

## 一周重要图表

图1:本周各市场表现一览

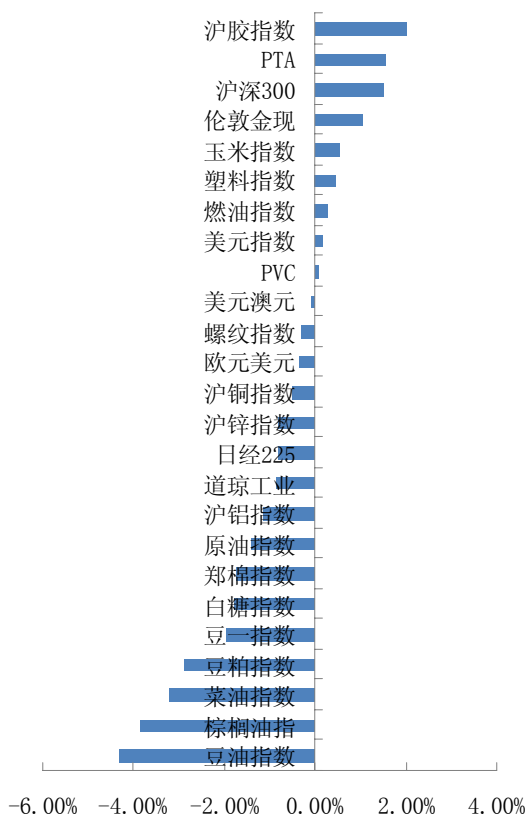
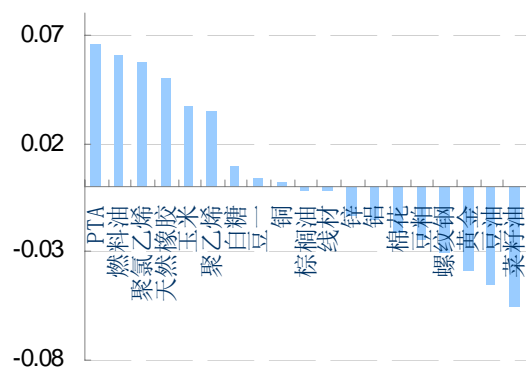


图2:一周资金流向



资料来源:wind

## 内容摘要

1、费城制造业 PMI 大跌至-7.7 这显示费城的经济活动在扩张了一年后首次出现萎缩，并暗示着美国其他地区可能面临同样的问题。本周美国初始申请失业救济人数为 50 万人，远远高于市场预期，也创出了去年底以来的新高，就业市场的问题在近期越来越突出，这与房地产市场一起导致加大了投资者对美国经济前景的忧虑。

2、国内房地产二次调控之声渐行渐近，但我们认为这或将又是政府的“空城计”。对政府而言，在当前全球经济普遍回落的情况下，为了避免挤压房地产泡沫，打消房价上涨预期才是最终目的。

3、农民工收入上升、天气不利以及投机资金涌跃均对农产品价格形成重要上涨推动因素。只是短期在秋粮集中收获前，农产品价格上涨将面临政策及季节性压力。如果后期不出现进一步天气不利导致减产幅度超预期，要出现 2006/2007 跨年度的大幅上涨行情的概率并不大，那此波农产品上涨将在明年 3 月前后结束。因此做多农产品不可太为激进，以逢低买入的操作为主。

4、前期推荐的买豆油卖菜油 1101 套利获利较多，目前二者价差趋势无法形成，建议滚动操作为主；本周推荐买豆油卖棕榈油 1101，价差 900 点左右入场，目标价位为 1200，在 850、800 点左右可分别按原先建仓的一半比例进行加仓操作，以 700 点作为止损；白糖买 1101 卖 1105 的正向套利继续持有。

## 目录

一、资本市场概述.....	3
避险情绪继续升温，经济前景更加悲观	
1、避险情绪主导市场，风险资产普遍承压.....	3
2、联储态度含混不清，市场分歧加大.....	3
3、数据恶化经济前景更加暗淡.....	3
二、专题研究.....	5
农产品强势短期面临政策及季节性压力	
1、主要农产品目前并未出现供给极度紧张.....	5
2、前期上涨夹杂较多资金投机炒作因素.....	5
3、短期农产品面临较大政策及季节性压力.....	6
4、中短期较难出现高通胀令通胀预期对农产品价格支撑有限.....	7
5、要出现跨年度牛市行情关键要看后期“天”色.....	7
三、产业视角.....	8
1、房地产二次调控？——政府高唱“空城计”.....	8
2、创纪录一周拍卖两次，国家调控粮价决心坚定.....	8
3、成品油定价机制再惹争议.....	9
四、市场结构及数据剖释.....	9
1、避险情绪加大，商品进一步回调.....	9
2、基金持仓结构显示资金继续看多农产品.....	10
3、现货价下跌拉动化工品升水大幅上升.....	11
五、套利策略及配置.....	13
1、油脂品种套利关注.....	13
2、白糖正向套利继续持有.....	14
六、酷图精解.....	14
A股反弹短期已至上限	
七、投资策略.....	16
A股或将带动大宗商品回落	
1、市场避险情绪继续升温，美股加速筑顶.....	16
2、A股或迎来阶段性顶部，关注个别品种机会.....	16
八、经济数据备忘.....	17

## 一、资本市场概述

### 避险情绪继续升温，经济前景更加悲观

#### 1、避险情绪主导市场，风险资产普遍承压

对经济前景的担忧继续困扰市场，上周在必和必拓宣布对Potash公司高达400亿美元的恶意收购的利好下欧美股票市场仅上升一天，糟糕的美国经济数据就再度成为主导，欧美股市纷纷下挫，美股连续第二周收阴。同样中国股票市场也表现出上升乏力，驱动力主要是诸如“超级病菌”、央企重组的消息面概念，在冲击2700重要关口未果后，上证指数周五跟随美盘的大跌更是吞没了上周大部分涨幅。

