

汇率因素将主导下半年大宗疲软态势

报告要点

■ 美元超预期将成为年内大宗市场的主导因素

在债务危机强力打压欧元的局面下,下半年避险情绪和欧洲中长期增长恶化使得欧元仍存在较大的下行空间,而本次的人民币升值更可能仅对美元产生超短期的负面影响,在这样的情况下,美元指数在下半年很可能出现超预期的升值而强于我们之前判断的“价值强势”。具体来说,我们已将年内欧元的最低位大幅下调至 1.10,而美元的目标位在 92-93 之间。从 00 年以来 CRB 综合指数和美元指数的变化率走势来看,除了两者具有极强的负相关之外,当美元指数在 6 个月内出现大幅升值时,大宗商品难逃下降至少疲弱的厄运。

■ 三大大宗消费国下半年增速放缓减弱需求

从全球大宗商品的需求占比上来看,美、欧和中国三者是最大的消费经济体。对美国而言,三大短期拉动因素在三季度即将消失,产能调整期可能会与库存效应的减弱期并存于下半年的主要区间,增长点上的“真空期”必然减缓经济增速进而削弱大宗需求;欧洲债务危机下的财政大幅提前收紧,在未来 1-2 年甚至更长时段内都会成为其经济发展的重大包袱;而对于中国,以 CPI、M1 和工业增加值为指标的小周期滞胀及衰退是下半年的趋势,在这种情况下,被动的补库存和主动的去库存都是对大宗需求产生负面影响。

■ 原油供需缺口四季度弱势逆转

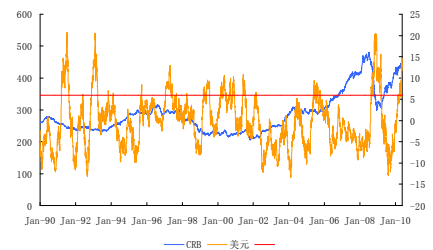
我们以具代表性的原油作为供需定量研究的对象,表明原油在标价因素主导弱势的格局下,下半年脉冲性的反弹机会也会受到明显的限制。一方面,供需缺口在四季度才反转为求大于供,而且绝对量上保持弱势,另一方面,OPEC 仍具有较大的剩余产能空间,OPEC 保持着原油价格的控制力,这成为限制原油过度反弹的“天花板”。

■ 大宗商品疲软或对国内板块造成打击

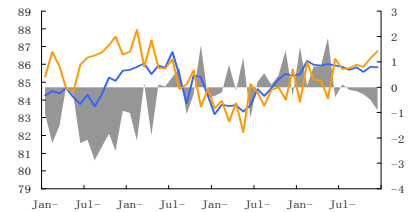
美元超预期升值的可能将使标价因素主导年内大宗商品价格的疲软走势,而在供需层面上主要需求端经济增长点不明或陷入小周期的滞胀、衰退也将抹杀较为明显的脉冲性反弹机会。从目前国内行业的走势来看,我们认为国内的市场仍尚未对大宗走弱的风险有所预期,甚至有所反应。因此,针对这一风险有必要对某些特定的板块予以规避。首先是与大宗密切相关的一些上游行业应予以规避,如有色、采掘、石化等行业。其次,伴随的美元大幅升值也使得出口相关行业成为可以规避的行业。

相关图表、数据

-- CRB 指数与美元指数变化率 --



--全球原油供需缺口--



相关研究

- 2010-05-17 欧元下行风险或大幅超市场预期
- 2010-05-09 希腊危机后续点评——论担忧情绪的
的必要与不必要
- 2010-04-28 “垃圾级”希腊进一步拖累欧元
- 2010-04-20 小周期滞胀确立: 暴跌背后的逻辑
- 2010-04-14 短期超预期的确定与中期回落风险
并存
- 2010-03-13 主权债务问题引发欧洲财政收缩或
将提前
- 2009-12-01 2010 年投资策略报告(四): 美联储
政策退出路线图
- 2009-11-15 2010 年投资策略报告(三): 欧美经
济复苏的差异比较
- 2009-08-10 2010 年投资策略报告(一): 中美存
贷周期重返一致化

分析师: 沈楠、李冒余

执业证书编号: S0490209080252

联系人:

沈楠

(8621) 68751691

shennan@cjsc.com.cn

正文目录

前言	5
美元大幅升值风险打压大宗走势	5
美元大幅升值下大宗难逃弱势	6
债务危机——美元超预期的主因	9
财政紧货币松政策的持续加剧恶化基本面	9
欧元目前弱势利空因素诸多	10
三方面动力支持欧元仍存下行空间	12
人民币升值——小幅升值难改美元趋势	15
供需因素——脉冲性上涨空间受限	20
整体经济增速放缓将减弱大宗需求	20
美国：短期拉动力消失与增长“真空期”并存	21
欧盟：债务危机将拖累长期经济增速	25
中国：滞涨下的被动补库存	26
供需案例分析——原油供需探究	27
大宗疲弱下的国内板块影响	31

图表目录

图 1: 76 年库存周期反弹第二阶段高点时期的美元与大宗对比	5
图 2: 从美元大幅升值到大宗弱势的逻辑路径	6
图 3: 美元指数变化率与 CRB 指数	7
图 4: CRB 指数走势	7
图 5: 91 年原油需求走势	7
图 6: CRB 指数走势	8
图 7: 93 年原油需求走势	8
图 8: CRB 指数走势	8
图 9: 08-09 年原油需求走势	8
图 10: 近 30 年来主要发达国家政府成功大幅削减赤字的经验	Error!
Bookmark not defined.	
图 11: 近 30 年来主要发达国家政府部门去杠杆的经验	Error!
Bookmark not defined.	
图 12: 比利时、荷兰与意大利上世纪 80 年代的财政调整	Error!
Bookmark not defined.	
图 13: 主要发达国家未来需要的赤字平衡方案	Error!
Bookmark not defined.	
图 14: 主要新兴市场国家未来需要的赤字平衡方案	Error!
Bookmark not defined.	
图 15: 以劳动力成本衡量的外部竞争力指数	Error!
Bookmark not defined.	
图 16: 以消费物价水平衡量的外部竞争力指数	Error!
Bookmark not defined.	
图 17: 债务及核心国在欧元区的经济比重	10
图 18: 英国宣布购买债券后英镑走势	11
图 19: 美国宣布量化宽松货币政策后美元走势	12
图 20: CFTC 非商业空头比与欧美相对 PMI 差值	13
图 21: 美元指数购买力评价测算	13
图 22: 对非欧元区出口占 GDP 比重	14
图 23: 德、法对外净出口表现	14
图 24: 欧元区对外净出口表现	14
图 25: 人民币小幅多次升值期美元指数持续下跌	15
图 26: 持续高企顺差导致必须不断小幅升值	16
图 27: 美国零售销售与中国贸易顺差	17
图 28: 名义汇率与实际有效汇率变动	17
图 29: 中国出口结构	17
图 30: 美国在中国出口占比自 06 年末开始下行趋势	18
图 31: 欧元兑美元走势	18
图 32: 年内实际有效汇率升幅	18
图 33: 汇率、NDF 差值与美元指数	19

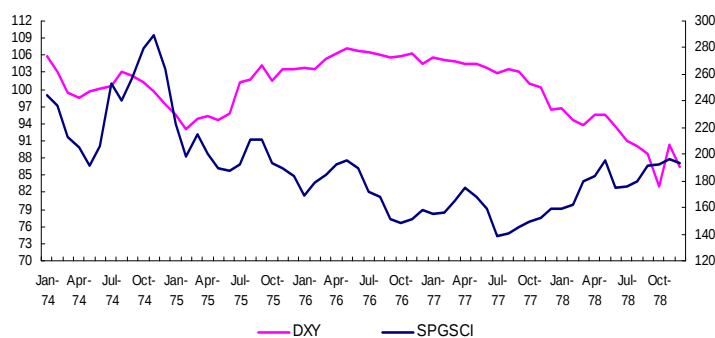
图 34: 人民币 NDF 走势.....	19
图 35: 原油主要需求国下半年经济增速均明显放缓将对大宗供需面构成压力	21
图 36: 下半年短期拉动因素消失或效果逆转	21
图 37: 1990、2000 年人口普查对各季度就业的影响.....	22
图 38: 2010 年人口普查对各季度就业的影响预测	22
图 39: 美国经济四个部门的复苏现状.....	22
图 40: 房贷违约率	23
图 41: 家庭负债率	23
图 42: 美国赤字/盈余占 GDP 的比重-庞大的债务负担.....	23
图 43: 总贷款及信用卡撇账率	24
图 44: 总贷款及信用卡拖欠率	24
图 45: 美国企业税后利润	24
图 46: 库存短周期与产能中周期的并行调整	25
图 47: 以 CPI、PPI 和工业增加值决定的战术周期显示复苏进入第二阶段.....	26
图 48: 小周期滞涨后的小周期衰退	26
图 49: 小周期滞涨期的被动补库存	27
图 50: WTI 原油与 CRB 原材料指数	28
图 51: WTI 原油与 CRB 金属指数.....	28
图 52: 铜与 WTI 原油	28
图 53: 全球原油供需缺口	29
图 54: 美国原油需求占全球总需求比重	29
图 55: 美国与 OECD 库存.....	29
图 56: OPEC 富余产能与现产能.....	30
图 57: OPEC 富余产能占现产能比	30
图 58: 原油价格和 OECD 库存	31
图 59: 原油价格和富余产能占比	31
图 60: “指数和” 指标与原油价格	31
图 61: 大宗商品与美元走势对比	32

表 1: 欧元区焦点国家赤字率预测	10
表 2: 援助计划一览	10
表 3: 欧元区部分国家赤字纠正期限表	25
表 4: 欧元区焦点国家赤字率预测	25

前言

在《2010 年投资策略报告之一-中美存货周期重返一致化》一文中，我们就曾对今年的大宗商品走势给予过简短的分析，当时我们仅从与 76 年的库存周期的历史对比中，得出大宗将会以趋势上的走弱和脉冲性的上涨相结合的结论。

图 1：76 年库存周期反弹第二阶段高点时期的美元与大宗对比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

在这篇报告中，我们仍旧延续标价因素与真实需求因素相结合的研究办法，首先以美元指数的走势判断为起点，结合了对其影响较大的债务危机和人民币升值的影响。其次以大宗商品中较有代表性的原油作为研究对象，从经济基本面和原油供需情况分析整体的供需结构。

通过本文的研究，我们得到以下的结论：在债务危机强力打压欧元的局面下，下半年避险情绪和欧洲中期增长恶化使得欧元仍存在较大的下行空间，而本次的人民币升值更可能仅对美元产生超短期的负面影响，因而，美元指数在下半年很可能出现超预期的升值而强于我们之前判断的“价值强势”，标价因素将再次成为大宗商品市场上的主导者。而从供需的角度来看，一方面，主要的需求国——美、欧、中——下半年的经济增速均相对上半年面临增长“真空期”或政策压力下的周期滞涨、乃至小周期衰退。

