

伯老游戏，梦幻泡影

内容摘要

伯南克发言了无新意。对于伯南克在 jackson hole 的讲话可以用5句话来简单概括：1、美国以及全球当前的经济状况非常糟糕；2、经济危机积重难返，持续的时间越长全球经济复苏前景越黯淡；3、美联储有能力提振经济；4、实施宽松政策的确需要成本，但是与可能获得的收益相比，这点成本不足为道；5、美联储决定静观其变。

Qe 预期再度消退。路透最近调研显示，过去两周内对美联储是否会在9月的议息会上宣布QE3这个问题上，投资者正变得已经变得越来越持怀疑态度。只有44%的受访基金经理现在认为美联储将宣布QE3，而上个月的调查比例为70%。

中美冰火二重天。上周中美都公布了重要的经济数据，一是美国的GDP数据与房地产数据都表现良好，为美股的继续攀升提供了动力；二是中国官方PMI公布，8月中国官方PMI为49.2再度跌破了50的荣枯分界线，印证了上周汇丰PMI所反映的中国经济困境，而中国股市则继续下跌，跌破了两年以来的低位，大宗商品市场的表现同样不佳。

策略：事情正在起变化。需要我们担忧的是来自于美元的变化。资金将进一步从其他国家以及市场流出，流入美国以及美国股市。中美股市的相关性早已不见踪影，而美元的回升则可能对所有大宗商品造成打击，投资者在本周应该寻找机会了结前期头寸，然后静待另一个机会的到来。

欧元的自我救赎。从欧元区领导人的措辞中，还能看到欧元进行自我救赎的意愿，但LTRO的无效让人怀疑欧元区自身的能力。而至于是先崩溃后拯救，还是先拯救后崩溃，节奏是至为关键的博弈点。操作上，当前的遇阻是减持欧元多单的时机，假如突破，之后再行跟随。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 策略研究小组

* : dept_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

责任编辑：简翔

☎:86-755-23946145

* : jianxiang247@pingan.com.cn

& : 期货从业资格:F0271800

全球指数	收盘价	周涨跌	月涨跌
上证指数	2047.52	-2.13	-4.00
道琼斯	13090.8	-0.51	-0.04
美元指数	81.266	-0.43	-1.29
CRB 商品	576.91	1.57	3.18
外盘商品	收盘价	周涨跌	月涨跌
伦敦金	1691.6	1.27	5.49
美原油	97.16	0.44	5.38
LME 铜	7586	-0.83	2.71
LME 铝	1893.75	-0.60	2.14
LME 锌	1839.5	-1.10	0.51
CBOT 玉米	798	-0.92	-1.13
CBOT 豆油	57.06	0.44	8.01
美糖	20.17	1.20	-8.82
美棉	77.54	2.74	4.45
日胶	217.5	-2.16	-3.20
国内商品	收盘价	周涨跌	月涨跌
沪铜	55508	-0.32	2.54
沪铝	15354	-0.02	0.20
沪锌	14692	0.28	0.86
沪螺纹钢	3420	-2.68	-7.07
沪铅	15154	0.22	1.83
连玉米	2410	0.17	-0.41
郑强麦	2543	0.55	3.46
连豆油	9925	-0.93	4.96
郑糖	5389	-0.07	-0.46
郑棉	19525	0.53	3.55
沪胶	21506	-1.21	-4.39
郑PTA	7479	-0.57	-0.27
连塑料	10100	1.74	3.38
连PVC	6532	-1.15	1.29

资料来源：文华财经、平安期货研究所

一周重要图表

图1:上周各市场表现一览 (%)

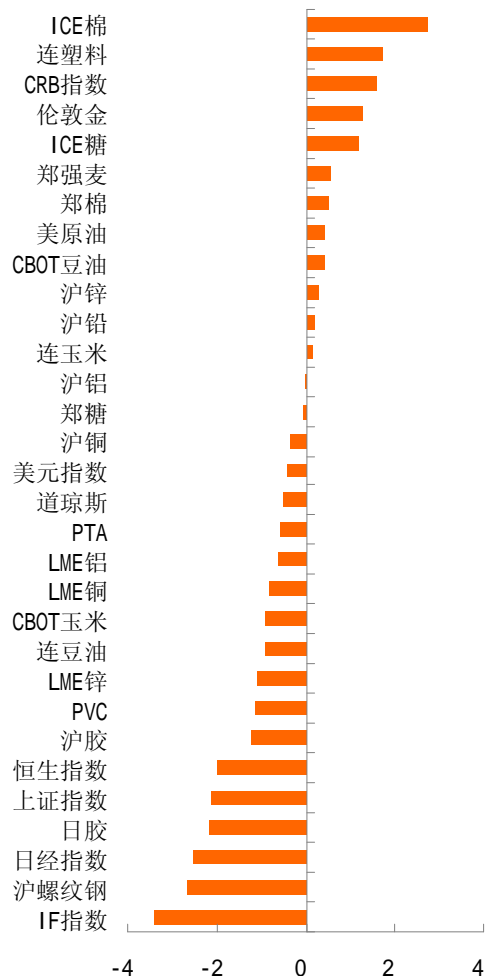
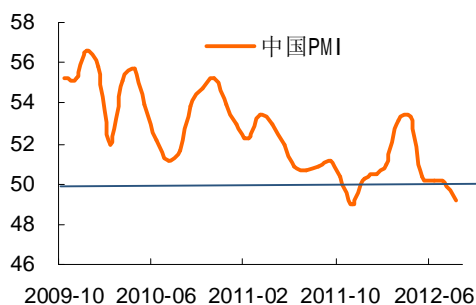