外汇市场方面，美元强势依旧，由于驱动模式的切换，糟糕的经济数据为美元带来的更多是利好而非利空。在并购活动的刺激下，加元以及其他非美货币一度受到提振，但随后美国经济数据公布令市场避险情绪升温，美元随即急速攀升。美元指数上周微涨0.14%，欧元、加元分别微跌0.35%、0.53%。同时由于避险情绪的升温，日元同样受到市场的追捧，尽管市场传出日本首相菅直人与日本央行行长白川方明将于本周一会面讨论日元升值问题，但日元依旧保持强势，对美元微升0.72%。

反观大宗商品市场，全球两大重要品种走势分化明显，原油上周下跌2.1%跌破75美元关键支撑，伦敦金继续强势上涨，一度突破1235美元，创7月以来新高。有色金属同样表现不佳，其中LME3月铝跌幅高达3.3%；农产品也结束了7月以来的强势纷纷下跌，其中油脂类跟随原油价格成为农产品中跌幅最大的品种。

#### 2、联储态度含混不清，市场分歧加大

显然当前美联储的行为成为全球资本市场最为不确定的关键变量之一，经济学家们在预测全球未来经济走向之外，还要将美联储可能的行为考虑在内，而这在某些关键时间往往是徒劳无功的。上周纽约联储在周二买入约25亿美元的美国国债，事情似乎尘埃落定，但关于联储下一步动向仍然是市场争论的焦点，有观点认为由于之前联储为了表示对未来经济前景的乐观，一直讨论使用何种方式降低资产负债表规模，而现在使用MBS到期资金主动购买国债的行为则是向市场传递出其主动干预经济下滑的意愿，如果后期经济进一步恶化，量化宽松的重启也在计划之内，这降低了未来经济进一步下滑的可能性，而该行为对美元造成的利空同样有利于出口的改善；另一方的观点则认为，开闸不防水已经反映了联储弹尽粮绝的困境，目前利率已经到了降无可降的低位，再度重启量化宽松的边际效用极低，对经济造成的影响弊大于利，联储此举向市场传递的只是决心而已，而美元前期的弱势已将量化宽松的可能性考虑在内，现在美元面临的情况是超跌反弹而非再度下跌。

联储内部的态度同样混乱，有意思的是之前同属通胀鹰派的圣路易斯联储主席布拉德与堪萨斯联储主席霍恩现在已经分道扬镳，霍恩认为美联储应当加息以控制未来可能出现的通胀，并对利率决策的程序和动机提出质疑，而布拉德则表示如果通胀率进一步下滑，美联储应该重启量化宽松政策。

#### 3、数据恶化经济前景更加暗淡

图1-1: 当周申请失业金人数远超市场预期

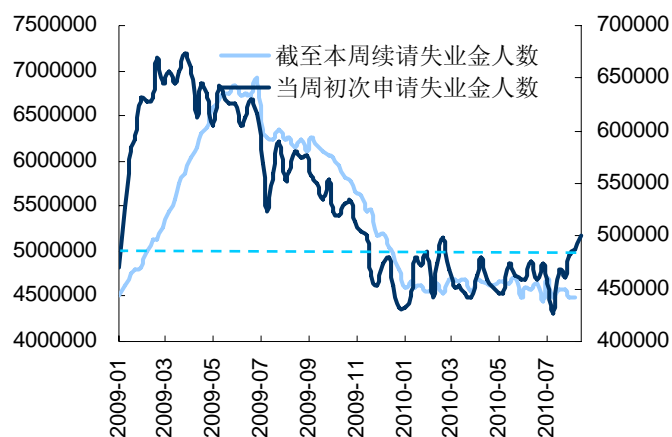
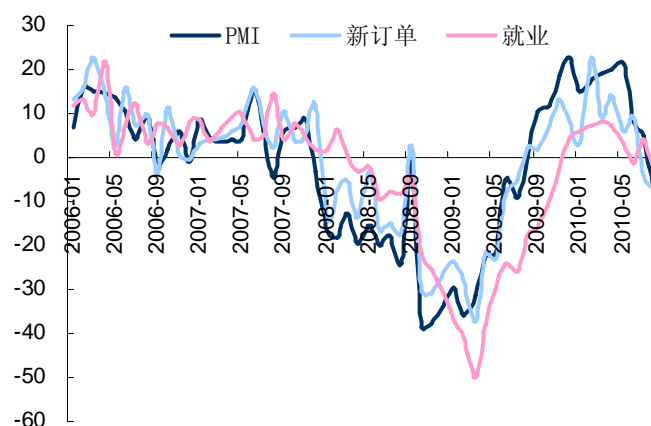


图1-2: 费城联PMI显示制造业正在收缩



资料来源:DCE, 中期研究

表 1-1: 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	492.43	-0.59%	金属	LME3 月铜	7265	1.04%
	BDI 运费综合指数	2756	11.67%		SHFE 铜	57060	-0.51%
	美道琼斯工业指数	10213.6	-0.87%		LME3 月铝	2045	-3.31%
	英国 FTSE	5195.28	-1.52%		SHFE 铝	15322	-1.15%
	日经 225	9179.38	-0.80%		LME3 月锌	2060	0.24%
	香港恒生指数	20981.8	-0.43%		SHFE 锌	17033	-0.79%
	沪深 300 指数	2898.58	1.51%		伦敦现货金	1227.97	1.03%
	美元指数	83.039	0.14%		SHFE 黄金	268.78	0.76%
主要汇率	美元兑人民币(中间价)	6.791	-0.05%	SHFE 螺纹钢	4298	-0.32%	
	美元兑人民币(NDF)			SHFE 线材	4363	0.00%	
	欧元兑美元	1.2703	-0.35%	农产品	CBOT 大豆	1007.8	-3.67%
	美元兑日元	85.53	-0.72%		DCE 大豆	4006	-1.93%
	美元兑澳元	1.1186	-0.10%		DCE 豆粕	2988	-2.86%
	美元兑加元	1.0475	0.53%		DCE 豆油	7939	-4.33%
	美元兑巴西雷亚尔	1.767	1.55%		BMD 棕榈油	2568	-5.03%
			DCE 棕榈油		6994	-3.84%	
			ICE11#糖		18.96	1.50%	
能源化工	NYMEX 原油	75.07	-2.11%	CZCE 白糖	5261	-1.79%	
	NYMEX 燃料油	2.03	-1.46%	ICE 棉花	82.99	-0.82%	
	SHFE 燃油	4417	0.27%	CZCE 棉花	17072	-1.72%	
	DCE 塑料	10359	0.44%	DCE 玉米	1997	0.55%	
	CZCE-PTA	7750	1.57%	CZCE 强麦	2478	0.04%	
	DCE-PVC	7409	0.08%	DCE 早籼稻	2158	-1.28%	
	TOCOM 天胶	292.1	4.17%				
	SHFE 天胶	25272	2.00%				

