

投资导刊



摘要

- 过去二个月里玉米价格的上涨给人的印象是深刻的同时，证据表明上涨已经成熟。从中我们预期一个顶部和向下的转折。人气的看涨极限（通过 DSI, 人线人气指数来衡量）和持仓（CFTC 交易者持仓报告显示净投机性持仓达到了决持仓量的 20% - 这是一个 2008 年以来的最高水平），警告市场过于乐观。日线上同时出现了看跌背离意味着越来越有价值的市场。我们预期顶部位于 17 个月来的区间高点 and 回撤阻力 451 7/8 和 470 之间。跌破 2-个月趋势线支撑（现在位于 418）确认了趋势的转折和回 300 支撑位。
- 铝的现货市场比全球供需平衡所暗示的更加地紧张，它反映在今天的现货升水水平高上。同样，全球锌市场的名义供需平衡表明了过剩，表明了市场上对今天的价格有看空的倾向。然而，锌的现货升水最近快速上升，事实正在怎样地变化才能表明人们在采纳这样的状态。
- 随着两次衰退争论的继续，投资者和经济学家继续降低对美国近期经济的展望。我们审视了如指了一系列的调查，投资者配置指标，对目前的悲观程度略加探究。历史上，风险资产的持续抛空伴随着可观的配置的转移。最近的趋势看来更参差不齐，意味着目前的动荡可能还没有转化为更长期的熊市。

编辑

应昊良

021-68400610*840

Haoliang.ying@orientfutures.com

报告日期

2010 年 08 月 31 日

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。期市有风险，入市需谨慎！

技术焦点

玉米的上涨取决于近期空头的回补

过去二个月里玉米价格的上涨给人的印象是深刻的同时，证据表明上涨已经成熟，从中我们预期一个顶部和向下的转折。人气的看涨极限（通过DSI, 人线人气指数来衡量）和持仓（CFTC交易者持仓报告显示净投机性持仓达到了决持仓量的20% - 这是一个2008年以来的最高水平），警告市场过于乐观，日线上同时出现了看跌背离意味着越来越有价值的市场。我们预期顶部位于17个月来的区间高点 and 回撤阻力451 7/8和470之间，跌破2-个月趋势线支撑（现在位于418）确认了趋势的转折和回300支撑位。



能源和贵金属

天然气处在下探3.34支撑位的轨道的



金

短期: 削减 - 金正在逼近1242/45 阻力(回撤位/预测目标), 随着季节性金的强势和贵金属总体上上涨, 阻力可能不久会被攻克 (在收盘的基础上) 金可能会在今年稍后重新见到有史以来的高点并进一步向1300上涨。目前, 相对于阻力上涨能量在削减。我们的主要不安是人气已经抬升, 可能会引发价格收盘于1232下方形成背离信号, 使价格的上涨推迟到下个月, 然而, 我们保持看涨, 只要价格停留在1210上方。

中期: 更大的看涨趋势目标1350 和今年稍后更高的目标.

原油 (10月)

短期：修正 - 超卖状态已经盛行，价格已经从低点反弹，导致了星期五的当日反转。我们预期价格以在新的一周里进一步修正反弹，但10月WTI合约仍然位于76.47下方的情况下，日线收盘的基础上我们仍然保持看跌，目标指向心理位置70 甚至下方。事实上，跌破五月低点（70.35）目标可能指向63/65区域。Brent 同样在修正，出现了关键的反转日，表明了一个暂时的基础；价格仍然停留在76.50下方，支撑位于70.40 是主要需要攻克的障碍，在价格回到67.85/68.38支撑位前。

对于天然气来说，继跌破4.00后，10月合约仍然处在考验13个月的通胀支撑3.43的轨迹上。反弹应难以突破趋势线阻力，但即使考验到一次突破，周线性的趋跌趋势相对于4.27仍然存在，作为前区间低点。

中期 (WTI)：保持65/90的交易区间。

基本金属

铝价再次露头于阴云支撑



铜

短期：上升趋势 - 对铜的展望是建设性的，价格仍然位于100天和200日均线上方的同时，我们仍然看涨。本周正面的背离信号对我们的看法提供了压力，铜价被锁定在一个看涨旗形里。突破7482完成旗，它将成为向7614/7735（回撤阻力和头肩目标）上涨的跳板，甚至可能指向通道阻力7829。在此位附近，我们将开始寻找重要的顶部。

