

融资放量，享受流动性盛宴

内容摘要

热点聚焦：1月社会融资规模达创记录的2.5万亿元。2013年1月社会融资规模为2.54万亿元，比上年同期多1.56万亿元。信贷的放量给主要资产价格带来上涨压力，最近一个季度股市与房地产市场的良好表现与信贷不无关系。同时大幅的信贷扩张也给物价带来快速上行压力，尽管在上半年之前这一压力不会很明显，但累计风险较高。建议投资者好好享受难得的流动性盛宴。

本周策略：短期关注风险资产。我们对于当前市场的定位，当下仍旧是risk on/risk off模式，各项风险资产的相关性仍在不断提升，而风险资产与安全资产的负相关性也在提升，这说明宏观经济以及风险事件仍将是市场的主导。我们认为投资者从交易策略上仍可以关注短期的风险资产上涨行情，回避黄金、回避债券的避险资产。

品种建议：短期谨慎看空黄金，豆类减持多单。黄金建议以1550作为多空分界线；沪铜暂时观望，等待回调介入；螺纹钢可能延续节前上涨势头；豆类减持多单，保持震荡思路观望为主。

品种展望：豆类市场内强外弱局面或将持续。春节期间外盘豆类的调整将不可避免对国内市场产生一定拖累作用。但同时也应注意连豆市场也具有自己的政策特殊性，连豆在产量下降、种植成本增加及收储政策提振等因素影响下底部较为坚实。大幅下跌可能性不大。而美豆受制于南美大豆丰产预期短期难有较强表现。豆类市场内强外弱局面或将持续。

✉: 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：邹立虎
☎: 86-755-23963178
✉: zoulihu508@pingan.com.cn
☎: 期货从业资格: F0278801

相关报告

- 1、财政悬崖，步步惊心——商品E周刊（第66期）
2012.11.12
- 2、政经格局，定势之周——商品E周刊（第65期）
2012.11.05
- 3、博弈大选，政策未明——商品E周刊（第64期）
2012.10.29

一周重要图表

图1: 上周各市场表现一览 (%)

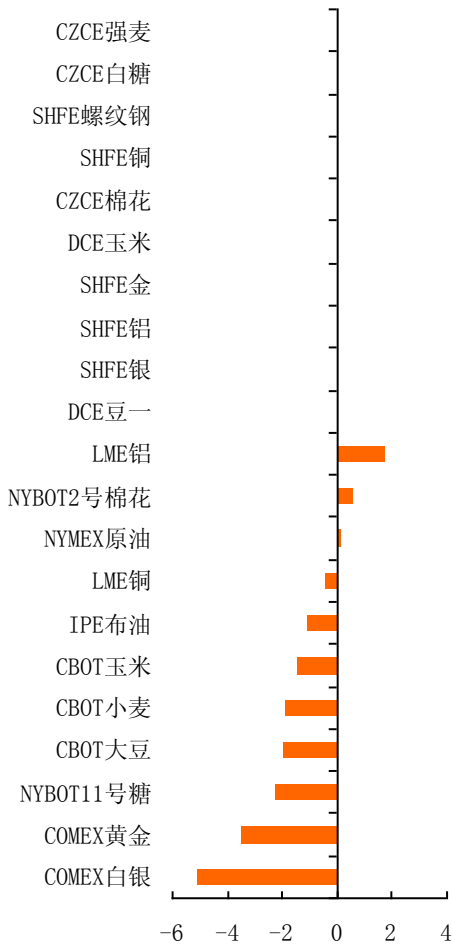
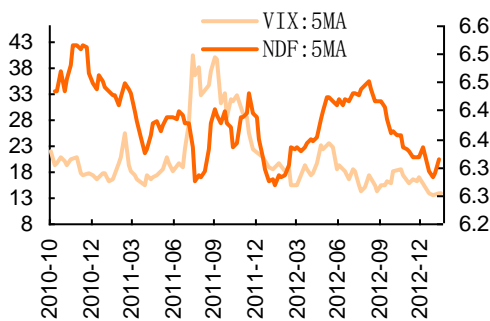


图2: 市场情绪仍偏多



资料来源: 平安期货研究所

附注: 春节期间国内数据为零

目录

- 一、热点聚焦..... 3
 - 1、1月社会融资规模达创记录的2.5万亿元..... 3
 - 2、传统与非传统信贷同步发力..... 3
 - 3、社会资金成本继续下行, 资产价格仍有上行空间..... 4
- 二、每周策略..... 5
 - 1、引子: 大转折时代到来了吗? 5
 - 2、黄金落寞..... 6
 - 3、策略: 短期仍关注风险资产..... 7
- 三、板块解析..... 7
- 四、品种前瞻..... 9
 - 1、供需报告意外上调期末库存..... 9
 - 2、内外豆类市场将出现分化..... 9
- 五、数据备忘..... 10