资料来源: 文华财经、中期研究

对于联储当前的策略，我们在前几期周刊中已有详细的分析。显然我们的观点更接近后者，联储此举非但没有提振投资者的信心，反而加大了市场对经济前景的忧虑。本周美国初始申请失业救济人数为50万人，远远高于市场预期，也创出了去年底以来的新高，这抵消了17日工业产值与产能利用率上升为市场带来的短期利好。同一日公布的费城制PMI大跌至-7.7，而据彭博调查市场普遍预测该指数会上涨至7，这显示费城的经济活动在扩张了1年后首次出现萎缩，（请注意我们使用的是萎缩而非放缓），这暗示着美国其他地区可能面临同样的问题，美国经济可能会在三季度到四季度由放缓进入到衰退状况，该数据的公布一度引起美股盘中大跌。制造业的数据向来比较敏感，但就业市场的问题在近期越来越突出，这与房地产市场一起导致加大了投资者对美国经济前景的忧虑。

对于经济前景的争论是一回事，对于用真金白银搏杀的资本市场则是另一回事。对于政策不满的投资者往往是用脚投票，现在的情况是全球避险情绪的升温，投资者在抛售手中的风险资产的同时在大量的买入日元、美元、美债的传统避险资产，经济数据的恶化加速了这一过程，需要注意的是10年期美债收益率上周报收于2.57%，再创数月来的新低，传递出来的信号相当负面，有观点认为10年期收益率可能冲击2%，这是08年金融危机期间债息的低点。不过对于美联储而言，其降低市场资金成本的短期目标可能已经达到。

---

## 二、专题研究

---

### 农产品强势短期面临政策及季节性压力

自6月中下旬以来，国内外期市掀起一轮农产品上涨潮。本轮农产品上涨主要动因是对极端不利天气和气候的预期及炒作，首先是在小麦市场爆发，然后通过争地效应以及在饲料、食用等用途上的替代效应，涨势蔓延至其他品种。市场开始预期农产品市场会否出现2006至2007年的跨年度大幅上涨行情。据我们分析，这种可能性不是没有，只是更有可能出现在明年而非今年，除非后期天气较预期差更多，农产品供需急剧恶化。

#### 1、主要农产品目前并未出现供给极度紧张

根据美国农业部（USDA）数据，全球谷物2002年上涨以来，实际供需形势最紧张的是2006/2007年度，此后不断缓慢改善，只是因天气不利，2010/2011年度供需形势小幅趋紧。大豆供需形势更是因为南美大幅增产而处在历史最宽裕水平。棉花、白糖虽然供需形势处在历史低水平，但因为巴西增种甘蔗以及巨大甘蔗上酒精转产潜力以及新年度预期全球棉花种植面积猛增因素，市场对明年供需普遍呈相对乐观预期，何况棉花白糖仅是小品种，争地效应有限，难以推动大品种持续上涨。

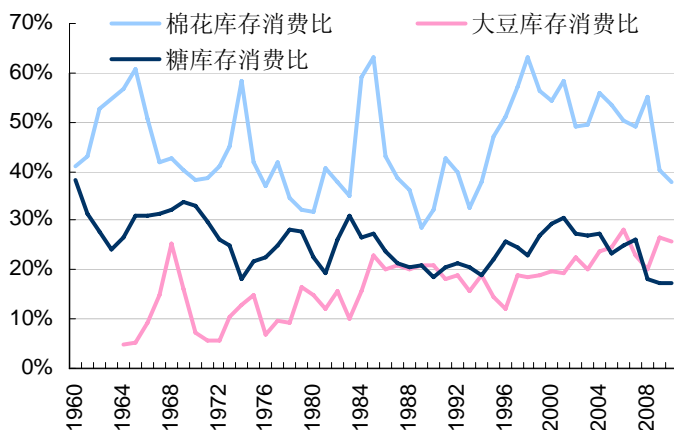
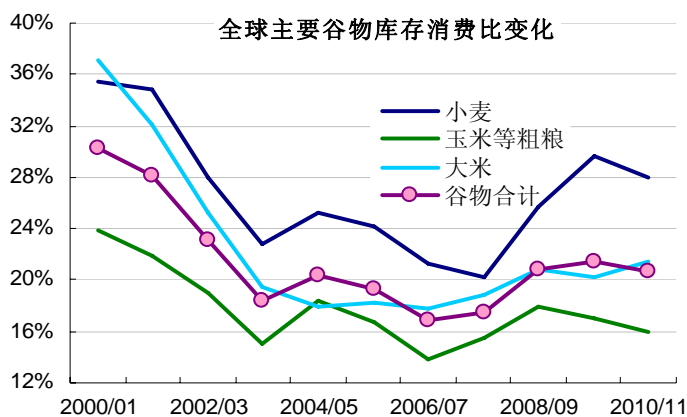
#### 2、前期上涨夹杂较多资金投机炒作因素

今年以来，楼市、股市的不景气造成游资热钱增多，资本的逐利性造成许多资金聚集涌入农产品购销环节，以期通过炒作自然灾害获取利润。结果就是今年农产品购销主体多元化格局更加明显，抢收抢购对农产品因灾价格上涨起到明显的推波助澜作