中期：跌破二月的低点，表明了趋势的转移，目标5430。

铝

短期：薄薄的阴云阻力 - 铝目前在其日线阴去支撑找到了支撑，但是在下周薄薄的支撑下，下跌风险仍然是高的。能量从超卖的水平在趋势线阻力（今天2105）下缓慢修正。情况依然如此的情况下，我们继续关注下方的目标1918 水平。跌破1986将足以发出下跌趋势恢复的信号。

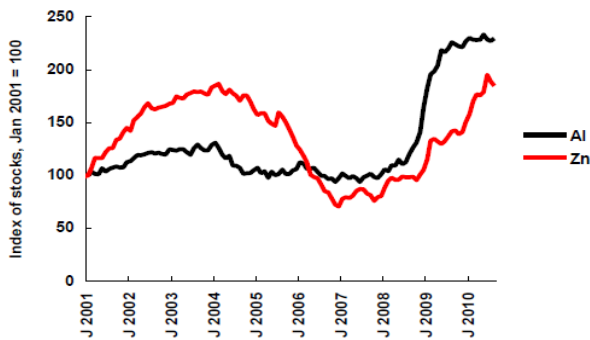
中期：跌破二月的低点表明了趋势的转折，目标 1776/1743 支撑位。

商品焦点

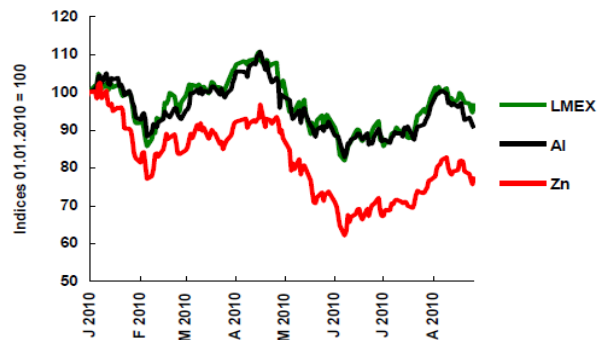
锌市场：注入了铝的因子？

铝的现货市场比全球供需平衡所暗示的更加地紧张,它反映在今天的现货升水水平高上。同样,全球锌市场的名义供需平衡表明了过剩,表明了市场上对今天的价格有看空的倾向。然而,锌的现货升水最近快速上升,事实正在怎样地变化才能表明人们在采纳这样的状态。

初看起来,世界锌市场的供应和需求平衡指向价格前景是不利的。报告的商业锌库存接近15年来高点,几乎达140万吨,随着我们已经临近八月底,自2008年后期以来库存快速上升后(图1)。同样,报告的铝库存在同一时间框架地持续地上升,两个市场更多的金属被认为被放在非报告库存中。锌市场自今年以来显然表现逊色于LME总体市场,反映了锌市场的过剩,通过今天的高库存而被放大。相反,铝价的表现与总体市场是一致的,尽管过剩和铝库存水平高。

