

# 杜鹃不鸣，应待之鸣

## 内容摘要

**商品市场牛尾理论面临重大考验。**我们目前担忧的是全球资本市场的暴跌将使通胀这一基本假设失效，而一旦美国发生实质性的经济衰退，商品市场必然首当其冲，这点从上周原油市场的暴跌就可以看得出来，而原油正是我们商品牛市逻辑中最为关键的一环。

**博弈 QE3 风险甚高。**此时实行 QE3 的好处是经济回落的放缓，但绝不可能是重新进入增长周期，而代价是通胀迅速突破各国政策底线，届时的调控可能更加困难在这样的现实博弈之下，考虑到明年美国换届选举以及削减财赤的因素，固然货币政策是最后的可取方案，但我们认为无论是时点上还是力度上都要打上大大的问号。因此在左侧买入的策略，我们认为应该三思而后行。

**标普下调评级对美国影响不大。**我们认为事件不会对美国国债造成太大冲击，因为从现实的角度来看，投资者并没有太好的选择，因此可以观察到美国债务出问题——投资者大量买入美债避险的现象。但可以肯定的是这是一个比差游戏，美国国债只是相对没那么差而已，如果按照阴谋论的说法，接下来可以预见的是欧债问题将会相当惨烈。

**关注美联储议息会议主题。**对于全球市场而言，本周最为重要的话题即为美联储议息会议的会后声明中伯南克会否做出将“较长时间”维持资产负债表规模不变的声明，在6月之前联储一直在其声明中重点强调，但6月会议伯南克开始拒绝回应，令市场担忧资产负债表的收缩会后快于预期。在标普调降美国评级后，伯南克该项声明将有助于稳定市场。

**图表分析的观点是，原油第三季度难有起色。**由于美原油指数遇阻于60日均线后回落，同时下破60周均线、与09年初（金融危机低点）——10年中旬（欧债危机低点）的上涨趋势线，在技术面与基本面的统一作用下，未来几个月将难有起色。操作上，可在88-90区间建空单，届时以92为止损位，未来或将回落至78。

责任编辑: 简翔  
☎: 86-755-23946145  
✉: jianxiang247@pingan.com.cn

联系人: 李斌  
☎: 86-755-82563929  
✉: libin719@pingan.com.cn

### 全球指数表现 涨跌幅(%)

各类指数	收盘价	周涨幅	月涨幅
上证指数	2626.42	-2.79	-2.79
恒生指数	20946.14	-6.66	-6.66
道琼斯	11444.61	-5.75	-5.75
日经	9299.88	-5.42	-5.42
美元指数	74.541	1.08	1.08
CRB 商品	628.58	-2.66	-2.66

### 外盘商品表现 涨跌幅(%)

外盘商品	收盘价	周涨幅	月涨幅
黄金	1663.37	2.26	2.26
原油	88.24	-8.98	-8.98
LME 铜	9114.8	-7.37	-7.37
LME 铝	2431	-7.48	-7.48
LME 锌	2225	-11.18	-11.18
CBOT 玉米	704	4.87	4.87
CBOT 豆油	55.52	-1.49	-1.49
美糖	26.73	-7.06	-7.06
美棉	100.82	-0.15	-0.15
日胶	381.2	-0.65	-0.65

### 国内商品表现 涨跌幅(%)

国内商品	收盘价	周涨幅	月涨幅
铜	68624	-5.42	-5.42
铝	17453	-4.08	-4.08
锌	17185	-8.25	-8.25
螺纹钢	4858	-1.36	-1.36
铅	16313	-7.36	-7.36
玉米	2337	-0.21	-0.21
强麦	2744	-0.51	-0.51
豆油	10011	-1.70	-1.70
白糖	7235	-1.12	-1.12
棉花	21210	-1.38	-1.38
天胶	33683	-4.76	-4.76
PTA	9200	-2.53	-2.53
塑料	11141	-6.46	-6.46
PVC	8027	-4.87	-4.87

资料来源:平安期货研究所

一周重要图表

图1:上周各市场表现一览(%)

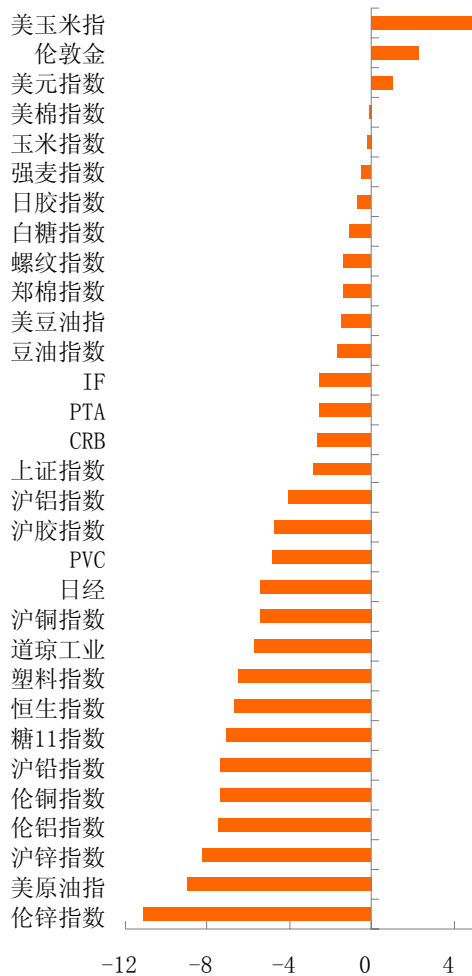
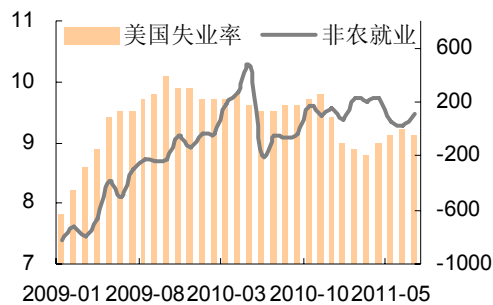