用。而从后面数据图表中我们可以发现包括基金在内众多资金也大幅涌入期货市场做多，比如俄罗斯小麦减产在对全球供需影响并不大的情况下竟然造成小麦价格接近翻倍的暴涨，其中资金推动迹象极为明显。

图2-1：全球主要谷物供需总体仍处在转好趋势中

图2-2：大豆供给充裕，只是棉花白糖供需形势较紧张



资料来源：:USDA、中期研究

### 3、短期农产品面临较大政策及季节性压力

一是目前国内外宏观经济形势不希望农产品价格大幅上涨。毕竟下半年全球经济不振已基本成市场共识，因此政府在货币政策上有宽松倾向，如果农产品价格大幅上涨，通胀预期上升，将更加阻碍经济增长，也因此更易受到政策调控，国内更是如此。

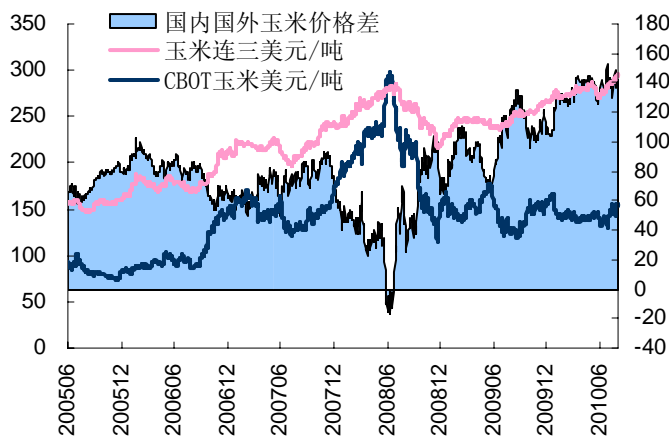
二是国内农产品价格相对国际价格普遍处在历史高位水平，政策调控空间大。

三是资金推动因素较难持续。由于农产品不易储存，而且成本很高（损耗大，货值小），因此资金在农产品方面更多是在于投机而非投资。国内资金抢收必然导致农产品品质下降，更难储存（没有充分时间晾晒，水分过大），价格暴涨后投机存的货会可能集中涌出，使得价格大幅调整的风险较大。

四是季节性压力较大。由于9、10月份是秋收季节，因此8、9月份期货价格（提前反应）的季节性压力最大，即使在减产年份，农产品价格易涨，但在此期间也易调整，除非收获期才遇到不利天气，而之前没有预期。但显然这波农产品价格已提前反应了部分天气对产量的不利影响。

图2-3：国内小麦价格相对CBOT升水仍然处在历史高位水

图2-4：国内玉米价格相对CBOT升水仍然处在历史最高水平



资料来源：DCE、CBOT、CZCE、中期研究

图2-5: 国内棉花比美棉升水处在历史平均水平偏下方

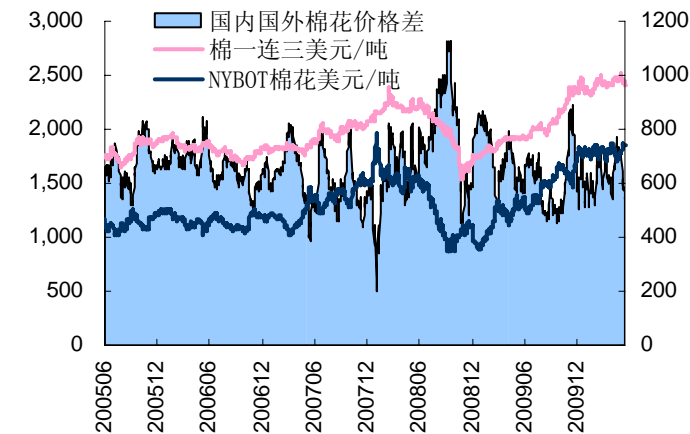
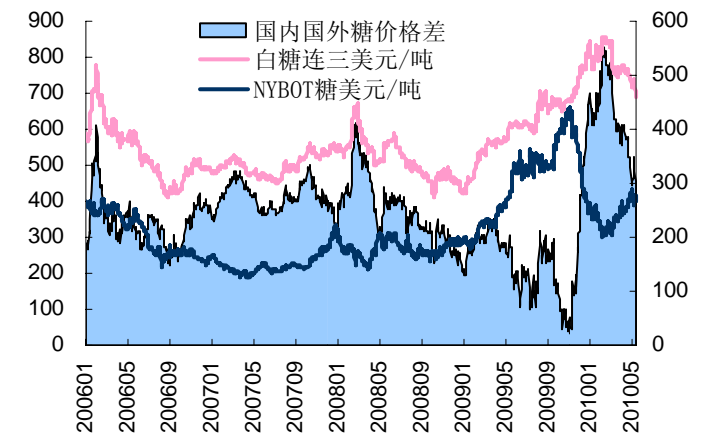


图2-6: 白糖比美糖升水大幅下降, 仍处在历史平均水平之上



资料来源: CZCE、ICE、中期研究

#### 4、中短期较难出现高通胀令通胀预期对农产品价格支撑有限

通胀预期及充裕流动性是农产品易受投机资金关注的重要宏观因素。但从历史来看,高通胀一般容易出现在经济或居民收持续较快增长背景之下,比如上世纪90年代,但现在显然两方面都不符合现在实情,在全球经济没有重新步入强劲上涨前,通胀最多也只是温和通胀,这对农产品价格支撑有限。