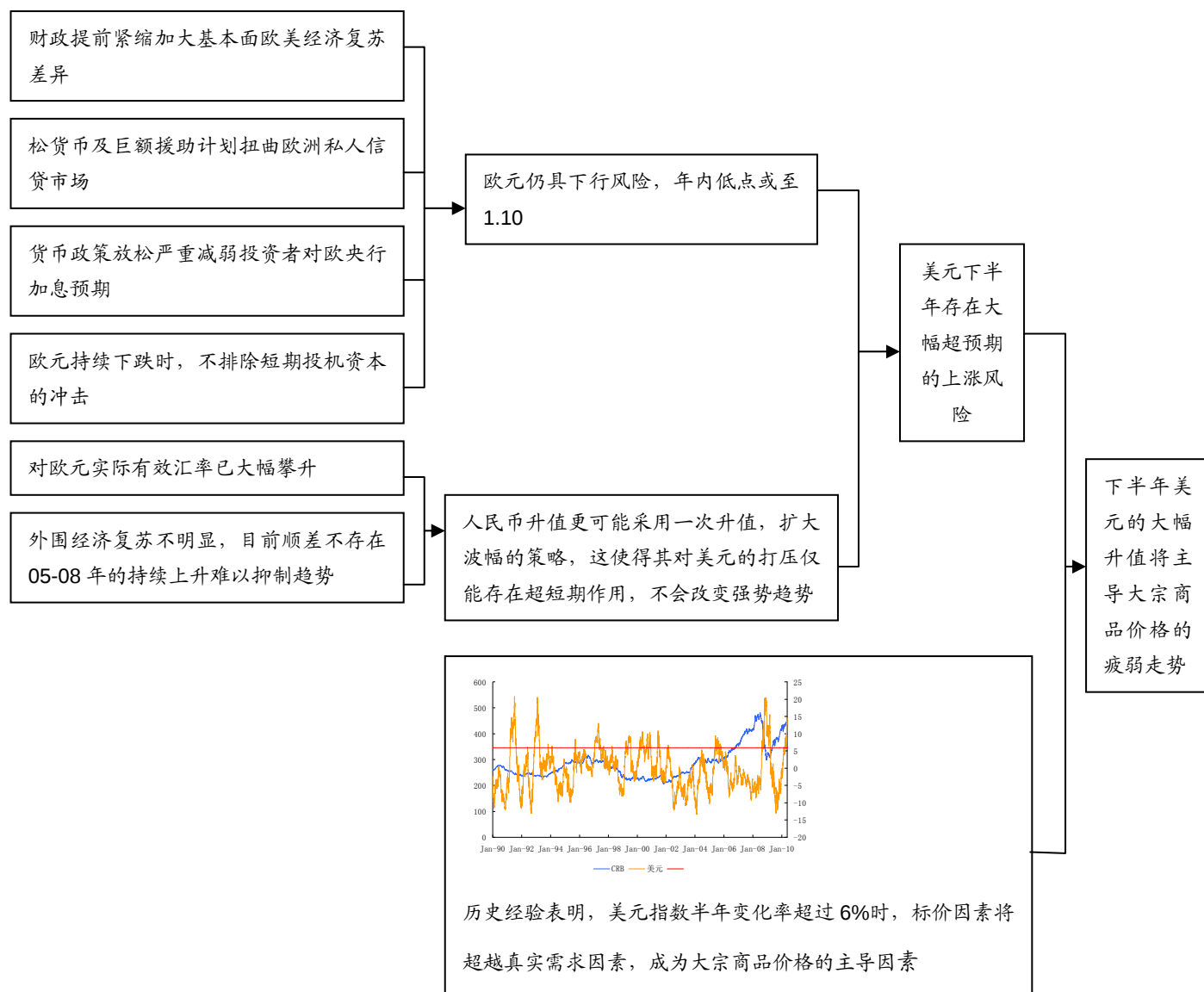
另一方面，以原油为代表的供需缺口分析表明，仅至今年 4 季度才会出现求大于供的缺口反转，并且这种反转仍处在弱势，而 OPEC 目前还保持着较高的剩余产能，OECD 的原油库存也较高，两者对原油保持的较强控制力将会限制以原油为代表的大宗商品在下半年脉冲性反弹的强度和空间，而事实的经验也证明在库存和剩余产能占比高企的时候，原油表现难以乐观。

美元大幅升值风险打压大宗走势

在去年末的《2010 年投资策略报告(三)：欧美经济复苏的差异比较》一文中，我们就曾提出 2010 年欧美在经济复苏上的差异将决定，美元由弱势回归基本面决定的中期强势，而在欧元区遭遇债务危机冲击，并且事态逐步蔓延发展之后，美元在年内的走势将难以仅仅再用“强势”两个字来形容，我们甚至开始担心，美元会大幅超预期上涨而带来强力升值风险。从历史经验上看，在美元开始出现大幅度升值的阶段，影响大宗商品的诸多因素中，大宗的标价因素将逐渐强于真实需求因素，在这一部分，我们将首先通过历史视角看待在美元大幅升值的情况下以往大宗的走势，再从欧元区债务危机引致的欧元下行的尚未见底和人民币升值对美元的影响开始，论证美元年内出现高于目前市场预期的背后主要逻辑和动因。而从下图中，

我们对这一逻辑进行了简单的概括。

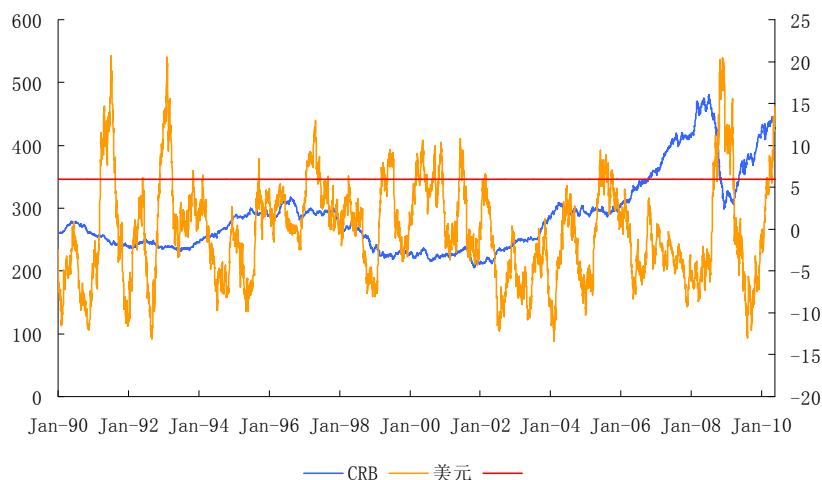
图 2：从美元大幅升值到大宗弱勢的逻辑路径



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

美元大幅升值下大宗难逃弱势

在之前的专题报告《欧元下行风险或大幅超市场预期》一文中，我们对目前欧元的下跌空间和美元的走势已经给予了一定初步的测算，在本文后面关于欧元区 and 人民币升值两个部分也将给与更为详细的。总的来看，我们对于美元给出的是92-93的年内目标区间。而根据目前美元指数的价位来看，如果以美元尚未呈现超强势状态的4月的收盘价81.866计，那么距以92计的目标价位的升值空间在12.37%，而以目前已出现强势升值后的价位87.162来算，升值空间仍有5.55%。在下图中，我们对比了90年以来，美元指数的半年变化率超过6%的情况。

图 3：美元指数变化率与 CRB 指数


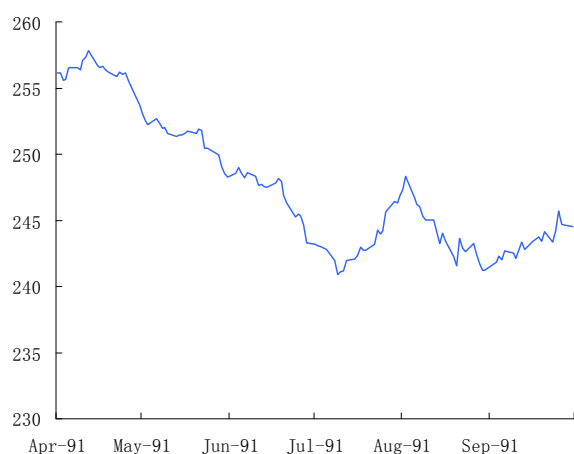
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

我们可以看到，从 90 年代初起，美元指数半年内的变化率有较明显和持续性超过 6% 的情况主要出现过 3 次，分别是在 91 年 4 月、93 年 1 月和 2008 年 9 月。

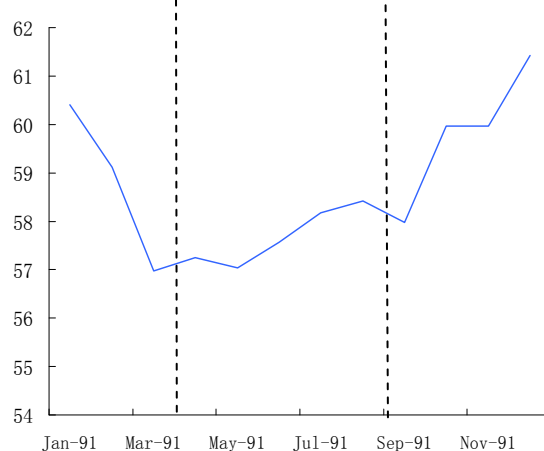
首先，从持续时间上来看，尽管除这三次以外，美元指数仍有数次超过甚至触碰 6% 界限，但是持续的时间都不长。而上述的三个时间点均有持续半年以上的高增长：91 年 4 月—91 年 9 月；93 年 1 月—93 年 6 月；08 年 9 月—09 年 4 月。

其次，我们分别来看，这三个时间段上 CRB 指数的走势以及当时原油的需求情况。

91 年 4 月—91 年 9 月：从 CRB 指数的走势来看，在这段区间内几乎保持单一的下行趋势，中间仅有一波非常小幅的反弹，而从同时期反映供需面的全球原油需求来看，在这一时期需求处于持续上升的状态，而这表明美元指数的大幅上升的确抵消了需求给予大宗商品的支撑。

图 4：CRB 指数走势


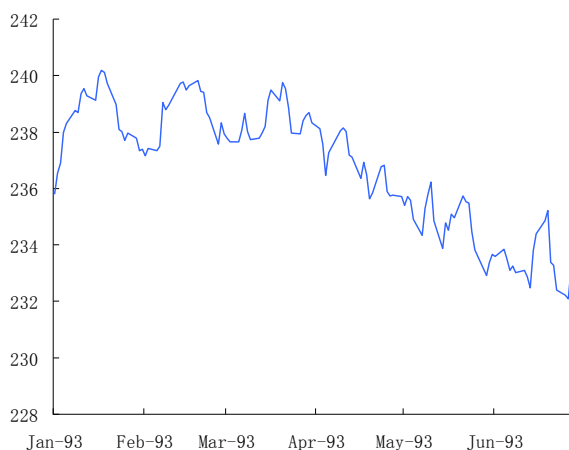
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：91 年原油需求走势


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部；

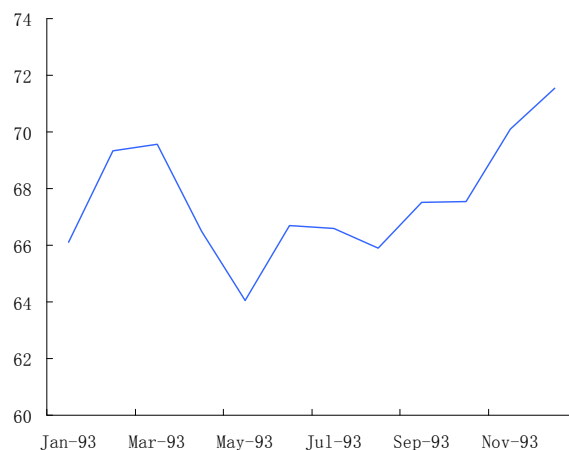
93年1月—93年6月：从这段时间CRB指数来看，依旧表现出持续性的下行，而在原油需求端，尽管1月至6月这段时间的需求并未表现出像91年如此的旺盛态势，但是纵观整个93年的需求来看，仍旧是以强势为主，因此从这段时间的历史经验来看，在美元指数大幅上升阶段，标价因素对大宗商品的走势也表现出更强于供需面的影响力。

图 6: CRB 指数走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 7: 93 年原油需求走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部;

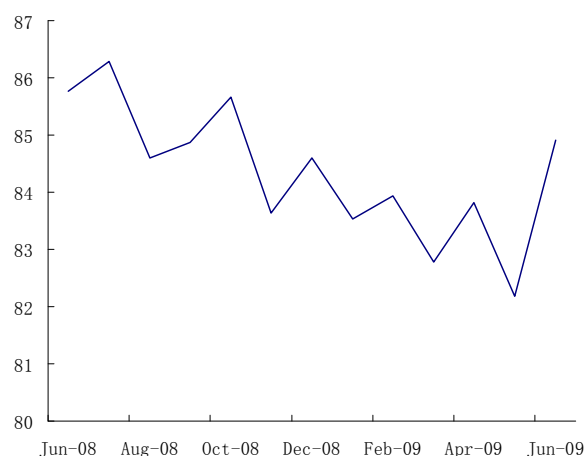
08年9月—09年4月：对我们来说，尽管这个时间区间内CRB的走势也呈现出持续下跌的走势，但是我们认为相比前两个时间段，这段时间并不具有一定的代表性。因为从需求端上的弱势走势也是支持在这段时间内大宗商品价格下行的主要动力之一。

图 8: CRB 指数走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9: 08-09 年原油需求走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部;

总的来说,从 90 年代以来,历史上美元指数 3 次半年变化率超过 6%的情况来看,尽管在供需面上可能存在对大宗商品价格的支撑,但当美元出现强势上涨的时期,这种标价因素对大宗商品价格的打压影响或将超过供需面带来的支撑,成为决定大宗价格的主导因素。

第三,反观目前的美元走势,从上图 3 中我们可以看到,目前的美元指数价位在半年的变化率方面已经明显超越 6%的增长率,而年内目标位的高点较现在的美元价位也仍旧具有 6%左右的上涨空间,因此我们可以大致的判断,下半年的大部分时期,美元指数半年的变化率这一指标都将处于 6%的水平以上,而根据前面我们对历史经验的分析可以看出,持续性的超越这一水平往往都会使得标价因素超越真实需求因素成为决定大宗商品弱势走势的主导因素。

