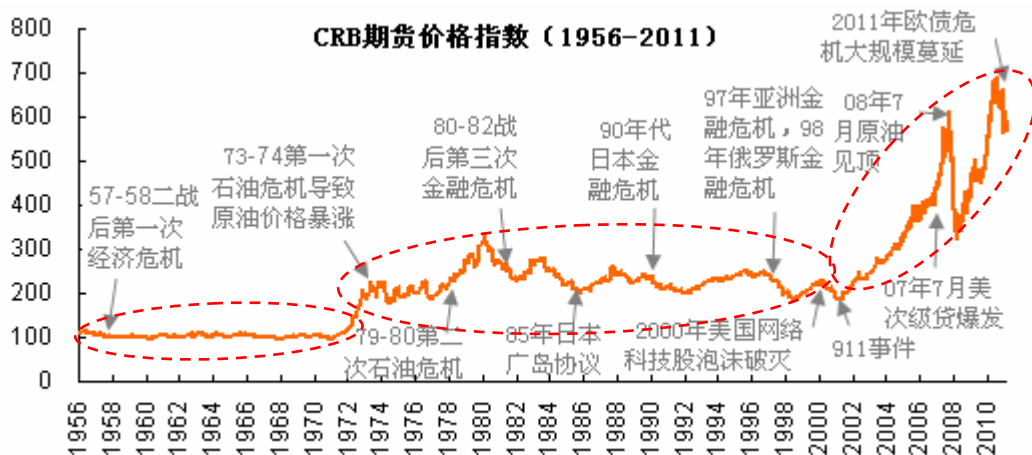
m.cn

一、全景扫描：牛市征程受阻，商品价格高位回落

1、远观：数十年商品牛市气壮山河

通过回顾过去六十余年间 CRB 指数的变化，可以更清楚地帮我们把握全球大宗商品价格的运行脉络。如图 2-1，全球大宗商品价格运行轨迹可以划分为三个阶段。第一阶段，20 世纪 70 年代之前，大宗商品价格长期运行在一个相对平缓的区间。剔除战争及严重自然灾害对市场造成的冲击，价格运行处于相对低位，波动幅度非常窄，小于当时价格水平的 20%。第二阶段，20 世纪 70 年代至 2001 年，石油危机爆发和黄金非货币化后，大宗商品价格波动幅度显著提升。第三阶段，2002 年至今，在宽松货币政策提供的充裕流动性支撑下，大宗商品迎来了一轮波澜壮阔的牛市。大宗商品价格不仅在绝对涨幅上突破了历史高点，达到第一阶段价格水平的 500% 附近，其价格波动幅度也较之以往大幅扩大。仅仅在 2008~2011 年之间，价格波动的幅度就已达到了过去 30 年长期波幅的两倍。

图1:1956-2011商品期货价格指数历史走势



资料来源: wind、平安期货研究所

2、近看：“拐点”隐现，商品价格出现深幅调整

2011 年 4 月以来，CRB 指数出现了大幅下跌。从 4 月 20 日最高点 691.09 到目前，下跌幅度已经超过 20%。本轮大宗商品的下跌是一次普遍性的下跌，并且呈现出一定的先后次序。最先下跌的是基本工业金属，其后是原油，接着是农产品，最后是贵金属。

属。伦铜最高点为2011年2月14日，原油期货从2011年5月2日的高点开始下跌，农产品的高点在2011年8月底，贵金属的高点出现在2011年9月初，整体的价格下跌格局是“基本金属-CRB指数-原油-农产品和贵金属”。