图2-7: :国内高通胀与居民收入高度正相关

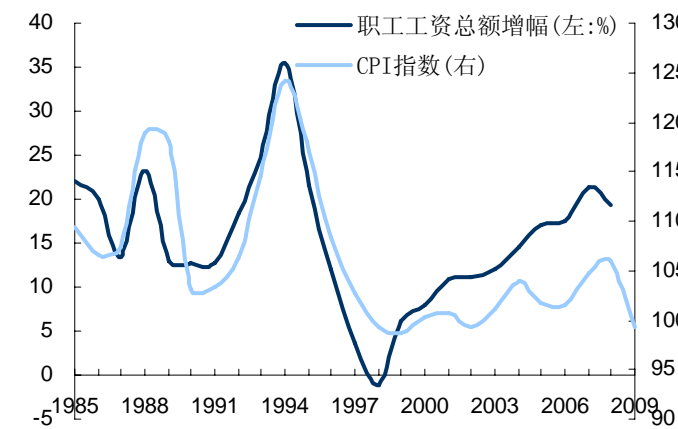
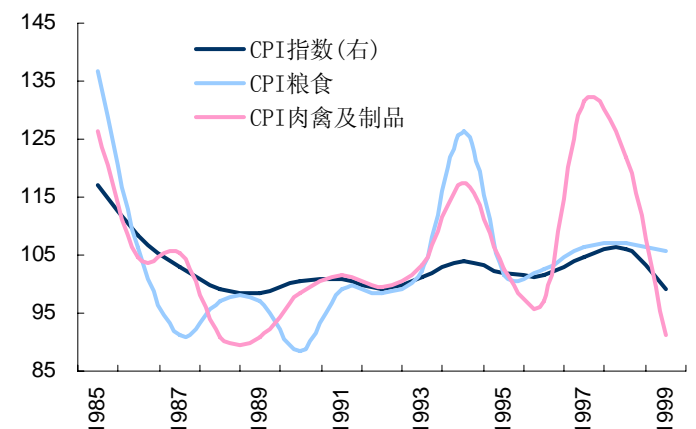


图2-8: 目前主要农产品价格相比2008年只是恢复性反弹



资料来源: wind、中期研究

#### 5、要出现跨年度牛市行情关键要看后期“天”色

虽然国内夏粮虽然未能继续增产,但也基本保持在去年水平,即使考虑部分天气不利因素,新年度全球农产品供需尚可,在全球经济弱复苏格局下出现跨年度上涨行情的可能性并不大,除非短期秋粮收获前再次出现极端不利天气导致产量较预期减产更甚,供需形势骤紧。

总之,虽然全球农产品因天气不利情况,供需形势趋紧,价格上涨概率较大。只是在9月中旬前压制性因素较多,因此连续上涨可能性不大,震荡将明显加剧。而未来能否出现跨年度大幅上涨行情,关键还在于国内秋粮产量情况,否则涨势可能在明年一季度前后结束。如果近一个多月压力期天气较预期更不利,阶段性的炒作很可能会卷土重来。否则投资者近期做多农产品需谨慎为之,逢低买入,灵活操作。

### 三、产业视角

#### 1、房地产二次调控？——政府高唱“空城计”

**【新闻导读】**截至今年5月底全国共清理发现房地产违法违规用地宗数3070宗，其中，闲置土地宗数2815宗。国土部廖永林说，目前房地产市场宏观调控正处于关键时期，市场形势不断向好，但不稳定、不确定因素仍然较多。因此必须采取得力措施，加快清理查处工作，务必于10月底前基本完成查处任务。国土部的表态，使得房地产调控从严态势再度凸显。

**【中期点评】**对政府而言，在当前经济回落的情况下，挤压房地产泡沫，打消房价上涨预期才是最终目的。

近期地产调控又起波澜，从任志强号召地产商以降价取得政策的喘息期，到中房协上书暂缓调控，再到媒体不断曝光房屋空置率、加上近期国土部对闲置土地严厉清查等，目前房地产调控似乎又进入了博弈白炽期。但通过梳理近期国家对于房地产调控政策的思路，可以看到其实目前政府的意图十分明显，在当前经济回落可控的前提下，挤压房地产泡沫，一方面引导资金进入新兴产业，为加快经济结构调整的步伐；另一方面为2013年政府换届创造合适的政治和经济条件。

而从前期调控效果来看，地产商在银行贷款、资本市场融资等渠道陆续受阻，加上土地增值税的盘查，资金链凸显紧张，从近期上市地产公司大幅增加非常规渠道的融资可管中窥豹。

同时新开工面积大幅下降，从六月的1.5亿平米迅速降到0.9亿平米。市场观望和低迷预期的影响已经逐渐明显。部分开发商不敢开工，同时，9、10月份大量楼盘集中开盘，供给的增加将给开发商带来更大的降价压力。

因此下半年新的更加严厉的调控政策不会轻易推出，旧的调控措施会执行的更为坚决，每每有新的关于政策放松的舆论，政府就出面澄清，以期引导投资者和开发商的降价预期，主动降价。对于政府而言，在当前经济回落的情况下，打消房价上涨预期，保持房价稳定或小幅下调是最好的局面。

#### 2、创纪录一周拍卖两次，国家调控粮价决心坚定

**【新闻导读】**8月17日国储举行临储玉米拍卖，东北临储玉米的拍卖供应量从100万吨大幅下调至40万吨，引发了市场的意外猜测——国家玉米储备告急，市场的恐慌性购买或许一触即发。8月20日，国家再次进行玉米拍卖，本次玉米投放数量共计约100万吨。

**【中期点评】**面对粮食安全问题，国家调控需慎行。

玉米只是粮食安全问题的一个缩影。目前粮价整体上涨，既有主产区减产的市场效应、国家托市调控的政策效应，也有物流不畅、干旱洪涝灾害、通胀预期增强导致市场预期变化的影响。影响因素众多，唯一可控的对策便是宏观调控，因此，针对近



日市场传言“国家掌握的玉米资源已经接近枯竭，后市国家将面临无粮可卖的窘境”问题，国家第一时间做出反击。

但粮食安全仍待解决三大根本问题：一、当前市场表现出强劲的购买需求，与各类企业囤积和炒作有关，如何打击囤积炒作行为很关键；二，必须加强农业综合生产能力建设，特别是抗灾能力建设，从根本上稳定和提高我国粮食产量；三，外资粮商在我国粮食市场“跑马圈地”步伐加快，如何防范其“抢购”或“高价”扰乱市场秩序。

