

# 春节攻势，谋于全局

## 内容摘要

**春节攻势需谨慎：**我们倾向于认为投资者需要节前减仓以谨慎面对当前强势的春节攻势。数据统计表面，商品市场春节前后表现呈现明显的负相关关系，而股票市场则不相关，春节长假持仓博取节后机会的策略并不明智，我们更倾向于认为参考节后一周的表现再决定此后一个月的操作策略更为安全。

**避险贯穿 2011 年全球资本市场。**2011 年全球资本市场遭受重挫，市场表现出明显的避险情绪。一个明显的特征是资金回流欧美购买美国与德国等低风险债券，导致新兴市场国家失血，无论是股票市场还是货币市场表现都远逊于危机发源地的欧美，并对新兴市场国家经济构成冲击。另一方面，国内市场同样跟随国际市场的步伐下跌，国际市场动荡叠加国内宏观调控，各大板块跌跌不休。

**关注 2012 重心回落下的震荡行情。**我们倾向于认为风险资产在 2012 年重心趋于下降，但就全年而言不会出现 2011 年那样的单边下跌行情。在诸多事件的冲击下市场的波动将为投资者带来阶段性的投资机会。考虑到全球经济的演化，我们认为下跌的行情主要集中在上半年，而反弹的行情则主要集中在下半年。

对于具体品种而言，我们首先看好的是股指在 2012 年下半年的表现，在商品领域，我们最为看好的依然是农产品，其次是与原油相关的化工板块，就金属而言，我们认为全年不具有趋势性的机会。

**2012 十大黑天鹅。**我们认为欧元区解体、全球经济重挫、伊朗问题、中国地方债务恶化、房地产泡沫破灭、美国 QE3 等小概率事件都有可能成为 2012 年影响资本市场的黑天鹅事件。

\* : dept\_paqhyjs@pingan.com.cn

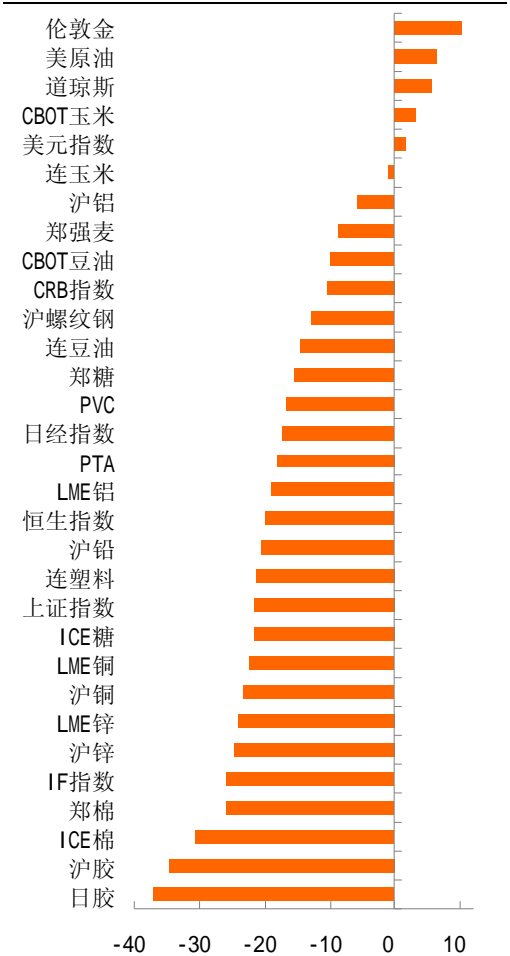
研究所 策略研究小组

责任编辑：简翔

☎:86-755-23946145

\* :jianxiang247@pingan.com.cn

图：2011年各市场表现一览（%）



资料来源：平安期货研究所

## 目录 (春节特刊)

一、引言：黑天鹅.....	3
二、专题：如何把握春节攻势？.....	3
1、春节攻势如期到来.....	3
2、节前持仓并不是上策.....	3
3、关注节后表现再做操作更有意义.....	4
三、2011年市场全景扫描.....	5
1、2011年全球市场回顾：资金寻找避险天堂.....	6
2、2011年国内市场遭受重创.....	10
四、五种武器之2011明星盘点.....	10
1、孔雀翎——天胶：需求不济拖累胶价走势.....	11
2、多情环——A股：流动性成为股指最大软肋.....	11
3、碧玉刀——棉花：2011供给过剩，棉花步入漫漫熊途.....	12
4、离别钩——铜：欧债危机导演铜市深度回调.....	13
5、霸王枪——PTA：诸多利好难敌宏观利空.....	13
五、展望2012：何如取得平衡.....	14
2012，全球经济在于动荡与不稳定中取得平衡	
1、系统性风险将仍然是2012年全球市场面临的主要问题.....	14
2、危机演化的几种可能.....	15
3、脆弱平衡可能将是2012年的写照.....	15
市场展望：重心回落下的震荡行情	
1、A股：先企稳，后求进.....	16
2、农产品：紧抓估值修复行情.....	16
3、化工：一季度难走强，二季度有望形成年内低点.....	17
4、金属：全年走势呈M型或者N型.....	18
六、2012的十大黑天鹅.....	19
1、2-4月欧债危机集中引爆，美元反弹至88或更高.....	19
2、欧洲央行放弃保守立场，欧债问题货币化解决.....	20
3、美国经济复苏趋于停滞、欧洲经济大幅衰退.....	20
4、美联储推出QE3，资本市场再现非理性繁荣.....	20
5、中国房地产泡沫提前破灭.....	20
6、中国地方债务问题失控，银行体系大面积坏账.....	21
7、经济面临硬着陆风险，中国货币政策全面转向.....	21
8、伊朗核危机恶化，中东重燃战火.....	21
9、地缘政治及换届选举带来的不确定性.....	21
10、电影版2012走进生活，极端气候再度来袭.....	21
七、经济备忘录.....	22
1、中国：政策前紧后缓、货币增速锐减、通胀冲高回落、经济逐步下行.....	22
2、欧美：美国通胀趋升、经济探底后回稳；欧洲经济低迷难振.....	23
3、展望：经济先落后稳，通胀全年趋降，政策逐步转宽.....	23

---

## 一、引言：黑天鹅

---

黑天鹅事件俨然成为2011年全球资本市场最为重要的影响因素。在大部分分析的基准的假设下，2011年应该是全球经济温和复苏的一年，投资者也对2011年市场寄予了诸多的希望。但是，频发的“意外”事件使得尾部风险不能再被忽略，从日本地震到泰国洪水，从中东北非革命到美国债务问题再到欧债危机，一众未被投资者预知的事件主导了整个2011年的全球资本市场，大幅下挫、巨幅波动、避险成为2011年全球资本市场的关键词，动荡、彷徨、不安成为了大部分市场参与者在2011年的真实写照。

在全球经济与资本市场动荡不安的背后，是全球长波周期的回落。正如我们在宏观年报《变局已临，不可不察》里指出的那样，在这个阶段，由于经济内生动力的缺失，危机会被放大，萧条会被延长，而2011爆发的诸多事件恰好就处于这样一个关键的时间点上。

2012，这个玛雅预言世界末日的年份，全球经济依然面临重重困难，资本市场可能也将继续动荡。在这一年中，投资者需要关注哪些重要事件的演进，投资中避开哪些“地雷”，在整体趋弱的情况下，市场仍有哪些亮点？为了解答这些问题，我们推出商品e周刊新年特刊，盘点2011，展望2012，希冀在新的一年里投资者有新的收获。（简翔）

---

## 二、专题：如何把握春节攻势？

---

### 1、春节攻势如期到来

近2周末，虽然有标普下调欧洲9国与ESFS的评级等国际利空与流动性极度偏紧等国内利空存在，但商品期货与股指期货市场仍是走出企稳上升的态势。这似乎暗示着在春季消费需求回暖与货币政策渐宽的预期下，资金已率先布局，因此市场出现了强势反弹。对于投资者而言应该是顺势持仓，博取春节后的收益，还是规避风险、轻仓过节？

### 2、节前持仓并不是上策

我们的答案是：投资者需要减仓。首先我们还是数据说话，看看统计上历年市场的表现。

一个令人欣喜的事实是2005年开始，整体商品市场在节后都出现了不同程度的上涨，即所谓的开门红效应，只有09年出现了2%的下跌，这个数据似乎告诉我们在节后最后一日持仓是相对安全的，但请注意另一个数据，即节前一周与节后一周的市场表现呈现明显的负相关，这意味着，节后的红盘是以节前的下跌为代价的，如果这个规律持续，那么当前市场的强势似乎为我们暗示了节后的弱势。

图2-1:2005-2011历年春节后一周整体商品市场走势统计图

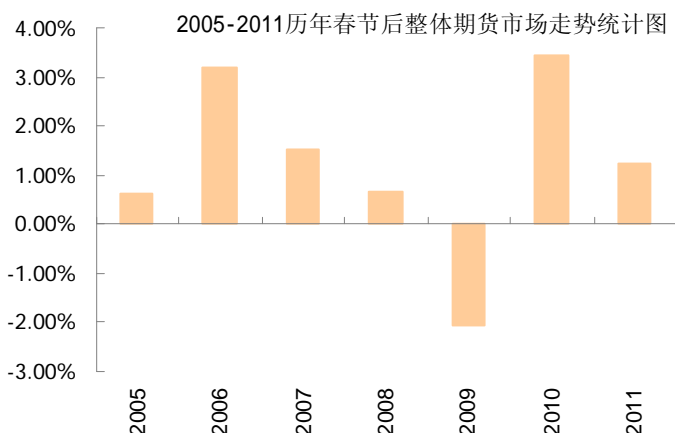
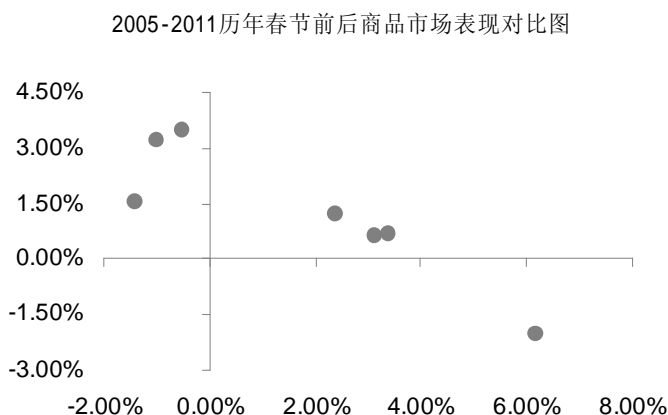


图2-2:2005-2011历年春节前后一周商品市场表现对比图



资料来源:wind、平安期货研究所

另外再让我们看看股指的情况，股指我们统计的时间较长，数据上我们可以看到春节后一周，下跌的情况居多，同时节前一周与节后一周的表现呈现不相关性，即很难从节前的情况去推断节后的状况。市场上所广泛流传的开门红效应只是局限在春节后的第一天。

