中国平安 PING AN
保险·银行·投资

2011 年 06 月 13-17 日　逢周一出版（总第 02 期）

商品e周刊

平安期货有限公司　研究所

宏观·产业·策略·资产配置

☎: 86-755-83786973

*: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

低处未算底

内容摘要

1、伴随着人民币的升值预期，以人民币计价的中国国际版对中国概念股及海外上市公司提供了较开放的上市环境，也成为国际资本关注的重要投资机会，B 股资金出逃也由此而来。

2、避险情绪提振了上周美元的走势，并对大宗商品形成压制，下周中国与美国的经济数据将密集公布，市场的风险情绪可能将受到进一步的打压，短线关注前期因主题投资而涨幅过大的品种的投资机会。

3、经历了大幅下跌之后，A 股仍未到达真正的底部，从 PE 角度来看，虽然目前估值已经较低，但今后可能面临修正的风险，而从 PB 的角度来看，目前 A 股离安全边际仍有很远距离，买入并持有的抄底思路并不适合当前的市场状况。

4、本期图表分析的最新观点是，即使 A 股已经连跌近 2 个月，近期技术面上有反弹需求，但在内忧外患的利空压制下，反弹的力度和持续性或将大打折扣。本周可重点观察 IF 指数 2940 一线的支撑效果和是否有新货币政策出台，操作上可选择等企稳短多或待破位增持空单。

5、上周各国央行按兵不动，但德国、英国、澳洲等国本周公布的经济数据皆表现不佳，全球经济放缓已经成为市场对未来的一致预期，悲观情绪弥漫整体市场。本周重点关注中美经济数据的冲击。

一周重要图表

图1:上周各市场表现一览

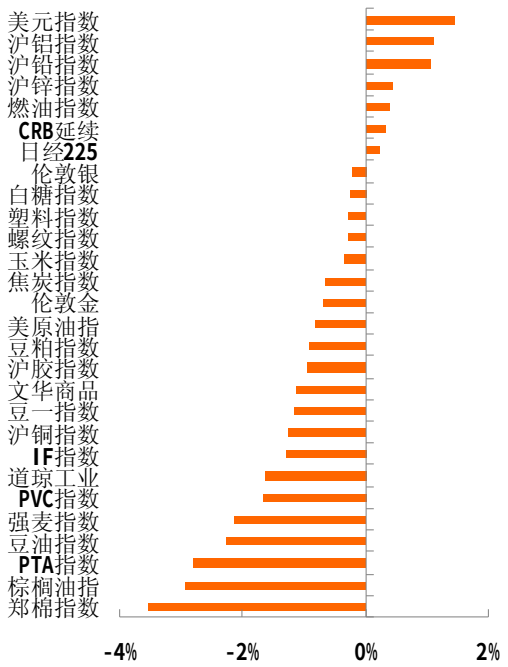
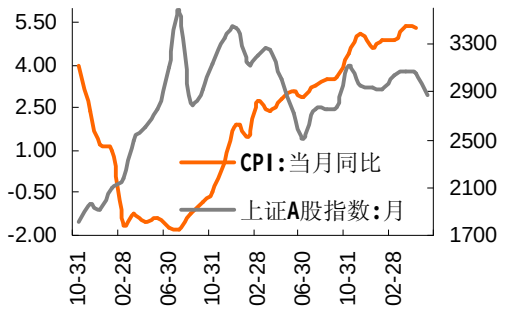


图2:高CPI抑制股指上涨



资料来源:平安期货研究所

目录

一、一周市场专题.....3

B 股遭遇挤出效应，现史上罕见暴跌

1、中国概念股受挫,预计美国将动用资本管制维护流动性平衡.....3
2、市场预期：国际版推出将提供人民币计价融资渠道.....4
3、中国宏观政策将合理管理潜在流入资本渠道.....4

二、市场板块解析.....5

三、每周数据分析.....6

1、农产品分化明显，大宗商品基金多头乏力.....6
2、电荒影响化工品下游需求.....6
3、铝内外盘比值近期走强.....7

四、本周投资策略.....8

低处未算底

1、引子：风险开始出现.....8
2、美元短期将为商品带来压力.....8
3、A 股底部尚未出现.....9
4、投资策略：偏空为上.....10

五、酷图精解.....10

A 股“熊”途何时末路？

六、经济数据备忘.....12

一、一周市场专题

B股遭遇挤出效应，现史上罕见暴跌

上周四沪深两市B股出现暴跌，上证B指单周大跌12.77%，刷新自2008年10月下旬以来的最大跌幅。我们分析认为， 美国数据差强人意，外围经济的持续疲软预期，中国推出国际版的消息被诠释为中国相对开放的市场环境预期。伴随着人民币的升值预期，以人民币计价的中国国际版对中国概念股及海外上市公司提供了较开放的上市环境，也成为国际资本关注的重要投资机会。B股资金出逃也由此而来。然而，由于中国目前仍面临着高通胀压力，短期内完成国际版推出并不具备政策合理性。未来一周内，政策将加大维稳力度，合理管理A股市场对连续性流动性收紧政策的预期。