图2:8月PMI跌破50%荣枯线



资料来源:文华财经、wind、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、8月PMI显示去库存仍未完结,伯南克继续玩弄文字游戏....4
 - 2、商品资金流向:QE预期有所下降,本周依然谨慎对待.....5
 - 3、乙烯单体价格大幅反弹.....6
 - 4、金属反弹乏力.....7
 - 5、买豆粕抛豆油套利减仓持有.....8
- 三、本周投资策略.....9
 - 伯老游戏,梦幻泡影
 - 1、引子:梦幻泡影.....9
 - 2、冰火二重天.....9
 - 3、策略:事情正在起变化.....9
- 四、酷图精解.....10
 - 欧元的自我救赎
- 五、经济数据备忘.....12

一、市场板块解析

Qe 预期再度消退。本周资本市场表现平淡，静待美联储在 jackson hole 会议进一步 qe 的指示。周中公布的美国经济数据整体表现较好，但中国 PMI 数据显示中国经济减速的势头没有终止。外围市场表现平淡，但国内股指创下新低，而前期强势的农产品也有见顶的迹象。

市场预期难成共识，金属价格反弹乏力。伯南克在全球央行行长年会上的发言，并未明确暗示任何新的货币宽松措施会马上推出。8 月中国官方 PMI 数据跌破荣枯分水岭，创下今年以来的新低。从各分项指数来看，中国经济正处于下行中逐渐筑底的过程，并无明显改观。前一周伦敦现货铜微跌 0.28%、伦铝微跌 0.35%、伦铅微涨 0.06%、伦锌下跌 0.36%，上海期交所螺纹钢主力合约下跌 2.84%。

化工品弱势难改。上周国际原油维持震荡下跌走势，周跌幅不到 1%。化工品仍呈现分化走势，塑料受益于原油的高位及近期乙烯单体价格的大幅反弹，保持强势。PVC 由于电石价格的高位运行相对抗跌。甲醇、焦炭在上周出现了大幅下跌，已经连续三周呈现下跌走势。

豆粕趋势多单适量续持：本周对于美豆产量的担忧进一步充斥市场，美国年度田间巡查发布的报告显示明尼苏达州南部地区的玉米及大豆作物的长势较预期更糟。分析师预测美豆单产为每英亩 36.6 蒲，为 8 年低位。受产量担忧影响，美豆类再创新高。而国内豆类市场表现跟随上涨，仍以豆粕表现最为强劲。短期来看，受资金关注度最高的豆粕仍有望继续领涨豆类市场。前期的豆粕趋势多单仍适量续持。后续需关注最终产量和需求是否跟上。（简翔、鲍凯、牟宏博、丁红）

图2-1:上周外盘期货表现一览

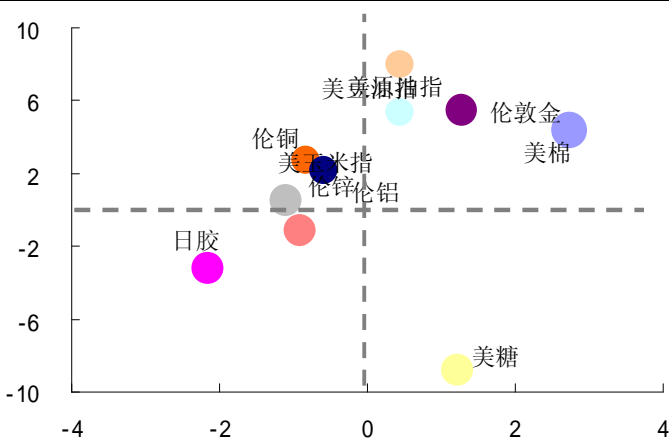
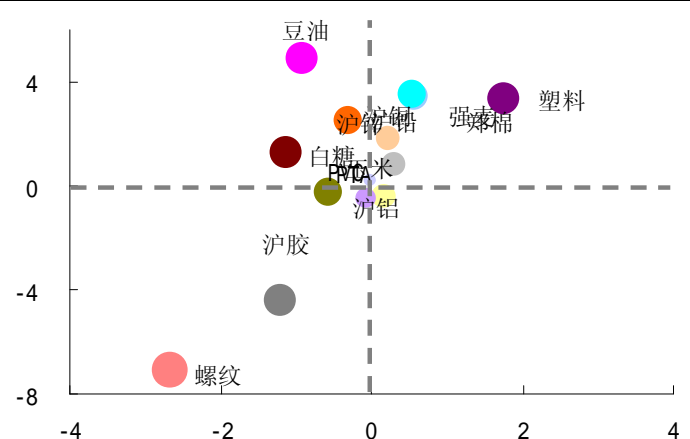


图2-2: 上周内盘期货表现一览



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、8月PMI显示去库存仍未完结，伯南克继续玩弄文字游戏

中国 PMI 初值非常不佳。周末，8 月份中国 PMI 公布为 49.2%，不仅低于荣枯线之下，还创下了自去年 11 月以来的新低。其中，生产指数和原材料库存指数是 PMI 持续回落的主要推手，8 月生产指数为 50.9%，比上月回落 0.9 个百分点，这表明企业生产经营持续低迷；而原材料库存指数为 45.1%，比上月大幅回落 3.4 个百分点，表明企业未有增加生产的打算。这两个指数回落下拉 PMI 指数将近 0.6 个百分点。此外，反映 PMI 的核心指标，新订单指数，已连续四个月位于荣枯线之下，比上月下降 0.3 个百分点。衰退最严重的是钢铁业 PMI 为 39.9%，比上月回落 4.6 个百分点，创 2008 年 12 月份以来的新低，这与国家持续的房地产调控有关。整个中国经济在稳增长的方面，目前已形成了较大的压力。

