

经济增长乏力 大宗商品需求弱勢难改

——上海证券报·2015年第四季度大宗商品调查报告

作者：董铮铮来源：上海证券报

由上海证券报近期对15家期货公司研发部门负责人进行的问卷调查结果显示，机构对于宏观经济的担忧有所增加，整体上与三季度类似持偏谨慎的观点，但较上一季度更为悲观。宏观经济形势整体偏弱，六成机构预期物价和工业品价格指数将出现平稳回落。在汇率方面，看多美元资产。

在经济增长乏力的背景下，商品需求疲弱难改，整体景气度仍不乐观。但否极泰来，机构对四季度商品的景气度判断却有所回暖，接近半数机构对四季度大宗商品整体景气状况持中性判断。部分机构认为大宗商品进一步向下调整空间有限，绝对价格已偏低，且部分商品价格已出现企稳迹象。

展望四季度投资机会，大多数机构维持与三季度相同的判断，倾向于在整体大宗商品偏弱的背景下，根据产业链基本面进行“强弱”组合。具体来看，贵金属或出现阶段性反弹，农产品(15.29,0.310,2.07%)整体偏强，黄金和白糖的看涨预期最高，当选为最为看多的品种，而黑色系商品延续三个季度成为最大的空头商品，能源化工类商品总体震荡。

◎记者 董铮铮

参与调查的期货公司：

永安期货、广发期货、南华期货、申银万国期货、新湖期货、光大期货、中信期货、格林大华期货、倍特期货、上海中期期货、华鑫期货、混沌天成期货、方正中期期货、东证期货、宝城期货

(排名不分先后)

宏观经济信心趋弱

1、经济下行忧虑未消除

四季度，市场对于宏观经济的预期较前两季度进一步下滑，接近半数机构对四季度宏观经济持偏冷的态度，担忧持续加重。

从本次调查结果来看，有47%的机构认为，四季度我国经济形势“走弱”，较三季度增加了20%；有40%的机构认为将“走平”，相比三季度减少了13%；仅有13%的机构认为将“走好”。不过，整体仍好于今年一季度。

2、积极宽松政策有望加码

“稳增长”政策将持续加码，机构对于积极宏观政策的信心基本维持不变。调查结果显示，八成机构预期四季度宏观政策状况仍偏向积极，两成机构判断“保持原状”。这一调查结果与上一季度完全一致。

绝大多数机构认为宽松政策的基调不变，四季度流动性依然偏宽松。调查结果显示，占比73%的机构认为四季度流动性“偏向充裕”；有27%的机构认为市场流动性“基本不变”。与上一季度的调查结果类似。没有一家机构认为会“偏向收紧”。

3、通胀预期有所回落

四季度通缩压力较三季度有所增加。调查结果显示，接近半数的机构判断四季度国内物价指数将“平稳回升”，占比47%，这一比例与上一季度完全一致；有27%的机构认为CPI指数会“基本不变”，比上一季度减少了27%；有27%的机构认为会“平稳回落”，比上一季度增加了20%。

相比物价指数，大部分机构预期工业品价格在四季度整体仍将呈现负增长。调查结果显

示，六成机构认为四季度 PPI 指数将“平稳回落”，相比三季度增加了 47%，比例较二季度的调查结果也有所增加，但仍小于今年一季度。各占 20%的机构认为四季度 PPI 指数将“基本不变”或“平稳回升”。

4、降息降准预期仍强

四季度宽松货币政策或延续。尽管央行在 8 月末启动双降，这已是央行年内第 5 次降息，但在多数机构看来，四季度降息或降准的预期仍较强。从本次调查结果来看，超过九成的机构认为年内仍有降息或者降准的可能，占比为 93%；仅 7%的机构认为，年内不会出现再一次的降息或者降准。

调查结果还显示，有 67%的机构认为，年内最多还有一次降息或者降准。有 27%的机构认为，降息或降准的次数或达 2 次。

大宗商品市场中性偏悲观

1、国内宏观经济影响增大

国内宏观经济在四季度对大宗商品的主导力更强。调查结果显示，有 23%的机构认为“国内宏观经济的影响”对四季度商品市场波动影响最大。各有 19%的机构认为，“美联储货币政策”和“商品基本面”对商品市场波动影响较大。有 11%的机构认为“全球汇市波动”的影响较大。各有 9%的机构认为，“全球宏观经济的影响”和“股市等其他市场”对四季度商品市场波动影响较大。另外，有 2 家机构特别指出，“企业去债务等黑天鹅事件的爆发”或影响到四季度大宗商品市场的价格波动。

2、商品景气度有所好转

9 月以来，大宗商品整体呈现下行走势。在宏观经济增长乏力的背景下，四季度机构对大宗商品市场整体仍不乐观，但相比三季度并不那么悲观。调查结果显示，有 47%的机构认为四季度大宗商品景气状况“一般”，这一比例较上一季度增加了 27%；有 33%的机构认为四季度商品景气状况“较差”，比例较上一季度减少了约四成。有 13%的机构认为四季度大宗商品景气状况“较好”，比例也较上一季度有小幅增加。只有 7%的机构认为四季度商品景气度“很差”。