图2:2011年4月以来CRB指数大幅下跌

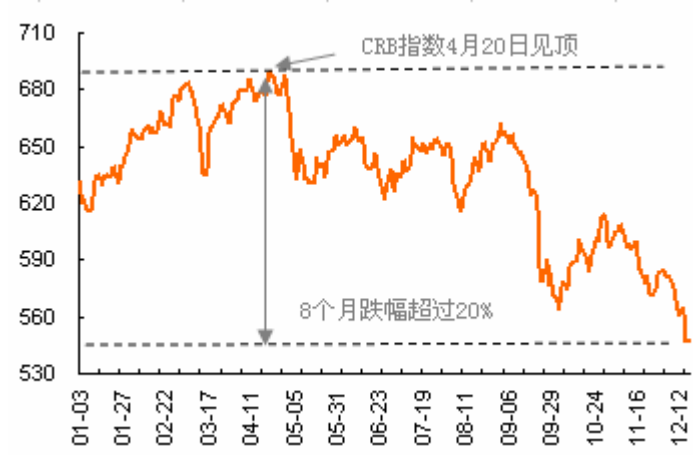
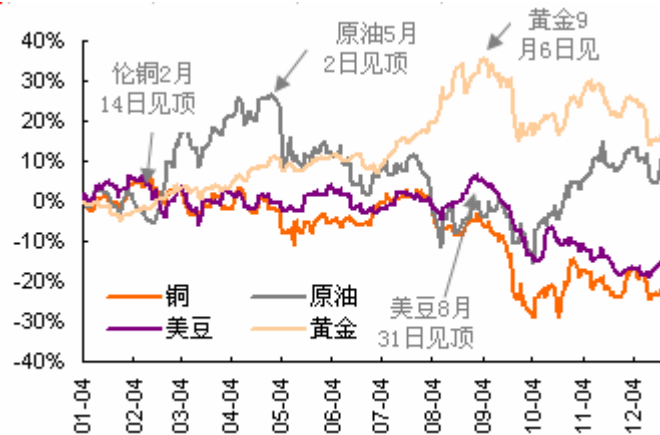


图3:本轮大宗商品下跌呈现出先后次序（以2011年初为基准）



资料来源:wind、平安期货研究所

二、暴跌根源：多因素引发共振效应，需求下滑为根本原因

本次大宗商品价格的快速下跌，与2008年美国次贷危机集中爆发时相似，都是一次普遍性的下跌，基本金属、能源、农产品和贵金属价格的下跌只有先后区别，而无涨跌互现的结构性特征。我们认为，本轮大宗商品价格的下跌是基本面因素、流动性因素以及利空事件等多重负面因素叠加所引发的“共振效应”。

首先，全球经济总需求不足是大宗商品价格暴跌的最基本根源。全球经济增长中枢下移的“新常态”仍将持续。美国金融危机的爆发、升级和深化，是康德拉基耶夫长波周期从繁荣走向衰退和萧条的大拐点，全球经济将不可避免地要走入一个总量边际递减的过程，也就是一个增长中枢下移的过程。在后危机时代，美国、欧洲、日本等发达经济的经济增长幅度将大大低于过去几轮经济衰退后的复苏程度。虽然，新兴经济体贡献更大的增长动力，但是在通胀、财政和结构等因素的约束下，新兴经济体对全球总需求的边际拉动将日益弱化。

其次，流动性预期的逆转是大宗商品价格加速大幅下跌的导火索。随着美国主权信用评级被降低，美国长期国债的需求出现新的不确定性，美联储第三轮量化宽松政策的市场预期不断被强化，但是，9月份美联储并没有如市场预期出台第三轮量化宽松货币政策，美联储仅将量化宽松政策转变为“扭转”政策，采用长周期的国债来替换短周期的国债，以此来压低国债收益率。美联储的“扭转”政策说明了美联储已经开始其资产负债表整固，未来实行新一轮的量化宽松的可能性在降低，使得市场对流动性的预期进一步走向悲观。

最后，债务危机带来了全球金融市场的巨大不确定性。2011年是全球经济的债务年，欧洲和美国相继陷入主权债务危机的泥潭，不仅给美欧两个经济体造成巨大的

冲击，而且给全球经济和国际金融市场带来了实质的不稳定性，全球经济复苏和金融稳定面临新的风险。特别是美国被降低主权信用评级、希腊债务违约风险上升以及意大利债务问题等引发了市场对债务问题的更进一步的担忧。

三、未来走向：2012 年商品价格前低后高

从未来趋势看，全球总需求水平依然低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化，因而我们认为，2011 年大宗商品的大幅下跌很可能预示着多年牛市的终结，大宗商品在未来几年将很难再创新高。商品市场进入了大弈局的时代。

我们认为短期内大宗商品仍将维持弱势整理的格局，中期内大宗商品价格的金融属性将有一定程度的弱化，继续向实体经济回归，这个趋势或将持续到 2012 年一季度甚至年中。如果全球经济再出现相对较大的风险因素，或金融风险的相互共振，那么大宗商品存在暴跌的可能性。2012 年下半年受全球经济逐步复苏，以及大宗商品价格大幅下挫后自我修复的预期，商品市场有可能迎来反弹。综合来看，随着大宗商品大弈局时代的到来，影响大宗商品价格走势的因素将会更为复杂，投资者的信心起伏也会加大，这都将使得大宗商品价格在 2012 年很可能大幅波动。在这样的背景下，化工品也将更多的跟随整个大宗商品的走势而波动。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明:

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031

网址：<http://futures.pingan.com>