1、中国概念股受挫,预计美国将动用资本管制维护流动性平衡

在美国上市中国概念股一直以美国存托凭证（ADR）的方式在美国市场融资。在此次金融危机前，美上市的ADR数量与质量一直维持在一个相对稳定的水平。目前这种相对均衡被打破，中国概念股普遍受到美国投资者用脚投票。我们认为，这从侧面反映出美国在动用相关手段对本国资本对外流向进行管制。其主要目的是为了维持美国国内流动性的相对宽裕，从而缓解由于量宽政策受质疑而造成的流动性偏紧状况。

（1）中国概念股财务造假问题由来已久

在美国1301个ADR中，仅426个可以在美国三大证券交易系统挂牌交易(纽约证交所、美国证交所、NAsDA(1)， 其余未上市的ADR在场外交易市场上流通。自1993年中国公司首次以ADR形式登陆美国资本市场以来，中国概念股逐渐深入美国投资者的观念之中。其中在NYSE挂牌的中国概念股包括中国铝业（ACH）、百度（BIDU）、中海油（CEO）等中国本土知名公司。由于海外市场专业化的公司研究方法以上市公司审计财务报表作为基本依据，一级水平市场中国概念股一直需向SEC提供相关财务报表法律凭证，而美国金融市场监管当局一直依照美国相关法律对相关财务法律凭证进行归档与调查。我们分析认为，中国概念股财务问题由来已久，并长期影响着中国概念股在美国市场估值水平；美国资本市场监管机构在较早前即已有察觉。

（2）美国经济未见明显好转，流动性仍需维持相对充裕状况。

6月7日美联储主席伯南克表示美国经济恢复“令人沮丧的缓慢”，数据表明恢复低于预期。对应美国固定收益类工具价格上涨，市场整体避险情绪增加；高收益类产品需求下降，标准普尔指数出现6周最大下跌，幅度达到-2.2%；原油期货下滑1.1%至99.11美元每桶。我们分析认为，美国经济恢复差强人意将进一步加大美联储增强市场流动性投放的可能性。但单纯的量宽政策已不足以使市场对美国经济复苏产生足够的信心。然而另一方面，面临疲软的经济，足够的流动性是保证其他调控措施完备进行的必要条件。基于以上两点，美联储采取变相措施增加流动性的概率较大：减少不被其他政党信任的QE政策，更大程度上从经济体内部挤出对本国经济发展具备相对较小影响力的资本占用渠道。

图1-1：中国铝业（ACH）近3个月价格下跌

资料来源:雅虎财经、平安期货研究所

2、市场预期：国际版推出将提供人民币计价融资渠道

（1）美元持续走软预期增强，人民币计价融资渠道吸引力增加

上周谈到的美国债务问题的加剧，以及本周面对美国经济恢复低于预期的现状，美国债券收益率持续下降在短期内基本已成为不可逆转的趋势。由此两点引发的美元走软预计将在未来一段时期内持续，人民币升值预期不断增强，采用人民币计价的融资渠道将更具吸引力。我们分析认为，随着中国概念股此次在美国遭冷遇，国际版的推出将成为可能性美国退市企业的首选 IPO 新场所，回归国内资本市场。另外，人民币计价也将吸引更多的海外企业登陆即将推出的国际版。

（2）全球经济未见起色，中国资本市场形成相对开放市场预期。

在美国经济恢复差强人意的情况下，全球市场对经济的整体复苏预期又将陷入不确定性增加的状态。相较于外围市场的萎靡，中国经济虽然面对着高通胀的持续压力，但国际版推出的预期强烈刺激着全球投资者的投资热情；再加上人民币持续升值的预期，对在美国市场受挫的中国概念股公司而言，国际版的推出预期增加了回归本土资本市场的吸引力。相对于潜在实行资本管制的美国政府，中国政府为全球市场上市公司提供了相对开放的市场管制预期，对外围资本产生了相对较强的吸引力。

3、中国宏观政策将合理管理潜在流入资本渠道

（1）A 股已然下跌，市场信心脆弱，加息慎之又慎

自 4 月 CPI 数据出台之后，A 股形成持续性高通胀的预期，并对加息政策出台产生强烈预期，并产生政策陷入进退两难境地的担忧，市场信心极为脆弱。在此前提下，从政策维稳角度出发，政府继续出台加息政策的概率降低，在未来一周之内将主要动用公开市场操作对流动性进行控制，缓解由此造成的通胀压力。

（2）国际版推出不确定性增强，通胀水平有望在 7 月份得到有效控制。

尽管证监会高层屡屡表态，但国际板目前还没有推出的时间表。据业内人士透露，

交易所尚未安排相关的测试。因为一般按照惯例，至少在推出前 3 个月就要进行系统测试了，此外国际板会不会像创业板那样要求投资者重新开通服务功能还不得而知。此外，从翘尾因素看，7 月将达到翘尾因素的最高峰，其后，CPI 有望回落。（袁斐文）