而在下面两个部分我们将通过对欧元区债务危机进而包括欧元继续下行的可能以及人民币升值将对美元产生的打压力度进行分析,论证美元下半年将出现超预期强势的逻辑。

债务危机——美元超预期的主因

针对欧元来看,目前希腊等债务国面临的债务危机是导致欧元目前疲软和继续下行的主要根源。而作为美元指数最大的成分货币,研究欧元继续下行的可能性,对于论证美元下半年的超预期强势是非常重要的。

财政紧货币松政策的持续加剧恶化基本面

近期欧元区在面对希腊等债务成员国的问题上,援助态度积极性大幅提升。但我们认为 7500 亿的救助计划从另一个侧面看就是增加了其他国家的显性或隐性的财政负担,如果这些援助国为了确保自身的债务水平不再上升,那么其也将实施紧缩的财政计划,因此紧财政的状况在欧元区整体得以恶化。所以这实际上是在加重我们原先所提出的紧财政下经济增长基本面继续在中长期恶化的判断。

就财政政策上的紧缩而言,在《欧元下行风险或大幅超市场预期》一文中,我们对欧元区的年内 GDP 增速再次予以下调,从最初 1.2%下调至 0.8%后,又再度下调至 0.7%,这其中主要包括两方面的原因:一是债务成员国所采取的强有力的财政削减政策拖累了目前仍受政策刺激拉动较大的经济复苏,特别是在欧元区内经济比重较大的西班牙,其新一轮削减政策的公布对整个欧元区的影响较大。这共拖累了约 0.4%的 GDP 增长;二是援助国 4400 亿援助计划,对其本身财政赤字削减计划的挤出和干扰。对债务成员国的援助计划使得德、法等核心国在原有承诺的赤字率不变的情况下,财政规划需要进一步调整,削减空间受到援助计划的明显挤压,这对 GDP 的增长也将产生负面影响。在下表 2 中,我们罗列了 1100 亿欧元援助中主要的出资国家,我们可以看到今年的总援助额为 300 亿欧元,而其中以德国为首援助额为 84 亿、法国为 39 亿、意大利为 55 亿、西班牙为 36 亿。尽管其相比较与各国的 GDP 来看,占比并不大,但由于这四个国家几乎包括了整个欧元区经济的比重,根据其 2009 年 GDP 产出的现价以及欧元区的经济比重来估算,我们估计这对整个欧元区 GDP 增长的影响在 0.1%-0.2%之间。

表 1: 欧元区焦点国家赤字率预测

	2009	2010	2011	2010年赤字率降幅
希腊	-12.7%	-7.7%	--	5%
葡萄牙	-9.3%	-7.3%	-4.6%	2%
西班牙	-11.2%	-9.4%	-8.6%	1.80%
爱尔兰	-12.5%	-10.1%	--	2.40%
意大利	-5.3%	-5.3%	-4.5%	0%
法国	-7.5%	-8.0%	-6.5%	-0.50%
德国	-3.20%	-5.00%	-4.50%	-1.80%

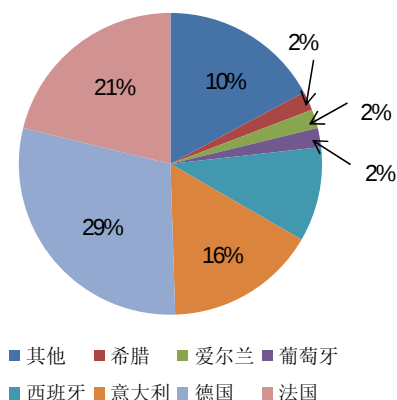
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 2: 援助计划一览

国家	总援助额(十亿欧元)	年内援助额(十亿欧元)	2009年现价GDP(十亿欧元)
德国	22.4	8.4	2407.2
法国	16.8	3.9	1920.9
意大利	15	5.5	1520.9
西班牙	9.7	3.6	1051.2

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: 债务及核心国在欧元区的经济比重



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

欧元目前弱势利空因素诸多

结合之前部分对实体经济基本面打击的分析,我们认为在新政策下,利空欧元的因素和判断逻辑在不断得到累积和扩大。

首先,从基本面上看,显著扩大了原有的欧美复苏差异。这主要包括以下几点:

第一,财政削减新政策不断出台,西、葡两国最近的计划将不会成为欧元区国家年内财政削减计划的终点。提高市场信心、获取债务援助以及避免主权评级被持续下调这些都是债务危机国可能继续下调赤字率的主要动力。对欧元区的 GDP 增长我们已由原有 1.2%下调至了 0.7%,欧洲经济增速的继续放缓大大扩大了欧美两国在基本面方面的差异。

第二,私人信贷市场的挤出效应和扭曲。这主要来自几方面的力量,一是 4400 亿援助的资金主要由政府担保、市场募集而得,这将使得私人信贷市场的资金被很大程度上抽离;二是欧央行在参与二级市场政府债券的购买同时,必将进行对冲,这也会对私人信贷市场造成挤出和扭曲,并且目前并未公布购买的额度,因此这种扭曲的程度仍无法估计;三是债务国的

风险敞口主要集中在欧洲发达国家，银行业坏账拨备的大幅计提也对信贷市场造成打击。而在私人信贷市场难以保持稳定的情况下，希望私人消费和投资能够稳步复苏的可能性很小。

第三，通胀成本的转嫁将在中长期内影响欧元的基本面。欧央行在货币政策上逐渐受到“倒逼机制”的影响，开始丧失其一贯的独立性和坚决抵制通胀的态度，在任何一个国家都因为“太大而不能倒”时，通胀政策目标的重要性开始降低，这将使得中长期内的通胀成本开始对实体经济的恢复产生负面作用。

其次，在市场预期和交易情绪方面，这种氛围不但未因为巨额救助计划的出台而开始消散，反而开始又添“新愁”：

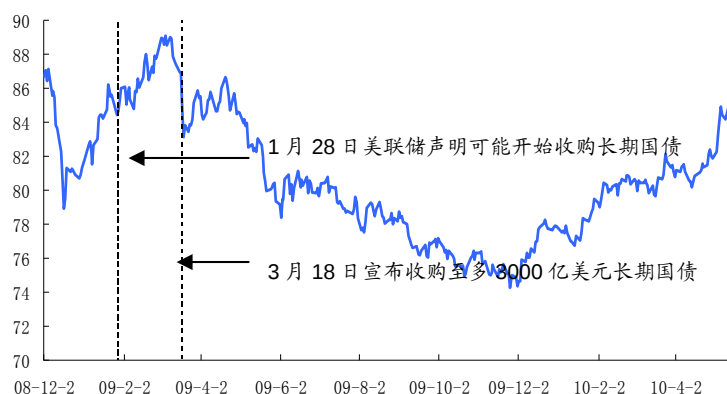
第一，欧央行决定在二级市场上购买政府债券，使得其货币政策的独立性开始受到质疑和挑战，通胀预期心理逐渐显现，起到拉低美元的作用。尽管巨额救助以及欧央行购买债券的做法开始缓解对债务本身的避险情绪，但是通胀预期和欧央行独立开始成为了主导的情绪。在下图中，我们对比了 2009 年英国和美国开始实施债券购买计划以及量化宽松货币政策之后，英镑和美元的走势，从图中几次债券购买的情况来看，英镑或美元的下跌势头并未有较长的持续性，基本都尽在小幅下降后随即反弹，英镑在 3 月份甚至持续升势，但我们认为，这并不能成为欧央行此次收购政府债券不会拉低欧元的佐证，原因在于当时的情况与目前欧央行的债券购买计划有以下几点不同：1. 在全球均陷入金融危机的时刻，美国和英国几乎是在同时开始采用量化宽松政策的刺激手段，并且经济衰退期的通胀水平明显倒退，因此对于两种货币本身并未产生较长时间的贬值趋势。但与此不同的是，目前欧央行的购买国债行为并没有美联储相同的政策予以同行，同时全球的 CPI 年同比水平也有较大的提高，因此，市场的通胀预期将为成为一种新的打压美元的情绪，而目前从欧元的水平来看，这一预期尚未在定价中反映，因此从这个角度来看，欧元有进一步下跌的空间；2. 美联储的债券购买计划在真正实施之前已发表声明可能采用这一计划，而英国当时的这一政策实施前也已被市场预期，因此在政策公布前，币值的走势上已反映了该预期，我们可以看到，英镑的前两个时间点，和美元的第二个时间点之前，均处在明显下跌的通道中，而此次欧央行的债券购买计划超出市场预期，欧央行一贯强硬的抗通胀政策使得投资者并未预期到这一计划的可能性；3. 英国和美国在购买限额上有明确的声明，而欧央行并未公布明确细节，因此不透明性也会放大原有可能出现的小幅下降趋势。

图 11：英国宣布购买债券后英镑走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 12：美国宣布量化宽松货币政策后美元走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第二，欧央行在购买计划上的不透明性也将会放大市场的这种担忧情绪。目前来看，欧央行未对二级市场购买计划给出太多的细节，同时对于限额也没有明确的公布，在这种焦点政策细节不够透明的情况下最易引发市场原本的情绪予以放大，而这种通胀预期情绪的放大将在欧元定价上形成更大力度的打压之势。

第三，救助计划的预期已经兑现。目前 7500 亿欧元的救助计划已相当庞大，市场对于欧盟能够再给与较明显的救助的预期以显著减弱，随着救助计划预期在欧元定价中的已经兑现，这一利好因素的消除，也使得投资者目前对救助计划出台不久却依旧疲软的欧元难以再拾信心。

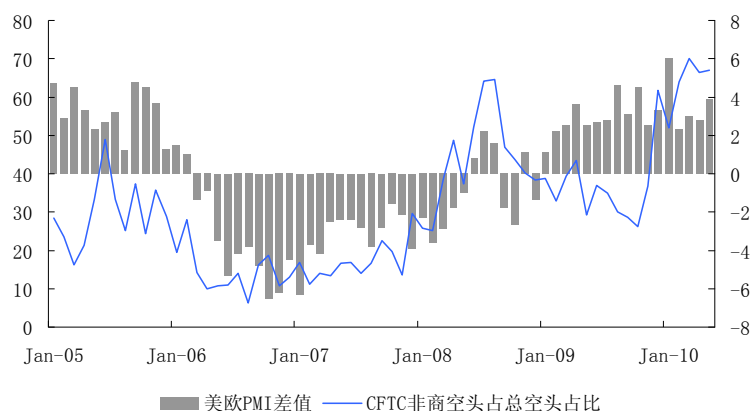
三方面动力支持欧元仍存下行空间

从以上的分析来看，目前欧元的疲软表现已存在这较多的利空因素，但并不足以排除目前欧元经历弱势筑底的质疑，而其利空的动力能否在下半年继续维持成为了欧元继续下行的关键。

首先，目前欧元的弱势走势尽管存在这比较明显的国际短期资本投机行为，但是决定其走势的仍旧是基本面中长期内持续的恶化担忧和明显的避险情绪，以及对比之下美国经济复苏的强劲表现。

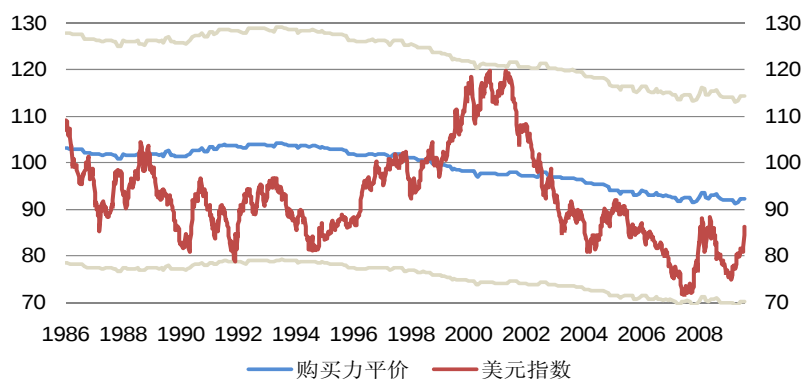
下图中是我们观察到目前的 CFTC 披露的欧元非商业头寸空头占总空头的比率。仅从 CFTC 非商空头率上来看，目前的空头率已处于历史的高位水平，但这并不意味着目前市场上对于欧元的投机气氛高涨，当我们在图中加入美国与欧盟的 PMI 差值时，基本面的支撑因素就较为明显。从 05 年的整个趋势来看，两者具有较强的拟合度，而目前的欧美相对 PMI 已出现底部的强力反弹，在空头率处于历史高位的同时，相对 PMI 也处于历史的高位水平。

再返回我们之前一个部分对希腊危机加重中长期内欧美复苏差异进一步扩大的结论，未来下半年内相对 PMI 值继续走高的可能性仍旧大大增强，在代表基本面的 PMI 高位持续走高的前提下，其支撑的 CFTC 空头率上升并不仅仅是浓厚的投机气氛推涨下的结果。

