

# 幡动还是心动？

## 内容摘要

1、美国国债上限问题正成为市场焦点所在，但我们的研究表明国债上限事件并不会对市场构成方向性的改变。从历史经验以及当前美国所面临的问题来看，民主党与共和党最终会在 8 月 2 日前达成妥协，而国际市场对其也会产生适应性。

2、以国债上限问题作为美元会持续走弱的理由并不充分，更多还需要观察其他事件所造成的短期冲击。而国债事件实质会发生作用的途径在于达成协议之前，美国政府支出的削减，这对美国经济会构成一定程度的冲击。

3、将商品放在更长的周期以及市场环境中考考虑，当前大宗商品所表现出来的是典型的牛市末端的特征。这个阶段阶段，有色金属上升的黄金时期已经过去，农产品会在原油的带动下走完最后一程。我们认为对于大宗商品而言，牛市仍未结束。

4、短期来看，我们认为目前农产品与金属的上涨主要都是基于中国因素的事件驱动型投机，虽然存在一定的获利空间，但风险同样巨大，我们建议投资者轻仓参与。等待更为确定的上涨性行情出现。

5、本期图表分析的最新观点是，郑棉指数有望摆脱 3 个月以来的低迷状况，在本月走出一轮反弹上涨行情，或再度挑战 3 万点整数关口，本月以偏多态度对待。

6、上周公布的美国失业数据重回 9.1%，为 2011 年内首次上升，市场对此数据普遍表示失望。本周将迎来各国央行的议息大戏，作为全球风险事件的重要组成，本周的表现的确值得期待。

## 一周重要图表

图1: 上周各市场表现一览

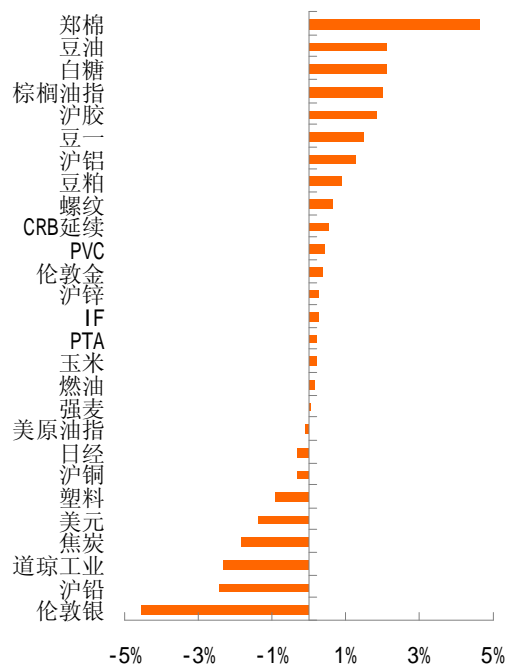
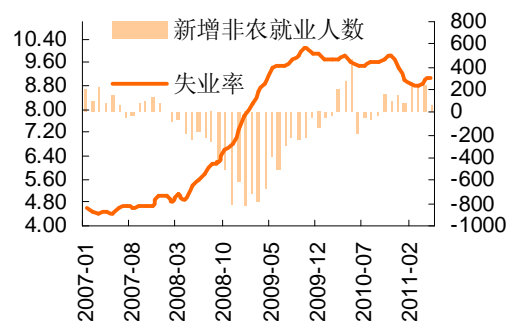


图2: 美国就业数据不及预期



资料来源: 平安期货研究所

## 目录

一、一周市场专题.....	3
幡动还是心动	
1、美国债务上限问题成为市场关注焦点.....	3
2、事件终将以妥协解决.....	4
3、国债事件对未来市场的影响有限.....	5
4、当前问题会通过支出对经济产生一定负面的影响.....	6
二、市场板块解析.....	6
三、每周数据分析.....	7
1、农产品获基金青睐，黄金原油分歧加大.....	7
2、化工品下游需求疲软.....	8
3、铝内外盘比值近期走强.....	8
四、本周投资策略.....	9
商品牛市高潮渐近	
1、中长期框架——商品牛市的最后一波.....	9
2、保证牛市出现的三要素——美元、原油、通胀.....	10
3、更短期的观点——风险在加大.....	10
五、酷图精解.....	11
棉花能否再见 3 万点？	
六、经济数据备忘.....	12

## 一、一周市场专题

### 幡动还是心动？

#### ——美国债务上限问题对市场影响研究

##### 1、美国债务上限问题成为市场关注焦点

美国的国债上限问题目前正成为市场的焦点问题，美元在近期下挫，市场不少投资者将其归因于此，但我们的观点与此有很大的出入，作为第一期专题我们来谈一谈美国国债的上限问题。

##### (1) 各国面临重整财政的难题

金融危机之后各国出台了大规模的财政政策来挽救经济，这带来的后遗症之一就是各国的债务负担都远远超过危机之前，并已经到了不可忽视的地步，前期的欧债危机正是国家债务问题集中爆发的体现。目前全球的大趋势是重新财政的重新整顿与平衡，这不但是各国政府需要面临的问题，更是投资者当前及今后一段时期所关注的重心之所在。但是债务整顿无疑需要时间以及技巧，如果过快收紧政策，显然会使经济放缓以及执政当局的政治支持，美国当前所面临的问题就是在财政政策尚未能进入紧缩之际其资金的重要来源已经到达了上限。

