

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

杯子从“半空”变成“半满”， 原油与大宗反弹行情或已启动

——《美元大宗怎么看？》系列之一

2011年7月1日

相关报告

110623
对通胀“投鼠忌器”，QE3 没戏
110619
下半年美国经济强势反弹可期，何谈 QE3？
110612
进口初显积极信号，美国 Q3 有望复苏
110606
全球经济同步放缓，但 QE3 推出概率不大
110531
希腊债务问题在 7 月之前有望初步解决

背景：

宏观研究过程中常需要回答的一个问题是“美元、大宗商品怎么看？”我们认为，事实上这个“怎么看”其实包含了三个问题：

- (1) 当前什么因素左右美元、大宗走势，
- (2) 未来影响美元、大宗的关键变量是否会发生变化，
- (3) 在 (1) 和 (2) 的基础上对美元、大宗商品价格进行趋势性预判。

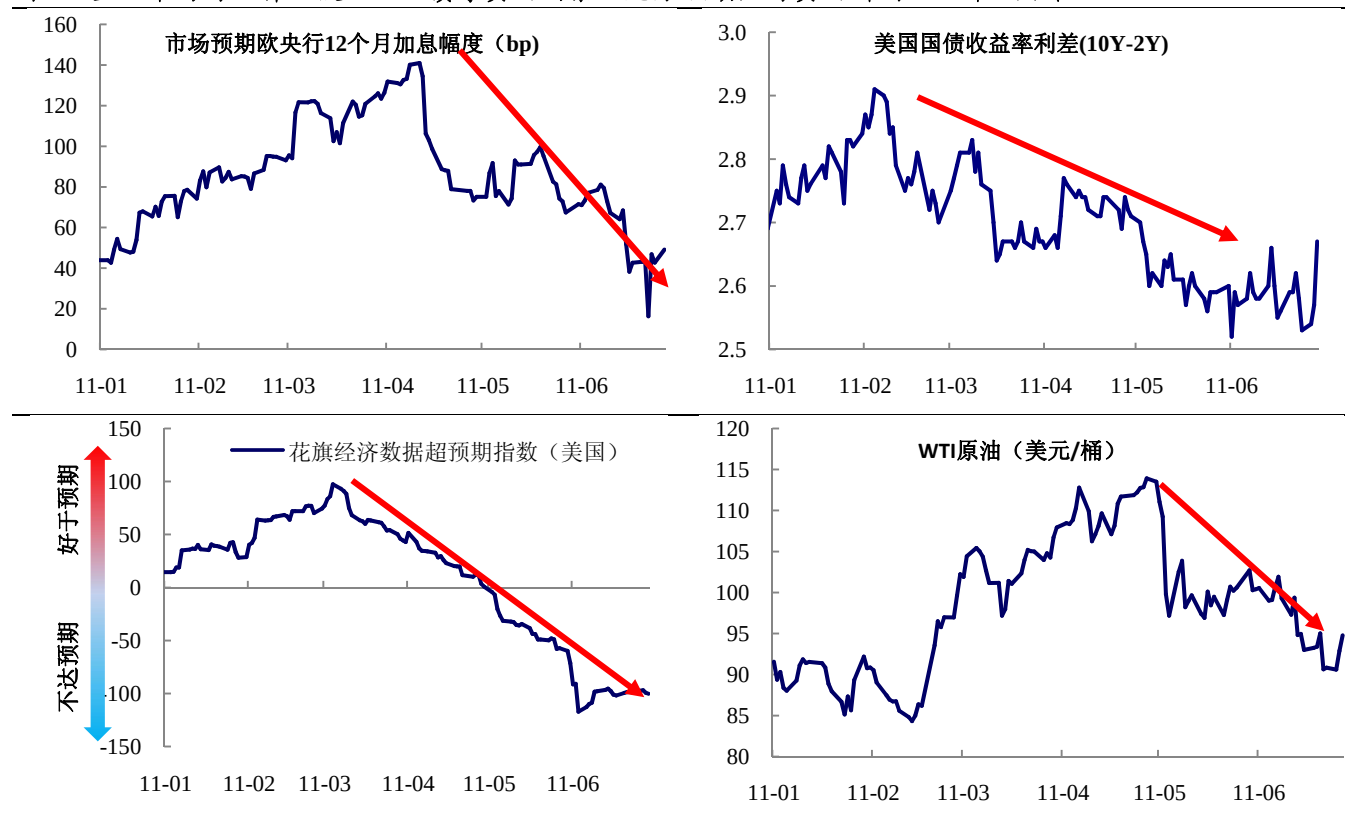
《美元大宗怎么看》系列报告，旨在针对 (1) 和 (2) 提出我们的一些思考，并尝试着对 (3) 提出我们的一些浅见。