图2:美非农就业超预期, QE3预期减弱



资料来源:平安期货研究所

目录

一、每周市场专题..... 3

二次探底, 疑云再临

1、日益逼近的二次探底 ..... 3

2、悲观的经济数据: 临界点上的最后一击 ..... 3

3、商品市场牛尾理论面临重大考验 ..... 3

4、QE3 并不是救命稻草 ..... 4

5、标普下调评级对美国影响不大 ..... 4

二、市场板块解析..... 5

三、每周数据分析..... 6

1、CFTC: 经济探底推升避险需求, 黄金继续大幅增仓 ..... 6

2、商品资金流向: 全球恐慌蔓延, 获利与恐慌夺路而逃 ..... 7

3、LLDPE期货较现货出现贴水 ..... 8

4、锌成为金属暴跌领头羊 ..... 9

5、国储糖越抛越高, 糖价回调幅度有限 ..... 10

四、本周投资策略..... 11

杜鹃不鸣, 应待之鸣

引子: 恐慌的一周 ..... 11

表象: 二次探底疑云再现, 覆巢之下焉有完卵 ..... 11

逼宫: QE再临, 积极买入? ..... 12

策略: 杜鹃不鸣, 应待之鸣 ..... 12

五、酷图精解..... 13

原油: 第三季度难有起色

六、经济数据备忘..... 14

## 一、每周市场专题

### 二次探底疑云再临

#### 1、日益逼近的二次探底

随着全球资本市场的重挫，全球经济二次探底的声音越来越大。美国前财政部长萨默斯警告，美国经济至少有 33% 的机会会陷入二次衰退。而 NBER 研究局前局长费尔德斯坦恩更为悲观，在接受采访时其表示美国经济有 50% 的可能性会重陷衰退。唱衰美国的声音一直存在，例如末日博士鲁比尼，但以上两位专家身份稍有特殊，而 NBER 更是以客观著称，因此可以断定的是，在经济界悲观的情绪正不断蔓延。而在金融市场方面，投资者已经开始用脚投票，上周全球股票市场哀鸿遍野，商品市场溃不成军，而美国国债重新得到市场追捧。对于一直持商品牛市最后一波观点的我们而言，全球经济二次探底无疑是最大的风险事件，因此我们认为非常有必要在本周对这个趋势进行分析。

#### 2、悲观的经济数据：临界点上的最后一击

欧洲的情况自不言说，2010 开始的欧债危机使减赤成为欧洲政府最为重要的工作，而财政支出的削减使欧洲经济犹如一潭死水，失业率高居不下，市场的目光更多的集中于美国之上。应该说美国两轮量化宽松的效果还是显著的，金融系统崩溃的情况并未出现，大规模的企业倒闭潮也得以有效的控制。但是最大的问题在于房地产市场的崩溃令美国居民的资产负债表受到极大的冲击，过去的贷款消费模式难以为继，在宏观上表现出来的是居民消费意愿的低迷，在中观上表现出来的是企业手中持有大量的现金，却不愿意投资。最终造成的结果是就业的复苏远远慢于以往几次经济的衰退，到目前为止仍有约 1400 万的劳动力处于待业状态，这对于以消费驱动经济的美国而言，无论是对于美国政府本身的负担还是对未来经济的复苏都不是好消息。

美国政府最终通过央行的杠杆化取代了民间的杠杆化，并试图通过复苏制造业以及投资于基础设施建设来恢复部分工作职位，进入帮助经济重回上升轨道，但却受制于债务的问题无法得以有效实行，从数据来看，美国制造业的订单数量一度好转，但产能利用率却无法到达理想状态，我们在之前报告中所指出的库存重建——《设备投资——》消费回复的逻辑链条目前仍然停留在设备投资阶段，并且有开始倒退的迹象。因此我们在前两期周报中指出美国经济已经面临临界点，而近期 GDP 以及 PMI 数据正使得投资者丧失信心，以至于周五公布的非农就业好于预期但却不能对市场产生多大的利好。

#### 3、商品市场牛尾理论面临重大考验

问题是，当前美国经济客观来讲依然是处于增长状态，只是增长的幅度大大低于

市场的预期，以至于众多研究机构纷纷开始下调美国的经济前景。我们认为只是这样的话，并不会对我们的基础假设产生太大的冲击，因为商品牛市的最后一波从来都是通胀而非强劲的经济基本面带动的。

但是我们目前担忧的是全球资本市场的暴跌将使这一基本假设失效，资本市场暴跌对于美国经济来讲是非常大的冲击。美国居民资产负债表中，最大的资产项是房地产目前处于腰斩状态，而第二大的资产项是投资于资本市场的401k账户，资本市场的暴跌将使美国居民的资产项进一步缩水，而居民消费也将大大下降，这就是为什么每轮股灾，美国都伴随着或多或少的经济衰退的原因。而一旦美国发生实质性的经济衰退，商品市场必然首当其冲，这点从上周原油市场的暴跌就可以看得出来，而原油正是我们商品牛市逻辑中最为关键的一环。

#### 4、QE3 并不是救命稻草

乐观的假设是，大选当前，美国政府不会容许经济衰退的发生，即使无法阻止也要推到大选之后，这是底线。另一方面受制于减赤法案无法通过财政政策刺激经济，因此货币手段成为唯一可选项，QE3呼之欲出。但是需要注意的是，经过两轮量化宽松的试验，其对于经济复苏的刺激并不明显，只是对于资本市场有极大的提振作用，因此在此时出台必将受到极大的阻力。美联储需要等待更多的经济衰退证据才可以降低各方的阻挠，在这样的判断下，我们认为未来一个月推出新一轮量化宽松的可能性极低，最有可能是重申在6月以及终止的“较长时期”内维持其资产负债表不变的声明。这对于市场或者有短期提振的作用，但意义不会很大。

#### 5、标普下调评级对美国影响不大

一个插曲是标准普尔将美国之前AAA级的信用评级削减至AA，并维持负面展望。大部分的市场分析人士都认为不会对美国国债造成太大冲击，我们的观点与之保持一致。

正常情况下，美国债务评级的下调几乎必然意味着例如社保、养老险以及其他风险厌恶型投资者抛售美国国债。但是从现实的角度来看，这些投资者并没有太好的选择，从依然维持3A评级的英、德、日等国家来看，他们的经济前景显然更加悲观，并且他们的市场容量显然并不足以支持大量的美债投资者转向，而欧债危机显然使得欧洲的债券更加不受欢迎。对于其他配置可以更灵活的投资者而言，避险情绪的急升使得股票市场以及商品市场都显得不太有吸引力，购买新兴市场国家的股票？请先注意他们高企的通胀问题。

因此可以观察到的一个非常有意思的悖论是，美国债务出问题——投资者大量买入美债避险的现象，美国十年期国债收益率已经从3.5%下降到了现在的2.6%，担忧美国评级下调对美国房地产市场造成冲击大可不必。但可以肯定的是这是一个比差游戏，美国国债只是相对没那么差而已，如果按照阴谋论的说法，接下来可以预见的是欧债问题将会相当惨烈。（简翔）