对四季度商品景气度抱悲观态度的机构认为，需求乏力，且尚未出现可以匹敌中国的需求，但是供给偏多。另外，经济持续下滑，实体经济表现仍需等待，新兴经济体整体复苏乏力，是令大宗商品疲软的最重要的原因。

倾向于整体均衡观点的机构则认为，大宗商品的向下跌幅有限，绝对价格已相对偏低。工业品产能削减明显，原油价格出现企稳迹象。农产品多处于低位，春节消费旺季将至。因此上下两难。另外，中国政策有稳增长的需要，全球各经济体以宽松为主，这些对大宗商品而言都将是利好因素。

3、商品需求小幅回暖

“十三五”规划等政策措施有望渐渐出台，四季度政策发力，大部分机构认为在政策刺激下，商品需求改善效果不大。调查结果显示，有 47%的机构认为政策利好有望发酵，推动大宗商品需求“小幅回暖”；有 40%的机构认为政策难以起到推波助澜的效果，需求“基本不变”。

调查结果显示，在商品价格方面，有 40%的机构判断四季度商品价格将“小幅回落”，有 27%的机构判断基本不变，有 27%的机构判断“温和上涨”；另有 7%的机构判断“大幅回落”。

4、政策效果谨慎期待

“十三五”规划出台渐行渐近，各行业、各区域规划有望成为下半年的投资热点。调查结果显示，就宏观经济而言，机构对于改革的期待侧重在转型层面，集中在环保、新兴产业和农业等行业偏多。在多数机构看来，淘汰落后产能和去杠杆问题如何落实是关注的焦点。

另外，“一带一路(2026.12,12.440,0.62%)”等对外投资和基础建设类的也是机构所期待的方面。“城镇化将是中国未来扩大投资、推动中国经济增长的重要动力，而正在实施的一带一路战略或将对未来的对外投资起到重要的推动作用。”

对金融改革的规划展望，机构普遍期待利率、汇率的市场化改革进程、人民币国际化，以及市场对配置资源的决定性作用能够在商品市场上全面落实。

不过，对于政策能否在大宗商品市场发酵，机构普遍持谨慎的态度。调查结果显示，接近半数机构对于政策相关受益行业并没有过多的期待，占比达 47%。在多数机构看来，政策落实存在一定难度，政策效果尚难判断。有 27%的机构认为，农业或将受益。各占 13%的机构认为，金属行业和钢铁行业有望受益。

基于上述的判断，六成机构认为大宗商品投资机会较少，效果难以体现。有机构表示，规划侧重于经济结构转型，效果有待观察。各有 13%的机构认为，在政策规划预期下，有色金属(4227.52,96.280,2.33%)和黑色金属具备一定的投资机会。另外，各有 7%的机构认为粮食和软商品具备投资机会。

“对于商品市场而言，如果不加快改革，不实施产能出清，那么很多规划带来的效果都难以预估。”有机构表示。

美联储推迟加息对商品市场影响有限

1、美元指数偏强势

美联储推迟加息的决议令美元价格出现走弱。不过，大多数机构认为美元指数四季度偏强的基础并没有动摇。调查结果显示，接近一半机构依然看涨美元指数，占比 47%，比例较前一季度小幅下降 6%。有 20%的机构认为四季度美元将“下跌”，比例较前一季度增加 7%。有 33%的机构判断四季度美元指数将“横盘”波动，该项比例与前一季度持平。

2、人民币贬值预期有所增加

尽管多数机构判断四季度人民币汇率将维持稳定，但预期人民币仍有贬值空间的机构还是较三季度调查有所增加。从本次调查结果来看，有 53%的机构认为四季度人民币汇率“基本保持稳定”；有 47%的机构认为四季度人民币或进一步“贬值”，这一比例较上一季度增加了 14%，没有机构认为人民币会出现升值。

3、美联储推迟加息长期影响不大

调查结果显示，有 47%的机构认为美联储将推迟加息，对大宗商品市场“短期影响剧烈，长期影响不大”；有 40%的机构认为，“短期和长期的影响均有限”；13%的机构认为，“短期影响有限，长期影响较大”。

美联储推迟加息，并不意味着将给商品市场注入新的动力或迎来春天。调查结果显示，有九成以上机构持此观点，占比 93%，仅一家机构认为美联储的决议将逆转大宗商品市场。多数机构认为，美联储加息的预期仍然存在，加息进程不会逆转，只是时间推迟，再度量化宽松的机率几乎没有，而大宗商品的供需矛盾仍然极其突出。

4、年内加息预期更高

美联储在 9 月中旬宣布维持利率不变，令市场得到一丝喘息的机会。不过，调查显示，绝大部分机构认为美联储加息预期并未消退，年内加息的可能性仍较高。调查结果显示，有 53%的机构认为美联储加息或推迟到四季度，会在年内加息。有 27%的机构认为不会在年内加息。有 20%的机构认为难以判断。

