

长周期中的蓄势 2012 商品缓步下行

中证期货研究部 商品策略小组

王晓黎	刘建
电话: 0755-83200841	电话: 0755-83200841
邮件: wxly@citicsf.com	邮件: liujian@citicsf.com

摘要:

- ❖ **2011 年回顾及 2012 年展望:** 2011 年商品震荡回落, 全年下跌幅度为 11% ; 展望 2012 年, 年内最大跌幅(最低点较 2011 年收盘)可能在 10% 以内, 而全年呈现弱势震荡格局, 年终跌幅可能在 5% 左右, 可能的路径是: 1 季度弱势分化寻底, 1 季末至 2 季度初企稳, 2 季度承接反弹, 3~4 季度, 再次调整, 本次调整深度上品种之间差异会较大, 之后走出年内第二波反弹。
- ❖ **分析逻辑:** 全球去杠杆化, 实体需求及货币需求疲弱导致通货紧缩; 还是全球货币超发, 货币政策失控引发严重通胀? 将是商品价格表现的两极。从需求、流动性及微观比较去观察, 2012 年向任何一个极端发展都还是小概率事件, 我们看淡总体商品年度表现, 主要来自需求放缓及美元上行两个因素。但是, 我们也看到, 商品身处格局没有差过 2008 年; 而且长周期里, 还处于价格重心上移区间。所以, 我们在看淡 2012 年商品表现的同时, 对下跌幅度持谨慎态度, 以 CRB 指数计, 年最低调整幅度可能在 10% 以内, 出现 2008 年、2011 年式的大幅下跌概率减小, 我们定位为长周期中的蓄势阶段, 缓步下行是主调。而围绕欧债、中国政策、美元等几个关键的影响因素, 我们预期 2012 年商品选择的可能路径是: 1 季度弱势寻底。判断依据: (1) 在 2012 年欧债偿债高峰到来前, 市场将有一个提前预期, 而 2 月再次召开的欧盟峰会, 也令市场不确定性增加; (2) 中国政策放松力度有限; (3) 再加上 2011 年底美元第三次上攻 80 后, 有利于强势维持。1 季度末至 2 季度初企稳, 并在 2 季度承接反弹。判断依据: (1) 意大利如果顺利渡过偿债高峰, 市场迎来短暂平静; 如果处理过程不顺利, 在 1 季度也提前释放这种利空; (2) 中国经济可能触底, 政策有进一步放松可能; (3) 季节性因素会使得各个品种需求陆续释放; 3~4 季度, 调整有可能是技术性的, 有可能是重归弱势, 系统风险上取决于我们预期条件的转好或者改变程度, 但基于我们整年是个蓄势过程的判断, 在此阶段品种自身的基本面以及季节性规律的影响会起到较大影响, 除非出现某一系统因素的突变。
- ❖ **总需求放缓:** 世界经济增速放缓。美国经济缓慢复苏, 商品需求稳中有升; 中国经济周期下行中的平稳回落, 商品需求稳中有降; 欧元区经济有衰退风险, 商品需求还将出现更差的时候。

2012 年度商品投资策略

- ❖ **美元成为避风港，中期反弹仍可期：**在欧债危机难于解决、发展中国家风险加大以及美国经济相对向好等大方向相对明确的条件下，美元延续 2011 年的格局，展开中期反弹的可能性较大，我们预期幅度为 10% 左右的上行。美元对商品价格的影响，取决于这些影响因素权重的不同，如果美元上行更多来自其他经济体的风险，成为避风港，那么商品受此制约；而如果美元的上行，更多来自美国经济持续好转，那么不排除美元与商品同涨的情况。我们在长周期里分析，美元大部分时候与商品是负相关关系，出现正相关关系的 3 次周期里，有两次是美元与商品同涨，但在那个过程中，都是美国经济处于上升周期，或者远远超过其他经济体的发展。而在 2012 年，我们更倾向于美元是因为相对优势，被动上行，所以仍是商品主要的制约因素。
- ❖ **商品身处格局没有差过 2008 年；长周期里，还处于价格重心上移区间：**我们从危机冲击方式、需求放缓格局以及货币环境三方面来比较，目前还没有查过 2008 年。而长周期里的分析，从 1956 年以来商品的周期变动，商品经历了三大波动区间，如果从 2005 年商品上一个新的台阶，至 2011 年，商品还运行在重心上移的区间中。所以我们对 2012 年商品格局的判断为长周期中的蓄势阶段，回到第三个大区间下沿，出现 38% 跌幅的可能性较小，而如果是 2001 年以及 2008 年以来的长上行趋势中，年度累计的调整幅度应该在 10% 以内。
- ❖ **总结及应对策略：**我们综合以上分析，将 2012 年商品可能出现的六种情景做出归纳，我们选择情景四。下行过程中，选择配置可能依次是：金属、农产品、能源；贵金属上行；在反弹过程，选择配置可能依次是：农产品、能源、金属，贵金属。而情景四向情景一及情景六的极端情况发展以及在发展过程中动态调整的条件，依然是是否会出现过激的量化宽松政策。会更关注阶段性机会、市场间和品种间的套利机会出现。
- ❖ **分品种观点及应对：**
 - 金属：**弱势探底 把握阶段性机会。综合来说，我们认为明年整体市场仍然偏弱，但下跌幅度上，我们也保持谨慎，未如 2011 年全面看空，而是会把握阶段性行情。金属价格或将在一季度继续弱势震荡下行，一季度末、二季度初可能迎来底部，之后二、三季度震荡或再度下行，四季度仍有可能延续阶段性反弹，但空间不乐观，运行中枢低于 2011 年。LME 铜的运行区间为 6000-8500 美元/吨，沪铜运行区间为 45000-66000 元/吨；LME 铝运行区间为 1800-2300 美元/吨，沪铝运行区间为 14500-17500 元/吨；LME 锌运行区间为 1570-2300 美元/吨，沪锌运行区间为 12500-17000 元/吨；LME 铅运行区间为 1700-2500 美元/吨，沪铅运行区间为 13500-17800 元/吨。
 - 黄金：**牛熊转化区，还看央行脸色。市场涨跌幅及美元因素促黄金进入转化区域，年内在 1520-1800 美元/盎司波动可能是主导区域。