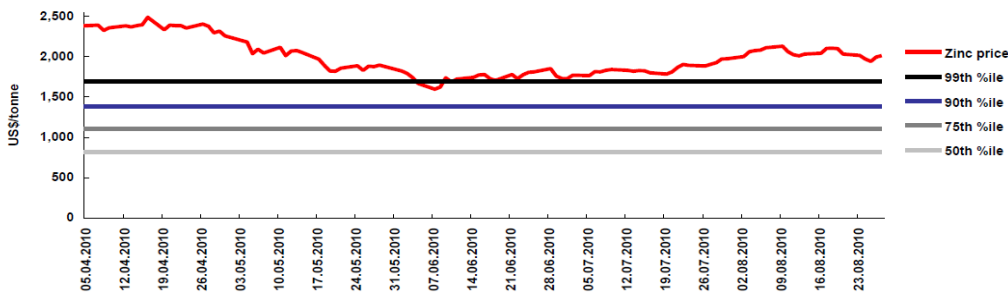
图1： 锌和铝库存处在高水平


Source: CRU, IAI, ILZSG, LME, SHFE, Macquarie Research, August 2010

图2： 2010年锌价的表现逊色


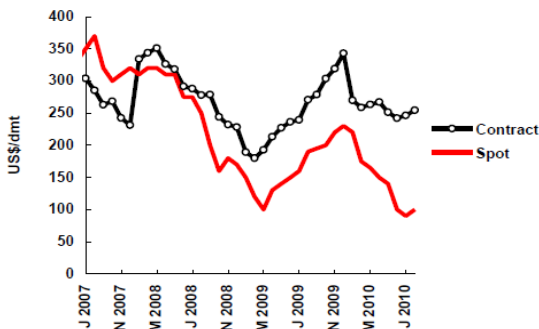
Source: LME, Macquarie Research, August 2010

虽然锌价的表现逊色于总体LME市场,但最近几个月仍然远高于行业的边际生产成本。这意味着存在基本面意指的价格下跌空间,如果一些供应被迫下线以对市场未来几个月的重新平衡做出贡献。

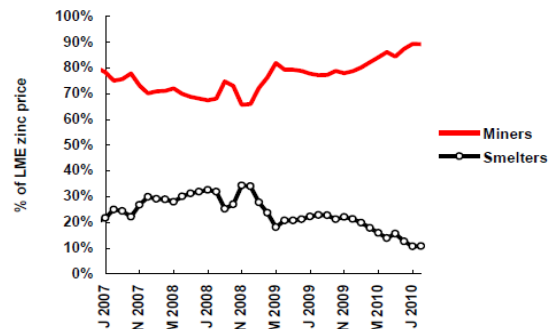
图3： 锌价在成本支撑上方交易

 Note: cost lines shown are normal C1 cash operating costs for the zinc mining industry in Q2 2010
 Source: Brook Hunt, LME, Macquarie Research, August 2010

注：成本线显示2010年第二季度锌矿行业的正常C1 现货经营成本

更密切地加以关注，情况就不象其被看起来那样了。锌精矿作为用于锌金属生产的市场今年存在供应缺口，根据我们的估计，这已经反映在加工费的剧烈下降上（图4），事实上单位锌收入份额的上升已经在锌矿发生（图5），反映了市场上捕捉低成本的能力。加工费是矿产商支付给冶炼商将精矿转变成金属的费用，在供应紧张时费用下降，因为冶炼商为获取原材料而竞争会降低费用。一些生产出来的金属相对于需求出现过剩的同时，事实上市场对精矿而言却存在缺口，意味着金属的生产量会受到制约，锌精矿库存水平在中国下降，我们认为这方面在最近几个月里取得的进展同样也会产生制约作用。

图4： 锌的精矿加工费最近几个月剧烈下降


Note: realised contract TCs are calculated on "benchmark" terms; spot TCs are for zinc concentrate imports CIF China
Source: CRU, Macquarie Research, August 2010

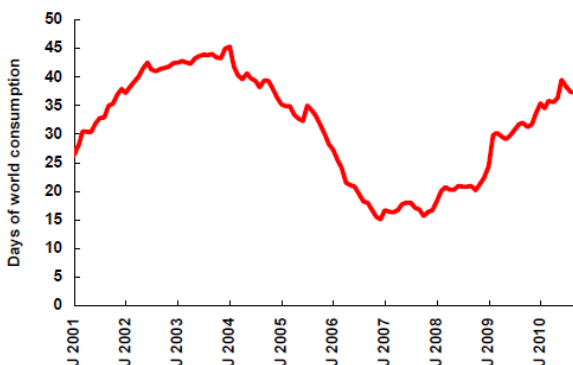
图5： 锌矿产商现在能确保大部份的收入


Note: zinc revenue sharing calculated based on spot market TCs, excluding revenue from premiums and by-products
Source: CRU, Macquarie Research, August 2010

