

11年国际大宗商品市场分析

——需求、流动性给力，上行趋势确立

相关研究报告

通胀形势主导预期变化，2011年2月21日
11年原油价格趋势分析——价格波动区间上行至\$80-\$105/桶，2011年2月22日
宏观点评——担忧情绪放大波动 石油危机可能性较小，2011年2月25日

研究员

何庆明 S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

■ 流动性、经济增长和美元是决定大宗商品价格变化最基本的因素

通过对历史数据的分析和梳理，我们认为流动性、需求和美元是决定大宗商品价格变化最基本的因素。

■ 流动性与经济增长是影响 11 年国际大宗商品价格变化最重要的因素

- 通过历史数据类比，在历史上如 11 年 GDP 和 CPI 双升的背景下，存量流动性与经济增长对国际大宗商品价格变化的影响会更加显著；
- 通过主成份和相关性等数量分析发现：从 00-至今，存量流动性和经济增长是影响国际大宗商品价格最重要的因素；
- 数据分析显示美元对大宗商品价格变化的影响逐渐趋弱。11 年美元趋势性走势难现，而短期波动加大，因此它的影响相对次要。

■ 我们看好国际大宗商品（CRB 期货指数）在 11 年的表现，全年均值大约在 620 左右，高值 700 以上，进入 3-4 季度后将有可能出现调整

如果我们对流动性和美元变化的预判兑现，根据模型估算，11 年 CRB 期货指数均值大约 620，高值将可能在 700 以上，进入 3-4 季度后将可能出现调整。

■ 风险因素：可能出现的地缘政治风险

11年我们特别提示关注潜在的地缘政治风险，如资源丰富或者是国际大宗商品运输要道区域等敏感区域，它们的不安定状态将会直接影响国际大宗商品价格的短期走势，如果事件出现蔓延的话，那么，短期大宗商品价格和美元的波动都会加剧，商品价格走势将在短期内背离其基本面情况。

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
一、国际大宗商品的研究框架	4
1.1 大宗商品研究的基本架构	4
1.2 对基本面因素与大宗商品价格之间关系的简单梳理	4
■ 需求因素：经济增长与 CRB 指数变化具有一定的同步性	4
■ 流动性：价格表现的根源	5
■ 美元：计价工具，负相关性	6
■ 其它因素：通过改变市场预期进而加剧商品价格波动	7
1.3 历史数据分析结果显示：现阶段更需要关注需求和流动性因素	7
1.4 量化分析也显示类似的结果	8
二、对 11 年影响大宗商品市场因素的判断	11
2.1 11 年全球流动性的判断：充裕的存量流动性与减少的增量流动性	11
2.2 11 年需求基本判断：存量需求与增量需求的对冲，但总量增加	13
2.3 对美元 11 年基本判断：趋势性变化难现，波动加大	15
2.4 其它因素：地缘政治	16
三、看好 11 年国际大宗商品的表现	16
3.1 需求回归和充裕的流动性是 11 年看好大宗商品主要原因	16
3.2 高点 700 可期	18
四、风险提示	19

图表目录

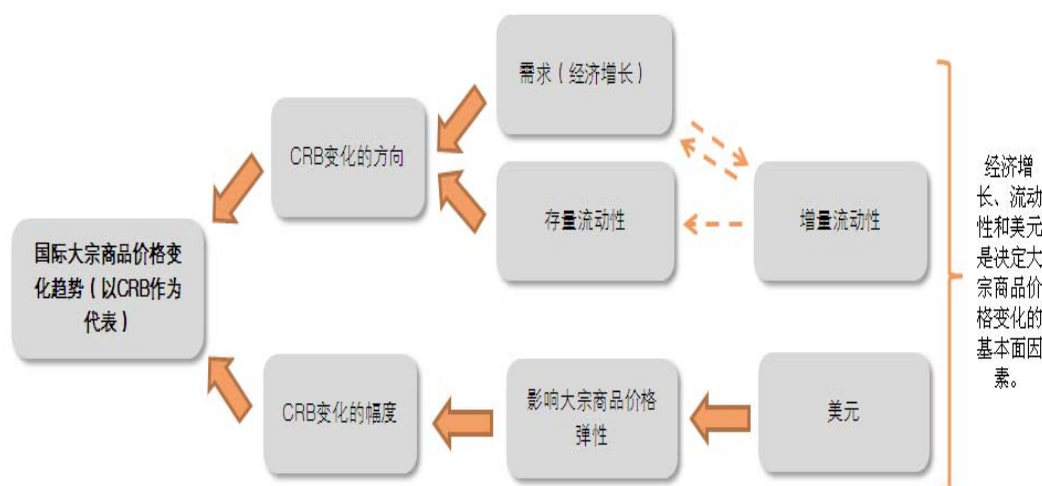
图表 1	大宗商品研究的框架图	4
图表 2	美国工业生产增长与 CRB 指数呈现一定的相关性	5
图表 3	存量流动性与 CRB 指数有着很明显的关联性	5
图表 4	CRB 从 01 年开始快速上涨与增量流动性有直接联系	6
图表 5	历史数据显示美元与 CRB 指数呈现负相关性	6
图表 6	过去 40 年里与当前经济情形类似的时段，CRB 表现均是上涨.....	7
图表 7	71-73 年、90 年、94 年数据对比结果汇总	8
图表 8	75 年-10 年全数据检验结果	9
图表 9	时段数据分析结果，流动性和经济增长是最具代表性的因素.....	10
图表 10	相关性分析结果表明从 00-至今经济增长、M2 与 CRB 的相关性较高.....	10
图表 11	TED 和 Libor 利率均在历史性低位，显示流动性充裕.....	11
图表 12	随着欧美经济体经济逐步企稳复苏，它们上调利率的可能在增大.....	12
图表 13	新兴经济体因管理通胀的需要，已开始加息（%）	12
图表 14	M2 与 M2-GDP 增速的回落均显示 11 年增量流动性较 11 年会减少	13
图表 15	美国 PMI 指标持续转好	13
图表 16	欧元区经济增长已企稳（%）	13
图表 17	中国工业增加值增速出现放缓信号	14
图表 18	印度也出现工业生产回落的情况	14
图表 19	11 年全球产出缺口仍可能处在减少的阶段，总量需求持续恢复.....	14
图表 20	美元短期波动会加大	15
图表 21	当美元趋弱时，大宗商品价格对美元的弹性在增强	15
图表 22	瑞郎、日元同涨	16
图表 23	黄金价格近期也创新高，VIX 指数攀升	16
图表 24	基本面分析结论	17
图表 25	增量流动性有一定的领先作用	18
图表 26	测算模型的统计数据	19

