

摩根大通全球商品策略：2011 年展望

2010 年 12 月 2 日

冀雪梅 译

概述：

我们对 2011 年商品展望比较乐观，这主要是因为全球经济复苏，全球消费超过全球产量。我们的中心观点所面临的风险是更高的价格震动性和更高的回报，特别是当政府实行价格控制措施和实施贸易壁垒时，会引发更多库存流动的摩擦，最终将由政府来决定谁最需要这一商品。对于希望在进入 2011 年建立多仓的投资者而言，我们更倾向于布伦特原油、小麦、玉米和铜。

2010 年，主要由恶劣天气影响，造成多种商品供给减少，这给这些商品带来价格风险，助推了小麦、糖、大米、咖啡、棉花和玉米价格的极大窜升。2011 年，对于需求增长预期的周期性提高很可能会成为商品现货市场和期货市场的更主要的决定性因素。最近在金属产出国和商品消费国的加息都再次证明了我们对于全球复苏的观点，即全球复苏虽然低于普遍预期，但确实已经走上了可持续的广泛向上的周期性轨道。

2011 年对通货膨胀的预期和实际加息都将使商品正向曲线更加向上倾斜，因为上升的远期价值和高企的装运成本都已嵌入到了期限结构中。同时，数种商品的正向曲线已经显示出倒挂（即向下倾斜形状），这确实证明了低水平库存存在于多种农产品当中。低库存将是 2011 年商品市场的一个重要特点。在评估我们的观点所面临的风险时，我们注意这样一些风险：1) 对中央银行不断增加的大规模资产采购的抱怨越来越多，2) 新兴国家为了抑制通胀而采取的价格控制所带来的威胁。在 11 月初，以上因素导致了商品价格在强劲上涨过程中的回调，而这一轮强有力上涨就是由美联储会议导致的。

尽管如此，我们认为以上风险都不能改变未来 12 个月商品供给吃紧和价格上涨这一中心趋势。相反，我们认为美联储的支出计划会如期展开。而且如果作物生长条件进一步恶化，我们认为美联储会进一步出台更有利的措施。另外，我们注意到中国针对不同商品已经有了一系列价格控制措施。而这也不是中国第一次进行价格调控。其他很多国家，包括美国，都已经引入不同形式的价格控制措施，比如关税、贸易配额、补贴，以及对于商品库存和储运的相关法规。在政策方向上增多的控制措施，虽然通常都不是资源有效分配的最佳途径，但这些举措也不会令市场感到意外或导致最坏结果。商品市场的新鲜体验是看到 2010 年对白糖的数个价格控制的努力适得其反。这些价格控制手段无意中导致了白糖实际和隐含价格震荡性的极大提高，并在实施这些措施的数月内使糖价达到了 30 年来的高点。政策错误是真正

的风险，目前来看这些政策措施将很可能把商品价格推向更高水平，而非更低水平。

为了帮助我们分析商品的核心风险和机会，我们需要计算出在全球消费和我们预计的全球商品产量相匹配的情况下，所要求的 2011 年全球实际增长率。在考虑了需求的收入弹性后，简单的计算告诉我们全球实际 GDP 增长率只需要在 1.5%-2%，就足以使大部门商品，包括原油，在 2011 年陷入赤字水平。我们的经济学家预计明年全球实际 GDP 增长率在 3%，就算可能下调全球增长预期，我们都有足够的空间得出相同的结论。农作物和软商品库存已经很低，金属和能源库存相对较高，但考虑其它因素，事实上美国实际利率为负，这意味着全球储运成本异常低，这就足够激励各国为了满足未来可预期的需求增长而不断增加库存，特别是在美国以外国家。到 2010 年 12 月中美联储实施零利率就已有两年之久，那么世界上就有 2 亿个生命还没有过美国实际利率为正的体验。全球商业周期将进入第 18 个月的扩张期，伴随着进入全球商业周期的每一步，上述事实都是商品利多展望的有力支撑。

石油：

让我们看一下单个商品市场，我们认为 2011 年全球石油需求上涨由新兴市场引领，上涨幅度为 160 万桶/天（即+1.8%），主要由亚洲交通用油需求激增引起。如图一所示，我们计算得出的 2011 年石油供需平衡所需的全球增长率为 1.1%，说明石油价格和产量都可能上涨以迎合更高的需求增长。中国继续成为重要基石，占我们预期的新兴市场总体需求增长的 25%。相反，我们预期发达国家整体需求持平，这主要因为欧洲国家面临的经济危机以及日本结构性需求降低所致。另外，明显信息表明以前的增长是由于新兴市场的能源基础建设所致，特别值得注意的是中东和拉美。一个重要的趋势是中东用于发电和其他部门消费用油的增长强劲。我们重申我们的观点 2011 年布伦特原油期货平均价将在\$92/桶左右，而单日价格可能会击穿\$100/桶。