图2-3:1996-2011历年春节后股票市场一周走势统计图

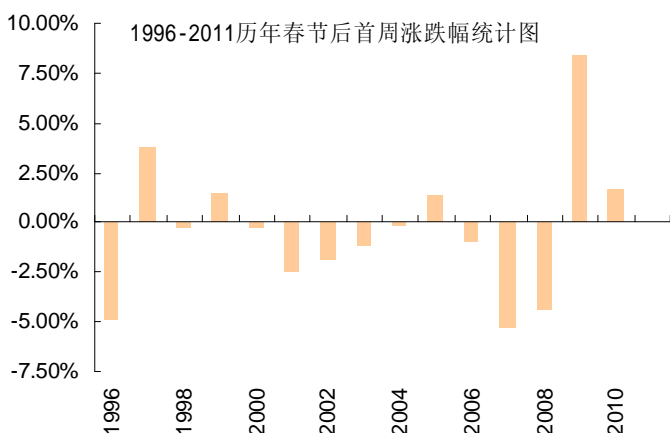
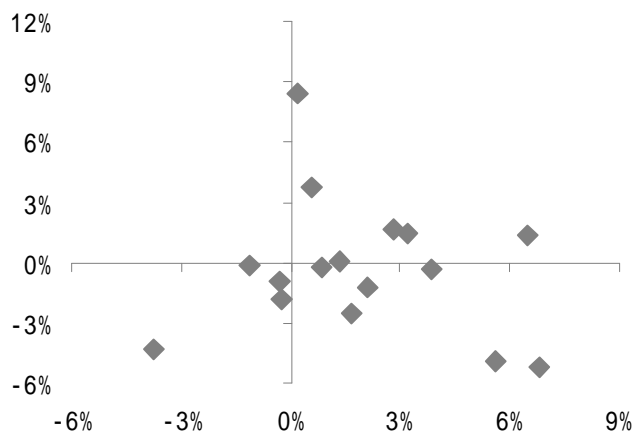


图2-4:1996-2011历年春节前后一周股票市场表现对比图



资料来源:wind、平安期货研究所

目前进入了宏观事件的平静期，欧债问题需要3月份以后才再度恶化，考虑到市场炒作提前也要到2月下旬，另外美国经济数据好转，中国经济数据放缓但未超预期，都为市场提供了一定反弹的基础。因此反弹是可以预期的，只是力度超出想象。但正如前文论述，春节前后市场表现一个呈负相关性一个呈不相关，完全没有必要去持仓遭受黑天鹅的冲击。

### 3、关注节后表现再做操作更有意义

换个思路，既然我们不建议投资者根据节前一周的表现去博取节后的市场收益，那么我们的建议是什么？

答案是根据节后一周的表现去推断节后一个月的表现。从理论来看，春节后一周开盘的表现基本决定了多空双方的资金博弈实力，因此与节后一个月的表现应该是匹配

的。从数据来看，首先一个显著的特征是各品种在节后一周的表现是趋同的，只是强弱有所差别，其次是从2005年开始商品市场节前一周的走势与节后一周呈现明显的正相关性，这个规律只在2011年被打破，背景是日本地震引发的商品需求急降。对于股指而言，同样呈现这种节后一周上涨，节后一个月大概率跟随上涨的情况。

因此我们的观点是与其在节前最后一天持仓去博取不确定收益，不如等待节后情况相对明朗，再去博取相对长期的稳定收益。（孙帆、简翔）

图2-5:2005-2011历年春节后一周商品市场分板块走势图

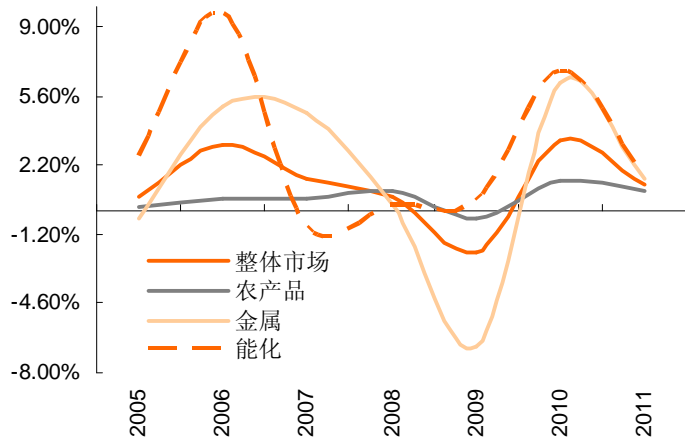
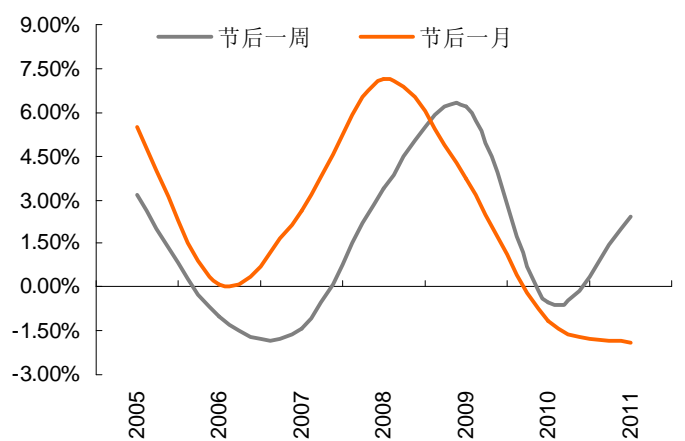
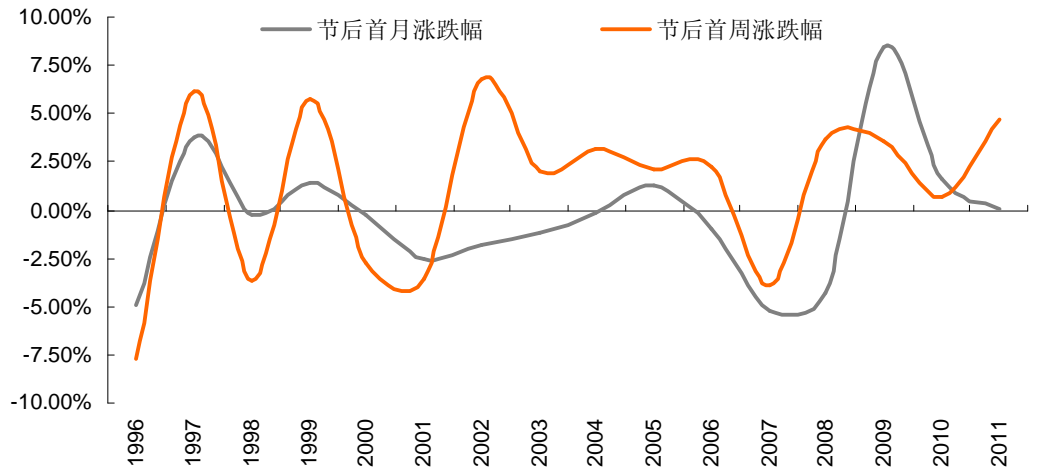


图2-6:2005-2011春节后期货市场第一周走势与第一月走势对比图



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-7:1996-2011历年春节后股票市场首周走势与首月走势对比图



资料来源:wind、平安期货研究所

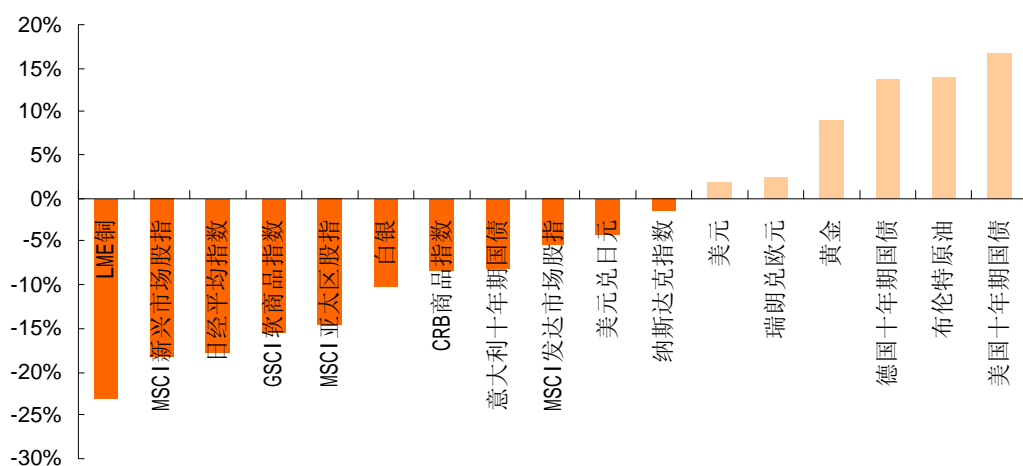
### 三、2011年市场全景扫描

## 1、2011 年全球市场回顾：资金寻找避险天堂

### (1) 下跌成为2011年主基调

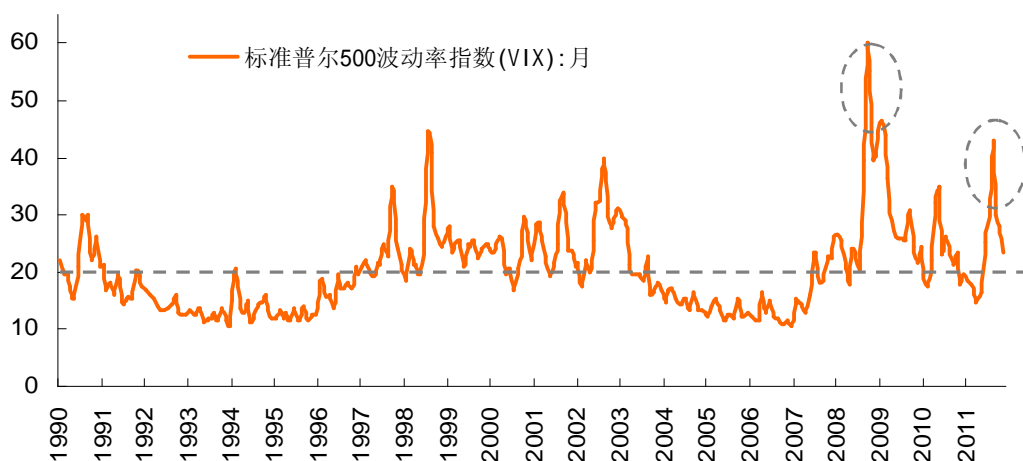
金融危机3年后的2011年全球资本市场再度剧烈波动，大类资产收益率显著分化。由贯穿全年始末的欧债问题引发的系统性风险让资金大量撤离风险资产，寻找避险天堂，美债、原油、黄金、瑞郎和美元受到追捧，录得不同程度正收益，而股票、商品市场和部分高息货币以普跌为主，其中作为全球经济风向标的铜价暴跌约23%，CRB指数下跌约10%。让人颇感惊讶的是作为债务危机发源地的发达经济体股指跌幅远小于作为当前全球经济主引擎的新兴经济体。