一、国际大宗商品的研究框架

本报告希望能通过对影响国际大宗商品价格变化因素进行梳理，建立起大宗商品研究框架。影响大宗商品价格变动的主要因素有：大宗商品需求情况（与经济增长直接相关）、全球流动性和美元走势，它们综合决定了大宗商品价格的发展趋势，另外突发事件可能会引起大宗商品（或部分品种）价格短期波动。本报告分析的着重点是决定价格变化的基本面因素，而对于短期的突发性因素，由于它们往往因时而变且难以把握，对它们的分析在报告中没有具体展开。

1.1 大宗商品研究的基本架构

图表1 大宗商品研究的框架图



资料来源 平安证券研究所

报告是从基本面因素来构建对大宗商品研究的框架，对大宗商品研究的目的就是为了把握未来 CRB（大宗商品价格综合体现）变化的方向和可能的幅度，依照这两个目的，我们将基本面的因素进行梳理和分解得到图表 1 的结构图。我们认为流动性和经济增长对价格运行方向的影响更大，而美元则对价格变化幅度的影响更加显著。

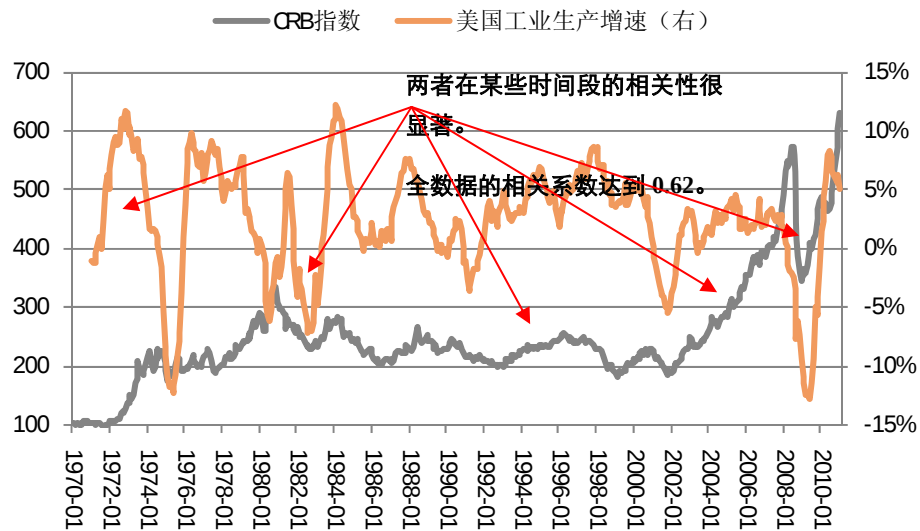
1.2 对基本面因素与大宗商品价格之间关系的简单梳理

■ 需求因素：经济增长与 CRB 指数变化具有一定的同步性

实体经济增长与大宗商品价格的内在联系是：在经济逐步复苏阶段，实体经济增长→实际生产逐步扩张→对生产原材料需求增加（大宗商品需求增加）→助推大宗商品价格上涨。

美国 70 年至今的工业生产数据和 CRB 指数数据显示出一定的关联性，两者相关性大约为 0.62，随着美国工业生产增长的起伏，CRB 指数也相应的出现波动，见图表 2

图表2 美国工业生产增长与CRB指数呈现一定的相关性



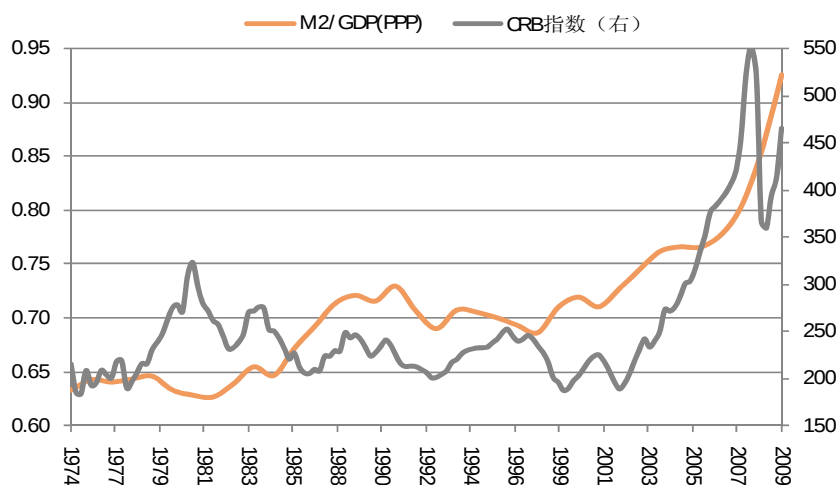
资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

■ 流动性：价格表现的根源

价格是流动性的表现形式，当流动性增加时，单位流动性（货币）的标价能力在降低，对应地商品的名义价格会出现增长。我们认为 M2 与 GDP 在总量上应该保持一定的同步性与协调性，如果 M2/GDP 值在增大，说明在经济体中的存量流动性相对与整个经济体的规模而言在增加。

本报告将 M2/GDP 作为对市场流动性的估算指标，其中 GDP 和 M2 的测算都是以美国、英国、日本、欧盟和加拿大数据为基础，对于 GDP 和 M2 的折算过程中涉及汇率部分的计算均使用了购买力平价指标进行调整。

图表3 存量流动性与CRB指数有着很明显的关联性



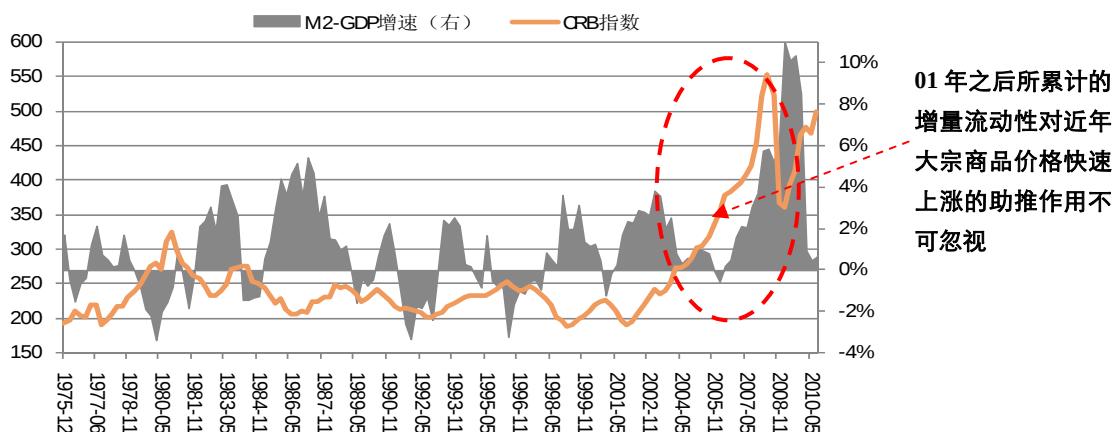
资料来源: Bloomberg CEIC IMF 平安证券综合研究所

图表3显示流动性对大宗商品价格存在支撑作用，两者显示出明显的同步性。形象一点说，CRB指数

与存量流动性如同水与船一样，随着存量流动性的累积，世界范围内流动性池子的水平面在逐渐抬高，CRB的价格也呈现逐渐升高的情形。

增量流动性就如同不断流入价格储水池的水。如同前文所述，我们认为经济增长应当与货币增长保持协调性，因为名义 GDP 的增加（经济增长）需要流动性支撑，但是如果流动性的增长速度大于经济增速，那么就存在多余的流动性无法被实体经济所吸收，那这一部分流动性可能会通过大幅涨价的形式表现出来（即使不是立刻表现）。我们使用 M2 增速-名义 GDP 增速来衡量新增流动性。