## 二、市场板块解析

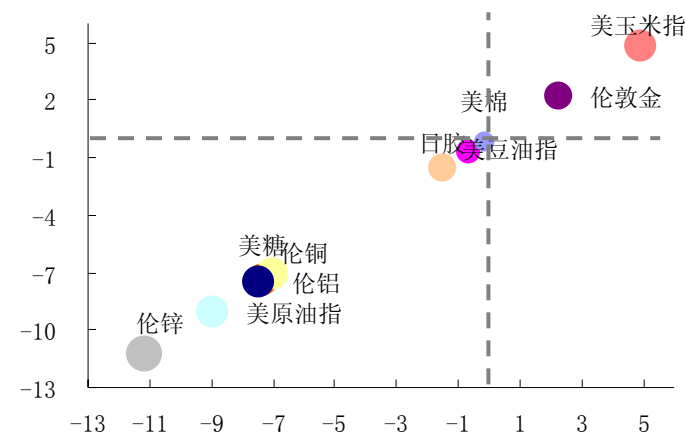
**全球股市崩盘下跌，商品市场溃不成军。**上周美国债务危机在最后一刻得以解决，但显然是双方妥协结果，市场疑虑并未消失，而欧债危机不断扩散，市场临界点终于被突破。道琼斯周四下跌超过 500 点，一周跌幅高达 5.75%，纳斯达克综合指数周下跌 8.13%。欧洲三大股市跌幅更大，法兰克福股市下跌 1.3%，巴黎股市下跌 1.1%，伦敦股市下跌 1.0%。而商品市场同时受到避险情绪拖累，原油价格本周自 98 美元/桶上方重挫，收盘在 87.18 美元/桶，跌幅接近 9%，盘中最低更是触及 82.87，黄金跌幅虽然较小，但白银下跌超过 3.6%。商品暴跌同样拖累商品货币，澳元/美元本周下跌逾 5%，美元/加元上涨 2.65%。市场波动之大今年以来少见。

**金属类全线暴跌。**金属类上周表现最弱，最大的跌幅发生在上周五，由于市场对全球经济增长放缓和美国经济陷入停顿担忧加重，外盘股指与商品市场遭遇全面抛售，因此引发了与全球经济最密切相关的金属类品种。其中，沪锌周涨幅-8.25%，伦锌周涨幅-11.2%。而铝受电荒、铜受全球最大的智利铜矿罢工持续的基本面影响下，限制了跌幅，铜周涨幅-5.42%，铝周涨幅-4.08%。虽然非农数据暂时企稳，但标普下调美国主权信用评级，在经济二次探底的担忧下，金属进一步下行的可能性较大。

**原油暴跌拖累化工品走势。**纽约商业交易所 9 月份交割的轻质原油期货上周出现了 5 连阴，累计周跌幅高达 9.2%，创下自 5 月 6 日以来的最大周跌幅。原油的暴跌直接拖累了化工品的走势：塑料上周五开盘不久便直逼跌停，从周初到周五收盘已下跌 1000 余点；PVC 受原油下挫及下游需求不振影响，上周承压回落。上游电石市场由于运输不畅，西北地区电石不能及时运到，使得电石在华东、华南地区需求偏紧，价格持续高位，在经过前两周的下滑后止跌企稳，部分地区出现小幅反弹；受电石价格反弹，以及烧碱价格回落，PVC 厂家总体利润缩小，所以 PVC 厂家低位出价减少。PTA 上周周初受美国达成调高债务上限的协议和台塑爆炸及其工厂停产等因素的推动，PTA 期货上涨，现货市场随之升温。周二报价一度达到 9700 元/吨，成交多在 9650 元/吨左右。周三周四市场仍维持坚挺。但因周四晚间原油暴跌和欧美股市重挫的影响，PTA 出现大幅下挫。现货有报价 9500 元/吨，但买家响应不多。从 7 月份反弹以来，市场炒作的中海油惠州停车还是台塑停产及其他工厂事故，都属中短期的利多因素。上周 PX 价格依然坚挺，不断下挫的原油价格，何时传导到石脑油和 PX 上，还要密切关注。

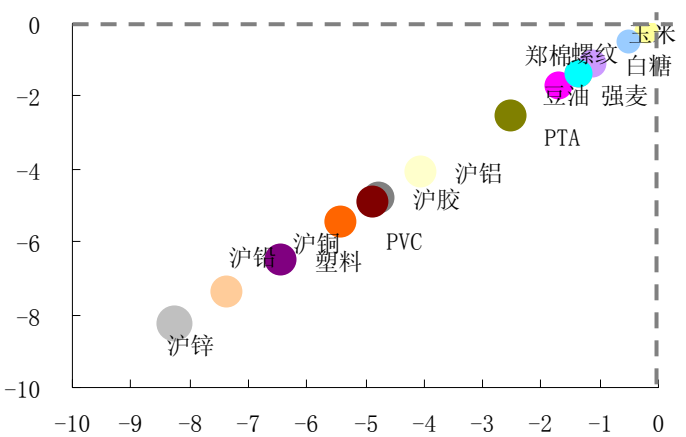
**受经济担忧及美元冲高打压，周四 CBOT 大豆期货市场大幅收低。**11 月收盘 1345.25 美分，下跌 27.75 美分，跌幅为 2%。尽管欧洲央行恢复购买葡萄牙及爱尔兰债券，但其干预券市的行为并未能够缓解投资者对于全球经济及欧元区债务危机的担忧，导致欧元对美元大幅回落，各国股市也出现了不同程度的下跌。宏观市场凸现大范围对冲及投资者转入美元及黄金市场避险，奠定商品期货利空基调。受此影响大豆豆粕跳空低开，外盘大跌影响内盘情绪，短期大缺口下跌拉低交易重心，市场价格有一步到位之嫌，预计短期市场会转入震荡。油脂类同步减仓，低位多空减仓猛烈，调整压力已经得到较大释放。进入 8 月份之后，美国大豆作物进入关键生长期，密切关注美产区天气变化。（简翔、李斌、牟宏博、丁红）

图3-1:上周外盘期货表现一览



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-2: 上周内盘期货表现一览



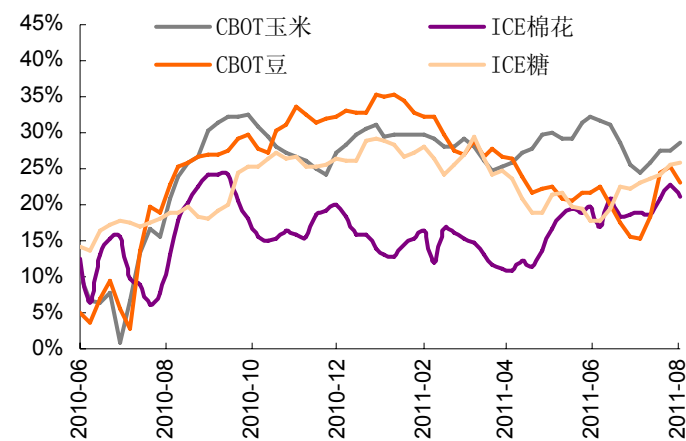
【横坐标：周涨幅；纵坐标：月涨幅；半径：周波动幅度】

### 三、每周数据分析

#### 1、CFTC:经济探底推升避险需求，黄金继续大幅增仓

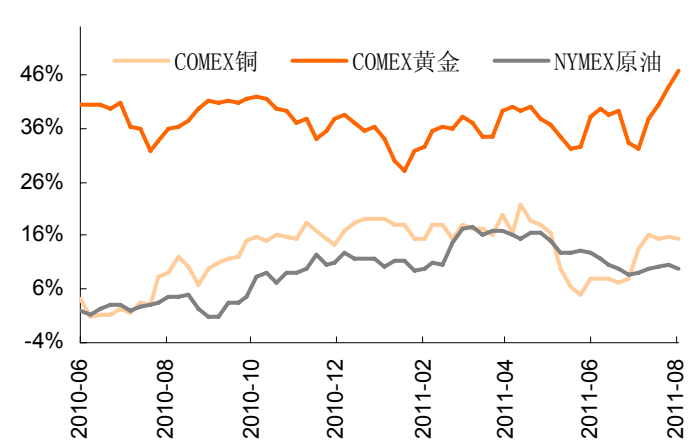
上周，从截止到8月2日的CFTC持仓数据可见，除黄金外，绝大部分商品的增持势头停滞，考虑到上周后期的价格表现，商品市场有进入短期看跌周期的势头。