图 13: CFTC 非商业空头比与欧美相对 PMI 差值


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

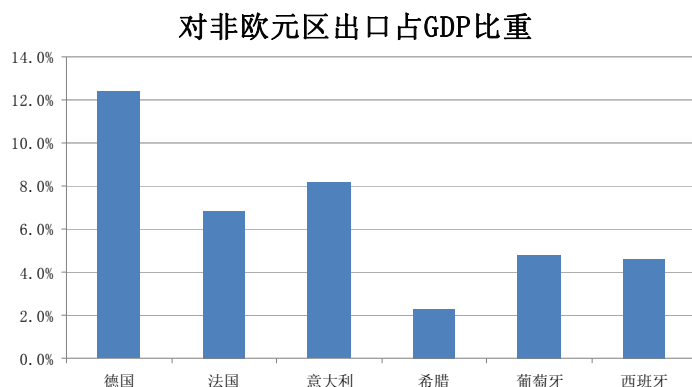
其次，使用购买力评价的定价测算下，目前欧元兑美元的汇率较购买力评价模型的水平仍旧有一定的高估，如下图。从图中我们可以看到，目前美元仍旧低估约 7%，欧元相对美元仍低估约 10%，这还是未经生产率调整后的估值比较，我们在近日的《欧元下行风险或大幅超市场预期》一文中，也已将欧元的年内低点下调至 1.1，而美元指数年底的目标位上调至 92-93。

图 14: 美元指数购买力评价测算


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

最后，欧元区未来经济复苏支撑动力的不足，也支撑了政府在一定程度上将放任弱势欧元的持续。从债务成员国的角度来看，一轮又一轮的财政刺激提早削减对个人消费和投资的打压是显而易见的，而从赤字率仍旧较好的核心国角度来看，巨额的援助计划将会打乱其原有的赤字削减计划，从而压缩国内财政刺激可以实施的空间，这种援助对国内财政的“挤出效应”对消费和投资的负面影响也难以忽视。另外，私人信贷市场所受到的扭曲和打击也将对进一步的私人消费和投资产生明显消极作用。而以目前欧元区的局面来看，弱势欧元所唯一能够带来的好处在于对出口产生一定的提振，成为能够未来欧元区复苏放缓影响的主要动力，从下图来看，对于欧元区的核心国，除去内部贸易之外，对非欧出口占 GDP 的比重均至少在 7% 以上，因此只要不出现较为严重的投机倾向的前提下，保持弱势欧元对这些能够控制欧元区整体政策走向的核心国来说，是可以容忍的。

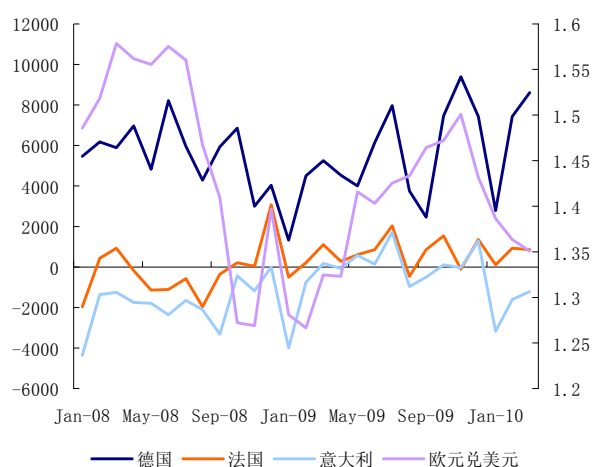
图 15: 对非欧元区出口占 GDP 比重



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

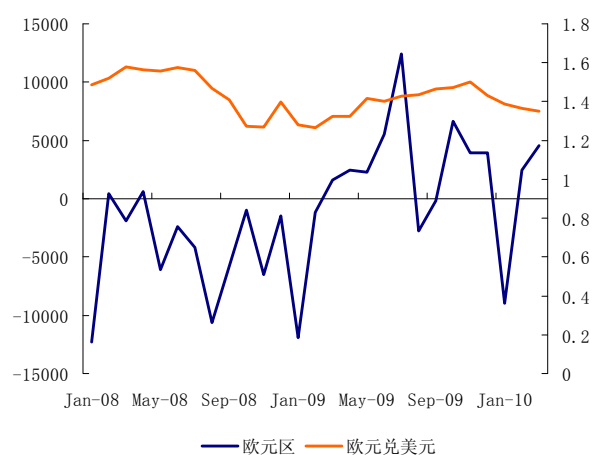
而从目前主要欧元区国家的出口情况来看, 弱势欧元对出口的提振已开始显现。从下右图可以看出, 整个欧元区的对外净出口已从 2010 年 1 月开始出现明显的反弹, 而这种对出口的提振不仅已经出现在原本贸易盈余的德、法两国, 对于意大利等贸易逆差国来说, 其提振的效果也比较明显。因此, 从政府态度上来看, 下半年政府并不存在主动挽救欧元弱势的动力。

图 16: 德、法对外净出口表现



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 欧元区对外净出口表现



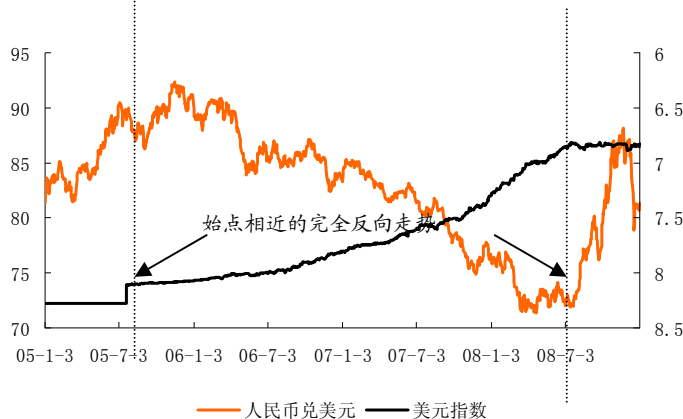
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

总的来说, 对于欧元下半年仍存在超预期下行空间的判断, 我们的逻辑出发点仍旧来自基本面上欧美经济复苏差异进一步扩大的认识。而从相对 PMI 差值来看, 目前的欧元低位并不存在较大的投机成分, 因此, 除了目前已经存在的多方面利空消息以外, 未来半年内基本面差距的进一步扩大将持续会挤压欧元的下降态势, 作为美元指数最大成分, 这将在很大程度上决定美元下半年的超预期升值。

人民币升值——小幅升值难改美元趋势

尽管作为美元指数构成的主体部分，债务危机将欧元下行空间继续放大的结果，的确在很大程度上能够支持我们对于年内美元超预期冲高的判断，但人民币近期的升值预期也是决定下半年美元是否能够超预期强势的另一值得考虑的因素，尽管美元指数中不包括人民币。这一点从 05-08 年人民币开始实施管理浮动汇率制度，并“小步走”升值过程中可以看出，从下图来看，首先从时间区间上看，美元的此波下跌行情的开始与反转，都和人民币的“小步”升值过程几乎同步，尽管这段时间内全球经济繁荣所带来的风险偏好等因素对美元的走势也起到了不利的影响，但是如此同步的起止时间，表明人民币的升值策略和幅度的确会对美元指数的走势产生明显影响。

图 18：人民币小幅多次升值期美元指数持续下跌



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

借鉴 05-08 年的经验，除去一些当时风险偏好方面的因素，我们发现尽管欧元区疲软对美元未来半年内超预期升值的确起到主力推动作用，但下半年人民币升值所带来的风险大小也有可能成为拖累美元的因素，在判断美元走势的问题上，有进一步讨论的必要。

从人民币与美元指数背向走势的背后逻辑来看，有两条作用机理：一是在经济面一致向好的形势下，人民币升值，特别是“小步走”的升值策略，将不断加重市场预期的自我加强，经济面较好的情况下，风险偏好有较强的异动，流动性趋向离出美国；二是在人民币选择盯住美元的情况下，这等于美元与人民币之间相互挂钩，在这样的均衡状态下，人民币相对于欧元保持着低估的状态，而美元相对于欧元始终保持高估状态，但由于两者相互挂钩，这种高、低估的情况并未在名义汇率上反映出来，而一旦出现像 05-08 年这样，人民币采用管理浮动的制度之后，这种相互之间的挂钩关联出现松动，因此相对欧元高、低估得以在名义汇率上表现，美元指数开始出现回落。

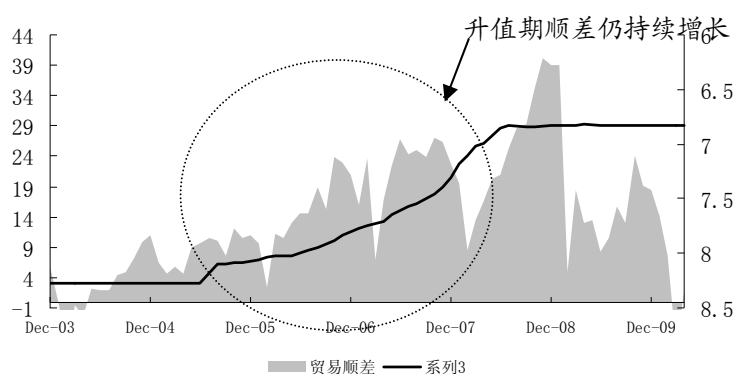
总的来说，我们认为，本轮人民币名义汇率的升值将难以呈现出与 05-08 年类似的大幅升值，一方面，欧元在出现大幅下行的风险之后，人民币实际有效汇率已出现了大幅的升值，而这种有效汇率的升值，将部分替代名义汇率升值的空间，这将导致未来人民币在升值空间和升值策略上显得保守和有限，另一方面，“小步走”的升值策略或并不受用于本次的升值过程，

这样就消除了预期自我加强的效应，因此本轮的人民币升值对美元指数来说仅能构成超短期的负面打压，美元小幅调整后会迅速重回升势。

首先，从路径上看，我们认为人民币升值的可选择路径有两条：一是选择 05-08 相同的路径，采用“小步走”的升值策略，每次的升值幅度不大，但是始终保持升值步伐，持续时间较长，如果采用“小步走”的方法，必然存在升值预期的自我加强，尽管考虑到风险偏好未有 05-08 年时如此之强，但流动性冲击仍旧存在，这样美元指数下行的动力将会大大增加；二是选择一次性升值，但同时改盯一篮子货币，并扩大波动区间的做法，甚至真正公布的波幅扩大在今年都难以见到，仅有一次升值。

对于这两种路径的可能性分析上，我们认为此次再次实施“小步走”升值策略的可能性很小，从和 05 年的对比中，我们发现这种策略的根本逻辑在于，贸易顺差的持续过大使人民币始终面临升值压力，从而不得不实施“小步走”策略而不断以小幅升值缓解来自贸易甚至政治的压力，直至美国次贷危机爆发，从下图可以看出，人民币结束小幅升值在 08 年 7 月左右，而中国的顺差见顶在 09 年 1 月份。

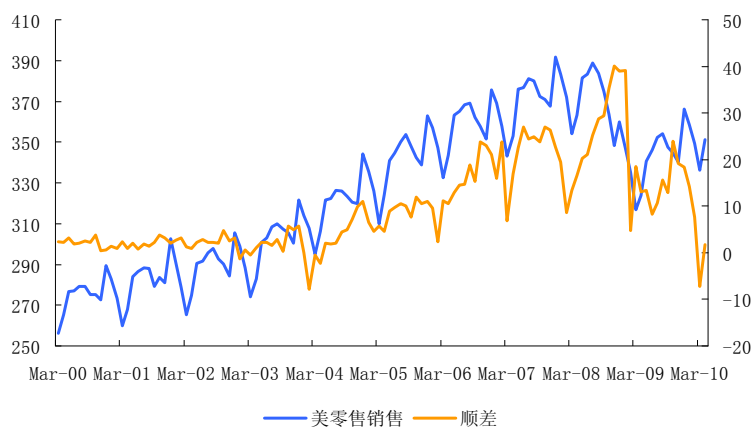
图 19：持续高企顺差导致必须不断小幅升值



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

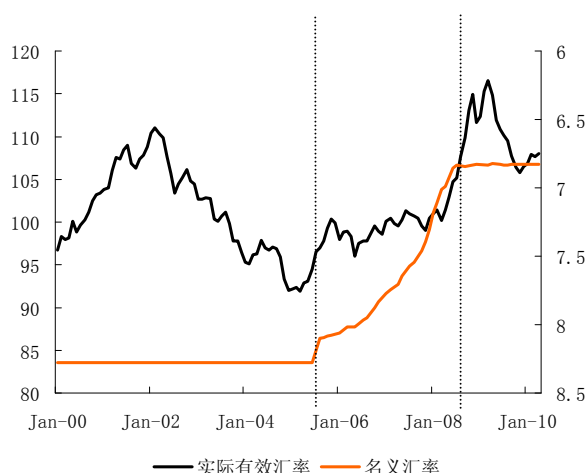
而反观目前的升值预期来看，导致“小步走”这一路径的动力并不存在，从下面两个因素分析，后续顺差难以出现趋势性的强势，这使得人民币升值可以更多的倾向于加大本国内部的货币政策独立性，而不会受到外围缓解顺差压力的胁迫，选择升值的考虑更多在于为国内下一步的货币政策实施铺路，那么相比于“小步走”，盯住一篮子和扩大波动区间更有利于达到这一目的，因此迫于顺差压力而进行的“小步”多次升值不太可能，反而加强货币政策独立性的扩大区间一次升值的路径更加可靠。

