

内容摘要

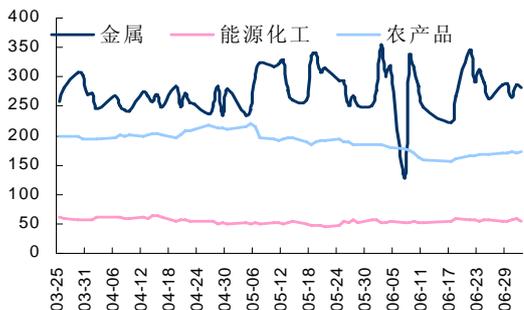
一周重要图表

图1:本周各市场表现一览



资料来源:文华财经

图2:各板块占用保证金数额



资料来源:wind

1、本周诸多重磅数据、事件出炉，引起市场大幅波动，但单从经济数据来看，本周宏观面并没有太大的改变。市场驱动模式正在转变之中，避险情绪成为上周全球资本市场主导

2、前期美元下跌已充分反映市场对联储重启量化宽松的预期，但联储本次“开闸不放水”的行为大大出乎市场预期，加之投资者对经济前景的担忧进一步加深，美元驱动模式正向风险厌恶的模式转变，我们认为下一阶段，“美元当自强”。

3、目前国家产业政策的调整大的方向都是按照按照低碳节能、两高一资、淘汰落后产能的方向进行的。关注政府公布的淘汰名单的同时，我们是否应该更多的关注这些高耗能企业的差别电价、企业技改、并购转型甚至海外扩张之路。

4、我们推荐买1卖5的套利，目标价位为1月较5月升水，目前贴水为91点。如果白糖9月合约到期后，1101与1009价差没有下跌，那么1101与1105的套利则应视当时情况而定。

5、纵观整个7月市场的上升，超跌反弹是主因，欧债危机的缓解以及欧元区经济数据出乎意料的好转激发了市场的热情，部分企业亮丽的财务报表推动股市的上升，但从目前的情况来看投资者的目光再度转移至全球经济复苏的前景上。这导致品种间的走势开始分化，我们依然看好农产品，但对其他品种保持谨慎。

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 一、全球经济及金融市场概述..... | 3 |
| 经济数据喜忧参半，市场避险情绪凸显 | |
| 1、市场避险情绪增大，全球市场出现调整..... | 3 |
| 2、经济数据喜忧参半，联储出手耐人寻味..... | 4 |
| 3、市场关注重点或将转移..... | 7 |
| 二、每周专题研究..... | 8 |
| “开闸不放水，美元当自强” | |
| 1、美元前期走弱：欧、美经济一强一弱，美元、欧元一弱一强..... | 8 |
| 2、美元近期走强：伯南克“开闸不放水”..... | 9 |
| 三、产业视角..... | 9 |
| 1、吹尽黄沙始见“真”——经济结构调整之路艰巨而漫长..... | 9 |
| 2、USDA 下调小麦产量预估，称粮食危机不会重演..... | 10 |
| 3、PTA 行业再迎反倾销..... | 11 |
| 四、每周重要数据分析..... | 11 |
| 1、美元上升引起商品调整..... | 11 |
| 2、基金持仓结构显示农产品炒作渐进高潮..... | 13 |
| 3、金属内盘弱于外盘的格局短期内难改变..... | 13 |
| 五、套利策略推荐..... | 16 |
| 1、橡胶买 1 抛 11 反向套利组合继续持有..... | 16 |
| 2、白糖买 1 卖 5 仍可择机建仓..... | 16 |
| 3、豆粕玉米、豆油菜油套利仍然持有..... | 17 |
| 六、投资策略..... | 17 |
| 1、美元强势反弹对金属形成压制..... | 17 |
| 2、化工品种方向不明，观望为宜..... | 18 |
| 3、农产品仍以逢低做多为主..... | 18 |
| 七、经济数据备忘..... | 18 |

一、全球经济及金融市场概述

经济数据喜忧参半，市场避险情绪凸显

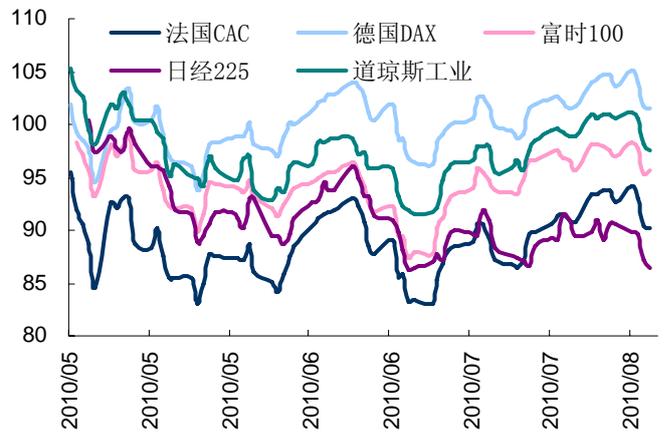
1、市场避险情绪增大，全球市场出现调整

上周公布经济数据显示，中美经济放缓的迹象进一步确认，同时美联储并未如市场意料开闸放水，市场对经济前景的担忧开始升温，VIX指数周四跳升至25.3并于周五继续攀升，同时各主要工业国股指大幅下挫，道琼斯一周下跌3.29%，日经225下掉超过4%，反应美国中小盘的罗素2000指数更是显示，资金正逐步撤离风险资产市场。

图3:VIX指数掉头向上



图4: 主要工业国股指纷纷向下 (2010.01.04=100)



资料来源:wind、中期研究

图5:美元的强势导致了所有非美货币的走弱



资料来源:wind、中期研究

外汇市场方面，美元延续上周反弹强势，尽管欧元区公布良好的总体经济数据，德国与英国也交出亮丽答卷，但美元前期过度下跌已经提前反映了市场对联储重启量化宽松的预期，周二联储的“开闸不放水”行为导致了美元当前强势，同时美元的驱动模式可能正逐步切换至避险，这将推动美元的进一步走强。而欧元上周出现4%的惊人跌幅，在美元的强势下，其他非美货币纷纷走弱。

大宗商品市场开始分化，在美元的强势下，金属与化工品出现调整，但上周USDA公布数据增强了外盘农产品的强势，但国内明显偏弱。而前期弱勢的黄金开始重新进入上升轨道，同时BDI指标失灵，在商品普遍弱勢的情况下上周继续强势上升。

2、经济数据喜忧参半，联储出手耐人寻味

本周诸多重磅数据出炉，引起市场大幅波动，但驱动模式似乎正在切换。单从经济数据来看，本周宏观面并没有太大的改变。欧元区延续了前期经济的强势。欧盟统计局公布的数据显示，欧元区二季度GDP环比上升1.0%，同比上升1.7%，大幅超出市场预期。而其中德国二季度季调后GDP初值环比上升2.2%，同比上升3.7%，表现极为抢眼。

相比之下，美国的情况只是比前期略有改善，周五公布的消费者信心初值为69.6，略高于7月值，但市场普遍预期难以持续攀升，同时零售增速不如市场预期。唯一亮点是美国CPI与核心CPI止跌回升，如果说CPI的上升有能源与食品因素，那么排除了以上两点的核心CPI似乎在暗示占其权重高达32%的房屋租赁市场正在改善。