图3-1:农产品开始分化



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-2: 黄金多头增持势头仍然明显



全球经济成长忧虑席卷金融市场，给金价带来支撑。黄金目前虽然逐渐逼近1700，但多单资金增长趋势并无消褪，因目前欧美经济情况一片狼籍，黄金成为最佳投资标的避。虽然上周五美国非农就业数据优于预期，但标普下调美国主权信用评级，欧债问题仍未彻底解决，投资者对全球经济或陷入双底衰退的疑虑并未消除。无论从避险还是流动性角度考虑，黄金的买盘意愿本周仍是只增不减。

**农产品方面，棉豆多头仓位回落。**其中，美棉的量价不同步现象有所削弱，但仍可关注在目前的价格持续新低的情况下，量价是否同向上升。此外，印度对棉花出口政策进一步放宽则有所利空棉价，而国内关于落实今年收储预案的会议对短期市场而言是一个利多消息。本周重点关注 11 日美国农业部 (USDA) 发布的 2011/12 市场年度月份月度供需报告。

## 2、商品资金流向：全球恐慌蔓延，获利与恐慌夺路而逃

上周从资金流向来看，由于对全球经济的担忧，商品出现首次普遍流出的迹象，无论是前期获利资金还是近期短线投机资金，均出现快速流出迹象，由于上周的持仓有所减少，说明资金对后市不太看好，并且资金相对比较谨慎，也没有盲目的做空。值得注意的是，通过对数据的仔细梳理，依然能发现一些本周值得重点关注的品种。

**白糖表现稳健，本周有望出现反弹。**本周白糖表现可圈可点，总体与上周判断基本保持一致，上周分析白糖可能出现短期顶部行情，市场表现与预测基本一致，同时，也应该观察到白糖在周五出现的抗跌性以及少量资金流入迹象，所以在周五的晨报中也对此现象进行了分析，从资金流向来看，目前白糖在本周有望出现反弹行情，如市场氛围一旦变暖，则价格会出现较大反弹。操作层面建议观望为主，待市场止跌走稳可逢低介入，短线操作为主，但是中期顶部可能性比较大。

**棉花弱势行情依旧，不可轻易抢反弹。**本周棉花回归基本面，突破区间，创出新低。从成交和持仓变化来看，棉花在上周无论是资金流向还是持仓表现，均出现资金后期不太看好棉花迹象。值得关注的现象是，周五棉花表现出较强的抗跌性，跌势若有缓解，但是从持仓来看，资金动态并未发生根本性改变，故坚持前期看空棉花的观点，下周如果出现反弹，建议逢高减仓，万不可期待反弹，毕竟熊市不言底，不可抄底抄在山腰上，除非基本面发生了根本性变化，否则依然不改前期看空棉花观点。

**金属有望走出独立行情。**上周从盘面上来看，市场热点切换较快，但是金属却首次出现各个品种资金流入迹象，这在 7 月份很少出现，所以投资者应该密切关注金属板块，尤其农产品及化工品回归基本面情况下，投机资金有望扎堆在金属板块，重点关注铝、锌、铜等交易机会，其中铜的交易机会更为明显，建议投资者密切关注资金动态，逢低建仓。

图3-3：期货市场整体资金流向（单位：亿元）

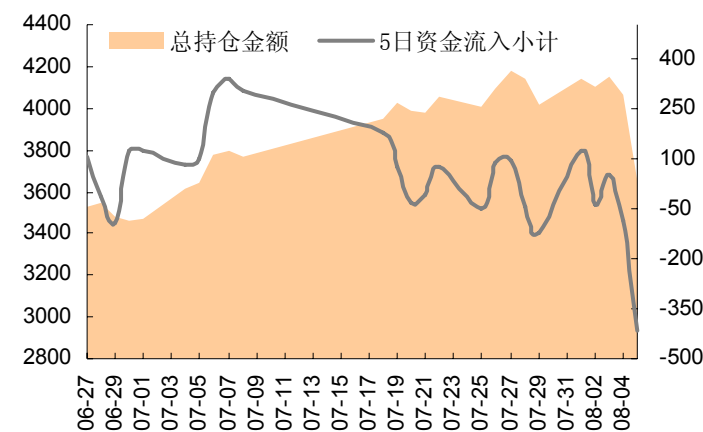
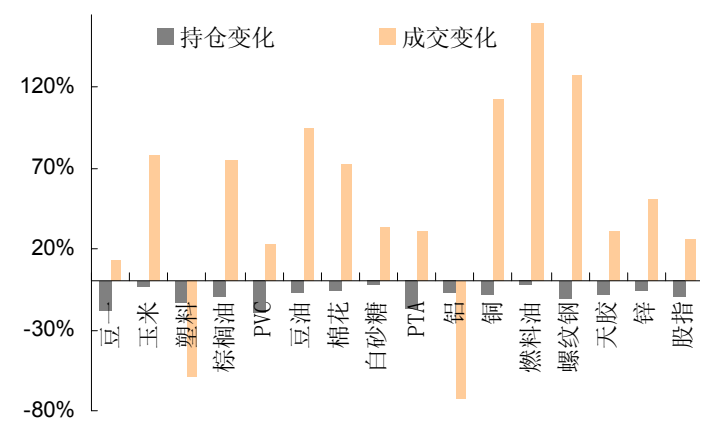