图表4 CRB从01年开始快速上涨与增量流动性有直接联系



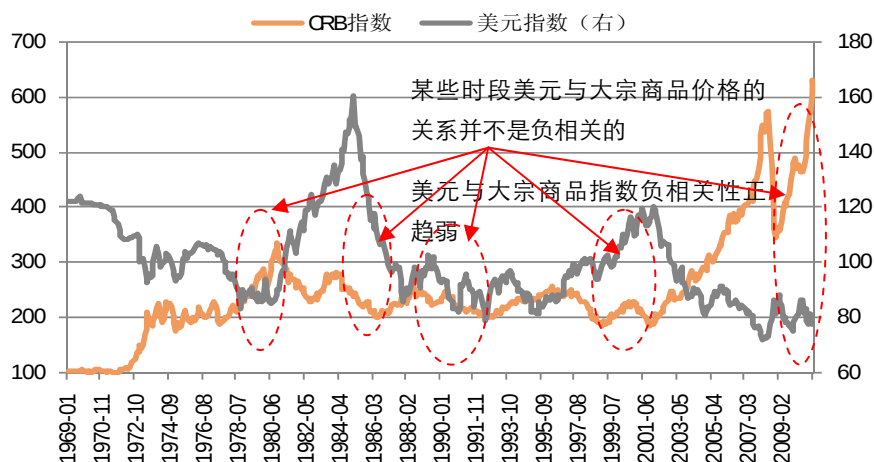
资料来源: Bloomberg CEIC IMF 平安证券综合研究所

■ 美元：计价工具，负相关性

美元是国际大宗商品的计价工具，所以美元与大宗商品价格在较长的时间跨度上的关系是相对明了的，即，美元走强则大宗商品价格承压，反之亦然。

从69年1月至10年12月的数据来看，两者的负相关性并不高，全数据相关性为-0.48，并且我们认为美元与CRB指数的关系有趋弱的迹象：特别是09-10年这一波大宗商品大幅涨价的过程，美元在同时段却主要呈现波动走势，两者并没有显示出明确的负相关，具体请见图表5所示区域。

图表5 历史数据显示美元与CRB指数呈现负相关性



资料来源: Bloomberg

■ 其它因素：通过改变市场预期进而加剧商品价格波动

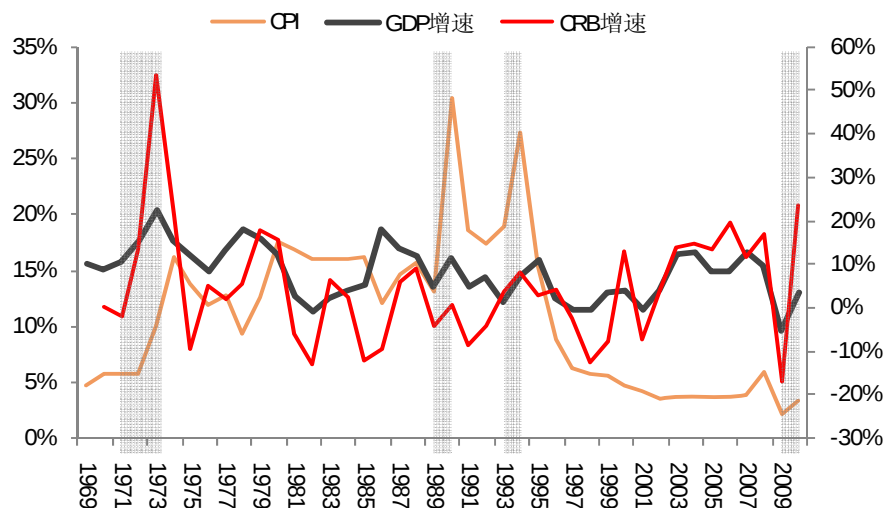
市场还存在许多影响大宗商品价格的因素，比如，恶劣的天气、农作物播种面积、收割进度会影响主要农产品价格，而地震、洪涝灾害又可能影响某些铜、铁矿石、煤炭的开采，进而影响相关工业原料类商品的价格；另外如罢工、政变、战争等突发事件也可能引起市场对大宗商品供给和运输的担忧。综合来看，这些非基本面因素主要是通过影响市场（投资者）预期来影响商品价格。

由于突发性因素很难去预测，并且由此带来市场情绪（心理）变化对大宗商品价格的影响程度更难以去分析，而它们的影响主要还是体现在短期效应上，并不会改变大宗商品价格变化的趋势，因此本报告就不展开论述。

1.3 历史数据分析结果显示：现阶段更需要关注需求和流动性因素

为了能找到在当前时段最能影响大宗商品变化的基本面因素，我们寻找历史上与当前经济情形相类似的时期，并对比在各时期内 CRB 期货指数和与之相关的基本面因素的表现，从而得到判断，相似时段具体结果见图 6。

图表6 过去40年里与当前经济情形类似的时段，CRB表现均是上涨



资料来源：平安证券研究所整理

当前（10-11年）的状况是：GDP与CPI双升（根据IMF估算），在历史上GDP与CPI同时提高的时段还有：71年-73年、90年与94年。在上述3个时段里CRB指数均出现了阶段性的上涨。

比较的办法就是观察上述3个时段里基本面因素出现的次数，次数出现越多相应地就是比较重要的影响因素了。

图表7 71-73年、90年、94年数据对比结果汇总

	GDP增速	工业增加值增速	M2/GDP	M2增速	美元指数	CRB指数表现
71-73年	9.90%	7.33%	0.63-0.64	11.40%	波动，71年趋弱，但72-73年反复	上涨超过20%
90年	12.00%	0.97%	0.729	5.34%	从90回落至83	上涨大约1%
94年	6.70%	5.27%	0.706	1.17%	整体呈现波动，主要运行区间88-90	上涨大约8%
评述	3个时间段里的GDP均为该时间区间内的GDP增速高值	71-73年和94年为阶段性峰值水平，90年除外	3次均为阶段性高值	94年除外		90年和94年尽管增幅绝对量不大，但确是在该区间内的增长高值

资料来源：平安证券研究所整理

图表7显示的结果很直接，在上述的3个时段里，GDP增速和M2/GDP阶段性高值均出现，这显示在GDP与CPI双升的经济环境下，我们需要更多地关注经济增长和流动性对CRB变化的影响。

