

复辟之路，道阻且长

内容摘要

人民币成为调控通胀“新”工具。在成本推动型通胀型通胀泛滥的今天，中国已经动用了所有可以动用的调控工具，包括：大幅提供存款准备金率、小幅加息、限制信贷、直接价格指导等工具，但通胀却屡创新高，在这样的背景下，人行的人民币策略似乎有所松动，人民币可能将成为中国调控通胀的“新”工具。

人民币升值对于市场影响有限。我们认为人民币升值在现阶段无论对于股市还是商品市场都没有实质性的利好，对于股市而言最大制约还是宏观调控，而调控的基本目标是通胀，通过人民币升值影响国内通胀的链条过于漫长，难以对股市形成提振。而对于商品市场而言，当前更为的变量则是全球经济前景以及QE3，人民币的影响同样有限。

复辟的终结。政府的行为改变了投资者的预期并使市场偏离了原来的轨道，但是最终却依然无法扭转经济层面对市场的影响。上周市场的表现则是一个例子，反弹只是对下跌的回抽确认，但更重要的是无论是从各国的股票市场（例如道琼斯），还是主要的商品（例如原油）都已经QE2以来的涨幅吞噬干净，市场是经济的先行指标，这给予的一个危险的信号是：QE2以来各国对经济的刺激可能已经宣告失败。

近期QE3或难实施。我们认为采取谣言中买入，事实中卖出的策略在本周可能并不适用，当下的环境与去年有本质的不同。当时美国核心通胀处于低位，联储官员对于QE2基本一致支持，而当下美国核心通胀已经接近政策上限，而联储内部有三名官员已经对伯南克维持目前超低利率至2013年投下反对票，很难想象伯南克可以成功突破内部阻力，在Jackholes对QE3做出任何实质性的表态。

图表分析的观点是，美通胀上行或有利原油最后一跃。本栏的最新观点是，由于原油在高通胀的末期，虽然经济增速下滑，但在历史上往往有最后一跃，跑赢于其他工业品，而与通胀同期见顶。目前，美CPI环比超预期上涨，同时原油连续走低的库存消费比有利于原油高位运行。操作上，左侧可在77、60一线分批建仓多单，右侧等突破90买进，并注意跟踪美CPI状况，如果走高则可继续持有。

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	2534.36	-2.27	-6.19
恒生指数	19399.92	-1.12	-13.55
道琼斯	10817.65	-4.01	-10.92
日经	8719.24	-2.73	-11.33
美元指数	73.972	-0.79	0.31
CRB商品	645.62	2.42	-0.02

外盘商品表现 涨跌幅(%)

外盘商品	收盘价	周涨幅	月涨幅
黄金	1852.36	6.12	13.88
原油	83.38	-3.57	-14.00
LME铜	8804.8	-0.44	-10.52
LME铝	2349.8	-2.34	-10.57
LME锌	2190.8	-0.24	-12.54
CBOT玉米	727.1	1.55	8.31
CBOT豆油	55.95	2.40	-0.73
美糖	29.78	10.05	3.55
美棉	104.92	5.21	3.91
日胶	356.5	-1.68	-7.09

国内商品表现 涨跌幅(%)

国内商品	收盘价	周涨幅	月涨幅
铜	66382	-0.20	-8.51
铝	17288	-0.55	-4.98
锌	16865	-0.24	-9.96
螺纹钢	4839	-0.17	-1.75
铅	16575	-0.34	-5.87
玉米	2350	-0.84	0.34
强麦	2690	-0.63	-2.47
豆油	10001	0.49	-1.80
白糖	7264	-2.52	-0.72
棉花	21274	1.74	-1.08
天胶	33517	-2.25	-5.23
PTA	10010	3.85	6.05
塑料	10655	-2.50	-10.54
PVC	7794	-1.24	-7.63

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(%)

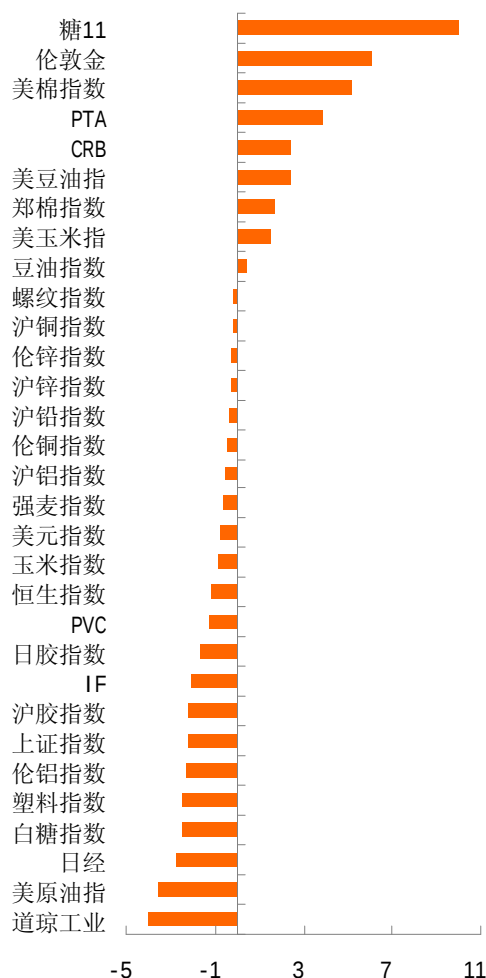
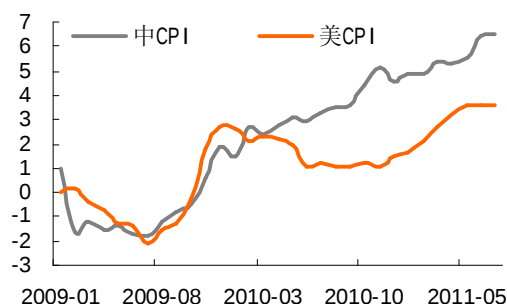


图2:美国7月CPI同比持平,环比上升



资料来源:平安期货研究所

目录

一、每周市场专题.....	3
人民币升值影响几何	
1、人民币进入了升值的快车道了吗.....	3
2、调控通胀“新”工具.....	3
3、二大信号暗示,人民币升值幅度可能加快.....	3
后期影响几何?	4
二、市场板块解析.....	5
三、每周数据分析.....	6
1、CFTC:多头普遍减仓,谷物逆势而动.....	6
2、商品资金流向:多重利空来袭 商品普跌,唯黄金为王.....	7
3、LLDPE 期货较现货出现大幅贴水	8
4、金属集体贴水,沪锌、伦铝库存猛增.....	9
5、买豆油抛棕油套利仍可持有.....	10
四、本周投资策略.....	11
复辟之路,道阻且长	
引子:失败的复辟	11
美国数据打破脆弱的平衡.....	11
Jackholes 讲话难以带来惊喜	12
策略:依然维持空头判断.....	12
五、酷图精解.....	13
美通胀上行或有利原油最后一跃	
六、经济数据备忘.....	15