图3-1:2011美债收益领跑全球大类资产



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-2:2011全球资本市场避险情绪浓厚



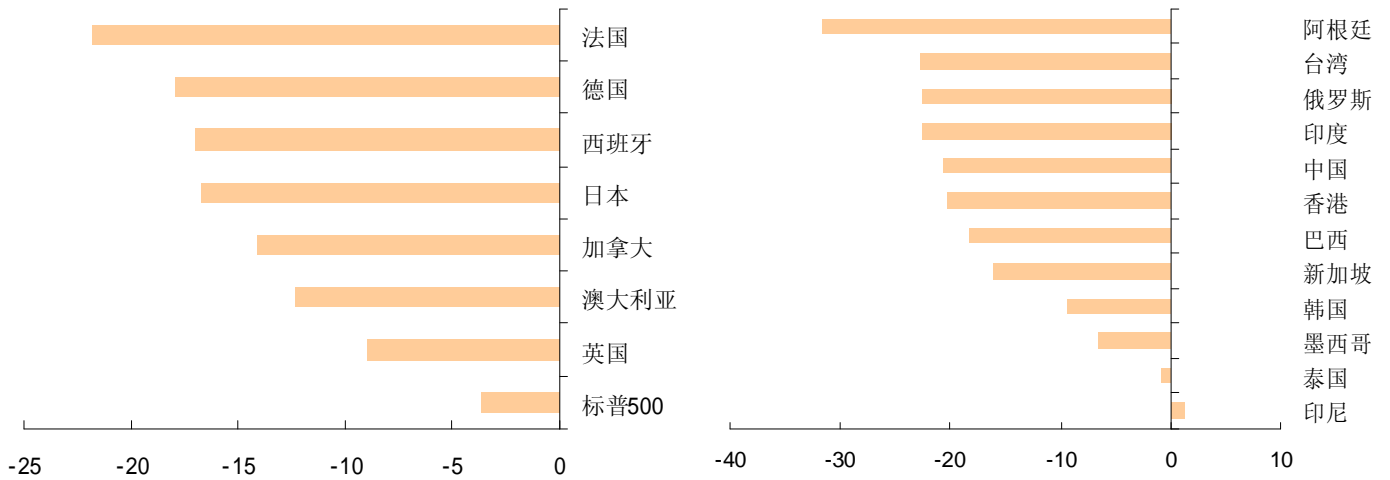
资料来源:wind、平安期货研究所

我们在这里用5个关键词来分别盘点过去一年的全球大类资本市场：

### (2) 全球股票市场：新兴市场跌幅远超发达国家市场

尽管过去的一年全球主要股市均以下跌收场,但分化明显,其中美国股市表现最好,标普500指数年内基本持平,英国金融时报100指数下跌9%,处于欧债漩涡的德法两国股市跌幅在20%左右,MSCI新兴市场指数大幅下跌20%。受避险情绪推动,资金大幅撤离新兴经济体和欧元区市场,导致美国股市超额收益率大幅度上升,更助推美元强势。

图3-3:新兴市场国家与发达国家股票市场跌幅惊人,美股跌幅最小

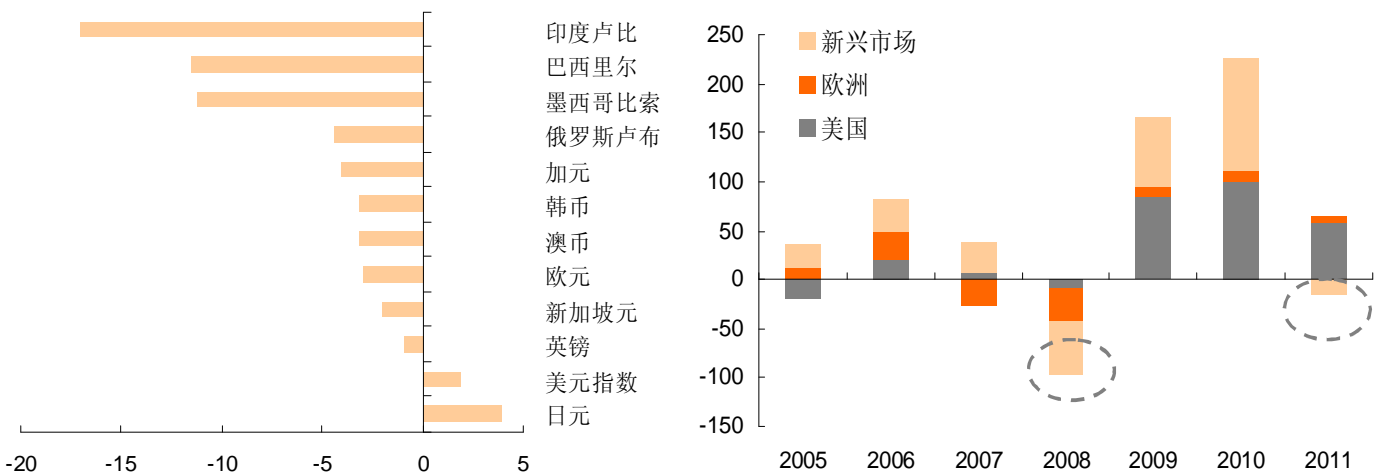


资料来源:wind、平安期货研究所

### (3)全球外汇市场：美元筑底、欧元下跌、新兴市场国家重挫

美元2011年完成长周期圆弧底构建,在资金回流推动下,迎来上升周期。资金撤离导致新兴经济体货币大幅下跌,印度卢比、巴西里尔、墨西哥比索跌幅都超过10%,另外韩国、俄罗斯货币跌幅均在5%左右,联想到股市的低迷表现及资金撤离,2011年新兴经济体情况类同1997年,危机阴影再度笼罩在这些国家上空。

图3-4:新兴经济体货币大幅下挫,资金大规模撤离

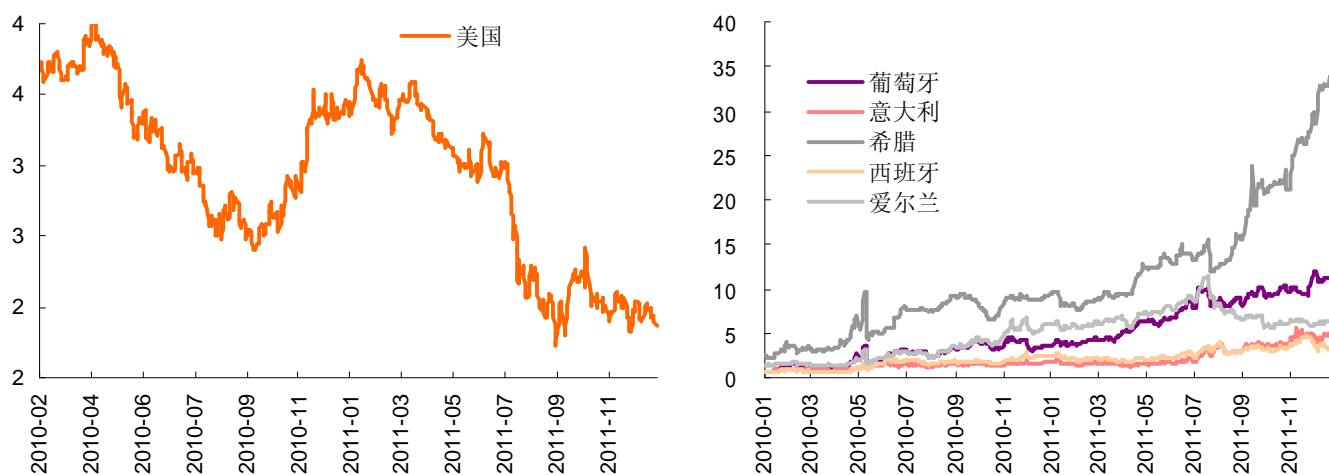


资料来源:wind、平安期货研究所

### (4)全球债券市场：天堂与地狱

在我们上面大类资产回报图上，美债由于收益率不断刷新历史新低而涨幅名列第一，处于水深火热中的欧猪国家国债价格却由于收益率不断创新高而大幅下挫，两者表现如同天堂与地狱。尽管美债收益率已经处于历史低位，欧猪国债收益率处于历史高位，但在欧债问题和全球经济好转前，我们预计很难看到二者有趋同表现。

图3-5:2011美国国债市场表现与欧猪国家相比，犹如天堂与地狱

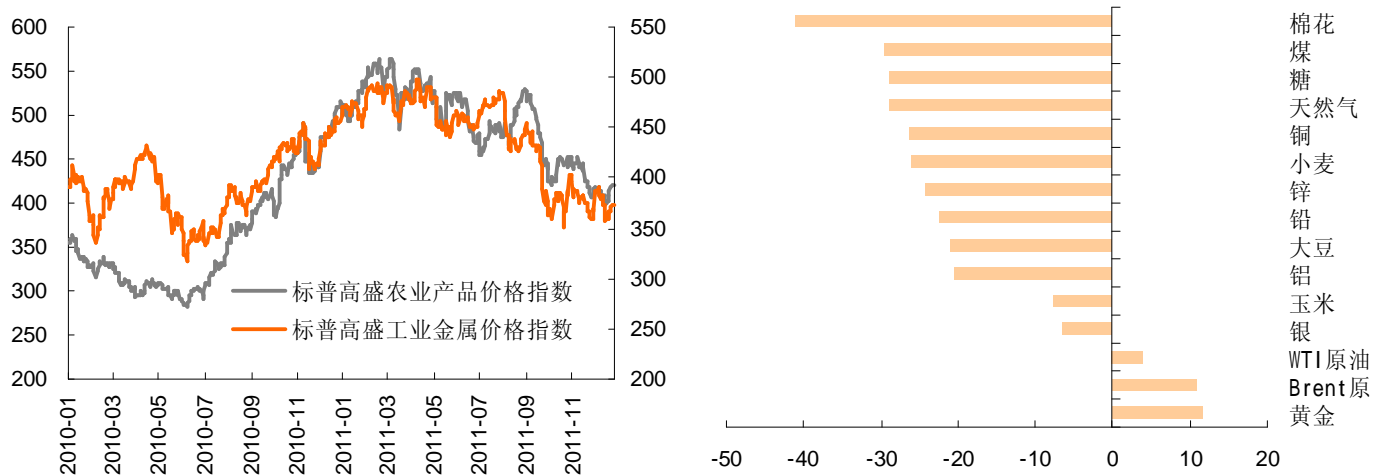


资料来源:wind、平安期货研究所

### (5)全球大宗商品市场：黄金原油独领风骚

别除掉黄金和原油的大宗商品市场以暴跌收场，令人颇感意外的是软商品跌幅不亚于工业品。棉花、白糖居跌幅板前列，分别下跌约45%、32%。玉米跌幅相对较小。其他铝、大豆、铅锌、小麦跌幅均在20%左右。