图1-2：SHIBOR7日银行间拆借利率已于上周二开始明显回升

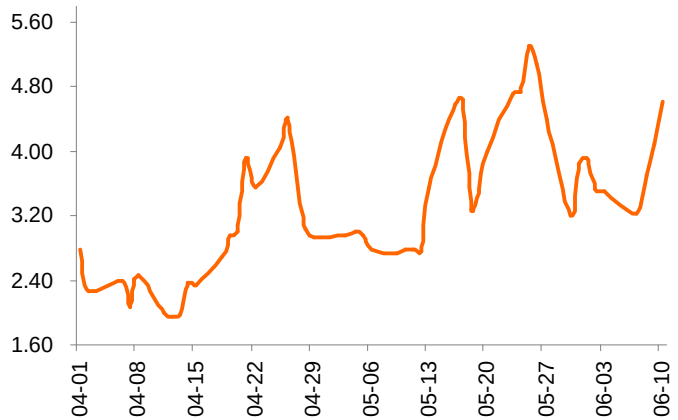
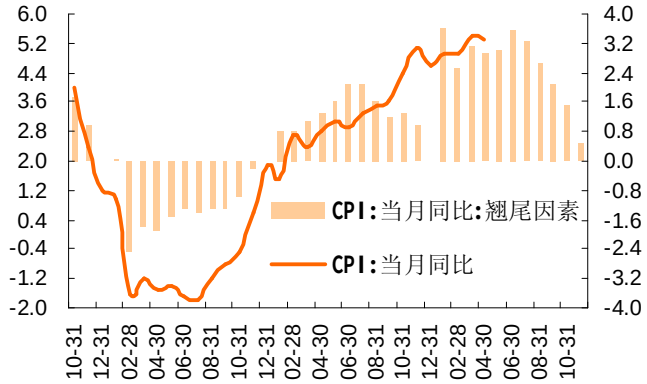


图1-3:5月CPI数据预计7月将得到控制



资料来源:wind、平安期货研究所

二、市场板块解析

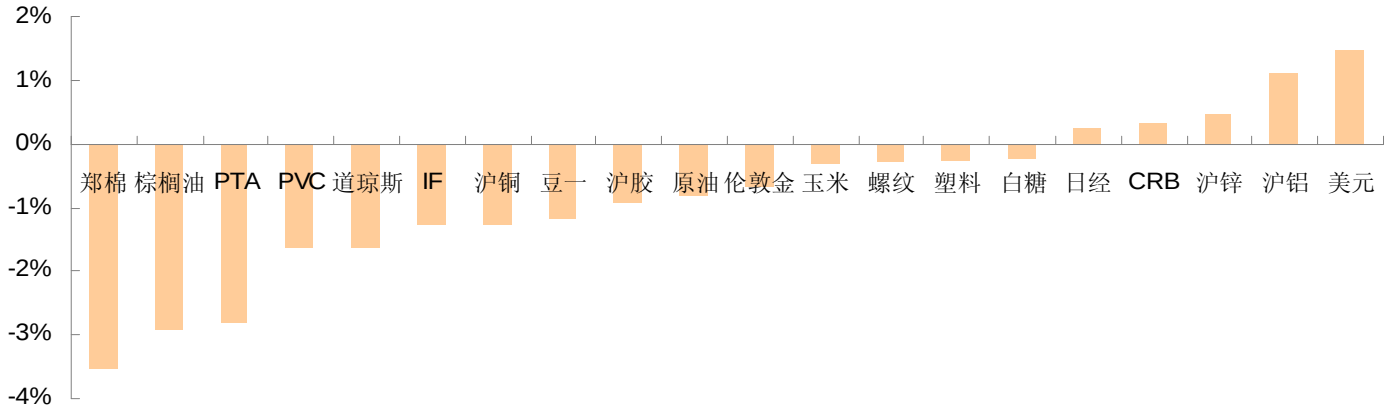
悲观情绪弥漫，美元逆转。本周风险市场依然成为全球市场主导，继美国上周公布非农就业等一系列令人失望的数据之后，德国、英国、澳洲等国本周公布的经济数据皆表现不佳，加之欧洲央行行长特里谢下调欧元区经济增长预期，VIX 指数开始上行，风险货币反弹受挫，进而带动美元走强，并拖累全球股票市场及黄金、原油表现。

金属分化严重。上周金属走势整体相对强于其他板块，铅锌铝周 K 线皆收得涨幅。受益于市场对国内“电荒”的关注，沪铝主力合约 1108 表现较为抢眼，涨幅为 1.15%，维持近几周的内强外弱的格局。铜受国际经济环境疲弱、大宗商品集体下行的氛围影响较大，属于领跌品种之一。后市值得关注的是：CPI 数据公布前后政策方面的指引。

化工品全线收跌。近日有消息称，沙特阿拉伯开始增加原油供给，以此来缓解欧佩克会议后市场对原油供需缺口的担忧。国际原油受此影响，于上周末收盘终于跌破 100 美元整数关口。原油的弱势使得人们对未来化工品的成本支撑存在担忧，再加上化工品自身目前大都处于消费淡季，使得其供应过剩矛盾显得尤为突出。上周在整个资本市场普跌的背景下，化工品板块也全线下跌，其中以 PTA、PVC 的跌幅最大。