第一，对于中国的贸易顺差来说，相比名义汇率的变动，经济增长引领的需求旺盛是更重要的决定因素。如下图，我们将美国零售销售与中国贸易顺差作对比，为了平滑零售销售的季节性因素，我们选取了 3 月的移动平均，从图上看，尽管仍具有一定的周期性因素，但是两者具有较强的相关度。从本身的相对水平来看，目前美国的消费距 07-08 年的水平仍旧较大的差距，并且金融危机后，消费者的负债率仍旧较高，储蓄率开始出现较为明显的回升势头，这也减弱了在未来半年内美国消费能够得以快速恢复的可能。而两者的高度相关性表明，在美国消费疲弱的情况下，顺差不会出现 05-08 年的趋势性上升。

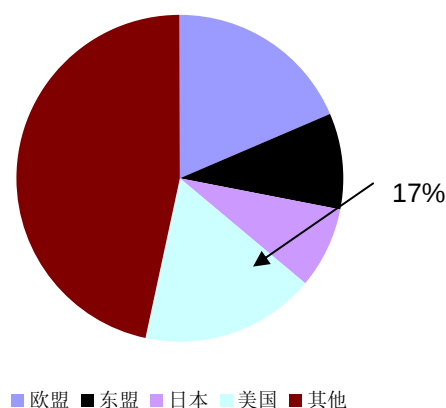
图 20: 美国零售销售与中国贸易顺差


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第二, 尽管巨额顺差的改善主要源于经济基本面的需求情况, 但是 05-08 年中人民币实际有效汇率和名义汇率变动的不统一, 对贸易顺差的影响也不容忽视。图 20 中显示了 05-08 年名义汇率和实际有效汇率变动的情况, 从直观上看尽管名义汇率多次升值, 但是由于美元指数同处贬值区间, 欧元等主要非美货币表现并不差, 如图 28, 所以实际有效汇率升值幅度明显较小, 具体的来说, 我们按照 05 年 6 月至 08 年 6 月计算, 名义汇率的升值幅度在 17% 左右, 而实际有效汇率的升值幅度仅 10%。而从图 21 中可以看出美国在中国整个出口结构中占 17%, 并且在 05 年中期人民币开始逐渐对美元升值后, 众多的出口商开始由美元计价逐渐转向欧元计价, 并且也将对欧洲的出口量逐渐加大, 因此从图 30 可以看出, 美国的占比从 06 年末开始已处于明显的下滑态势。因此, 实际有效汇率的升值不明显, 也是当时尽管采用多次升值的策略下, 顺差高企态势仍旧不能缓解的原因之一。

图 21: 名义汇率与实际有效汇率变动


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 22: 中国出口结构


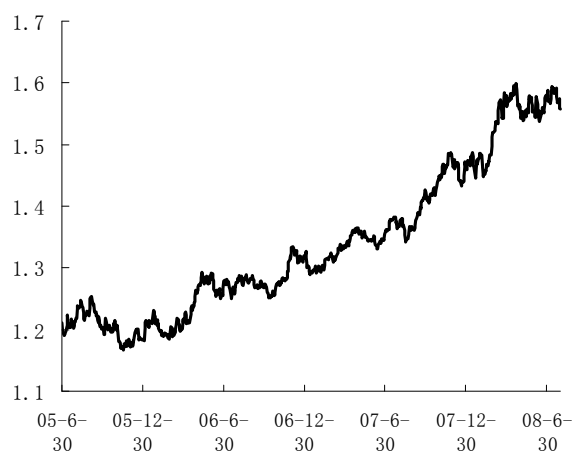
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 23: 美国在中国出口占比自 06 年末开始下行趋势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

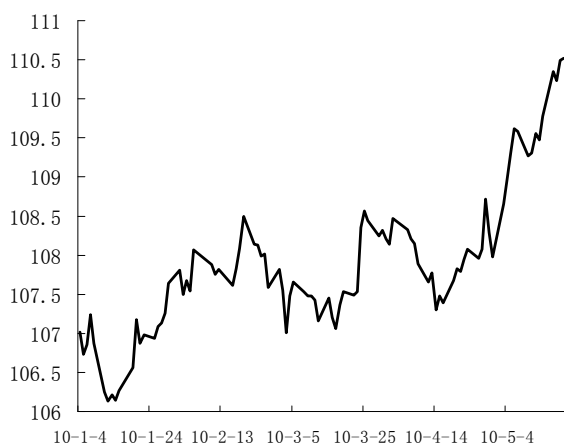
图 24: 欧元兑美元走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

因此,在这点上,当前的升值环境与 05 年不同,这也在一定程度上减弱未来人民币升值时间段内顺差所带来的压力。下图显示了截止至目前年内人民币实际有效汇率的升值幅度,从目前不足半年的增幅来看,实际有效汇率已上升 3.27%,而将 05-08 三年内升幅 10% 左右折算至半年,也不足 2%。并且从我们前一个部分的分析“三方面动力支持欧元仍存下行空间”以及对基本面复苏差异中长期仍与美国保持较大差异可以判断,欧元持续性的疲软将会带动人民币实际有效汇率的升值,而这种有效汇率甚至超于名义汇率的升值实质上已经减弱了迫于贸易顺差而频繁升值的压力。

图 25: 年内实际有效汇率升幅



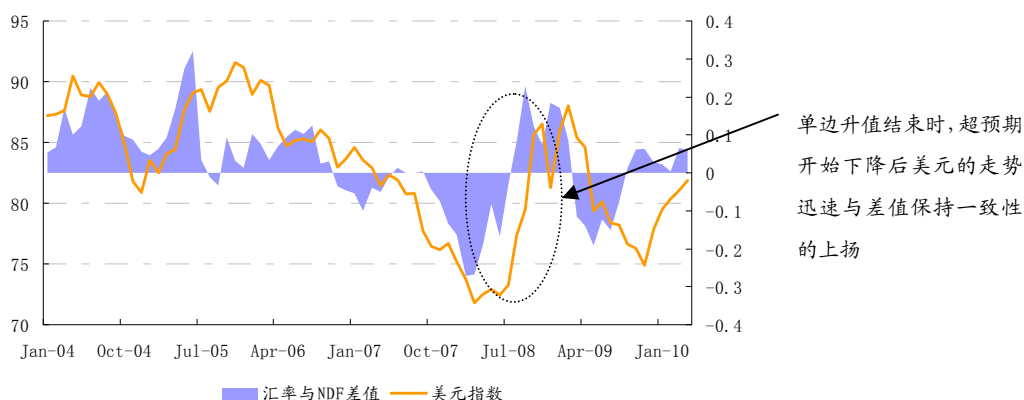
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

总的来说,从和 05 年实施小步走策略的对比来看,相比其更多的处于贸易顺差下的偏被动性升值路径,当前贸易顺差难成持续高企之势,基于为后续国内货币政策铺路目的的升值更具主动性,这些都支持我们本次走“一次升值、扩大波幅”的路径的判断。

正如我们刚刚所讲的,如果采用一次升值的路径,那么在人民币升值对美元走势这个问题上,我们认为对于美元走势仅可能构成超短期的扰动影响。

我们将 6 月期人民币 NDF 延后 6 个月,并用即期的人民币名义汇率与其作差,而差值越负,表明当时升值超预期的情况越严重,我们发现不仅这一差值和美元指数之间存在这较明显的相关性,其在 05-08 年人民币升值期间具有很好的提前反应作用,特别是在单边升值即将结束时期。在 05 年人民币持续升值后,超预期的走势是持续加强的,但在人民币结束单边升值的始点上,由于人民币名义汇率开始保持固定,而 6 个月前的预期仍旧按升值预期走势估计,这导致了两者差值的迅速缩小,之后美元指数在 1-2 个月后也开始出现明显的见底反弹。

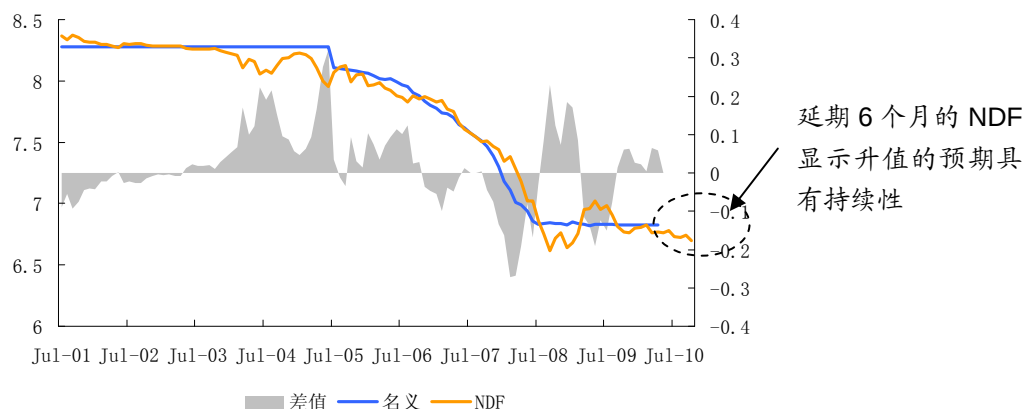
图 26: 汇率、NDF 差值与美元指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

反观本次人民币的升值预期,根据我们前面的判断采用一次性升值的可能性很大,并且由于实际汇率已经甚至面临进一步大幅升值的风险,所以名义汇率的一次性升值幅度也不会很大,而从下图延后 6 个月的 NDF 走势来看,人民币的升值预期依旧是保持在今后 6 个月内逐渐走强的态势,而非一次性的上升回落。因此,我们有理由相信,即使人民币名义汇率一次性升值的幅度超过当时的延期 NDF 即市场预期,也仅会造成美元超短期的波动向下,而预期的持续维持和名义汇率升值的结束将迅速拉回这一差值,对美元整体的强势趋势不会造成持续性的打压。

图 27: 人民币 NDF 走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

总的来说，针对本次的人民币升值，我们认为对美元指数强势走势的负影响将不会有 05-08 年如此明显和持续。未来顺差的低位使得人民币不必以“小步走”的持续单边升值作为自己的策略，而一次升值、扩大波动区间的做法显然更利于本国货币政策的独立性，在这种情况下，以人民币 NDF 为代表的升值预期难以持续维持，因此这种“预期自我加强”对美元的打击效果大大减弱，可能仅产生超短期（1 个月内）的扰动性影响，难以影响到美元整体超预期升值表现。

供需因素——脉冲性上涨空间受限

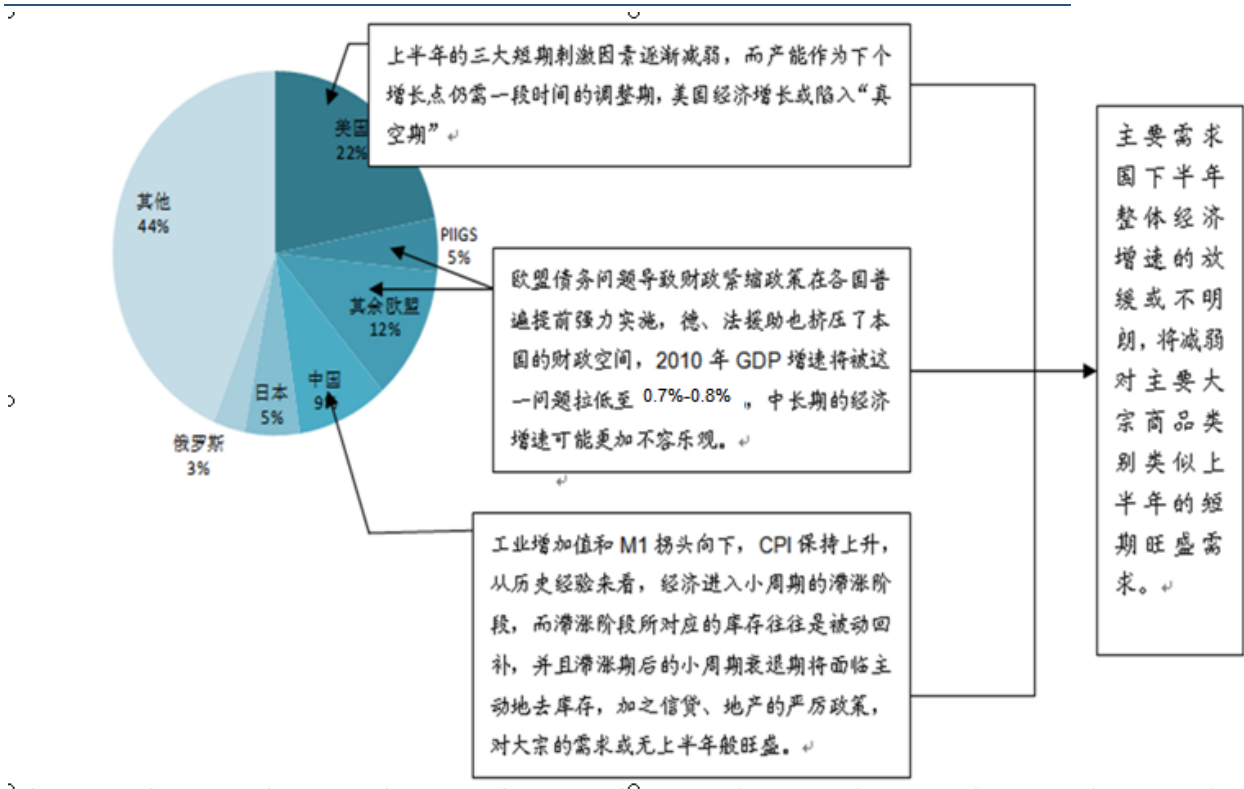
在《2010 年投资策略报告之一-中美存货周期重返一致化》中，我们就曾经提到，美元今年的强势将导致大宗不存在趋势性的机会，而真实需求因素可能导致短期脉冲性的可能。在这个部分我们将从经济增长趋势性的定性判断、具体的大宗案例定量分析两个角度，探讨既定的弱势态势下，脉冲性出现的可能和幅度。