图6: 欧元区GDP数据形势大好

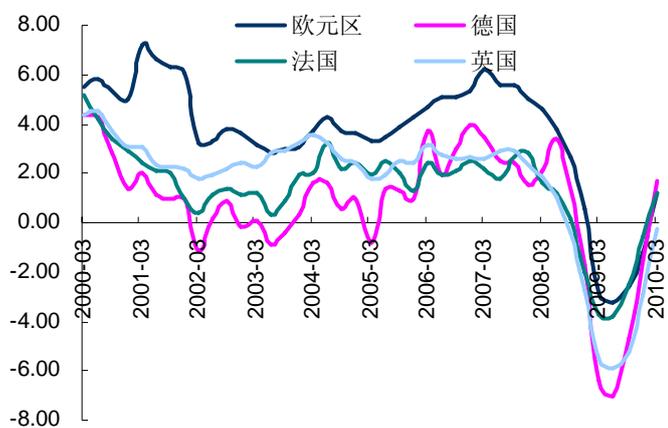


图7: 美国消费者信心略有改善



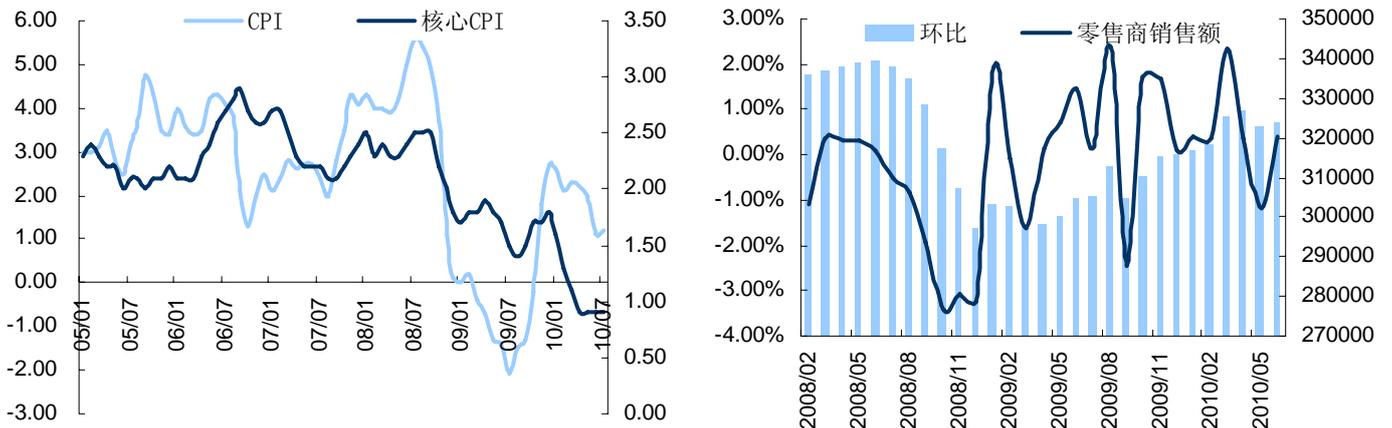
资料来源:wind、中期研究

本周另一个重磅事件是美联储议息会议，我们在上周曾分析过联储当前所面临的困局，并认为量化宽松重新执行的可能性不大，即联储难以再度扩大其规模庞大的资产负债表。市场大部分分析的观点与我们类似，认为联储在本次议息会议上最多会将购买MBS的资金重新投放至市场再度购买以保证住宅市场利率。但令多数投资者感到诧异的是，联储决定将到期资金购买国债而非MBS债券。这意味着当计划完成之后，联储的资产将全部置换成联邦政府的国债，但这个过程将相当漫长，未来一个月只有180亿两房及MBS债券到期，以此推算一年大约2000亿的数量，相较于联储2万亿美元的

资产负债表以及 6 万多亿的国债市场，量化宽松无从谈起。另外由于当前美国政府国债受到市场青睐，其国债收益率一路下滑，以购买国债的方式印钞并无迫切必要，因此我们认为联储此举只为表态，其有能力在必要时通过注入资金的方式挽救金融市场可能出现的种种问题，因此我们将之称为“开闸不放水”。

图8: 美国CPI终于止跌回升

图9: 零售销售增长不如预期



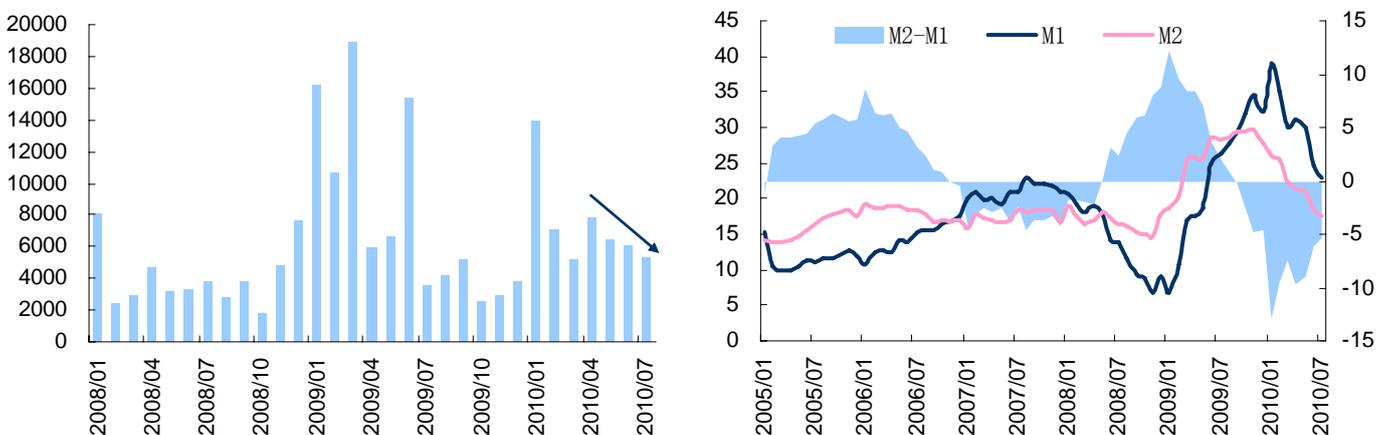
资料来源:wind、中期研究

本周公布的中国宏观数据同样大多在市场预期之中，在政府的主动调控下，新增固定资产投资与工业增速同比放缓，同时前期仍然保持强势的房地产固定资产投资也出现了回落的迹象。但是对新增贷款的控制低于市场普遍预期的 7000 亿，这直接导致了货币增速的加速下滑。

另外由于食品因素，中国 CPI 再度超过 3% 红线，但由于原材料价格下降，PPI 也开始跟随回落。我们认为通胀压力目前仍不算太大，人行暂时仍无加息压力。另外对新增信贷的控制完全满足 3: 3: 2: 2 的投放惯例，从人行这段时间的公开市场操作来看，后期信贷有放开的可能。本周公布数据的两大亮点是出口同比增速虽然回落至 38%，但绝对值仍然呈快速攀升的态势，同时社会消费同比维持稳定，这在投资放缓的情况下为经济提供了一定的支撑。

图10: 新增贷款余额的下降超出市场预期

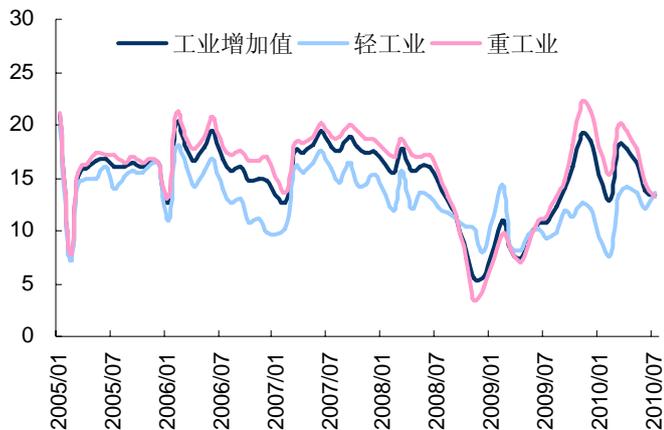
图11: 货币增速进一步放缓



资料来源:wind、中期研究

图12:重工业继续回落

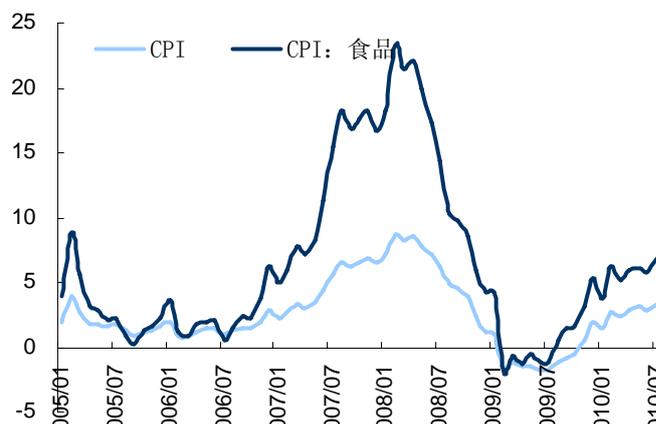
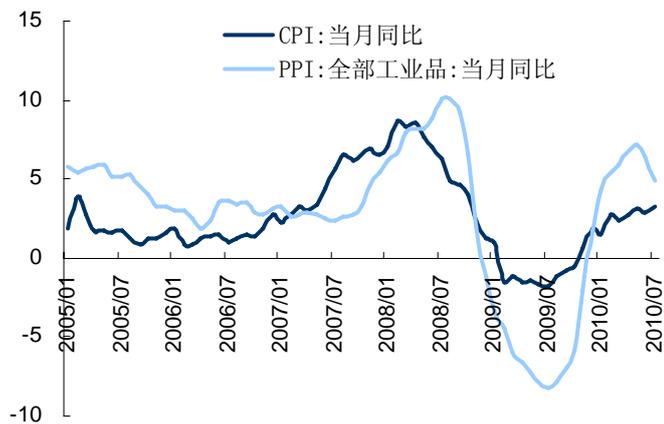
图13:固定资产投资如期下降