图3-1:8月PMI各项指数下降而唯成品库存上升

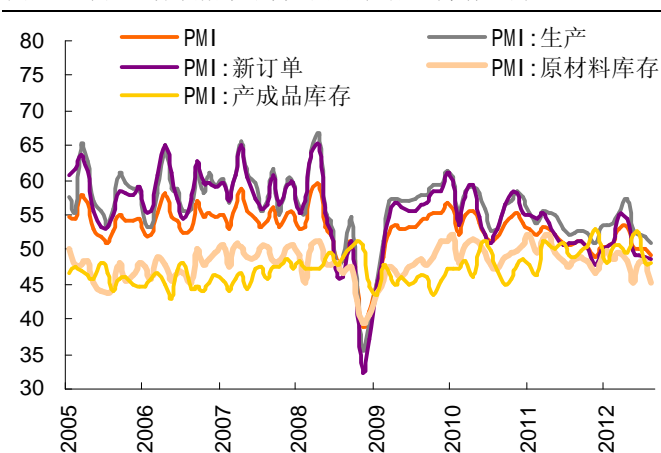
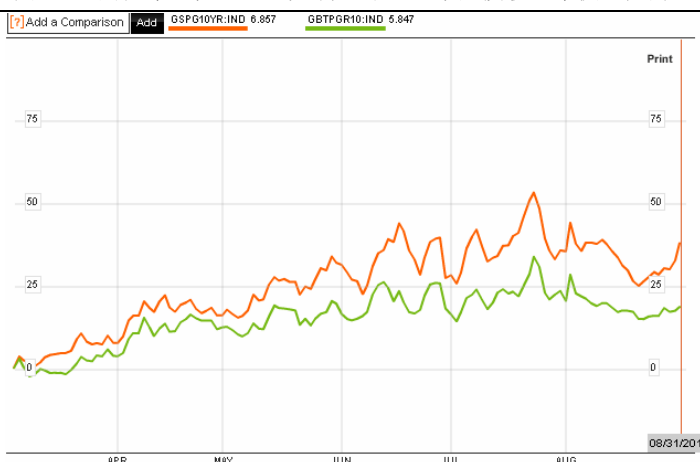


图3-2: 西班牙(橙)、意大利(绿)10年国债收益率快速回升



资料来源:Wind、平安期货研究所

周末举行全球央行年会，伯南克继续玩弄文字游戏。美联储主席伯南克上周五在杰克森霍尔举行的全球央行年会上表示，拉低美国失业率的进展太过缓慢，重要的是要有进一步进展，特别是就业市场，美联储将在必要时采取行动强化经济复苏。伯南克称：“就业市场的改善速度缓慢得令人失望，质疑结构性调整引发高失业问题，降低失业率需要更强的经济增长做后盾。”他还补充称，疲软的房市、财政政策及信贷市场也拖累经济增长。他指出，经济形势远未达到令人满意的程度，除非经济开始更快速的成长，否则失业率可能将在一段时间内保持在符合最大就业的水准之上。

对于伯南克的讲话，投行们做出截然不同的结论。客观而言，伯南克讲话没有真正改变 QE3 预期，但同美联储会议记录没有太大差别。既没有预先承诺，但也未排除可能性，保持了可能将放宽政策的一致基调，讲话没有真正改变预期。

本周投资者可重点关注欧美 PMI 数据、美国 8 月非农就业报告、以及欧洲央行在 9 月 6 日的利率会议。

2、商品资金流向：QE 预期有所下降，本周依然谨慎对待

短期内 QE3 前景依然处于扑朔迷离的状态，难以唤起投资者对商品市场的美好憧憬，本周国内期货涨跌不一，前期强势品种如豆类依然领涨，但是动力有所减缓，白糖在创新低之后强势反弹，后续还需谨慎对待。

谨慎看待白糖反弹空间。上周白糖走势抢眼，再次成为市场热点，不过从资金流向来看，目前在创了新低之后的强势反弹，表现为多头主力资金的自救，持仓未能有效放大，如果没有收储等基本面的好转，短期反弹态势还需谨慎对待，目前依然空头力量占据优势。

郑棉底部有待探明。郑棉在收储刺激下，连续四连阳，9 月即将进入新年度收储期，棉价将继续向收储价回归，建议投资者坚定持有趋势性多单。

豆类仍需谨慎。从资金流向及持仓来看，目前豆类多头并未大幅减仓，但是空头资金有所进场，目前进入博弈状态，投资者积极关注盘面动态及国内外宏观因素，另外天气也需要考虑，总体来说，多头上涨力量有所犹豫，空头等待时机发力。

结合商品整体成交和涨跌幅度来看，后市依然以全球宏观以及天气因素为主要操作要点，本周积极关注经济走势动态，总体来说，资金流出为主。

图3-3: 期货市场整体资金流向 (单位: 亿元)