总的来说，我们认为从整体经济增长的预判以及供需缺口的判断上来看，需求难以呈现上半年的较乐观状态，而以原油为代表，供需缺口在四季度才可能出现弱势反转，这些都成为减弱下半年大宗出现脉冲性机会的因素，而从历史经验上看，在 OECD 库存和 OPEC 剩余产能占比同处高位的时间段内，往往将对原油价格造成持续性的弱势打压，从逻辑上看，这两者的高位使得无论 OECD 还是 OPEC 均保持对原油价格较强的控制力，这成为限制原油过度反弹的“天花板”。

整体经济增速放缓将减弱大宗需求

结合大宗的主要需求端，我们从整个下半年经济增长的趋势性角度定性判断。在下图中，我们给出了对于原油的主要需求国下半年整体经济增长的判断。从下图可以看到对于原油的消费而言，美国占比最高，为 22%，欧盟次之 17%，中国为 9%，这是最主要的三个需求终端。我们认为从这三个经济体的角度来看，相比上半年的较好或者强劲的走势，下半年：一是短期因素对经济的拉动效应逐渐减弱，当库存重建作用达到高峰之后，经济开始出现增长点上的“真空期”；二是尽管相较年初关于刺激性货币政策退出的担忧目前尚不存在，但是财政政策的提早和大幅度退出可能造成比货币政策退出更严重的担忧情绪，主权债务的爆发是投资者意识到了政府债务目前的严重性，避险情绪的激增也成为财政提前退出的催化剂；三是危机时期全球流动性的释放间接推升了复苏期新兴市场的资产价格泡沫，在政策面上对信贷和地产市场的强有力打压，也将削弱之后对大宗商品的需求。

图 28：原油主要需求国下半年经济增速均明显放缓将对大宗供需面构成压力



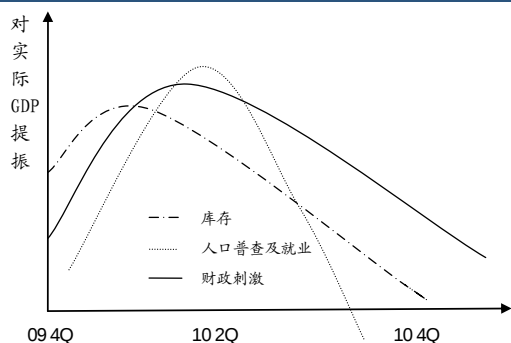
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

美国：短期拉动力消失与增长“真空期”并存

从美国方面来看，三大短期因素的拉动即将消失，而中期面临增长点上的真空期。

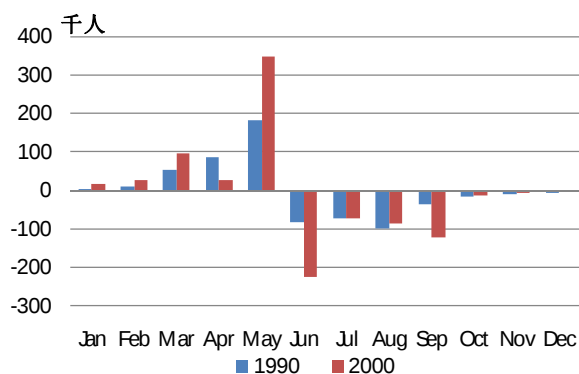
在《三大因素激发美国短期强劲复苏》一文中我们就对上半年支撑美国强劲复苏的三大短期因素的边际作用给出过测算，如下图。从图中可以看出，库存和财政刺激的高峰已经过去，而人口普查甚至在三季度开始对经济拉动由负转正。在这种情况下，我们对库存之后的增长点将源于何方进行了探究。

图 29：下半年短期拉动因素消失或效果逆转



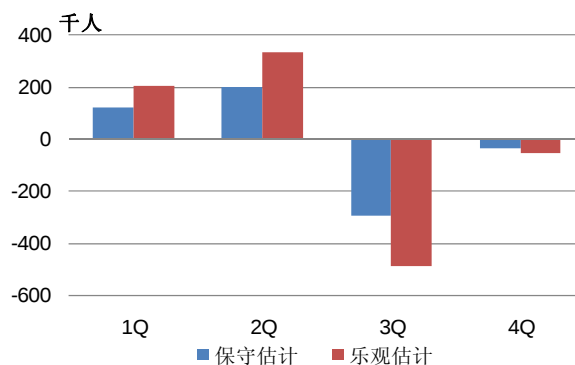
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 30: 1990、2000 年人口普查对各季度就业的影响



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

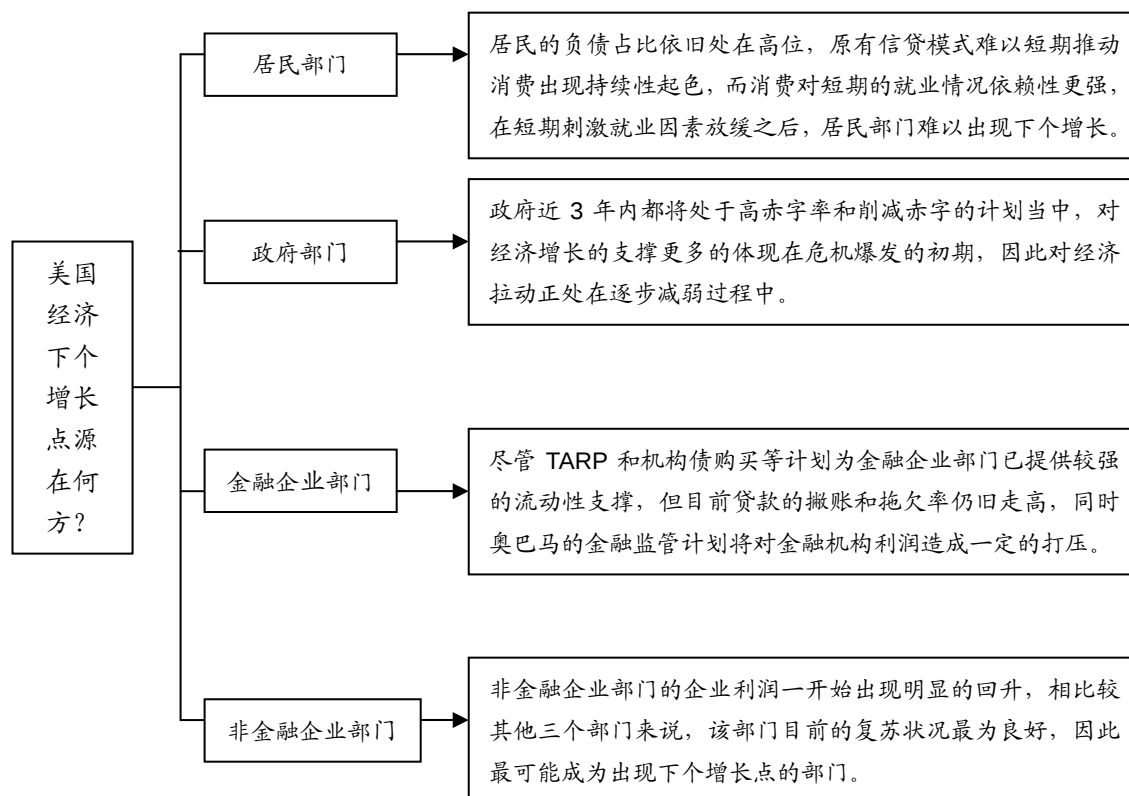
图 31: 2010 年人口普查对各季度就业的影响预测



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部;

我们将美国经济划分为居民部门、政府部门、金融企业部门和非金融企业部门四个部门，下图呈现了目前这四个部门的复苏情况。通过这张图的归纳，我们可以看出，相较于其他三个部门来说，非金融企业部门的状况较好，带动其他三个部门甚至出现经济新增长动力的可能性最大。

图 32: 美国经济四个部门的复苏现状

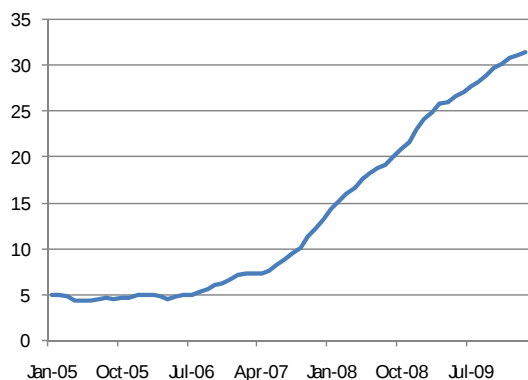


资料来源: 长江证券研究部

在上面的图中，我们针对于四个部门都分别提到了一些反映其目前主要表现的数据，这里我们将其归纳为图，如下。

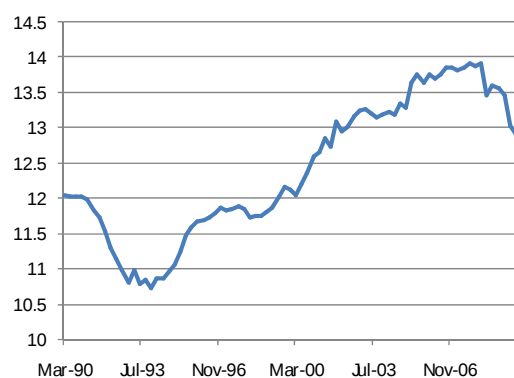
居民部门：

图 33：房贷违约率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

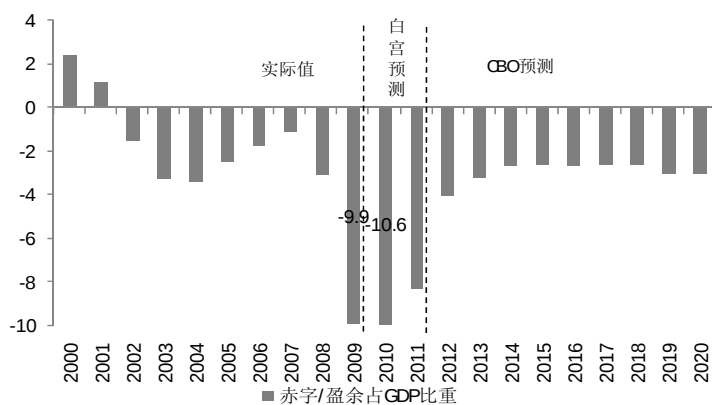
图 34：家庭负债率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部；