资料来源:wind、中期研究

图14:CPI与PPI的走势出现分化

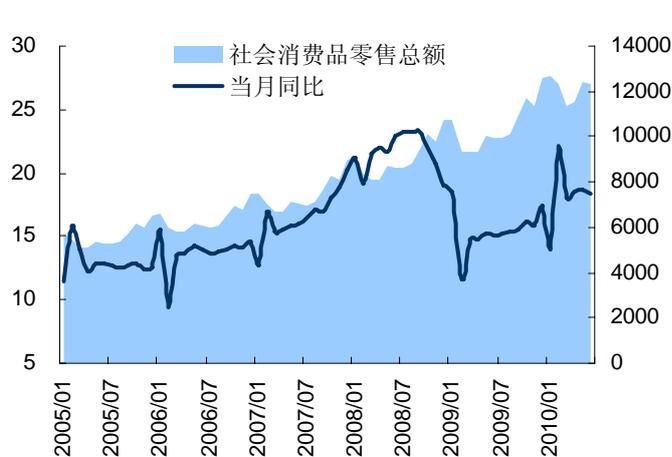
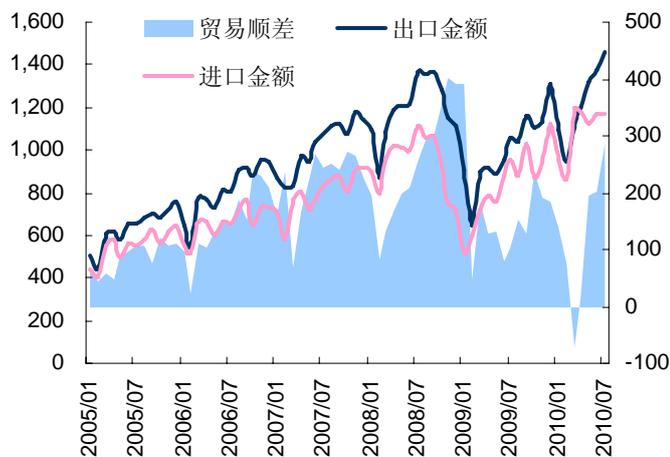
图15:食品是PPI上涨的主要原因



资料来源:wind、中期研究

图16:出口再创新高

图17:消费维持稳定



资料来源:wind、中期研究

3、市场关注重点或将转移

尽管在宏观面上来看各国依然在延续前期的轨迹，但是市场心理似乎发生了变化。美国国债收益率的持续下降虽然更多的是因为联储“开闸不放水”的决定不能为我们提供太多的证据，但从外汇市场以及黄金的走势来看，避险资产正重新获得市场青睐。

联储自 5 月以来所描述的日渐悲观的经济前景正逐步成为现实，这加剧了市场的不安。鉴于中美经济放缓的事实，两部全球经济增长最大的发动机正逐渐熄火，欧元区虽然状况尚佳，但建立在德国的强劲之上，就连另一大国法国也面临困境，同时德国的快速增长动力并非来源于国内消费而是出口的回升，而德国的主要出口地是欧元区内部国家，希腊等国糟糕的情况有目共睹，西班牙的失业率更是高达 20%，这令市场普遍担忧德国的复苏可能难以持续，经济放缓可能发生在四季度。

表 1:上周末国内外大宗商品相关指标收盘较上周末变动

| | 名称 | 收盘 | 较上周涨 | 分类 | 名称 | 收盘 | 较上周涨 |
|-----------|-------------|----------|--------|---------|----------|---------|--------|
| 综合指数 | CRB 期货指数 | 495.33 | -0.94% | 金属 | LME3 月铜 | 7190 | -2.50% |
| | BDI 运费综合指数 | 2468 | 21.58% | | SHFE 铜 | 57352 | -0.81% |
| | 美道琼斯工业指数 | 10303.1 | -3.29% | | LME3 月铝 | 2115 | -4.08% |
| | 英国 FTSE | 5275.44 | -1.07% | | SHFE 铝 | 15501 | -0.72% |
| | 日经 225 | 9253.46 | -4.03% | | LME3 月锌 | 2055 | -3.16% |
| | 香港恒生指数 | 21071.5 | -2.80% | | SHFE 锌 | 17169 | -1.30% |
| | 沪深 300 指数 | 2855.55 | -1.46% | | 伦敦现货金 | 1215.47 | 0.83% |
| 主要汇率 | 美元指数 | 82.92 | 3.16% | | SHFE 黄金 | 266.74 | 1.46% |
| | 美元兑人民币(中间价) | 6.7941 | 0.37% | | SHFE 螺纹钢 | 4312 | 0.70% |
| 主要汇率 | 美元兑人民币(NDF) | | | | SHFE 线材 | 4363 | 1.87% |
| | 欧元兑美元 | 1.2748 | -4.04% | | CBOT 大豆 | 1046.2 | 1.02% |
| | 美元兑日元 | 86.15 | 0.77% | | DCE 大豆 | 4085 | 2.46% |
| | 美元兑澳元 | 1.1197 | 2.86% | | DCE 豆粕 | 3076 | 1.38% |
| | 美元兑加元 | 1.042 | 1.45% | | DCE 豆油 | 8298 | 3.07% |
| | 美元兑巴西雷亚尔 | 1.767 | 1.55% | BMD 棕榈油 | 2704 | 1.50% | |
| | 能源化工 | NYMEX 原油 | 76.69 | -6.44% | DCE 棕榈油 | 7273 | 2.87% |
| NYMEX 燃料油 | | 2.06 | -6.79% | 农产品 | ICE11#糖 | 18.68 | 4.65% |
| SHFE 燃油 | | 4405 | -1.50% | CZCE 白糖 | 5357 | 0.71% | |
| DCE 塑料 | | 10314 | -0.22% | ICE 棉花 | 83.68 | 4.99% | |
| CZCE-PTA | | 7630 | 1.10% | CZCE 棉花 | 17371 | 2.31% | |
| DCE-PVC | | 7403 | 0.67% | DCE 玉米 | 1986 | 0.15% | |
| TOCOM 天胶 | | 280.4 | -1.06% | CZCE 强麦 | 2477 | -0.48% | |
| SHFE 天胶 | | 24776 | 0.72% | DCE 早籼稻 | 2186 | 1.30% | |

资料来源：文华财经、中期研究

纵观整个 7 月市场的上升，我们认为超跌反弹是主因，欧债危机的缓解以及欧元区经济数据出乎意料的好转激发了市场的热情，部分企业亮丽的财务报表推动股市的

上升，而外汇市场则将比差的注意力由欧洲转移至美国，但从目前的情况来看，中报行情已经结束，下一阶段投资者的目光将再度转移至全球经济复苏的前景上，单纯欧洲的数据难以扭转局面，毕竟全球复苏还要看中美，这点从澳大利亚以及加拿大的外汇走势就已经可见一斑。

二、专题研究

“开闸不放水，美元当自强”

从2010年6月4日的最高点88.7下跌至8月6日80附近，刚好是上一轮从2009年11月26日美元见底于74.1反弹至88.7的0.618倍，接着，也就是本周，美元一改颓势，五连阳的走势一气呵成，反弹至83附近。在前两周的报告中，我们曾提到，衡量风险资产情绪的最重要指标之一是美元，美元强弱势的基本原理之一是当美国经济恶化，风险情绪升温会导致资金流入避险资产，美元会走强；当经济回升，转而购买风险资产，美元则走弱。当7月底美元下破3月24日以来的最低点81的支撑位时，我们分析是因为美国经济近期表现差强人意，导致美元持续走软。那为何现在在美国经济整体放缓已是板上钉钉时，美元反而会走强呢？美元“真摔 OR 假摔”？

1、美元前期走弱：欧、美经济一强一弱，美元、欧元一弱一强

6月至7月期间，众多经济数据公布显示美国产出及就业方面的复苏步伐有所放缓。二季度GDP为2.4%，低于预期的2.5%；7月非农就业人数也表现差劲，减少13.1万人，预期减少6.3万人，还有，房产价格下滑、信贷收紧的限制。新屋开工维持在疲弱的水平、30期公债价格上涨等，都是美联储主席伯南克对当前经济描述为“异常不确定”的最有力证据。因此，市场对经济前景的担忧日益增强，一旦信心没有了，正如前述原理所说，投资者就会选择抛弃美元，转向商品或新兴市场等。