一、热点聚焦

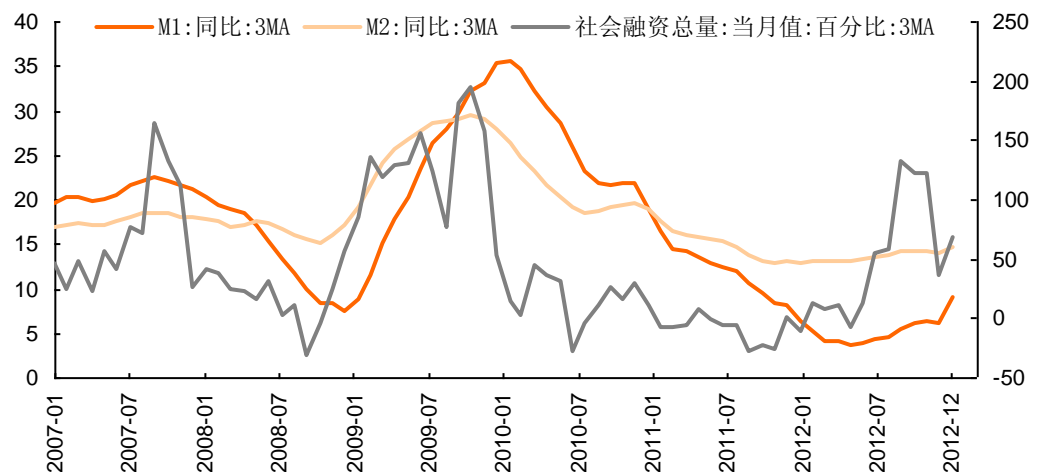
1 月社会融资大幅放量，享受流动性盛宴

1、1 月社会融资规模达创记录的 2.5 万亿元

主要事件：2013 年 1 月社会融资规模为 2.54 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元。其中，人民币贷款增加 1.07 万亿元，同比多增 3340 亿元；委托贷款增加 2061 亿元，同比多增 415 亿元；信托贷款增加 2054 亿元，同比多增 1807 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 5812 亿元，同比多增 6026 亿元；企业债券净融资 2201 亿元，同比多 1759 亿元；1 月末，广义货币 (M2) 余额 99.21 万亿元，同比增长 15.9%；狭义货币 (M1) 余额 31.13 万亿元，同比增长 15.3%。

2、传统与非传统信贷同步发力

图1-1:货币增速与社会融资总量增速加快



资料来源: wind、平安期货研究所

尽管季节性因素对 1 月份的信贷可能造成较大干扰，但同比多增加 50% 的幅度亦显著超出市场预期，这可能与去年中央经济工作会议提出的切实降低社会融资成本相符合的。此外，我们预计海外经济的好转带来的出口回暖，外汇占款将构成未来流动性的另一个支撑。

从结构来看，传统的银行信贷与非传统融资齐头并进。1 月银行信贷创 3 年来新高，我们怀疑这可能是经济回暖带来的信贷需求增长。债券与信托融资继续大幅增长，尽管信托领域的急速扩张面临风险，但短期并不明显，政府融资平台仍有巨大刚性需求。值得注意的是未贴现的银行承兑汇票增加 5812 亿元，同比多增 6026 亿元，这可能与资本市场在 1 月份的大幅上涨密切相关。