一、每周市场专题

人民币升值影响几何

1、人民币进入了升值的快车道了吗

由于国际上宏观事件风云变幻，事实上我们的目光一直围绕欧美在转，而忽略了国内的一些变化在标普下调了美国评级的那一周，人民币对美元升值了约 0.8%，虽然剧烈波动的国际汇市相比，这样的波幅相当小，但这一走势引起了国际投资者的广泛关注——因为人民币已经连续 7 月升值，并且这之前的 7 个月里人民币大约升值了 2.5%，这是否意味着中国政府对于态度人民币政策的转向，同时人民币继续升值的空间有多大，将对经济产生什么样的影响，都是我们需要探讨的话题。

2、调控通胀“新”工具

国际上，汇率从来都是调节通胀的一个重要工具，升值有助于降低国内的通胀压力。理论上自有证明，实际上也很好理解，一国货币升值意味着同等情况下购买国外商品的价格变便宜，这有助于降低原材料价格带来的输入型通胀的影响，另一方面升值有助于提升进口降低出口，增加国内商品的供应量，也有助于降低通胀。

但是对于中国而言，人民币一直是挂钩美元的，即使是人行使用了“参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”的定义，也改变不了人民币盯着美元的本质。同时，人民币汇率存在一定程度的低估，这使得国内一直保持顺差的局面，并积累了 3 万亿美元之巨的外汇储备。对于中国而言，人民币是调节三驾马车中出口最为重要的宏观工具，因此人行一直不愿意放开人民币升值的步伐，以避免对出口产生的冲击，从政治的角度上看也保护了出口导向型企业的就业问题。但从蒙代尔不可能三角的观点来看，对外低估意味着对内高估，必然导致国内通胀的发生，而中国的强制结汇制度更使得外汇占款成为中国货币创造最为重要的源头之一，进而加剧中国通胀的发生。

在成本推动型通胀型通胀泛滥的今天，中国已经动用了所有可以动用的调控工具，包括：大幅提供存款准备金率、小幅加息、限制信贷、直接价格指导等工具，但通胀却屡创新高，在这样的背景下，人行的人民币策略似乎有所松动，人民币可能将成为中国调控通胀的“新”工具。

3、二大信号暗示，人民币升值幅度可能加快

中国货币政策执行报告

第一个引起我们关注的是人行的《中国货币政策执行报告》关于调控工具的定调，该报告主要是总结前期中国货币政策的成果，同时为下一阶段的货币政策定下基调。该报告指出：“下一阶段，中国人民银行将实施好稳健的货币政策，坚持调控的基本取向不变，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务；要合理运用利率、汇率、

公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理等多种政策工具组合，保持合理的社会融资规模，继续加强流动性管理，把好流动性总闸门”。

对比第一季度报告中主要强调综合运用好公开市场操作、存款准备金率、利率等多种价格和数量工具，央行本次将利率、汇率政策工具放在更加突出的位置，而存款准备金率在表述中的优先级则有所下降，意味下一阶段，中国货币政策将由存款准备金率为主的数量型调控，转向利率、汇率为主的价格型调控，这意味着未来中国仍有加息的可能，而利用人民币升值对冲通胀的策略成为重要的政策工具。

境外人民币产品发行加速

另一方面，正如人行所反复强调，人民币的问题并不是单纯的升值与否的问题，更关键的是如何通过一系列的金融改革使人民币价格形成机制更为合理，同时如何逐步成为国际贸易货币、投资货币和储备货币的问题。在这点上，我们也可以见到政府开始有动作。近期李克强副总理近期在香港宣布一系列开放内地资本账、优化境外人民币回流机制，活跃香港人民币离岸和金融市场的措施，其中包括允许以人民币境外合格机构投资者方式投资内地证券市场（RQFII）、允许境外企业（包括香港企业）使用人民币赴内地直接投资（RFDI）、开展外资银行以人民币增资试点、允许境内企业赴香港发行人民币债券、在国内推出港股组合的ETF等等，我们认为这些举措表明，人民币国际化与金融化都已经提上日程，而人民币升值回归合理可能只是第一步。

后期影响几何？

前期人民币保持稳定一个重要原因是担忧是人民币升值将带来热钱的大量流入，特别是国际环境动荡的情况下，如果加快人民币改革步伐，更多的资金可能进入中国套利，进而推升通胀。但从离岸市场的表现来看，无本金交割远期（NDF 可视为人民币的期货工具），并没有出现明显的大幅升值。人民币 NDF12 月期最近报收 6.27，相对于目前仅升值 2%，即是说未来一年人民币升值预期大致是 2%。可以看出，人民币未来升值预期并没有延续近期人民币走势的态势，出现明显的市场预期变化。究其原因，我们认为在传统的资产组合配置中，中国仍属于新兴市场国家资产，当前的国际上配置主流仍是回归债券等低风险资产的配置，因此国际上对于中国人民币资产的兴趣大不如前。从另一个角度来看，我们认为后期流入中国的资金更多的是通过美元的套利交易配置中国的债券资产以获得人民币升值与息差的双重收益，因此对于缓解当前中国资金紧张的状况是有利的，同时不会推高通胀。

但对于企业来讲，在外围经济放缓的情况下，人民币升值几乎必然意味着出口的下降，从大环境来看，目前在外部失衡、内部通胀和美元弱勢的条件下，政府似乎更愿意以牺牲一定的出口及企业来换取通胀的缓解，虽然会增加失业，但同时可以归结为推动经济结构的转型因此政治上的阻力并不大。我们担忧的是在国内投资渠道匮乏，对外出口大减的情况下，更多的中小企业会参与到目前已经相当严重的民间借贷链条中来，如果没有配套的解决办法国内的金融不稳定性大大增加。

对于市场而言，我们认为人民币升值在现阶段无论对于股市还是商品市场都没有实质性的利好，对于股市而言最大的制约还是宏观调控，而调控的基本目标是通胀，通过人民币升值影响国内通胀的链条过于漫长，难以对股市形成提振。而对于商品市场而言，当前更为的变量则是全球经济前景以及 QE3，人民币的影响同样有限。（简翔）

二、市场板块解析

数据大幅低于预期，全球市场重挫。上周美国公布的一系列经济数据表现之疲弱大大打击市场信心。其中，美国 8 月费城联储制造业指数、美国 7 月 NAR 季调后成屋销售、美国 8 月 13 日当周初请失业金人数表现均令人失望。投资者担忧美国经济疲弱或致使全球经济增速放缓，市场避险情绪浓重。全球股票市场在短暂企稳后再度大幅下挫，目前已经基本吞噬 QE2 的全部涨幅。商品市场黄金一枝独秀，再度录得 6% 的周涨幅，但原油表现极为低迷，本周下跌接近 4%，同样回吐大部分涨幅。

金属受累于全球经济低迷，表现较弱。最大的跌幅发生在上周二，由于央票利率飙升再度引发加息忧虑而造成市场普遍下跌。而美国 CPI 环比走高引发滞胀担忧及削弱 QE3 出台可能性，欧债问题亦不间断爆发，各品种普遍回落，或大概率形成双底。其中，沪锌周涨幅-0.24%，沪铜周涨幅-0.19%，铝的强势不保，周涨幅-0.54%。目前经济情况尚无好转预兆，预计行情将延续震荡偏弱，但大幅下行的空间料不大，各品种在围绕 60 日均线震荡，在前期底部附近或有支撑。

