成本支撑不敌过剩压力 明年铝价难逃跌势

程小勇

对于明年铝价，我们认为恐怕长时间在成本线16000元上下徘徊，因欧债危机引发的金融市场动荡和实体经济衰退风险难测，而产能继续释放和库存急剧攀升，成本支撑也难以对冲越发严峻的过剩压力，且不排除进一步下探2010年6月份低点的可能。

明年全球铝市过剩加剧

2011年除中国外全球产能达到2755.6万吨，而中国的产能也到达2200万吨。国际铝业协会预计，除中国外，2011年全年产能达到2761.5万吨，到2014年产能更是升至3029.4万吨，电解铝产量增长前景广阔。

世界金属统计局称，2011年前10个月，全球铝市供应过剩60.38万吨。2010年同期，全球铝市供应过剩69.10万吨，预计2012年全球铝市过剩可能重新回到100万吨左右。

国内方面，2011年产量增长前高后低，总体保持平稳增长。预计2012年中国电解铝产量达到2450万吨，而2011年初步统计为2300万吨，但是2011年需求只有1900万吨至2000万吨左右，而2012年需求最多升至2100万吨。

欧美需求进一步放缓

2011年，前三季度欧洲电解铝消费量为2105.7万吨，同比增幅为11.34%；南美和北美地区消费增幅紧随其后，南美电解铝消费量为118.8万吨，同比增幅8.99%，北美为413.5万吨，同比增幅7.99%。

而作为铝的重要领域之一，汽车行业在9月份再度疲弱对于全球铝消费可谓是“雪上加霜”。9月日本国内汽车销量同比下降2.1%；9月份欧洲新车销售量比去年同期仅仅增长1.1%，在欧洲五大市场中，德国是9月份唯一实现增长的汽车市场，其同比增幅为8.1%；而美国9月份汽车销售尽管增长10%，但是较8月份下滑2%，暗示美国汽车行业经过短暂的强劲后再度放缓。10月份估计在经济增幅和收入双重放缓的背景下会继续回落。

四季度，国内企业订单萎缩、价格竞争和资金紧张是企业面临的三大难题，导致铝消费急剧萎靡。预计2012年中国铝消费在2100万吨左右，而产量增长可能达到2350万吨左右.

展望2012年，国内电网投资增速估计难提速，因传统电网建设出现增长空间不大，而智能电网因特高压还属于边实验边论证阶段，审批较慢。作为铝消费最大领域，房地产行业在2012年继续调整，明年楼市调控不会放松已经定调，房产税试点城市有望扩容，由于明年保障房集中竣工压力很大，2012年的保障房开工量调低为800万套，低于1000万套的原规划开工量，从而对铝合金的需求进一步降温。汽车行业因购置税减免等优惠政策退出，库存高企，城市交通设施难以满足汽车的增长导致治堵政策会继续，从而2012年汽车产量可能出现负增长，导致对铝合金和铝型材采购也进一步缩减。

成本支撑钝化

按国内现有产能分布结构来核算，铝现货价格已逼近国内的平均成本线，成本对价格的支撑效应或将逐渐显现。由于电力成本的区域化差异，一些西部地区的成本优势依然明显，这意味着国内行业平均成本线仍然存在一定的下压空间。

西部地区电力资源丰富，再加上地方政府鼓励把富裕的电力优惠给铝厂输送，或者实现煤电铝产业一体化，西部地区炼厂电价估计不会有太大变化，而电解铝产能逐步向西部地区转移，因而中东部地区就算因电价上调引发部分减产，但是全国范围而言还是增加的。况且下游消费低迷，炼厂也难以向下游提价，从而现货电解铝价格估计还是平稳或者提价很小。

经济下行风险成最大威胁

实体经济面临去库存化，私人部分和公共部门去杠杆化，虚拟经济面临欧债危机引发的欧元解体等风险。债务危机、财政紧缩和产业空壳化导致欧洲经济衰退无法避免。美国经济复苏后劲不足，私人部门消费和私人投资并未实现真正恢复；欧洲债务危机对美国银行业和金融系统的冲击，在其他条件不变的情况下，该影响可能拖累美国增长0.4个百分点。2012年中国延续经济结构调整，增长峰值已经过去，因驱动中国高速经济增长的人口红利和制度红利逐步消弭，高速增长动力逐步衰减。