从供给角度看，非欧佩克国家产油量很可能大大落后于需求增长，这就要求欧佩克国家(OPEC)提高产量以平衡国际供需，这也就相应地减少了全球石油备有容量。

金属：

市场对于 2011 年基本金属的观点比较多样。铜在基本上表现出最大的上涨风险，因为 2011 年全球供需缺口很可能会达到 50 万吨，而 2011 年年初全球交易所库存很可能会在一个相近的数字上。锡的基本面也相对利多，我们认为 2011 年基本金属库存会增加，这会限制由于目前货币政策而引起的价格上涨。由宽松货币政策而引发的通胀忧虑，G3 国家继续购买国债和证券，以及中立的财政政策，会限制 2011 年贵金属的下行风险。我们认为 2011 年钯将会结构性短缺，可能会是每盎司 1mm 左右，因此有必要把地上的库存或/和商业库存转化到储蓄系统中以满足需求。我们建议建立以铜、锡、钯和铂为核心多头仓位。我们对锌和镍持中立/看空观点，对黄金、白银持适度看多观点。

农产品：

虽然在 2010 年第四季度出现了很大价格波动，我们坚定认为 2011 年农产品价格会继续上涨。

玉米：

对于玉米而言，其产量、国际需求和相关法规等表明玉米价格在 2011 年会有很大上升空间。2010/1011 年度美国玉米单产的下降以及持续不断的玉米需求致使美国玉米库存直逼最低基准线。美国玉米供给量的调低不仅说明在 2011 年一整年玉米需求配给将不断调整；另外，玉米种植面积一定要增加才能使库存保持在现有的本已较低的水平上，而玉米种植面积的增加很可能是以牺牲大豆面积为代价。远月合约(特别是 2011 年 12 月玉米合约)将被密切关注，因为市场试图影响农民做出种植面积分配的决定。目前的玉米价格还没有高到足以激励农民实质性扩大玉米生产以满足预期需求的水平上，因此，我们认为新玉米合约价格相对大豆价格会有一个更高的上涨空间。产量紧张并非美国独有。虽然中国今年的玉米产量比 2009 年高，而政策库存和私人库存将会持续紧张。就算最好的情况下中国 2010 年玉米产量等于需求量，而且国内玉米价格保持历史高位，我们仍坚持认为 2011 年上半年中国会恢复玉米进口（2010 年春中国 15 年来首次进口玉米）。美国本来就低的供给水平，加上中国进口-特别是报道以粮食安全为目的的中国进口，而非以经济活动为目的的进口-将更大的推动玉米价格上行。

大豆：

对于大豆而言，2010/2011 年度继续紧张的供给会使大豆价格继续上涨。在美国，略小于预期的大豆产量需要满足不断高过预期的需求，这导致大豆库存很难保持在去年本来就低的库存水平上。如果南美产量低于预期，这会使美国大豆库存进一步降低。天气应被密切关注，特别是在有拉尼娜(La Nina)现象的年份，通常拉尼娜气候会导致减产以及 12 月至 1 月分不利的作物生长条件。如果中国压榨利润高，而且中国大豆进口量再创新高，那么美国将没有足够大豆以弥补南美减产造成的缺口。在这种境况下，大豆价格只能不断冲高，使得压榨利润为负，从而打击大豆需求。最后，南美供给和美国需求的前景都会提供 2011 年美国新大豆种植面积的信号。越低的库存越需要农民保持现有的大豆种植面积，当然这将进一步给 2011/12 年度的玉米基本面构成压力。

小麦：

就小麦而言，潜在的供给限制加上产量和出口风险说明小麦价格一直到 2011 年中都很容易上涨。美国 2010 年 9 月至 10 月份的干旱天气使我们怀疑冬小麦是否能丰收（2011 年 2 季度），这在本来全球高蛋白小麦供给降低的环境下尤其重要。我们预计欧洲到 1 月份将没有可供出口的小麦，加上俄罗斯谷物出口禁令（这个禁令

很可能会延续 2011 年一整年)，另外南半球不利的天气影响导致可供出口小麦供给量减少，这些因素都导致美国成为全球小麦供给的最后一个国家。

投资建议：

我们建议投资者大力投资于商品市场。我们对标准普尔高盛商品指数和摩根大通商品指数未来 12 个月的回报率预期为 19%。