



华联期货研究所

电话：4000-883-668 选 5
或直拨 0769-22111252、
22111475

华联期货研究所四季度投资策略报告摘要

2011-10-12 星期三

宏观面核心逻辑：

➤ **海外经济：**美国经济近期数据好于市场预期，但由于个人收入增长几乎停滞及其带来的消费疲软，其可持续性值得观察。日本经济延续温和复苏，对金融市场影响中性。欧洲火车头德法两国的经济在 9 月份复苏步伐明显放缓，未来新悲观预期的主要触发点可能还是来自于我们相对不看好的欧元区经济。在财政政策空间受限及通胀压力缓解后，不排除欧洲央行年内降息的可能性。

➤ **中国经济：**中国经济处于较为平稳状态，如果剔除外力刺激（可能来自于调结构方面举措），四季度 GDP 增速将下滑至 9% 以下，通胀将继续温和回落，但中期通胀压力仍然较大，进入 9 月以来，食用农产品价格已经连续三周延续涨势就表明价格季节性上涨压力。更令市场松口气的是 9 月底部分一二线城市房价开始全面松动，这可能演变成一种趋势，缓解政策调控的压力。

➤ **政策判断：**我们认为当前基本处于政策底部。但鉴于控通胀仍是首要任务且通胀显著回落趋势未形成，政府年内放松调控可能性很小，没有政策刺激，单靠市场自身估值吸引难以走出中高级行情，投资者需要密切关注外需回落及中小企业大量陷入经营困境下政府政策的小概率变化可能性。

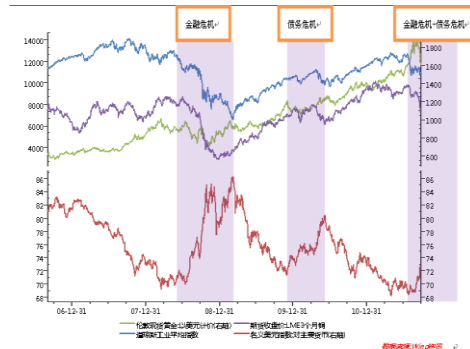
➤ **关注焦点及风险提示：**当前经济走势高度不确定，我们预计在较长时间内（至少四季度）宏观基本面事件及欧债问题进展仍将是引领市场走势的关键变量。建议投资者关注欧美制造业回升的持续性、希腊问题破产的可能性及其影响、美元强势、中国方面的主要经济数据。主要风险来自于欧债问题、各国当局迟缓甚至低效的政策行动及疲软的经济。

新兴经济体与发达经济体股指走势：



资料来源：wind、华联期货研究所

道指、伦铜、黄金与美元走势对比：



资料来源：wind、华联期货研究所

股指期货：反复筑底，还是迎来反弹？

研究员：杨彬

电话：0769-22111475；E-mail: yangbin@hlqh.com；从业编号：F0237321

要点与建议：

- 在过去的 9 月份，A 股在内忧外患夹攻下，再度选择掉头加速下行。截至 9 月 30 日收盘，沪深 300 指数全月下跌 9.32%。
- 持续紧缩的货币政策，造成企业层面生产和采购同时出现一定程度的资金紧张，加之下游需求不足，生产状况恶化并进一步导致产出下滑。
- 前期大宗商品的暴跌也使股指期货产生共振，期指在整个空头占主导的金融市场中很难“独善其身”。技术形态上看，股指期货建立多头头寸还需等待清晰的底部形态出现和量能的持续放大。
- 中线来看，我们对四季度行情相对乐观，认为 A 股向上的空间不大，但向下的空间更小。第四季度，A 股向下的空间在 5%附近，但向上的空间会有 10%。现货指数料将在【2400-2850】区间震荡。

基本金属：预期修正与新预期形成，市场回归相对平静

研究员：邹立虎

电话：0769-22111252；E-mail: zoulihu@gmail.com；从业编号：F0260090

要点与建议：

➤ 宏观面将继续主导基本金属四季度走势。当前风险资格价格的调整已经较为充分反映已经公布的数据及预期数据悲观情绪，在 9 月以暴跌收场后，随着负面消息的逐步释放、零星利好的不断出现及悲观预期在数据偏乐观情形下的修正，市场中短期出现新一轮下挫的可能性不大，或陷入低位弱势区间震荡，等待 10 月份甚至 11 月份数据及欧债进展，届时市场可能形成新的预期，或者是对前期悲观预期的修正，也或者是形成新的悲观预期。从目前的情况来看，两者都有可能，这也将导致市场波幅收敛，回归相对平静，区间震荡将是中短期市场主调，相对波动无序，操作难度加大。