2012 年度商品投资策略

原油：不确定性增长，油市振荡偏强。不确定性增长，油市振荡偏强。我们预计 2012 年油市全年维持宽幅振荡的格局，价格重心有望继续上移到 98 美元，年内高点有望触及 120 美元，低点将在 82 美元附近；主要波动区间将维持于 90~110 美元之间。2012 年油市影响因素将会进一步复杂化，国际经济形势、地缘政治、新兴市场需求、非常规能源的开发等都将对油价产生进一步影响。

橡胶：商品和金融属性共振 天胶或呈现前低后高。天胶价格走势也可能就出现前低后高的局面。下方三个支撑位 23500、22000 和 20000；上方阻力 30000、34500 和 36500 元。

钢材：负重前行，寻觅契机。2012 年，上半年螺纹钢市场还将维持相对弱势，有望再次探底，下半年振荡重心或有所上移。螺纹钢指数在 3700-3800 有较强支撑，而上方高点或难以逾越 2011 年的高位，较难突破 4800-4900 一线的压力位。全年在 3900-4600 的范围内震荡的时间或较多，投资者可在震荡中寻觅操作契机。

大豆：2012 年豆类商品期货价格会整体宽幅震荡，价格中枢会低于 2011 年度。我们也对新年度的价格变化节奏给出预判：当前到一季度，宏观压制是主要因素，故一季度以震荡寻底为主。二季度政策调整的效果逐步显现，经济会预期向好、南美产量和北美种植期天气炒作会计提豆类基本面炒作项目，故二季度豆类价格会逐步走强。三季度仍需重点关注北美产量状况和养殖业的变化、预计基本面矛盾较复杂，豆类走势会以震荡回落为主。第四季度基本面和宏观面情况基本明朗，我们认为结合年末的消费行情，2012 年四季度豆类价格会以区间内的震荡上行走势为主。

棉花：宽松格局一季度转变 2012 年棉花前景可期。2012 年中国棉花市场总体呈现振荡上行态势，多空因素相互交替主导，预计一季度将继续（20000-22000）区间横盘调整，二、三季度总体呈现振荡上行态势，四季度走稳为主。操作建议：中长线多单可选择在 1 季度逢低建仓，短线以区间波动操作为主；2、3 季度建议以多头操作为主方向，进入 4 季度则以空头操作为主方向。

白糖：回归价值中枢，演绎季节规律。糖价呈现前跌后涨的格局，但全年再创历史新高可能不大。全球进入丰产周期，预计期末库存消费比将走高；国内也告别连续 3 年减产，迎来新一轮增产轮回。高糖价对用糖需求抑制明显，2011 年春节消费行情或不可期。2011/12 年度供需缺口约 200 万吨，完全可以由进口填补，国内糖市不存在刚性缺口。预计糖价在 2012 年牛市难以再现，回落至价值中枢 5712 元/吨的可能性较大，全年运行平稳，季节性行情主导，波动区间为 4700-6700。□ 操作

2012 年度商品投资策略

上，建议 2012 年上半年做空，5-6 月关注糖价筑底后夏季行情的做多机会。另外把握市场节奏，视情况判断春节多头行情的启动和强度。其他时间保持偏空或震荡整理操作思路。

玉米：2011 年中国玉米产量刷新历史新高，玉米上市之际，饲料与玉米深加工企业效益不理想，企业采购玉米相对谨慎，玉米整体呈现弱势格局。直至年底，玉米国家临储收购价格公布，短期给国内玉米期货市场营造利多氛围，造成玉米期货市场出现内强外弱的格局。总体判断受南美地区玉

米产量预期增长的影响，2012 年一季度玉米价格可能震荡筑底，底部价位在 2000 元/吨左右，但不排除一季度南美玉米主产区天气变化对玉米期货价格的炒作，随后二季度玉米价格逐步企稳调整，三、四季度随着畜禽消费旺季的开始，饲料及深加工企业的生产量有提升趋势，玉米行情将进入震荡上行格局。操作建议：2012 年一季度逢高短线做空或保持观望，但玉米价格下行空间有限，估计底部价位在 2000 元/吨附近；后续将视情况逢底做多，但也要关注政策面以及南美天气变化的风险因素

- ❖ **风险因素：**欧债突变、中国房地产、各国大选不确定性剧增、资金回流美国速度较快，引发新兴市场风险。

2011 年回顾及 2012 年展望

回顾 2011 年商品震荡回落，全年下跌，下跌幅度为 11%。整个过程粗略可以分为两个阶段，第一个阶段是 2011 年 1~4 月，在能源及贵金属的拉动下，整体商品上行，CRB 指数在 4 月 28 日创出年内新高，但在这个过程中，品种之间已经较为分化，这两个板块成为了主导。第二个阶段，从 5 月份至今市场震荡下行，并在 8 月、9 月集中释放压力，奠定全年回落格局，而在主导因素中，我们看到，4-7 月，美国、欧洲债务危机、中国调控以及消费需求低于预期是主导因素，而在 7 月-至今，在这些共同因素之后，美元影响权重增加。

回顾我们思路，在 2010 年末，全球流动性有所收紧的势头，商品板块轮动接近尾声，使得我们对可能到来的调整有所准备。但 1~4 月，反弹幅度略超我们预期，其间主要低估了贵金属市场对市场的领涨作用，板块表现超过 13%，再加上原油企稳反弹起到了较大的助推作用，背后是低估了希腊债务蔓延的速度，不过，这区间市场超预期表现与国内、外表现出来的货币紧缩势头频频相悖，也使我们提高了市场强势的警惕。时间周期上，整个商品推迟了调整周期，而在外围影响因素中在消费，尤其是美国消费中的地产迟迟未见到 2010 年预计的好转，而中国地产却开始较为严厉的调控政策，也观察到美元可能的潜在升势之后，我们调整了年初思路，原限于 1 个季度的调整周期可能有所延长，并一直维持到年底。《中证期货 2011 年度商品投资策略报告：看好 2011 年长周期 共振促 1 季度调整》；《中证期货 2011 年 2 月商品投资策略报告：调控的困局_应对的两难》；《中证期货 2011 年 3 月商品投资策略报告：外力助油领涨 面临关键压力区考验》；《中证期货 2011 年二季度商品投资策略报告：关键区域再争执 加息成关注》；《中证期货 2011 年度 5 月投资策略报告 新高平台上演绎季节规律，短期内仍有下行风险》；《中证期货 2011 年下半年商品投资策略报告 商品走势将新低 美元冲击成关键》；《中证期货 2011 年 8 月商品投资策略报告：多空分歧重启 商品市场将振荡分化》；《中证期货 2011 年 9 月商品投资策略报告：农产品难动 大局无“宽松”难言涨》；《中证期货 2011 年四季度商品投资策略报告：CRB 指数下行还是主导 把握沽空节奏》；《中证期货 2011 年 11 月商品投资策略报告：如期反弹的 10 月 难演绎为反转行情》。