图1-1: 各国财政赤字结构

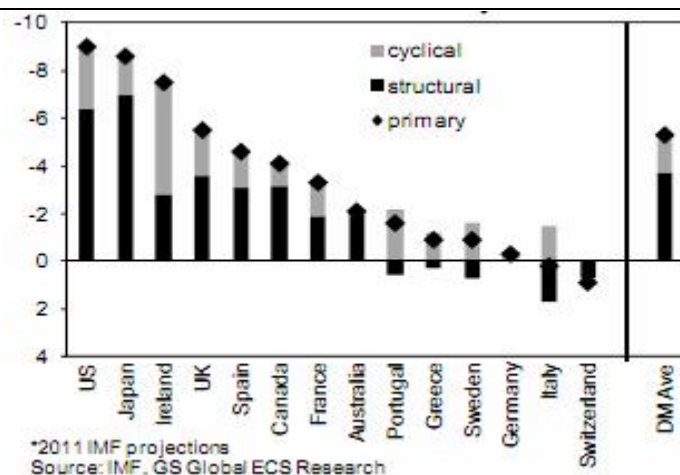
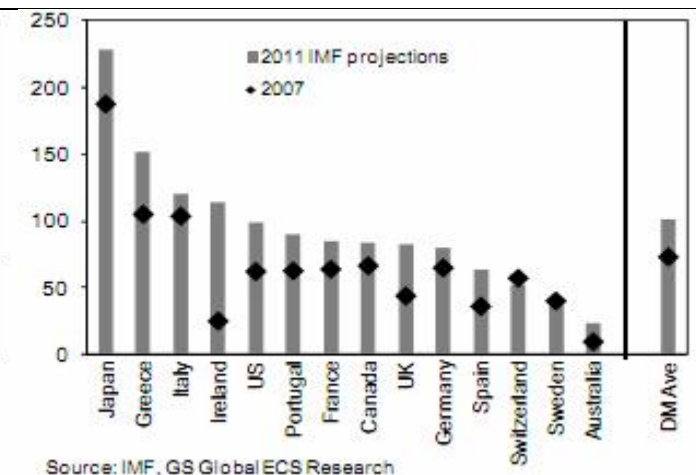


图1-2: 各国的债务比率远超危机之前，并已到达相当危险的局面



资料来源: 高盛、平安期货研究所

##### (2) 由于债务上限的原因，美国主权评级出现负面倾向

5月16日，美国财政部已触及公债发行的法定上限，虽然财政部可以在不提高整体已发行债务规模的基础上运用一些临时措施来减少其内部债务持有量，进而增加外部债务发行空间，但市场普遍预计在8月2日之前该方法所能够产生的额度也会用尽。这意味着美国将面临两个选择，一是再度提升国债上限，二是维持现有上限，从而出现国债局部违约的问题。

评级机构对此的反应是标普已经在4月将美国的债务评级展望由稳定下调负面，而穆迪在最近也警告称如果美国在未来几周不调高其法定债务的上限将重新评估其主权债务评级。

### (3) 国债市场真实反应冷淡

对此，市场的反应是，美元重新回归弱势并对大宗商品产生一定的支撑，因此普遍的观点是在前期市场下跌已经足够充分的情况下，重新做多大宗商品是安全的。但我们发现吊诡的是更为重要的指标美国10年期国债收益率却自4月以来一路下滑，投资者似乎无惧于美国国债可能出现的违约风险以及美元持续下跌带来的汇率风险，并持续不断的买入美国国债。这似乎说明美国上调国债上限的可能性对投资者并不能产生影响。

图1-3: 美元近期因美国债务问题出现下挫出现

图1-4: 奇怪的是与此更为相关的美国国债收益率同样出现了下降



资料来源:wind、平安期货研究所

## 2、事件终将以妥协解决

### (1) 焦点所在——共和党争取更多的筹码

目前民主党与共和党正就再度提高债务上限的问题进行磋商，在众议会共和党否决了总统奥巴马的提议，关键理由在于其不愿意在民主党并无进行任何财政缩减的前提下提高上限，并担忧这种后果使债务在未来再一次到达上限，而参议会层面目前仍未提出任何提案。因此事件一直被拖延，被成为市场炒作的问题所在。

### (2) 解决之道——最后时刻的妥协

但是我们认为即使民主党不作出任何妥协，在8月2日之前，国债上限提高的议案也终将获得议会的通过，因为美国不可能容忍其国债出现违约所带来的一系列严重的后果，而在2013年大选之前，美国的财政整顿也不可能出现实质性的改变，最多是出现各种特别法案式的小修小补，目前共和党的行为只是想争取更为有利自己的方案，所谓道义上主张的最终会被现实所击败。

我们可以看看奥巴马在美国历次上调债务上限中的表现：一次是2006年3月，共和党执政。美国参议院投票通过将上限增加至8.96万亿美元，投票结果是52/48，

奥巴马投反对票。当时奥巴马称：“提高国债上限将会祸延子孙”。而当奥巴马执政以后，在今年4月15日奥巴马称：“美国国会必须尽早提高国债上限，否则全球经济将会再次陷入衰退。”当前的重要性已经远远超越了子孙。