总而言之，对于国家增加供应、加大调控力度的做法，好的方面是，我们现在有充足的粮源，可供我们进行一些试验，但坏的方面是，政策的过度关注，加上社会舆论的不正确引导，极易引发群体性恐慌。如果我们过度强调政策调控的力量，将 CPI 指数与粮价紧密捆绑起来，可能我们的粮食安全问题就还需要很长一段路要走。

### 3、成品油定价机制再惹争议

**【新闻导读】**针对近日网上流传“国际油价下跌国内油价却反升”等说法，国家发展改革委价格司有关负责人 16 日表示，将 2008 年 6 月与目前的国际、国内油价做对比，要充分考虑国家宏观调控和税费改革两方面因素，才能得出客观、准确的结论。

**【中期点评】**调价机制过度透明，成品油市场投机严重。

目前国内成品油执行的是“4%+22 天”的定价模式，即连续 22 个工作日布伦特、迪拜、辛塔三地原油移动平均价格变化超过 4% 时，国家将对成品油价格进行适当调整。据以往的表现来看，每次成品油价格的上调都是无一例外的准时。而从距离最近的今年 6 月 1 日调价到现在的 8 月中旬，曾经有两度成品油价格满足下调标准，却最终都被发改委搁置而使得调价窗口关闭。这使得国内成品油调价易涨难跌的说法在市场上广为流传，而建议缩短成品油调价时间周期的呼声也日益强烈。对于目前的成品油调价机制，我们认为其具有极大的滞后性，因为按照这样的定价机制往往使得国内成品油价格调整与国际市场变化滞后一个月；另一方面，这种“过度透明”的调价机制在很大程度上刺激了囤积居奇等投机行为，反而不利于市场自身的健康运作。

---

## 四、市场结构及数据剖释

---

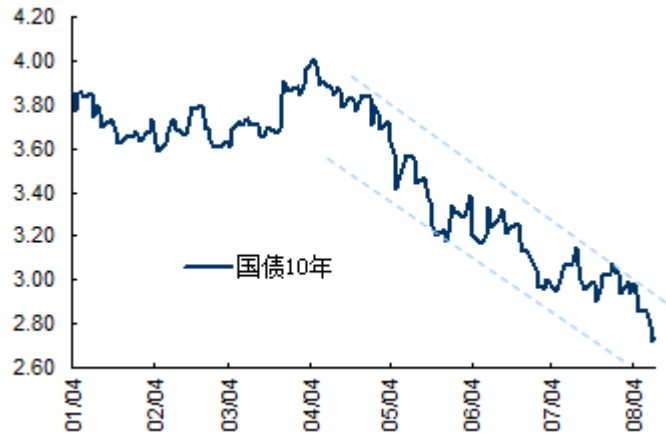
### 1、避险情绪加大，商品进一步回调

本周公布的数据显示美国经济进一步放缓，进而带动市场避险情绪进一步升温。美国 10 年期国债收益率下探至 2.57，给出的市场信号相当负面。同时资金进一步流入黄金、美元、日元、美债等避险资产，从持仓来看以上几类资产均由较大增幅。美元近期的强势与避险情绪一起打压大宗商品走势，未来商品前景不容乐观。

图4-1: VIX指数再度上升



图4-2: 10年期国债收益率下探至2.57



资料来源:wind、中期研究

图4-3: 美元LIBOR与欧元形成鲜明对比

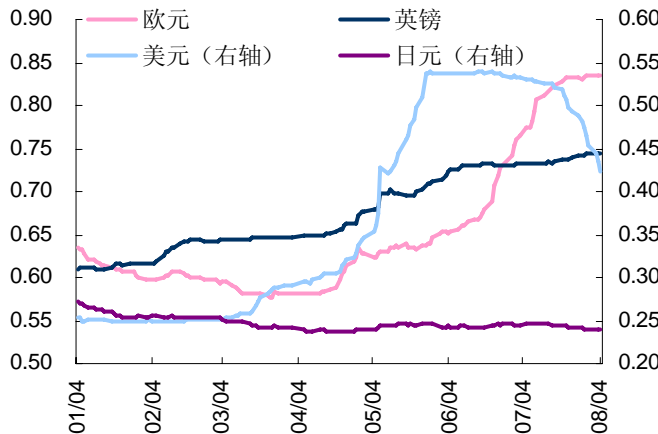
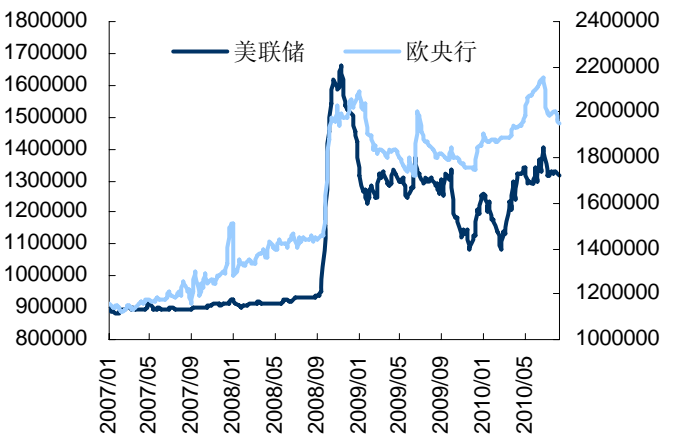