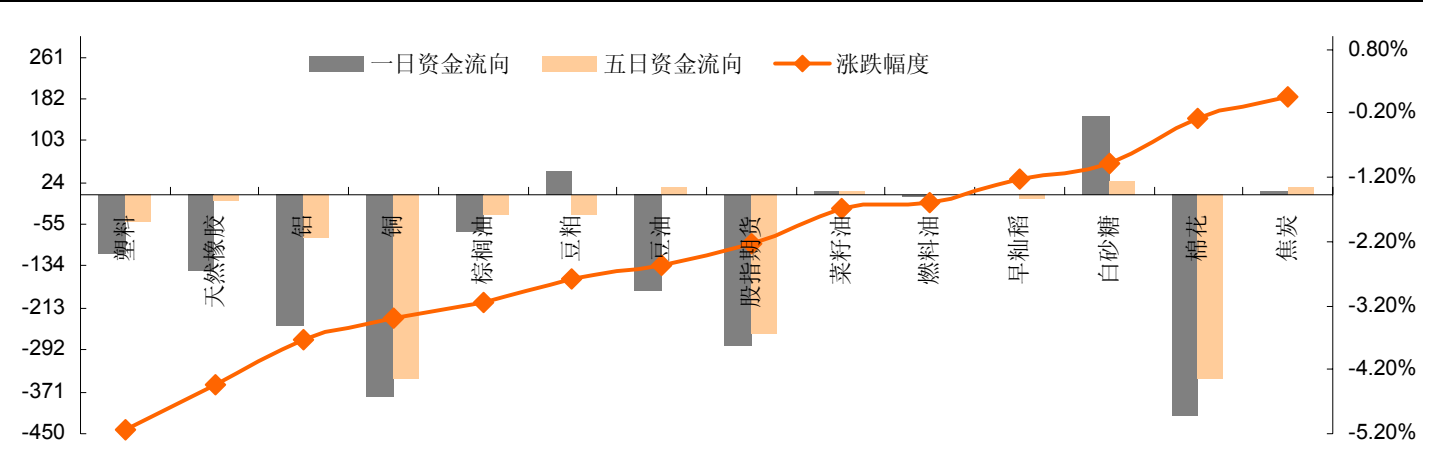
图3-4：各品种相对持仓变化率



资料来源：WIND、平安期货研究所

总体来说，上周可谓是让人非常纠结的一周，各种品种的活跃，资金的扑朔迷离，涨跌的波动性等等，本周应该来说交易机会明显，建议顺势而为，尤其是上面重点介绍的品种，股指期货上周总体资金是流出为主，建议观望为主，毕竟目前主力资金参与不太明显。

图3-5：期货市场各品种资金流向和涨跌幅度（单位：亿元）



资料来源：WIND、平安期货研究所

### 3、LLDPE 期货较现货出现贴水

受整个资本市场系统性风险的影响，上周化工品期货价格出现较大幅度的下跌。但现货市场在下游消费即将好转的预期下，现货价格仍然保持稳定。期货价格的大幅下跌使得期现价差较以往出现了大幅的波动。塑料期货价格罕见的较现货出现了贴水，这种现象从以往的历史数据来看，并不会持久，因而在后期市场企稳后期货价格有望出现反弹；PVC 仍然受下游需求的不振，现货市场价格近期以来变化不大，我们长期以来跟踪的新疆天业电石法 SG-5PVC 出厂报价稳定在 7950 元/吨，期货价格的下跌使得期现价差回归到 200 元上下。

图3-6：塑料期货较现货出现贴水 [2011]

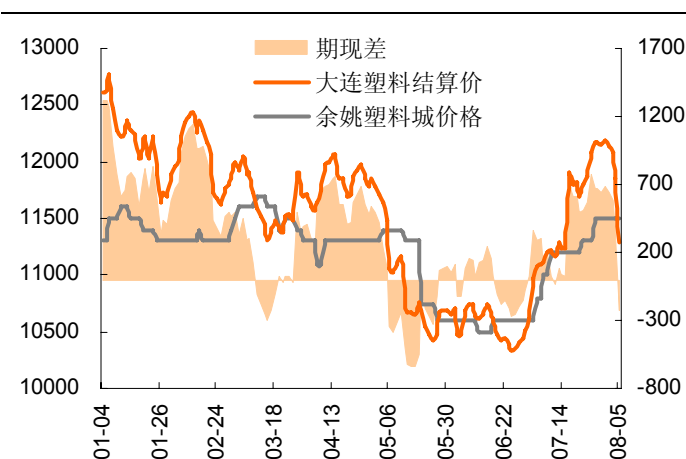
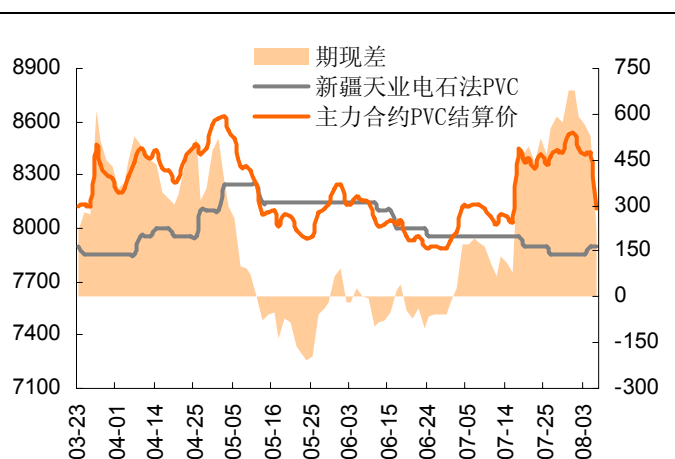


图3-7：PVC期货价格仍较现货小幅升水 [2011]



资料来源：wind、平安期货研究所



图3-8：国际乙烯价格延续反弹 [2011]

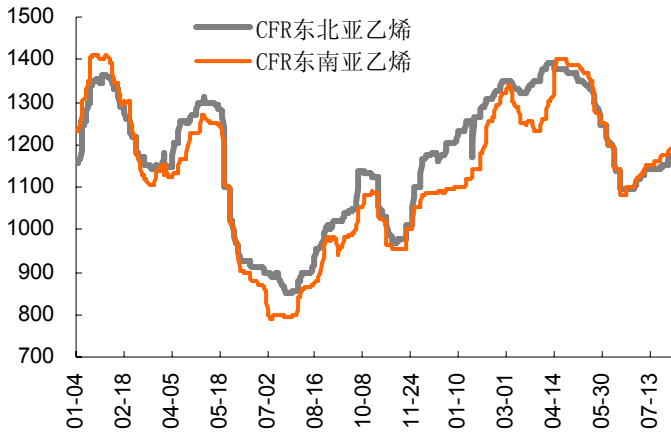


图3-9：PTA原料PX价格大幅上升 [2011]



