

欧债有惊无险，经济虚实难测

内容摘要

经济恶化的局面可能仍将持续。短周期中国经济的缓慢复苏事实上是滞涨的结果，由于当前高成本的存在，使得企业的去库存方式是减少生产而非降价这种被动去库存的方式，导致了当前中国经济活力的持续降低，通常情况下经济持续下行将导致量价齐跌，价格的下降将为经济带来转机，但是当前中国成本取决于全球原材料的水平以及自身的劳工以及资金价格，在以上三者都处于高位的情况下这种情况将持续，这解释了为何本轮经济复苏的步伐会如此缓慢，也为我们揭示了一个悲观的未来：在未来没有外力介入的情况下，经济恶化的情况可能将延续。

关注风险何时被 price in。当前全球经济面临的三大困局可能对市场造成下行风险：欧债、美国以及中国经济。这些经济层面的因素在不断发酵，终将对市场产生冲击。但是短期而言，这些因素未必成为市场关注的焦点，因此短暂的反弹可能是存在的。

美国股指持续反弹不可持续。当下的局面类似2011年的4月，但我们都知随后美国股票市场进入了一轮暴跌的行情，并引发了全球风险资产的同步下跌。当前同属风险资产的高收益债以及股指的方向出现了背离，历史上的情况通常是股指向高收益债回归，这意味着股指的调整。因此我们认为市场的反弹可能难以持续，我们依旧需要关注下行的风险。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 策略研究小组

责任编辑: 简翔

☎: 86-755-23946145

* : jianxiang247@pingan.com.cn

全球指数	收盘价	周涨跌	月涨跌
上证指数	2406.86	2.02	6.37
恒生指数	21010.64	1.50	2.21
道琼斯	13029.26	1.40	-1.38
日经 225	9561.36	-0.80	-5.18
美元指数	79.167	-0.89	0.28
CRB 商品	553.87	-0.49	-3.33
外盘商品	收盘价	周涨跌	月涨跌
伦敦金	1643.18	-0.92	-1.47
美原油	104.58	0.49	0.41
LME 铜	8107.8	-0.05	-3.87
LME 铝	2077	-0.49	-2.57
LME 锌	2013.8	0.36	0.44
CBOT 玉米	575.2	-2.24	-5.00
CBOT 豆油	56.4	-0.97	1.62
ICE 糖	21.92	-5.48	-9.53
ICE 棉	89.91	0.16	-3.23
日胶	305	-1.10	-6.07
国内商品	收盘价	周涨跌	月涨跌
沪铜	57742	-0.47	-3.74
沪铝	16080	-0.21	-0.46
沪锌	15513	-0.07	0.28
沪螺纹钢	4311	-1.46	-0.23
沪铅	15736	0.13	1.05
连玉米	2410	-0.08	-0.37
郑强麦	2550	-0.31	-1.32
连豆油	9901	-1.07	3.53
郑糖	6617	-1.98	-0.18
郑棉	21367	0.18	1.08
沪胶	27321	1.41	-1.03
PTA	8701	0.93	0.35
连塑料	10604	1.08	0.19
PVC	6965	0.42	2.13

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 (%)

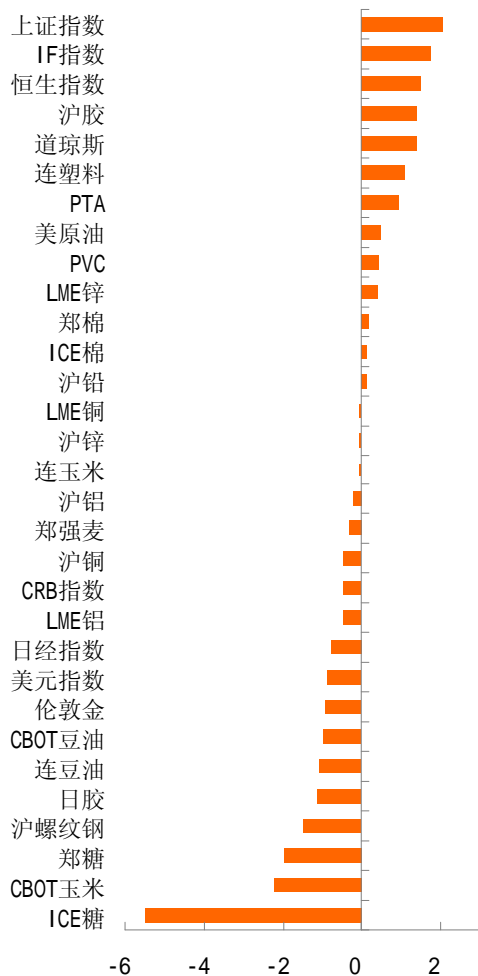
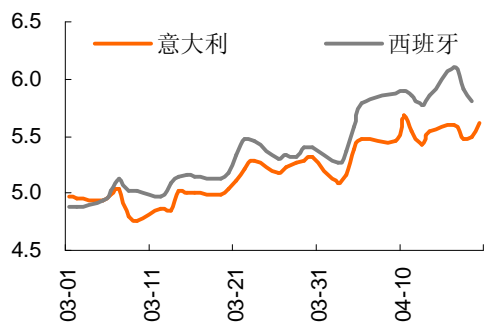