图1-2:1月新增信贷创近三年新高

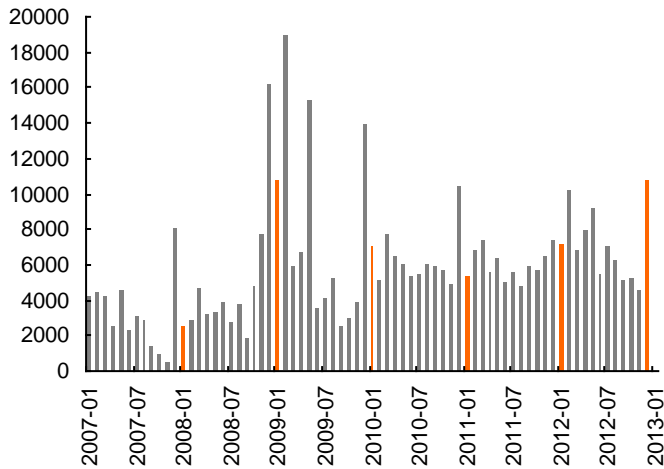
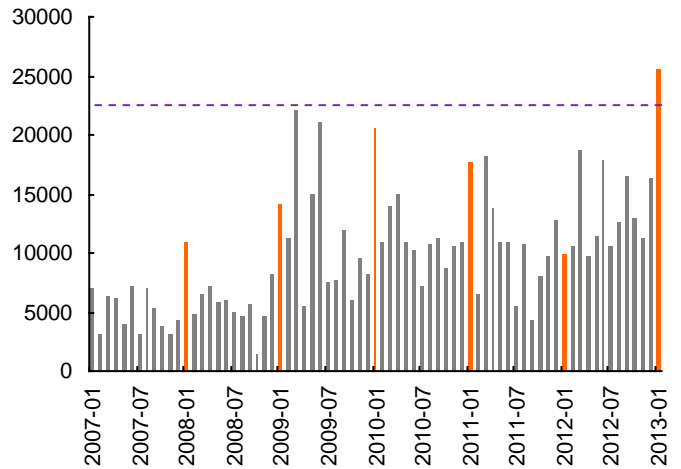


图1-3:传统与非传统信贷齐头并进推动社会融资规模创历史记录



资料来源: wind、平安期货研究所

如此巨量的规模是否能够延续,在当前房地产市场价格存在明显向上压力的情况下,值得怀疑。

3、社会资金成本继续下行,资产价格仍有上行空间

货币信贷的显著放量推动社会资金成本继续下行,1月份,银行间市场同业拆借月加权平均利率为2.27%,分别比比上月和上年同期低0.34个和2.10个百分点。票据贴现利率亦在1月份下降了约50个基点,社会资金成本的下降有利于降低财务成本,推动企业盈利恢复,带动经济内生循环启动,但资金的低效率配置使得这一渠道并不畅通,不过起码推动经济进一步回暖将是无疑的。

信贷的放量给主要资产价格带来上涨压力,最近一个季度股市与房地产市场的良好表现与信贷不无关系。同时大幅的信贷扩张也给物价带来快速上行压力,尽管在上半年之前这一压力不会很明显,但累计风险较高。建议投资者好好享受难得的流动性盛宴。(邹立虎)

图1-4:社会资金成本下降



图1-5:利差近期再度回落,社会信用偏好继续上升



资料来源: wind、平安期货研究所

二、每周策略

大转折与大脱钩

1、引子：大转折时代到来了吗？

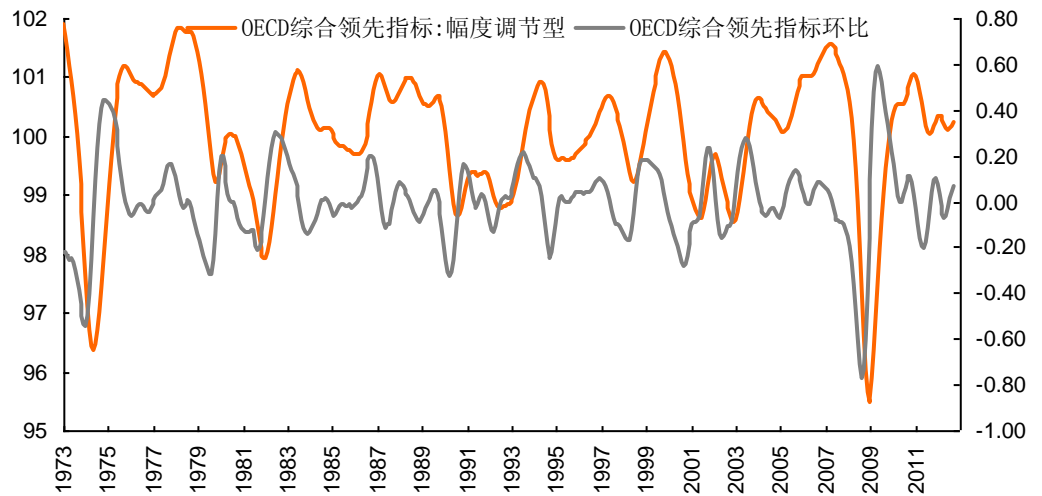
在中国传统新春佳节休假之际，外围市场表现也相对平静，这与前期如火如荼的上涨形成了鲜明的对比。春节之前受益于对全球经济的复苏预期以及各国央行的宽松政策，风险资产受到追捧成为主旋律，因此一个非常重要的论调是当前处于的是“大转折”的时代。在过去数年受到各类风险事件的影响，风险资产尤其是股市表现一直不佳，但当下离危机爆发已经过去了4年，离NBER定义走出经济衰退也已经3年，在这样一个时间周期，在库存触底以及央行催谷之下，资金难道不应该重新流入风险资产吗？如果是这样，当前行情的平稳就应该是前期行情的调整，未来仍会向上，资金从安全资产流向风险资产，这就是“大转折”的定义。