展望 站在现在的起点，我们认为 2012 年仍是弱势的一年。在需求放缓及美元上行两条主线下，我们看淡 2012 年总体商品走势，但在下行幅度上，我们保持谨慎，相比 2011 年，2012 年内最低跌幅可能在 10% 以内，而各个板块更尊重自身基本面及季节性变动规律。

2012年度商品投资策略

衰退风险，商品需求还将出现更差的时候。（详见我们宏观报告《中证期货 2012 年宏观经济展望——周期下行中的平稳回落》、《中证期货 2012 年美国宏观经济展望——柳暗花明又一村》、《中证期货 2012 年欧盟宏观经济展望——危机难寻出路，衰退风险加剧》）

图4：主要经济体2012年经济预测（%）

	2010	2011	2012
欧元区	1.9	1.6	-0.5
英国	1.8	0.9	0.0
美国	3.0	1.8	2.0
日本	4.5	-0.4	0.5
中国	10.4	9.2	8.6
世界	5.1	3.7	3.3

资料来源：彭博资讯 德意志银行 高盛 中信证券 中证期货研究部

图5：OECD 领先指标

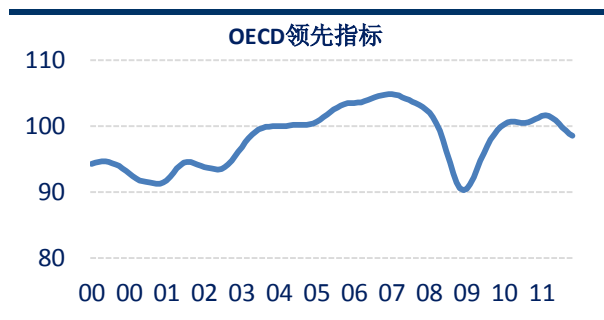
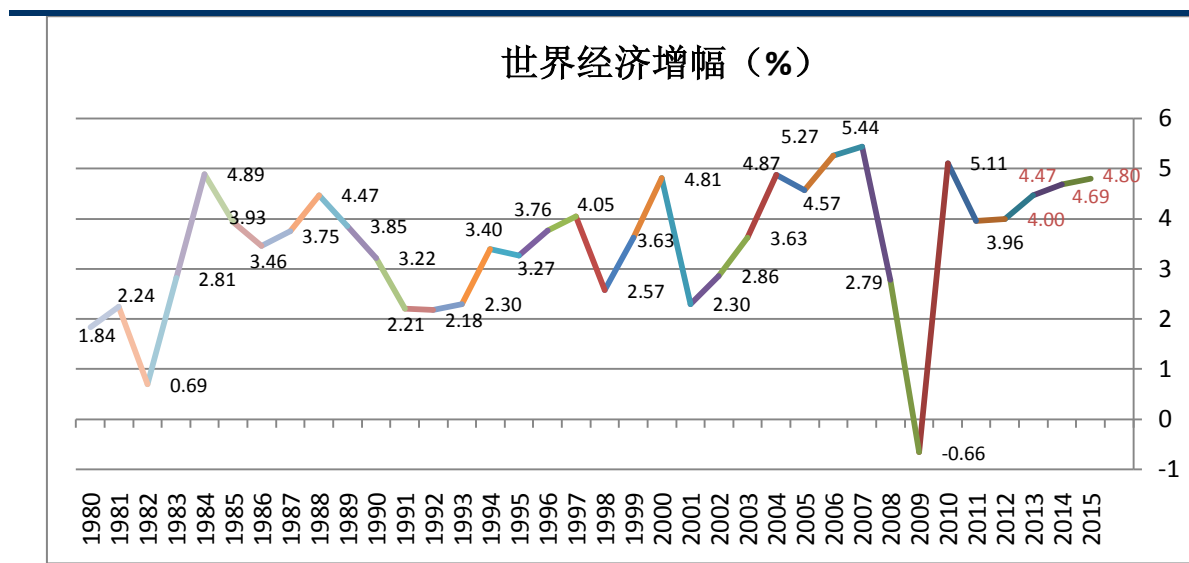


图6：IMF 世界经济增长（%）



资料来源：IMF 中证期货研究部

图7：主要商品需求增幅（%）

各个品种 2012 年消费增幅预估 (%)		
品种	2011 年	2012 年
中国建筑业钢材消耗量	14.0%	6.5%
中国交通业钢材消耗量	4.0%	5.0%
世界铜消费量	1.5%	1.4%

中国铜消费量	8.0%	6.6%
世界铝消费量	3.5%	5.3%
中国铝消费量	7.3%	11.3%
世界锌消费量	2.3%	2.0%
中国锌消费量	10.9%	4.6%
全球橡胶消费量	3.7%	3.1%
中国大豆库存消费比	10.4%	8.4%
中国豆油库存消费比	22.80%	20.3%
中国豆粕库存消费比	12.7%	12.6%
中国玉米库存消费比	27.0%	25.7%
全球棕榈油	6.0%	5.1%
中国棉花库存消费比	23.0%	25.0%