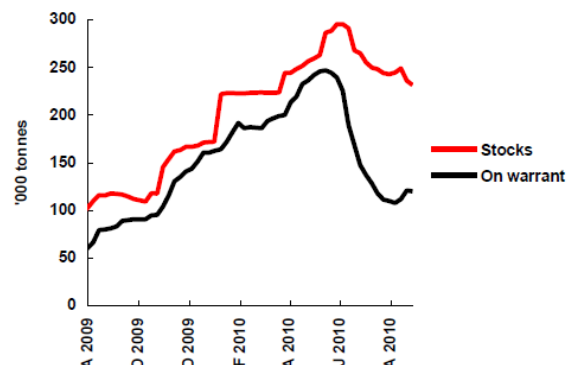
注：实际合同加工费按“标准”条款测算；现货精矿加工费按中国进口CIF算

注：锌收入分享根据现货精矿加工费来测算，不包括来自现货升水和副产品的收入

如果我们现在更密切地关注报告的锌库存，我们能看到，当其量被衡量时，作为与世界锌消费的比率，库存水平实际上在过去的三个月里是下降的（图6）。变化还不明显，仍然需要进一步观察，这种变化是否会继续，但这是在正确方向上的变化。在中国，上海期货交易所上库存已经自六月初以来下降超过20%，虽然至目前的下降只占库存仓单水平下降的一半（图7）。

图6： 锌库存相对于消费率开始下降


Source: CRU, ILZSG, LME, SHFE, Macquarie Research, August 2010

图7： 上海期货交易所库存下降，但并不象持有的有仓单量那样快


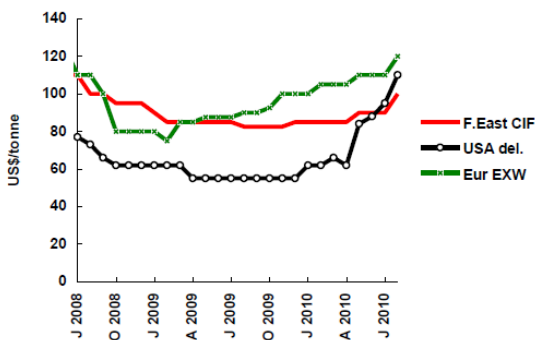
Source: SHFE, Macquarie Research, August 2010

同样重要的是要注意到一些锌据报告放在了“错误”的地点，市场并不总是能得到的。在此，我们现在特别会想到LME位于新奥尔良的大量库存，对于大多数美国的锌消费者来说它比起大湖地区的库存来说太遥远了，仓库每天的出库限制意味着消费者可能要等上几个星期才能将今天注消的仓单提走。

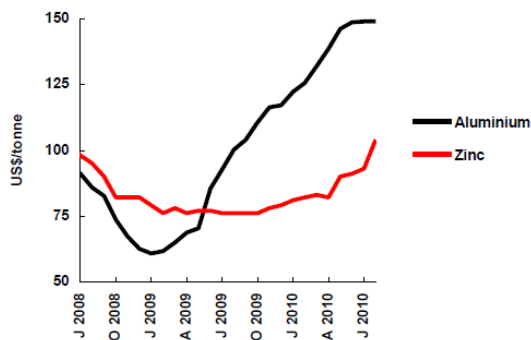
很有可能因为这样的理由，锌的现货升水最近开始剧烈上升，特别在美国，那里我们知道现货升水对特高级锌达到了约5美分/磅（\$110/吨）（图8）。现货升水的快速上升已经发生，尽管市场过剩，报告的库存水平高。

图8：地区性的锌现货升水正在上升…

图9 …可能会开始跟着铝市场走？



Source: CRU, Macquarie Research, August 2010



Note: unweighted average of premiums in Europe, Far East and USA
Source: CRU, Macquarie Research, August 2010

注：欧洲，远东和美国的非权重平均现货升水

我们当然看到了一些与铝市场相似的东西，那里平均地区现同升水已经是其2009年初谷底时的两倍（图9）。事实上，平均铝现货升水至少达到了过去10年里的最高水平，尽管事实上市场出现过剩，铝库存达到了非常高的水平。一个主要理由仍然是铝的现货升水达到这样的水平，许多的金属被锁定在所谓的仓库库存融资交易中，因此消费者是得不到的。