但作为投资者而言，事情总要看两面，我们认为大转折有个前提，就是经济确实已经进入了上升通道，消费者的信心以及企业的盈利得到恢复。但事实的情况是怎样呢？微观的看，近期公布的数据好坏参半，身为这波经济复苏龙头的美国虽然消费者信心调查获得了新高，但据沃尔玛的销售数据表明，当下的零售状况正在迅速的恶化；就业的改善速度远远慢于经济复苏所需要的速度，原因在于企业对未来经济前景的谨慎以及技术革新；如果看欧洲的情况则更为糟糕，且不论消费数据如何，但青年失业率一项，多数国家高达50%就知道当前经济要继续复苏所面临的困难。

宏观的看占全球GDP规模近一半的G7国家——美国、英国、德国、意大利、法国、加拿大和日本要么陷入经济衰退，要么增长大致持平。而新兴国家中中国政府已经将2013年经济增长目标下调至7.5%；印度政府把3月开始的新财年增长预期下调至5%；巴西与俄罗斯则受制于大宗商品价格的下行经济也处于下行的通道。因此从全球的角度来看，经济复苏可能只是短周期的，能够推动经济持续复苏的动力并不存在。

在这样的背景下，美国股市已经创出了新高、欧洲股市还没有回到最近这次衰退以前的高峰水平，但大部分股指已站上多年来高位。最突出的就是在安倍晋三经济效应带动下的日经225股指，该指数已经传下了33个月以来的新高，而中国的股市则在12月开始上涨了20%，印度股市在过去6个月内上涨了16%，同时企业财报显示盈利增长几乎跑赢了通胀，彭博社的调研企业高管大部分对今年预期持谨慎态度。这反映了一个有趣的现象：经济数据并没有好转，企业的盈利却持续改善，市场情绪极端高涨，这并不是“大转折”时代的典型特征，如果非要用一个词来形容，那就是“大脱钩”时代。一个值得注意的事实是全球股票市场的成交量并没有随着市场的上升而放大，这从某个侧面也显示了这种脱钩的存在。

图2-1:全球经济可能进入新一轮扩张期, 不确定的是扩张时间



资料来源: wind、平安期货研究所

图2-2:除美国经济率先复苏外, 欧元区经济正走向复苏

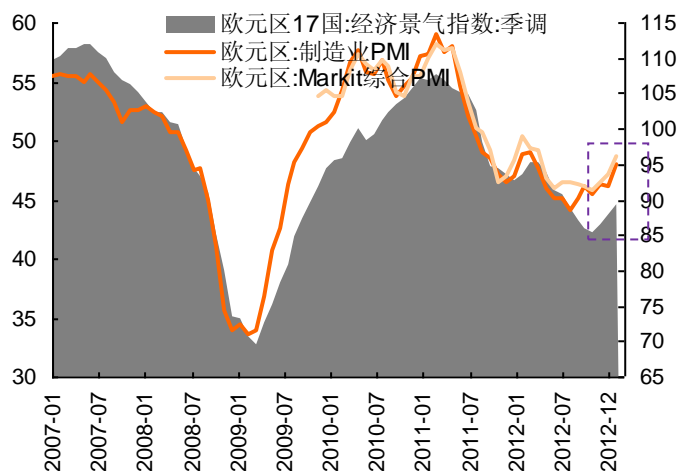
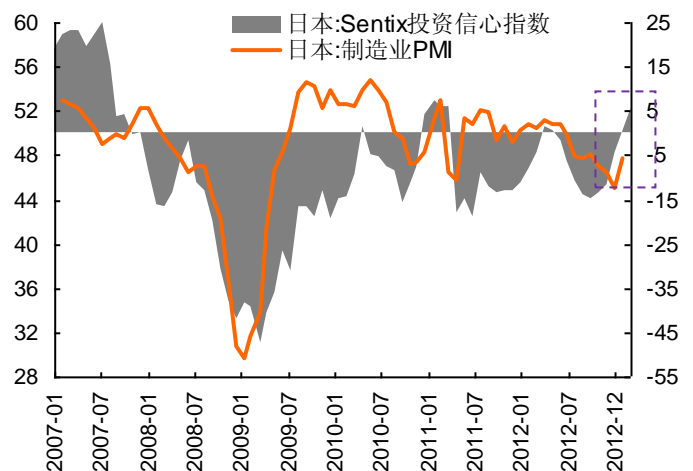