图18: 国债收益率持续走低

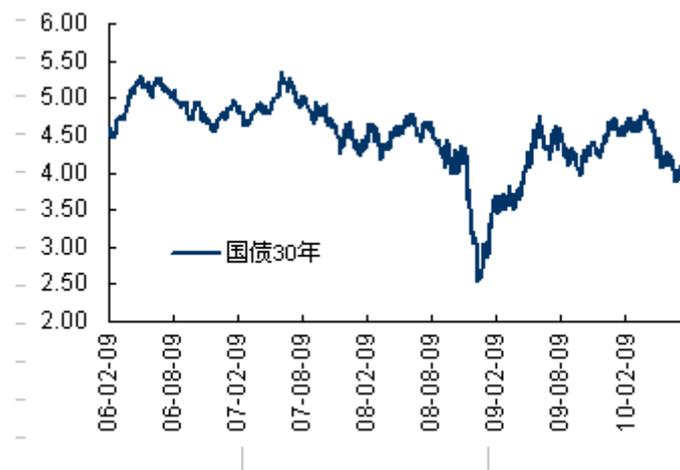
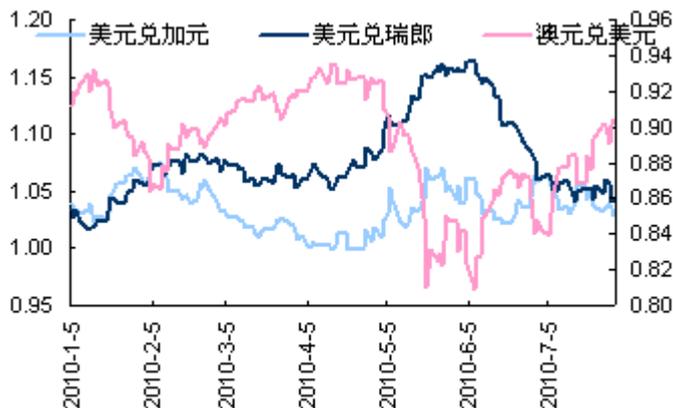


图19: 美元走势突然走强



资料来源: 中期研究

另外，欧洲各国因经历欧债危机洗礼后，市场表现如浴火重生般强劲，欧洲央行刺激计划增强了投资者信心，债务问题的担忧被逐步释放，欧洲的引擎英、德、法国经济数据以及工业部门转好的推动，欧元区经济景气指数优于预期等，欧元则借机强劲反弹，这也客观下挫了美元。

2、美元近期走强：伯南克“开闸不放水”

本周二，美联储在议息会议上表示，为了在物价稳定的环境下支撑经济复苏，美联储将通过由机构债和 MBS 的本金支付再投资到较长期国债的做法来保持所持证券仓位在目前的水准，并表示当其所持国债到期之后，将会展期。虽然此前市场一直预期美联储可能重启资产购买计划，包括开印钞票，以避免经济二次探底，但截至目前并没有。

我们认为，上述调控方式对美国当前经济无疑是最有效的，或者是唯一的方法。这也是我们分析美元反弹的一个最重要原因。因为目前的环境并不具备 08 年危机时需要开闸放水，通过注入流动性来刺激经济增长的条件，但通过开闸，所谓的高姿态来提振市场信心；这也就回答了开篇的自我提问，即长期看，货币一定是和国家经济正相关的，美国经济强，美元也会强，但这并不代表每个时间段两者都走势相似，区间范围内，两者并不同步；这还可以理解为，从短期看，目前投资者逐步相信美国经济增速在放缓是既成事实，市场情绪转而更担心其他国家的经济也会因美国和中国经济放缓而受到影响，这一观点引发市避险情绪走强，市场于是进行重新定价，美元因而小幅走强。最后，从上周末最新公布的 7 月 CPI 看，环比略有上升，通缩担忧暂时化解，也进一步正是我们的猜想，即不具备注水的条件。

还有，美国的同盟，欧元经济区虽然表现不俗，但欧元的走势却没有跟上，这或许是对前期欧元涨幅过大的修正，也可以理解为对欧元经济前期走出危机，展现强劲增长的利好消化，毕竟，欧债危机的影响远未消除，长期看，欧债危机致使各国政府背负的沉重包袱将逐步影响到各实体经济。与此同时，现在市场其实看欧洲并不是特别看重英、德、法等国的表现，而是十分在意“欧猪五国”的情况变化是否还会恶化。比如，此前一直处于金融市场风口浪尖的希腊经济表现亦未得到有效改善。希腊国家统计局公布的数据显示，希腊第二季度 GDP 年率下降 3.5%。该国 GDP 已连续第 7 个季度出现下滑。可见，市场的担心不是没有道理的。

最后，我们从美元反弹对商品的影响看，美元短期的波动方向是重要指标，中期而言方向不明，商品由自身决定。商品整体的强势上涨格局或已经告一段落，受美元的影响，高位强势震荡将会持续。

三、产业视角

1、吹尽黄沙始见“真”——经济结构调整之路艰巨而漫长

【新闻导读】 工信部今日公布 18 个工业行业淘汰落后产能的名单，有色行业冶炼铜、铅、锌，电解铝行业，产能共计 107.5 万吨，然而媒体质疑名单上为数不少的产能早已淘汰完毕，且多是小型企业的设备陈旧、高耗能的低端产能，生产本身并不经济的自然淘汰的产能。

【中期点评】 一边是不断增加的产能数据，一边是被“注水”的淘汰名单，中国经济转型的道路漫长而任务艰巨。

表 2:2010 有色金属行业产能淘汰分布及占比

| | 铜 | 铝 | 铅 | 锌 |
|---------------|-------|--------|-------|-------|
| 4 月公告淘汰量 (万吨) | 11.7 | 33.9 | 24.3 | 11.3 |
| 此次公告淘汰量 (万吨) | 14.49 | 37.101 | 26.58 | 29.37 |
| 涉及企业数量 (家) | 6 | 17 | 17 | 53 |
| 预计今年总产能 (万吨) | 570 | 2200 | 450 | 625 |
| 淘汰量占产能比 (%) | 2.50% | 1.70% | 5.90% | 4.70% |

资料来源：工信部、中国有色协会、中期研究

离十一五节能减排最后期限只有不足半年时间，前四年累计单位 GDP 能耗下降 14.38%，而今年上半年单位 GDP 能耗同比却上升 0.09%，直接引发政府对落后产能的淘汰力度再次加码，政策高压之下基层政府的下有对策，让市场对淘汰落后产能的预期大打折扣。尽管节能减排和保增长的存在一定的矛盾，但国家十分清楚地认识到以前单纯的追求 GDP 增长的经济发展模式，因此国家对此次经济结构调整的决心十分坚定。笔者梳理了半年来政府经济结构调整的主线，政策的方向始终未变，主要包括以下方面：

出口方面，调低或取消部分产品出口退税如钢材、有色金属加工材料、化工产品等。

内需方面，一方面，国家出台调整收入分配，进行医疗改革等一系列保民生的举措，另一方面，采取家电下乡等一系列刺激消费政策。

投资方面，一方面调整产业结构、鼓励产业升级的措施陆续出台，遏制并淘汰落后产能是重中之重，另一方面鼓励发展战略性新兴产业、现代服务业的优惠政策陆续出台。同时，国家大规模加强政府投资尤其是保障性住房建设，严格房地产调控。

这些调整大的方向都是按照按照低碳节能、两高一资、淘汰落后产能的方向进行的。同时辅以差别化的信贷政策，积极的汇率改革措施等一系列金融财政政策。行政手段执行力度的打折扣，是否会促使更多经济调控手段的强化呢？关注政府公布的淘汰名单的同时，我们是否应该更多的关注这些高耗能企业的差别电价、企业技改、并购转型甚至海外扩张之路呢？

2、USDA 下调小麦产量预估，称粮食危机不会重演

【新闻导读】 8 月 12 日，美国农业部(USDA)在 8 月报告中将全球小麦产量预估下调 2.3%，至 6.4573 亿吨，降幅超出外界预期。这是 USDA 自俄罗斯粮食出口禁令公布来

首次发布预估。由于俄罗斯及其邻国遭遇大旱，削弱良好的库存因素，全球小麦供应将较预期更为紧俏。不过，虽然全球小麦库存下降，但仍较 2008 年粮食危机时水准高 40%。而且，USDA 预计美国玉米和大豆产量都将创纪录高位。USDA 报告中称，在全球供应现状的支持下，没有理由重蹈 2008 年粮食价格飙升的覆辙。

【中期点评】粮食危机隐忧下，主权国家严阵以待投机资本。

面对目前小麦价格的极端上涨，我们可能正处于又一场全球粮食价格危机的初期阶段。这一危机的推动者无疑是投机资本。就在此轮国际粮价上涨前，美国商品投资大师吉姆·罗杰斯正马不停蹄地到处游说各国投资者积极抄底农产品。