原油大幅下挫，PTA 逆市量价齐升。上周纽约原油下挫逾 5%，在经历了周初的反弹后于后半周大幅下挫，美国公布的一系列疲弱经济数据打击了投资人信心，市场笼罩在经济下滑的忧虑之中。截止 8 月 12 日当周，美国总成品油消费比前一周减少 87.9 万桶/日至 1941.4 万桶/日，比去年同期下降 1.56，汽油消费也比去年同期减少 2.8%。美国已释放 1500 来万桶的石油储备，还有 1500 万桶左右待释放，预计纽约原油后期仍维持偏弱思路。受此影响，橡胶、PVC、LLDPE 均不同程度出现下跌。对于 PTA，近期市场炒作因素依然是大连福佳 PX 装置的故障，另外中海油惠州装置尚无启动消息，有可能拖延至 9 月初。PX 价格近日小幅下跌，但仍在 1620 美元之上，PTA 的利润降至 300 元左右，成本的支撑作用较强。近期下游聚酯行业集中备货对提振 PTA 市场有积极作用。未来 PTA 价格仍会维持坚挺。但由于近期资金大幅流入，PTA 未来波动幅度可能增大。

豆类油脂基本面偏强。美国农业部最新公布的干旱监测显示，美国大豆主产区干旱有所升级，干旱影响面积有所扩大。此外美国最大的大豆主产州爱荷华州进入 8 月份后的两周降雨量只有 30 年同期降雨量均值的 43% 和 47%。如果后期降雨量依然保持较低水平，该州的大豆产量将受到严重影响。此外，受斋月假期影响，8 月份马来西亚棕榈油产量增幅或有下滑，也为市场提供支撑。另据媒体报道，为应对 9、10 月份节日，国储近期将抛售 400 万吨国产大豆，抛售对象为益海嘉里、中粮等 5 家主要食用油供应企业，抛售价格在 3500 元/吨左右，此消息已得到大型油企的证实。本周油脂盘中呈下探回升走势，显示一定抗跌性，下周期价或将弱势震荡为主。（简翔、李斌、牟宏博、丁红）

图3-1:上周外盘期货表现一览

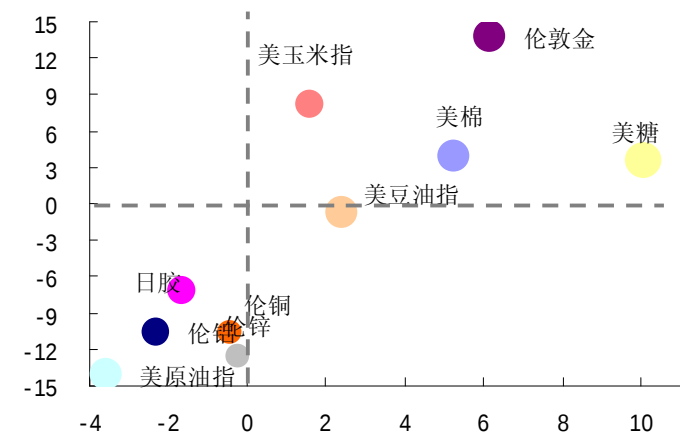
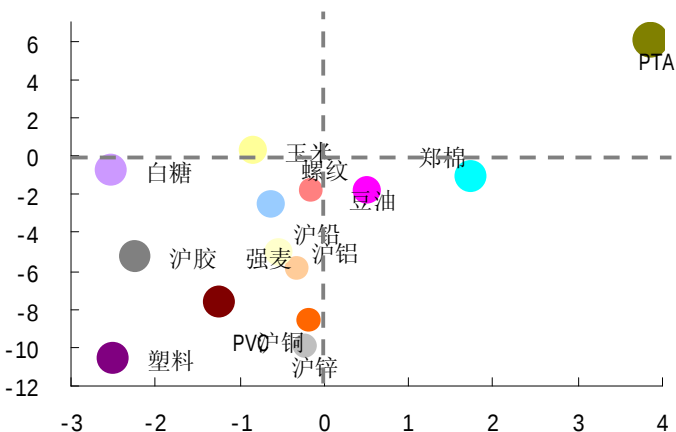


图3-2: 上周内盘期货表现一览



资料来源:wind、平安期货研究所

【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:多头普遍减仓，谷物逆势而动

上周，从截止到8月16日的CFTC持仓数据可见，绝大部分商品多头延续减持趋势，唯玉米等谷物类稍保强势，目前经济下行担忧浓烈，农产品或将长期强于工业品。

图3-1: 农产品分化激烈

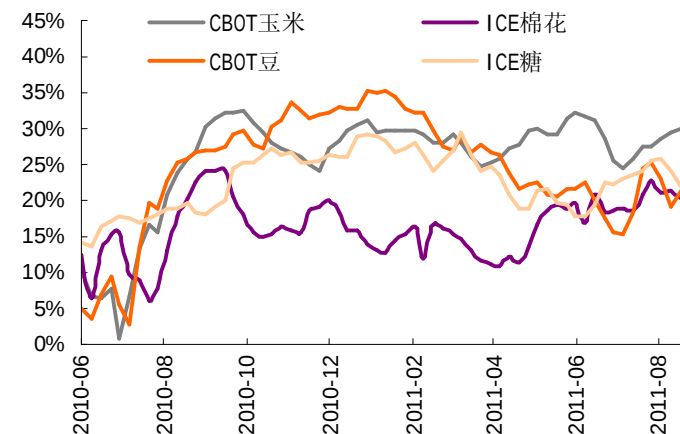
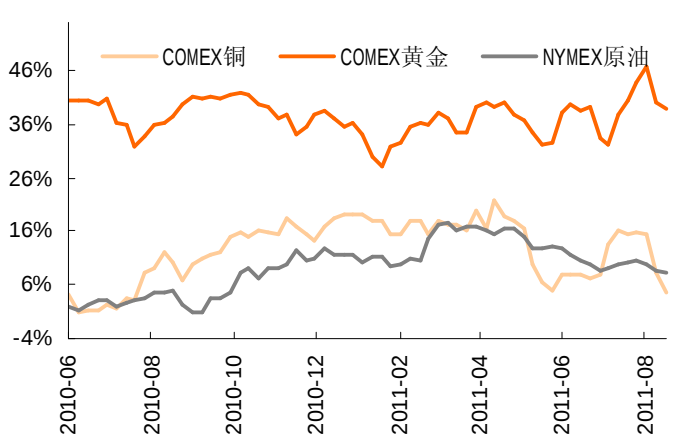