美国农业部 6 月份供需报告尘埃落定。报告显示：美国 2010/11 年度大豆结转库存预计为 1.8 亿蒲，高于市场预测的 1.73 亿蒲式耳均值；美新豆结转库存预计为 1.9 亿蒲，高于市场预测的 1.65 亿蒲式耳均值。出口数量也进行下调，反映南美出口竞争压力增加。在炒作消息匮乏的阶段，供需报告利空效应被放大，市场弱势下跌。连豆 1201 合约连续收出四根小阴线，成交量也有所萎缩，棕油受库存上调影响持续弱势。(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、农产品分化明显，大宗商品基金多头乏力

图3-1:农产品分化，基金多头普遍减持

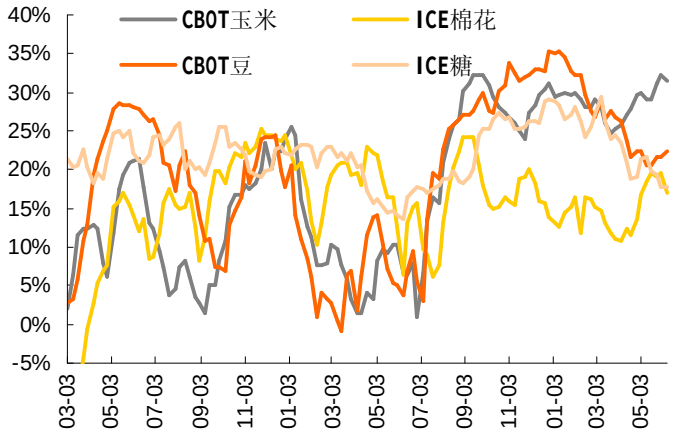
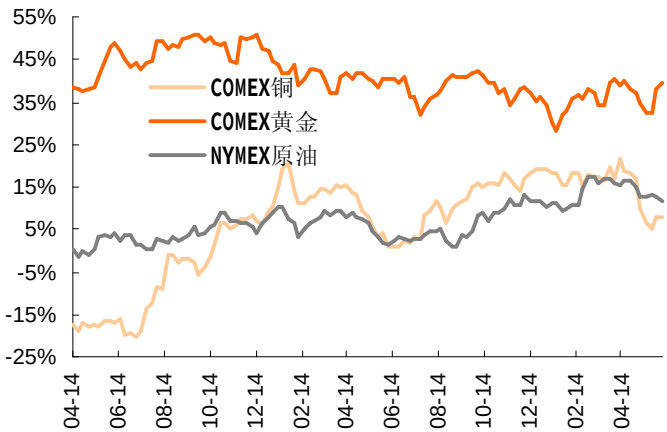


图3-2：美元企稳，铜油多头持仓下降



资料来源:wind、平安期货研究所

上周，从截止到 6 月 7 日的 CFTC 持仓数据可见，农产品分化加大，由于天气因素有所缓解，棉花、玉米的多头持仓有所下降。另一方面，中国铜进口数据疲软、全球原油需求下滑、沙特正有增加原油产量的迹象、美国股市遭遇全面抛售等利空因素交织，导致金属铜和原油的多头持仓继续走低。对于本周，中国 CPI 将出炉，预计将维持高位，届时可观察国内政策变化对大宗商品影响，并可相应看低原油相关品种。

2、电荒影响化工品下游需求

近日国内许多省出现了电荒，限电举措集中在华中、华东及华南地区，而这些地区则是国内主要 PVC 及 LLDPE 消费的区域，限电使 PVC 及 LLDPE 下游企业开工率明显下降，导致企业采购多以随用随买为主，这样直接限制了 PVC 与 LLDPE 的需求，使得本来在消费淡季的化工品现货成交更为惨淡。期现价差方面，塑料期货价格与现货价格较为接近，扬子石化 7042 的 LLDPE 在余姚塑料城报价稳定在 10600 元/吨，而 PVC 期货则较现货小幅贴水。

图3-3:塑料期货较现货小幅升水

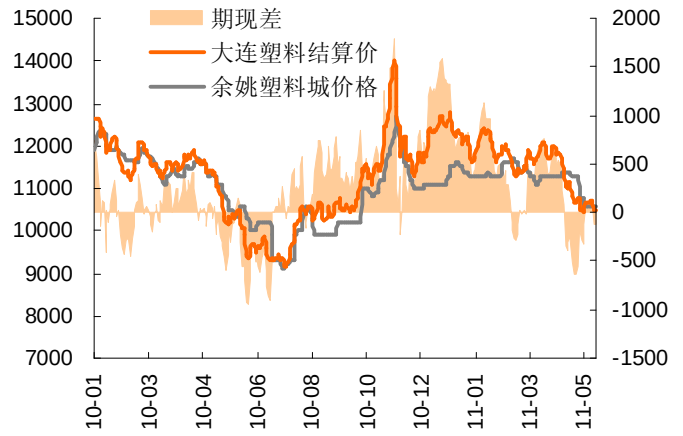
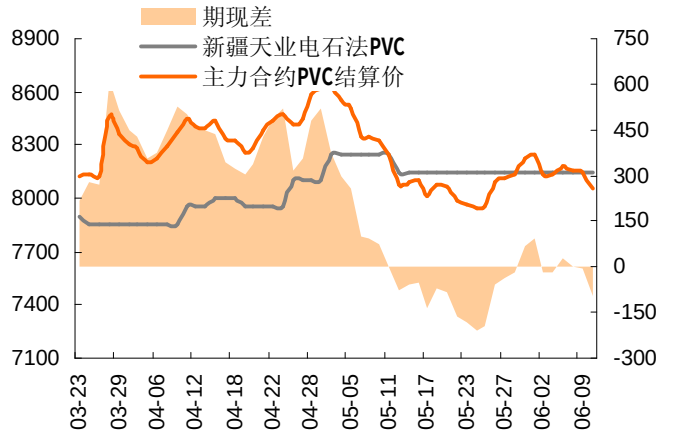