### 3、国债事件对未来市场的影响有限

#### (1) 对美国国债的影响——中性

从国际投资者的角度来看，美国提高其国债上限已经是家常便饭。自1962年3月以来，美国已经74次提高了债务上限；自2001年以来，美国也10次提高债务上限。最近的一次是在2010年2月份。因此美国提高国债发行上限只是提高了其国债的供给，当前全球经济放缓的迹象明显，而美国短期内并没有加息的可能，考虑到美国国债与其他国家国债的跷跷板作用，供给的提升并不会对债券的价格产生明显的冲击。

#### (2) 对美元与商品的影响——中性

至于美元会否受到国债冲击而出现长期走弱的问题，我们的答案也是基本上否定的。从近十年来美元的走势来看，国债上限的提升只会对市场产生短暂的冲击，从时间点来看，最多维持两个月。并且市场主要集中在对于债务前景不确定的担忧，但是大趋势不会发生改变。因此我们认为当前美元的弱势主要还是投资者部分心理、欧债缓解以及美国数据下滑带来的影响，国债的冲击只是以上问题的综合体现。从我们的宏观大图景来看，美元上涨的大格局不会改变，只是时间可能出现延后。当然这也为目前大宗商品的反弹创造了部分条件。

图1-5:近10年内美国国债上限已多次提高

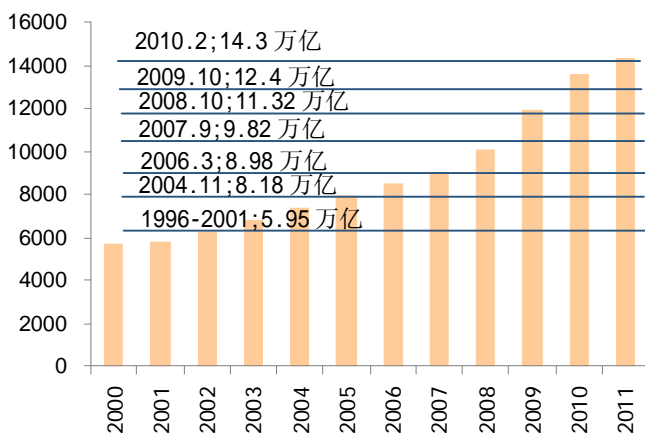
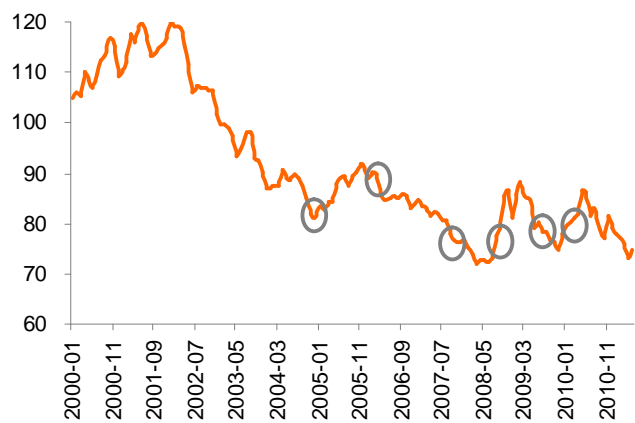
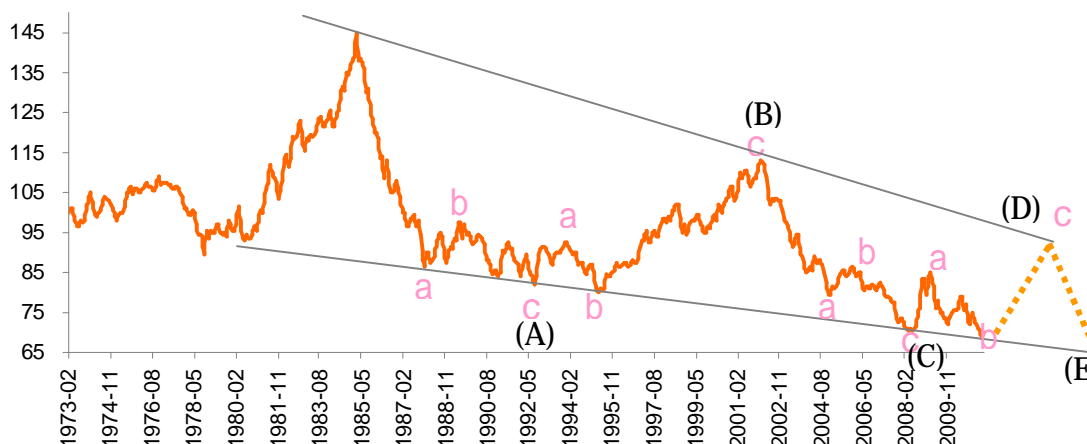


图1-6:国债上限的上调对于美元的大趋势并无太大影响



资料来源:wind、平安期货研究所

图1-7: 美元最终将出现大规模的逆转



资料来源:wind、平安期货研究所

#### 4、当前问题会通过支出对经济产生一定负面的影响

我们认为最大的受害仍是美国经济本身。在 8 月 2 日之前，民主共和两党将围绕国债问题反复争论，并在最后时刻达成妥协。均衡的结果之一是因为目前的临时措施而不得不缩减部分政府支出，并导致经济出现降温。今年 4 月美国政府几近关闭已经对经济产生了不良的影响，PMI 的下滑以及失业人数的上升再次为全球经济的复苏进程蒙上一层阴影。而反过来可能对大宗商品构成一定的负面影响。（简翔）