图3-2: 大宗商品多头集体被减持



资料来源:wind、平安期货研究所

黄金价格新高，但基金多头高位有所减持。继标普、高盛下调美国经济增长预期之后，花旗和摩根大通也大幅下调美国经济预期，加之美联储亦屡屡发出悲观论调，市场对美国经济增长下滑似乎达成了一致。由于全球经济萎缩可能性增大，上周的铜多头减仓的幅度最大，值得关注的还有黄金，虽然价格屡创新高，但基金多头高位连续减持，恐将制约后期上涨空间。本周五（26日），全球央行将在美国举行例行年会，

届时，美联储主席伯南克的有关经济与货币政策的演讲内容将对未来资本市场有所指引，可重点关注。

农产品方面，玉米小麦等谷物趋强。玉米方面，因日本提前采购玉米引发产量或低于预期的忧虑。由于日本上周达成了将进口 14 万吨 2012/2013 年度玉米的协议，一个国家提前如此久地采购谷物的事例极为少见，引发市场担忧今秋的产量可能低于预期，进而推动期价与持仓走高。小麦方面，对美国大平原北部春麦产量或低于预期的担忧加重，而交易商亦表示早期的收割报告显示收成低于预期，雨水充沛延误了今春小麦的播种。这亦在基本面上形成利好。

2、商品资金流向：多重利空来袭 商品普跌，唯黄金为王

国际动荡依旧，恐慌情绪再次蔓延。美国经济数据疲软引发经济陷入衰退忧虑，加之市场对欧洲债务危机的担忧复燃。而近期国内央票利率意外走强令市场对于加息预期增强，投资者悲观情绪蔓延，外盘大跌及传言加息逼近影响，国内各大品种纷纷呈现下跌迹象，但是 PTA 以及黄金表现不俗，后市建议投资者积极关注。由于全球经济担忧的利空因素的慢慢消化，本周反弹的概率偏大，后市资金相对比较谨慎，下面将重点关注近期表现突出和有交易机会的一些品种。

白糖反弹受阻，下周可能延续高位调整。国内商品期市全线回落，不过盘中黄金走势强劲，期价一支长阳上周白糖表现异常优秀，在外围环境异常波动的情况下，无聊是市场表现还是资金参与度来看，都是值得重点关注的品种，与上周的观点表现相对吻合，目前依然持仓保持高位，。近期可能继续向上寻找高点。操作上建议警惕系统性风险，多单继续持有。

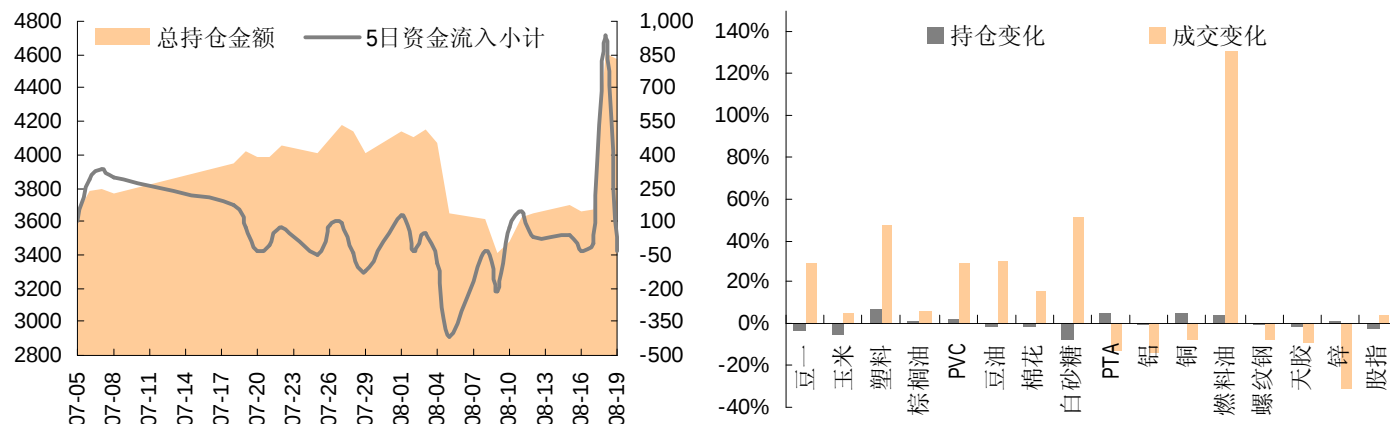
黄金一枝独秀，上涨毫无悬念。市场短期颇受宏观利空打压，市场期价跌宕起伏，短期基本面若无有效配合，或将维持弱势行情投资者纷纷涌向避险资产，在国内商品期市全线回落的情况下，黄金走势强劲，成交和持仓均有所暴增，成为近期毫无悬念的品种之一，由于外围经济的不确定性，黄金强劲走势有望延续，坚持前期中线看多黄金的观点，资金或在短期内依然继续推升黄金期价，投资者积极把握交易机会。

PTA 主力资金介入明显，有望延续上涨。上周从盘面上来看，首现资金大量流入迹象，尽管作为 PTA 原料的 PX 价格目前并未显著上涨，但由于大连福佳大化 PX 项目停产搬迁的效应继续发酵，随着福佳大化项目恢复生产面临不确定性，原料 PX 供应偏紧的态势将支撑 PTA 走高，在其他品种均出现下跌或者回调的情况下，主力资金介入明显，后市延续性有望得到资金持续介入，本周向上的概率较大，有望延续反弹，建议顺势而为，逢低买入。

总体来说，上周可谓是让人纠结的一周，各大品种纷纷出现大幅调整，成交有所萎缩，持仓依然保持高位，显示主力资金非常谨慎，在上周的利空消化之下，本周有望出现触底反弹，尤其是前期资金流向有所转换的品种，例如底部出现的棉花，PTA 也会有延续前期涨势的态势，建议投资者重点关注以上品种。值得一提的是股指期货表现出大幅下探，但是依然没有跌穿近期低点，由于整体氛围依然偏空，预计本周市场维持下探，考验前期底部，但是由于目前处于价值投资区域，向下空间有限，积极关注外围股市和政策面的变化，建议观望为主，一旦发现明显主力动向，可积极建仓。

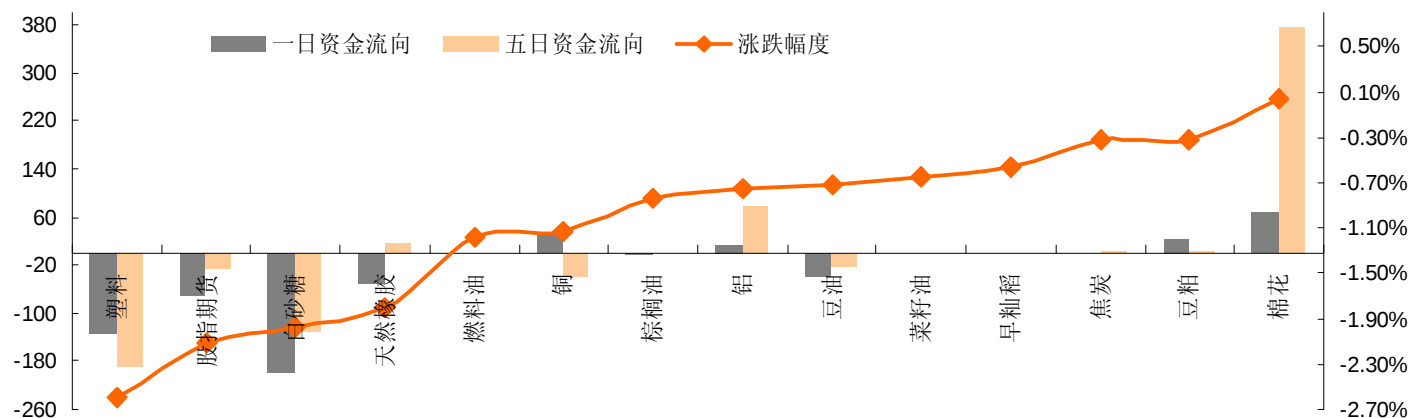
图3-3: 期货市场整体资金流向 (单位: 亿元)