1.4 量化分析也显示类似的结果

前文罗列了可能会影响大宗商品价格波动的基本面因素，但是在不同的时间段影响价格波动的主因会有差异。这就涉及到在什么时段我们应该更多关注哪个或哪几个因素的问题，为了解决这个问题我们除了回顾历史之外，还使用成分分析和相关性等数量化办法将数据分时段来分析。

研究对象：CRB 综合期货指数

引入分析的变量：M2/GDP、M2-GDP 增速、美元指数和 GDP 增速，其中 M2/GDP 是代表流动性综合指标、M2-GDP 增速是代表增量流动性、美元指数是计价工具而 GDP 增速则是代表经济增长因素。

数据长度：95 年 4 季度至 10 年 3 季度，数据频率为季度数据，在分析时将数据分成 3 个时间段，分别是 75-89 年、90-99 年和 00 年-至今。

我们的分析过程由两个部分组成：

在第一个部分：我们试图去找出在引入的 4 个变量里，哪些变量最具有代表性。我们运用降低维数的思路，将上述四个变量重新组合形成新的因子，并且使新因子们能尽可能地可以代表原变量对 CRB 期货指数的说明能力，再分析原来四个变量对新因子说明能力贡献度的大小，从而至少可以在数量关系上显示哪个变量的作用最为明显。

下面来看看分析的结果。

首先看看 75 年四季度至 10 年 3 季度全数据时段的主成份分析结果。

图表8 75年-10年全数据检验结果

Component	Total Variance Explained					
	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
因子1	2.049	51.234	51.234	2.049	51.234	51.234
因子2	1.008	25.191	76.425	1.008	25.191	76.425
因子3	.943	23.575	100.000	.943	23.575	100.000
因子4	2.220E-16	5.551E-15	100.000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

	Component Matrix ^a		
	Component		
	因子1	因子2	因子3
M2增速	.988	.031	.152
M2-GDP增速	.331	.741	-.076
美元指数	-.441	.337	.937
经济增长速度	.928	-.322	.190

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 3 components extracted.

资料来源：平安证券研究所整理

从图表 8 可以看出，在重新构建的因子中，因子 1、因子 2 和因子 3 对原数据组合的方差贡献度分别约为 51%、25%和 24%，从分析结果上看，因子 1 的说明能力最强，而因子 2 和因子 3 对原变量组合的替代作用相差不大。从成份方阵表里面可以看出，M2/GDP、经济增长速度变量在因子 1 里占有最主要的地位，而美元和增量流动性的作用次之。

然后将数据分成了 75-89 年、90-99 年和 00 年至今三个时间段，并对这三个阶段分别同样进行主成份分析，看看在不同的时段里哪些因素在原数据组合内具有更重要的作用。我们不具体展示各时段的分析表格，只是把分析结果归总来展示。

图表9 时段数据分析结果，流动性和经济增长是最具代表性的因素

	75年-89年	90年-99年	00年-至今
主成份因子1和因子2对原数据方差贡献度	90.54%	93.66%	88.00%
与主成份因子1最相关的原变量	M2/GDP 0.980； 发达经济体经济增长 0.961	M2/GDP 0.982；发 达经济体经济增长 0.972	M2/GDP 0.965；发 达经济体经济增长 0.859

资料来源：平安证券研究所整理

图表6显示，从分时段的数据分析来看，尽管主成份的说明能力在近十年的时段内有所减弱，但是00年-至今的数据仍具有88%的方差贡献度，说明因子1、2作为主成份是有依据的。同时从所划分的3个时段来看，经济增长和流动性因素始终都是引入4个变量中最具有代表性因素。

在第二个部分：我们使用相关性分析，试图找出在引入的变量中哪些与CRB指数（CRB增速）的关联度更高，从而建立起变量与CRB的联系。

我们所希望看到的是：最具有代表性的变量同时也与CRB的相关性也显著。

图表10 相关性分析结果表明从00-至今经济增长、M2与CRB的相关性较高

		M2/GDP	M2-GDP 增速	美元指数	发达经济体经济增长
	75-至今		0.112	-0.286	0.224
CRB 增速	75-89年		-0.039	-0.319	0.259
	90-99年		0.107	0.197	-0.151
	00-至今		0.098	-0.212	0.327
	75-至今	0.650		-0.478	
CRB	75-89年	-0.136		-0.011	
	90-99年	0.086		-0.374	
	00-至今	0.771		-0.303	

资料来源：平安证券研究所整理

相关性分析得到，图表10的结果表明：

- 第一、国际大宗商品的价格与流动性的正相关性度较高，而且还呈现逐渐提高的趋势；
- 第二、大宗商品涨价的动力与经济增长存在一定的相关性，特别是在00-至今的时段里；
- 第三、大宗商品的涨价动力与增量流动性的关系并不强；
- 第四、美元对国家大宗商品的影响是呈现缓慢趋弱的；

第五、从主成份分析和相关性分析来看，流动性和经济增长既是具有代表性也与 CRB 关联最强的变量；

综合来看，数据分析的结果基本符合我们之前的定性判断。对于当前影响大宗商品价格波动的因素，由定量分析结果来看，更应该多关注来自流动性和经济增长的影响。

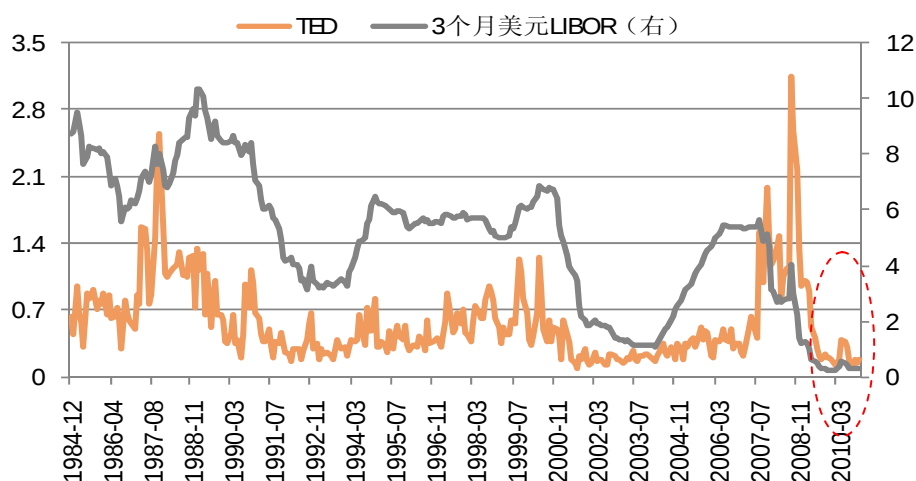
二、对 11 年影响大宗商品市场因素的判断

2.1 11 年全球流动性的判断：流动性充裕

目前全球流动性非常充裕，从 TED Spread 与主要货币 Libor 利率均在历史低位可以得到印证。

从前文所看到的流动性与 CRB 指数的关系来看，我们认为存量流动性对大宗商品价格存在有力的支撑（流动性与 CRB 的关系见图表 2，这里我们不再重复），请见图表 11。