图2:意大利西班牙近期收益率居于高位



资料来源:平安期货研究所

目录

一、市场板块解析.....3

二、每周数据分析.....4

 1、意西债务堪忧，G20 出手救市.....4

 2、化工现货市场较为僵持.....5

 3、金属价格收复失地.....5

 4、美豆 CFTC 净多持仓接近峰值.....7

三、本周投资策略.....8

 欧债有惊无险，经济虚实难测

 1、引子：西班牙暂时脱险.....8

 2、协同宽松政策出现分歧.....8

 3、策略：反弹难以持续.....8

四、经济数据备忘.....9

一、市场板块解析

西班牙国债拍卖顺利，市场风险情绪释放。由于上上周最受市场关注的西班牙国债拍卖进展顺利，国债收益率飙升的格局得到缓解，同时 G20 成员承诺为国际货币基金组织提供逾 4,300 亿美元的额外资源，令市场风险偏好情绪大幅改善，风险资产出现反弹。本周道指收高 1.4%，欧股涨 1.7%，其中德国股市大涨 2.6%，同时美元等避险资产走弱，欧元走强。

金属价格整体超跌反弹。近期经济数据大多利空，除了国内经济增速回落外，美国上周初请失业金人数、3 月二手房销量均不及预期。但西班牙成功发售国债，缓和了市场紧张情绪。中国人民银行日前发布的数据显示，一季度我国新增人民币贷款 2.46 万亿元，社会融资规模为 3.88 万亿元。这些经济数据逐渐偏向宽松的迹象表明，社会关于铜融资的热情会有所消退。预计 4 月份的进口铜数量将有所回落。过去一周，现货伦铜上涨 2.41%、伦铝微涨 0.57%、伦铅大涨 3.24%、伦锌上涨 1.37%、上海螺纹钢主力合约下跌 1.57%。

化工品弱势反弹。上周纽约原油窄幅震荡，而布伦特原油下跌。中国第一季度经济增速不及预期，伊朗与 6 大国进行了核谈判并将在 5 月进行第二轮谈判，中东地区紧张局势稍显缓和，目前全球原油消费处于淡季等因素令油价回调承压。橡胶上周受宏观环境影响，沪胶主力 1209 震荡走低后出现飙升。基本面方面，泰国及云南主产区全面开割，开割季来临，新胶陆续上市，供应量增加，现货价格下滑，胶价承压。同时，青岛保税区去库存化缓慢；且国内 3 月份进口量同比减少 9.5%，也反应出需求的降低；最新汽车产销数据也显示出下游车市依旧疲软。

豆类进入高位震荡区间：美豆指数本周因获利了结和欧债危机而回调，最低跌至 1374.5 美分，周五放量大涨才重回 1400 美分以上，此前走弱的技术指标也出现转强苗头。国内豆类市场在本周回吐前期部分涨幅，但底部买盘依然活跃，尤其是豆粕和豆油继续受到资金热捧，持仓量延续大幅增加状态，资金面对市场的影响已经超过基本面因素的影响。豆类油脂市场并无新的利空出现，而前期炒作的减产和销售强劲等利多消息仍在发挥余威作用。市场陷入高位震荡困局，回调幅度有限，建议多单可继续持有。（简翔、鲍凯、牟宏博、丁红）