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

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 期货较现货出现大幅贴水

上周塑料市场继续大幅度震荡,周一时一度反弹至60日均线,接近12300元/吨的前期上行发力位。但随后由于全球的不稳定因素及国内商品市场的整体影响,塑料后半周再度大幅回落。目前来看,期货1201合约在10400-10500的低位仍有一定支撑。现货市场被动跟随期货市场波动,贸易商及下游采购商心态较为负面。期现价差方面,塑料期货价格罕见的较现货贴水500元/吨。上周PVC期货市场再次回落,主要由于较差的经济数据使得市场情绪普遍偏空,原油的大幅下跌加重了市场的空头气氛。虽然期货市场表现弱势但现货市场报价依然坚挺,主要由于上游电石价格持续保持高位,电石价格并在近半个月出现了小幅上涨,支撑了PVC现货市场报价。虽然当前下游需求不振,但厂家仍不愿低价出售。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目前期货与现货价格相当。

图3-6：塑料期货较现货出现大幅贴水 [2011]

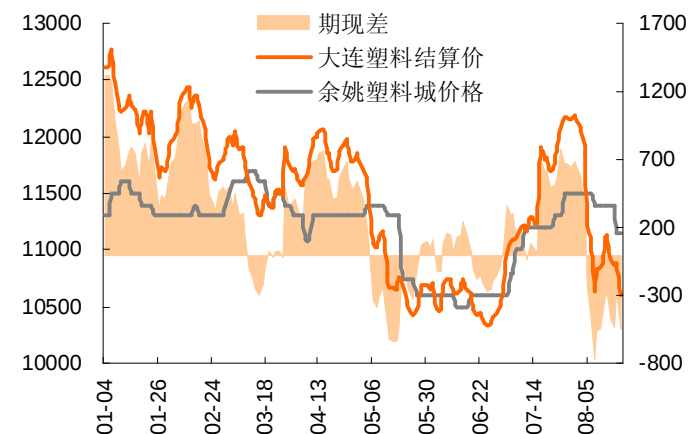
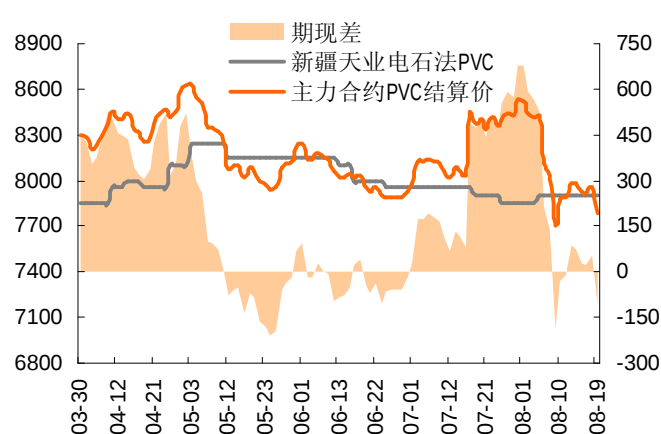


图3-7：PVC期货价格贴水于现货价格 [2011]



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-8：国际乙烯价格出现回落 [2011]

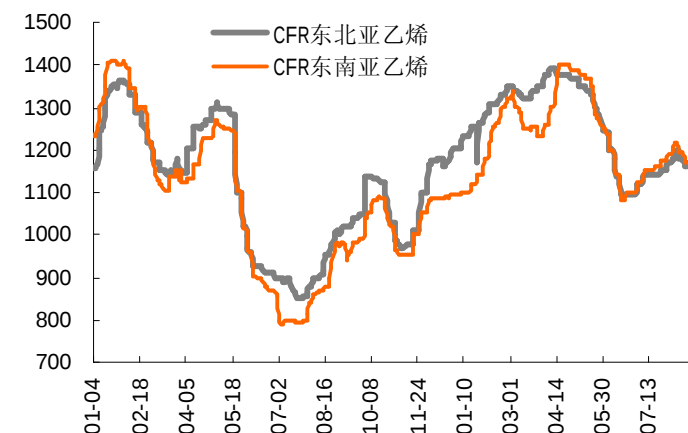
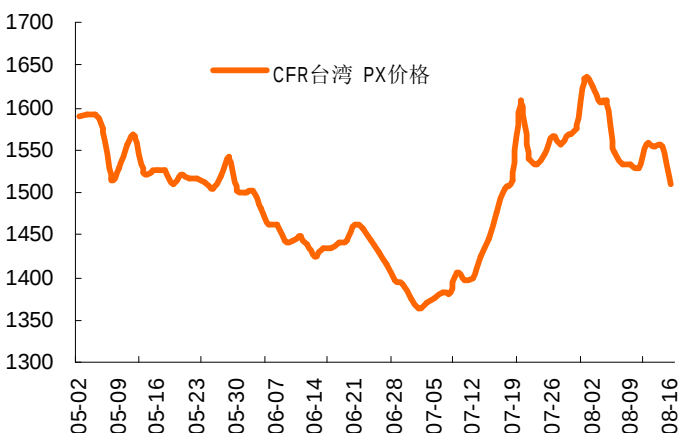


图3-9：PTA原料PX价格近期出现下滑 [2011]