资料来源:wind、平安期货研究所

#### 4、锌成为金属暴跌领头羊

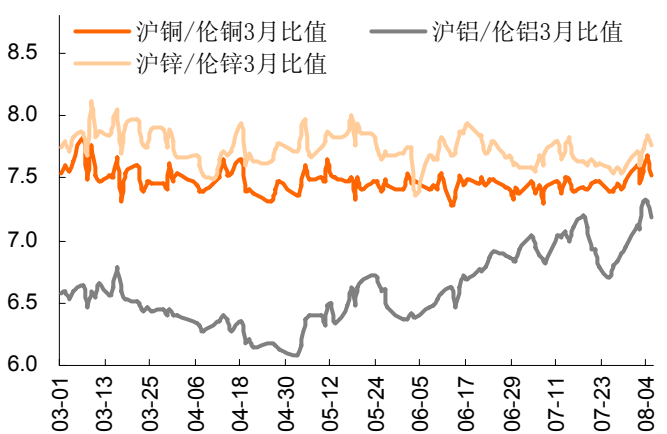
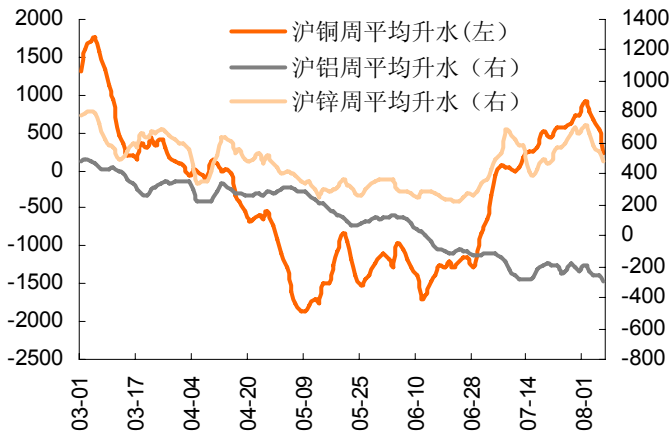
上周，沪锌周涨幅-8.25%，伦锌周涨幅-11.2%，是国内商品表现最差的品种。由于近期全球经济陷入衰退担忧，全球制造业数据下滑，欧美股市暴跌引发空头情绪，因此基本面较差的铅锌首当其冲。目前，全球精锌一直处于过剩的状态。近期又有中金岭南韶关冶炼厂复产等利空消息出现，不利于对锌价的支撑。库存方面，交易所库存仍然呈现饱和状态。虽然未来国内汽车市场的逐步恢复及保障房开工高峰的来临或有利于缓解锌的供需基本面，但全球锌库存持续高位仍增添市场压力。

图3-10:铜锌升贴水回落

【2011年】

图3-11: 铝内盘有所回升

【2011年】



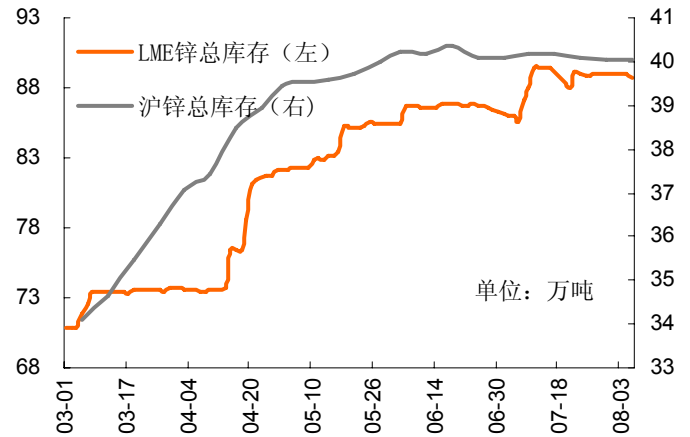
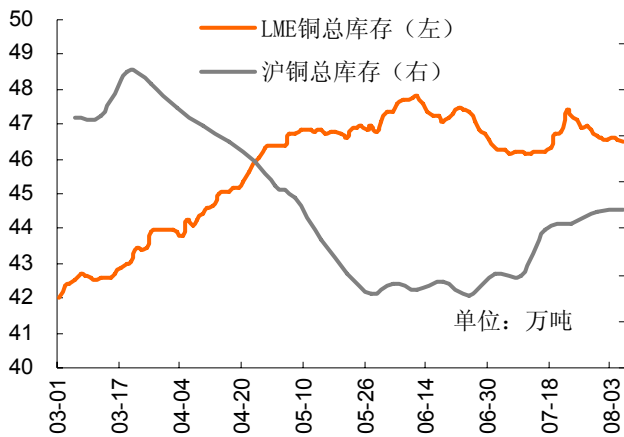
资料来源:wind、平安期货研究所

图3-12: 伦铜库存紧随沪铜回升

【2011年】

图3-13: 锌库存继续高位饱和

【2011年】



资料来源:wind、平安期货研究所

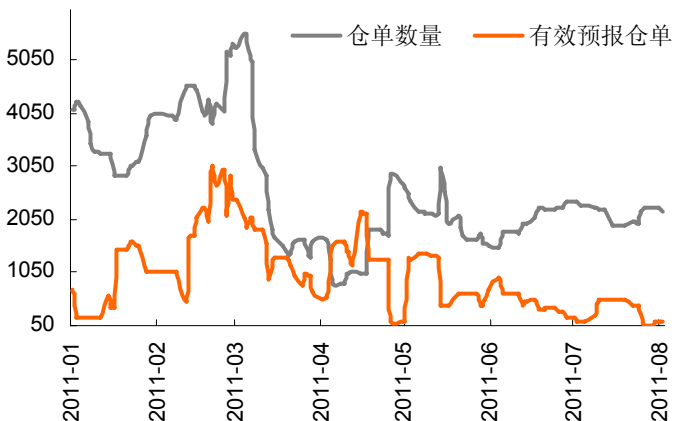
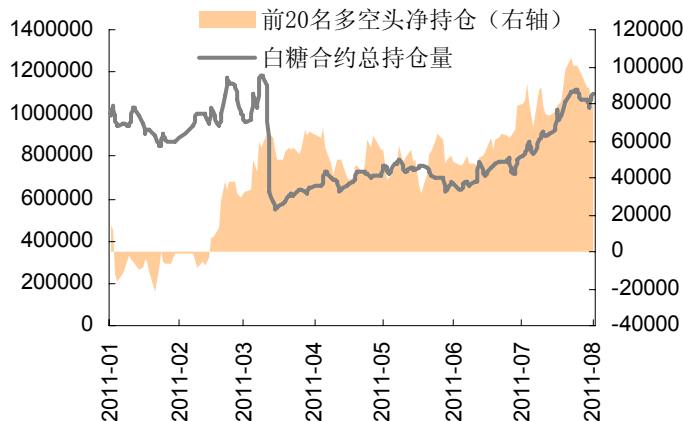
### 5、国储糖越抛越高，糖价回调幅度有限

由于周四国际商品市场以及股市出现恐慌性下跌，周五国内市场也受到了冲击，商品价格全线下挫，一直坚挺的糖价终于放下了高昂的头，大幅低开后快速下跌，郑州1201最低下探7152，这也是30日均线的位置，这一位置显示出了强劲支撑，空头低位的回补以及多头低位的承接阻止了跌幅的进一步扩大，糖价逐步展开反弹，在突破7225的前期高点后上涨加速，最高一度接近早盘的高点7280，尾盘受多头回吐价格再度回落。

本周持仓结构方面，前20名白糖净多头和白糖合约总持仓量都较上周有所回落。但仍然处在前期高点。仓单方面，这周白糖仓单仍保持低位，企业通过期货市场抛空的意愿仍不强烈，郑糖大跌的可能性并不大。