➤ 零星的利好不足以支撑价格持续走高，且宏观面不确定性仍较大，我们预计在市场短暂反弹后将步入对假期及随后系列利好最终效果如何的观察期，并等待宏观数据与政策进一步明朗。具体操作上，建议投资者在战略上仍保持空头思维，战术上对于反弹行情轻仓择机参与，谨慎的投资者可在阶段性底部宽幅震荡期间短线参与或观望，激进投资者可保持逢高中线沽空思维。

➤ 铜：伦铜 6636 我们认为这可能只是阶段性调整低点，中期重要底部的出现可能会在 5600-6000 区间。预计中短期内伦铜将以区间震荡为主：7000-8200；沪铜：52000-61500。

➤ 铝：预计伦铝中短期内将维持在 2150-2330 区间震荡，如失守 2100 支撑，价格可能下探至 2000，中期内跌破 2000 的可能性不大。料沪铝四季度操作价值有限，大幅波动后将重回温和属性，预计核心区间：16000-17000。

➤ 锌：在告别持续近 1 年的 2000-2600 箱体震荡后，伦锌可能迈入 1500-2000 的大箱体震荡，维持相对弱势。沪锌震荡区间：15000-16000。

➤ 铅：预计中短期伦铅可能震荡偏强，波动区间：1800-2220，价格重心 2000 一带。鉴于流动性低迷，建议对沪铅继续保持观望或轻仓谨慎参与。

螺纹钢：寻底行情仍未结束

研究员：卢嘉聪

电话：0769-22111475；E-mail: fisherlu9@gmail.com；从业编号：F0271505

要点与建议：

- 国内通胀形势决定市场流动性年内仍难以放松。
- 偏紧的货币政策与银行系统流动性偏紧或将是压垮房价的最后一根稻草。
- 经济增长平稳，但经济下行风险仍在，投资仍然是当前经济增长的主要动力。
- 欧债还将是当前全球经济最大的定时炸弹，全球经济或将步入缓慢恢复的漫漫长路。
- 钢材产量居高不下，需求减少使得供需矛盾进一步激化，钢价短期或难有好表现。
- 随着钢厂利润继续下降与高炉检修等因素影响下，钢材产量或将有所回落，铁矿石需求或将出现下降，但根据之前的分析，国内钢材产量难以出现较大幅度下降，加上三大矿山的垄断短期还难以打破，铁矿石价格大涨与大跌空间都相对有限，铁矿石价格或将在连续小幅下跌之后出现震荡盘整。
- 供需面的持续恶化，而成本支撑又相对较弱，国内外宏观经济还面临较多问题，这些都注定了期钢当前的弱势还难以出现扭转，年内期钢或难以出现较好表现，但 9 月份以来的快速下跌使得期钢对现货贴水有所拉大，随着现货价格逐步站稳，期钢或也将筑底完成，考虑到在房地产相对疲软的情况下，现货价格或有继续下滑可能，不排除期钢会再次出现百元以上下跌行情。料期钢年内继续震荡寻底可能性较大，底部或至 4100 附近，行情中如遇大跌可短线做多，但切勿追高，4500 上方压力较大。

天然橡胶：大跌过后歇歇脚

研究员：李传山

电话：020-38011980；E-mail: Chuanshanli@hotmail.com；从业编号：
F0232770

要点与建议：

- 当前宏观经济羸弱和欧债危机诸多变数是商品市场的最大利空和不确定性因素，在欧美找到有效解决危机的办法之前，经济的复苏似乎路漫漫。
- 降价促销下，9 月份汽车销量相对乐观，出于对汽车保有量稳定增长的预期，轮胎业扩张性投资热潮不减。
- 天胶产量稳定增长，泰国洪水、海南台风灾害等恶劣天气影响割胶，天胶价格下跌并非是胶市场的供需基本面发生了重大变化。
- 天然胶合成胶比价处于低位依然利多于沪胶，因在性能对比上，天胶较合成胶有较大的优势。

沪胶 9 月跌势超过我们月报估计，好在 9 月 20 日的空头投资方案弥补了这一遗憾。展望 4 季度行情，我们预计经过这波下跌趋势后，十、十一月份胶价有望在 26000-30000 区间宽幅震荡，消化前期跌势，宏观面不加剧恶化下，反弹的窗口可能出现在 12 月份，统计数据显示 12 月份上涨概率在 73%，平均涨幅 5.45%。