图3-6:大宗商品普遍下挫



资料来源:wind、平安期货研究所

### (6)黄金市场：筑顶



迈入2011年不久，黄金在中东动荡、日本强震等因素提振下摆脱1300-1400长时间整理区间后展开新一轮升势，三季度上中旬由于欧美债务危机引发系统性风险进入加速上涨阶段，不到两个月价格从1500涨至1900，涨幅接近30%，但随后由于美元强势启动，投机资金撤离，金价开始暴跌，同步于其他商品表现。我们认为1900的顶部将在很长时间内难以逾越。

图3-7:2011黄金构筑大顶

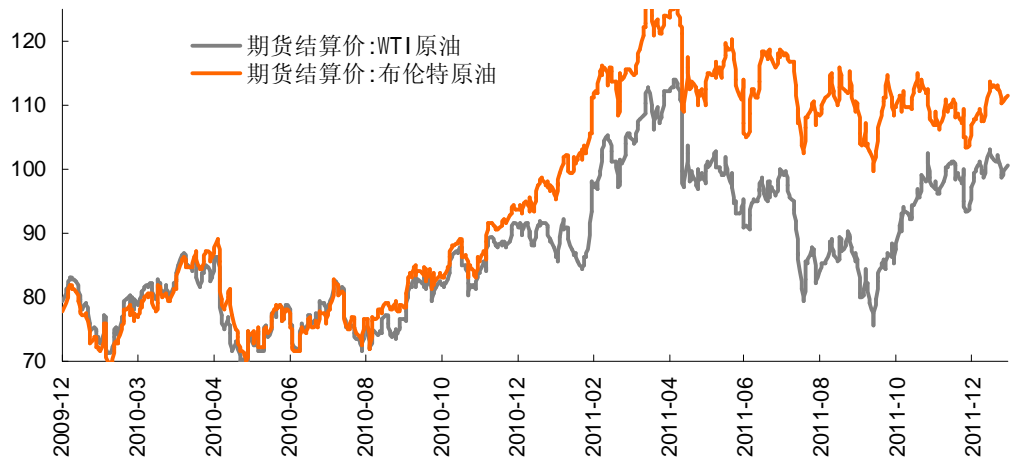


资料来源:wind、平安期货研究所

**(7)原油：过山车**

被称为黑金的原油2011年的表现无愧于其称号，伦敦布伦特原油年内涨幅名列大类资产表现第二名，甚至超过黄金的表现。地缘政治因素和经济放缓是影响原油价格2011年走势的关键。年初受阿拉伯之春影响扶摇直上至4月底的114美元历史次高点，随后由于沙特、科威特单方面增产、IEA释放战略储备、交易所加强对保证金账户监管及经济放缓影响，从高暴跌35%至10月75美元的低点，四季度起由于伊朗核危机升级及美国经济数据强劲提振，再度上涨30%，重回100之上。原油2011年三轮30%左右的波动趋势非常明显，从侧面反映出全球政经形势变化之大。

图3-8:受地缘政治因素及全球经济放缓影响，2011原油价格宽幅波动



资料来源:wind、平安期货研究所

## 2、2011 年国内市场遭受重创

全球宏观同样成为国内期货市场的主导因素,一个显著的特征是国内市场品种表现出明显的跟涨跟跌,同时波动的幅度远远低于国际市场品种。单独品种的基本面在2011影响有限,即使部分品种有强力的基本面支撑,但依然难以避免下跌的命运,同涨同跌的现象在2011年表现的相当明显。

图3-9: 2011大宗商品国内市场与国际市场表现对比

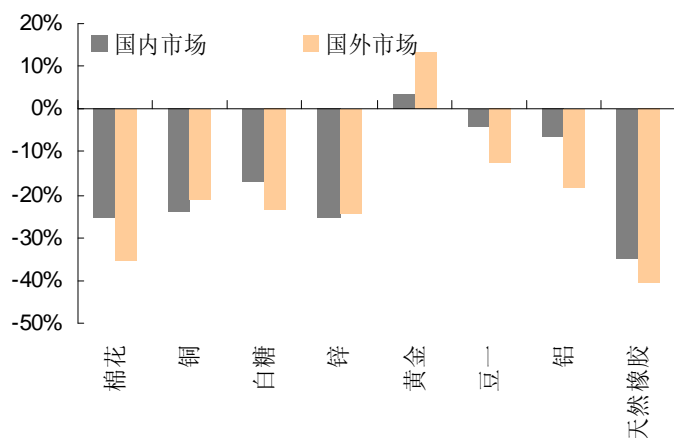
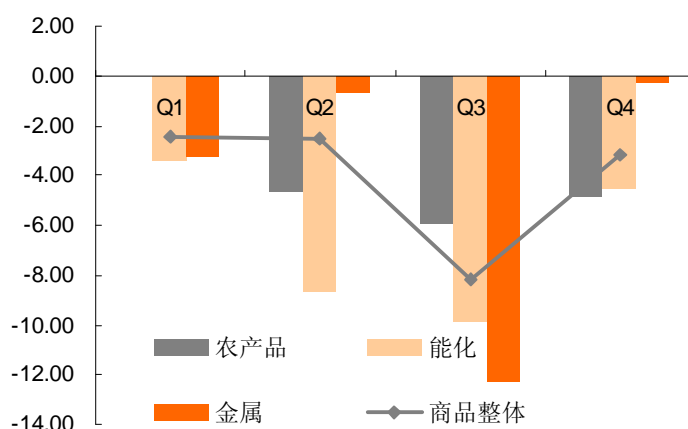


图3-10:2011年商品市场分版块表现



资料来源:wind、平安期货研究所

就板块而言,农产品的表现出相对抗跌,每个季度的跌幅不超过6%,同时在一季度金属以及能化下跌的时候依然能够保持相对稳定,但是其他品种则在2011年全年表现得相当疲弱,特别是金属板块,在欧债危机最为严重的时候跌幅一度超过12%。而2011年国内商品市场的一个显著特征是跟跌不跟涨,这点在能化板块表现得尤为明显,在2011年下半年地缘政治问题开始发酵时原油开始大幅反弹,但作为下游的国内能化板块在三季度竟然跌幅超过10%。对于股指而言,由于受到国外风险事件以及国内宏观调控的双重挤压,全年跌跌不休。尽管在年初、6月、9月有过反弹,但随后都很快夭折。

另一方面,即使受到监管层对期货市场的调控,期货交易量相对于2010年有所下降,但整个期货市场成交依然相当活跃全年成交总量超过140万亿,其中股指期货的套期保值功能日渐凸显,成交量相比2010年不降反升,成为2011年当之无愧的明星品种。(邹立虎、孙帆、简翔)

## 四、五种武器之2011明星盘点

作为2011年的回顾,我们认为有必要为读者盘点2011年为投资者带来最大收益或损失的品种,从市场表现来看,天然橡胶、股指、棉花、锌、塑料跌幅均超20%成为趋势最大的品种,而从成交金额来看,股指、棉花、橡胶、铜、PTA成为最活跃品种。下面我们就来一一盘点2011年这些明星品种发生了什么变化。

图4-1: 2011年期货市场表现最牛与最熊前五大品种

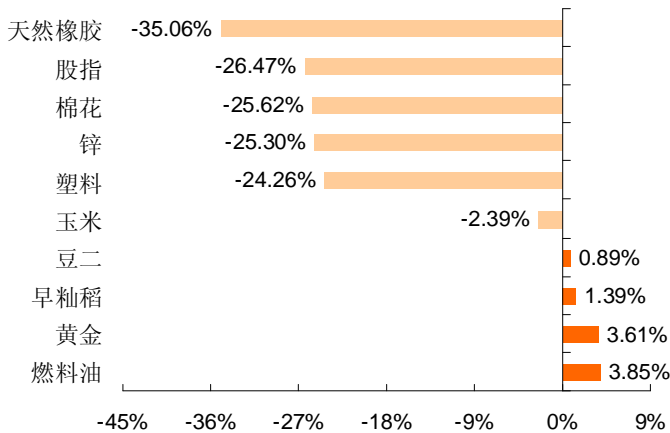
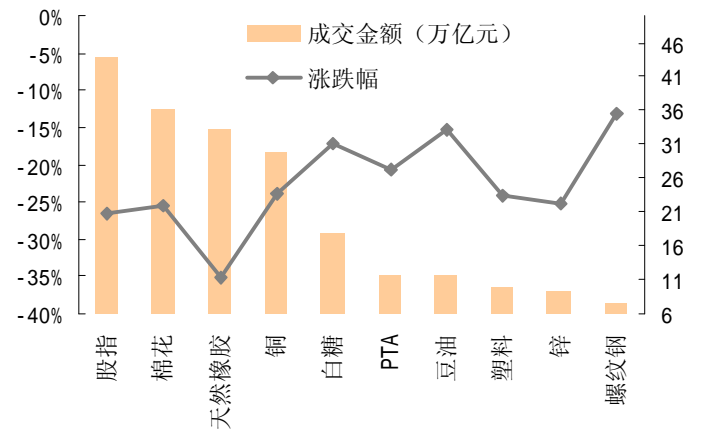


图4-2: 2011年期货市场振幅前十大品种



资料来源:wind、平安期货研究所

### 1、孔雀翎——天胶：需求不济拖累胶价走势

孔雀翎是一种暗器，美的让人忘乎所以的暗器。美丽是一种至命的诱惑，即使出现，也往往是稍纵即逝。天胶2010的疯狂飚涨与2011的致命下跌，正显现出孔雀翎的杀伤力。

2011年上半年的天胶先是延续2010年的强势上演最后的疯狂，沪胶的持续下跌最终引发日胶展开大规模的补跌行情，日本大地震的发生更是加剧了日胶跌势，率先跌破2010年3月份的高点以及2010年下半年的启动平台，之后也是沪胶率先企稳带领日胶出现一波中级N型反弹，随后底部突破后的沪胶再次受利空的行业数据及经济数据的打压出现更深度下跌，继续探底。进入5月之后，由于轮胎开工率的恢复及海南气候条件造成的割胶延迟等因素的影响下，沪胶出现一波反季行情。下半年的沪胶继续运行在上半年已经形成的下跌趋势中，伴随着欧债危机的愈演愈烈，9月的沪胶再次向下跌破，最终跌破2010年形成的26000平台，最低下探23600。

图4-3:近年来天然橡胶市场表现



资料来源:wind、平安期货研究所

### 2、多情环——A股：流动性成为股指最大软肋

多情莫过于女子，但多情在此是武器，为的是真真实实的绞杀。发招时看似无力，一旦缠绕，后劲便绵延不绝，让人深陷其中，无处可逃。正如2011年的A股，年初似有无限生机，哪知跌势环环相扣，缜密不疏，到头来，多少机构被深套环中？