资料来源:wind、平安期货研究所

4、金属集体贴水，沪锌、伦铝库存猛增

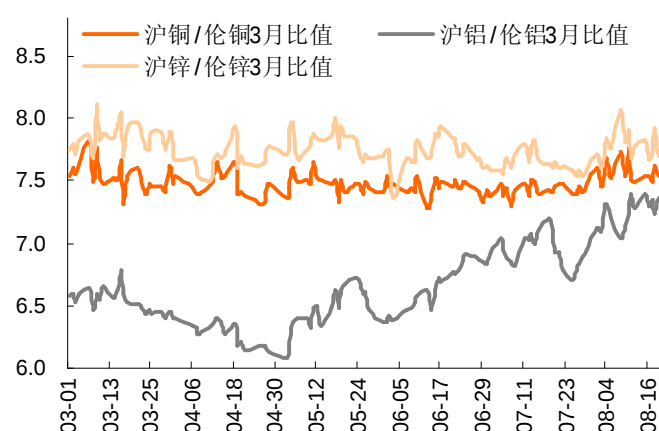
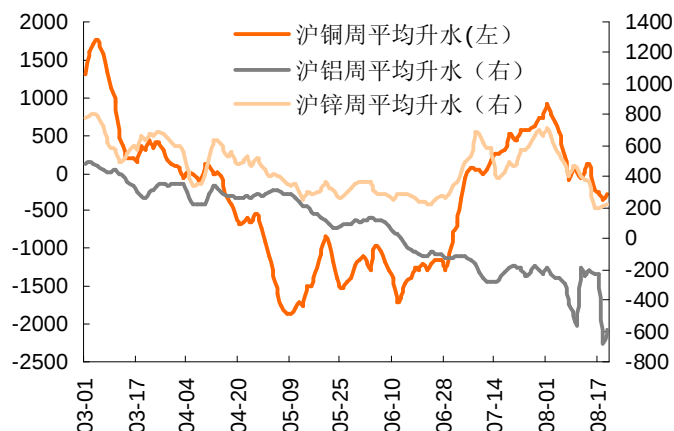
上周金属表现平平，上行压力加大，且日内波动较小，显示出目前市场较为纠结的心态。近期美国糟糕的就业数据与经济复苏情况，成为压制金属价格上行的主要原因，而国内依旧高位运行的通胀数据，短期内加息等紧缩政策预期上升也构成了较大的利空预期。从目前期现升贴水不断下滑，也体现市场对未来行情的不看好。库存方面，逾10万吨铝上周流入位于荷兰弗利辛恩港口的LME注册仓库，令该港口的铝库存增至逾70万吨，LME铝库存已连续2周快速上升，这也表明全球铝供需仍然充裕，虽然国内铝去库存化仍在持续，但预计强势已难以持续。而沪锌库存上周也突然暴增，锌库存近期一直维持在40万吨以上，随着传统年末生产高峰期来临，供应量呈现上升态势，但锌消费重点行业——房地产短期则难以回暖，导致锌基本面较不乐观。总体而言，在目前高通胀而经济增长下行的情况下，金属表现将继续偏弱。

图3-10:铜锌铝升贴水集体回落

【2011年】

图3-11:金属内外盘差距减小

【2011年】



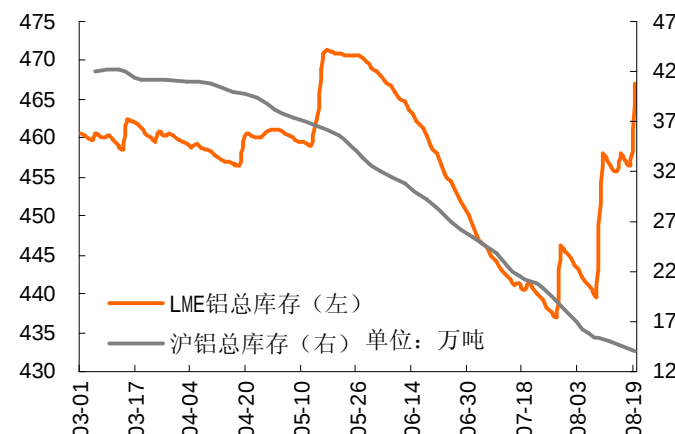
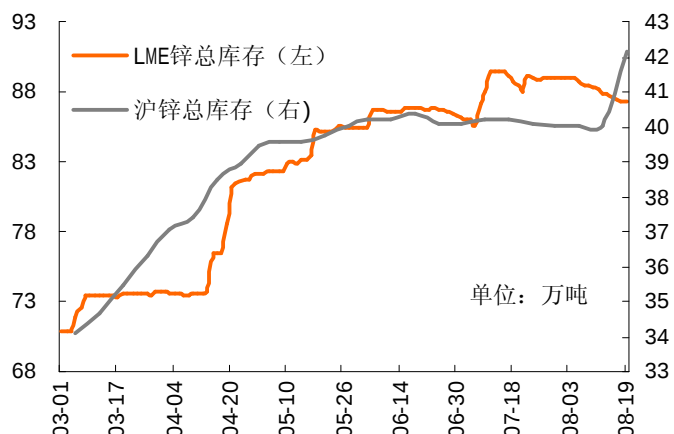
资料来源:wind、平安期货研究所

图3-12:沪锌库存猛增

【2011年】

图3-13:沪铝库存继续寻底

【2011年】

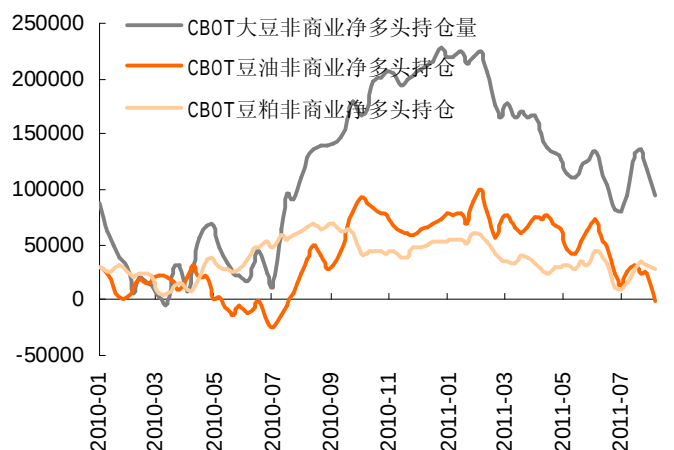


资料来源:wind、平安期货研究所

5、买豆油抛棕油套利仍可持有

图3-14:受外围经济影响，基金持仓均有流出迹象

图3-15: 进口成本略有回落

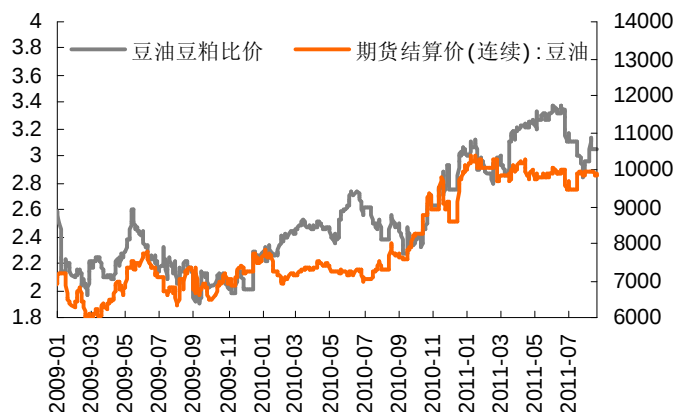


资料来源:wind、平安期货研究所

系统性风险加剧使得市场对于经济二次探底的忧虑进一步加深。避险情绪升温，全球股市再度暴跌，商品市场也随之震荡下行，CFTC 基金持仓在豆类上继续呈流出迹象。随着期价下跌，进口成本略有回落。品种之间，豆油和棕油受原油下跌影响均表现疲软，但处于消费旺季的棕油下跌最为明显。前期持有的买豆油抛棕油 1201 合约可继续持有。下一目标价差 1400 点。（李斌、牟宏博、孙帆、丁红）