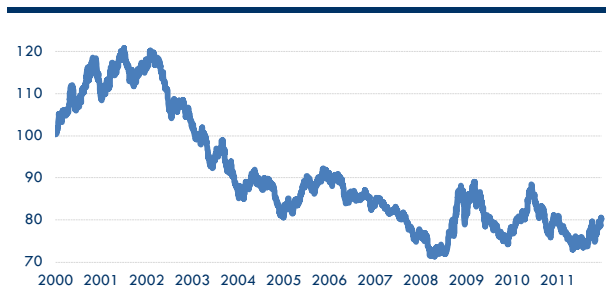
资料来源：中证期货研究部

（详见各品种分析报告）

美元成为避风港，中期反弹仍可期：

在欧债危机难于解决、发展中国家风险加大以及美国经济相对向好等大方向相对明确的条件下，美元延续 2011 年的格局，展开中期反弹的可能性较大，我们预期幅度为 10% 左右的上行。美元对商品价格的影响，取决于这些影响因素权重的不同，如果美元更多来自其他经济体的风险，其成为避风港而上行，那么商品受此制约；而如果美元上行，更多来自美国经济持续好转，那么不排除美元与商品同涨的情况。而在 2012 年，我们更倾向于美元有因美国经济缓慢复苏有相对优势，但更多来自其他经济体较差而被动上行，所以是商品主要的制约因素。在美国经济向好，欧债危机等担忧下，我们跟踪流入美元市场的资金，也符合我们的判断。首先，CFTC 市场，美元总持仓在今年 10 月已经创新高，达到持仓 61949 手，而基金净多头寸也同步创出 46866 手的新高；其次，从美国的资本净流入数据来看，截止 10 月底，净流入美国 2680 亿元，由于相对滞后，我们由理由相信，该数据增幅应该有所扩大，一方面我们留意到，欧洲银行开始暴露出流动性不足，并被评级机构屡屡调低银行方面的评级也主要集中在 3、4 季度；另一方面，市场更大的关注来自，中国外汇占款的变动。10 月、11 月，我国外汇骤然减少，从原来平均每月增加 2000-3000 亿元，转变为当月减少近 300 亿元，这是较为值得警惕的现象。20 世纪以来出现了两次，一次是 1998 年，一次是 2007 年 12 月，07 年那次负增长仅一个月。而 1998 年，持续了一年左右，更多受到亚洲金融危机的影响。目前，还不能确定 11 月出现的减少具有持续性，但至少从另一个侧面证明，在看得到的周期里，资金回流美国仍是大概率事件。而后期，这个指标也将是我们持续跟踪的重点，并且在这个过程中，如果资金回流对新兴市场造成较大的冲击，那将是 2012 年最大的风险点之一。

图 8: 美元走势

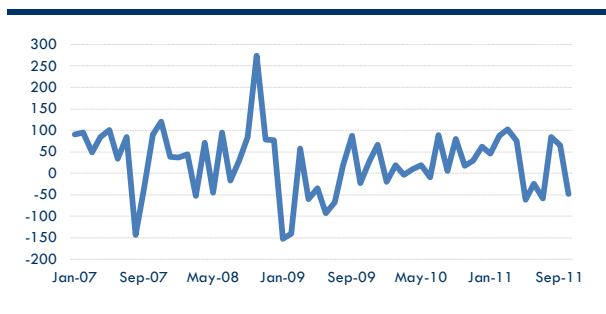


资料来源: 彭博资讯 中证期货研究部

图 9: 美元 CFTC 基金净多持仓

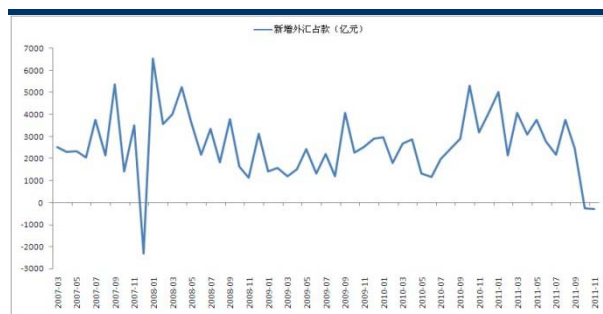


图 10: 美元资本净流入



资料来源: 彭博资讯 中证期货研究部

图 11: 中国外汇占款变动



我们在长周期分析里观察到,美元大部分时候与商品是负相关关系,但也出现数次正相关的情况,验证了我们对两者关系的判断。我们为了看清楚两者的变动关系,利用了尽可能长周期的划分,以每一次商品最高最低点为一次行情变动,我们将 1974 年以来的 CRB 指数划分为 16 个周期。我们看到在 16 个周期中,有两个周期出现商品与美元同步上涨的情况,分别是 1982 年 7 月至 1984 年 7 月、1999 年 7 月至 2001 年 1 月。而有三个周期,出现商品与美元同跌的情况,但我们看到在 1984 年 7 月-1993 年 10 月,粗略计算可以合并成一个周期,即在 1984 年 7 月 1993 年 10 月,近 10 年的时间,出现了商品与美元同步下跌的情况。所以,在 1974 年至今的 38 年里,只有三个阶段出现过商品与美元同向运动,而绝大部分时间里,两者都保持较高的负相关关系。美元在长周期里还处于下跌通道,从美国的双赤字以及美国政府意愿,美元出现长期扭转的概率较小。但在目前较为特殊的环境下,基于以上分析,我们看到,美元中期反弹值得期待。只是值得注意的是,本次美元反弹是否符合历史上的大多数情况,制约商品上行,还是会出现 1982-1984 年以及 1999 年 2001 年两次商品与美元同涨的情况。我们回顾商品与美元这三次特殊的同向情况发现,1984 年到 1993 年之间,商品及美元市场都出现了较大幅度下挫,应该与其间日本“广场协议”之后日元大幅升值有关,而美国经济当时处于下行周期,1990 年经济出现负增长,所以商品一方面受到金融市场波动影响,在一方面,经济放缓,需求放缓成为那一时期的主导因素。1982 年,美国经济上行,美元指数反弹,商品上行;而 1999 年-2001 年是较为迷惑的阶段,直观理解经济在 2000 年遭遇网络经济破灭,商品、美元都有可能受到影响,但我们看到了