政府部门：

图 35：美国赤字/盈余占 GDP 的比重-庞大的债务负担



资料来源：Bloomberg，CBO，长江证券研究所

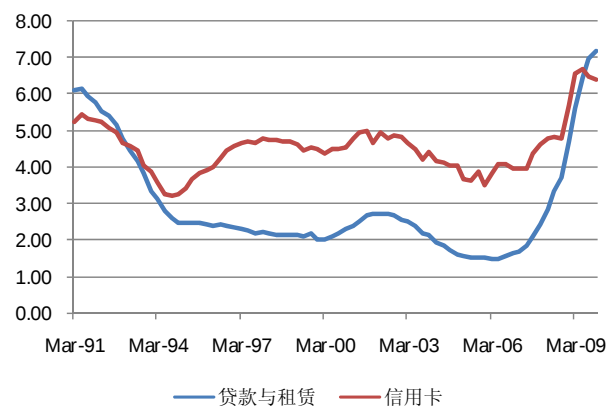
金融企业部门：

图 36：总贷款及信用卡撇账率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

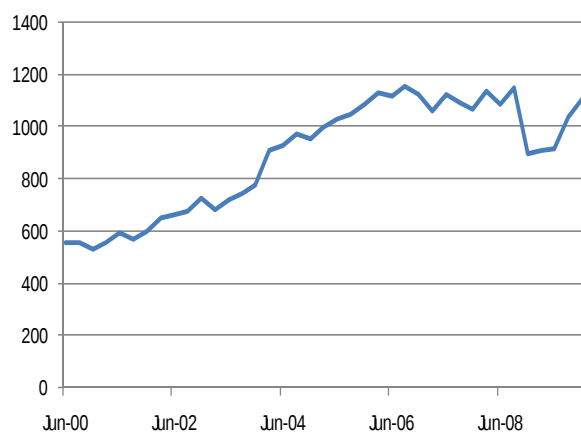
图 37：总贷款及信用卡拖欠率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部；

非金融企业部门：

图 38：美国企业税后利润



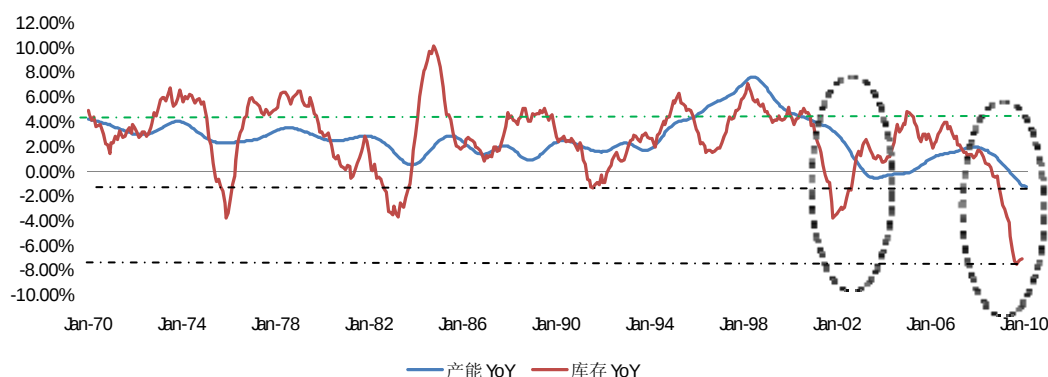
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

但从库存短周期与产能中周期的结合上来看，非金融企业部门的产能在库存回补结束后，仍旧需要经历一段时间的调整期，如下图。在对比了 2001 年左右的情况，同样在新经济科技泡沫破灭后存在一个产能的滞后调整过程。因此如果依据当时的经验，似乎尽管目前去库存的调整已经结束，回补全面展开，但是产能的调整过程应还远未结束，因为当时产能的扩张从 2004 年下半年才真正出现。

因此，从美国下半年增长的角度来看，尽管非金融企业部门将较于其他几个部门现状较好，但产能的滞后调整和库存回补的渐近尾声并存是较为确定的格局。而从大宗商品需求的角度

来看，经济增长动力的不足将减弱对需求的支撑。

图 39：库存短周期与产能中周期的并行调整



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

欧盟：债务危机将拖累长期经济增速

欧元区中长期内可能更为糟糕，在之前的多篇报告中，我们都对债务危机将对欧元区经济增长的拖累进行过测算，其对年内 GDP 增长的拖累将达到 0.3%-0.4%，而从赤字率削减预测上来看，主要的核心国德国已宣布今年开始每年削减 100 亿欧元的赤字，而法、意等国的削减计划仍主要从明年开始，而为满足欧盟委员会对 3% 的限期纠正措施，未来 1-2 年内在财政紧缩方面的力度只会比现在更大，因此不仅年内的欧元区增速将受到拖累，从长期的 1-2 年内来看，都难以摆脱债务危机所带来的影响。财政政策刺激上的提早大幅削减和货币宽松、救助计划对私人信贷市场的挤压和扭曲，都将使得欧元区下半年增长不容乐观，对大宗的需求或产生明显的下降。

表 3：欧元区部分国家赤字纠正期限表

年限	国家
2012	比利时、意大利、希腊
2013	奥地利、捷克、德国、斯洛伐克、斯洛文尼亚、荷兰、葡萄牙、法国和西班牙
2014	爱尔兰、英国

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 4：欧元区焦点国家赤字率预测

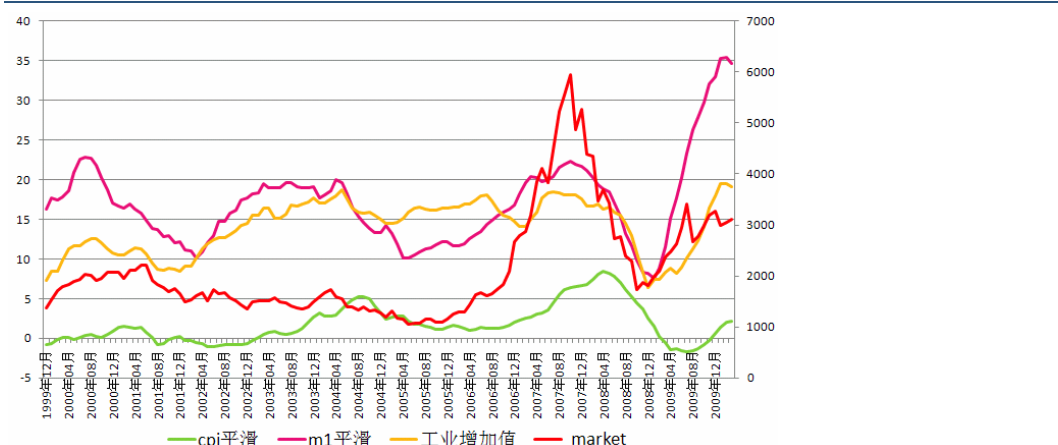
	2009	2010	2011	2010年赤字率降幅
希腊	-12.7%	-7.7%	--	5%
葡萄牙	-9.3%	-7.3%	-4.6%	2%
西班牙	-11.2%	-9.4%	-8.6%	1.80%
爱尔兰	-12.5%	-10.1%	--	2.40%
意大利	-5.3%	-5.3%	-4.5%	0%
法国	-7.5%	-8.0%	-6.5%	-0.50%
德国	-3.20%	-5.00%	-4.50%	-1.80%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

中国：滞胀下的被动补库存

以中国为代表的新兴市场国家，在 97 年亚洲危机后对大宗价格的影响力逐渐上升。因此对其需求的探讨也很有必要。在这个阶段，中国的经济复苏也已经发生了一些变化了。从数据上看，复苏已经进入了小周期的滞胀阶段。从战略周期上来看，复苏仍然在延续；但从更为短期的战术周期上看，复苏已经进入了以滞胀为特征的第二阶段。

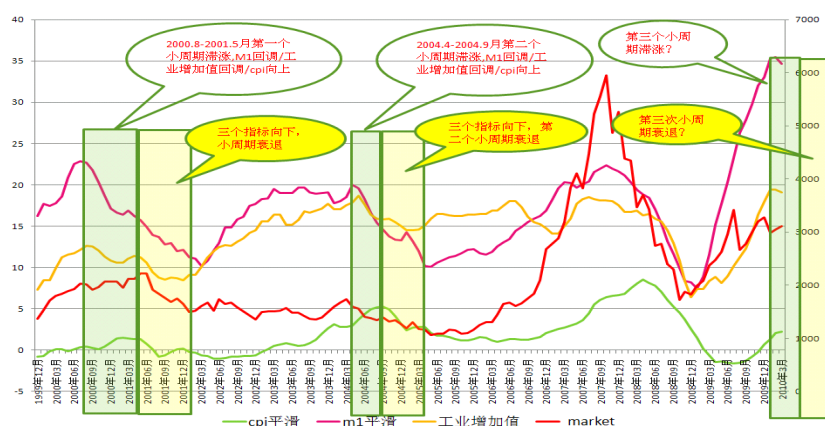
图 40：以 CPI、PPI 和工业增加值决定的战术周期显示复苏进入第二阶段



资料来源：长江证券研究部

我们对于这一小周期滞胀的判断，主要依据 CPI、M1 和工业增加值三个指标来看。目前 M1、工业增加值开始出现拐头向下，而 CPI 处于向上势头，而从 1999 年以来的历史经验来看，出现过两次同样的滞胀期之后，均出现三个指标一致向下的衰退期，如下图。

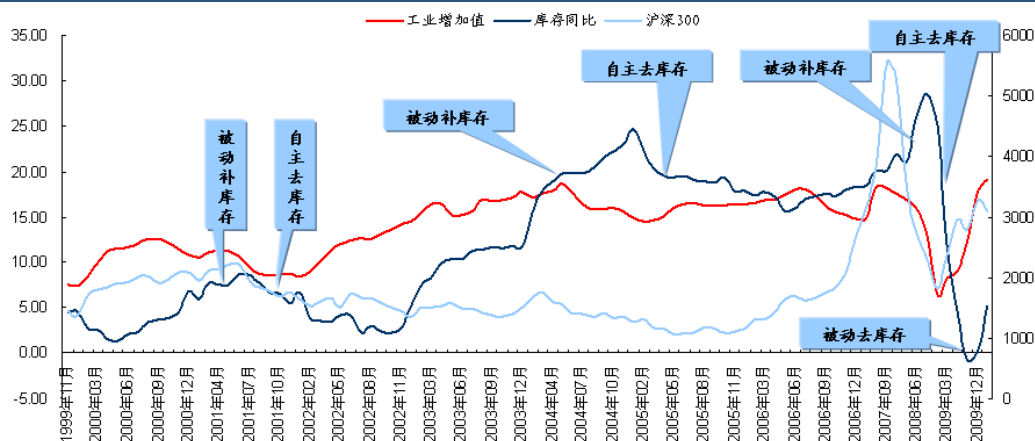
图 41：小周期滞胀后的小周期衰退



资料来源：长江证券研究部

而从库存和工业增加值的角度来看，处在小周期滞胀阶段时这两个指标的表现呈现出被动的补库存，即从工业增加值上来看，生产已受消费趋弱的影响下滑，但库存的回补仍旧在上升。而紧随这一小周期之后的衰退期内，库存开始对工业增加值的下滑出现反应，从而开始主动的去库存，库存出现下滑，如下图。

图 42：小周期滞涨期的被动补库存



资料来源：长江证券研究部

目前从 CPI、M1 和工业增加值的角度来看，已经处在了小周期滞涨的阶段，而被动补库存的动力也会出现明显的下降，并且四季度或进入小周期衰退之后，库存甚至将会开始出现趋势性的下滑，从库存回补上的动力不足甚至下滑来看，新兴市场对大宗商品在下半年的需求也将以减弱。

供需案例分析——原油供需探究

由于不同大宗商品涉及到的供需面具体情况和数据都有所不同，因此如果一一具体分析则显得有些冗长重复，在这篇报告中，我们选择比较具有代表性的原油作为我们供需探讨的案例代表。从以下的几张图中，我们可以看出 WTI 原油价格与 CRB 的各项指数走势都非常相同，而落实到具体的大宗商品上，原油与铜的价格走势也在趋势上基本类似。因此，我们选择原油的供需面来作为案例分析的商品。

针对于原油价格，我们得到的结论是：若仅从供需缺口的角度来看，根据 EIA 的预测，出现需大于求的缺口将在三季度的中后期，年内这种缺口都将是弱势态势存在，并且根据之前需求国下半年经济增长的判断来看，EIA 的预测相对乐观，因此仅寄希望于供需缺口所提振的脉冲性上涨空间有限；而另一方面，通过我们对 OECD 库存和 OPEC 富余产能占比这两个指标的衡量发现，目前这两个指标均处在高位或较高位的上升通道中，而历史经验表明当两者均处在较高水平时，往往会形成对原油价格的明显压制。总的来说，从这几个指标来看，下半年原油价格的脉冲性上升空间将会很小。

图 43: WTI 原油与 CRB 原材料指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 44: WTI 原油与 CRB 金属指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部;