但主权国家并非对投机资金束手无策。就在俄乌限制出口的同时，美国、加拿大等其他小麦出口大国开始弥补市场缺额。美国农业部宣布将在 2010/11 市场年度向埃及新售 12 万吨美国小麦。美国农业部部长维尔萨克表示，美国等国小麦产能足以“收拾残局”，世界粮食供应不会受到重大挑战。本周四，中国国家发改委亦发布公告称，虽然俄罗斯等国旱情仍在延续，但由于全球小麦库存充足，中短期内小麦价格的上涨将受到限制。因此，从全局来看，今年下半年农产品短期可能还有小幅上涨的空间，但这种局面不会长期维持下去。

粮食价格波动问题必须在全球层面加以解决。各主权国确保开放贸易以及透明且监管适度的市场制度，以遏制粮食大宗商品商的过度投机十分必要。

3、PTA 行业再迎反倾销

【新闻导读】商务部 8 月 12 日公布的终裁显示，原产于韩国和泰国的进口精对苯二甲酸（PTA）存在倾销，并对中国国内精对苯二甲酸产业造成了实质损害。国务院关税税则委员会决定，自 2010 年 8 月 12 日起，对原产于韩国和泰国的进口精对苯二甲酸征收反倾销税，税率在 2%~20.1%不等。

【中期点评】反倾销利好提前消化，PTA 后期颓势依旧。

2009 年全年国内 PTA 产量 1050 万吨，进口量 625.7 万吨，进口依存度为 37%左右。进口的主要来源国为韩国、台湾、和泰国等，其中从韩国和泰国进口的 PTA 占进口总量的 50%。而在此次反倾销终裁结果中，其他对苯二甲酸产品（EPTA）被排除在反倾销调查之外，不对其征收反倾销税。对韩企业反倾销税率终裁结果与初裁并无大的变化，主流 PTA 企业反倾销征税率约 2%~4%，而对泰国企业的反倾销征税率多超过 10%。从最终裁决的结果来看，PTA 后期的进口量并不会造成明显的减少。再者本次 PTA 反倾销调查去年就开始启动，市场对调查结果早已提前反映，因而不会对 PTA 后期的走势产生明显的影响。

四、每周重要数据分析

1、美元上升引起商品调整

在美联储资产负债表调整计划下，市场加大对美国国债的配置，由于美联储所持有 MBS 债券大部分期限为十年期，同时有部分 5 年期债券，市场投资者当前似乎更加倾向于 5 年期与 10 年期国债。同时，联储成功降低市场利率预期，美元 LIBOR 持续下降，这与欧元 LIBOR 的上升形成鲜明的对比。另外市场避险情绪加大，资金开始重新青睐避险资产，ETF 黄金持仓开始上升，这为近期黄金的强势提供了支持。同时美元的上升终结了前期大宗商品强势，大宗商品正式进入调整期。

图20：国债利率下行通道形成

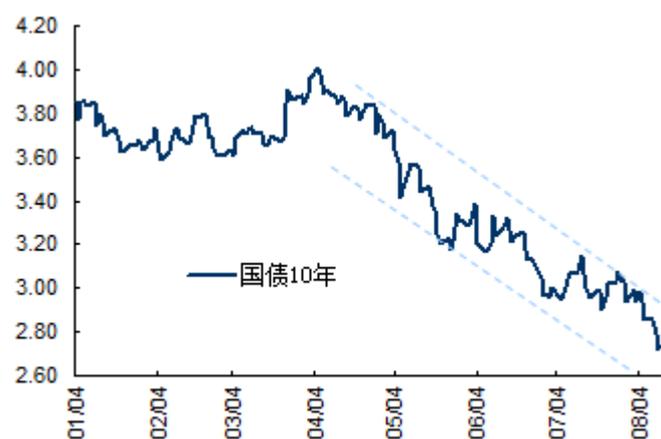
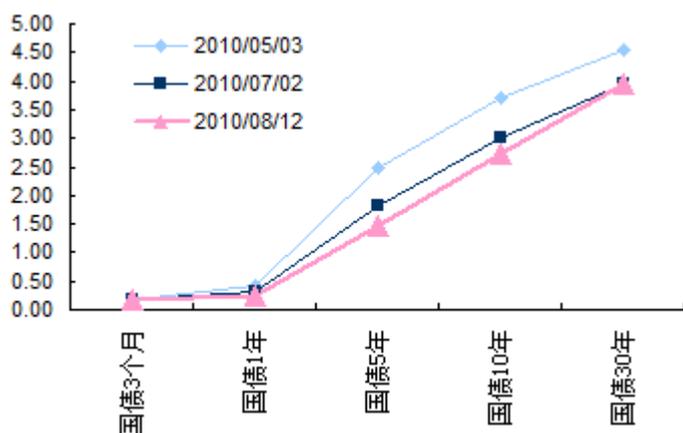


图21：利率曲线再度下移



资料来源:wind、中期研究

图22：美元LIBOR持续下降

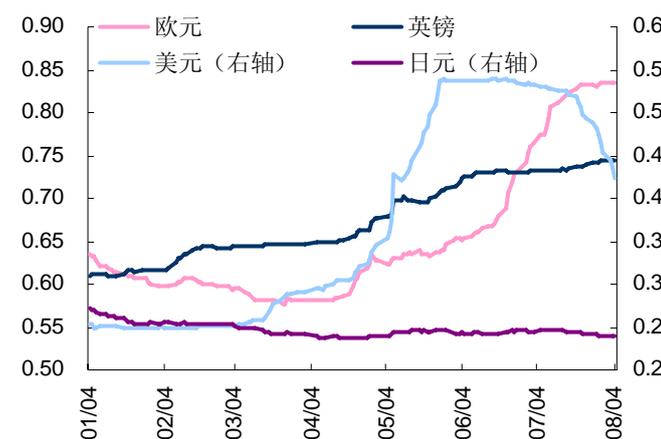


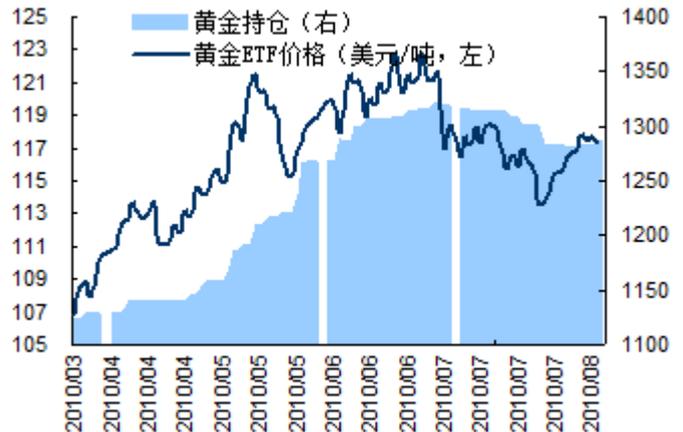
图23：国内资金成本开始上升



图24: 美元强势逆转对大宗商品构成压力



图25: 黄金持仓的下降状况得到缓解



资料来源:wind、中期研究

2. 基金持仓结构显示农产品炒作渐进高潮

从CFTC持仓数据来看,工业品基金净多持仓自7月中旬以来缓慢上升,其中以金属铜的净多持仓增加最为迅速,短短半月从3%上升到9%。农产品方面,基金净多持仓持续增加。目前玉米和大豆的净多持仓已经超过20%,豆粕的净多持仓已经达到33%。农产品基金净多持仓的持续增加,说明这一波由俄罗斯粮食减产引发的全球农产品炒作逐渐步入高潮。

图26: 基金在铜上净多持仓小幅增加

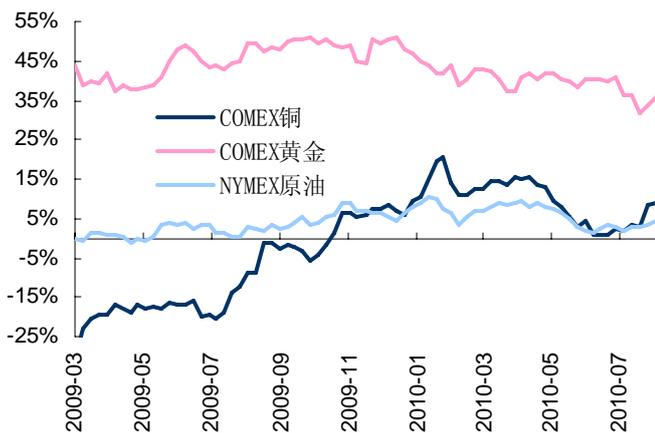
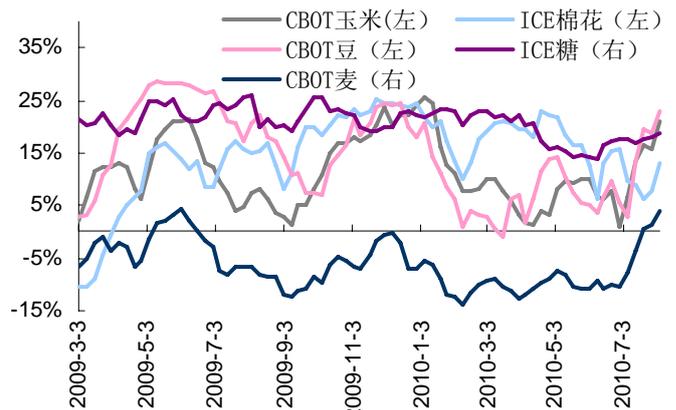