图3-4: PVC期货较电石法现货小幅贴水



资料来源:wind、平安期货研究所

3、铝内外盘比值近期走强

金属期价上周普遍反弹受挫，金属的升贴水也显现出震荡回落的迹象。内外盘来看，仍因国内电荒影响，沪铝表现强势于伦铝，铜锌则继续疲软。库存方面，铝库存大幅下降，而沪铜库存连续 3 个月下滑后有所企稳，因此，预计铝强铜弱局面将持续。(李斌、牟宏博)

图3-5: 金属升贴水近期保持低位

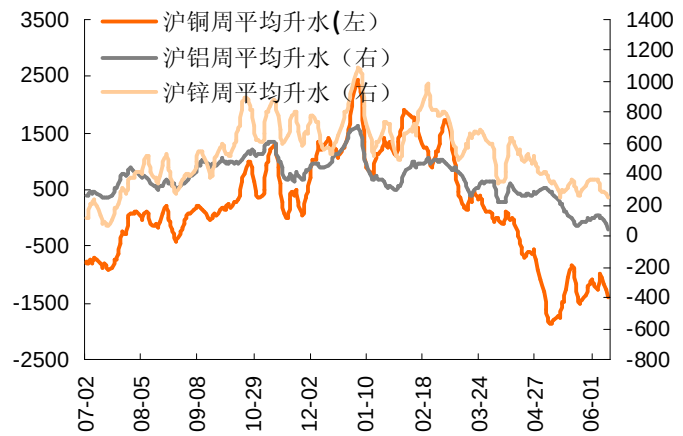
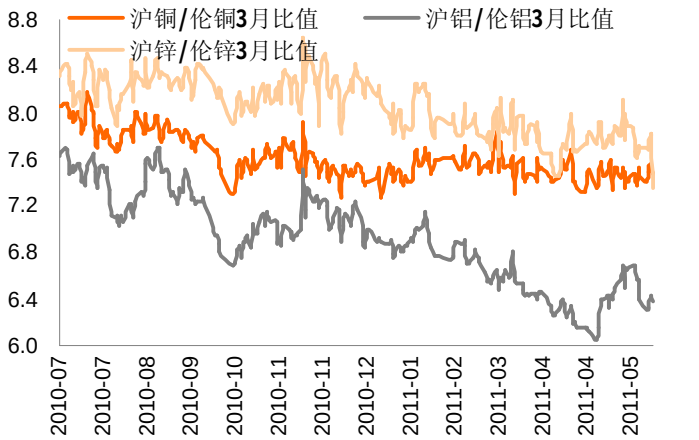


图3-6: 铝内外盘比值近期强势



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-7:沪铜库存连续3个月下滑

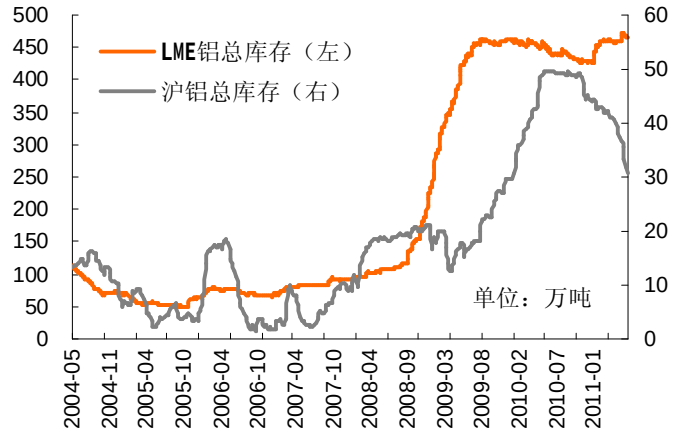
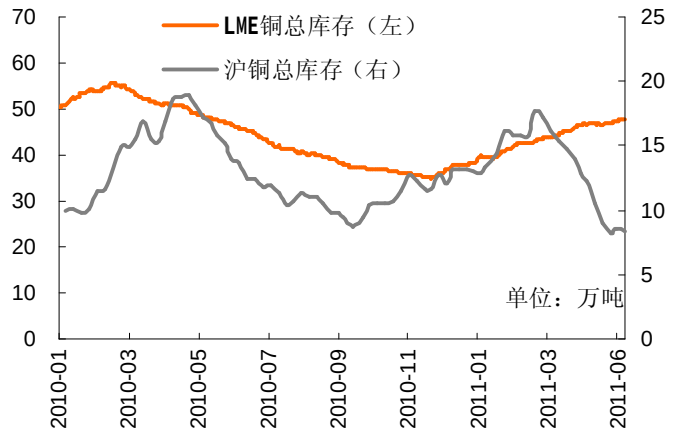