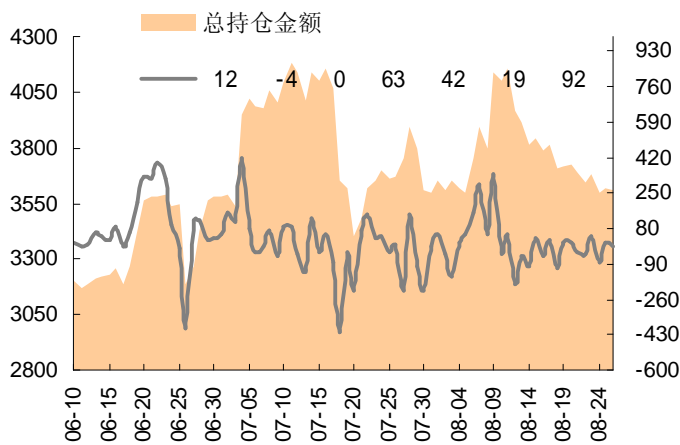
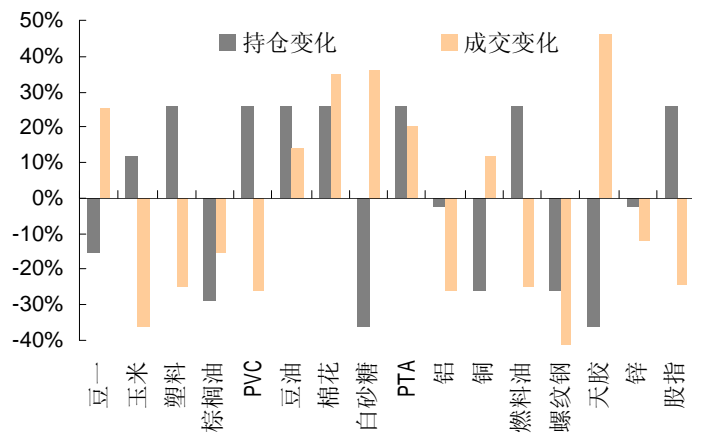
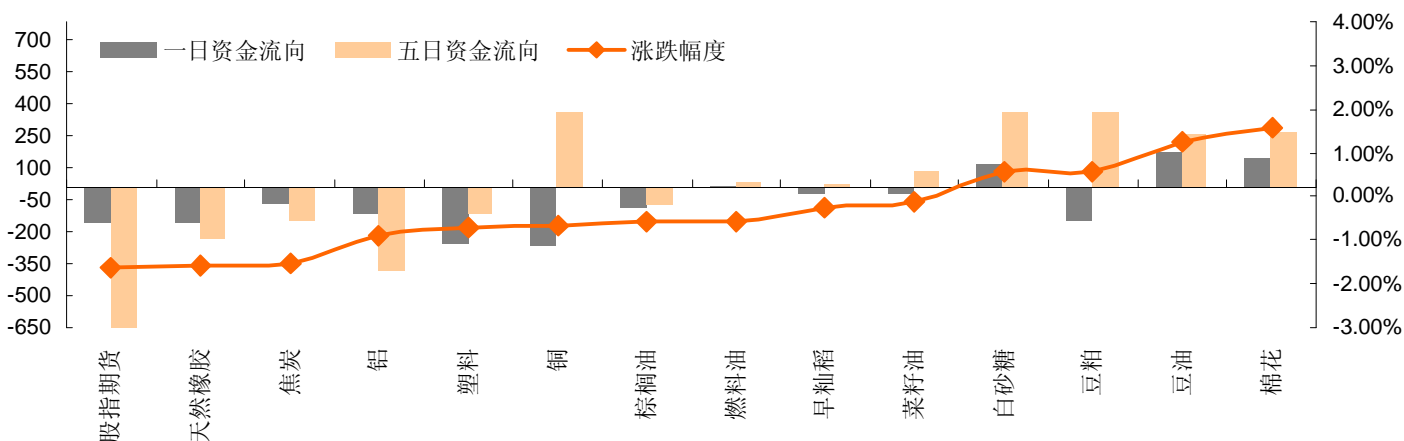


图3-4: 各品种相对持仓变化率



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)



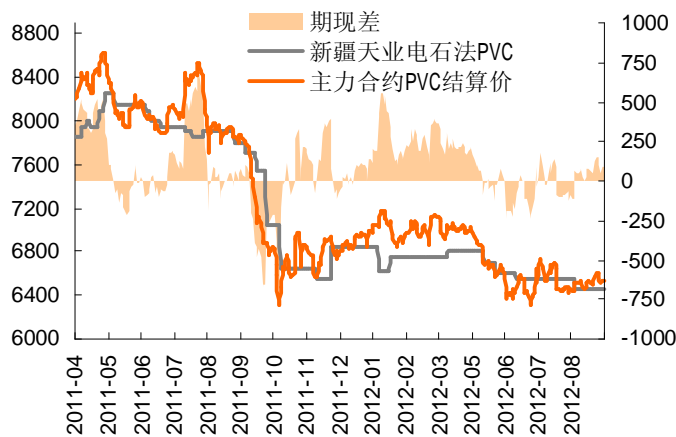
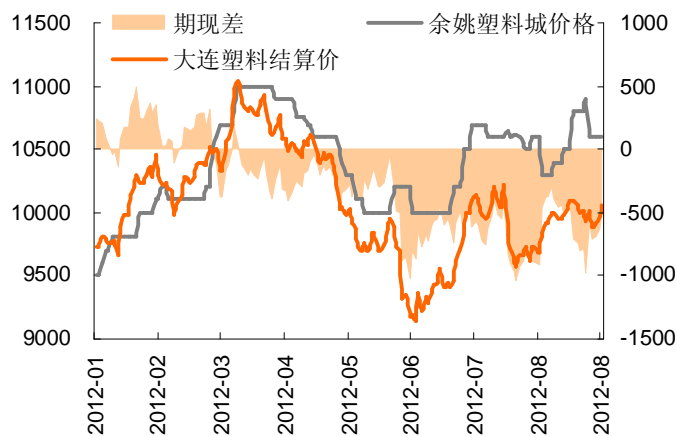
资料来源: WIND、平安期货研究所