图27: 美盘农产品基金净多持仓快速增加



资料来源:wind、中期研究

资料来源:wind、中期研究

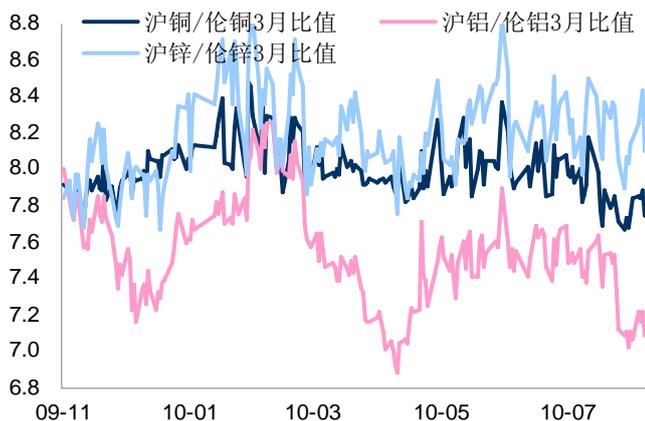
3. 金属内盘弱于外盘的格局短期内难改变

铜铝内外盘比值重心逐步下移,显示内盘近期一直弱于外盘的格局。同时因美元强势反弹,金属缓慢上升的升水出现回头。螺纹钢方面,前期不断高攀的铁矿石库存

开始出现回头，同时螺纹钢的去库存化开始加速。表明钢厂在钢价上涨的提振下，生产信心有所恢复。同时铁矿石价格上涨速度明显快于钢价，对钢价的支撑因素开始加强。随着塑料期货价格的持续回落，期货价格和现货价格基本持平。而PVC长期以来期货相对现货贴水幅度保持稳定，在200-400元之间。

图28: 铜铝内外盘比值重心逐步下移

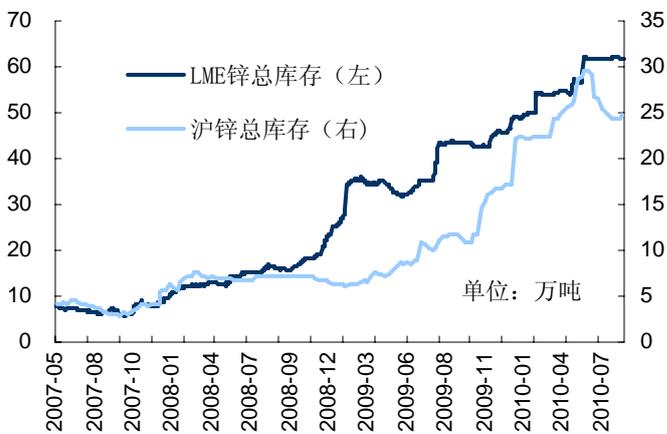
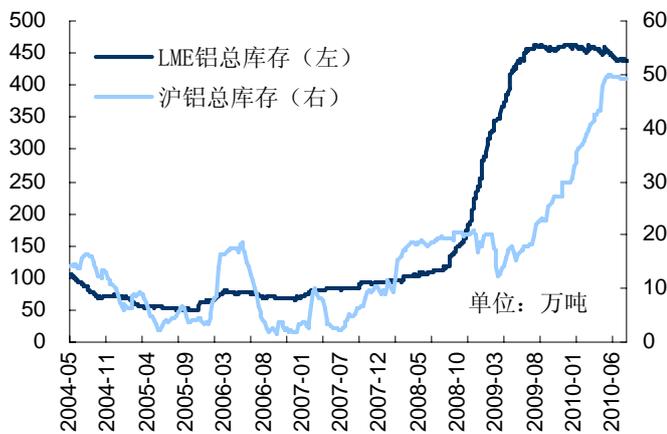
图29: 金属升水出现回头



资料来源:WIND、中期研究

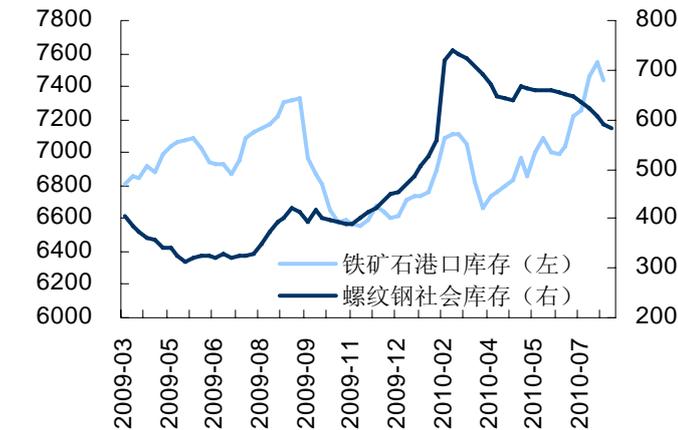
图30: 高库存压制导致铝反弹态势最弱

图31: 外盘高企的锌库存导致国内锌库存下跌空间有限



资料来源:WIND、中期研究

图32: 不断高攀的铁矿石库存开始出现回头



资料来源:WIND、中期研究

图33: 沪铜库存下跌较快对铜价反弹有较强支撑力度

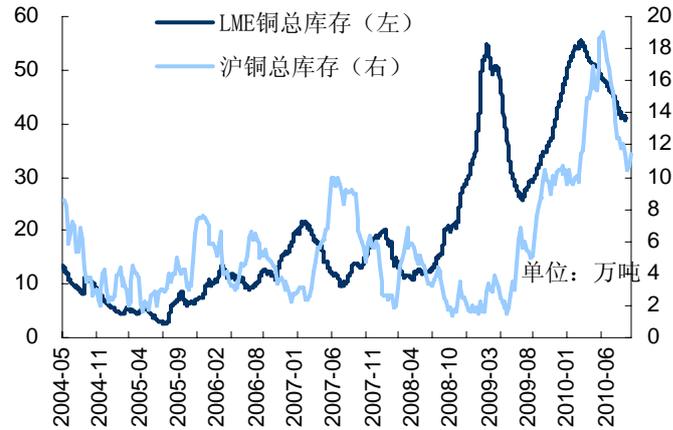
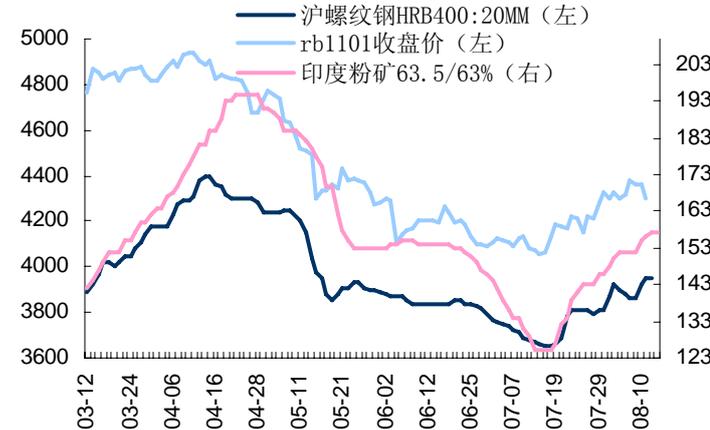