图2-3:日本经济受益于安倍经济学, 将迎来扩张



资料来源: wind、平安期货研究所

2、黄金落寞

春节期间资本市场一个相当重要的事件就是黄金的下跌, 当前伦敦金已经跌破了1600美元, 这与前期各家卖方一直看好黄金的观点恰好相反, 而很不幸我们也是看好的其中之一。有迹象显示各家对冲基金正在出售黄金或黄金ETF, 这其中包括了前期看好黄金的索罗斯。其中的原因很简单, 花旗给出了一个颇具代表性的意见。其观点是如今的全球系统性风险水平必须要高于2011年和2012年才能支撑黄金牛市尚未结束的论点; 相反的, 如果整体系统性风险不再成为金价的驱动力, 那么需要美元大幅贬值才能支撑金价尚未触顶的结论, 但当前相比于欧元与日元, 美元将相当坚挺, 因此黄金并没有继续上涨的理由。

黄金的下跌可能是墙倒众人推, 这个理由前期不是不存在但没有被人提及, 而支持黄金上涨理论的全球央行资产负债表扩张以及通胀预期, 当下也有了更好的反驳理由。尽管上涨乏力, 但下跌也有一定难度, 毕竟印的那么多钱在那, 同时不是完全没

有好消息，俄罗斯就开始大幅买入黄金，或许短期内黄金不会是好的品种。

3、策略：短期仍关注风险资产

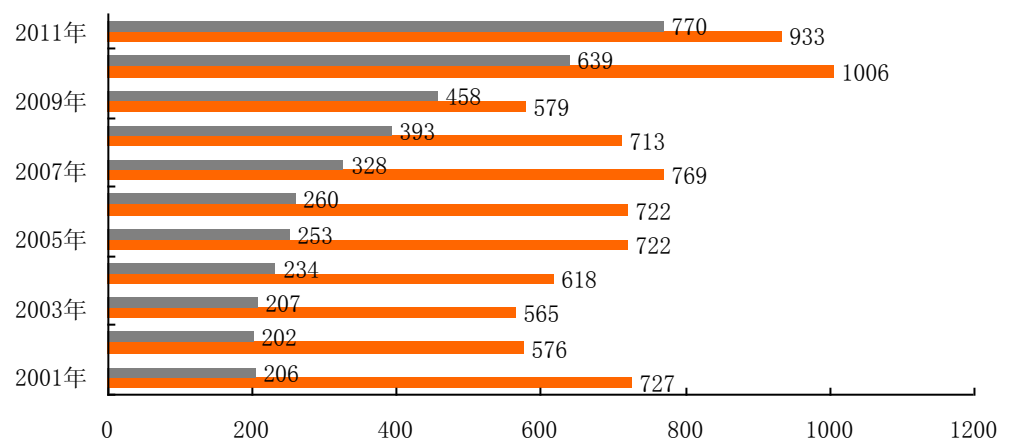
我们对于当前市场的定位，当下仍旧是 risk on/risk off 模式，各项风险资产的相关性仍在不断提升，而风险资产与安全资产的负相关性也在提升，这说明宏观经济以及风险事件仍将是市场的主导，对于大势的研究仍旧重要于对于个体的研究。虽然从 2013 年看全球的系统性风险水平将更低，但经济复苏的持续性以及各国政策的博弈仍旧存在相当的不确定性，系统性买入持有风险资产的时刻仍未到来。

我们认为投资者从交易策略上仍可以关注短期的风险资产上涨行情，回避黄金、回避债券的避险资产。

三、板块解析

谨慎看空黄金。节日期间黄金白银大幅下挫，金价跌破 1600 的关键支撑。世界黄金协会关于 2012 全年黄金需求下降、索罗斯等对冲基金巨头在去年四季度减持黄金仓位、美国良好的经济数据等利空消息打压金价。中期内，全球经济更为确定的复苏环境、低通胀、相对安全的地缘政治事件、印度疲软的消费等都不利于金价走势。我们将 1550 作为黄金多空分界线，在此之上，黄金走势仍相对偏强；如果跌破此点位，黄金中线下跌趋势将会展开。但在全球量宽预期并未明显收紧的情况下，金价不会大幅下挫。短期谨慎看空黄金。更多详细分析请参见本期策略部分。（邹立虎）