图3-16: 粕强油弱现象持续

图3-17: 豆油棕油价差仍在扩大



资料来源:wind、平安期货研究所

四、本周投资策略

复辟之路，道阻且长

引子：失败的复辟

上周是暗淡的一周，显然欧美政府的行动只是为市场投资者带来了短暂的信心，随着欧美经济数据的疲弱公布，全球市场再度重挫，这与我们在上期周报中的观点是一致的，市场只是短期的反弹，或者用复辟来形容更加贴切。复辟意味着历史的倒退，但是从整个历史长流来看，复辟的时间往往是非常短暂的。

在我们看来，上周市场的暴跌是复辟的终结，政府的行为改变了投资者的预期并使市场偏离了原来的轨道，但是最终却依然无法扭转经济层面对市场的影响。上周市场的表现则是一个例子，反弹只是对下跌的回抽确认，但更重要的是无论是从各国的股票市场（例如道琼斯），还是主要的商品（例如原油）都已经QE2以来的涨幅吞噬干净，市场是经济的先行指标，这给予的一个危险的信号是：QE2以来各国对经济的刺激可能已经宣告失败。

美国数据打破脆弱的平衡

自市场暴跌以来，对经济前景展望一直处于脆弱的平衡之中，“虽然市场下挫，但经济前景依然良好”是进场抄底的最后理由，因此我们见到两周之前公布周失业等平时不被市场关注的数字都能成为经济好转的支撑。但正如我们在上期周报中指出的那样，这个数字无济于事，上周公布的费城联储制造业报告会打破平衡。而事实上上周的暴跌正是源于8月费城联储制造业指数远低于市场预期40个点。

数据公布后摩根斯坦利、花旗集团、摩根大通等纷纷下调了美国的经济预期，其中最为悲观的摩根大通将美国今年四季度GDP增速下调为1.0%，远低于之前预期的增长2.5%。同时指出从更宏观的角度讲，全球经济增速也将保持令人失望的步伐，经济陷入二次衰退的风险正显著提高。这对于风险市场而言无异于落井下石，加快了投资者将资金从风险资产撤出的步伐。股市与国债收益率下降的现象不但在美国，上周在饱受欧债危机困扰的欧洲也同样出现。

我们认为目前机构对于未来经济展望平衡的打破是致命的。在没有其他干扰的情况下，这意味着未来市场将进一步下挫，商品市场也不例外。从另一个角度来看，这意味着未来无论是经济还是市场都存在更多的不确定性，政府对于经济的调控也将更加困难，而投资者对于市场的把握更是难上加难。

Jackholes 讲话难以带来惊喜

目前改变市场预期最大的不确定性在于QE3会否推出，关键的时间点是本月26日即周末，地点是Jackholes。去年伯南克在Jackholes的全球央行年会上指出准备购买更多政府债券和其他证券，是其首次对启动QE2做出明确表态，时隔一年之后，无论是经济还是市场都给人一种似曾相识的感觉，可以预见的是关于QE3的猜测将在本周不断升温。

但我们认为采取谣言中买入，事实中卖出的策略在本周可能并不适用，当下的环境与去年有本质的不同。当时美国核心通胀处于低位，联储官员对于QE2基本一致支持，而当下美国核心通胀已经接近政策上限，而联储内部有三名官员已经对伯南克维持目前超低利率至2013年投下反对票，很难想象伯南克可以成功突破内部阻力，在Jackholes对QE3做出任何实质性的表态。

但正如我们前面周报的表述，明年是大选之年，美国政府已是黔驴技穷，联储是美国的最后希望，QE3是最后的希望，无论对经济是否有实质性的帮助，推出都是必然，但需要等待更好的时机。失业率的恶化以及核心通胀率的下降是两个必要条件，这意味着未来一段时期，大宗商品的表现可能都会不如理想。但反过来也为QE3推出后的上升提供了空间。

策略：依然维持空头判断

因此，我们本周的策略依然建议投资者维持空头思维，QE3的任何传言带来的都只可能是短暂的反弹，整体来看本周市场可能将以震荡为主，但一旦Jackholes会议没有实质性的结论，市场将重回空头格局。我们在上周建议的关注农产品做多机会，部分品种表现出了强势，但在整体市场氛围偏空的情况下，依然未到可以整体做多的环境。

另外我们在上周还建议黄金多头止盈出局，从结果来看，这是一个糟糕的建议，但需要注意的是上周黄金强势的表现主要来源于避险，一旦经济确认衰退，黄金价格将大幅回落，因此在商品整体向下，未来通胀未明的局面下，我们依然建议黄金多头暂且观望。（简翔）

表 4-1:综合策略跟踪

日期	7 月 25 日	8 月 1 日	8 月 8 日	8 月 15 日
主要观点	微调之窗，再度开启	悬而未决，等待黎明	杜鹃不鸣，应待之鸣	远景未卜，短线狂欢
策略	观望	减仓，铝期货多头离场	开始空头思维，股指保持观望	黄金多头离场，关注农产品
市场表现最强品种	美糖 8%	沪铝 3%、美棉 2.8%	伦敦金 4%、PTA4%	美糖 10%、伦敦金 6.12%
市场表现最弱品种	股指 -2.5%	美糖 -4.9%，道指 -4.1%	恒生指数 -6%	道指 -4%、原油 -3.57%

资料来源:WIND、平安期货研究所

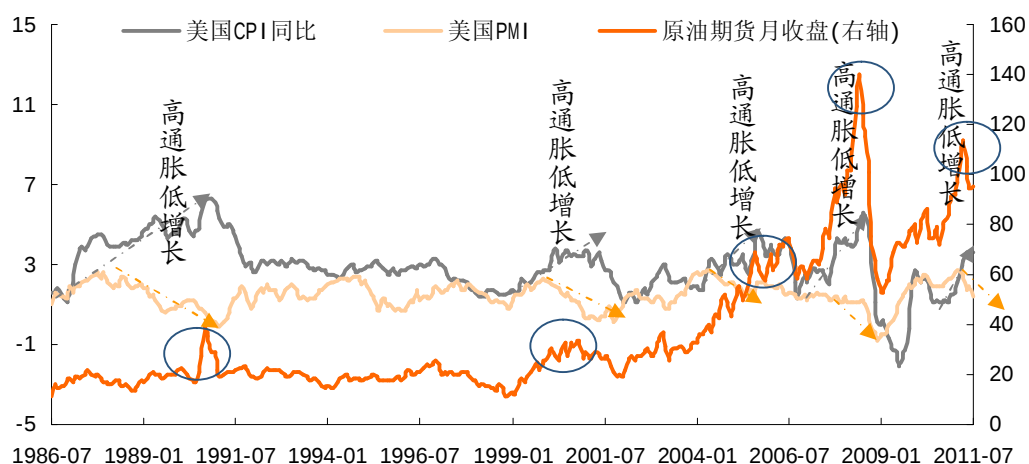
五、酷图精解

美通胀上行或有利原油最后一跃

原油本月经受了 3 周连续下跌，月跌幅达到 -14%。在美国最新公布的经济数据不佳，欧洲债务危机悬而未决，投资者担心欧美经济前景恶化的避险情绪之下，原油连续下跌，在一片悲观声，原油走势何时止跌，若开始反弹，能反弹多远？本栏的最新观点是，由于原油在高通胀的末期，虽然经济增速下滑，但在历史上往往有最后一跃，跑赢于其他工业品，而与通胀同期见顶。目前，美 CPI 环比超预期上涨，同时原油连续走低的库存消费比有利于原油高位运行。在价格上，原油面临 2010 年成交密集区与重要斐波那契回撤点位的支撑。操作上，左侧可在 77、60 一线分批建仓多单，右侧等突破 90 买进，并注意跟踪美 CPI 状况，如果走高则可继续持有，年内目标看至前期新高 110 附近。