2011年A股走势呈现出长期下跌，间断出现反弹的过程。年初在流动性较2010年底放宽的推动下，市场出现了反弹，3月份协同季报发布期反弹得以短暂延续。后续在各财报公布期间，市场均出现反弹动能，其中以10-11月份的反弹最为明显。政策扶持产业利好（如高铁、水利、水泥、文化传媒等）成为历次反弹的炒作热点。然而，全年由于治理通货膨胀的政策需求，流动性紧缩预期持续存在，大大削弱了反转的持续性。从市场估值来看，2011年A股估值水平连续突破历史低位。对房地产的持续调控降低了投资拉动的工业产值水平；外围经济恶化拖累出口的贡献；经济结构调整效果不明显。经济增速放缓趋势从根本上制约了股市上涨的预期，造成了市场估值的连续下行。

图4-4:2011上证指数市场表现



资料来源:wind、平安期货研究所

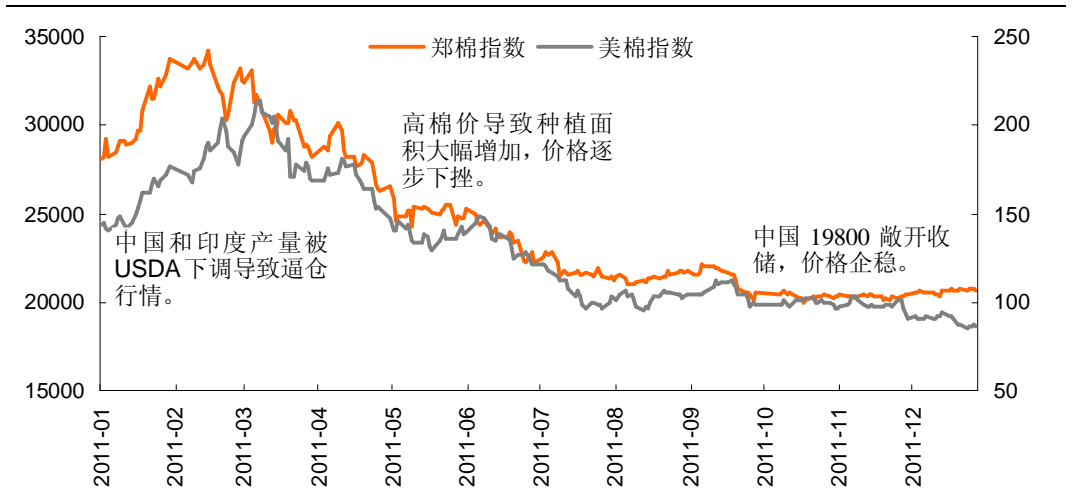
### 3、碧玉刀——棉花：2011 供给过剩，棉花步入漫漫熊途

碧玉刀，是一种刀。刀，往往最实用，也最真切，干净利落，不含一丝的拖泥带水。譬如棉花。供需偏紧的2010年直路上涨近70%，2011在供需偏宽之下又直线领跌近30%，直上直下，阔斧大刀。

2011年初，国际棉价因逼仓而不断刷新历史高点。国内炒作种植面积导致价格反弹，但始终未能突破前期高点，形成了典型的2B法则（靠近前期高点时始终突破不了就会掉头向下），随后棉价步入漫漫熊途。

究其原因，高棉价导致2011/10年度全球棉花种植面积大幅扩大，同时下游纺织行业因成本飙升而减少棉花需求，国内不少中小纺企甚至被迫停产关闭，供大于求奠定了棉价下跌的基础。国内开始收流动性，国外欧债危机爆发使得棉价雪上加霜。在长期的下跌后，中国启动棉花固定价格收储，才使得国内棉价震荡企稳。棉花也逃不了减产牛市、增产熊市的宿命。

图4-5:2011郑棉市场表现



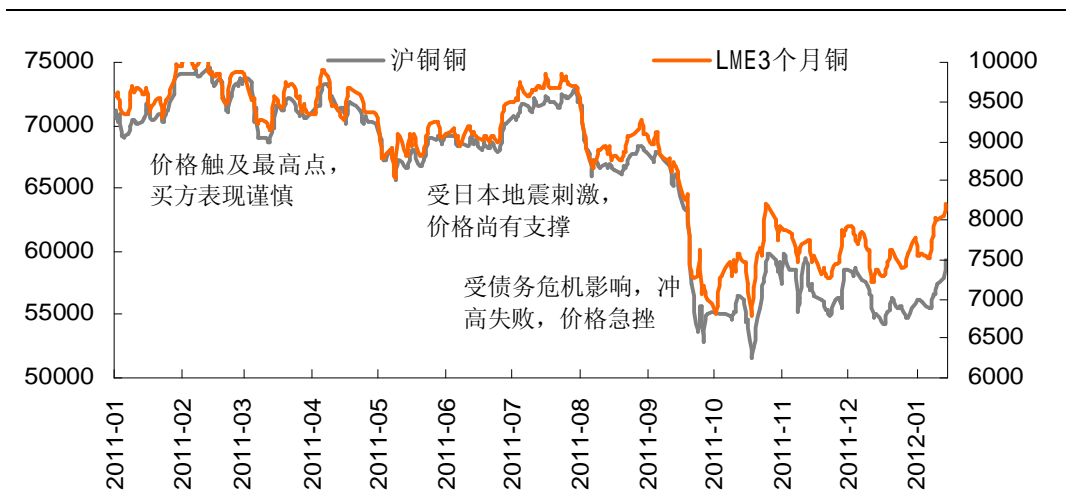
资料来源: USDA、平安期货研究所

#### 4、离别钩——铜：欧债危机导演铜市深度回调

离别总让人不舍，离别往往是下一个开始。离别之时，却又是一步三回头。正如铜经历了十年牛市，步入了告别牛市的十字路口，是去，还是留？

在年初触及万点关口后，伦铜2011年基本以单边下跌为主，全年最大跌幅接近35%，欧债危机贯穿全年行情主线，曾与美债危机年中叠加，上演一轮瀑布式下挫。2011年核心国家如美国流动性并未明显收缩，但全球经济增速放缓特别是欧元区明显减速导致商品供需面恶化，对未来预期也持续悲观，是价格大跌的根源，铜市去金融属性明显，基本抹去QE2后的价格涨幅。从近三年走势来看，铜市在危机后经济复苏与充裕流动性支撑下的强势宣告结束。

图4-6:2011沪铜市场表现



资料来源:wind、平安期货研究所

#### 5、霸王枪——PTA：诸多利好难敌宏观利空

力拔山兮气盖世，时不利兮骓不逝，骓不逝兮可奈何，虞姬虞姬奈若何！PTA行业虽然具备诸多利好，最终也难敌大势所趋，如同西楚霸王，黯然收场。

2011年PTA走势呈现了先涨后跌，再反弹，后探底的过程。年初在棉花需求强劲的带动下替代品原料PTA价格加速冲高，在2月15日创出12396元/吨的年内最高价格；过年之后由于需求下滑导致价格一路走低，年中第一次探底8676元/吨；下半年随着直接原料PX供应趋紧形成一波反弹走势，成交量持仓量纷纷走高；但好景不长，由于欧债危机恶化的系统性风险以及纺织需求下滑的现状致使PTA主力价格二次探底至7700元/吨，期现价差一度倒挂，现货生产商出现亏损状态；年底随着节前采购以及纺织需求的回暖，基本形成阶段性底部。（牟宏博、袁斐文、何贤钊、鲍凯、李斌）

图4-7:2011PTA市场表现



资料来源:wind、平安期货研究所

## 五、展望2012：何如取得平衡

### 一、2012，全球经济在于动荡与不稳定中取得平衡

#### 1、系统性风险将仍然是 2012 年全球市场面临的主要问题

在2012年年初展望全球，全球经济以及资本市场的前景相当暗淡。首先在全球长波周期衰退周期的约束下，全球总需求边际递减的同时各国经济趋弱，即使在各国再度推出刺激政策的前提下也不可能出现爆发式增长。其次2011年发生的诸多黑天鹅事件影响可能将延续到2012年，例如成为贯穿2011年全年的重要系统性风险欧债可能在2012年上半年再度爆发；由此所引发的全球经济放缓以及新兴市场资金外流的情况也将在2012年延续；更为重要的是2011年中东北非政局动荡的情况可能延续到2012年，对于原油产地而言叙利亚以及伊朗显然更具有系统重要性，危机一旦爆发又将对经济造成巨大冲

击；同时由于今年是选举之年，这为各国的经济以及政治平添了不确定性。在长波衰退周期，危机趋于恶化，一旦这些问题发生，将造成全球市场的剧烈波动。

## 2、危机演化的几种可能

作为新年特刊，新年新气象不能只有质疑没有展望。我们对于2012年的基准假设有以下几个选项。

关于欧债，大方向有三种，一是危机出现突破性的进展，系统性危险得以缓解；二是政治阻力财政整合的努力彻底失败，欧元区出现解体可能；三是以一贯的姿态发展，即各国官员见步行步，但无法进行深度的整合，最终将问题拖至2013年。

全球经济复苏的状况。欧洲受累于欧债的问题难以有效复苏，但中美都有可能出现复苏。乐观的情况是在政府的政策放松下，经济出现大幅的反弹；悲观的假设是由于选举年导致政府的政策并无实质性的措施出台，经济自身动力有限，反弹也有限。

中东问题。一是叙利亚与伊朗相安无事，小争执不断，这种情况下全球市场不会发生大的动荡；二是叙利亚发生其他中东国家同样的革命，但伊朗在外部干预有限的情况下依然保持稳定，这种情况下，原油价格可能会出现一定的飙升，但仍在可控范围之内，对全球经济的冲击也可控；三是欧美介入伊朗问题，国际原油价格暴涨，进而拖累全球经济。

## 3、脆弱平衡可能将是 2012 年的写照

我们的答卷是三二二。2012年欧债问题仍将在危机自身的逼迫以及各国官员的扯皮下取得脆弱的平衡，拖延式的解决方案出台将问题推后至2013年；各国经济也不会在大选之前做出实质性的刺激或放松措施，但货币政策可能成为一个突破口，无论是美国的QE3、欧洲的大规模救市还是中国的降准与降息，都可能刺激市场的上升；而从目前的情况来看，叙利亚内部发生变化的几率很大，但欧美不大可能介入伊朗问题。在这种假设下，全球经济回落的态势将在2012年上半年延续，而风险事件的集中释放将使全球市场在上半年经历一轮动荡，下半年在诸多事件尘埃落定之后，全球经济将出现一定程度的反弹，市场也将出现转机。当然这种情况只是我们的基准假设，这意味着各种事项处于脆弱的平衡之中，这种平衡很容易被风险事件所打破，届时我们会相应的调整我们的预测。