图 45: 铜与 WTI 原油

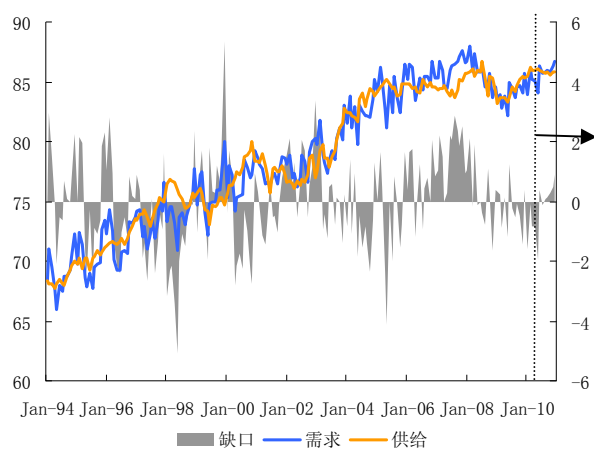


资料来源: 长江证券研究部

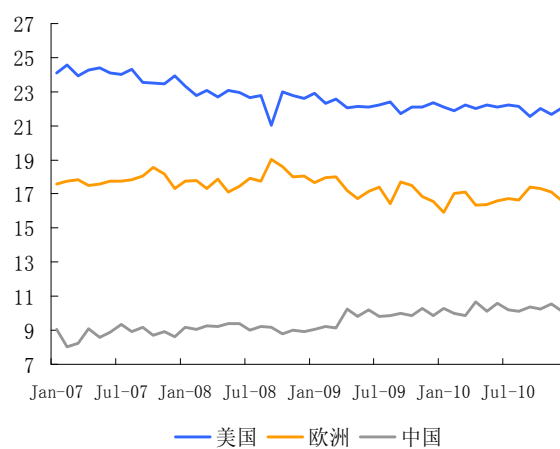
对于原油的供需分析,我们认为主要可以从三个方面考虑,分别是供需缺口、OECD 库存情况和 OPEC 的剩余产能情况。

第一,从供需缺口上看,下图左为 EIA 公布的原油及液态燃料全球供需。虚线以右的为 EIA 预测值,左边的是实际值。一方面,从具体的数字上来看,目前全球的原油供给为 8592 万桶/日,需求为 8508 万桶/日,仍旧处于供大于求的情况下,而尽管按照 EIA 的预测下半年内最大的供需负缺口将出现在年末,为 91 万桶/日,但结合前一个部分对主要需求端下半年经济形势的分析,我们认为 EIA 的预测回升或已是最乐观的估计情况。另一方面,从趋势的反转上看,目前的供需缺口仍旧处在供大于需的负向缺口继续走高的情况下,而且从上半年的走势来看,基本都处在负向缺口下,而这一负向缺口真正的趋势逆转出现在三季度中后期,并且从绝对数值上来看,即使年末的最大缺口相比历史水平处于较弱的局势,对原油价格不会产生过大支撑。

因此仅从供需缺口的角度来看,我们可以做出的结论是,供需面在下半年直至三季度末都不会为大宗商品的价格上扬带来明显的支撑,而四季度的供需缺口反转也只能是弱勢的。

图 46: 全球原油供需缺口


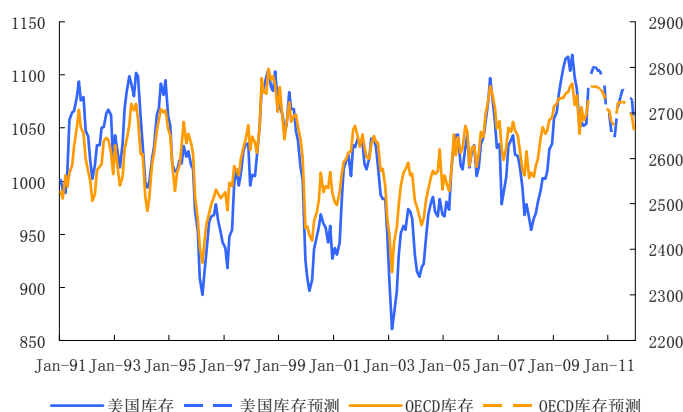
资料来源: EIA, 长江证券研究部

图 47: 美国原油需求占全球总需求比重


资料来源: EIA, 长江证券研究部

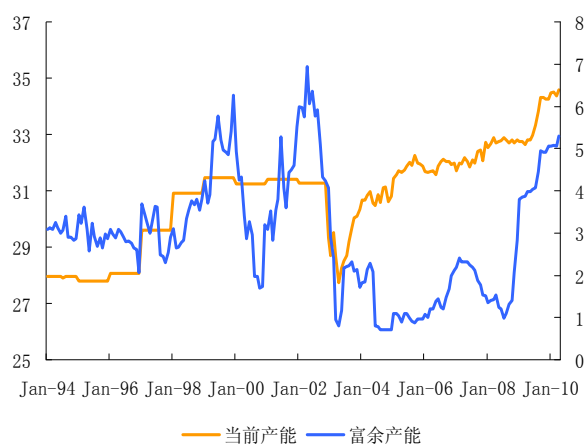
第二,从库存和剩余产能上看,也都不支持原油价格出现明显反弹的理由。如下图。先从库存上看,目前美国的库存为 10.87 亿桶,而整个 OECD 的库存为 27.26 亿桶,从图上可以看到,这两个数字均处在 90 年代以来的高位水平,而从 EIA 所给出的直至 2011 年的预测来看,在高位持续的态势仍将继续延续。

从剩余产能上看,目前 OPEC 现有的产能为 3458 万桶/日,而仍富余的产能为 529 万桶/日,从下图左中我们可以看到富余产能 04 年以来一直呈上升趋势,同时其占现有产能的占比自 08 年中期开始也不断上升。因此可以看出 OPEC 在年内石油价格的控制上仍具有较大的空间。

图 48: 美国与 OECD 库存


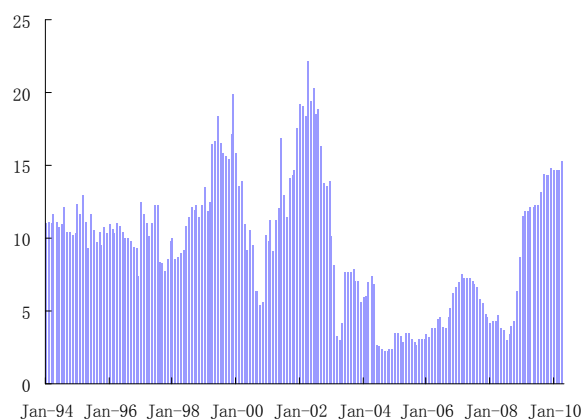
资料来源: 长江证券研究部

图 49: OPEC 富余产能与现产能



资料来源: EIA, 长江证券研究部

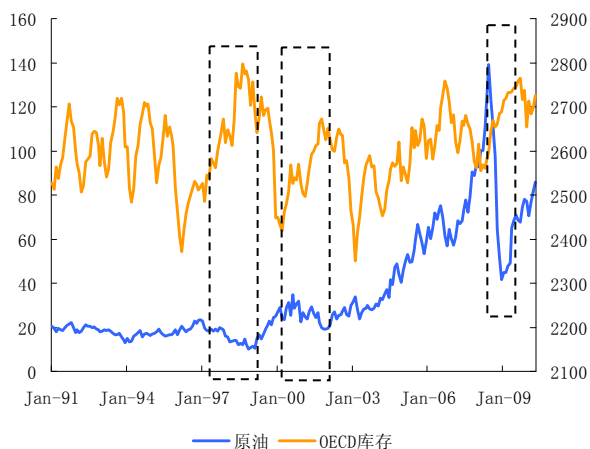
图 50: OPEC 富余产能占现产能比



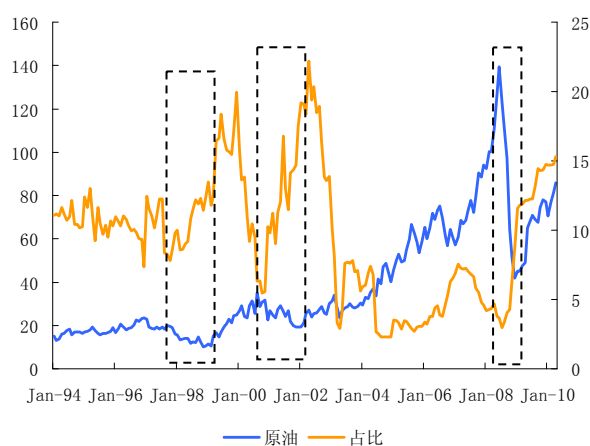
资料来源: EIA, 长江证券研究部

可见目前无论从库存还是富余产能占比上来看,均处在上升或者高位的状态,结合第一点中谈到的供需缺口,从脉冲性上涨的可能性上来看,首先供需缺口在四季度左右才可能出现的弱势反转已经限制了这种脉冲性上升受到需求本身推动的程度,而投机性交易心理是放大这种脉冲性空间的唯一可能,而库存的高位和 OPEC 富余产能占比的高位,都表明无论是 OECD 还是 OPEC 国家都对目前的石油价格上升有着较强的掌控力,这也成为了限制原油脉冲性上涨的“天花板”,超预期的脉冲上涨幅度几乎不可能。

而从历史经验对比的角度来看,当库存和富余产能占比同时处于高位和趋势性上升的过程中,原油价格往往表现疲弱,尽管两者当中,当仅有一者走高时,原油价格并不一定处于下降或疲弱的通道中,如下图中显示的 03 年-07 年的时间区间里,尽管 OECD 库存保持着持续的上升,甚至在较高位得以维持,但原油价格不跌反而大幅度上升甚至破百,当我们对比这一阶段 OPEC 富余产能占比就不难发现, OPEC 这时持续保持较低的富余产能,因此我们认为,库存和富余产能占比同时的高位或者较高位持续上升才能够形成对原油价格的趋势性压制,下面两幅图中以虚线方框标出的时间区间是 90 年代以来较好的历史证明。

图 51：原油价格和 OECD 库存


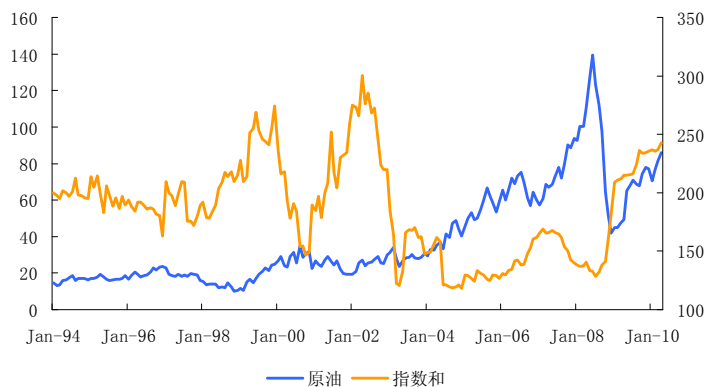
资料来源：EIA, 长江证券研究部

图 52：原油价格和富余产能占比


资料来源：EIA, 长江证券研究部

为了进一步验证我们这一判断的正确性，我们将 OECD 库存和 OPEC 富余产能占比这两个指标合并而构造一个新的指标，以能够反映两者同时上升的趋势。首先我们将库存和富余产能占比全部指数化，然后再将这两个指数化的指标相加，得到的新指标我们命名为“指数和”，从下图和原油的直观走势上来看，两者确实存在着明显的负向相关关系。

而定量的来看，两者的相关系数为-0.44，具有较强的负向相关。采用回归计量模型的计算所得到的结果也与其类似，“指数和”这一指标的 p-value 为 0，系数为负，负向关系显著。

图 53：“指数和”指标与原油价格


资料来源：长江证券研究部

大宗疲弱下的国内板块影响

从上面两个部分的分析我们可以得出的结论是，美元超预期升值的可能将使标价因素主导年内大宗商品价格的疲软走势，而在供需层面上主要需求端经济增长点不明或陷入小周期的滞涨、衰退也将抹杀较为明显的脉冲性反弹机会。从目前国内行业的走势来看，我们认为国内的市场仍尚未对大宗走弱的风险有所预期，甚至有所反映。因此，针对这一风险有必要对某

些特定的板块予以规避。

首先，美元的过度升值带动大宗商品价格会在年内走弱，这使得与大宗密切相关的一些上游行业应予以规避，如有色、采掘、石化等行业。一方面，尽管决定大宗商品价格走势的因素有很多，但从今年下半年的走势来看，美元的过度升值将主导全球大宗的走势，价格基本都将以走弱为主，除少数具有避险和抗通胀属性的商品，如黄金。从下图中可以看出，自 07 年末以来以布伦特原油为代表的大宗商品价格一直与美元走势呈现明显的负相关。另一方面，经济增长上的放缓将对原油的需求产生较大的冲击。

图 54：大宗商品与美元走势对比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

其次，短期来看，出口相关行业也是可以规避的行业。尽管目前的人民币甚至预期较高，也无论是人民币依旧盯住美元，还是小幅升值扩大波动区间，汇率制度上灵活性的变化都难以阻挡美元大幅超预期升值下，人民币兑欧元有效汇率继续升值的趋势。在目前美元仅保持相对强势，人民币有效汇率小幅升值的情况下，对欧盟的出口并未受到过度影响，但如果人民币因美元超预期升值而大幅上扬，这对出口企业本身或其盈利的预期都会产生打击。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。