一、在原油的金融属性研判上：如图，我们依据通胀与经济运行情况，将经济周期大致划分成四个阶段：高通胀高增长、低通胀低增长、高通胀低增长、低通胀高增长。根据我们同向比较各个品种的回报率状况。在高通胀低增长期，尤其是高通胀后期，原油常常快速拉升创出阶段新高，并与通胀几乎同期见顶，优于其他工业品与部分农产品的表现。目前虽然美国经济增长走低，但通胀有持续走高的迹象，原油仍有最后一跃的可能。

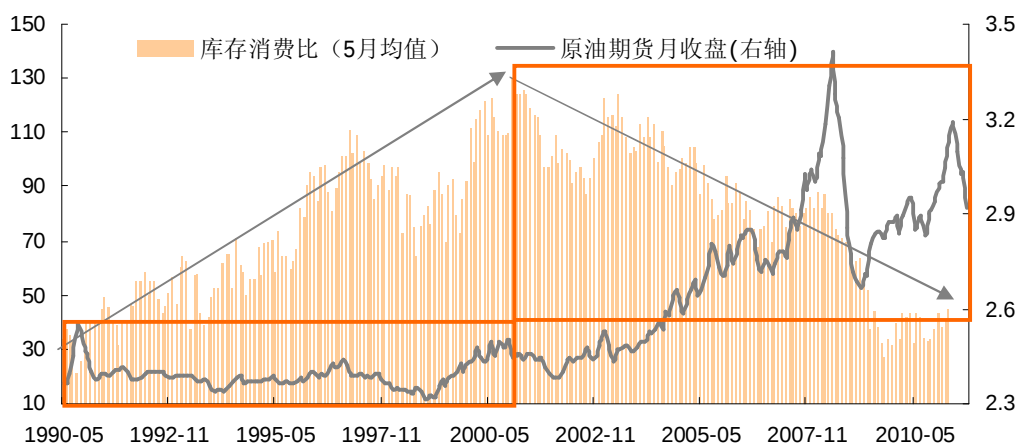
图5-1:从经济周期规律看,在高通胀低增长区,原油表现较强,历史大顶皆与通胀顶同步



资料来源: wind、平安期货研究所

二、在原油的商品属性研判上: 观察全球原油库存消费比与价格的运行状况发现, 原油 2000 以来的跨区间上行伴随着库存消费比的持续下跌。目前, 截止到 4 月的库存消费比位居低位, 而截至到 8 月的库存虽有回升, 但同前期并无太大差距, 这有利于支撑原油价格不至于过度下跌。

图5-2: 原油跨区间上行伴随库存消费比持续下跌, 目前低库存消费比可支撑原油高位运行。



资料来源: wind、平安期货研究所

三、在技术形态上, 原油面临 2010 年成交密集区与重要斐波那契回撤点位的支撑。操作策略上, 左侧可在 77、60 一线分批建仓多单, 右侧等突破 90 买进。(李斌)

图5-3: 沪铜周线图：沪铜上周下破08年金融危机以来的重要上升趋势线



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
2011-8-15	日本 第二季度实际 GDP 初值(年化季率)	-3.5%	-2.6%	-1.30%
2011-8-15	美国 8 月纽约联储制造业指数	-3.76	+0.8	-7.72
2011-8-16	德国 第二季度末季调 GDP 初值(年率)	+5.2%	+3.2%	+2.8%
2011-8-16	欧元区 第二季度 GDP 初值(年率)	+2.5%	+1.8%	1.70%
2011-8-16	美国 7 月新屋开工(年化月率)	+10.8%(初值+14.6%)		-1.5%
2011-8-17	欧元区 7 月消费者物价指数终值(年率)	+2.5%	+2.5%	+2.5%
2011-8-17	美国 7 月生产者物价指数(年率)	+7.0%	+7.0%	7.20%
2011-8-17	美国 上周 EIA 原油库存变化(桶)(至 0813)	-523 万		+423 万
2011-8-18	美国 上周初请失业金人数(人)(至 0813)	39.9 万 (初值 39.5 万)	40.0 万	40.8 万
2011-8-18	美国 7 月末季调核心消费者物价指数(年率)	+1.6%	+1.7%	1.80%
2011-8-19	德国 7 月生产者物价指数(年率)	+5.6%	+5.3%	+5.8%

资料来源:平安期货研究所整理

费城指数打破平衡，全球陷入衰退疑云

上周美国费城联储发布的报告显示，大西洋沿岸中部区制造业活动 8 月份大幅萎缩，商业状况预期指数下降，市场对第三季度经济活动的担忧升温。数据显示，美国 8 月费城联储制造业指数-30.7，远低于预期的 3.7，7 月份该指数为 3.2，6 月份为-7.7。费城联储制造业数据成为美国经济恐陷入衰退的直接佐证，经济衰退的风险与日俱增。另外全美地产经纪商协会公布的数据显示，经季节性因素调整后，美国 7 月 NAR 季调后成屋销售较上月下降 3.5%，预期为上升 3.8%，也大大打击了市场信心。

全球屏息以待伯南克讲话

伯南克将于本周五(8月26日)在怀俄明州杰克逊城(Jackholes)的全球央行会议上就美国短期及长期经济前景发表讲话,鉴于去年伯南克在会上透露了QE2的重要信息,市场普遍预期本次会议伯南克可能有同样言论,因此该讲话将成为全球市场重要分水岭,值得投资者关注。(简翔、廖磊)

表 6-2: 本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2011-8-23	德国 8 月 ZEW 经济景气指数	-15.1	-27.0
2011-8-23	欧元区 8 月 Markit 制造业采购经理人指数初值	50.4	49.3
2011-8-23	美国 7 月新屋销售总数年化(户)	31.2 万	31.5 万
2011-8-23	欧元区 8 月消费者信心指数初值	-11.2	
2011-8-24	欧元区 6 月工业订单(月率)	+3.6%	0.70%
2011-8-24	美国 上周 EIA 原油库存变化(万桶)(至 0820)	+423 万	
2011-8-25	美国 上周初请失业金人数(万人)(至 0820)	40.8 万	
2011-8-26	美国 第二季度实际 GDP 修正值(年化季率)	+1.3%	
2011-8-26	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数终值	54.9	
2011-8-26	日本 7 月全国消费者物价指数(年率)	+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>