图3-14: 白糖期货持仓仍处高位

图3-15: 白糖期货仓单保持低位



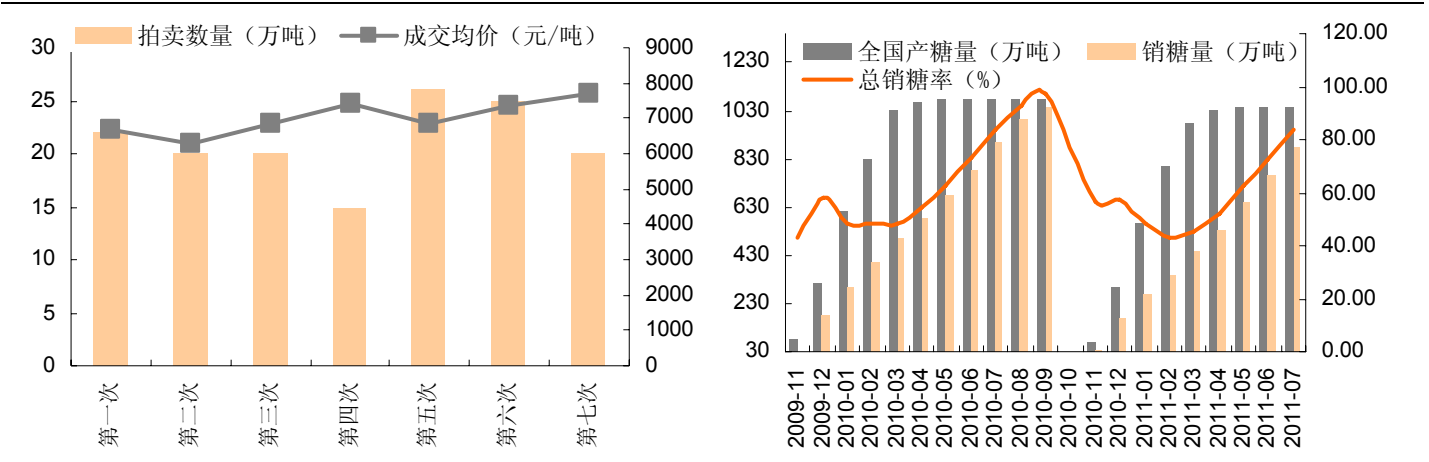
资料来源:wind、平安期货研究所

本年度国内新糖产量1045.42万吨，而消费量预计在1300万吨，供需缺口近300万吨。面对300万吨的供需缺口和食糖库存偏紧等问题，通过进口食糖缓解国内供应紧张局面的可能性已经较小，因为食糖进口成本目前已高于我国食糖现货价格。因此，在新榨季开榨之前，预计国内食糖供给情况很难有大的缓解。

综上所述，受国际糖价疲弱和旺季接近尾声的影响，郑糖短期回落，但调整过后糖价仍然将上涨。因为目前无论国储库存还是商业库存都已降至较低水平，糖市旺季虽然接近尾声，但需求下降还不多，供需紧张局面还没有根本性改变。（李斌、牟宏博、孙帆、廖磊）

图3-16：国储糖拍卖成交价格整体上稳步抬升

图3-17：国内供需依然偏紧



资料来源:wind、平安期货研究所

## 四、本周投资策略

### 杜鹃不鸣，应待之鸣

#### 引子：恐慌的一周

我们在上两期周报中指出，全球经济以及债务问题已经到达临界点，投资者心理也进入临界状态，市场一副山雨欲来风满楼的感觉，而这两期的周报中我们也反复建议减仓、观望、等待。本周正是临界点被突破之时，美国债务问题的解决方式显然不能令市场投资者满意，而欧债转向更大的意大利、西班牙，周四在投资者对未来经济疑虑，对全球债务的不信任到达顶点之时，崩盘式下跌成为了最为自然的结果。周五公布的非农略微好于预期，但无力回天，而标普在周末下调美国主权债务评级更是落井下石，恐慌可能只是刚刚开始……至于我们在上周建议减仓的铝期货多头，现在看来是万幸了。

#### 表象：二次探底疑云再现，覆巢之下焉有完卵

目前从金融市场表现来看，对衰退的担忧情绪正在爆发，投资者对于经济数据的定性已经由“回落”转为“下滑”，美元重新成为市场宠儿，而美元的上涨导致了全球市场风险偏好的回落，股市和大宗商品等风险资产大幅调整，讽刺的是引发市场恐慌

诱因之一的国债得到市场追捧，这是典型的避险交易策略。另一方面，在外汇市场部分国家央行也开始干预汇市，日本央行在周四出手抛出日元，瑞士央行也表达了同样的愿望，为本来已经极为混乱市场添加人为扰动。

在这样的背景下，国内的商品市场同样跟随国际市场出现恐慌性抛售，但是从 A 股市场的表现来看，国内投资者的恐慌情绪显然有限，上证 2605 铁底成为很多投资者心理最坚固的防线，关于本周进场抄底之声不断。我们对此的观点是国内经济同样处于临界点之间，诸如民间借贷等问题在不久的将来就会出现，现在抄底赌的是政策的放松，但从国内政策导向来看，这是小概率事件。因此，全球市场的节奏切换为避嫌交易的当下，选择进场抄底，犹如火中取栗，广东俗语有云这种策略是“赚颗糖，亏间厂”。在政策持续紧缩以及 IPO 大规模重启下，前期市场极度期待的中报行情都犹如过眼云烟，那现在还期待什么呢？

### 逼宫：QE 再临，积极买入？

这个时点与去年相似，全球经济同样步入下行的边缘，债务危机越演越烈，去年出台的 QE2 再一次将全球经济从衰退的边缘拉回，而中国也心领神会的调整了稳健货币政策的策略，最终为资本市场的二次狂欢创造了条件。因此以下思路必然成为不少投资者的主要取向：市场动荡——》衰退疑云——》布局——》政策放松——》再度上涨——》大幅获利。在所有人都恐慌性抛售的情况下，大胆进场买入，相反理论左侧布局，最终将取得不菲收益。

但我们认为这种取向不免过于乐观，有目共睹的是无论是 QE2 还是欧洲的流动性稳定政策还是中国的货币政策微调，对于经济而言并未起到太大的帮助，而通胀确实在流动性的推动之下日益膨胀。在此时再度放松的好处是经济回落的放缓，但绝不可能是重新进入增长周期，而代价是通胀迅速突破各国政策底线，届时的调控可能更加困难。在这样的现实博弈之下，考虑到明年美国换届选举以及削减财赤的因素，固然货币政策是最后的可取方案，但我们认为无论是时点上还是力度上都要打上大大的问号。因此在左侧买入的策略，我们认为应该三思而后行。

### 策略：杜鹃不鸣，应待之鸣

你愿意做左侧还是右侧？太阁立志传有云：杜鹃不鸣，如之奈何？三大名将织田信长、丰臣秀吉、德村家康都给出了自己的答案，最后建立幕府时代 200 年基业的是“待之鸣”的德村家康，这种顺势而为的操作在当下是最为明智的选择。从本周开始，我们正式转为空头，不管你们信不信，反正我是信了！

从板块的角度来考虑，我们建议除黄金外的商品板块都可以采取空头思路来对待，反弹是逢高做空最好的时机，对于股指小波段上涨的可能不是不存在，但在当下也应该摒弃抢反弹的思路，等待更好的入场时机。（简翔）