图3-1:上周外盘期货表现一览

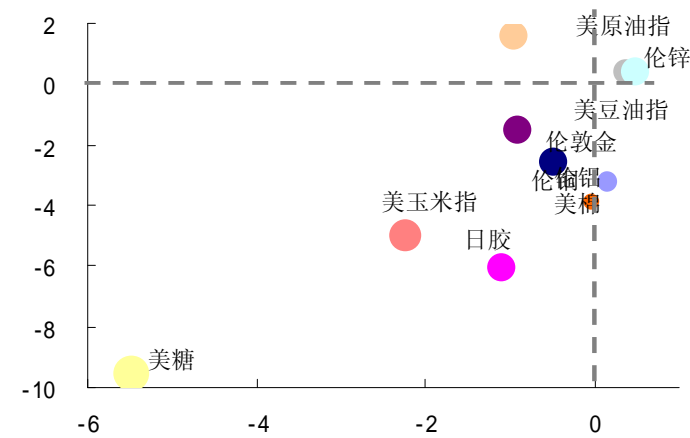
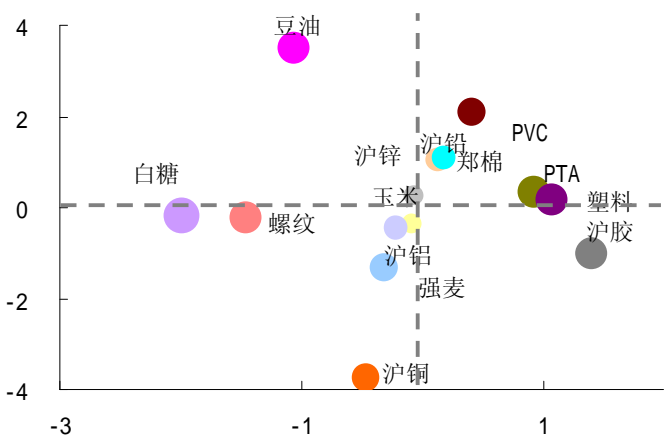


图3-2: 上周内盘期货表现一览



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】

二、每周数据分析

1、意西债务堪忧，G20 出手救市

西班牙意大利国债收益率居高位。上周二西班牙标售 32 亿欧元的 12 个月和 18 个月国库券，上周四发售了 2 年期及 10 年期国债，总计售债数量再度超出计划，但两类国债的得标利率维持高位。售债结果显示，西班牙总计售债 25.41 亿欧元，超出 15-25 亿欧元计划发售规模。其中包括 11.16 亿欧元 2014 年到期的国债及 14.25 亿欧元 2022 年到期的国债。总体来看，上周西班牙国债拍卖进展顺利，国债收益率飙升的格局得到缓解，市场风险偏好情绪有所升温，欧元主要风险货币与资产均出现小幅上涨。但目前高企不下的收益率仍是较大隐忧。

图3-1:近一月意大利国债收益率震荡上升

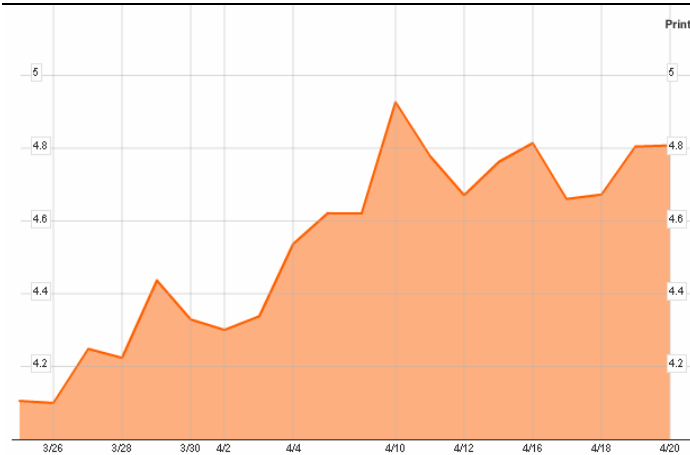
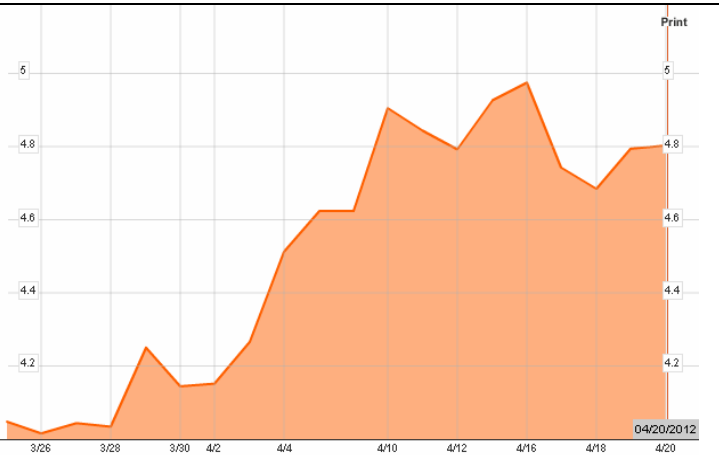