仓库融资交易同样得到了非常低廉的融资，仓储费折扣（对今年的大部份时间），铝差谷在LME保持贴水的支持。可以认为，现货铝市场的紧张是这些交易所导致的同样有助于支持价格在比现实更高的水平。

未来几个月里关键利率不会上升，仓库继续提供储存空间，并提供折扣率，锌的差价同样保持期货贴水，问题是锌市场现在是否处在与铝趋同的状态。最近锌的现货升水的剧烈上升意味着消费者已经面临对着现货市场，它比全球锌的供应和需求平衡模型所表明的更加地紧张。

全球锌市场的基本面平衡名义数据意味着从目前的价格市场的意向是看空的。密切地关注已经现有的状况意味着采取这样的建仓方式应该保持谨慎。

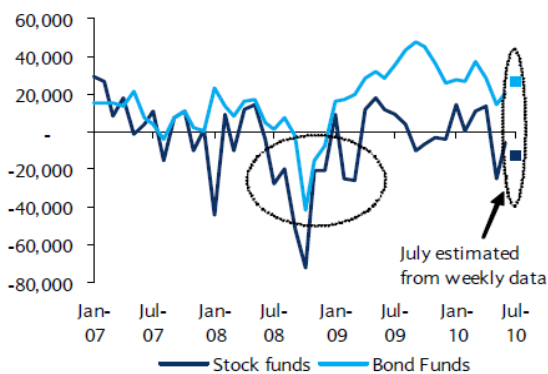
机构评论

美联储公开市场会议后的状态

随着两次衰退争论的继续，投资者和经济学家继续降低对美国经济近期的展望。我们审视了如指了一系列的调查，投资者配置指标，对目前的悲观程度略加探究。历史上，风险资产的持续抛空伴随着可观的配置的转移。最近的趋势看来更参差不齐，意味着目前的动荡可能还没有转化为更长期的熊市。

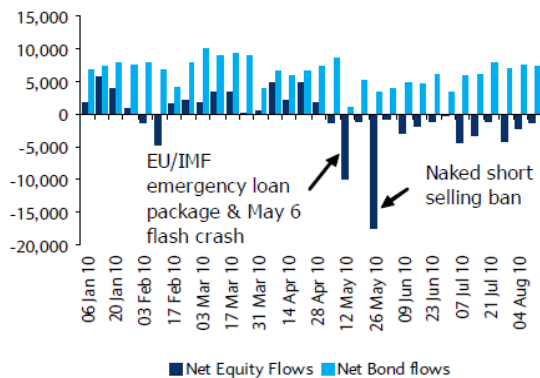
应经济前景的争论（衰退或仅增长降低？）仍在继续。周期性资产七月份的上漲降低了强化了两次衰退的恐惧。夏季清淡的交易量和美国数据新一轮的疲软已经导致金融背景的震荡。最近几周里，美国经济数据持续地低于市场的预期，已经导致了经济预期和投资者人气的转移。对美联储公开市场会议宣布的看法的初步反映出一些恐慌，美联储对于数据已经存在利害关系，意味着经济前景可能更差。然而，最近美联储的公报提供了一些恢复信心的感觉。最近圣露意丝联储主席 Bullard 和明尼纳波里斯联储主席 Kocherlakota 的言论并不认为需求重新扩大资产负债，强调虽然经济前景已经降级但仍然是正面的，“继续扩张将是未来最有可能要走的路”。¹ 一文发表在上周的华盛顿邮报，突出了美联储的行动对金融市场来说可能是一个信号，他们打算在更长的时间里维持低利率，而不是经济衰退的恐惧信息。事实上，美联储的声明谈到了经济复苏节奏的温和而不是衰退或通缩风险。两次探底的争论看来可能会继续对金融市场近期的人气带来压力，然而，为了弄清投资者悲观人气所达到的程度，我们进行了一系列的调查探索了一些持仓指标。从共同基金的资金流为起点，下面的图表表明了美国股市资金的流出在五月份是强劲的，但最近几周里明显地平息了下来。图1描述了流入股市和债券基金每月的历史性变化，一直可追溯到危机之前。图2检验了自今年以来每周的资金流动。每周的数据平衡空出了五月份了现了两周最大的资金流出，正好赶上关键的政治和金融事件；然而，此后，股市资金的外流平静了下来。相比之下，整个金融危机中，我们看到了连续不断的资金从股市和固定收入基金的剧烈地外流。