观点：

- 5 月初以来金融市场只看到“杯子是半空的” (The glass is half-empty)：金融市场对欧债及经济放缓过度悲观是过去两个月原油大宗承压的主因。由于年初对于美国经济的预期较高，在 4 月份美国数据逐步走弱、欧债问题再次激化的情况下，金融市场的风险厌恶程度开始上升。美国 10 年期国债收益率跌破 2.9%，市场对欧央行 12 个月加息预期从 4 月 8 日的 140bp 暴跌至 6 月 22 日的 16.3bp。对欧债的担忧，以及对美国经济放缓的忧虑，是促使过去一段时间内包括原油在内的风险资产价格出现下跌的重要原因。
- 未来一阶断市场可能会逐步意识到“杯子是半满的” (The glass is half-full)：欧债缓解、美国数据改善，过度悲观预期需要修复。而我们近期一直强调，美国经济在下半年的反弹可能高于市场预期，而希腊问题有望在 7 月初暂告一段落。而由于联储摆出了一幅“观察期”的姿态，未来一阶断每一个正面经济数据的出台，都将为市场炒作风险资产带来借口。WTI 原油有望突破 100 并向前期高点冲刺。
- 美国对通胀的容忍度是风险因素：正如我们在近期报告中不断指出的那样(例：6 月 21 日《下半年美国经济强势反弹可期，何谈 QE3？》)，美国经济复苏、联储暂不收缩的阶段，大宗价格有可能出现飙涨。但从长期的货币政策周期来看，联储再次回归紧缩周期只是时间问题，由于 1 季度美国就已尝到了高通胀抑制消费的恶果，美国对于油价上升的容忍度或将决定本轮原油大宗反弹行情的高度与时间跨度。对于期货市场投机、以及货币紧缩是可能的政策选项，但原油和大宗价格涨是“因”，上述政策的推出是“果”，因此短期内政策风险不大。

5月初以来金融市场只看到“杯子是半空的”

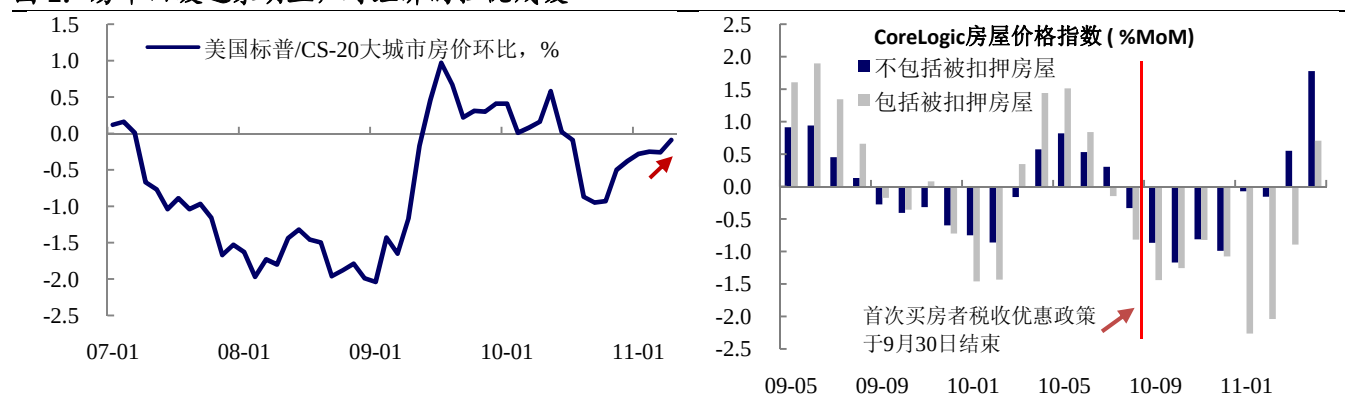
图 1: 金融市场对经济放缓以及欧债等负面因素已充分预期, 对负面新闻已经开始麻木



数据来源: Bloomberg, 兴业证券

欧债缓解、美国复苏, 金融市场未来会开始认为“杯子是半满的”

图 2: 房市回暖迹象明显, 对经济的担忧减缓



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。