图3-2: 近一月意大利国债收益率震荡上升



资料来源:Wind、Bloomberg、平安期货研究所

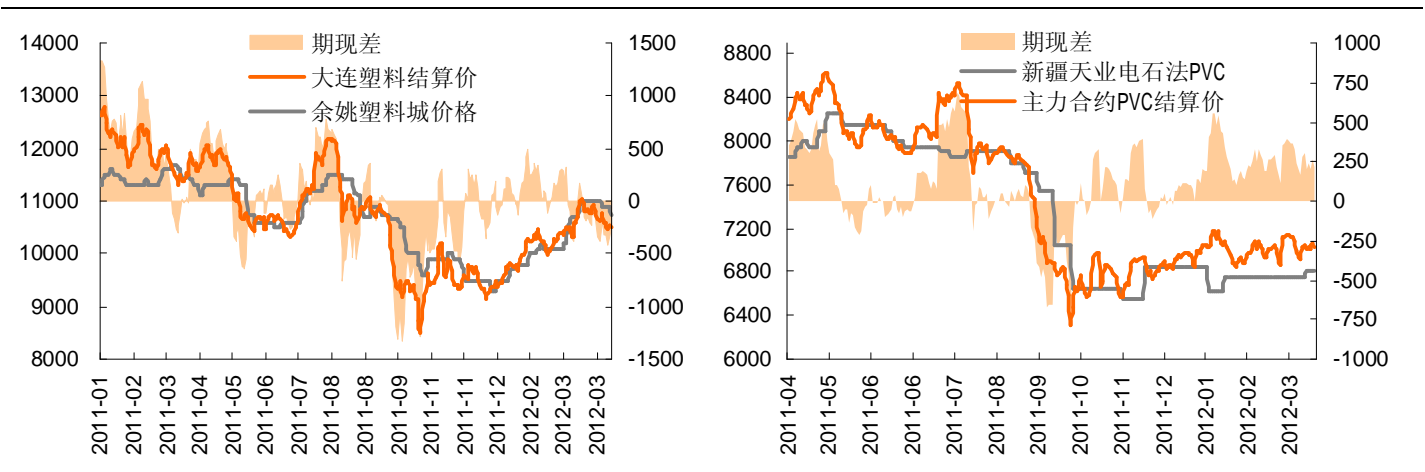
G20 承诺向 IMF 注资逾 4300 亿美元。二十国集团财长及央行行长 20 日宣布，将向国际货币基金组织(IMF)注资 4300 多亿美元，防范可能发生的全球金融危机。这是 IMF 近年来第二次增资，2009 年，为应对当时的全球金融危机，各方一举向 IMF 注资 7500 亿美元。此举有利于刺激资本市场短暂走暖。但需注意的是，目前身为 IMF 最大出资方的美国态度消极，明确表示不会为 IMF 注资。