图34: 铁矿石价格涨势明显强于钢价的反弹



资料来源:WIND、中期研究

图35: 钢价跌破成本的局面持续改善

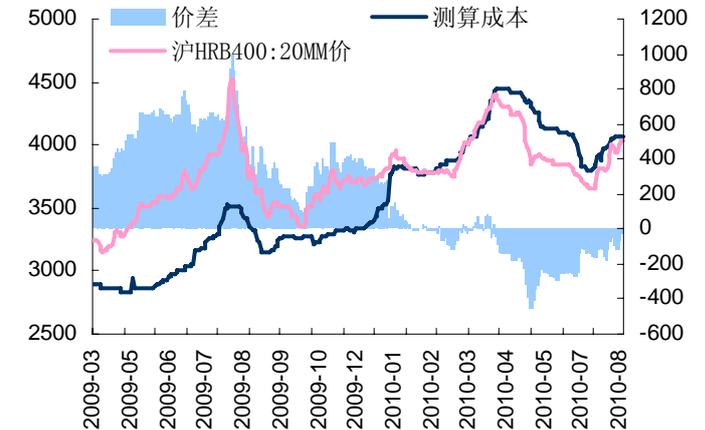
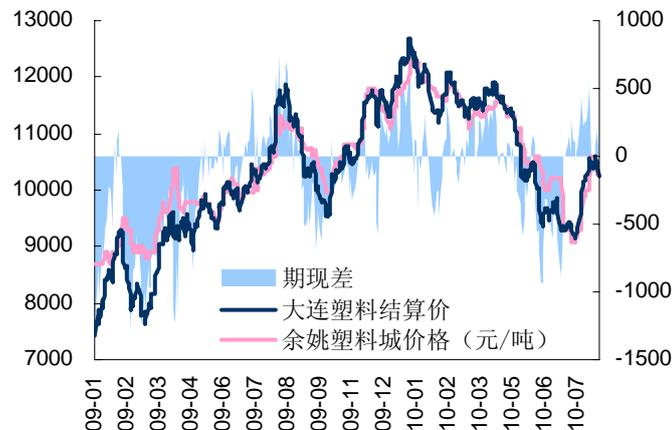
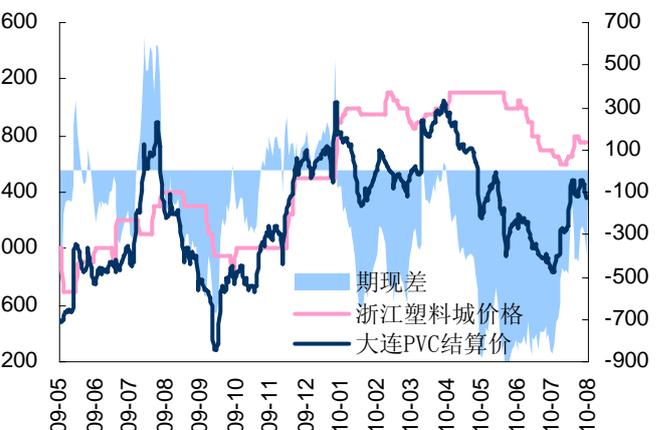


图36: 塑料期现价差再次缩小



资料来源:wind、中期研究

图37: 大商所PVC期货相对现货贴水幅度相对稳定



资料来源:wind、中期研究

五、套利机会推荐

1. 橡胶买1抛11反向套利组合继续持有

我们在第十五期套利机会推荐的橡胶买1101抛1011的套利组合，没有介入的投资者仍然可以再次介入。由于11月份橡胶的供应要比来年1月份充裕的多，因而1月份橡胶在上涨时概率要较11月大得多。但由于目前橡胶的价格已处于近几年的相对高位，而1101合约距离目前时间还较远，因而后期影响SR1101价格的不确定性因素较多，这一点需要投资者多加关注。在不出现极端行情的情况下，我们认为二者的价差会从目前的500点扩大到800-1000点左右，对于已经买入的投资者我们建议继续持有。

图38: SR1101与SR1011持仓量保持相对稳定

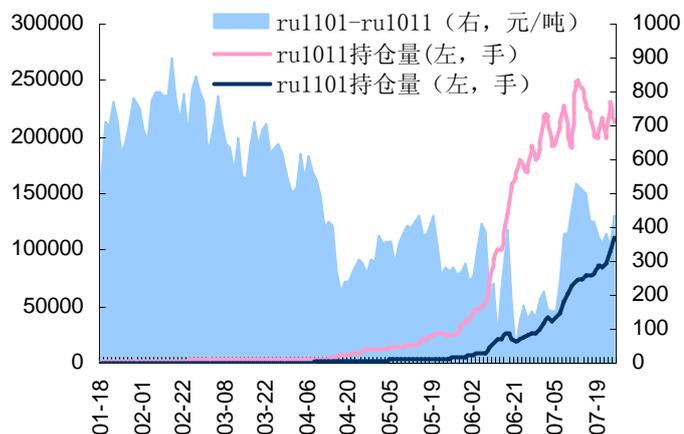
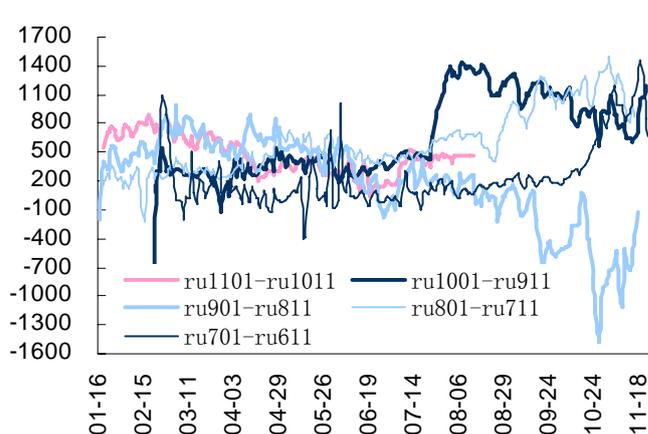


图39: SR1101与SR1011价差有大幅上升潜力



资料来源:SHFE、中期研究

2、白糖买1卖5仍可择机建仓

前期我们已推荐买白糖1月卖5月的套利，其理由主要有：a、白糖10/11榨季将是进入新的增产周期，虽然今年自然灾害较为严重，但新榨季大部分为新的甘蔗，其产量将较去年大，而且国际上主要产糖国印度、巴西新年度白糖产量也将大幅增产，对白糖远期价格构成压制。b、白糖为连续压榨的品种，相对来说，远月的供应量较大，对价格上涨压制较大。c、07年白糖也正处于减产后的第一个增产周期，郑糖合约701与609价差8月份后大幅下跌，未来如果郑糖1101与1009价差类似于07年大幅下跌，那么1101与1105合约价差也许会如郑糖705与701一样大幅下探。综上三点，我们推荐买1卖5的套利，目标价位为1月较5月升水，目前贴水为91点。如果白糖9月合约到期后，1101与1009价差没有下跌，那么1101与1105的套利则应视当时情况而定。

风险点：a、国家对白糖实施抛储，缓解市场供应紧张情况，对近月白糖影响较大。b、白糖因其投机性较高，资金由1月移仓至5月，可能使得5月较为强势，特别是在上涨的时候，5月涨幅较1月大。该套利如果没按我们预期的走势进行的话，则止损价位可设在其价差150点处。

图40: 郑糖合约701与609价差在8月份大幅下跌

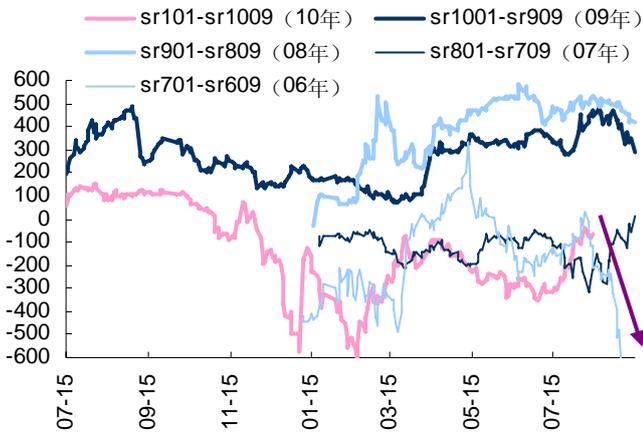
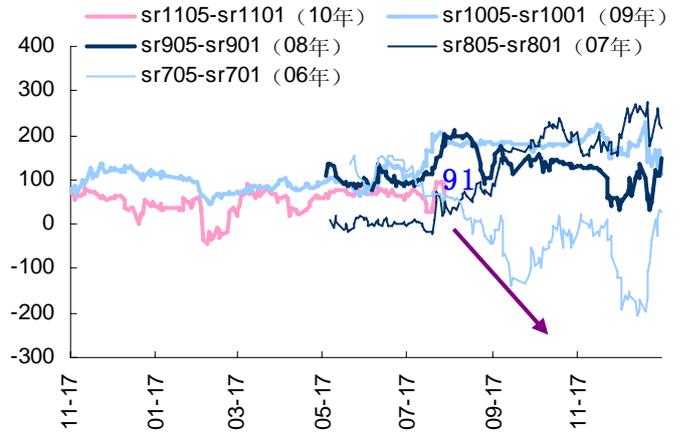