去杠杆化将导致欧美乃至全球陷入“流动性陷阱”，对比2009年全球各个经济体大范围释放流动性，当前政策已经失灵。财政政策方面，欧美致力于削减财政赤字和债务，大规模推出财政刺激政策可能性微乎其微，而中国等新兴经济体汲取2009年大规模的财政刺激引发资产价格泡沫和通胀的教训，再次出台刺激政策规模有限。

最大的风险就是2012年欧洲超过4000亿欧元的债务集中到期和欧洲银行业出现大范围的危机，这有可能引发金融危机，从而波及美国银行业和新兴经济体，全球性的新一轮衰退风险在逐步上升。

（作者系宝城期货分析师）

工业企业效益滑坡 期铜维持弱势

陶金峰

近日，虽然欧美市场因为圣诞等假期而休市，也没有公布重要的经济数据，但是国内期铜仍在阴跌不止。27日公布的国内工业企业经济效益继续滑坡，也在一定程度上加大了后市铜价的下跌压力。笔者预计，明年一季度铜价将在43000元-65000元区间偏弱震荡。

工业效益继续滑坡

国家统计局27日公布，1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润46638亿元，同比增长24.4%。11月当月实现利润5421亿元，同比增长17.9%。显然，工业企业的效益仍在下滑，经济缓慢降温明显，对于沪铜构成利空。

通过比较发现，近年来，沪铜价格指数累计同比与工业企业利润总额累计同比走势相似。这绝非是巧合，而是反映了铜价对于工业企业经济效益变化的敏感程度。在某种程度上来说，相对国内股指作为经济晴雨表的失灵，铜价是更能体现中国经济变化的晴雨表。

工业和信息化部部长苗圩12月26日表示，明年要把稳定增长放在突出位置，争取实现规模以上工业增加值增长11%左右的目标。明年上半年将出台一揽子中小企业扶持政策，这对于明年工业增长或带来一丝暖意，但是效果有待观察，对于铜价支撑力度有限，或许仅仅是减缓铜价下滑速度而已。

国际铜业研究组织（ICSG）10月4日曾预计，2012年中国铜消费将增长6%，其他国家将近增长2%。不过，鉴于欧元区明年上半年很可能陷入衰退，美国经济增长复苏势头也可能低于今年，中国等新兴市场经济也可能受欧债危机的牵连而放缓前进的步伐。笔者预计中国明年铜消费需求增长可能在4%-6%左右。预期明年一季度铜价将在43000元-65000元区间震荡，整体维持偏弱震荡下调的格局，铜价重心较今年四季度将有所下移。

欧债危机仍是重大隐患

国际货币基金组织总裁拉加德在25日警告称，世界经济“处境危险”，欧洲主权债务危机正增加美国和新兴经济体面临的风险。拉加德指出，欧盟领导人本月初达成的协议还无法真正化解欧债危机，这些协议在金融措施方向“缺乏细节”，而在基本原则方面又过于“复杂”。明年1月30日，欧盟还要召开新一轮峰会，讨论解决欧债危机和促进就业和经济增长的话题。鉴于以前欧盟在解决债务危机上的低效率和拖沓、内部纷争不断来看，下一轮欧盟峰会也是难以达成有效的可操作性较强的成果。市场还担心明年1月法国AAA评级很可能被国际评级机构下调，这将加重欧债危机未来解决的难度和成本。

考虑到欧元区是除中国之外的世界第二大消费地区，如果欧元区在明年上半年陷入衰退，则将对铜价构成较大的下行压力。

量化宽松对铜价支撑有限

近期支撑铜价的一个重要因素是全球量化宽松的趋势。欧洲央行为了救助欧债危机国家，搞了个变相版的量化宽松；日本央行维持原来零利率和购买债券规模政策不变；新兴市场国家也停止前期加息步伐，部分央行开始降息，市场也预期明年春节前后国内央行可能下调存款准备金率50个基点；美联储近期按兵不动，不过，业内人士预期明年年中，如果美国经济复苏势头明显放缓，则可能推出第三轮量化宽松（QE3）。鉴于美国和中国这两大经济体央行近期基本保持微调或按兵不动，其他央行量化宽松对于铜价的支撑影响有限。