图1：美国管理下的货币市场资产



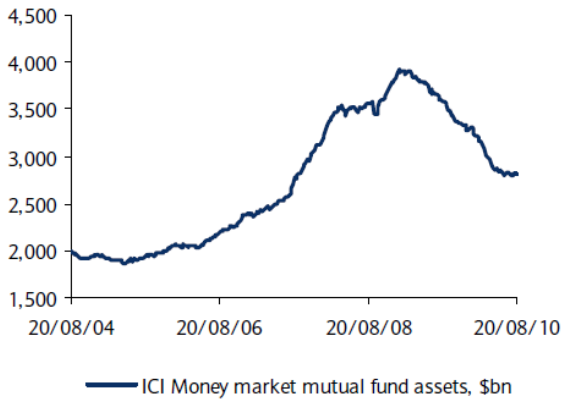
Source: ICI

图2：管理下的货币市场资产的每周变化

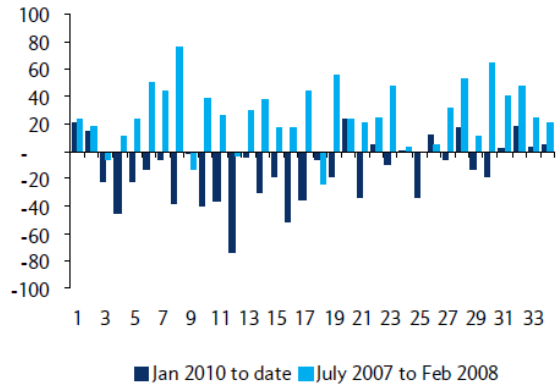


Source: ICI

此外，并没有出现持续冲入避险天堂的资金。图3 描述了美国货币市场共同基金管理下资产的历史。2009年底以来，货币市场共同基金流出的资金达4780亿美元，大致每周为150亿美元。图4 关注的是信贷危机初管理下的资产每周的变化（2007年7月至2008年2月），将此与2010年以来的趋势进行比较。图表揭示了今年整个夏季的动荡，货币市场基金只有限地流入了一些资金；然而，这些资金流动仅仅此我们在信贷危机当中所看到的资金流动的功能，并不是持续的。事实上，在走向危机前我们看到市场连续许多周出现了资金的流入。相比之下，最近的资金流动是有间歇的，在美联储公开市场会议后是有极有限的。

图3：美国管理下的货币市场资产，10亿美元


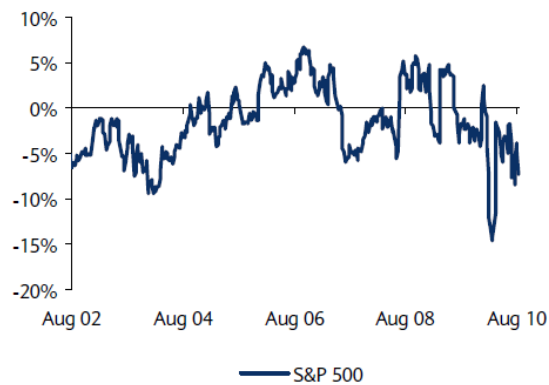
Source: Haver

图4：货币市场管理下资产每周的变化，10亿美元


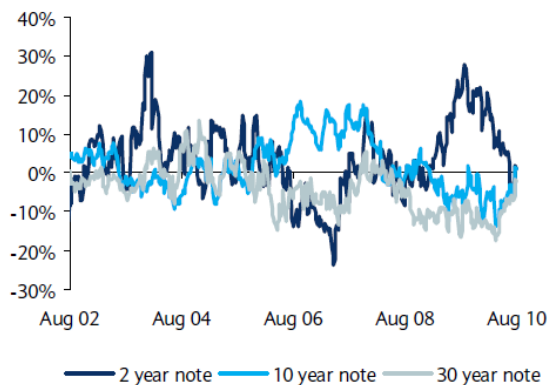
Source: Haver

CFTF投机团体的期货和期权持仓特地抓住了对冲基金的持仓。图5显示了股市持仓处在相对中性的水平，在与希腊危机二月份首次发生期间极空的持仓相比较的情况下。股市空头持仓增加至7.3%，从4.8%。固定收入持仓在图6中突出了曲线交易自主权债务危机暴发后已经平仓，自量货宽松政策后趋势加速。