图3-1:中印黄金消费对比。2012中国黄金消费量突破800吨，扩张速度是近年低点，拖累金价走势



资料来源: wind、平安期货研究所

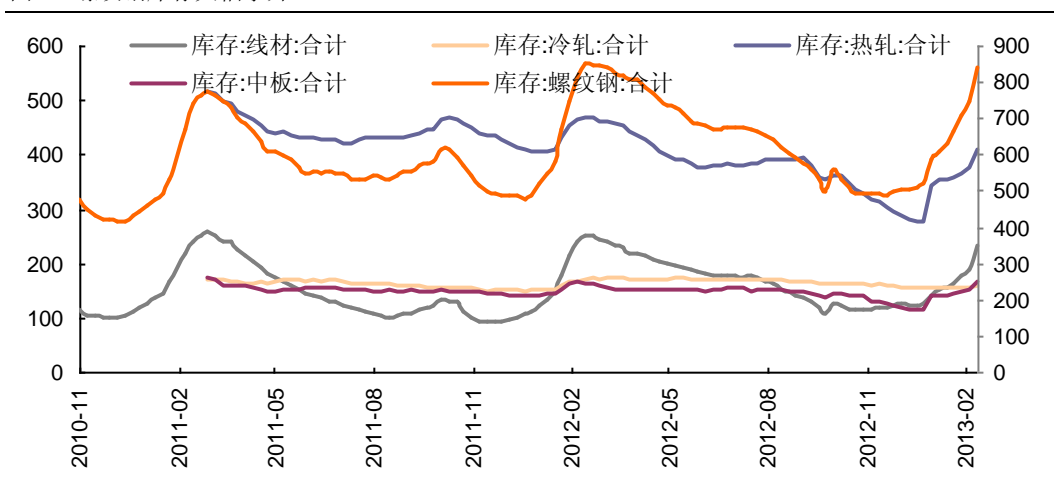
现货企业可继续逢低补充铜库存。预计中国经济已经处于短周期扩张阶段，尽管风险资产价格通常在复苏期间表现最佳，但扩张期间仍将会有不错表现，预计本轮扩张高点将会在 2 季度中期，在此之前基本金属将继续维持强势。铜价前期表现受到抑制的主要原因在于以库存上升和贴水扩大为代表的的基本面弱势，和宏观层面好转形成

鲜明对比。但近期伦铜突破三角形整理，涨势确立迹象明显，建议投资者维持逢低买入操作，但考虑近期海外市场风险资产有高位滞涨迹象，预计短期铜价可能回调，暂时观望，等待回调介入，建议现货企业继续逢低补库存。(邹立虎)

国内钢价有望延续节前上涨格局。节后开市，尽管市场还未有真实交易，但市场看涨氛围较为浓厚，出报价的商家以稳中有涨为主，全国 61 个主要市场 25mm 规格三级螺纹钢平均价格为 4049 元/吨，较节前上涨 14 元/吨。继 1 月底宝钢大幅上调 3 月份板材出厂价格之后，华东地区建筑钢材厂家对 2 月上旬出厂价格全面大幅上调，其中沙钢、永钢、中天均对螺纹上调 200 元/吨，对线材、盘螺上调 100-150 元/吨，上调幅度明显超出了市场预期。一方面反映出钢厂成本压力较大，另一方面也反映出钢厂对春节后市场看涨的信心。

市场库存方面，根据我的钢铁网监测，全国五大品种的钢材市场库存较节前均有不同程度的增加，其中螺纹钢库存达到 840 万吨，较节前增加近 100 万吨。综合来看，下周国内钢市将陆续迎来真实交易，随着后期市场到货成本的进一步抬升，经销商对手中现有资源售价拉涨的意愿将明显增强，在钢厂大幅上调出厂价格以及市场库存不断攀升的带动下，国内钢价有望延续节前上涨格局。(李文杰)