（作者系海通期货分析师）

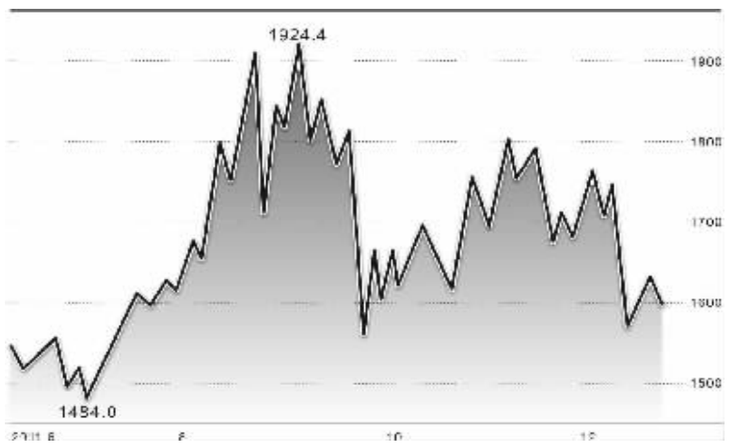
金价明年一季度有望迎来阶段低点

王宗欣

由于近期正值圣诞节期间，欧美市场交投较为清淡，在无重要风险事件的影响下金价区间小幅整理。笔者认为目前金价中期下跌趋势将会延续至明年一季度，并且明年上半年的低点也很可能在明年一季度出现。

从黄金过去10年的行情上看，每年的三四季度往往是金价发力上涨连创新高的时间窗口，而实物需求一直以来是黄金中长期上涨的支撑因素之一，恰逢这几个月也是实物需求的高峰时段。但是今年9月份以后的行情却与往年不同。金价创下1920美元/盎司的历史新高后大幅下挫，目前最低已经下探至1550美元/盎司附近。为什么会出现这样的走势，笔者认为主要有以下几点原因。

其一，美国AAA信用评级被下调成为此轮大跌行情的导火索，而欧美债务危机的不断恶化令银行等金融机构放贷能力减弱，市场流动性不足，各类风险资产与货币遭到大量抛售，黄金也未能幸免。而就是因为流动性趋紧的缘故，黄金价格跟随风险资产价格一同下跌，失去了避险光环。美元在这个时间窗口成为最大的赢家，甚至因投资者恐慌心理加剧出现各类的技术性抛盘。



纽约黄金期货走势图 翟超/制图

在欧元区方面，频发的风险事件让投资者无法看到欧洲经济复苏的希望。希腊、意大利、西班牙等国的国债收益率大幅攀升甚至突破7.0%的历史新高，均说明欧元区各主要经济体想通过发行债券来释放市场当中资金的流动性困难较大，多次召开的欧盟峰会就EFSF（欧洲金融稳定基金）杠杆化问题的讨论也没有实质性的政策推出。欧元持续大幅下挫同时也提升了美元避险功能，资金大量流入美元，这也是诸多机构预测美元在今年年底至明年上半年迎来中期牛市的主要原因。

其二，除了一直拖累金价的欧债问题外，美元的走势将成为后市黄金走势的关键影响因素之一。巧合的是，金价创下1920美元高点开始下跌时，也正是美国近几个月经济数据不断转好，失业率、初请失业金人数不断减少的时间段。金价与美元的负相关关系长时间内保持于85%-90%以上，所以笔者认为，金价的下跌必须与这点结合起来考虑。今年下半年以来，全球货币的泛滥特别是美国第二轮量化宽松政策（QE2）是影响金价上涨的核心因素，而美联储是否实行第三轮量化宽松成为了市场的焦点议题。但美国8月份以来失业率自9.1%的历史高点不断下滑，以及美联储的“扭转操作”后的经济复苏，让美联储近几次的利率决议上毫无新意，一定程度上打压了市场对于美联储将要实行QE3的预期。金价失去了这个光环后一直处于盘整的状态。当然，这并不是说美国经济就一定没有问题存在，奥巴马提出的薪资减税计划以及明年美联储是否推出QE3都是一些未来影响金价波动的不确定因素。