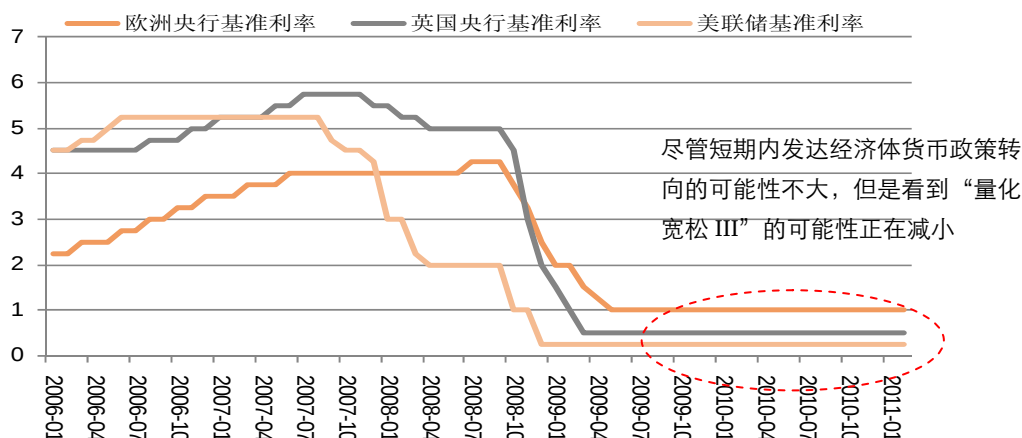
图表11 TED和Libor利率均在历史性低位，显示流动性充裕



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

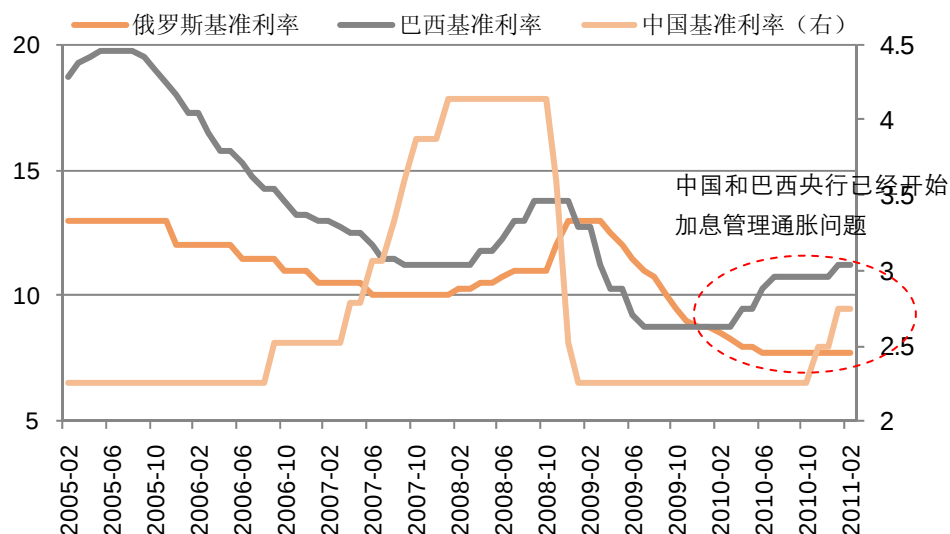
新兴经济体的货币政策已经转向，同时主要发达经济体的量化宽松也接近结束之时，从现在已有的信息来看，世界主要经济体（无论是发达经济体还是新兴经济体）微调货币政策是大势所趋。

图表12 随着欧美经济体经济逐步企稳复苏，它们上调利率的可能在增大



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

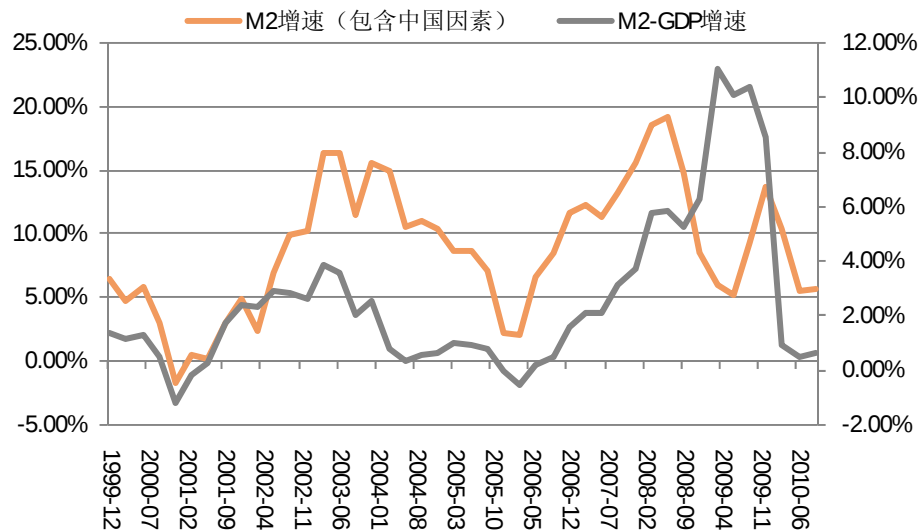
图表13 新兴经济体因管理通胀的需要，已开始加息（%）



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

从我们测算的增量流动性指标来看，也显示同样的结果，即：M2 增速（包含中国流动性）与 M2-GDP 增速均出现下行趋势，在目前新兴经济体收紧流动性对抗通胀，而发达经济体“量化宽松”相继到期的前提下，11 年增量流动性会较 10 年减少。