能源：债务危机暴风骤雨，油市持续动荡

研究员：李传山

电话：020-38011980；E-mail: Chuanshanli@hotmail.com；从业编号：
F0232770

要点与建议：

- 美国经济复苏迟缓，欧债危机愈演愈烈，中国经济减速预期在增强，当前宏观经济面的疲弱和诸多变数是原油市场的最大利空和不确定性因素。
- 国际机构调低了原油需求增长率，但是依然维持 2012 年需求增长的预期，IEA 表示没有进一步释储计划。
- 虽然美国经济仍然举步维艰，但是近阶段美国自然灾害频发，灾后重建使制造业和卡车运输活动增加，促使美国油品库存下滑。
- 基金净多持仓有所减少，显示基金心态谨慎。
- 国家发改委决定，自 10 月 9 日起下调成品油零售价格，汽柴油每吨均下调 300 元。成品油降价有利于运输业降成本，起到一定缓解通胀作用。
- 在 9 月的策略报告中，我们认为 WTI 原油可能位于 80-90 美元区间震荡，基本符合我们预计，而沪油的跌势超过估计。展望 4 季度，我们认为油价将持续动荡，十、十一月份震荡行情为主，十二月份走势要看宏观经济演变，可能的运行区间在 68-86 美元；沪油总体上跟随原油，行情窄幅波动。

豆类：恐慌造就机会，豆类有望企稳

研究员：陈建文

电话：020-38011980；E-mail: 253639737@qq.com；从业编号：F0275753

要点与建议：

➤ 豆类在第三季度走势可分为两个阶段，第一阶段在 7、8 月份维持大箱体震荡，第二阶段在 9 月份大幅下挫。外围宏观经济引发的系统性风险是主导市场的主要因素，由于欧债危机引发市场恐慌情绪，美联储未能推出 QE3 引发全球经济衰退担忧加剧，美元大涨，基金全面抛售商品市场，同时豆类基本面缺乏利多消息，令豆价跟随外围市场大幅下挫。

➤ 在经历了 9 月份的系统性下跌之后，大部分消化了来自欧美的宏观利空。在欧美中等各大央行已基本确立了未来一段时间货币政策基调，政策预期已经明朗化。大宗商品价格目前普遍表现为超跌状态，目前价格水平已触及阶段性低点，只要经济前景不是超乎预期的差，市场超跌反弹的需求还较为强烈，第四季度主要大宗商品价格的主基调是企稳反弹。

➤ 今年国家有望提高大豆收储价格，贸易商有逢低采购和囤货的意愿，市场传闻今年大豆收储价格达到 4200 元/吨。从政策和现货层面上看，大豆在 4000-4200 区域将有强大的支撑力度。

整体看国内外大豆供需面仍无实质性改善，后期国内大豆收储政策将提供强大的价格支撑，历史规律也显示第四季度大豆价格较为坚挺。因此，在宏观环境不确定因素较多的前提下和大豆自身基本面偏利多的支撑下，大豆后市有可能在 4000-4500 区间进行宽幅振荡。后续宏观环境若有所改善，大豆期价亦有望重回前期振荡大箱体。

白糖：中线看空，短期反弹

研究员：林 耿

电话：0769-22111252；E-mail: flyfish135@163.com；从业编号：F0258645

要点与建议：

➤ 三季度国内白糖基本上处于多空转换之中。夏季消费及中秋备糖的旺盛需求随着中秋节的到来而逐渐转淡。从 8 月份开始大量进口糖到港，而国家相关部门在 8 月份连续两次抛储总计 40 万吨国储糖给糖市及时降温，期糖在 7500 元/吨一线筑双顶回落。9 月份又进行了第九批国储糖的竞卖，用糖企业观望心理明显加重，这让消费转淡的糖市承压更大。而欧债问题及全球经济复苏状况等加剧包括大宗商品市场在内的整个投资市场的动荡，这种系统性风险放大了白糖近期偏弱的基本面，最终使得郑糖连续下破重要支撑位，呈现单边下跌的疲弱走势。

➤ 国际糖业组织（ISO）9 月份曾称，预计中国 2011/2012 年度食糖进口需求将增加至 275 万吨，这将令中国成为全球第四大糖进口国。因此国内外糖价的联动性也将更为紧密。

➤ 目前糖市在政策的打压下，想再度兴风作浪的可能性较小，在控通胀的大背景下，国家也由不得“糖高宗”胡来，后市只要糖价高烧不退，拍卖就不会轻易结束，所以糖市将承受一定的政策压力，以调整为主，但是由于成本价的支撑，跌幅或有限。

➤ 综上所述，我们维持此前半年报及月报关于白糖中线看空的思路，具体如下：1、4 季度国内外宏观环境整体偏空，不利于商品上行；2、增产周期下糖价重心下移，不过成本支撑力度增强，预计 4 季度白糖围绕 6000-7200 区间震荡下行。3、由于进口增加及榨季来临，短期供应压力逐渐加大，因而白糖的反弹高度有限。4、短期受超跌反弹的影响有可能延续反弹行情，预计 4 季度的行情先扬后抑。