国内而言，本周重点关注周一 10:30 公布的中国 4 月汇丰制造业采购经理人指数 (PMI) 预览值，以及 3 月新增外汇占款情况。

2、化工现货市场较为僵持

图3-3: 塑料期货较现货处于贴水

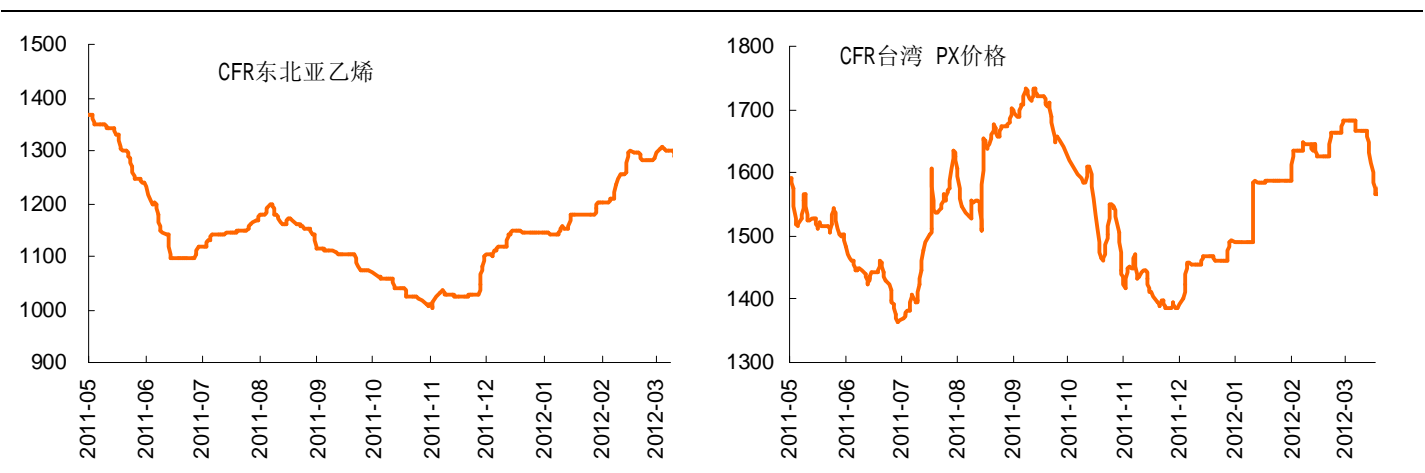
图3-4: PVC期货较现货升水幅度缩小



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-5: 国际乙烯价格继续走高

图3-6: PTA原料PX价格大幅回落



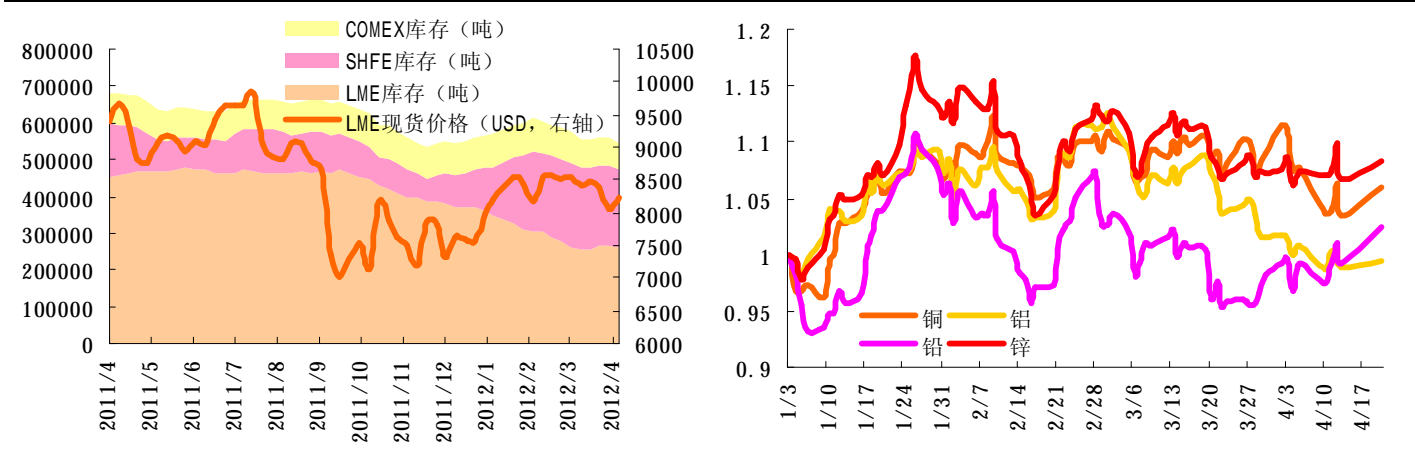
资料来源:wind、平安期货研究所

上周股市的走高给期望带来了较为主要的推动力。现货价格本月中旬结算价格公布后以偏于利空为主。上游方面，纽约原油继续维持在 100 美元附近仍对后期起到支撑作用。总体来看，现货价格止跌于 10300-10400 元/吨，有一定的企稳表现。下游需求依然低迷，一定时间内抑制上方空间。上周 PVC 市场缺乏明确的方向性，PVC 维持

低位震荡走势。国内现货市场受到成本的支撑继续挺价销售，但下游需求并没有打开，多是按需采购，市场成交平平，华南华东地区价格维持在 6700 元/吨附近；上游电石价格继续维持僵持状态，偏紧现象依然存在，但受制于 PVC 销售并不乐观，电石也难以涨价，开工率维持在低位。