## 二、市场板块解析

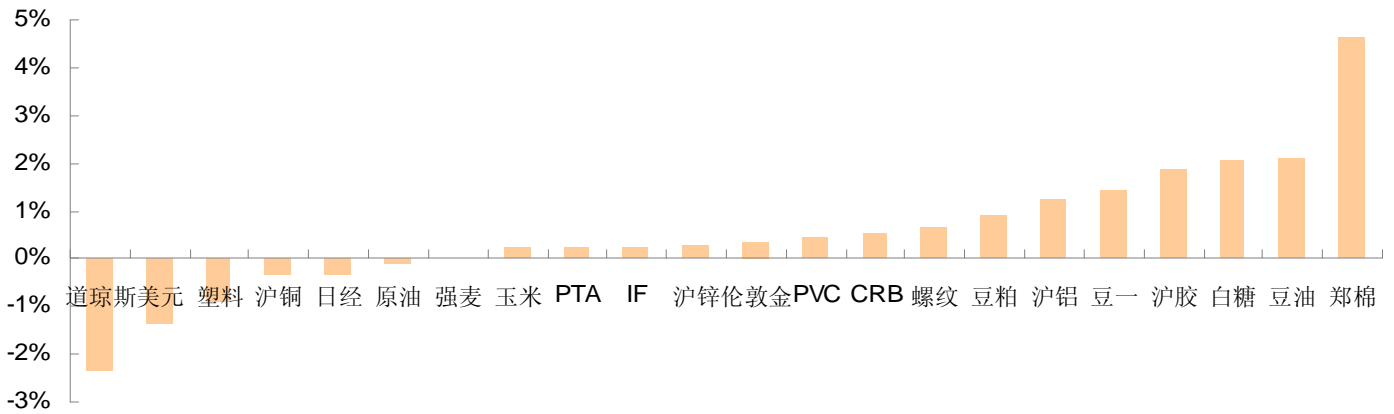
**风险事件不断，全球资本市场风声鹤唳。**上周因中国制造业数据下滑以及市场对美国失业率的悲观预期，加之市场普遍担忧中国在端午节期间再度加息，市场风险情绪有所上升，全球资本市场出现不同程度的下滑。其中道琼斯下跌超过 2%，日经下跌 0.31%。另外美元指数同样受失业数据的拖累下挫超过 1%，但反过来为黄金以及原油提供了一定的支撑。

**金属震荡激烈。**上周初金属的向上动能有衰减，但周末有所回暖。其中，受国内“电荒”影响，铝表现领先于其他金属，沪铝周涨幅达到 1.25%，且呈现内强外弱的格局。铜表现相对较弱，周跌幅为 0.33%。后市值得关注的是：电荒会否让铜加工企业开始增加电解精铜的使用比例，会否限制下游用锌企业的生产需求，从而导致铜锌的走势出现较大分化。

**化工品弱势依旧。**受美国偏弱的经济数据影响，原油在上周盘中多次跌破 100 美元大关，市场上很多分析师认为全球经济的放缓将导致后期原油的需求显著回落，这使得上周化工品的走势受到了显著的影响，板块走势明显弱于金属与农产品。具体而言，塑料受到下游需求的不振，走势仍然维持弱势；今年 PTA 新增产能的快速释放，使得 PTA 市场供需矛盾显著，期货市场的走势也较为疲软；反而是一向相对弱势的 PVC，受到国家多个省份提高电价的影响，于上周盘中出现大幅拉升，不过我们认为这种强势并不会持久；焦炭在经过了上市之初的疯狂炒作后价格逐渐回归理性，期价走势已经呈现出 8 连阴。

**农产品表现抗跌。**上周，油脂油料市场迎来不同幅度的反弹。有别于美原油市场的震荡走弱，美豆市场连收四阳重新站回 1400 美分/蒲之上，带动国内期货市场走势强劲。油脂市场上周五大幅上涨，但后市仍然不能过于乐观。目前油脂市场基本面炒作乏善可陈且短期政策调控压力犹在，油脂限价令时间虽已到期，但政策走向尚不明朗。从现货市场来看，由于此前国内豆油期价飙升未能有效带动国内现货价格上涨，加之现货低位成交有量和豆粕行情仍然疲弱，预计近期走势将以稳定抗跌为主。（简翔、李斌、牟宏博、丁红）