## 二、市场展望：重心回落下的震荡行情

在这种背景下，我们倾向于认为风险资产在2012年重心趋于下降，但就全年而言不会出现2011年那样的单边下跌行情。在诸多事件的冲击下市场的波动将为投资者带来阶段性的投资机会。考虑到全球经济的演化，我们认为下跌的行情主要集中在上半年，而反弹的行情则主要集中在下半年。

对于具体品种而言，我们首先看好的是股指在2012年下半年的表现，在商品领域，

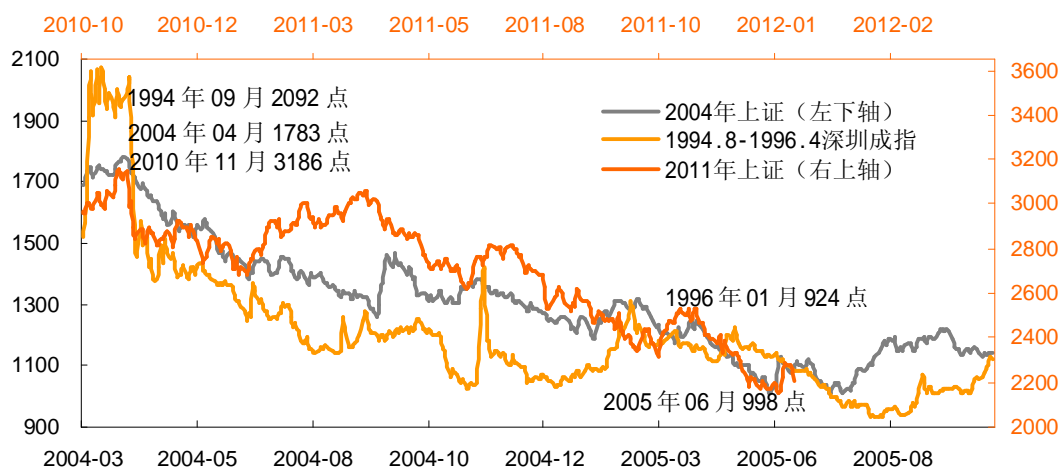
我们最为看好的依然是农产品，其次是与原油相关的化工板块，就金属而言，我们认为全年不具有趋势性的机会。

### 1、A股：先企稳，后求进

展望2012年的市场，回暖需要有2个预期的兑现，其一是货币政策放缓，代表事件将是利率的下调与CPI回落并维持在4以下的低位。其二则是市场供需缺口的缓解，代表事件将是长线社保、养老险资金的入场与IPO节奏放缓、国际板延迟上市等。

就节奏而言我们认为上半年将进入央行是否降息的时间窗口，这个阶段价值中枢有望由下降转为向上，成交量将有所放大，但由于欧债危机的不确定性以及中国经济自身仍在寻底过程之中，只会出现阶段性的反弹，难以出现系统性的机会。而下半年随着欧债问题的缓解以及中国经济、通胀双寻底过程的深入，政策将逐步放松，部分刺激政策也会出台以防止换届前经济的过度波动；同时由于中国去库存周期已经进入尾声阶段，2012年上半年将开始进入触底的过程，因此无论是内生还是外生，中国经济都具备回暖的动力，进而引发A股的回升。观察的重要指标是m2以及工业增加值会否企稳回升，这两个指标将从货币以及实体两个方面为A股的方向提供指引。

图5-1:A股1995、2005、2011年熊市末段趋势比较



资料来源:wind, 平安期货研究所

### 2、农产品：紧抓估值修复行情

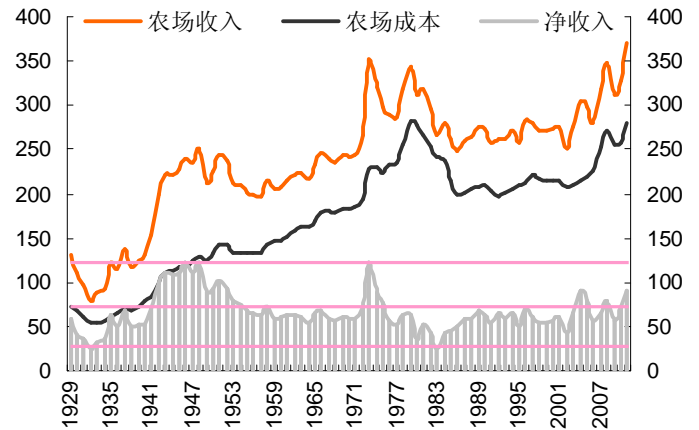
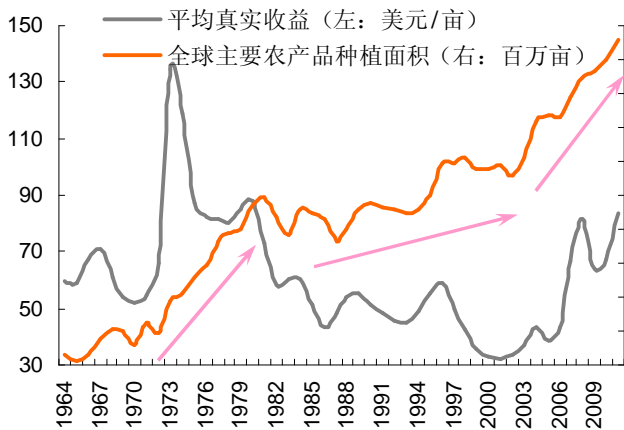
2012年主要农产品价格重心有望下移，但存在估值修复的机会。考虑到本轮农产品牛市并未出现普遍高种植利润（泡沫较低），受种植成本及政策性收购底部支撑，因此价格不会巨幅下挫，而是弱势震荡下挫。

对于各品种而言：鉴于2011年4季度农产品价格已较全年均价大幅下移，而且棉花、大豆内外盘价格均较预期的底部不远，因此未来以择机逢低买入做反弹为主。而玉米、白糖价格由于远在均衡价之上，相较其它品种比价处于历史较高水平，在种植面积扩增、供需改善预期下重心下移或难避免。



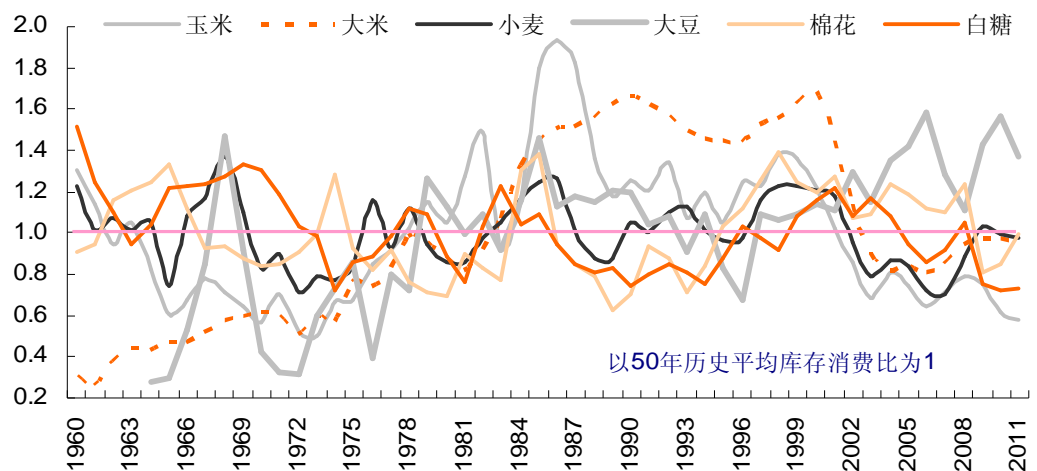
图5-2:价格同样上涨但真实收益及种植面积提升空间均不及上轮

图5-3:2011年美国农场收入大增,但成本高涨导致利润并不算高



资料来源:USDA、平安期货研究所

图5-4:除大豆外,其它主要农产品库存消费比均处于平衡或偏紧格局



资料来源:USDA、平安期货研究所

市场节奏及时机选择上,考虑欧债风险集中释放时期在一季度,因此价格表现会较弱,可以选择年初有反弹,但下跌压力较大的白糖、玉米作为逢高抛空对象;二季度进入秋粮种植时期,关注比价偏低品种的反弹机会,优选棉花,其次是大豆;年中前后及三季度关注饲料消费高峰及原油可能走强对生物能源消费的刺激以及秋粮种植期天气炒作带来的机会,此时关注豆粕、玉米、糖的反弹机会,而小麦在度过年中收获压力期后也会因为持续大量替代玉米饲料消费而出现较好反弹机会;进入四季度后,受秋粮收获压力加大以及反弹后面临的获利回吐压力,价格可能再度向下,届时可选择当时反弹过高,比价高估的品种进行择机抛空。

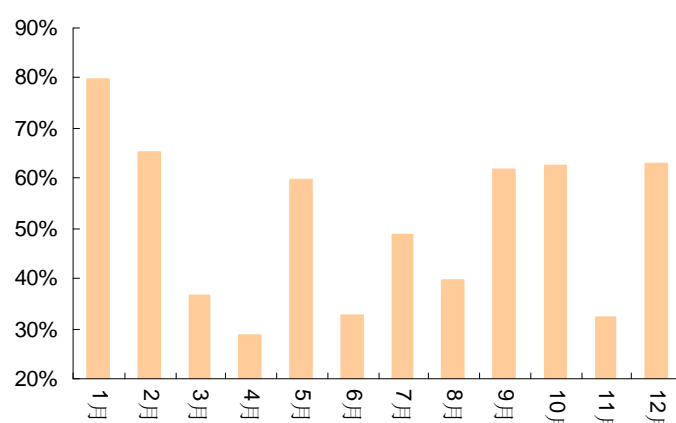
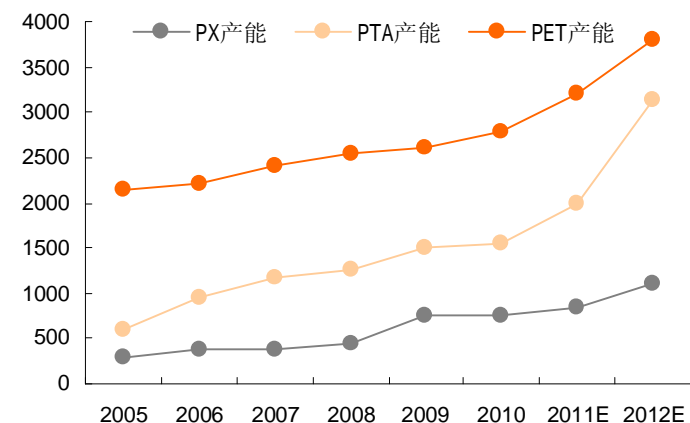
### 3、化工：一季度难走强，二季度有望形成年内低点