图4-4: 这部分归因于欧央行资产负债表的缩减

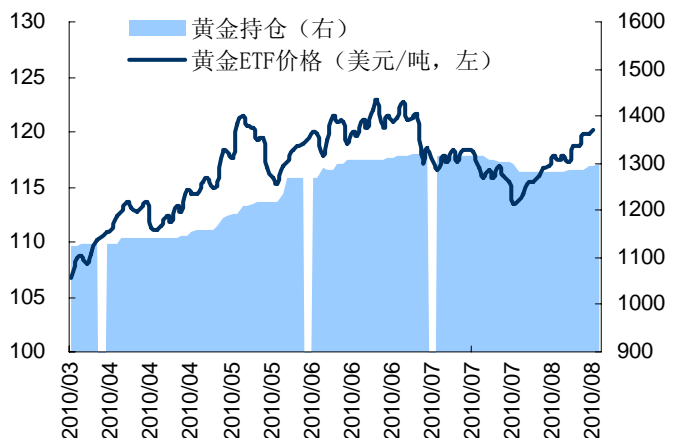


资料来源:wind、中期研究

图4-5: 美元强势逆转对大宗商品构成压力



图4-6: 黄金持仓开始持续增加



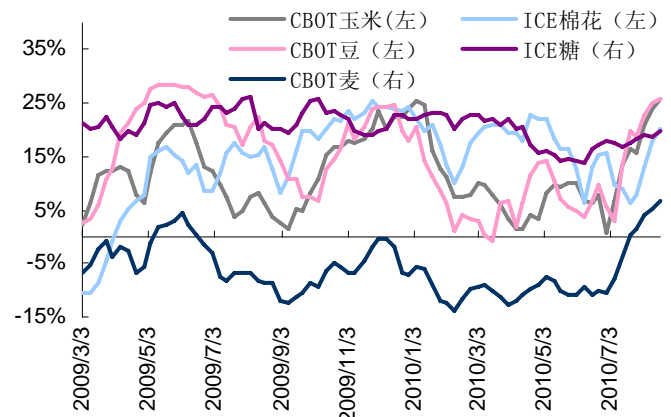
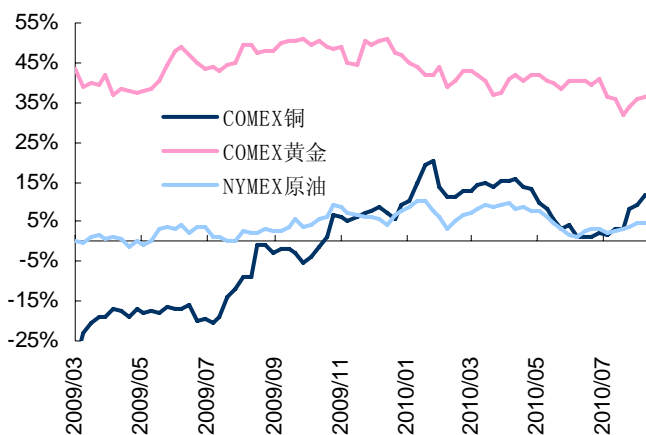
资料来源:wind、中期研究

## 2. 基金持仓结构显示资金继续看多农产品

从 CFTC 持仓数据来看，本周战略性投资者对商品市场走势产生分歧。在铜上的净多持仓十周以来首次回落，而虽然农产品上周价格回调，但基金净多持仓仍然持续增加，资金流入明显，炒作氛围不减。预计后市在天气炒作和资金入场推动下，农产品维持强势的概率较大。值得一提的是，在黄金上的净多持仓已连续四周增加，避险情绪再度提升，且近日对经济增长放缓的担忧再次占据上风，后市震荡幅度可能加大。

图4-7: 基金在黄金上净多持仓连续4周增加

图4-8: 美盘农产品基金净多持仓热度不减



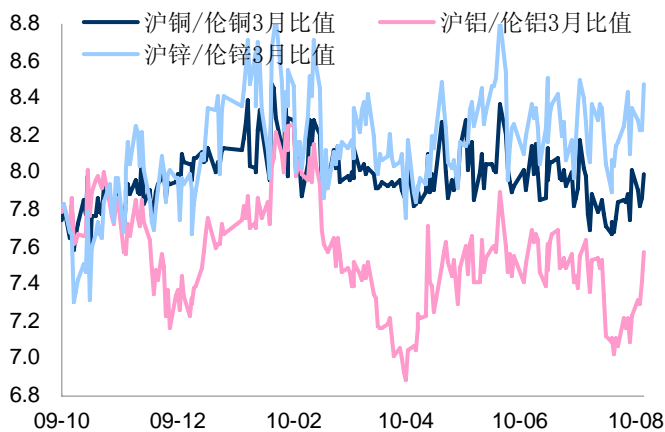
资料来源:wind、中期研究

## 3. 现货价下跌拉动化工品升水大幅上升

沪铝未跟随伦铝进入下跌通道，致使内外盘比值大幅上升。同时因美元强势反弹，金属缓慢上升的升水再次出现回头。国内锌库存出现快速下降的迹象，与近期锌走势强势联系紧密。螺纹钢方面，因钢价持续回升，钢厂压力开始减小，近期生产有所恢复，带动铁矿石库存迅速下降。但受螺纹钢期价出现上涨放缓的势头的影响，未来将现货价和铁矿石价将出现回落。

图4-9: 沪铝未跟随伦铝进入下跌通道，致使内外盘比值大幅上升

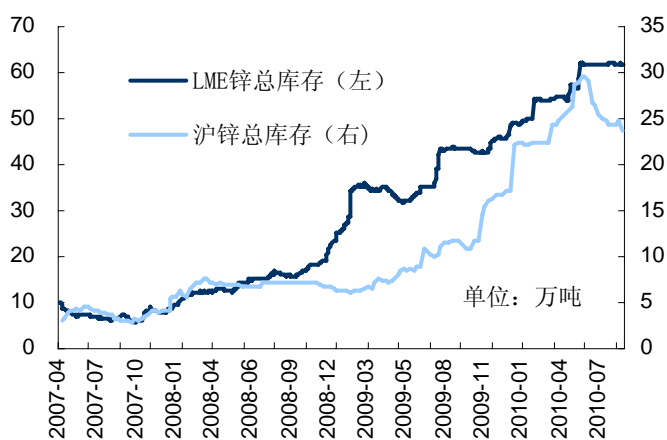
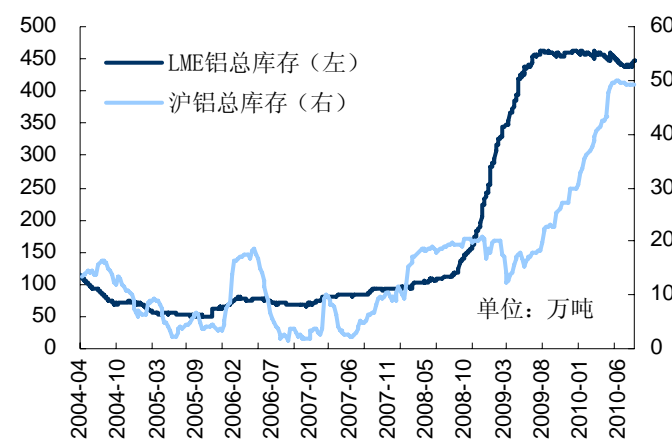
图4-10: 金融属性主导下，铜近期的升水波动最大