图2-1: 各品种表现一览



资料来源:wind、平安期货研究所

### 三、每周数据分析

#### 1、农产品获基金青睐，黄金原油分歧加大

图3-1: 农产品上周减持势头缓和，可重点关注谷物

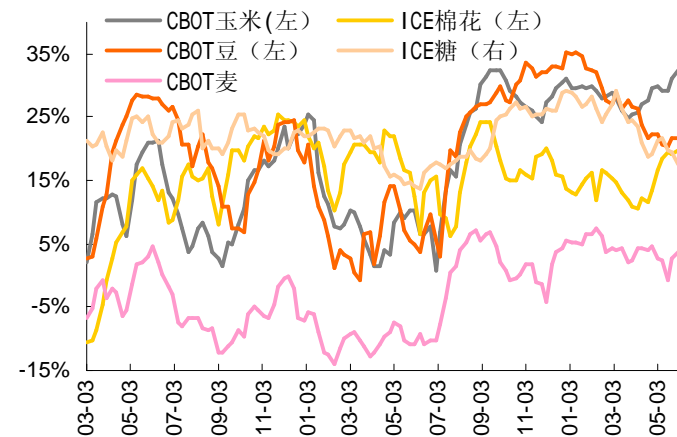
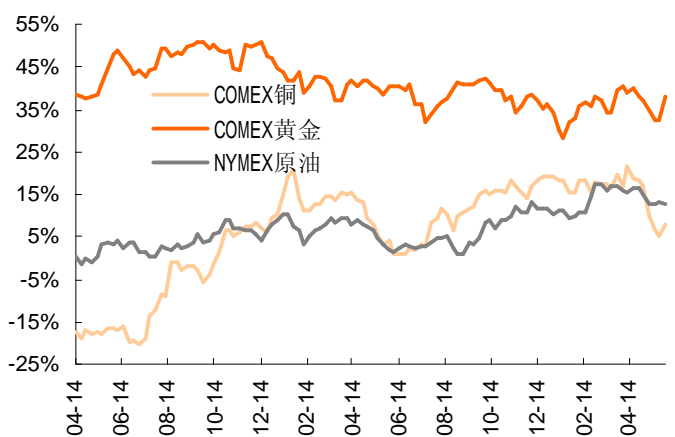


图3-2: 原油仍较低迷，黄金再领升势



资料来源:wind、平安期货研究所

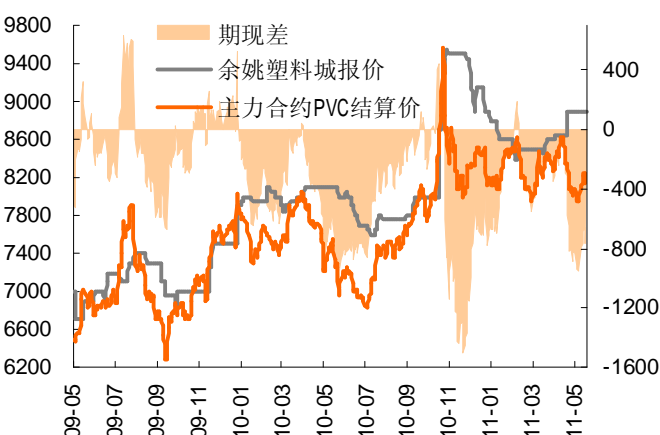
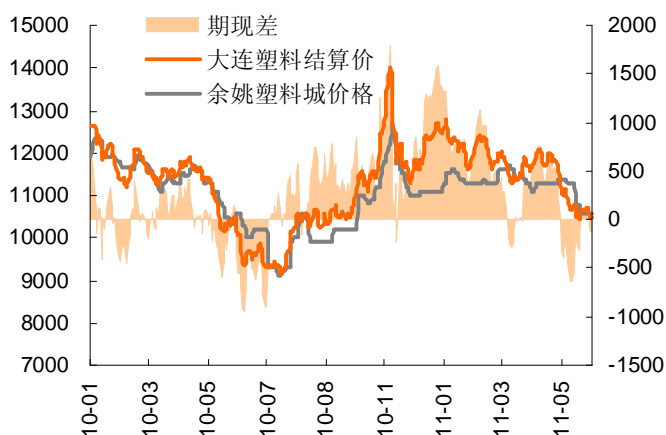
上周，从截止到5月31日的CFTC持仓数据可见，农产品较获基金青睐，其中棉花、玉米、麦等受天气影响，非商业多头净持仓持续几周上升。最值得关注的是，美国当地的The Linn Group近期发表报告指出，今年美国玉米种植率以及出芽率都远远低于往年，这将会对于未来玉米单产造成非常大的影响。在此大环境下，基金净多持仓极有可能再创新高。另一方面，受到美国低迷的就业及经济数据影响，市场避险情绪高涨，从而推动黄金期货多头持仓再度攀升。而在经济较低迷的情况下，原油持仓并无可圈点之处。对于本周，可相应看好玉米、金属等品种，而对原油保持谨慎态度。

## 2、化工品下游需求疲软

由于下游需求的不振，LLDPE 现货厂商近期连续下调了出厂价格，目前扬子石化7042的报价在10600元/吨，较上月的均价下调了每吨800元左右。乙烯法PVC报价并未受乙烯单体价格连续走弱的影响，目前上海氯碱的SG5型PVC报价稳定在8900元/吨。由于烧碱价格的高涨使得国内电石法PVC企业可以以成本价格或者低于成本的价格销售PVC，目前新疆天业电石法的PVC对外报价在8150元/吨。期现价差方面，塑料期货较现货每吨贴水100元左右。