3、乙烯单体价格大幅反弹

国际乙烯单体价格自6月900美元/吨上下见底以来,目前已经反弹至1321美元/吨,乙烯单体的大幅上涨源于国际原油的大幅上行,国际原油从6月80美元/桶上涨至目前的100美元/桶上下。乙烯单体是LLDPE最直接的生产原料,因而乙烯单体的价格对LLDPE的生产成本影响巨大,近期塑料期货的格外强势其实也受益于乙烯单体价格的上涨。

图3-6: 塑料基差维持在500元/吨上下

图3-7: PVC期货与现货价格基本持平



资料来源: wind、平安期货研究所

图3-8: 乙烯单体价格再次反弹

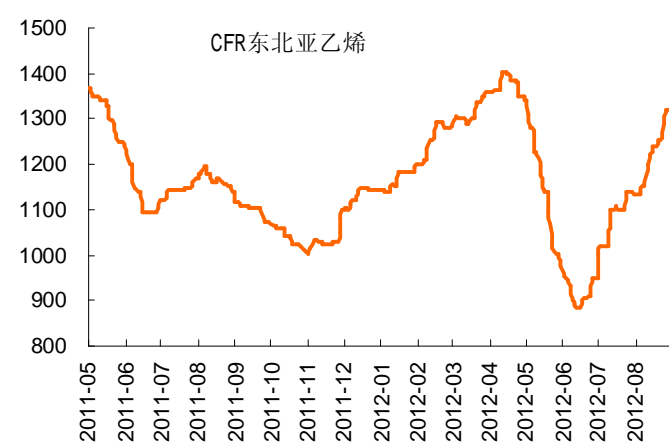
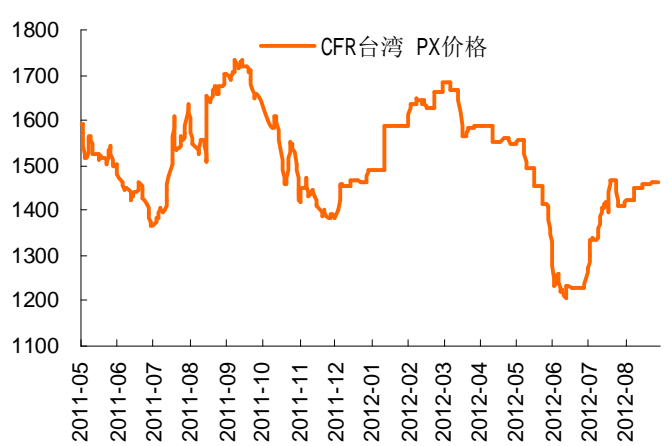


图3-9: PTA原料PX价格持稳



资料来源:wind、平安期货研究所

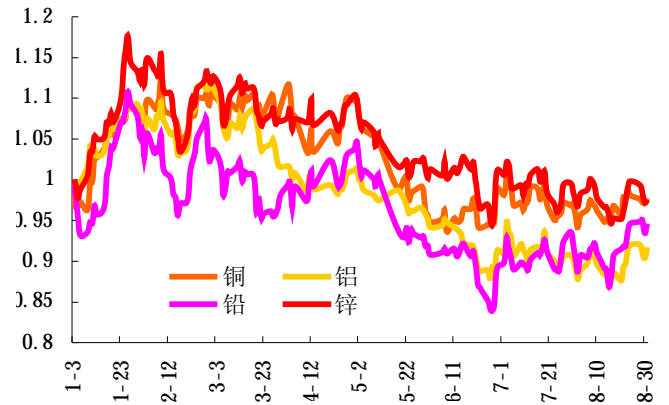
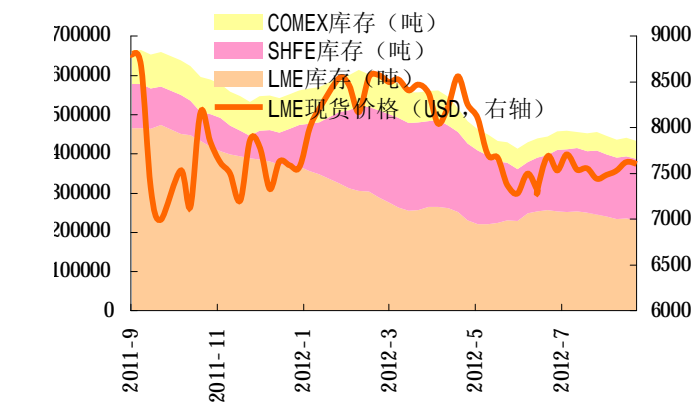
4、金属反弹乏力