图3-2:螺纹钢库存大幅攀升



资料来源: wind、平安期货研究所

减持多单，保持震荡思路观望为主。春节期间外盘豆类下跌：国内春节长假期间，CBOT 大豆市场在美国农业部利空报告打压下整体维持下行态势，与节前相比，美豆跌幅为 4.27%，美豆粕跌幅高达 6.17%，美豆油跌幅相对较小，仅为 0.38%。在长假期间，农产品表现较工业品明显较弱。

外盘豆类品种受美国农业部供需报告上调期末库存影响大幅下跌，预计将对国内市场产生一定拖累作用。但同时也应注意连豆市场也具有自己的政策特殊性，大幅下跌可能性不大。有持仓的减持多单，保持震荡思路观望为主。(丁红)

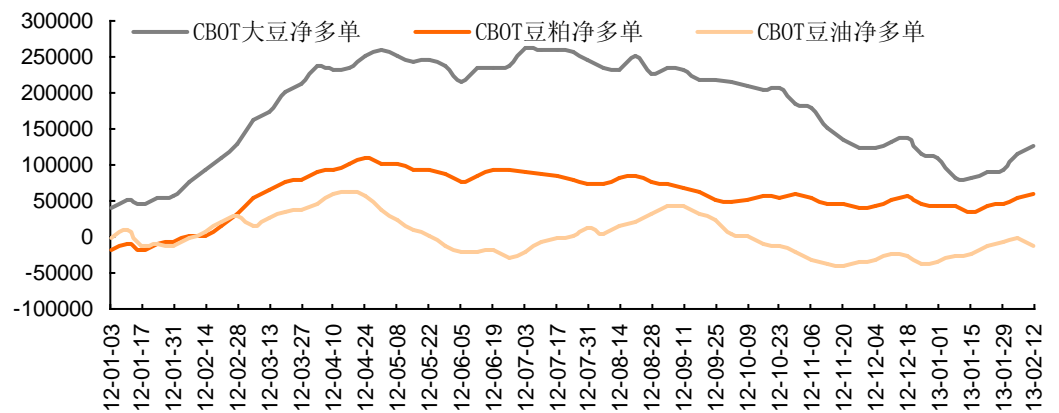
四、品种前瞻

内外盘豆类市场将出现分化

1、供需报告意外上调期末库存

春节长假期间外盘商品市场波动较大的当属农产品市场，其中CBOT大豆、豆粕跌幅较大。美豆跌幅为4.27%，美豆粕跌幅高达6.17%，美豆油跌幅相对较小，仅为0.38%。CBOT大豆市场在美国农业部利空报告打压下整体维持下行态势。美国农业部在2月8日公布的月度供需报告中，虽然下调2012/13年度美豆结转库存，但报告中却超出市场预期上调了全球2012/13年度的大豆结转库存，报告中将阿根廷大豆产量下调100万吨至5300万吨；巴西大豆产量上调100万吨至8350万吨，南美大豆产量预估值继续维持高位。外盘豆类品种受美国农业部供需报告上调期末库存影响大幅下跌。而于期价下跌较大的大豆和豆粕品种，CFTC基金净多持仓反呈增加态势。而对下跌幅度较小的豆油，CFTC基金净多持仓出现明显下降。

图4-1:CFTC基金净多持仓



资料来源: wind、平安期货研究所

2、内外豆类市场将出现分化

春节期间外盘豆类的调整将不可避免对国内市场产生一定拖累作用。但同时也应注意连豆市场也具有自己的政策特殊性，连豆在产量下降、种植成本增加及收储政策提振等因素影响下底部较为坚实。大幅下跌可能性不大。而美豆受制于南美大豆丰产预期短期难有较强表现。豆类市场内强外弱局面或将持续。(丁红)

五、数据备忘

海外经济景气仍处于上升周期

上周公布的美国经济数据整体偏多，纽约联储 PMI 新订单、就业指数大幅好转，同时消费者信心指数明显回升，实际零售数据略差。整体而言，我们维持前期判断，美国经济 2012 年四季度 GDP 数据是经济短期底部，2013 年四个季度有望逐步加速至 2.5% 左右的水平；欧洲经济四季度同比下滑 0.6，但考虑到欧元区经济已经在较低水平企稳，欧元区经济萎缩幅度在 2013 年 1 季度会缩小，可能在 2 季度转为小幅正增长。我们认为海外经济景气仍处于上升周期。