图3-8: 沪铜库存连续3个月下滑



资料来源:wind、平安期货研究所

四、本周投资策略

低处未算底

1、引子：风险开始出现

上周我们在具体商品策略中指出，基于干旱以及电荒炒作农产品以及金属的思路并不稳健，需要注意风险，从本周的情况来看，有两点基本言中，风险开始出现：一、长江流域开始普遍降雨，部分地区开始由旱转涝，干旱的题材基本已经被市场遗忘，同时，美国农业部的数据对农产品出现短期压制，在此时不介入做多是正确的；二、基于电荒题材炒作金属特别是铝同样高风险，上周除周一金属有所表现外，其余时间都较为疲软，周五受美元收高的影响，LME 市场出现暴跌，我们对电荒的影响做了一个大致的评估，将在本周以专题形式的奉上。

2、美元短期将为商品带来压力

回到正题上，本周报策略的主要定位是为投资者梳理短期的市场脉搏，同时附上下周的投资建议，当然短期思路需要建立在对市场长期的认识上，这样才可以抚平不必要的波动。上周出现的异动之一是美元的逆转，出现的异动之二是 B 股的暴跌，本周我们将来分析这两个问题。

（1）避险情绪提振美元

美元是我们上周专题主要讨论的对象，正如我们研究所指出，美国国债的问题并不能对美元构成趋势性的影响，波动的影响只是暂时的。上周市场对美元的焦点基本已经全部转移至对经济的观点上，全球各主要经济体经济增长同时出现放缓，“二次探底”疑云再现，这点从各种避险货币的表现就可以看出一些端倪。从消息面来看，对全球经济增长的负面消息不断。伯南克讲话对美国经济状况表示悲观，而特里谢更是下调了欧元区经济预期，同时德国、英国、澳洲等国本周公布的经济数据皆表现不佳。

在这样的背景下，美元受益于避险需求则展开了强力反弹，并与经济数据一道打压了投资者对大宗商品的投资热情。

（2）大宗商品市场情绪本周将整体偏空

因此，现在摆在我们面前的一个问题是，美元会否就此逆转，毕竟美元弱势是我们框架中商品最后一波的三要素之一。到目前为止我们认为美元的反弹仍是暂时，但时间可能延续一到两周，毕竟下周中国与美国的经济数据将密集公布，我们的预计情况不会好到哪里去，市场的风险情绪可能将受到进一步的打压。但更进一步的情况我们还看不清楚，目前倾向于震荡，毕竟 6 月量化到期之后，联储仍会以到期的资金购买国债，虽然进一步的宽松不可能，但整体流动性仍未发生变化。因此，在接下来的一周我们需要注意大宗商品下跌的风险，特别是前期受题材驱动而出现大幅上涨的品种。

3、A 股底部尚未出现

对于 B 股暴跌，我们在专题中已经进行了深入的探讨，这里想探讨的话题是：A 股经历了连番暴跌之后，现在是底了吗？在六月探讨这个话题显得特别有意思。一是所谓“五穷六绝七翻身”，全球市场似乎都存在这个普遍的规律，现在 A 股市场的投资者也普遍在期盼七月的翻身行情，二是在全球经济下滑的背景下，中国宏观数据目前也出现了背离，政策底会否出现，并进而带来新一轮上涨的开始。底部的第三个含义是，目前的宏观形势错综复杂，企业财报频频变脸，要选好股票并不容易，如果现在是底部，管他什么宏观还是微观，买入待涨就可以了。当然底部与上涨还是两个概念，但起码亏钱的概率是大大下降了。

（1）A 股的 PE 底部有水份

关于底部，市场目前所使用最多的就是 PE 指标，纵向来看，当前市场的估值已经接近 998 与 1664 两个市场历史性大底的底部，横向来看，当前 A 股的估值略高于欧洲市场的估值，大致与美国市场持平，略高于亚洲市场的估值（低于日本）。考虑到中国经济前景大大高于以上国家，目前的 A 股不算贵了。

但是从我们的研究来看，当前 PE 处于底部的原因主要是基于 P/E 中的 E 处于高位，即 PE 的底部是源于至去年 ROE 的快速增长，其中很大一部分是源于金融股的贡献。这为我们提出一个问题在今年宏观环境普遍放缓的情况下，上市公司能否保持快速的业绩增长，如果不能，**那么前期市场所出现的戴维斯双杀现象可能会再度出现，底部未能算底。**

（2）从 PB 角度来看，A 股仍有下跌空间

另一方面来看，PE 的波动基于的是企业业绩的波动，通常会出现较大的变化，而 PB 基于的是企业的账面价值，在底部的衡量方面更有意义。从横向来看，目前 A 股的 PB 仍处于较高水平，虽然并不是高很多，但至少就目前而言，这还不是地板价，更何况，地板下面通常还有地下室，目前闭着眼睛抄底无视是对自己财富的不负责。从历史经验来看，无论是国内还是国外真正可以闭着眼睛抄底的 PB 估值往往是 1 倍左右，从原理来看也很容易理解，因为这意味着股价已经等于企业的账面价值，再低，根据

托宾 Q 原理，产业资本就回大量入市，底部自然形成。而目前 2.3 左右的 PB 离这种安心底部还有很远。更何况，我们的考量并未将还在高位的中小板与创业板涵盖在内。因此，**我们认为即使 A 股真的是“五穷六绝七翻身”，也要审慎的选择投资标的。**