郑棉：区间震荡，上涨乏力

研究员：刘佳利

电话：0769-22111252；E-mail: jjali_903@hotmail.com；从业编号：
F0275747

要点与建议：

➤ 第三季度，国内外棉花期货市场经历了下跌、反弹，再大跌的格局。其中的反弹应归因于以下两个因素：一是中国政府从 9 月 1 号开始实施其棉花补库计划；二是暴雨和洪水导致巴基斯坦的棉花产量预期下降。但是，应该看到，受美国经济不景气，以及欧债影响，整个第三季度，大宗商品期货市场的走势都是以下跌为主的。

➤ 9 月 10 日，美国农业部发布了全球棉花供需预测月报，与上月相比，2011/12 年度全球各数据仅做小幅调整。产量略有上调，全球消费量未做变动，全球期末库存量略有下调。经过简单计算可以看出，对于 2011/12 年度来讲，无论是全球还是中国的棉花，总供给都是大于总消费。

➤ 从目前的纱价与棉花价格的差值来看，扣除相应的加工成本，加工一吨 32 支纯棉纱还需亏损 1369 元/吨左右。上述计算是按 328 级棉花价格 19972 元/吨价格计算，如果按棉企新花收购成本 18500 元/吨左右计算，加工一吨 32 支纯棉纱能盈利 220 元。从以上情况来看，目前的籽棉价格折皮棉价格偏高，短期下游棉企很难提高采购积极性。

➤ 今年我国公布的 19800 元/吨的无限量敞口收购，决定了棉花现货价格不可能出现较大下跌，所以理论成本支撑位的支撑作用就更加明显。后期郑棉价格可能在 20500 元/吨附近震荡调整，随即出现小幅反弹的可能性更大，但是反弹的高度有限。

PTA：反弹力度有限

研究员：刘佳利

电话：0769-22111252；E-mail: jliali_903@hotmail.com；从业编号：
F0275747

要点与建议：

➤ 9 月受墨西哥湾石油生产关闭、欧债危机忧虑缓解等因素的影响，国际油价一度从低位反弹至每桶 89.34 美元，但终因美国初次申请失业救济人数增加、美联储主席伯南克讲话、欧洲经济下行风险增加等多重利空因素影响，国际油价震荡下跌。

➤ 考虑到后期商品市场，包括原油、PTA 期货以及上游 PX 原料价格仍有可能进一步下跌，后期市场抛货心理或进一步加重，PTA 现货价格仍有可能进一步下跌。

➤ 短期在商品价格集体回落的大背景下，PX 价格有一定的调整需要。

➤ 下游聚酯产品结束 7 月低以来的稳步上涨走势，价格出现回落。外围宏观大环境及下游织造需求的不佳是造成价格回落的主因。

➤ PTA 期价短期或将出现反弹，但反弹力度在一定程度上受外围市场影响，关注 9200 元/吨一线阻力。

研究员简介:

杨彬, 统计学硕士, 主要负责商品、期指及宏观经济面研究工作

林耿, 有多年股票期货交易经历, 目前主要负责农产品研究工作

李传山, 理学硕士, 主要负责能源、化工品种研究工作

陈建文, 多年期现货市场从业经验, 主要负责农产品、套利组合投资、程序化交易研究工作

邹立虎, 金融学硕士, 主要负责金属品种、宏观策略等研究工作

刘佳利, 金融学硕士, 主要负责棉花、PTA, 股指期货套利等研究工作

卢嘉聪, 金融学硕士, 主要负责钢材、宏观经济及股指期货应用等研究工作

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度, 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。

免责声明

本资讯产品/报告专为关注期货市场及其投资机会的人士参考使用。我们谨慎相信本资讯产品/报告中的资料及其来源是可靠的, 但并不保证所载信息的完整性和真实性。本资讯产品/报告内容不构成对相关期货品种的最终买卖依据, 投资者须独立承担投资风险。本资讯产品/报告版权归华联期货所有。

公司总部地址: 东莞市城区可园南路 1 号金源中心 16 层

邮编: 523009

咨询电话: 4000-883-668 选 5 或直拨 0769-22111252、22111475

传真: 0769-22217310

网址: <http://www.hlqh.com/>

总部市场部联系电话:

0769-22116880 0769-22111560

广州营业部: 广州市林和西路 9 号耀中广场 A 座 1701 房

联系电话: 020-38011986

东城营业部地址: 东莞市东城区东城大道御景大厦 3 楼 303#

联系电话: 0769-23072006

樟木头营业部地址: 东莞市樟木头镇帝豪路 88 号广盈办公楼二楼

联系电话: 0769-82337288

揭阳营业部地址: 揭阳市东山区黄岐山大道创鸿万业广场南附楼 11 楼

联系电话: 0663-8519888