表 4-1: 综合策略跟踪

日期	7 月 18 日	7 月 25 日	8 月 1 日	8 月 8 日
主要观点	大局未定，供需为王	微调之窗，再度开启	悬而未决，等待黎明	杜鹃不鸣，应待之鸣
策略	谨慎态度，做多黄金、铝	观望	减仓，铝期货多头离场	开始空头思维，股指保持观望
市场表现最强品种	伦敦银 7%	美糖 8%	沪铝 3%、美棉 2.8%	

## 五、酷图精解

### 原油：第三季度难有起色

上周，原油受全球经济再次陷入衰退的影响，上周跌幅达-8.98%，领跌大宗商品。**本栏的最新观点是**，由于美原油指数遇阻于60日均线后回落，同时下破60周均线、与09年初（金融危机低点）——10年中旬（欧债危机低点）的上涨趋势线，在技术面与基本面的统一作用下，未来几个月将难有起色。**操作上，可在88-90区间建空单，届时以92为止损位，未来或将回落至78。**

图5-1:原油指数下破金融危机-欧债危机低点的上涨趋势线



资料来源: wind、平安期货研究所

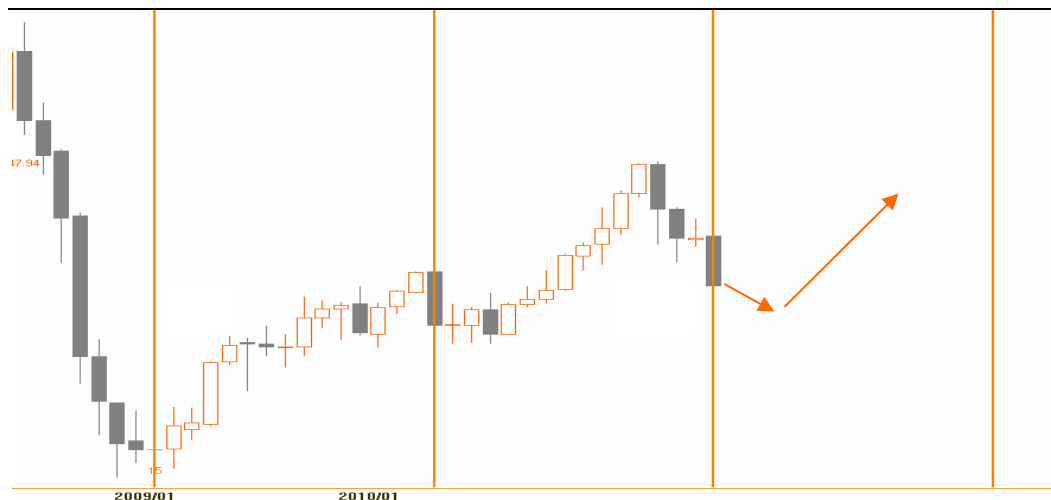
一、从原油的下破60周均线与长期支撑位可看出本轮原油调整的原因——全球经济运行情况比较严重。此前长期技术支撑线的形成原因是金融危机与欧债危机，目前，则是美债危机、欧债危机、全球经济不景气的多重因素作用，对技术面有相互印证作用。

二、从15个月的低点循环周期来看，8月暴跌似乎已能预计。其波动特征显现暴跌之后，即使不创新低，也将连续几个月低迷。这对于我们判断第三季度原油仍将弱势有重要的指导作用。

四、基本上，欧债危机扩散及全球经济复苏前景悲观令恐慌情绪蔓延。从以往规律看，受油价直接影响较大的有交通运输行业、汽车制造业、化肥化纤和塑料行业。

近期三大能源机构已相继调低了 2011 年全球原油需求预估值，如 EIA 预计 2011 年全球原油需求将增长 1.65%，较 6 月时减少 0.3%(27 万桶/日)。而需求减弱将对高油价造成压力。(李斌)

图5-2: 原油8月份进入金融危机-欧债危机低点循环周期，由此引发暴跌



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
2011-8-1	中国 7 月官方制造业采购经理人指数	50.9	50.1	50.7
2011-8-1	欧元区 6 月失业率	9.9%	9.9%	9.90%
2011-8-2	欧元区 6 月生产者物价指数(年率)	+6.2%	+5.9%	5.90%
2011-8-3	瑞士公布利率决定	0.0-0.75%		0.0-0.25%
2011-8-3	美国 7 月 ADP 就业人数变动(人)	+15.7 万	+11.0 万	+11.4 万
2011-8-3	美国 7 月 ISM 非制造业指数	53.3	53.6	52.7
2011-8-4	日本央行公布利率决定	0-0.1%	0-0.1%	0-0.1%
2011-8-4	英国央行公布利率决议	0.5%	0.5%	0.50%
2011-8-4	欧洲央行公布利率决议	1.50%	1.50%	1.50%
2011-8-4	美国 上周初请失业金人数(人)(至 0730)	40.1 万(初值 39.8 万)	40.5 万	40.0 万
2011-8-5	美国 7 月季调后非农就业人口变动(人)	+1.8 万	+8.5 万	+11.7 万
2011-8-5	美国 7 月失业率	9.2%	9.2%	9.10%

资料来源:平安期货研究所整理

### 非农就业数据无力回天

上周五美国劳工部数据指出，美国7月份失业率降至9.1%，预期为9.2%。另外美国7月非农就业人数增长11.7万人，好于市场预期的增长8.5万人。但9.1%的失业率仍然意味着约有1400万的美国民众无法找到工作，自两轮量化宽松以来，美国劳工市场尚未出现明显的改善，市场信心被日渐耗尽，周四美国股市出现崩盘并不太出乎意料之外。

### 关注美联储议息会议主题

对于全球市场而言，本周最为重要的话题即为美联储议息会议的会后声明中伯南克会否做出将“较长时间”维持资产负债表规模不变的声明，在6月之前联储一直在其声明中重点强调，但6月会议伯南克开始拒绝回应，令市场担忧资产负债表的收缩会后快于预期。在标普调降美国评级后，伯南克该项声明将有助于稳定市场。（简翔、廖磊）

表6-2：本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2011-8-8	日本央行公布月度经济报告		
2011-8-8	欧元区 8 月 Sentix 投资者信心指数	+5.3	持平
2011-8-9	美国 第二季度非农业生产初值	+1.8%	
2011-8-10	中国 7 月进出口贸易数据		
2011-8-10	美国联邦储备理事会 (FED) 宣布利率决议和政策声明	0-0.25%	
2011-8-10	日本 7 月国内企业商品物价指数 (年率)	+2.5%	
2011-8-11	中国 7 月社会消费品零售总额 (年率)	+17.7%	
2011-8-11	中国 7 月居民消费价格指数 (年率)	+6.4%	
2011-8-11	中国 7 月工业增加值 (年率)	+15.1%	
2011-8-11	欧洲央行 (ECB) 公布月度公报		
2011-8-11	美国 上周初请失业金人数 (人) (至 0806)	40.0 万	
2011-8-12	欧元区 6 月工业产出 (年率)	+4.0%	+4.7%

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 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>