4、投资策略：偏空为上

就本周的策略而言，大局未定，我们认为波段投资者还是观望为宜，而短线投资者可以关注前期上涨过大的品种，方向上以空为主，指标上重点关注美元方向。(简翔)

五、酷图精解

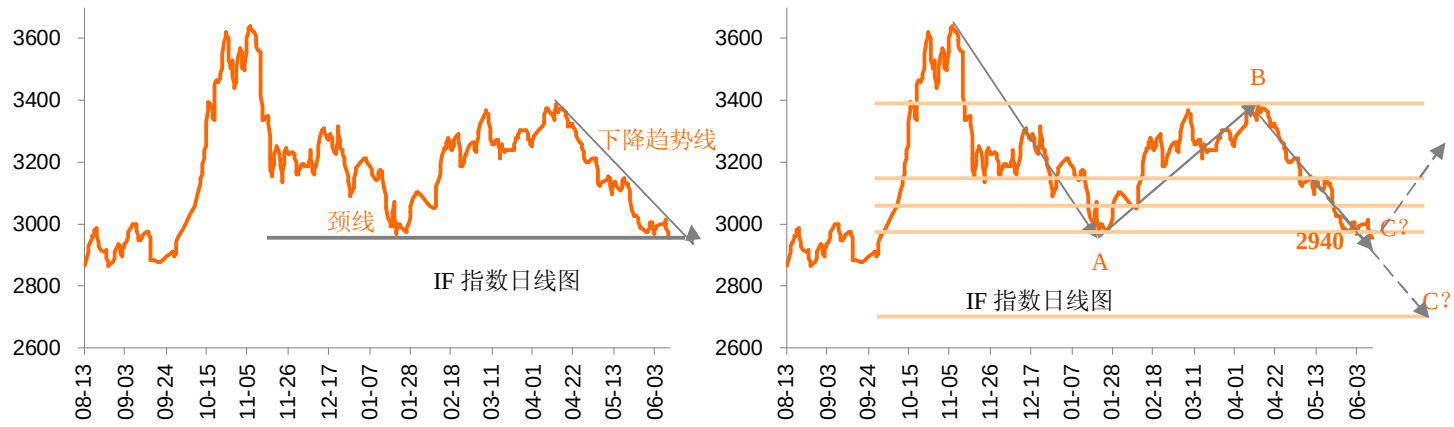
A 股“熊”途何时末路？

受 B 股暴跌拖累，A 股上周再创新低，更拖累大宗商品整体下行。本周是 5 月经济数据公布的重要事件窗口，预期短期内 CPI 将继续徘徊高位，而房价调控也未如人意，调控一旦持续，必将继续拖累 A 股；国外经济环境哀鸿遍野，欧债和美国复苏疲弱令市场祸不单行。**本栏的最新观点是，即使 A 股已经连跌近 2 个月，技术上有反弹需求，但在内忧外患之下，反弹的力度和持续性或将大打折扣。本周可重点观察 IF 指数 2940 一线的支撑效果和是否有新货币政策出台，操作上可选择等企稳短多或待破位增持空单。**

一，观察 IF 指数日线图，目前价格已运行至 2 个月以来的下降趋势线与颈线之间的狭窄区，近期将选择方向突破。

二，从波浪形态结构上研判，目前位处 C 浪下跌中。经斐波那契点位测算，目标 2940 与 2700 皆是重要的止跌位，可视本周的政策环境作出决定。从上周五尾盘的走势观察，在 2940 获支撑并走出 2-3 天的小级别反弹行情的概率较大。

图5-1：IF运行至下降趋势线与颈线之间的狭窄区，近期将选择方向　图5-2：IF指数日线波浪结构划分（2940是重要支撑位）

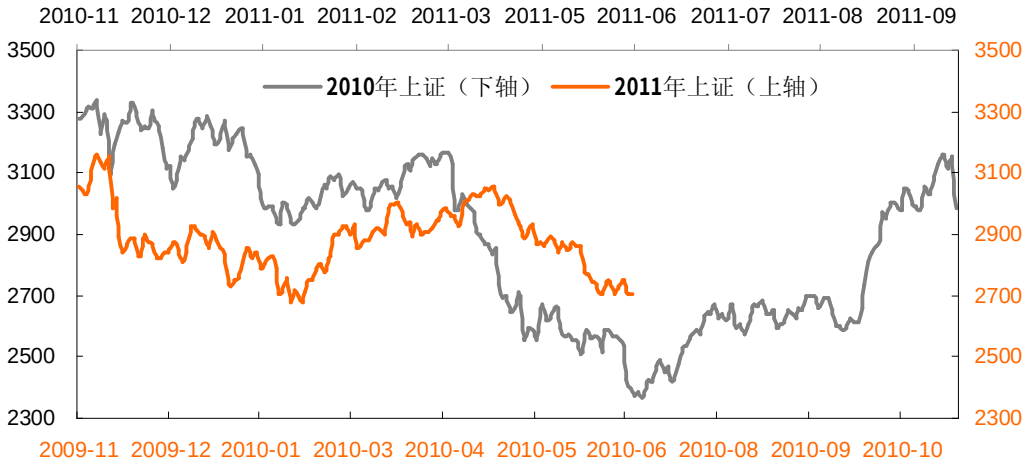


资料来源：wind、平安期货研究所

三，从形态遗传的角度观察，我们将 2010 年与 2011 年的走势图叠加，发现走势竟然极为相似。春节与两会期间的上涨、4、5 月的下跌皆印证了我们的判断。而从图中可看出，筑就真正大底的时机尚未形成。