一些推测是从月初开始的。2年债券持仓现在接近中性。七月期间，2年国债持仓自2009年1月以来首次进入负面区域。然而，在美联储公开市场会议决议公布的二周里，投资性投资者转向了有限的接近1%的多头持仓。同时，10年国债持仓10个月来首次进入正的区域，在美联储公开市场会议前的两周。

图5：投机团体期货和期权净持仓占总持仓的比例，美国股市


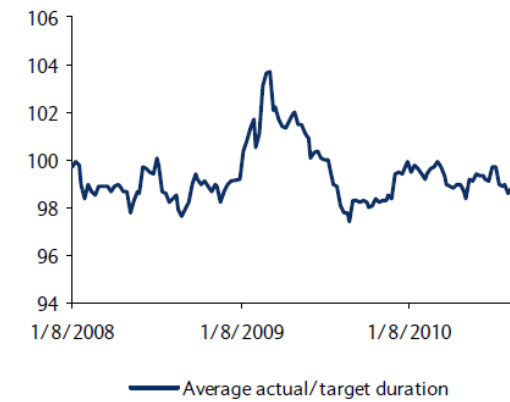
Source: CFTC

图6：投机团体期货和期权持仓占总持仓的比例，美国固定收益市场


Source: CFTC

转入实际货币团体，Stone 和McCarthy 形成了一个每周美国债券投资组合经理人配置调查。图7检验了投资组合经理人是否在固定收益相对其标准的持有时间里做多或做空，图8同时描述了现货持仓占总资产的比例。图表突出了持有时间保持在相对中性的水平，仅相对于标准在最近的一次调查中略有提高。现金率在八月头一周里跳升，对经济数据的恶化做出了反应，此后上升。然而，目前现货/资产率仍然低于二月小型修正期货达到的水平。因此，看来来自货由经理人对美联储公开市场委员会的声明有一种微小的反应。

图7：STONE和麦肯锡债券投资经理人资产配置调查



Source: SMR

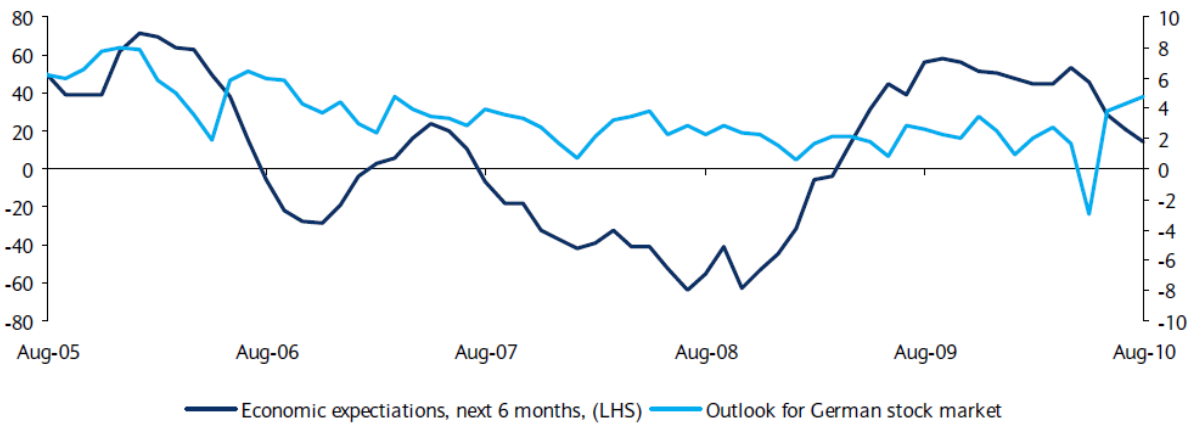
图8：STONE和麦肯锡债券经理资产配置调查



Source: SMR

时间持仓数据在欧洲更难以得到. 作为一种选择, 我们能检验调查的数据, 如由ZEW公布的数据. 下面的图表比较了国内经济和金融前景. 经济人数显著恶化的同时, 自四月以来下跌了39点, 金融人气明显改善, 八月十七日达到了+4.8, 从五月的-3. 总之, 持仓变化并不能表明配置或人气已经发生了明显的转折. 这因而可能暗示, 最近的动荡是暂时的夏季修正. 进一步的证据能在EPFR 全球基金流通数据中找到, 它表明了流入新兴市场股市和债券基金的资金继续保持强劲的节奏, 尽管存在对美国和中国经济前景的恐惧. 3