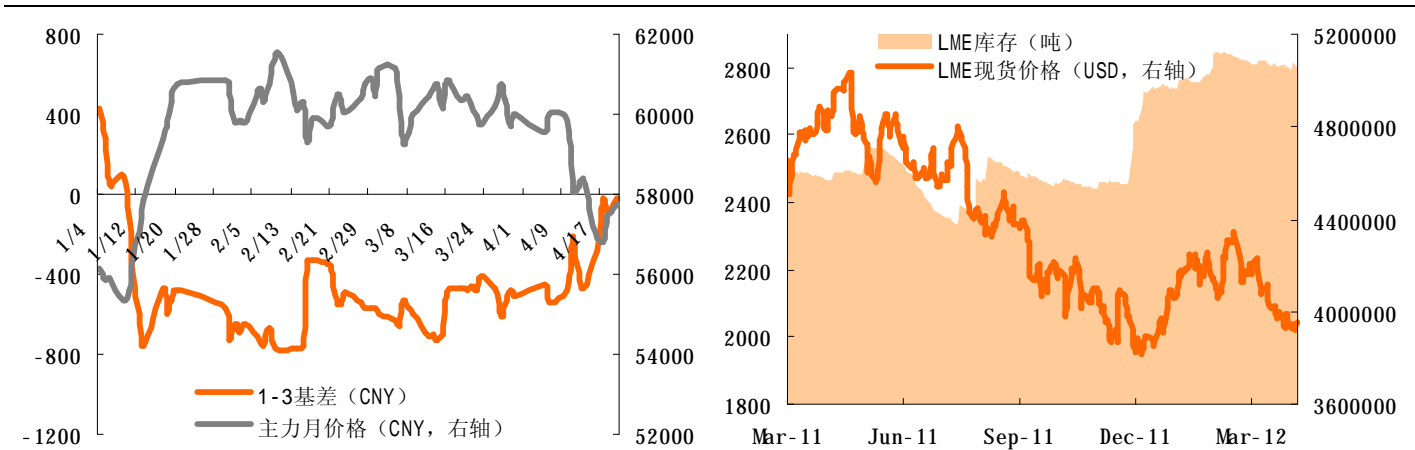
3、金属价格收复失地

图3-7:全球注册库存略有下降,铜价有所抬升 【近12个月】 图3-8:前期跨品种强弱有所修复 【2012年起】



资料来源:LME、SHFE、COMEX、Bloomberg、平安期货研究所

图3-9:市场恐打破盘整走势 【2012年起】 图3-10:LME铝库存维持高位,价格下行压力明显 【近12个月】



资料来源:LME、SHFE、Bloomberg、平安期货研究所

金属反弹值得警惕。在上周，好于预期的德国 IFO 企业景气判断指数公布之后，欧洲股市上涨和美国企业的第一季度业绩季报强劲提振投资者信心。而本周，最大可能的利空来自两个方面：中国放松货币政策和西班牙的债务问题。前者在短期内或因盲目的市场热情追高，但中期内对于铜金融需求的影响无疑是致命的。整体而言，铜的实际消费需求已经到了极为低迷的时刻，金融属性上已经容不得太多的向上空间。前期的价格中枢已经被打破，本周的均衡价格或将出现在 8000 到 8300 美元之间。

4、美豆 CFTC 净多持仓接近峰值

本周 CBOT 豆类净多持仓继续增加，但值得投资者注意的是伴随美豆在 2011 年年底触底反弹，投机基金在美豆上的净多持仓量也从 8600 张攀升至目前超过 23 万张。目前 CBOT 大豆期货未平仓合约规模创下超过 80 万张的记录高位，而基金净多持仓规模也已达历史峰值，美豆受到的资金支撑力度下降，投资者应注意防范资金离场可能引发的市场回调风险。油粕比价跌破一年以来的最低点，强弱关系有望改善。油脂方面表面相对稳定，买豆油抛棕油套利价差变化处于窄幅震荡。较前一周并无较大变化。建议买豆油 1209 抛棕油 1209 套利继续持有。目标位为 1500。（李斌、孙帆、牟宏博、丁红、鲍凯）

图3-11: 豆类净多持仓继续快速增加

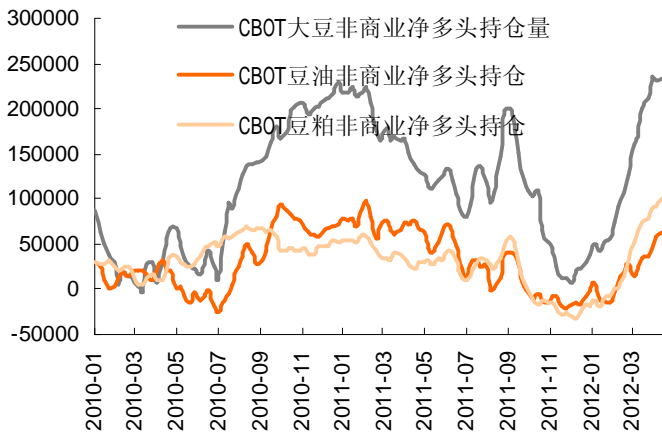
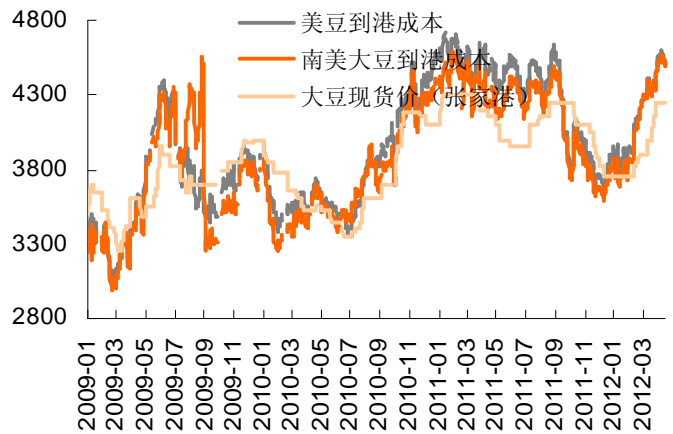