图3-10: 全球铜注册库存继续回调

【近12个月】

图3-11: 铅价相对明显走强

【2012年起】



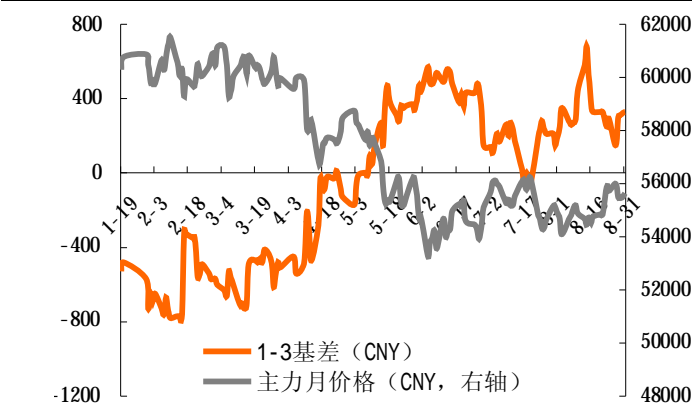
资料来源:LME、SHFE、COMEX、Bloomberg、平安期货研究所

图3-12: 铜价基差开始走稳

【2012年起】

图3-13: LME铝库略有回调

【近12个月】



资料来源:LME、SHFE、Bloomberg、平安期货研究所

金属维持空头思维。上周六中国官方公布的PMI在今年以来首次跌破荣枯分水岭，必将引发市场的看空情绪。美联储近期并无推出进一步货币宽松的打算，使得市场对此大失所望。欧债问题危机四伏，欧洲各国投资需求与消费需求乏善可陈。在风险偏好逐步消退之际，金属市场很难再有起色。在操作上，金属仍需保持做空为主的基调，不应对反弹抱有太大希望。

5、买豆粕抛豆油套利减仓持有

从资金动向来看，CFTC持仓数据显示，截至上周，基金豆类净多持仓仍保持历史高位。国内豆类市场多空多方争夺表现明显，资金仍持续流入豆类市场，豆粕豆油仍是资金流入最积极的品种。国内市场，本周油粕比继续回落，接近历史低值。买豆粕抛豆油套利保持稳健赢利。减产造成的供需失衡奠定豆类强势基础。操作上，建议买豆粕抛豆油套利减仓持有。豆粕趋势多单继续持有。（李斌、孙帆、牟宏博、鲍凯、丁红）

图3-14: 豆类净多持仓仍处于高位

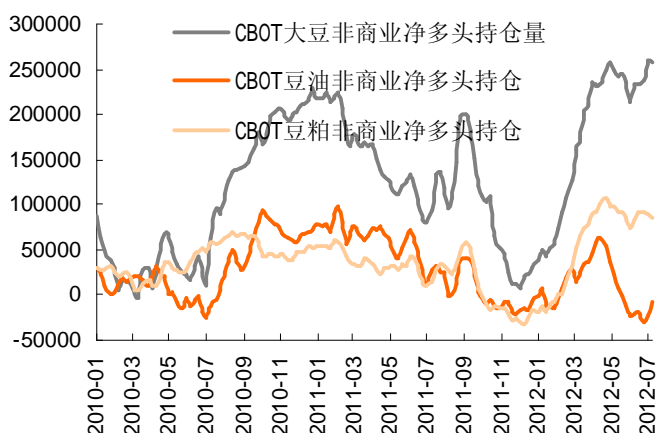


图3-15: 进口成本超不断攀升



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-16: 油粕比继续回落，接近低值

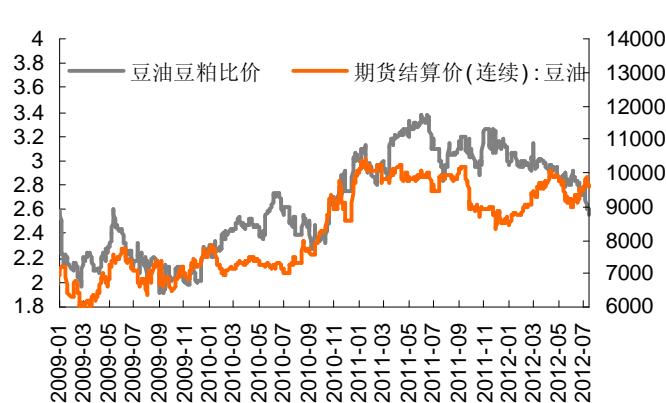
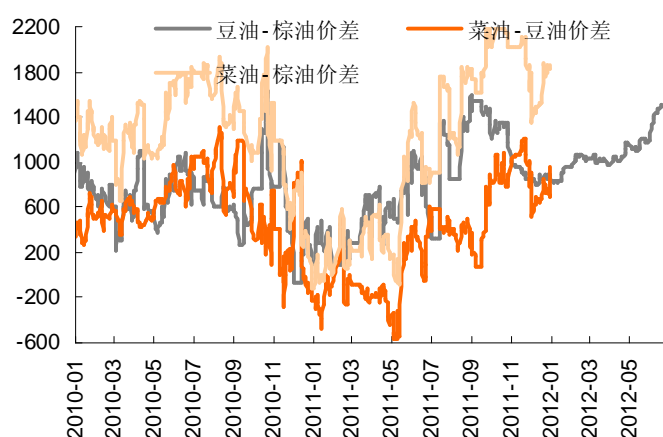