商品配置组合：多贵金属和农产品，空黑色

在整个大宗商品不景气的背景下，四季度大宗商品仍然根据产业链及品种自身基本面进行强弱组合。有机构表示，无论是能化、有色金属、黑色金属还是农产品，整体配置偏空，以逢高沽空为主，个别品种基本面相对较优，走势以震荡为主，比如黄金、铜、棕榈油等。

整体来看，贵金属和农产品偏强，黑色商品偏弱。“抛空黑色金属，前半段参与国际原

油、黄金等与美元走势高度负相关品种的反弹行情”，有机构表示。

1、加息预期缓解，黄金出现反弹

从商品种类来看，贵金属成为四季度看多的品种。尽管半数机构在四季度看涨美元，而与美元资产负相关的贵金属仍被不少机构看好。调查结果显示，有 23% 的机构认为四季度贵金属的基本面利多因素较大。有 26% 的机构在四季度看多贵金属，与油料油脂并列看多商品种类的第一位。从具体品种来看，有 11% 的机构看多黄金，有 9% 的机构看多白银。

机构普遍认为，黄金行情受到美联储政策影响较大。10 月中旬，美联储公布的褐皮书指出，美国经济增长有所放缓。美联储对于经济前景谨慎乐观的表态使得加息预期降温，造就了贵金属的阶段性价涨。

不过，机构对于黄金走势的分歧较大。调查结果显示，有 5% 的机构在四季度看空黄金。同时，有接近五成的机构表示四季度贵金属走势“仍有下行空间”，占比 47%；有 33% 的机构认为“多空分歧加剧，将持续震荡行情”；有 20% 的机构“反弹或得以持续，空头氛围扭转”。

“短期来看，黄金可能会面临回调，一方面，伦敦金 10 月 15 日的高位十字星显示短期上涨势头放缓；另一方面，近期美国数据较好，美国股市上涨，削弱了市场避险意愿。”有机构表示，“长期来看，看涨美元、看空黄金”。

2、黑色商品疲弱难改，蝉联空头老大

黑色类商品已连续三个季度成为最为看空的商品种类。调查显示，超过三成的机构在四季度看空黑色金属，占比达 34%。从具体品种来看，螺纹钢、铁矿石和焦煤当选四季度空头前三甲。有 8% 的机构在四季度看空螺纹钢；有 6% 的机构看空铁矿石；有 5% 的机构看空焦煤。

调查结果还显示，超过九成机构认为四季度钢材类商品“需求改善力度有限，弱势难改”；有 7% 的机构认为“各自走势分化”，钢材品种中，机构普遍认为螺纹钢走势偏弱。没有一家机构认为四季度钢材类商品会出现反弹的机会。

3、原油止跌企稳，化工品总体震荡

美元的走弱以及美国页岩油供应放缓的迹象，促使原油价格近期出现反弹，多数机构预期四季度原油价格或将企稳。调查结果显示，有六成机构认为“原油价格止跌企稳，将以震荡走势为主”；有 27% 的机构认为“原油价格或再创新低，大宗商品整体承压”；有 7% 的机构认为“原油价格成功探底，后市将趋于上行”。

调查结果显示，有 14% 的机构看空能源化工类商品。同时，有 11% 的机构看多能源化工类商品。总体来看，原油短期内将震荡下行，不大可能跌到前期低点，下探后将以震荡为主。从具体品种来看，总体震荡，PTA 偏强，塑料偏弱。

4、油脂油料、软商品震荡偏强

调查结果显示，有 40% 的机构认为四季度农产品“走势出现分化”；有 33% 的机构认为四季度农产品“预期偏悲观，走势偏空”；有 20% 的机构认为农产品将在四季度获得“基本面支撑，维持强势”。

农产品走势依旧优于工业品。调查结果还显示，各有 20% 的机构认为四季度油脂油料和软商品的基本面利多因素较大。从具体品种来看，油脂白糖偏强，豆类偏弱。白糖连续两个季度蝉联多头冠军，看涨该品种机构最多，有 13% 的机构四季度看涨白糖。有 9% 的机构看多棕榈油。

近期，国内外糖价出现较大幅度提升，机构认为，技术面走势支撑及食糖减产炒作推升了白糖的价格。油脂方面，四季度是油脂的消费旺季，供需矛盾有望得到缓解。另外，在天气因素的催化下，棕榈油会出现上涨行情。

5、有色金属反弹乏力

国庆长假期间基本金属普遍回升，在短暂的反弹过后，整体仍然乏力。展望四季度，有 73%的机构认为有色金属“反弹乏力，走势仍不乐观”；有 13%的机构认为走势延续分化，其中，铜和镍震荡偏强，铝偏弱。仅 7%的机构认为受“利好推动带动反弹”。

调查结果还显示，有 14%的机构看空有色金属的走势，仅次于黑色类商品。没有一家机构选择在四季度看多有色类商品。从具体品种来看，铜和镍震荡偏强，铝偏弱。有 6%的机构四季度看多铜。

THE_END