其三，机构投资者的操作行为我们必须考虑。从外汇市场来看，对冲基金的资金流向暗示美元将延续中期涨势，而欧元应对应下跌。上周对冲基金在美元场内外皆进一步增持多头。在欧元市场中的空头增持进一步加速，体现出市场已完全消化之前欧盟峰会对市场的不确定性影响。基金对美元与欧元的运行前景似乎更加坚定。如果确实这样发展，风险资产和黄金市场将理应进一步承压。

除此之外，黄金还遭到了机构的大量借出。近几年利率显著下降，而Libor并未随之大幅下降，而且由于信贷风险较高，并非所有的银行都能通过Libor进行拆借，黄金出借利率高于Libor，从而导致黄金租赁利率为负值，从2011年三季度开始这一状况开始恶化，1月黄金租赁利率迅速跌破-0.2。

（作者系高赛尔贵金属分析师）

糖市季节性压力沉重

崔家悦

近来，郑糖呈现出弱势整理态势，主力合约1205期价陷入区间震荡行情之中，短期走势比较迷茫。总体上看，在目前新糖上市的季节性影响作用下，糖价的上行压力较大。后期预计将继续保持弱势行情，也不排除走出破位下跌行情的可能。

从国际食糖现货市场的基本面情况来看，全球食糖供需正向过剩转变。据英国、荷兰等食糖预测机构的数据，全球食糖市场正向供给大量过剩转变，北半球产糖国的食糖供给大量增加对糖市的运行产生了巨大的压力。全球食糖市场在经历了连续三年供不应求之后，2011/2012制糖年全球将首次出现供给过剩，估计甜菜糖产量有望同比增长21%，达到3870万吨。

国内现货市场方面，目前国内新榨季食糖生产正在有序进行，北方新疆已有糖厂顺利停榨，云南、广东、海南等产区糖厂相继开榨。截至12月27日，广西开榨糖厂家数增至96家，已开榨糖厂占广西糖厂总数的93.2%，占广西糖厂设计总产能的96.2%。现货市场已有新糖上市供应。今年国内食糖进口量大幅增加。据海关的数据显示，1-11月份累计进口242万吨，同比增48%。应该说，目前阶段国内食糖市场的总体供给情况是比较充裕的，给现货市场糖价所带来的压力比较大。据市场监测，截至12月25日一周，国内食糖价格总体跌幅在10元/吨-230元/吨不等。广西食糖中间商报价6600元/吨，较前一周下跌100元/吨，并且已经是连续第7周下跌。

从期货市场情况来看，国际原糖期货市场受宏观形势不确定的影响，交易者的交易情绪明显转淡。除成交量大幅萎缩之外，基金的净多持仓也进一步减少。据美国商品期货交易委员会持仓报告，截至12月20日当周，原糖总持仓量略有增加，但基金多头持仓锐减，基金净多持仓量则创出了41276手的新低。国内郑糖期货方面，期价短期震荡过程中，总体持仓量略有增加，但波动幅度不大，显示目前阶段多空存在一定分歧。不过盘中期价上行乏力特征则说明多头信心不足，整体市场人气仍然偏空。

总体看来，在现货价格持续走低的影响下，在季节性新糖上市压力和进口量大增等基本面压力的作用下，技术上的支撑还能有多大力度令人疑虑。糖价一旦破位将可能带来多杀多的连锁反应，多头只有严防死守，以时间换空间或许才能带来转机。

（作者系格林期货分析师）

多因素助推 2012年豆价上行可期

孙宏园

回顾整个2011年，国内外豆类期货和其他绝大多数大宗商品走势并无多大差异，在1-8月份长达八个月的时间里大多处在高位区间进行宽幅震荡；步入9月，随着欧债危机以及美国经济衰退忧虑情绪的加剧，国际大豆价格亦追随国际大宗商品一路狂泻；尽管10月份美国农业部报告的利多刺激曾令大豆止跌企稳，但在美国集中收获期以及南美完美种植期的11月，大豆再次跌破整理平台创下新低；好在南美土壤条件遭受干燥天气迫害的12月，大豆价格终于夯实底部并已开始酝酿涨势。