2012 年度商品投资策略

两者同步上行的情况。如果将数据分解到季度上，那时应该是美国经济先较其他经济体走出低谷的预期，市场做出的提前反映。而从现在的情况看，美国是有机会相对好于其他经济体，但更多还是避险情绪的推动，正如上面分析，资金回流美国是相对确定的事件，所以，认为商品与美元还是应该如大多数时间里，呈现负相关关系。美元的中期反弹成为制约商品价格重要因素。

图 12： 商品指数变动与美元关系



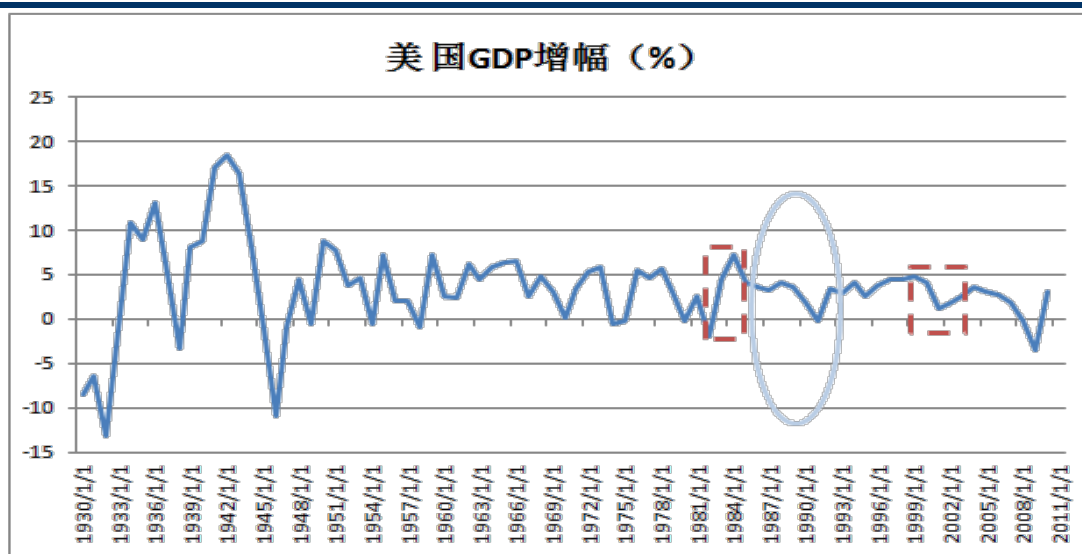
资料来源：彭博资讯 中证期货研究部

图 13： 商品指数变动与美元关系

周期	周期划分		涨幅		相关系数
			美元指数	CRB指数	
1	起点	1974-1-4	-16.3%	65.7%	-0.68
	终点	1980-10-24			
2	起点	1980-10-24	37.6%	-25.6%	-0.91
	终点	1982-7-6			
3	起点	1982-7-6	13.8%	16.0%	0.85
	终点	1984-7-2			
4	起点	1984-7-2	-20.9%	-30.7%	0.77
	终点	1986-9-8			
5	起点	1986-7-2	-12.7%	14.5%	-0.74
	终点	1988-7-20			
6	起点	1988-7-20	-2.1%	-11.0%	0.37
	终点	1993-10-27			
7	起点	1993-10-27	-7.7%	12.6%	-0.69
	终点	1996-5-8			
8	起点	1996-5-8	18.6%	-21.9%	-0.53
	终点	1999-7-6			
9	起点	1999-7-6	6.1%	18.7%	0.87
	终点	2001-1-22			
10	起点	2001-1-22	5.0%	-12.3%	-0.20
	终点	2001-10-25			
11	起点	2001-10-25	-37.4%	166.0%	-0.84
	终点	2008-7-1			
12	起点	2008-7-1	20.4%	-21.7%	-0.71
	终点	2008-12-5			
13	起点	2008-12-5	-11.6%	10.6%	-0.79
	终点	2010-1-11			
14	起点	2010-1-11	13.2%	3.0%	-0.17
	终点	2010-6-3			
15	起点	2010-6-3	-14.7%	39.1%	-0.73
	终点	2011-4-20			
16	起点	2011-4-20	7.9%	-10.8%	-0.67
	终点	2011-12-15			

资料来源：彭博资讯 中证期货研究部

图 14： 美国 GDP 增速 (%)



资料来源： 彭博资讯 中证期货研究部

商品身处格局没有差过 2008 年；长周期里，还处于价格重心上移区间：

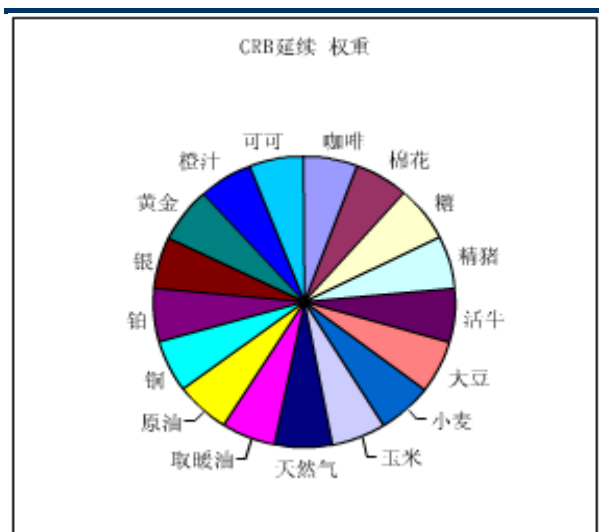
在需求放缓及美元上行两条主线下，我们看淡 2012 年总体商品走势，但在下行幅度上，我们保持谨慎，相比 2011 年，2012 年内最低跌幅可能在 10%以内，而各个板块更尊重自身基本面及季节性变动规律。主要基于以下两个方面的考虑：一方面是，现在与 2008 年比较，商品身处的格局还没有超过 2008 年；另一方面，长周期里，商品还处于价格重心上移的区间。并且不论把商品放在 2001 年以来，还是 2008 年以来的较长周期里，商品仍还处于上行通道。我们也把因此 2012 年定位为蓄势的一年。