图3-17: 豆油棕油价差稳步扩大



资料来源:wind、平安期货研究所

三、本周投资策略

伯老游戏，梦幻泡影

1、引子：梦幻泡影

我们在上期周报中指出对于资本市场而言，QE3 的预期非常重要。在前一个周三伯南克以一份过时的会议声明引起全球关注，市场的 QE3 预期再起。因此上周末在 jackson hole 举办的全球央行会议就相当重要，投资者都试图等待伯南克对于 QE 的进一步指示。因此资本市场风平浪静（中国除外），迎接周五的到来。但最终结果出炉后所谓的 QE3 前景依然是那样的虚无缥缈。乍看之下，这简直就是把 8 月会议纪要读了一遍。

对于伯南克在 jackson hole 的讲话可以用 5 句话来简单概括：1、美国以及全球当前的经济状况真的非常糟糕；2、经济危机积重难返，持续的时间越长，全球经济复苏前景便越黯淡；3、美联储有能力提振经济；4、实施宽松政策的确需要成本，但是与可能获得的收益相比，这点成本不足为道；5、因此，美联储决定静观其变。

伯南克的讲话令人失望。路透最近的调研显示，在过去两周内对美联储是否会在 9 月的利息会议上宣布 QE3 这个问题上，投资者和经济学家正变得已经变得越来越持怀疑态度。只有 44% 的受访基金经理现在认为美联储将宣布 QE3，而上个月的调查显示认为有 QE3 的基金经理比例为 70%。鉴于当前美元的弱势已经包含了对 Qe 的定价，会议之后，美元可能将回升，而欧元将回吐近期涨幅。进一步近来已经弱势的大宗商品可能更弱，包括原油与农产品都可能面临问题。

2、冰火二重天

上周引起资本市场走势分化的另一个重要原因正如我们在上几期周报指出，资本市场正越来越反映出其基本面。上周中美都公布了重要的经济数据，一是美国的 GDP 数据与房地产数据都表现良好，为美股的继续攀升提供了动力；二是中国官方 PMI 公布，8 月中国官方 PMI 为 49.2 再度跌破了 50 的荣枯分界线，印证了上周汇丰 PMI 所反映的中国经济困境，而中国股市则继续下跌，跌破了两年以来的低位，大宗商品市场的表现同样不佳。

3、策略：事情正在起变化

连续数周，全球宏观面的平静以及交投的清淡为交易创造了较好的背景。由于不需要考虑外部的宏观因素，投资者只需要跟随品种的基本面进行操作就能获取较好的收益。例如我们一直提示的做空国内股指与金属，做到原油以及部分农产品，虽然中途有波折，但不会大错。上周美联储会议记录的确对市场产生一定影响，QE3 预期再起，但本周末确认联储依然无所作为的情况下，市场的走势可能仍会朝着既定的方向去走。

需要我们担忧的是来自于美元的变化。如前所述由于美国经济的强势以及QE预期的消退，美元可能将回升而美国可能将继续强势，进而降低其余资产的吸引力，资金将进一步从其他国家以及市场流出，流入美国以及美国股市。诚然QE如果不成行，全又没有什么重大的风险事件，美国国债没有什么吸引力，但美国股市近年来的回报都相当可观。更重要的是，美国的股指俨然已经变成了科技股的天下，随着9月一系列重要电子产品的发布，科技股的狂潮可能进一步推升美国股指。

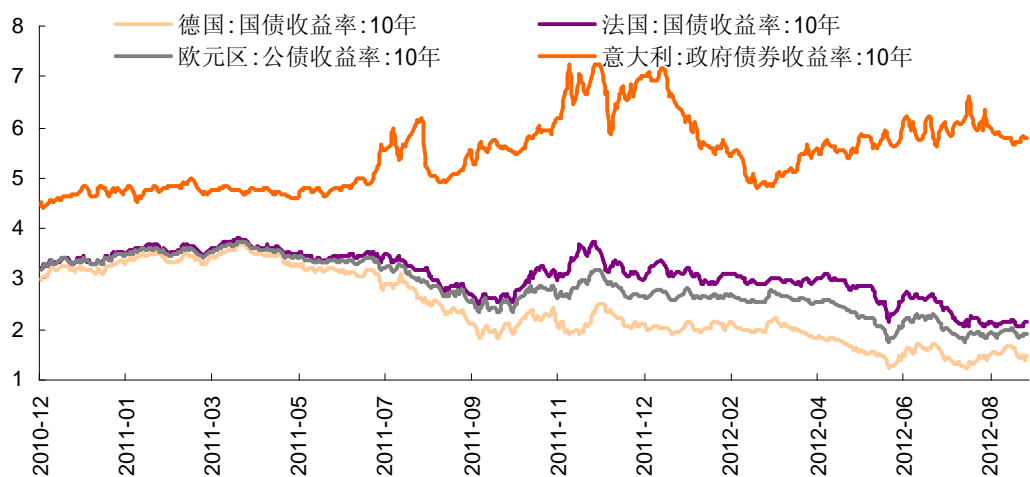
对于国内的投资者而言就只有默默旁观了，中美股市的相关性早已不见踪影，而美元的回升则可能对所有大宗商品造成打击，但如果单纯从市场的角度观察，前期强势品种似乎又意犹未尽，逆势做空强势品种或已经充分下跌的品种都不会是明智的选择，我们建议鉴于此，投资者在本周应该寻找机会了解前期头寸，然后静待另一个机会的到来。(简翔)