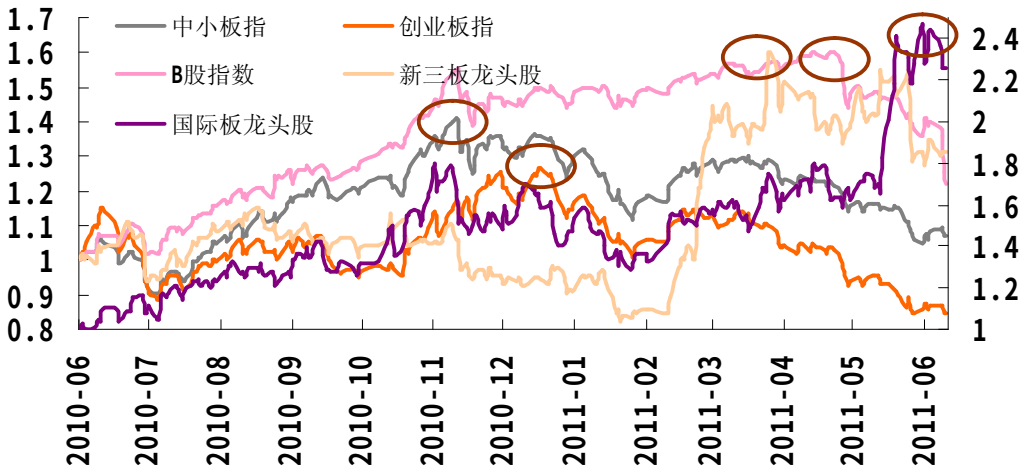
四，从大资金的配置情况来看，发现自 09 年权重股见顶之后，在流动性仍然充沛的情况下，资金转向其他板块，市场人气仍然不减。但 2010 年 11 月以来，中小板、创业板、新三板、B 股指数依次见顶，目前资金开始转向国际板的炒作。这也意味着各板块正在估值回归的中途站，还不具备产生大行情的条件。只有各板块都回归低位并发生共振上涨，A 股的估值底才能确立。（李斌）

图**5-3: 2010**与**2011**年的上证指数走势极为相似



资料来源:**wind**、平安期货研究所

图**5-4:** 中小板、创业板、新三板、**B**股指数依次见顶，国际板则炒作正酣。



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
2011-6-6	欧元区 4 月生产者物价指数(年率)	+6.8%(修正前+6.7%)	+6.7%	+6.7%
2011-6-7	澳洲联储政策会议 并宣布利率决定	4.75%	4.75%	4.75%
2011-6-8	美国 上周 EIA 原油库存变化(桶)(至 0603)	+288 万		-485 万
2011-6-9	英国央行公布利率决定	0.50%	0.50%	0.50%
2011-6-9	欧洲央行公布利率决议	1.25%	1.25%	1.25%
2011-6-10	韩国央行公布利率决议	3.00%	3.00%	3.25%
2011-6-10	中国 5 月贸易帐(美元)	+114.2 亿		+130.5 亿
2011-6-10	美国 5 月政府预算(美元)	-404.9 亿	-1400.0 亿	-576.4 亿

资料来源:平安期货研究所整理

上周回顾：央行按兵不动，数据日益悲观

上周各国央行按兵不动，但德国、英国、澳洲等国本周公布的经济数据皆表现不佳，遭受地震重创的日本经济也并无让人期待的地方，全球经济放缓已经成为市场对未来的一致预期，悲观情绪弥漫整体市场。

本周解读：关注中美经济数据的冲击

本周将密集公布中美经济数据，在上周欧洲国家数据公布之后，以上数据自然成为市场关注焦点。虽然市场对中美经济在上个月的表现已经表现出一定的适应性，但我们担忧，数据公布后仍会对市场构成负面的冲击。（孙帆）

表 6-2：本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2011-6-13	中国 5 月末 M2 货币供应(年率)	+15.3%	59.1
2011-6-13	日本央行货币政策会议		
2011-6-14	中国 5 月居民消费价格指数(年率)	+5.3%	
2011-6-14	日本央行公布利率决定	0.10%	
2011-6-14	英国 5 月消费者物价指数(年率)	+4.5%	
2011-6-14	美国 5 月生产者物价指数(年率)	+6.8%	+6.6%
2011-6-15	美国 上周 EIA 原油库存变化(万桶)		
2011-6-15	日本央行公布月度经济报告		
2011-6-16	欧元区 5 月消费者物价指数终值(年率)	+2.7%	+2.7%
2011-6-17	美国 5 月谘商会领先指标(月率)	-0.3%	+0.2%

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:

此报告旨为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 PING AN
保险·银行·投资

平安期货有限公司　研究所

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