我们从以下几个方面来比较现在与 2008 年时的情况。1、危机冲击的方式不一样。2008 年，引发金融市场暴跌的事件较为突然。在雷曼未得到美联储的救助后，市场恐慌情绪极度放大，资本市场现金为王，出现了所有金融市场暴跌的情况。2012 年，欧债、中国地产等都是预期中的风险因素，市场及监管层都已提前有所准备；2、需求变动格局不一样。2008 年整个实体需求也是骤然放缓，而现在美国经济看到曙光，消费有超预期恢复，房地产小幅改善。中国经济出现断崖式放缓的可能也较低。所以我们判断为一个稳中有降的过程；3、全球货币量超发，货币环境依旧宽松。经过 2008 年、2009 年全球“撒钱”式的救助，全球货币依然超发，尽管我们认为美国不会冒然推出 QE3，但其他手段可能会采取，比如在年末，美国联合各大央行调低美元互换利率，这也是在 2008-2009 年危机中使用的手段。

以此同时考虑到 2011 年来自中国、巴西及澳大利亚等多个经济体局部放松流动性。所以，现在货币环境不会比 2008 年更差，目前的瓶颈仍然是银行间的资金以何种方式流出的问题。

长周期里，还处于价格重心上移区间。为了更清楚的观察整个商品的变动规律，我们分析了商品价格从 1956 年至今的变动情况。我们对选取数据先做出如下说明：1、仅反映商品价格的平均变化，采取了 CRB 指数的调整指数，平均权重 17 个商品，每个平均为 5.88%；2、选取该指数也是考虑到数据的可得性及连续性；3、我们认同通胀预期已经反映在价格的变动中，未作出通胀调整；4、我们选取的日数据，找出每一个区间的最高低点，突破点位和时间；这样尽可能精确的找到对应的时间周期，以及波动幅度。如果在更早的时间周期里，价格波动幅度可能更小，所以我们认为这样的周期划分具有较强的参考性。我们看到从 1956 年以来，商品价格经历了三次大的重心上移区间。第一个区间：1956 年-1972 年，CRB 延续指数波动幅度仅为 20 个点，运行时间周期长达 26 年；第二个区间：1973 年到 2005 年，CRB 延续指数波动幅度扩大到 169 个点，运行时间周期长达 32 年；第三个阶段：2005 年-至今。从前两个价格波动区间的周期来看，显然目前还运行在第三个大的区间之中，并且目前的波动幅度已经扩大到了 366 个点。商品的波动幅度无疑在不断增加，但重心总体上移的趋势应该还没有改变。以此同时不论把商品放在 2001 年以来，还是 2008 年以来的较长周期里，商品仍还处于上行通道。所以如果商品价格在 2012 内的调整，回撤整个第三个区间的上沿，那么将还有 38%的跌幅，但若是两个较长周期里的正常调整，那么调整幅度应该在 10%以内。我们仍倾向于后者，所以，我们对 2012 年定位为蓄势的一年，仅有利于捕捉阶段性的机会。

图 15: CRB 指数延续权重



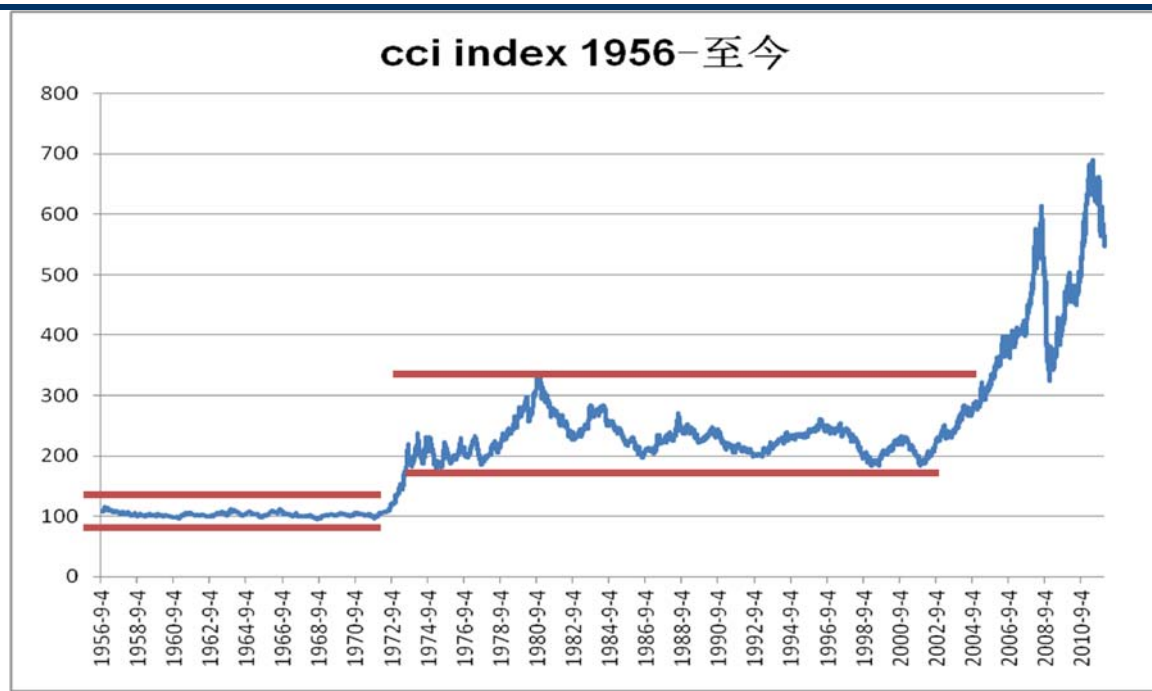
资料来源： 彭博资讯 中证期货研究部

图 16: CRB 延续指数商品所在交易所

CRB 延续指数包含的商品种类详情:		
商品	交易所	选取月份
玉米	CBT	3、5、7、9、12
大豆	CBT	1、3、5、7、8、11
小麦	CBT	3、5、7、9、12
原油	NYMEX	全年
热油	NYMEX	全年
天然气	NYMEX	全年
铜	COMEX	3、5、7、9、12
糖	NYCE	3、5、7、12
活牛	CME	2、4、6、8、10、12
活猪	CME	2、4、6、7、8、10、12
黄金	COMEX	2、4、6、8、12
铂	COMEX	1、4、7、10
银	COMEX	3、5、7、9、12
可可	CSCE	3、5、7、9、12
咖啡	CSCE	3、5、7、9、12
橙汁	NYCE	1、3、5、7、9、11
糖	CSCE	3、5、7、10