四、酷图精解

欧元的自我救赎

上周欧元实现连续三周上涨，但震荡程度已加剧。欧洲央行干预债市与QE3预期的演变让欧元在底部逐渐企稳，但随着时间的流逝，欧元区进入9月的关键时间节点，欧元区债务偿还的高峰期渐渐来临，如果仍未有实质性利好出台，欧元区或将难以突破自去年以来的下降通道的制约，在1.27左右的关口前难逃折返的命运。总而言之，从欧元区领导人的措辞中，还能看到欧元进行自我救赎的意愿，但LTRO的无效让人怀疑欧元区自身的能力。而至于是先崩溃后拯救，还是先拯救后崩溃，节奏是至为关键的博弈点。操作上，当前的遇阻是减持欧元多单的时机，假如突破，之后再行跟随。

图5-1: 欧洲主要国家国债收益率近几月有所企稳回升，风险情绪逐渐抬升



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

欧央行受到德国掣肘。近期，欧洲央行正考虑在严格的先决条件和 EFSF/ESM 计划基础上，干预短期债市的方法。且传闻德国央行行长魏德曼考虑辞职，购债新计划的反对意见给欧洲央行行长德拉基带来更大压力。需要关注的是，欧洲央行将在本周四(9月6日)举行利率会议，市场对欧洲央行干预债市的预期再度被点燃，但同时也得做好希望越大、失望越大的准备。

从长期的技术点位来看，欧元受 6 年来的低点支撑后展开反弹。该支撑位在 08 年次贷危机、10 年欧债危机中都保持金身不破。不过也需看到，前两次依靠的是 QE1\QE2 的解救。今年年初的欧洲自我救赎 LTRO1\LTRO2 只能是制造一轮小型反弹后继续回落，堪称失败。这让我们有理由相信，单凭欧洲的救市或是无效的，唯有美联储的 QE3 能救欧洲。而这，似乎脚步比欧央行购债计划要慢的多。

图5-2: 欧元周线图：欧元受6年来的低点支撑后展开反弹



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

从短期的技术点位来看，欧元行至去年以来的下跌通道上沿，该通道上沿曾在去年 8 月、10 月，今年 4 月多次打压欧元回落，可见即使是两轮 LTRO 的利好也不足以扭转欧元下跌趋势。而本轮欧元的上涨来自欧洲央行购债计划的预期，市场犹如望梅止渴，只是利好仍似海市蜃楼难以触摸。操作上，可保持谨慎的心态对待，当前的阻力位正是减持欧元多单的时机，底部不是两天就能铸就，即使突发大型利好而突破，不妨以后再行跟随，在熊市中，从来不乏做多机会。(李斌)

图5-3: 欧元日线图: 欧元行至去年以来的下跌通道上沿



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

五、经济数据备忘

中美经济冰火二重天

美国第二季度实际 GDP 修正值年化季率增长 1.7%，符合预期，初值增长 1.5%；GDP 平减指数修正值上升 1.6%，同样符合预期，初值上升 1.5%。同时公布的数据显示，美国 7 月 NAR 季调后成屋签约销售指数月率上升 2.4%，数据为 2010 年 4 月以来最高。该指数较上年同期则上升 12.4%。同时，国家统计局 9 月 1 日公布，8 月中国官方制造业采购经理人指数 (PMI) 为 49.2，比上月下降 0.9 个百分点。8 月官方制造业 PMI 跌至 9 个月低点，且为去年 11 月以来首次跌破 50 一线的荣枯分水岭。

表 6-1: 上周数据回顾

日期	经济数据	前值	预测值	公布值
2012-8-27	德国 8 月 IFO 商业景气指数	103.3	102.7	102.3
2012-8-28	美国 8 月咨商会消费者信心指数	65.9	66	60.6
2012-8-29	德国 8 月消费者物价指数年率初值	1.70%	1.90%	2.00%
2012-8-29	美国第二季度 GDP 年率修正值	1.50%	1.70%	1.70%
2012-8-29	美国 7 月未决房屋销售年率	9.50%	9.90%	12.40%
2012-8-30	德国 8 月失业人数变化	0.7 万	0.7 万	0.9 万
2012-8-30	美国 7 月核心个人消费支出物价指数年率	1.80%	1.70%	1.60%
2012-8-31	欧元区 8 月消费者物价指数年率初值	2.40%	2.50%	2.60%
2012-8-31	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数终值	73.6	73.6	74.3

资料来源: 平安期货研究所整理

关注各大央行议息会议

本周重点关注美联储主席伯南克在杰克逊霍尔会议发表演讲，以及美国、加拿大二季度 GDP 数据和欧元区通胀数据；央行方面，欧洲央行执委阿斯穆森就实现更为稳定的经济和货币联盟发表的讲话。此外，9 月将至，欧美领导人和交易员纷纷结束夏季休假，资本市场将再度精彩。（简翔、廖磊）

表 6-2: 本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2012-9-3	中国 8 月汇丰制造业采购经理人指数	49.3	
2012-9-4	澳大利亚 9 月澳央行利率决议	3.50%	3.50%
2012-9-4	美国 8 月 ISM 制造业指数	49.8	50
2012-9-4	欧元区 7 月生产者物价指数年率	1.80%	
2012-9-5	欧元区 7 月零售销售年率	-1.20%	
2012-9-5	加拿大 9 月央行利率决议	1.00%	
2012-9-6	欧元区第二季度 GDP 年率修正值	-0.40%	
2012-9-6	欧元区 9 月央行利率决议	0.75%	
2012-9-6	英国 9 月央行利率决议	0.50%	0.50%
2012-9-7	美国 8 月失业率	8.30%	8.30%
2012-9-7	美国 8 月非农就业人数变化	16.3 万	10.5 万

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>