图3-3: 塑料期货较现货小幅贴水

图3-4: PVC期货较乙烯法PVC现货大幅贴水

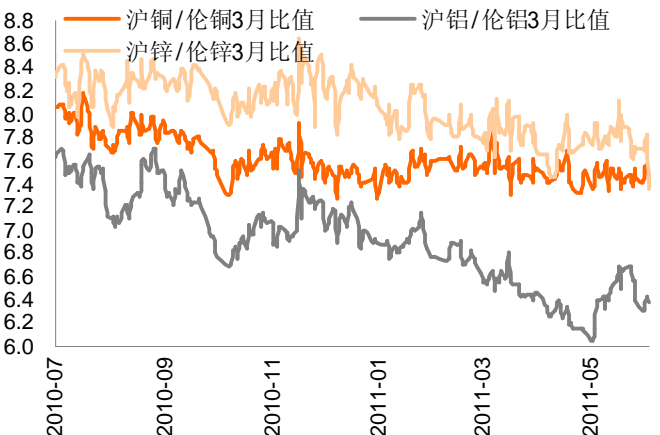
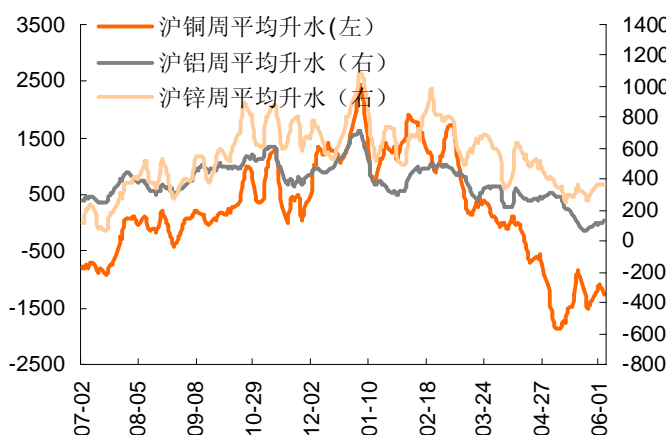


资料来源:wind、平安期货研究所

## 3、铝内外盘比值近期走强

图3-5: 金属升贴水近期保持低位

图3-6: 铝内外盘比值近期强势



资料来源:wind、平安期货研究所



期价近期连续反弹，金属的升贴水显现出震荡上行的苗头。内外盘来看，由于国内电荒影响，沪铝表现强势于伦铝，铝内外盘比值保持近期较强，而铜锌则相对疲软。库存方面，高企的沪铜库存已连续3个月下滑，而国内外的锌库存仍在持续攀升，因此，预计铜强锌弱的格局仍将在长期内维持不变。（李斌、牟宏博）

图3-7:沪铜库存连续3个月下滑

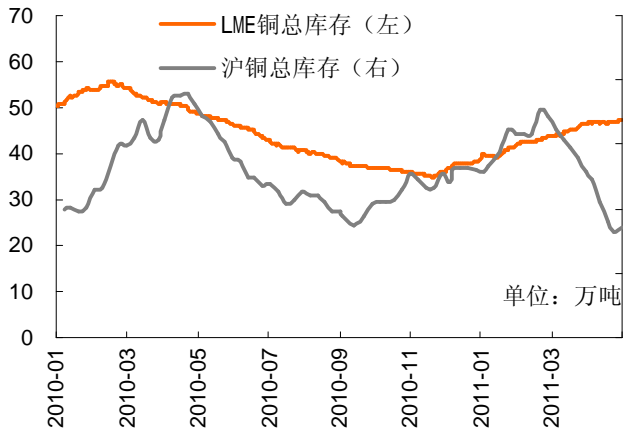
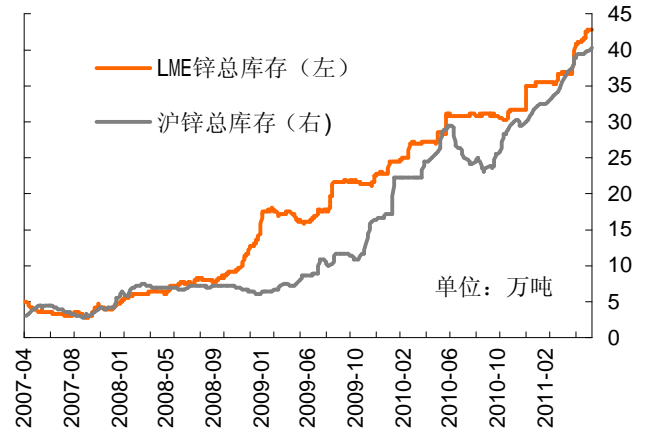


图3-8:锌库存仍继续攀升



资料来源:wind、平安期货研究所

## 四、本周投资策略

### 商品牛市高潮渐近

近期市场风险事件不断，并引起市场反复波动。但作为平安期货研究所第一期策略，我们希望能够从更为宏观的视野去看待商品在今后一段时期的表现，希望以此作为周报分析的基本框架，并为投资者梳理今后一段时期的思路。

#### 中长期框架——商品牛市的最后一波

##### (1) 高位减仓迎来的暴跌

从大宗商品在五月的整体表现来看，基本所有版块都表现的风声鹤唳草木皆兵，全球利空消息不断，而商品则在遭遇暴跌，虽然近期出现一定程度的反弹，但投资者对大宗商品做多的热情已大大消退。从直接诱因来看，CFTC对白银期货保证金制度的更改触发了全球投资者对于大宗特别是贵金属的恐高情绪，毕竟前期过高过大的涨幅为机构投资者带来了不少盈利，在这样一个价位这样一个时间点出现分歧是很正常的。我们需要弄清楚的是大宗商品的牛市是否就此完结？