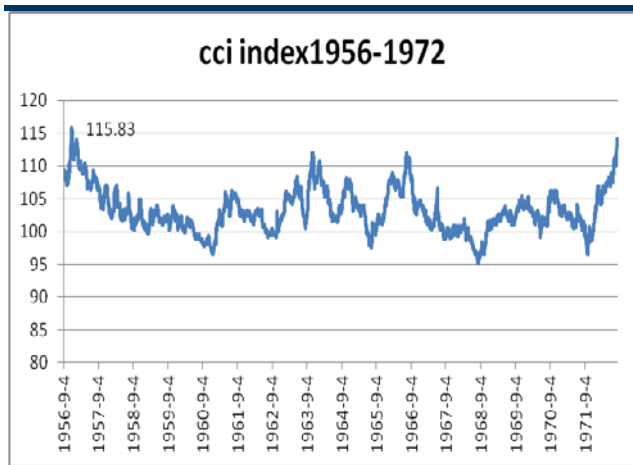
资料来源： 彭博资讯 中证期货研究部

图 17: CRB 调整指数走势



资料来源: 彭博资讯 中证期货研究部

图 18: CRB 指数周 K 线图

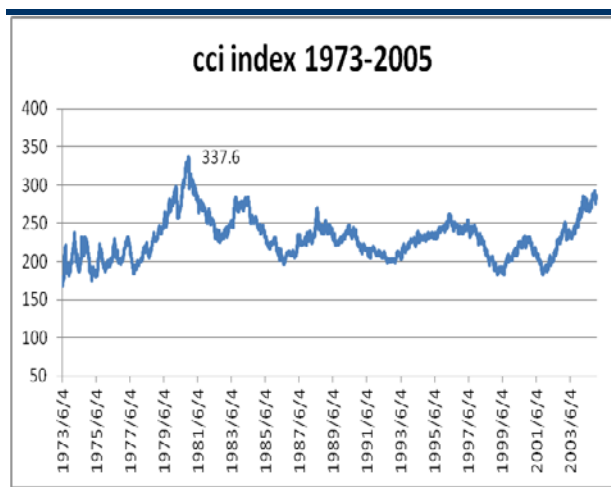


资料来源: 文华财经 中证期货研究部

表 1: 文华财经指数 K 线图

最大值	115.83	1956/11/28
最小值	95.2	1968/8/9
区间跨度	20.63	
突破日期	116.7	1982/8/23
区间周期	26年	

图 19:



资料来源: 文华财经 中证期货研究部

表 2: 文华财经指数 K 线图

最高点	337.6	1980/11/20
最低点	167.8	1973/6/4
区间跨度	169.8	
突破点	338.18	2005/12/1
区间周期	32年	

图 20: CRB 指数周 K 线图



资料来源: 文华财经 中证期货研究部

表 3: 文华财经指数 K 线图

最高点	690.05	2011/4/20	仅有4个交易日跌破上一轮的高点
最低点	323.2	2008/12/5	
区间跨度	366.85		
突破点	?		
区间周期	?		338.18

总结及应对策略

我们综合以上分析, 将 2012 年商品可能出现的六种情景做出归纳, 我们选择情景四。下行过程中, 选择配置可能依次是: 金属、农产品、能源; 贵金属上行; 在反弹过程, 选择配置可能依次是: 农产品、能源、金属, 贵金属。而情景四向情景一及情景六的极端情况发展, 并且在发展过程, 我们可能对市场判断做出的动态调整的条件, 依然是是否会出现过激的量化宽松政策。

说明: 发生概率是对应的各个条件可能出现的判断, 板块机会为所认同方向的依次排列。

情景	条件	发生概率	演进路线	板块机会
情景一 CRB 指数大幅上行 年度涨幅 25%以上	1、需求全面复苏； 2、欧债危机解决； 3、资金流出新兴国家仅是 2011 年的暂时现象	概率较小 概率较小 概率较小	2011 年商品调整结束；就此进入上涨通道，并且将具有较好的延续性。	能源、金属； 农产品； 贵金属步入下行通道；
情景一 CRB 指数大幅上行 年度涨幅 25%以上	1、美国 QE3； 2、欧元区局势恶化，再现超量化宽松； 3、包括中国在内的新兴经济体进入减息周期； 4、需求大幅减缓；	存在一定概率 存在一定概率 存在一定概率 概率较小	2011 年商品调整结束；就此进入上涨通道。快速上涨过程。	贵金属先行； 农产品； 能源、金属；
情景二 CRB 指数中等幅度 上行 年度涨幅 10-25%	1、美国复苏加快，中国经济稳中有降，但降幅较小； 2、美元维持现状 3、全球货币政策维持现状 4、欧元区情况基本稳定	存在一定概率 概率较小 概率较大 概率较小	2012 年 1 季度振荡； 2~3 季度企稳反弹；4 季度进入加速过程；	能源、金属； 农产品； 贵金属步入下行通道；
情景三 CRB 指数小幅上行 年度涨幅 10%以下	1、美国缓慢复苏，中国经济稳中有降； 2、美元小幅上涨，涨幅低于 5%，并且美元上行因素主要来自美国经济复苏的拉动； 3、全球货币政策基本维持现状； 4、欧元区情况基本稳定；	概率较大 概率较大 概率较大 概率较小	先跌后涨，年线上变动不大； 2012 年 1 季度维持弱势；2~3 季度持稳；4 季度小幅上行。	下行过程：贵金属、金属、农产品、能源； 上行过程：金属能源、农产品；贵金属下行
情景四 CRB 指数小幅下跌 年度跌幅 10%以下	1、美国缓慢复苏，中国经济稳中有降； 2、美元中等幅度上行，幅度 10%左右； 3、全球货币政策基本维持现状，或者略有放松； 4、欧债危机年内间接性爆发，尽管欧元区不出现解体情况，但形势不容乐观	概率较大 概率较大 概率较大 概率较大	先跌后涨再跌，年线上变动不大； 2012 年 1 季度维持弱势；2 季度有所反弹；3 季度下跌，4 季度反弹。	下行过程：金属、农产品、能源；贵金属上行 上行过程：农产品、能源、金属、贵金属
情景五 CRB 指数中等幅度 下跌 年度下跌幅度 10%-20%	1、美国缓慢复苏，中国回落幅度远超预期，达到 8%以下； 2、美元中等幅度上行，幅度 10%左右； 3、全球货币政策维持现状； 4、欧债危机年内间接性爆发，尽管欧元区不出现解体情况，但形势不容乐观； 5、资金流出新兴市场较为持续；	概率较小 概率较大 概率较大 概率较大 存在一定概率	从 2011 年起点开始，步入下行通道	金属、农产品、能源； 贵金属上行
情景六 CRB 指数大幅下跌 下跌幅度 下跌 20% 以上	1、需求大幅减缓； 2、美元上行幅度超过 10%； 3、欧元区迅速走向解体； 4、资金加速流出新兴市场	概率较小 概率较小 概率较小 概率较小	从 2011 年起点开始，步入下行通道；回到 2008 年起点	金属、农产品、能源； 贵金属上行