图表14 M2与M2-GDP增速的回落均显示11年增量流动性较11年会减少

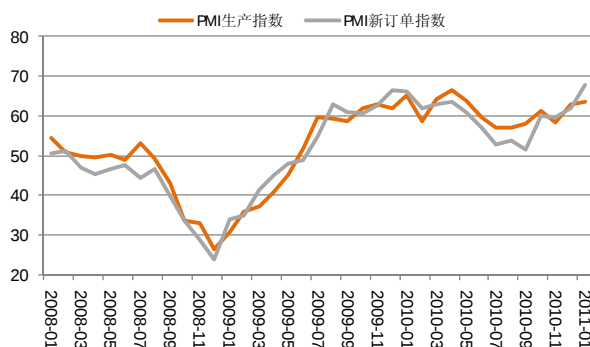


资料来源 IMF Bloomberg 平安证券研究所

2.2 11 年需求基本判断：存量需求与增量需求的对冲，但总量增加

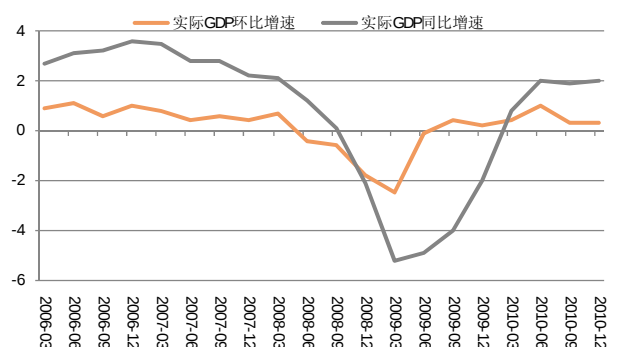
基本判断：由发达经济体生产企稳持续复苏所带来的存量需求的恢复与新兴经济体经济增长放缓所导致的增量需求微减之间对冲，但我们认为 11 年世界实体的生产需求仍会保持 10 年以来所呈现的回升势头，预计全年世界经济实际 GDP 的增速在 2.6%-3.0%。

图表15 美国PMI指标持续转好



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

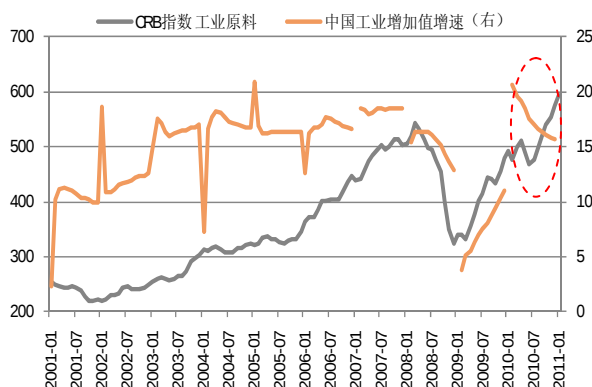
图表16 欧元区经济增长已企稳 (%)



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

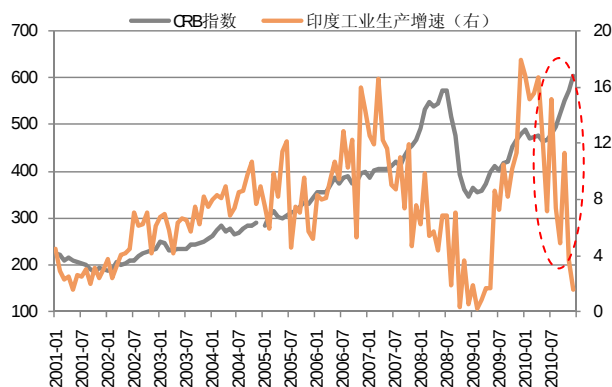
而反观新兴经济体，中国、印度的工业增加值同比增速均出现回落，随之而来会或多或少地影响需求面，见图表 17、18。

图表17 中国工业增加值增速出现放缓信号



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表18 印度也出现工业生产回落的情况



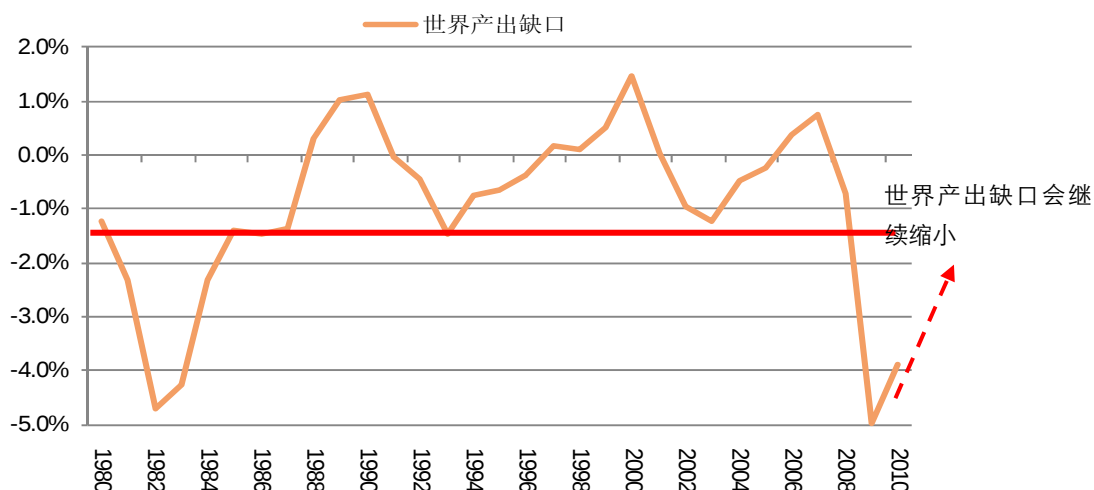
资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

目前巴西、中国已经开始使用加息等手段来管理通胀问题,我们认为在经济增长尚不稳定的阶段,新兴经济体政策的逐步转向收紧有可能会以牺牲部分经济增长为代价,因此我们认为 11 年来自新兴经济体的新增需求部分较 10 年会有所减少。

通过测算 80 年至今世界实际产出与潜在产出的缺口,我们发现目前世界产出缺口正处在恢复的阶段,见图表 19。从 80 年至今世界产出缺口的均值水平大约为-1.02%,10 年的缺口大约为-3.80%,而 11 年的估算值为-3.30%,从趋势看世界 GDP 产出缺口缩小的趋势还将持续。

我们认为尽管有存量需求与增量需求的对冲,但结果还呈现总量需求逐步回升。

图表19 11年全球产出缺口仍可能处在减少的阶段,总量需求持续恢复



注: 由于IMF数据所限,我们对全球产出缺口的估算并不包括所有经济体,但主要经济体(发达+中国)