图41: 菜籽油豆油价差有所反弹, 但仍处于下降通道中



资料来源:DCE、CZCE、中期研究

3、豆粕玉米、豆油菜油套利仍然持有

豆粕近期表现仍然强势, 在上涨通道中, 豆粕涨幅远大于玉米。目前农产品特别是豆类受到资金追捧, 而粮食类一般受国家政策压制, 涨幅不大。豆粕和玉米的比价处于历史低价位的缓慢回升中, 买豆粕卖玉米的仓位仍然持有。

上期周刊我们在菜籽油与豆油价差 760 元时, 推荐投资者进行买豆油卖菜籽油的套利操作, 截至上周五, 菜籽油与豆油价差收盘为 640, 一周获利 100 点以上, 我们的理由很简单: 在上涨通道中, 豆油走势往往强于菜籽油。菜籽油豆油 1 月价差目前仍处于相对高位, 但其下跌趋势已较为明显, 耐心持有, 目标价位为 500 点, 止损价位 800。

六、本周投资策略

品种走势分化, 操作须谨慎

本周全球资本市场表现出典型的避险情绪, 宏观面数据依然延续欧强美弱的局面, 欧洲 GDP 数据大大超出市场预期, 德国更是表现抢眼。但显然市场开始担忧美国经济的持续走弱会对其他国家的经济增长造成损害, 美国疲软的经济数据以及联储对经济前景的描述反而引起美元的强力反弹。另外, 各项风险资产表现不佳、国债收益率持续走低、黄金开始重新获得市场的青睐, 这印证了我们上周策略的标题, 市场情绪开始改变之时, 小心使得万年船。

1、美元强势反弹对金属形成压制

因美元强势反弹, 本周金属走出了一波先抑后扬的行情, 周线技术图形出现短期回调, 但仍保持向上通道。从回调幅度来看, 前期涨势较大的锌本周回调幅度最大达 1.31%,

铜、铝回调幅度达 0.7% 左右，螺纹钢势头最强，较上周反而上涨 0.68%。从持仓和成交来看，铜、铝、锌持续下降，而螺纹钢仍保持高位。预计美元强势反弹势头下周仍将持续，将对金属继续上行形成压制，而螺纹钢受国家下半年“保增长”的政策预期，短期内走势强于金属的局面不会改变，操作上建议金属多头可暂时离场观望，待美元回调态势明确后逐步可逐步建仓，螺纹钢可谨慎做多。

2. 化工品种方向不明，观望为宜

在汽油的传统消费旺季，美国汽油商业库存于上周创下了一年来的新高，使得人们再次燃起对美国经济下滑的担忧。受此影响，上周纽约原油暴跌将近 4%。原油的暴跌使得化工品期货整体呈现大幅下挫的走势。化工品在供需矛盾未得到有效缓解的情况下，后市的走势仍将更多的跟随原油波动，因而我们建议投资者多加关注国际原油价格变化，目前在方向不明的情况下，操作上以观望为宜。

3. 农产品仍以逢低做多为主

在美麦这轮暴涨的带动下，豆类及油脂品种均迎来了久违的持续大涨行情，远远脱离其原先全球大豆丰产、库存高企的基本面。自然灾害导致的粮食危机担忧成为资金主要的炒作对象，这也是对 08 年以来农产品走势疲弱的一种报复性上涨。从目前来看，市场关注的重点已转移到农产品上，特别是在受外盘影响较大的豆类品种上，其它品种如玉米、小麦、早籼稻等粮食类则受国家政策影响最大，资金大幅炒作的可能性较低。总的来说，未来农产品震荡将加剧，但适宜逢低做多。

七、经济数据备忘

表 3：上周数据回顾

| 日期 | 经济数据 | 前值 | 预测值 | 公布值 |
|-----------|-------------------------|-----------|--------|----------|
| 2010-8-9 | 欧元区 8 月 Sentix 投资者信心指数 | -1.3 | | 8.5 |
| 2010-8-10 | 中国 7 月贸易帐(美元) | +200.22 亿 | +190 亿 | +287.3 亿 |
| 2010-8-10 | 日本央行公布利率决议 | 0.1% | | 0.1% |
| 2010-8-10 | 德国 7 月调和消费者物价指数终值(年率) | +1.2% | +1.2% | +1.2% |
| 2010-8-10 | 德国 7 月消费者物价指数终值(年率) | +1.1% | +1.1% | +1.2% |
| 2010-8-11 | 中国 1-7 月城镇固定资产投资(年率) | +25.5% | | +24.9 |
| 2010-8-11 | 中国 7 月工业品出厂价格指数(年率) | +6.4% | | +4.8% |
| 2010-8-11 | 中国 7 月居民消费品价格指数(年率) | +2.9% | +3.3% | +3.3% |
| 2010-8-11 | 中国 7 月末 M2 货币供应(年率)(暂定) | +18.5% | | +17.6% |
| 2010-8-13 | 德国 第二季度末季调 GDP 初值(年率) | +1.7% | +2.4% | +4.1% |
| 2010-8-13 | 法国 7 月调和消费者物价指数(年率) | +1.7% | +1.8% | +1.9% |
| 2010-8-13 | 美国 7 月核心消费者物价指数(年率) | +0.9% | +0.9% | +0.9% |
| 2010-8-13 | 美国 7 月消费者物价指数(年率) | +1.1% | +1.2% | +1.2% |
| 2010-8-13 | 美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值 | 67.8 | 69.3 | 69.6 |

资料来源：中期研究整理

上周回顾：中国 7 月份 CPI 创年内新高

7 月中国 CPI 同比上涨 3.3%，创下 21 个月以来的新高。其中食品价格上涨 6.8%，对当月新涨价因素的贡献率达到 70%左右；广义货币(M2)余额 67.41 万亿元，同比增长 17.6%，增幅比上月和去年同期分别低 0.9 和 10.8 个百分点；7 月人民币贷款增加 5328 亿元。官方对此的解读为“7 月我国部分经济指标出现增速放缓的迹象，但是回落的幅度并不大，中国经济的增长动力仍然是比较强的。”综合上述数据以及上周的领先指标的得出，中国经济增长已经显著放缓。另外，由于占 CPI 比重最终的两大因素：食品和国际原材料进口价格全年价格仍会保持低位，所以，预计 CPI 在接下来的月份中，在惯性冲高后，会有所回落。

本周解读：美国 7 月 CPI 走强或带动其他指标好转

上周末，美国公布的数据显示，由于能源走高，美国 7 月 CPI 月率上升 0.3%，预期上升 0.2%；为 4 个月来首次上升；7 月零售销售月升 0.4%，预期上升 0.5%，为三个月来首度上升，但是涨幅较小，美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值 69.6，也符合预期。我们认为，由于 CPI 的走强，美国通缩的可能性暂时消除，本周继续关注新屋开工等数据是否也能配合此利好，此外，我们认为，市场关于重启量化宽松政策的声音将随着数据的稍微转好而逐渐变小。

表 4：本周数据展望

| 日期 | 经济数据 | 前值 | 预测值 |
|-----------|------------------------|--------|-------|
| 2010-8-16 | 日本 第二季度名义 GDP 初值(季率) | +1.3% | |
| 2010-8-16 | 欧元区 7 月调和消费者物价指数终值(年率) | +1.7% | |
| 2010-8-16 | 美国 8 月纽约联储制造业指数 | 5.08 | 8.75 |
| 2010-8-16 | 美国 8 月 NAHB 房价指数 | 14.0 | |
| 2010-8-17 | 英国 7 月核心零售物价指数(年率) | +5.0% | |
| 2010-8-17 | 英国 7 月消费者物价指数 | 114.6 | |
| 2010-8-17 | 美国 7 月生产者物价指数(年率) | +2.8% | +4.2% |
| 2010-8-17 | 美国 7 月新屋开工总数年化(万户) | 54.9 | 56.0 |
| 2010-8-17 | 美国 7 月工业产出(月率) | +0.1% | +0.5% |
| 2010-8-19 | 德国 7 月生产者物价指数(年率) | +1.7% | |
| 2010-8-19 | 英国 7 月政府收支短差(英镑) | +209 亿 | |
| 2010-8-19 | 美国 7 月谘商会领先指标(月率) | -0.2% | +0.1% |

资料来源：中期研究整理

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

| | 北京 | 深圳 | 香港 |
|-----|------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 地址: | 北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 9 层 (邮编:100020) | 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层 (邮编:518031) | 香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室 |
| 电话: | 010-65081080 | 0755-23818333 | 00852-25739399 |
| 传真: | 010-65081080 | 0755-23818318 | 00852-25739123 |
| 客服: | | 400-8888-160 | |
| 网址: | | http://www.cifco.net | |