##### (2) 商品呈现典型的牛市末端特征

如果我们将商品放在更长的周期以及整体市场与经济环境中考虑，当前大宗商品所表现出来的是典型的牛市末端的特征。全球股票市场特别是新兴市场一早已经出现

下滑，而大部分大宗商品前期依然保证良好的上涨局面。造成股市下跌的主要原因是通胀引发的货币紧缩已经开始对市场乃至实体产生冲击，而通胀确实大宗商品最有利的推动力，这恰恰印证了“通胀无牛市”的市场智慧。从各轮经济周期总结的经验来看，当这种背离持续一段时间，经济的紧缩真正损害到商品需求，大宗商品会跟随股市同步下跌。但是在当前，我们仍然见不到这个过程的发生。因此我们认为对于大宗商品而言，牛市仍未结束。

但这并不意味着买入并持有的被动投资策略在当下仍然有效，商品牛市末端的另外一个特征是虽然商品整体（CRB）仍有上升动能，但对于其具体构成来看却出现涨跌互现的格局。根据我们的商品轮动模型，在现阶段，有色金属上升的黄金时期已经过去，农产品会在原油的带动下走完最后一程。

### 保证牛市出现的三要素——美元、原油、通胀

但问题是，实现的条件是什么？现阶段，全球经济的放缓已经决定了金属价格的疲软，但是在各国政府与央行的小心平衡下，出现08年危机的可能性也不大，这点市场已经形成了普遍的共识，也就是说经济温和程度的变化不会对我们的判断产生太大的影响，关键的变量是：一美元会否继续弱势；二原油会否再度上升；三通胀能否持续。

#### （1）美元2个月内将维持弱势

正如我们在专题中分析的，虽然美元终究会进入上升轨道，但是在未来2至3月内维持弱势震荡或下跌依然是主要方向，随后随着债务问题的演化，美元的方向将出现一定的调整。

#### （2）原油有望重回110美元

而全球经济复苏前景的担忧将是原油市场面临的主要压力之一，另一方面美国原油需求也出现一定幅度的下降，最终大宗商品的整体下挫加速了原油的暴跌。但我们认为原油的调整基本已经到位，目前中东地区局势的不稳定会对国际油价继续构成一定的支撑。更为重要的是随着夏季的到来，美国将进入汽油消费的旺季，从以往的经验来看，这种季节性因素将为原油提供更为有力的支持，原油价格将易涨难跌的特征，按照我们技术分析师的测算110美元可能将成为新的震荡区间。

#### （3）通胀仍将持续

对于通胀而言，我们可以预见在今后一段时期，通胀正由新兴市场国家的局部现象转化为包括发达国家在内的全球性现象。欧债问题决定了欧洲不可能大规模的紧缩货币，而美国的债务问题以及经济前景同样决定了美联储的资产负债表不会很快收缩，这些因素都从源头上确立了今后一段时期通胀将成为困扰全球的重要问题。

由以上三点我们可以推论，农产品的牛尾行情仍然可以期待。但是目前显然时机尚未成熟。

### 更短期的观点——风险在加大

#### （1）基于干旱炒作农产品的前提并不牢固

在这样的框架下，我们再来看看近期市场的机会存在哪里。当然农产品是最好的标的，长江流域的干旱问题显然已经成为市场炒作的话题。但是作为农产品中的龙头品种棉花、白糖、大豆而言，主产区并不分布在长江流域，而谷物类品种即是目前收到干旱的影响，但紧接而来的就是长江汛期的到来，我们并不认为干旱能够对市场产生持续性的影响。在目前对于农产品的策略仍是短线为主。长线机会需要静待原油上涨造成的传递效应。

## (2) 金属目前的上涨是典型的高风险投资

对于金属近期的强势我们同样持有怀疑态度。正如上文所述，受累于全球经济的放缓，金属的黄金时代已经过去，现在的上涨更多的是基于中国的电荒的事件驱动型投机(通常这类投资都风险巨大)，因此作为电力需求大户的铝而言是最佳的投资标的。但我们需要注意的是铝产能的过剩以及当前全球电解铝的高库存，一方面是疲软的基本面，一方面是全球投资者对“中国因素”的热情，我们认为对于金属的投资需要更为谨慎，与农产品的投资一样，我们认为在现阶段仍是轻仓参与为主。电荒的问题我们将在下一期周报做更为深入的研究。(简翔)

---

## 五、酷图精解

---

### 棉花能否再见3万点？

在连续低迷了3个多月后，棉花上周重燃升势，遥遥领涨于其他商品。一方面，国内期货市场经历了超跌之后，有反弹需求；另一方面，美国棉花主要种植地区德州百年一见的严重干旱助推了投资者买盘的增加。但由于国内纺织业整体需求仍偏弱，农发行催款力度加大亦将对期棉上行空间构成压制。本栏的最新观点是，**郑棉指数有望摆脱3个月以来的低迷状况，在本月走出一轮反弹上涨行情，或再度挑战3万点整数关口，本月以偏多态度对待。**

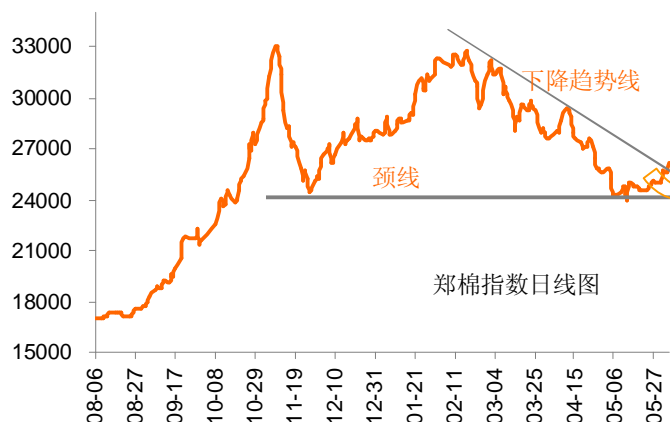
一，观察郑棉指数日线图，从2月17日开始的下跌波段，获得了前期颈线的有效支撑。压制了3个多月的下跌趋势线，上周也被多头以4.6%的涨幅有力突破，同时持仓量亦有所放大。