表 5-1: 上周数据回顾

| 时间 | 国家/区域 | 事件 | 实际值 | 上期值 | 去年同期值 |
|-----------|-------|-----------------------------|------|------|-------|
| 2013-2-13 | 美国 | 零售和食品服务销售:季调同比(%) 2013/01 | 4.4 | 4.6 | 6.2 |
| 2013-2-13 | 美国 | 零售总额:季调:环比(%) 2013/01 | 0.1 | 0.4 | 0.2 |
| 2013-2-13 | 美国 | 核心零售总额:季调:环比(%) 2013/01 | 0.2 | 0.2 | 0.6 |
| 2013-2-14 | 欧盟 | GDP:同比:季调(%) 2012/12 | -0.6 | -0.4 | 0.8 |
| 2013-2-15 | 美国 | 纽约 PMI:就业:季调 2013/02 | 8.1 | -4.3 | 11.8 |
| 2013-2-15 | 美国 | 纽约 PMI:支付价格:季调 2013/02 | 26.3 | 22.6 | 25.9 |
| 2013-2-15 | 美国 | 纽约 PMI:新订单:季调 2013/02 | 13.3 | -7.2 | 7.9 |
| 2013-2-15 | 美国 | 纽约 PMI:商业活动/生产指数:季调 2013/02 | 10 | -7.8 | 18.3 |
| 2013-2-15 | 美国 | 工业总体产出指数:环比(%) 2013/01 | -0.1 | 0.4 | 0.7 |
| 2013-2-15 | 美国 | 密歇根消费者信心指数 2013/02 | 76.3 | 73.8 | 75.3 |

资料来源:wind、平安期货研究所整理

关注美国房地产数据、欧洲央行会议

我们认为美国房地产市场整体处于复苏状态，甚至可能继续加速，通过财富效应进一步推动经济走强。欧洲央行会议可能并未新意，我们看到欧洲央行资产总规模在最近两个月大幅减少，和日本、美联储央行的扩张形成对比，如果该趋势延续，短期内我们并不会看到美元走强的迹象，尽管企稳的趋势较为明显。(邹立虎)

表 5-2: 本周数据/事件展望

| 时间 | 国家/区域 | 事件 | 实际值 | 上期值 | 去年同期值 |
|-----------|-------|---------------------------------|-----|-------|-------|
| 2013-2-20 | 美国 | NAHB 住房市场指数 2013/02 | -- | 47 | 28 |
| 2013-2-20 | 美国 | 已获得批准的新建私人住宅(千套) 2013/01 | -- | 65.1 | 46.3 |
| 2013-2-20 | 美国 | PPI: 同比(%) 2013/01 | -- | 1.3 | 4.2 |
| 2013-2-20 | 美国 | 已开工的新建私人住宅(千套) 2013/01 | -- | 61.5 | 47.2 |
| 2013-2-20 | 美国 | 核心 PPI 环比: 季调(%) 2013/01 | -- | 0.1 | 0.6 |
| 2013-2-20 | 美国 | PPI 环比: 季调(%) 2013/01 | -- | -0.2 | 0.3 |
| 2013-2-21 | 美国 | 已开工的新建私人住宅: 折年数, 季调(千套) 2013/01 | -- | 954 | 720 |
| 2013-2-21 | 美国 | 核心 PPI: 季调: 当月同比(%) 2013/01 | -- | 2 | 3.1 |
| 2013-2-21 | 美国 | 成屋销售: 环比折年率(%) 2013/01 | -- | -1 | 5.7 |
| 2013-2-21 | 美国 | 费城联储制造业指数: 新订单: 季调 2013/02 | -- | -4.3 | 5.3 |
| 2013-2-21 | 美国 | 成屋销售折年数(万套) 2013/01 | -- | 494 | 463 |
| 2013-2-21 | 美国 | 核心 CPI: 当月同比(%) 2013/01 | -- | 1.9 | 2.3 |
| 2013-2-21 | 美国 | 核心 CPI (1982-84 年=100) 2013/01 | -- | 231 | 227.2 |
| 2013-2-21 | 美国 | CPI(%) 2013/01 | -- | 1.7 | 2.9 |
| 2013-2-22 | 美国 | CPI (1982-84 年=100) 2013/01 | -- | 229.6 | 226.7 |
| 2013-2-21 | 欧盟 | 欧洲央行会议 | -- | -- | -- |
| 2013-2-22 | 欧盟 | 欧元区: 核心 CPI: 当月同比(%) 2013/01 | -- | 1.5 | 1.5 |
| 2013-2-22 | 欧盟 | 欧元区: 核心 CPI: 环比(%) 2013/01 | -- | 0.5 | -1.7 |

资料来源: wind、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>