图9：德国ZEW调查



Source: ZEW

资产配置暗示

我们的美国股市策略师保留对美国股市看跌的观点, 因为最近增长数据的恶化, 预期国防行业将继续在周期初阶段有出现的表现. 4我们相对美国而言仍然看好欧洲股市. 欧洲股市可能会从强劲的企业收入中受益, 因其货币疲软. 此外, 欧洲股市相对于美国价格更便宜, 在估值的基础上, 相对于27年平均周期性调整的市盈率交易中有36%贴水. 5欧洲红利期货同样看来是强迫性的. 12月12 合约已经从七月初的低谷上涨了18%, 然而其定价仍然对2012年的红利削减了15%, 相对于调查预测的2012年红利增加12%.

我们保留对企业债券的看涨, 预期信贷利差将会恢复长期紧缩趋势. 尽管最近经济动荡引起的不安, 利差的中期趋势趋向于跟随企业借款趋势和经济增长. 此外, 我们的信贷策略师预期利差紧缩进入年底会受到许多支持性的

技术因素的推动：对低利率环境下收益率的需求，资产经理人保持相对高的现金平衡，需要努力才能在年底达到标准和最终的强劲的信贷资金流入。6

货币方面，我们相信韩国won 看来是有吸引力的，因为韩国经济继续迅速增长。在我们看来，韩国央行采取了缓慢而稳定的升息路径。我们相信最近的停顿主要是因为对美国经济增长疲软的担心，从美联储公开市场委员会声明来看。然而，通胀压力正在建立，韩国央行的主要担心可能是先发制人的通胀预期。

利率市场显示了最为剧烈的对两次探底的恐惧，随着美国和欧洲远端长期收益率自本月以来下降了50基点。从本周美联储的讲话轻视了进一步扩大资产负债表的需要，债券上涨看来已经过度，在我们看来。我们保留对美国国债的中性立场，稍看空欧元5年5年期远期利。

分析师承诺

应昊良：有色金属分析师

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司（简称东证期货）是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本5亿元。东证期货是国内三家商品期货交易所的全权结算会员，是中国金融期货交易所的交易结算会员。

东证期货专注于股指期货和金属、农产品、能源化工等商品期货的研究与服务，提供权威、及时的研发产品服务和投资策略支持；专注于信息技术的完善和创新，创建安全、快捷的交易通道，开发多样化、个性化的交易系统；专注于规范管理和诚信经营，构筑全面的风险管理和客户服务平台。

东证期货管理团队管理经验丰富，业绩出众，在业内享有盛誉。人才管理及激励机制完善，目前公司拥有硕士研究生学历以上人员占比20%，具有海外专门从事股指期货研究与交易的高端人才占比8%。东证期货以创建一流衍生品投资服务提供商为目标，致力于打造国内最专业的期货经营机构。

2009年，东证期货全年成交总量2775万手，较上年增长了210%；成交额2.1万亿，较上年增长了256%；市场占有率1.6%，较上年增长了100%；客户资产规模较上年增长了236%；主营业务收入较上年增长了343%；净利润较上年增长了26倍。2009年，东证期货客户交易量在上海期货交易所排名第七名，创造了国内期货市场成立仅两年即荣获上海期货交易所优秀会员的纪录。

东证期货全年风险损失为零，充分体现了公司稳健经营，稳步发展的经营宗旨。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

东证期货研究所

地址：上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 14 楼

联系人：张嘉纓

电话：021—68402163

传真：021—68400627

网址：www.dzqh.com.cn

Email：research@dzqh.com.cn