图3-12: 进口成本持续高涨



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-13: 豆粕比处于一年多来的低点

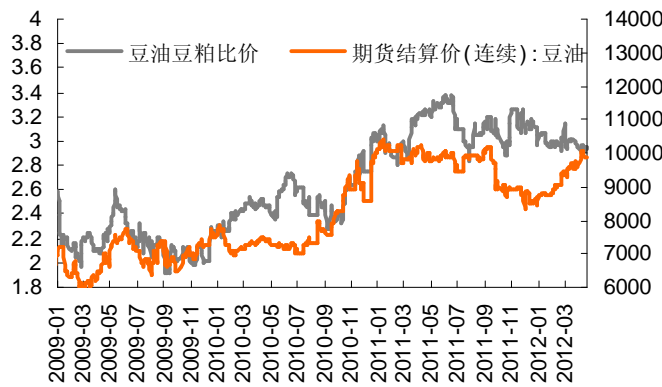
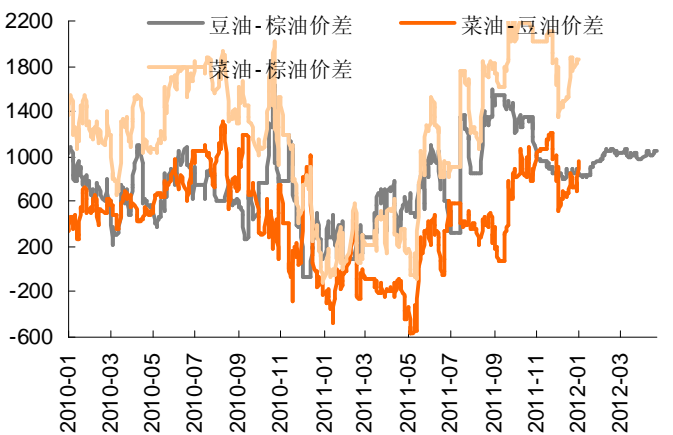


图3-14: 豆油棕油价差相对稳定



资料来源:wind、平安期货研究所

三、本周投资策略

欧债有惊无险，经济虚实难测

1、引子：西班牙暂时脱险

上周市场风险情绪得到有效释放，其关键原因是西班牙的国债拍卖远超市场预期。随着以西班牙为中心的新一轮欧债危机的不断发酵，市场看空欧洲的声音不绝于耳。上周意大利、西班牙、法国基准 10 年期国债收益率再度走高，而西班牙 10 年期国债收益率再度突破 6%，接近 7% 的关键水平；另一方面，有传闻法国评级或被下调的消息被市场广泛传播，导致市场风险情绪大增。但周四西班牙国债发行顺利，总计售债数量超出计划同时收益率并无进一步攀升，这点大大出乎市场预期并推升了风险资产的水平，可以说西班牙暂时脱险。事实上我们在前两期周报就已经指出，西班牙的危机可能是有惊无险，最后会蒙混过关。

2、协同宽松政策出现分歧

但是上周国际市场出现了一些令人不安的信号，一季度以来全球央行协同宽松的局面似乎出现了分化。上周印度以及巴西都加入了货币宽松的大阵营，日本也不断强调在必要时期会放松货币，但是打响货币宽松头炮的英国央行却出现退缩的迹象。从周三英国央行公布的议息会议纪要来看，英国央行政策制定者们虽然承认，英国统计局即将公布的 GDP 数据恐将出现萎缩，但央行多数央行委员们依旧投票支持维持 QE 规模不变。更重要的是作为英国央行内部温和的委员普森在 4 月改变了观点，反对进一步扩大 QE，使得英国央行内部只有唯一一位委员支持扩大宽松规模。

3、策略：反弹难以持续

当前全球经济面临的三大困局可能对市场造成下行风险：欧债、美国以及中国经济。事实上我们认为欧债问题对市场的冲击只是阶段性。希腊事件之后 IMF 的火力已经大大增强，同时由于这些国家对于经济可能产生的系统性冲击，坐视不理的可能性并不大。而美国与中国经济则是确确实实遭遇了下行的冲击，中国上两周公布的经济数据显示经济探底的过程仍在继续，而美国经济则似乎到了一轮反弹的高点。这些经济层面的因素在不断发酵，终将对市场产生冲击。但是短期而言，这些因素未必成为市场关注的焦点，因此短暂的反弹可能是存在的。