二，从波浪形态结构上研判，目前位处大B浪反弹中。反弹的幅度经斐波那契点位测算，目标价位在28000-30000，反弹时间约能持续到本月末。不过，在小时级别中，本周初需要先震荡整固以消化获利筹码，投资者可逢低在25000-25500区间买入，以24500为止损位。

三，从宏观环境上看，端午节没有加息，6月进入政策的观察期与调控空档期，有利商品市场短暂反弹；此外，棉花下游企业的库存位于低位，面临补库存需要；恶劣天气的影响，有利农产品的整体走强，棉花的领头羊作用也得到体现。(李斌)

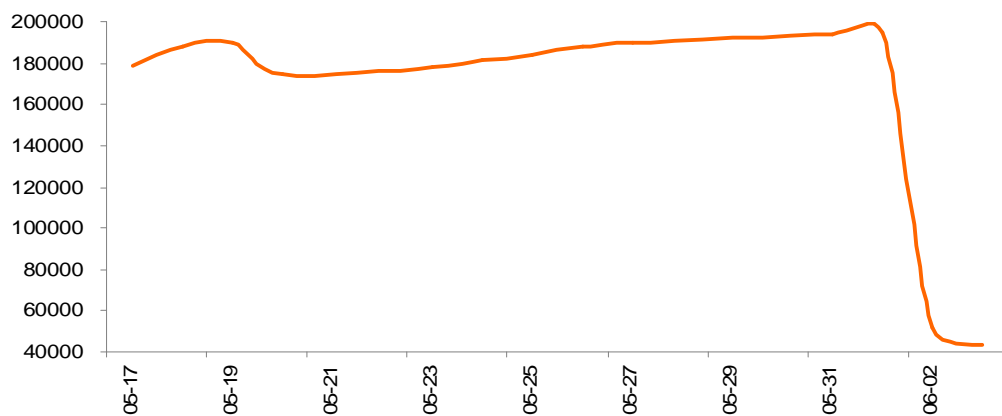
图5-1: 郑棉指数突破压制了3个月的下降趋势线

图5-2: 郑棉指数日线波浪结构划分



资料来源:wind、平安期货研究所

图5-3: NYBOT棉花库存近2日大幅减少



资料来源:wind、平安期货研究所

## 六、经济数据备忘

表 6-1: 上周数据回顾

日期	经济数据	前值	预测值	公布值
2011-5-30	加拿大 第一季度 GDP(年化季率)	+3.1%(修正前 +3.3%)	+4.0%	+3.9%
2011-5-31	美国 5月芝加哥采购经理人指数	67.6	63.0	56.6
2011-6-1	澳大利亚 第一季度 GDP(年率)	+2.7%	+1.8%	+1.0%
2011-6-1	欧元区 5月Markit 制造业采购经理人指数终值	54.8(初值)	54.8	54.6
2011-6-1	美国 5月ISM 制造业采购经理人指数	60.4	57.7	53.5
2011-6-2	美国 上周EIA 原油库存变化(桶)(至0527)	+61.6万		+288万
2011-6-3	欧元区 5月Markit 服务业采购经理人指数终值	55.4(初值)	55.4	56.0
2011-6-3	美国 5月失业率	9.0%	8.9%	9.1%
2011-6-3	美国 5月ISM 非制造业指数	52.8	54.0	54.6

资料来源:平安期货研究所整理

请务必阅读正文后的免责声明

**上周回顾：美国失业率上升**

上周公布的美国失业数据重回 9.1%，为 2011 年内首次上升，市场对此数据普遍表示失望，同时上周公布的美国以及中国制造业数据显示全球范围内的制造业放缓正在发生，从某种程度来看，该数据的下滑源自于季节性的下降，但结合前期各项数据综合考虑，市场对未来经济的判断依然日渐悲观。

**本周解读：议息大戏如期开展**

本周将迎来各国央行的议息大戏，作为全球风险事件的重要组成，本周的表现的确值得期待。但我们预期，在全球经济出现阶段性放缓的前提下，各国央行将会继续按兵不动，并不会对市场构成太大冲击。（孙帆）

表 6-2：本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2011-06-06	加拿大 5 月 Ivey 采购经理人指数	57.7	59.1
2011-06-07	澳洲联储政策会议, 并宣布利率决定		
2011-06-08	美国 4 月消费信贷变动(美元)	+60.2 亿	+60.0 亿
2011-06-08	美国 4 月贸易帐(美元)	-481.8 亿	-489.0 亿
2011-06-10	中国 5 月贸易帐(亿美元)		
2011-06-11	美国 5 月政府预算(亿美元)	+5.6%	+5.5%
2011-06-13	日本央行货币政策会议		

资料来源:平安期货研究所整理

#### 风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

#### 免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>