资料来源 IMF Bloomberg 平安证券研究所

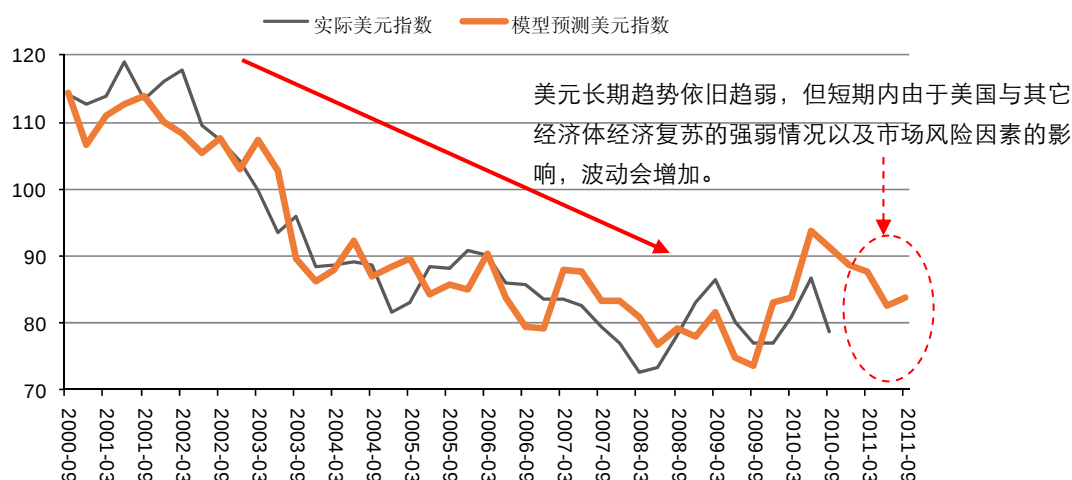
2.3 对美元 11 年基本判断：趋势性变化难现，波动加大

从前文定量分析结果来看美元仍是影响国际大宗商品价格的主要因素（尽管从 00-至今时段的分析结果来看并不是最重要的），从 11 年这样一个时间段来看：随着全球经济恢复，基本面因素对大宗商品价格的影响会逐渐明显，而美元的影响会更多地体现在对价格的短期扰动上。

我们对美元的判断是：不能排除美元短期转强的可能，但从趋势上看，11 年美元大幅走强的可能正在降低，但是波动会加剧。

图表 20 显示是数量模型对美元指数的预测，从结果上来看，美元指数在未来呈现波动反复的可能性较大。

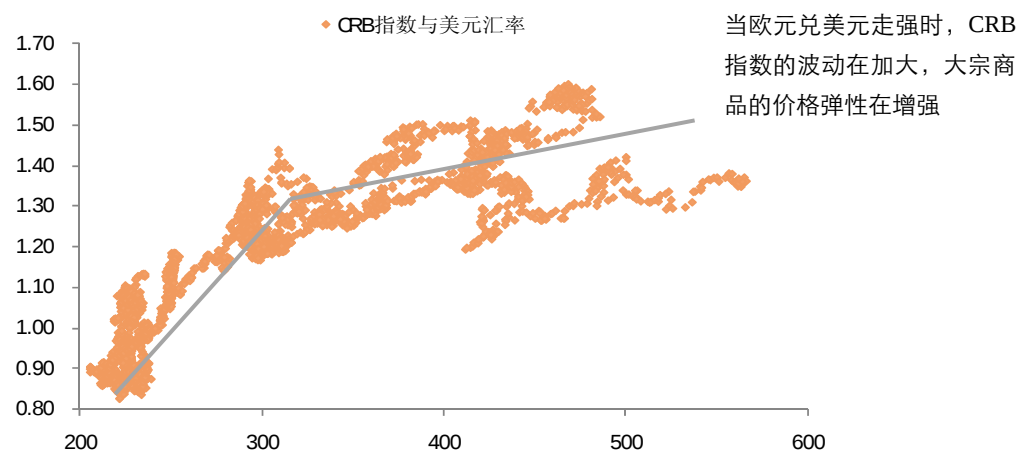
图表20 美元短期波动会加大



资料来源：Bloomberg Wind IMF 平安证券研究所整理

从美元强弱和 CRB 指数关系来看，美元趋强，则大宗商品的价格弹性（美元与价格弹性）趋弱，相反，美元趋弱，则大宗商品的价格弹性，见图表 21

图表21 当美元趋弱时，大宗商品价格对美元的弹性在增强



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

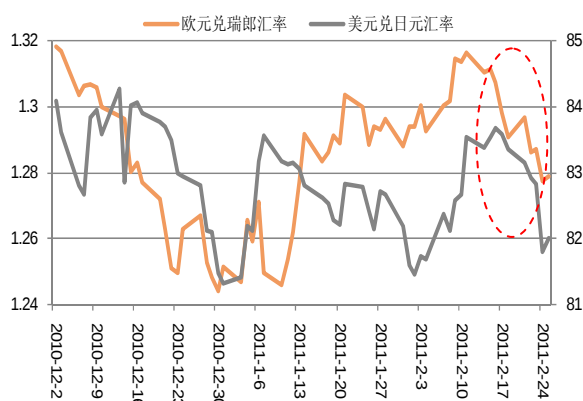
根据对 11 年美元趋势性走强可能性降低的判断,我们认为由于美元所带来的大宗商品的价格弹性会趋强,进而加剧价格阶段性的起落。

2.4 其它因素：地缘政治

11 年地缘政治风险可能是今年不得不关注的另一个重要因素。近期突尼斯和埃及出现的政权危机加大了全球对中东地区政治危机的担忧。我们认为特别是中东、南美等资源丰富或者是国际大宗商品运输要道区域的不安定状态更会影响国际大宗商品价格的短期走势,如果类似事件出现蔓延的话,那么,短期大宗商品价格和美元的波动都会加剧,那么商品价格走势可能在短期内背离其基本面情况。对于这类突发性事件的冲击性影响,我们认为需要因实际情况的不同而具体分析,但是我们认为这类事件从总体上看更多会增加投资者的避险情绪,从而对某些大宗商品的价格形成刺激。

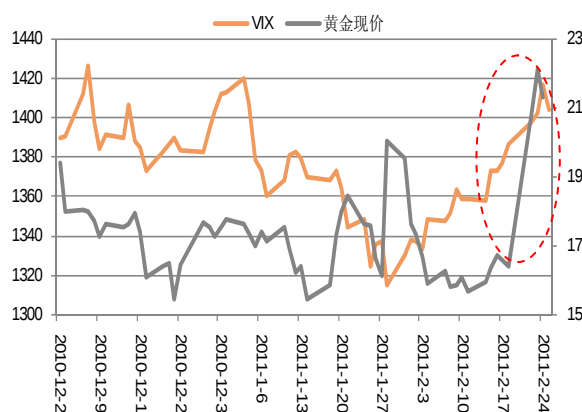
以近期的中东动荡政局为例,随着事态发展,瑞郎、日元、黄金等避险品种的价格快速上涨,同时由于市场对石油供给和运输的担忧,原油价格也出现快速上涨。

图表22 瑞郎、日元同涨



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表23 黄金价格近期也创新高, VIX指数攀升



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

三、看好 11 年国际大宗商品的表现

3.1 需求回归和充裕的流动性是 11 年看好大宗商品主要原因

报告第一部分指出:从 00 年至今的数据来看,流动性和经济增长是影响国际大宗商品价格波动的最重要的两个因素,根据数据分析的结果,我们认为上述两个因素将决定 11 年大宗商品价格的基本运行趋势。

报告的第二部分重点分析了我们的对于 11 年流动性、经济增长、美元的基本判断,基本的结论如下所示:

图表24 基本面分析结论

	11 年基本判断	对 CRB 影响的定性判断
存量流动性	依旧充裕, M2/GDP 比值约为 0.92, 历史高值区域;	对价格形成支撑, 正面
增量流动性	较 10 年减少, 考虑中国因素后, 10 年 3-4 季度 M2 增速回落至 5-6% 左右;	抑制影响将在未来逐渐体现
美元指数	趋势性走弱可能性不大, 波动加剧;	加剧价格波动
经济增长	新兴经济增速或放缓, 但发达经济体经济企稳复苏, 需求总量仍呈现增长, 预计其实际增速在 2.6%-3.0% 之间;	正面

资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

如图表 24 所示, 我们认为经济增长与存量流动性是对 CRB 期货指数是支撑因素。

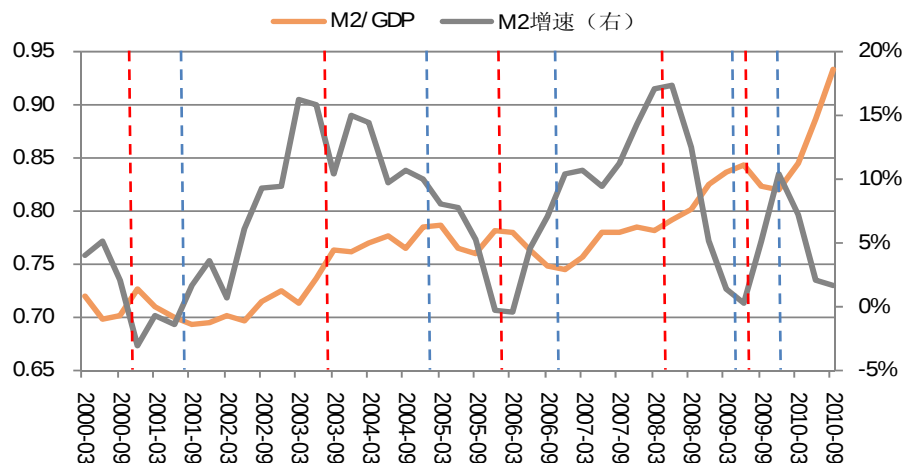
充裕的流动性一方面将通过价格上涨的形式来表现, 另一方面也对大宗商品的价格形成有效支撑。而经济增长则是对实体生产过程对生产性商品需求的确认, 稳定的增长需求和充裕的流动性决定了 11 年大宗商品价格上行的基本趋势。

我们对美元在 11 年的判断是波动加大, 但趋势性变化难现, 所以美元对大宗商品的影响将是在短期内的助涨和助跌, 加大波动。

3.2 高点 700 可期

如报告的结构图所展示的：当年多增量流动性会转化成存量流动性，但是转化的过程却需要时间，我们认为新增流动性的变化会在 3-5 个季度之后影响流动性综合指标，具体情况可以参考图表 25

图表25 增量流动性有一定的领先作用



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

归纳一下图表 25 的情况，00 年至今 M2 的增速出现了 5 次拐点，分别是 00 年 4 季度、03 年 3 季度、06 年 1 季度、08 年 2 季度和 09 年 2 季度，对应的 M2/GDP 比值则分别在 01 年 3 季度、04 年 4 季度、06 年 4 季度、09 年 2 季度和 10 年 1 季度，从时间上看，M2 增速的变化领先 M2/GDP 值变化大约 3-5 个季度，如果这个逻辑依旧成立，那么 10 年 2 季度开始的 M2 增速回落的影响将逐渐在 11 年 3-4 季度逐渐开始显现，从这个角度来分析，短期内（11 年 3 季度前）M2/GDP 仍将保持在一个相对较高的位置，这将为 CRB 价格提供非常有力的支撑。

我们根据前文分析的逻辑，用流动新指标和经济增长指标建立与大宗商品价格的关系，并使用 11 年对流动性和经济增长作为预测数据，来测算未来价格可能触及的区域。利用简单的回归分析得到结果，

测算方程式如下：

$$\hat{CRB} = C + C_1 \otimes M2/GDP_{t-3} + C_2 \otimes GDP_t$$

图表26 测算模型的统计数据

R-squared	0.686223	Mean dependent var	336.3213
Adjusted R-squared	0.669262	S.D. dependent var	106.4317
S.E. of regression	61.20874	Akaike info criterion	11.13850
Sum squared resid	138620.8	Schwarz criterion	11.26516
Log likelihood	-219.7699	Hannan-Quinn criter.	11.18429
F-statistic	40.45898	Durbin-Watson stat	0.355761
Prob(F-statistic)	0.000000		

资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

提示：图表 26 显示的模型拟合度不到 0.7，说明拟合度并不高，同时我们引入模型变量的数据也是估算值也存在错误的可能，所以计算结果只启到我们对价格变化参考作用。

如果在 11 年后面的时间里，我们对美元趋势性走强难现、全球增量流动性减少以及流动性指标 M2/GDP 值在 3-4 季度开始企稳并出现小幅回落的判断均兑现的话，那么模型基本估算结果显示：2011 年 CRB 期货指数全年的均值大约在 620，年内的高点会 700 以上，但在 11 年 3-4 季度，指数可能会出现企稳调整的情形。

四、风险提示

对于 11 年国际大宗商品市场可能会遇到的风险因素可以分为：需求风险、流动性风险、美元风险和地缘政治风险。

需求风险可能来自于两个方面，从需求存量的角度来看，如果在未来，欧美经济体因为种种原因使得复苏进程暂时停滞，比如欧债危机再次爆发、美国地方政府债务出现问题、欧美央行的刺激政策过早、过快的转向等，从增量需求的角度来看，其风险来自与新兴经济体在调整政策管理通胀的过程中，矫枉过正严重地伤害到需求面，而带来的增量需求大幅减少，这样可能会造成实际需求增长低于我们的预期甚至是负增长。

流动性风险主要是来自于增量部分，本报告所得结论的前提是增量流动性减少，但是如果欧美经济体推迟它们“量化宽松”退出的时间表，继续向市场注入流动性的话，那么大宗商品的价格可能在这些“预期外”的增量流动性的驱动下，大幅上涨形成对未来的通胀风险。

美元的风险来自于美元趋势性的变强或变弱，如果未来美国经济较欧洲、日本经济表现更好，或者在避险情绪增加等因素的影响下，美元趋势性变强，那么大宗商品价格将面临较大的下行压力，相反地，如果美元出现趋势性转弱的情况，那么大宗商品价格可能在弱美元和美元对价格弹性增强的双重影响下大幅上涨，从而也会影响全球的通胀水平。

政治风险，正如前文所述的那样，11 年地缘政治风险可能是今年不得不关注的另一个重要因素。近期动荡的中东局势加大了全球对中东地区政治危机的担忧。特别是中东、南美等资源丰富或者是国际大宗商品运输要道区域等敏感区域，它们的不安定状态将会直接影响国际大宗商品价格的短期走势，如果类似事件出现蔓延的话，那么，短期大宗商品价格和美元的波动都会加剧，商品价格走势将在短期内背离其基本面情况。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券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交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，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。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257