我们在上两周指出，美国股票市场的下行可能将成为全球风险资产的一个风向标，但上周美国股票市场再度企稳，我们认为这种情况也是不可持续的。当下的局面类似

2011年的4月，但我们都知道随后美国股票市场进入了一轮暴跌的行情。当前同属风险资产的高收益债以及股指的方向出现了背离，历史上的情况通常是股指向高收益债回归，这意味着股指的调整。因此我们认为市场的反弹可能难以持续，我们依旧需要关注下行的风险。（简翔）

表 4-1:综合策略跟踪

日期	3月19日	3月26日	4月9日	4月16日
主要观点	两会风波与避险倾向的消退	中国经济进入下降周期		经济下行，市场下行
策略	短线依然维持多头思维	短线转为空头思路		将空头进行到底
上周策略回顾			文华商品指数-0.9%	文华商品指数-0.4%
表现最强品种	ICE 棉 1.98%	-	IF 指数 2.74%	上证指数 2.02%
表现最弱品种	CBOT 玉米 -3.82%	-	日胶-4.58%	ICE 糖-5.48%

资料来源:WIND、平安期货研究所

四、经济数据备忘

西班牙发债结果良好

售债结果显示，西班牙总计售债 25.41 亿欧元，超出 15-25 亿欧元计划发售规模。其中包括 11.16 亿欧元 2014 年到期的国债及 14.25 亿欧元 2022 年到期的国债。该国 2014 年期国债平均得标利率为 3.463%，略低于上次的 3.495%，超额认购率为 3.3，上次为 2.0；2022 年期国债平均得标利率为 5.743%，高于上次的 5.403%。同时，西班牙 2014 年期国债最高得标利率为 3.520%，与前次发售水平相当；2022 年期最高得标利率为 5.778%，高于上一次。

表 5-1:上周数据回顾

日期	经济数据	前值	预测值	公布值
2012-4-16	欧元区 2 月季调后贸易帐	+59 亿欧元	+55 亿欧元	+30 亿欧元
2012-4-16	美国 2 月外资净买入美国公债	839.4 亿美元(初值 830 亿美元)		153.5 亿美元
2012-4-17	中国 3 月实际外商直接投资(年率)	-0.9%		-6.1%
2012-4-17	美国 3 月新屋开工年化月率	-2.8%(初值-1.1%)	+1.0%	-5.8%
2012-4-17	美国 3 月营建许可月率	+4.8%	持平	4.50%
2012-4-18	美国 上周 EIA 原油库存变化(至 0414)	+279 万桶		+386 万
2012-4-19	美国 上周初请失业金人数(至 0414)	38.8 万人(初值 38.0 万人)	37.0 万人	38.6 万人
2012-4-19	美国 3 月谘商会领先指标	95.5		95.7
2012-4-19	美国 3 月 NAR 季调后成屋销售年化月率	-0.9%	+0.4%	-2.6%
2012-4-20	德国 4 月 Ifo 商业景气指数	109.8	109.5	109.9

资料来源:平安期货研究所整理

表 5-2: 本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2012-4-23	中国 4 月汇丰制造业采购经理人指数预览值	48.3	
2012-4-23	欧元区 4 月 Markit 制造业采购经理人指数初值	47.7	48
2012-4-24	欧元区 2 月工业订单月率	-2.3%	-0.8%
2012-4-24	美国 3 月新屋销售总数年化	31.3 万户	32.0 万户
2012-4-25	美国 3 月耐用品订单月率	+2.4%	
2012-4-26	美联储公布利率决定	0-0.25%	0-0.25%
2012-4-26	欧元区 4 月经济景气指数	94.4	94.4
2012-4-26	美国 3 月 NAR 季调后成屋签约销售指数	96.5	
2012-4-27	美国第一季度核心个人消费支出物价指数初值年化季率	+1.3%	+2.0%

资料来源:平安期货研究所整理

关注美联储议息会议

本周美联储将结束为期两天的货币政策会议，会上联储对于量化宽松的态度值得关注。同时欧债危机的持续发酵，也是投资者必须防备的消息地雷。近来西班牙、意大利等规模较大的经济体也被卷入债市漩涡。而这份黑名单近期再添新成员，惠誉警告称，荷兰被认为是下一个调整预算目标的欧元区国家。（简翔、廖磊）

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>