分品种观点：

金属：弱势探底 把握阶段性机会。综合来说，我们认为明年整体市场仍然偏弱，但下跌幅度上，我们也保持谨慎，未如 2011 年全面看空，而是会把握阶段性行情。金属价格或将在一季度继续弱势震荡下行，一季度末、二季度初可能迎来底部，之后二、三季度震荡或再度下行，四季度仍有可能延续阶段性反弹，但空间不乐观，运行中枢低于 2011 年。LME 铜的运行区间为 6000-8500 美元/吨，沪铜运行区间为 45000-66000 元/吨；LME 铝运行区间为 1800-2300 美元/吨，沪铝运行区间为 14500-17500 元/吨；LME 锌运行区间为 1570-2300 美元/吨，沪锌运行区间为 12500-17000 元/吨；LME 铅运行区间为 1700-2500 美元/吨，沪铅运行区间为 13500-17800 元/吨。

黄金：牛熊转化区，还看央行脸色。市场涨跌幅及美元因素促黄金进入转化区域，年内在 1520-1800 美元/盎司波动可能是主导区域。

原油：不确定性增长，油市振荡偏强。

橡胶：商品和金融属性共振 天胶或呈现前低后高。天胶价格走势也可能就出现前低后高的局面。下方三个支撑位 23500、22000 和 20000；上方阻力 30000、34500 和 36500 元。

钢材：负重前行，寻觅契机。2012 年，上半年螺纹钢市场还将维持相对弱势，有望再次探底，下半年振荡重心或有所上移。螺纹钢指数在 3700-3800 有较强支撑，而上方高点或难以逾越 2011 年的高位，较难突破 4800-4900 一线的压力位。全年在 3900-4600 的范围内震荡的时间或较多，投资者可在震荡中寻觅操作契机。

大豆： 2012 年豆类商品期货价格会整体宽幅震荡，价格中枢会低于 2011 年度。我们也对新年度的价格变化节奏给出预判：当前到一季度，宏观压制是主要因素，故一季度以震荡寻底为主。二季度政策调整的效果逐步显现，经济会预期向好、南美产量和北美种植期天气炒作会计提豆类基本面炒作项目，故二季度豆类价格会逐步走强。三季度仍需重点关注北美产量状况和养殖业的变化、预计基本面矛盾较复杂，豆类走势会以震荡回落为主。第四季度基本面和宏观面情况基本明朗，我们认为结合年末的消费行情，2012 年四季度豆类价格会以区间内的震荡上行走势为主。

棉花：宽松格局一季度转变 2012 年棉花前景可期。2012 年中国棉花市场总体呈现振荡上行态势，多空因素相互交替主导，预计一季度将继续（20000-22000）区间横盘调整，二、三季度总体呈现振荡上行态势，四季度走稳为主。操作建议：中长线多单可选择在 1 季度逢低建仓，短线以区间波动操作为主；2、3 季度建议以多头操作为主方向，进入 4 季度则以空头操作为主方向。

白糖：回归价值中枢，演绎季节规律。糖价呈现前跌后涨的格局，但全年再创历史新高可能不大。全球进入丰产周期，预计期末库存消费比将走高；国内也告别连续 3 年减产，迎来新一轮增产轮回。高糖价对用糖需求抑制明显，2011 年春节消费行情或不可期。2011/12 年度供需缺口约 200 万吨，完全可以由进口填补，国内糖市不存在刚性缺口。预计糖价在 2012 年牛市难以再现，回落至价值中枢 5712 元/吨的可能性较大，全年运行平稳，季节性行情主导，波动区间为 4700-6700。□ 操作上，建议 2012 年上半年做空，5-6 月关注糖价筑底后夏季行情的做多机会。另外把握市场节奏，视情况判断春节多头行情的启动和强度。其他时间保持偏空或震荡整理操作思路。

玉米：2011 年中国玉米产量刷新历史新高，玉米上市之际，饲料与玉米深加工企业效益不理想，企业采购玉米相对谨慎，玉米整体呈现弱势格局。直至年底，玉米国家临储收购价格公布，短期给国内玉米期货市场营造利多氛围，造成玉米期货市场出现内强外弱的格局。总体判断受南美地区玉米产量预期增长的影响，2012 年一季度玉米价格可能震荡筑底，底部价位在 2000 元/吨左右，但不排除一季度南美玉米主产区天气变化对玉米期货价格的炒作，随后二季度玉米价格逐步企稳调整，三、四季度随着畜禽消费旺季的开始，饲料及深加工企业的生产量有提升趋势，玉米行情将进入震荡上行格局。操作建议：2012 年一季度逢高短线做空或保持观望，但玉米价格下行空间有限，估计底部价位在 2000 元/吨附近；后续将视情况逢底做多，但也要关注政策面以及南美天气变化的风险因素。

风险因素：欧债突变、中国房地产、各国大选不确定性剧增、资金回流美国速度较快，引发新兴市场风险。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道1777号东方希望大厦9层H室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路14号顺驰第一国际18层1803号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路6号世贸中心B座105室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路515号国信大厦11楼1117室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街8号国际财源中心A座8层801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999