2012年全球宏观经济有望呈现“NIKE”走势,化工品有望跟随整个商品市场呈现出先抑后扬的走势,二季度形成年内低点的概率较大。原油供需呈现出前松后紧的格局,价格重心将保持在100美元上方;橡胶下行空间有限,维持缓慢上涨的概率较大;基本

化工品受制于产能过剩及下游消费低迷的影响，原油上涨对其推动作用有限，2012年全年仍以震荡为主，难有趋势性行情。关注一季度下跌过程中PVC、甲醇成本支撑作用的发挥，及二季度PX对PTA走势的推动作用。

图5-5:PX、PTA、PET产能变化及预测

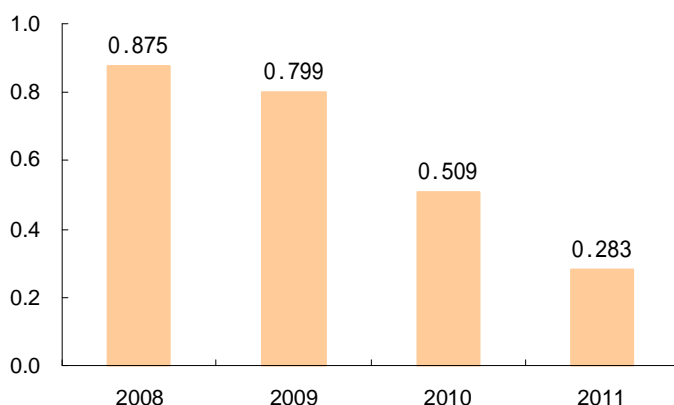
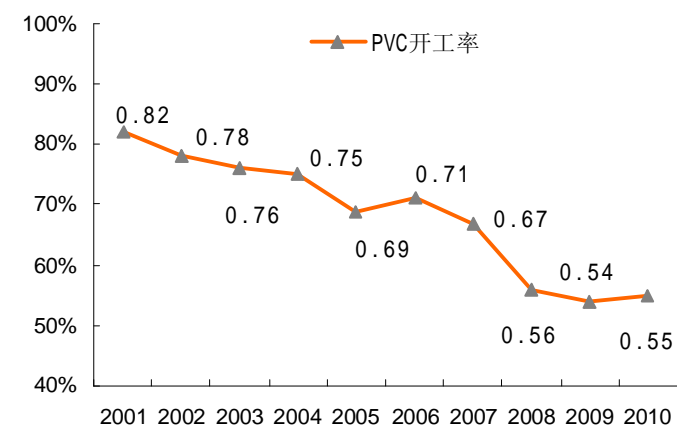
图5-6:橡胶价格月度上涨概率图(1997-2011年)



资料来源:wind、平安期货研究所

图5-7:PVC年度开工率

图5-8:LLDPE期货与原油期货走势相关性



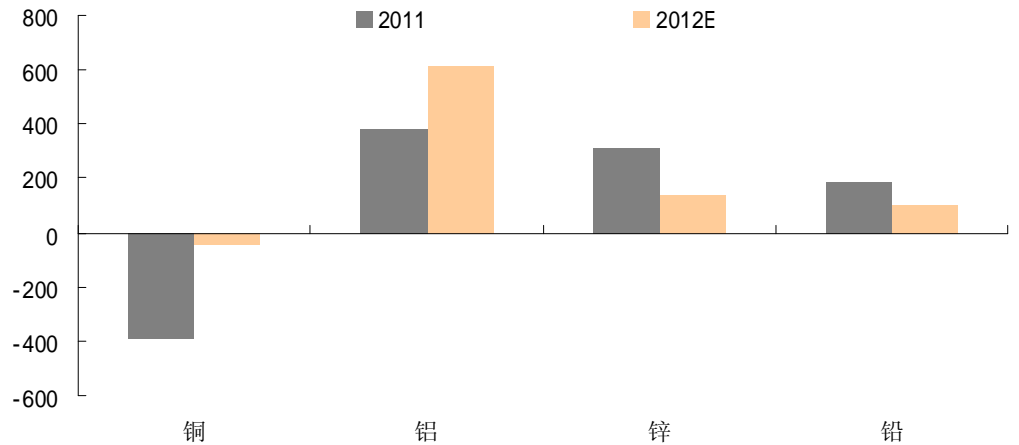
资料来源:wind、平安期货研究所

#### 4、金属：全年走势呈M型或者N型

我们认为2012年金属走势可能呈现M型或者N型，上半年行情较为确定，先涨后跌，震荡偏强概率较大。具体来看，如欧债无意外事件，1季度将迎来反弹行情，但高度有限，幅度约10-15%。进入二季度，随着欧债局势逐步明朗，消息面的冲击及中国政策松动行为和预期对于市场的影响减弱，金属价格将重新聚焦基本面，而我们认为二季度的全球经济反弹力度有限，且市场此时预期将后移至下半年经济走势，经济逐步迈入季节性淡季，加上铜市供需逐步逆转，铝、锌、铅和钢材仍过剩，市场可能重新走弱。下半年不确定性因素较多，因为下半年行情可能取决于上半年政策、经济走势及政府的相机抉择行为。在资本大奔局的背景下，主要经济体以结构调整为主，预计经济表现不好不坏，货币政策不会有明显变化，维持适度松紧，对资本市场影响偏中性，市场运行力量

更多来自于自身惯性，全年震荡为主。（简翔、李斌、何贤钊、牟宏博、李文杰、丁红、廖磊）

图5-9:2012基本金属供需预测



资料来源:brookhunt、平安期货研究所

## 六、2012的十大黑天鹅

2011年全球经济与资本市场被黑天鹅事件所笼罩,2012年在这个玛雅预言世界末日的关键时刻,意想不到的风险事件相信只会多不会少。究竟2012年全球经济将经历怎样的黑天鹅,让我们来充当一次预言家,为投资者盘点一下我们认为2012最可能发生的风险事件。

### 1、2-4 月欧债危机集中引爆，美元反弹至 88 或更高

到了2012年上半年，尤其是第一季度，欧债危机面临全面爆发的危险。在2-4月欧猪五国巨额的债务到期偿付压力再度降临，希腊和意大利债务违约的风险也将再次出现。明年意大利的债务到期压力在欧猪五国中最为严峻，而目前意大利的国债收益率已创下了历史新高，显示了信贷市场对意大利债务前景的担忧。与此同时，欧洲银行系统对欧猪五国面临着巨大的风险敞口，一旦有更多的债务减计，甚至债务违约，欧洲各大银行很可能将蒙受巨大损失，银行系统危机将全面爆发。可以不夸张地说，明年上半年，尤其是第一季度，将是全球面临系统性风险的重要时刻。我们将美元在一季度反弹至85认为是基准情形，如果届时融资高峰期有任何不利的风吹草动，美元可能反弹至88或更高水平，商品市场将延续熊市一浪调整，熊市二浪反弹夭折，CRB指数将跌回至250的水平。

## 2、欧洲央行放弃保守立场，欧债问题货币化解决

在作为私人部门救世主的政府倒下后，终极救世主无疑只会是欧洲央行，中短期逆风向管理经济的最佳治标方法来自于注水（提供流动性）和放水（债务货币化），而解决债务问题的终极方案结构性改革明显是件吃亏不讨好的事件，选举之年，不会大力推行，对政客们而言，痛苦从来都是留给下任来承受。核心国家和欧猪国家短期出台的数量相比债务和赤字规模几乎可以忽略的紧缩方案仅仅具有象征意义。但对于欧洲央行而言，量化宽松是一把双刃剑，不采取任何冲销措施的量宽一方面会缓解银行体系流动性压力和市场忧虑，但另外一方面也会加速欧元暴跌，此情景下，我们预期欧元兑美元将跌至平价水平。从市场目前的反映及欧洲央行的态度来看，我们倾向于认为后者出现的概率更高，投资者对欧洲央行的干预在解决债务问题方面并不认同。

## 3、美国经济复苏趋于停滞、欧洲经济大幅衰退

以当前数据来判断，我们对欧美经济预测的基准情形是美国经济会延续温和复苏势头，全年增长率会超过2%，而欧元区经济会在德国经济和欧洲央行支撑下只是轻度衰退，尽管欧猪国家会普遍陷入负增长。但极端情况下，考虑到主权债务危机向银行体系深度蔓延而带来社会信贷的明显收缩、大规模国债融资带来的挤出效应及无风险基准利率提升而带来的社会融资成本抬高会明显打压经济主体投资热情，同时欧洲央行维持保守立场、居民部门去杠杆及福利部分削减、财富效应弱化都可能抑制消费释放和经济主体信心，政府、企业、家庭部门去杠杆过程叠加会导致经济大幅衰退，金融加速器会迅速放大这一过程，在全球经济金融一体化程度很高的今天，如雷曼倒闭一样，全球经济会立即跌至低谷，资本市场系统性风险再度释放，如果这种极端情形发生，我们无法预估底部在哪里，任何支撑在这种巨大风险面前都是非常脆弱的。

## 4、美联储推出 QE3，资本市场再现非理性繁荣

在财政政策普遍受限于债务问题的情况下，货币政策可能至少短期内受到更多政客偏好。美国方面，我们的基准情形分析认为在就业市场好转及通胀预期上行的背景下，QE3出台的概率很低，但如果欧债危机对实体经济影响深化、美国经济近期加速复苏势头只是昙花一现以致就业市场重新恶化，在美元已经高于心里预期均衡水准（我们认为该水平为80）的背景，正如不少联储提议的，QE3可能在上半年出台，届时美元中期反弹趋势可能结束，商品市场结束熊市一期调整，展开熊市二期反弹。

## 5、中国房地产泡沫提前破灭

中国房地产大幅调整并最终导致限购令放松。房地产在中国经济中的地位毋庸置疑，如果考虑到上下游关联行业，房地产占GDP比重接近两成。以去年年初推出的限购令为代表的本轮史上最严厉的楼市调控至今已经有超过一年时间，尽管主要城市房价拐点初现，但调整幅度并不大。如果货币政策只是结构性松动且限购令持续到明年底，我们有足够理由相信房地产市场将出现明显调整，房价下跌20%风险是可控的，如果跌幅超过30%，届时房地产投资将严重萎缩，可能超过2008年情形，与房地产密切相关的金属及部分能源化工品将受到非常大的需求冲击，届时房地产及相关板块由于市场乐观预期消失可能引领大盘展开新一轮的下跌，但在这种极端情形下，政府会临时出台措施避免经济大幅度下滑。

## 6、中国地方债务问题失控，银行体系大面积坏账

中国地方债务危机拖累中国经济，特别是银行业。根据测算，2012年地方政府融资平台需要偿还的债务高达2.47万亿元。房地产市场的显著调整将极大约束地方政府土地出让金的增长，这将严重恶化地方政府融资平台的偿债能力，给银行体系资产质量带来深度影响。如果地方债务问题与房地产泡沫破灭叠加，另外如果外需增速大幅低于预期（10%），考虑到政府显性和隐性债务规模高企，回旋余地有限，外部环境恶化将给中国经济带来硬着陆风险。由于中国是全球工业品的核心需求方，如果中国经济大幅放缓（低于8%），那么工业品价格将在当前基础上至少回调20%，特别是防御性较弱的铜价可能回调至45000，甚至更低。