不管是从长期极端气候指标还是农产品比价效益来看，2012年南北半球的大豆作物产量前景都不容乐观。一方面，整个12月份，南美大豆作物产区一直遭受干燥气候的威胁，巴西降雨不足、天气干燥致使该国大豆产量前景遭受多家机构调降；阿根廷大豆种植进度尚未结束，拉尼娜现象雏形已经令不少机构对该国产量前景表示忧虑，毕竟历史经验告诉我们，不管拉尼娜雏形是继续发展还是像2009年那样演变成更为严重的厄尔尼诺现象，2012年南美大豆产量前景很难令人满意。另一方面，虽然距离北半球种植意向报告炒作还有3个月的时间，但CBOT（芝加哥期货交易所）大豆11月合约与CBOT玉米12月合约的比价却丝毫没有回归至2:1临界线上方的意思。如果在农户备种的3月初该比价未能进入正常波动水平，北半球大豆种植面积被玉米挤占的历史将继续在2012年重新上演。

在国内消费都趋于稳定的情况下，由种植面积更具增长潜力的巴西取代美国成为全球第一大大豆出口国已然成为一个不争的事实。同时，中国对进口大豆消费需求的迅猛增长态势不仅没有减缓，反而在近年国产大豆种植面积大幅锐减后变得更为疯狂。毕竟中国13亿多人口年度7000万吨的大豆消费量相比美国3亿多人口每年5000万吨、相比巴西1.9亿人口每年4000万吨的大豆消费量来说还有巨大的差距。即便考虑到饮食结构的差异，中国对大豆的消费需求依旧有很大的增长潜力。

就近几年全球和美国大豆期末库存的运行规律来看，全球大豆库存处于下降的通道，而美国大豆库存处于上涨的通道。而历史经验告诉我们，当二者出现分歧的时候，CBOT大豆期货价格尚不具备大涨大跌的条件。尽管最近两年的数据都还在调整的范围内，但是可以肯定的是，不管未来一段时间农业部如何调整，按照最近几年全球和美国大豆期末库存的趋势判断，大跌行情肯定不会在2012年出现，是否会大涨，还需天气、比价等相关因素的配合。

2011年投机资金在CBOT大豆期货合约上的净多持仓出现比较大幅度的波动，两次大幅震荡后非商业净多持仓从年初最高22万手降至不足万手。从投机资金历史持仓来看，大豆还鲜有净空持仓的时候，特别是最近五六年，因此这未尝不是一件好事，较低的净多持仓更便于行情的发动。

综上，我们认为天气、比价造成的产量不确定性因素与稳定增长的中国消费共振下，2012年大豆价格易涨难跌、震荡上扬的可能性更大。同时应该关注高昂进口利润下的内外盘套利以及深度压榨亏损下的反向提油套利机会。（作者系华泰期货分析师）

行情点评 Daily Report

沪铜:小幅震荡

周二沪铜主力1203合约小幅低开后快速下滑，全日维持在55000一线上方窄幅震荡，但接近收盘时期价小幅跳水，收盘较上一日下跌340元/吨。隔夜由于圣诞假期外盘继续休市，沪铜在缺乏外盘的指引下观望气氛较浓，成交相对清淡。同时国内元旦假期临近，下游厂商按需采购，上游贴水销售，现货市场交易呈现供销不旺的格局。技术上，沪铜仍然处于三角形震荡区间内，暂时未作出方向性选择。操作上建议偏短线交易或者等待方向明朗后再入场。

豆类:震荡走低

周二豆类震荡走低，其中连豆最弱，豆粕表现相对抗跌。豆类经过前期反弹，目前已经接近11月份震荡平台的下沿，期价反弹承压。且元旦假期前，资金交投清淡，也对期价形成一定拖累。短期内连豆类或回调整理，修复前期涨幅。南美天气炒作及成本因素将为豆类期价提供一定底部支撑，短期内期价仍将维持区间震荡走势。关注豆油9月在8800元，豆粕9月在2850元附近的支撑，建议投资者以波段性思路操作，勿追涨杀跌。

沪胶:延续跌势

周二，沪胶延续前日的跌势，早盘低开后震荡走低，并失守25000元关口。从基本面上看，海南天然橡胶继续维持在27500元/吨附近，成交量保持低迷状态。库存方面，上期所上周库存继续呈现增加趋势至31609吨，库存的不断高企是限制沪胶大幅反弹的重要原因。技术上，沪胶主力1205合约依然在24000元-26500元区间震荡，短期偏空，但下方受到前期低点的支撑较为强烈。操作上建议投资者在该区间高抛低吸。

（招商期货）