## 7、经济面临硬着陆风险，中国货币政策全面转向

除了中国外，其余三个金砖国家及韩国等新兴经济体已经连续降息，表明货币政策已经全面转向，但对商品市场影响的量能有限。中国方面，我们认为，尽管出于对资产价格泡沫的担忧及对金融危机后天量信贷投放后遗症的恐惧，货币政策在2012年全面转向的可能性很小，但如果三驾马车同时不给力，特别是如果外需增幅明显低于10%、投资受房地产和地方政府投资下滑拖累增长乏力、消费止步不前，为了防止经济大幅波动及资产价格硬着陆，货币政策可能全面转向。如果全球央行齐放水，资本市场再现非理性繁荣，我们预测此情形下CRB指数至少有20%升幅。

## 8、伊朗核危机恶化，中东重燃战火

2012年，中东地区区域性冲突有可能升级，进而引发全球市场动荡。伊朗作为OPEC第二大产油国，目前与西方的关系极为紧张，一旦西方各国对其展开军事行动，将造成油价产生大幅波动。同时越演越烈叙利亚危机也可能升级，由于叙利亚敏感的战略位置，一旦发生外部军事干预，可能把以色列和周边阿拉伯国家也卷入战火。我们大胆预言，如果战争爆发，国际原油价格可能创历史新高，甚至达到每桶200美元可能性都存在，高企的油价将重创全球经济，商品市场可能迎来巨幅下挫。

## 9、地缘政治及换届选举带来的不确定性

2012年是全球大选之年，包括中国、美国、俄罗斯、法国在内的四大联合国常任理事国都将举行大选，一些重要的能源输出国也会进行选举。各国现任领导人能否继续连任、新上任的领导人会否延续现任领导人已制定的政策，都具有巨大的不确定性，因而全球的政策预见性较低，全球政治局势难以明朗化。考虑到政治周期因素，商品市场将在某个时段围绕选举题材展开。

## 10、电影版 2012 走进生活，极端气候再度来袭

有媒体认为，有足够的理由将2011年称为全球气候与天气史上的“最恶劣”之年。1月，澳大利亚东北部遭受50年一遇的洪涝灾害，引起当时全球焦煤价格暴涨，波及了中国经济；3月，日本发生9级特大地震并引发海啸及持续数月的核泄漏，直接导致当时资本市场剧烈震荡；1至5月，欧洲大部分地区，美国中西部、南部和中国长江中下游部分地区遭遇百年一遇的旱灾，导致部分农产品价格大幅波动；7月，泰国遭遇近60年代最

大的洪灾,影响到全国64个府330万户家庭的1000万人受灾;9月,印度北部发生里氏6.8级地震;10月,土耳其发生7.2级地震.....

在电影里,曾经是后天的2012已经成了今天。尽管今天不会如电影版般悲观,但从近年极端气候来看,今年同样可能遭遇异常气候袭击,届时可能给资本市场带来不可预见的短期大幅波动,但这种波动可能更多是区域性的,影响是某个特定品种,农产品受气候影响更为明显。(邹立虎)

## 七、经济备忘录

表 5-1: 上年重要数据回顾 (以下数据皆为百分数%)

日期	中国 PMI	美国 PMI	欧洲 PMI	中国 CPI	美国 CPI	中国 M1	美国失业率	中国存款基准利率	中国存款准备金率	中国 GDP 当季同比	美国 GDP 年化季率初值
2011-01	52.90	60.80	57.30	4.90	1.60	13.60	9.10	2.75	19		
2011-02	52.20	61.40	59.00	4.90	2.10	14.50	9.00	3	19.5		
2011-03	53.40	61.20	57.50	5.40	2.70	15.00	8.90	3	20	9.7	1.9
2011-04	52.90	60.40	58.00	5.30	3.20	12.90	9.00	3.25	20.5		
2011-05	52.00	53.50	54.60	5.50	3.60	12.70	9.00	3.25	21		
2011-06	50.90	55.30	52.00	6.40	3.60	13.10	9.10	3.25	21.5	9.5	1.3
2011-07	50.70	50.90	50.40	6.50	3.60	11.60	9.10	3.5	21.5		
2011-08	50.90	50.60	<b>49.00</b>	6.20	3.80	11.20	9.10	3.5	21.5		
2011-09	51.20	51.60	<b>48.50</b>	6.10	3.90	8.90	9.00	3.5	21.5	9.1	2.5
2011-10	50.40	50.80	<b>47.10</b>	5.50	3.60	8.40	8.90	3.5	21.5		
2011-11	<b>49.00</b>	52.70	<b>46.40</b>	4.20	3.40	7.80	8.70	3.5	21		
2011-12	50.30	53.90	<b>46.90</b>	4.10	—	7.90	8.50	3.5	21	8.9	—

资料来源:平安期货研究所整理

### 1、中国：政策前紧后缓、货币增速锐减、通胀冲高回落、经济逐步下行

2011年的货币政策总基调定为“稳经济、调结构、控通胀”，这改变了2008年金融危机以后所采取的“适度宽松”的基调。因此，货币和信贷政策在2011年前三季度呈现明显的偏紧操作，央行进行了三次上调存贷款基准利率、六次上调准备金率，并将保证金存款纳入存款准备金交存范围等措施，但四季度随着欧美经济形势演变，央行进行微调，如对浙江6家农业合作银行下调准备金率，在实际操作中实施定向宽松。

货币增速全年仍呈现逐月递减的情况，M1从同比增长的最高为15%下滑至最低为7.8%。M1增速创下了2009年2月以来的新低，M2更是已经创下十年新低，远低于年初确定的16%的目标，这显现2011的市场处于流动性愈日枯竭的境地。在细化的贷款

结构方面，显现出政策的灵活性，房地产贷款增速回落，小企业贷款以及房地产贷款中的保障房贷款则有提速。

**通胀压力在紧缩政策的压力下，在7月触及6.5%的三年高点后连续第五个月回落。**最终回落至4.1%，但仍处于高通胀临界点。而从2011年全年的情况看，CPI比2010年上涨5.4%，远远高于年初设定的4%目标。而随着外围经济环境的恶化和国内经济指标的回调，通胀压力在今年整体将有所缓和。

**PMI持续回落，但仍处荣枯线上。**作为重要的宏观经济监测指标，PMI高于50%反映制造业经济扩张，低于50%则反映衰退。中国制造业占GDP比重大，从PMI的趋势也能看出GDP的趋势。全年PMI平均水平为51.4%，生产指数平均为53.5%，新订单指数为51.9%，经济增速已是持续回落，不过由于仍处荣枯线上，还不至于过于恶化。

## 2、欧美：美国通胀趋升、经济探底后回稳；欧洲经济低迷难振

**美国经济在2011年全球一枝独秀。**不仅经济增速在恢复（估计第四季度美国的经济可以有3.5%左右的增长），就业也有大幅改善（失业率已经从最高9.1%下降到8.5%。美联储2011年的通胀水平从年中开始升至高位，这制约了量宽三的出台，但在一定程度上也有助于经济缓慢复苏。

三季度以来，美国公布的房地产相关指标走好，基本上确认了美国房地产市场探底回升的态势。美联储此前通过实施量宽政策压低国债利率，继而通过利率互换机制压低美国信贷利率，激发了房贷活跃度。这也成为美国经济能够回稳的重要基础。

**欧洲的情况则相对惨烈。**2011年，欧元区主权债务危机愈演愈烈，全年PMI趋于下滑，下半年更是连续5个月位于经济萎缩状态。希腊、意大利、西班牙等国的国债收益率节节攀升，连德法也难以独善其身。与此同时，债务危机出现向金融业传导的迹象，欧洲金融市场的流淌性日渐紧张，欧洲经济也在债务危机与紧缩措施多重影响下增长明显放慢，欧元区也因此成降级重灾区。就在春节前一周，标普剥夺法国的最高信贷评级，并“大刀阔斧”地下调了欧元区9个国家的评级。2012年，欧洲债务危机前景仍令人担心。

全球来看，2011年唯一没有受到欧债危机影响的经济体就是美国。而受欧元区就业形势恶化、库存减少和采购订单下滑等因素影响，2012年中国一季度PMI指数可能会进一步下滑。

## 3、展望：经济先落后稳，通胀全年趋降，政策逐步转宽

**展望2012年，“稳增长”或“保增长”再次成为经济工作的主线，而不再是控通胀。**从这个基调看，加息周期已经结束，不过2012年货币政策更多地是维稳式的放松，即有限度的定向放松，而不是全面的、刺激性的放松，降息预计最快在二季度才有机会发生，且降息的次数料也将少于2011年加息的次数。而由于外资的持续流出，存款准备金的下调周期已经打开，在上半年增长和通胀显著回落阶段，准备金率有望降低3-4次，每次0.5个百分点。

表 5-2:今年重要数据展望 (以下数据皆为百分数%)

日期	中国 PMI	中国 CPI	中国存款基准利率	中国存款准备金率	中国当季 GDP
2012-Q1	下行	下行 3.7	持平 3.5	下调 20.5	下行 8.5
2012-Q2	下行	下行 3.1	下调 3.25	下调 19.5	下行 8.3
2012-Q3	持平	下行 2.6	持平 3.25	下调 19	下行 8.2
2012-Q4	上升	上升 3	下调 3	持平 19	上升 8.6
2012 全年	下行 50	下行 3.1	终值 3	终值 19	下行 8.4

资料来源:平安期货研究所整理

**总体来看,经济在上半年仍将继续探底。**目前的经济增长模式仍处于政策刺激向内生增长的转换进程之中,在 4 季度地产销售同比的大幅下滑、固定资产投资增速继续下降、消费回归常态、出口受冲击较大的情况下,新的内生经济增长点仍未诞生。虽然货币政策有望转宽,但由于经济周期仍处于下行阶段,加上翘尾因素多重作用,2012 年的 GDP 低点可能在二、三季度,此后,随着政策滞后效应释放,经济弹性恢复,外部经济形势逐步明朗,GDP 同比将缓慢回升。

**物价涨幅将比 2011 年整体回落。**由于货币政策先前的持续紧缩,CPI 会在后几个月延续从高点走低的态势。而随着货币政策的趋稳,流动性企稳回升,四季度料 CPI 会再次向上。从整个经济体的角度看,经济景气膨胀期间,总需求旺盛,自然拉动整体价格水平上升;而经济景气低迷期间,总需求萎缩,整体价格水平承压。因此,从实体经济的角度看,CPI 也存在下行压力。但随着三、四季度经济的好转,CPI 具备触底回升的基础。(李斌)



#### 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>