资料来源:WIND、中期研究

图4-11: 内外盘的库存均高企压制铝的走势最弱

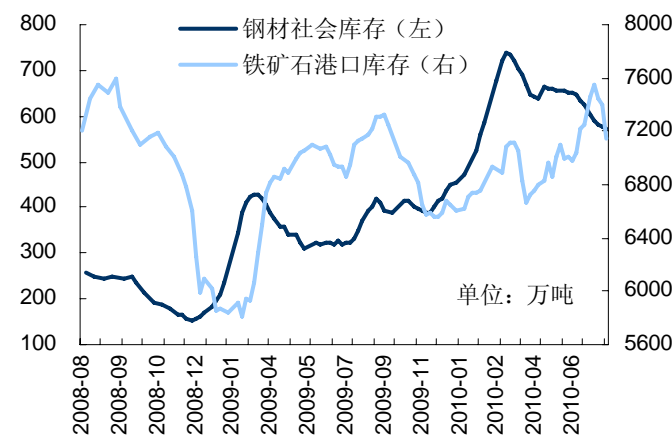
图4-12: 国内锌库存出现快速下降的迹象



资料来源:WIND、中期研究

图4-13: 铁矿石库存和钢材库存双双快速下降

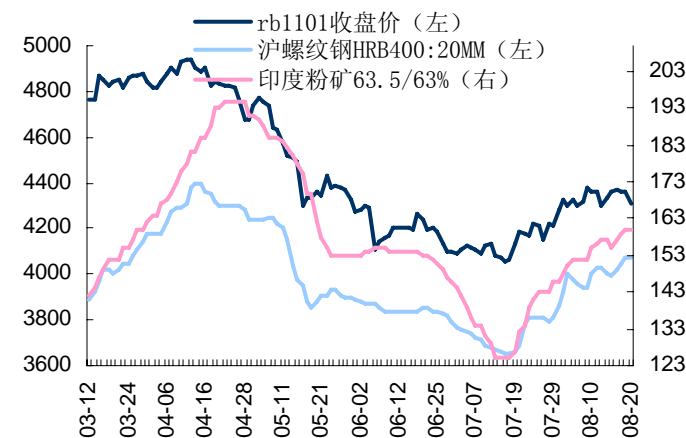
图4-14: 沪铜库存下跌较快对铜价反弹有较强支撑力度



资料来源:WIND、中期研究

图4-15: 螺纹期价涨势减缓

图4-16: 钢价跌破成本的局面持续改善

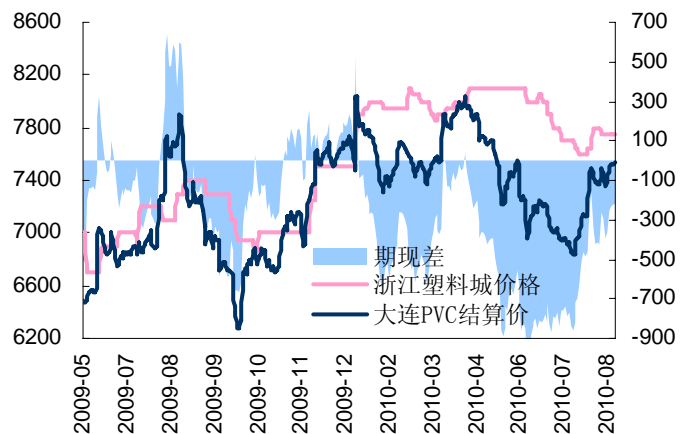


资料来源:WIND、中期研究

上周期货市场的持续强势使得塑料和 PVC 期价持续反弹，二者都在上周创出了本轮反弹以来的新高。而现货商受到国际油价大跌的心理影响，反而担心后期现货价格会有较大跌幅，因而很多生产厂商在下游消费没有明显改观的情况下反而调低出厂报价，尽快出货以减少库存。塑料期价的上涨和现货报价的下跌使得期现价差快速扩大到每吨 700 元附近。PVC 期货相对现货贴水幅度在上周逐步减小到每吨 200 元左右。

图4-17:塑料期货较现货大幅升水

图4-18:大商所PVC期货相对现货贴水幅度持续减小



资料来源:WIND、中期研究

## 五、套利策略及配置

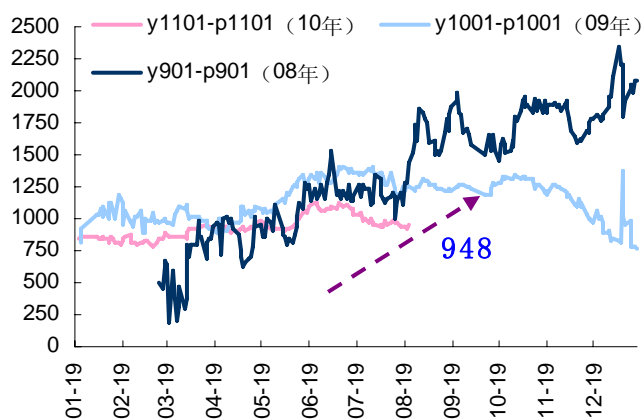
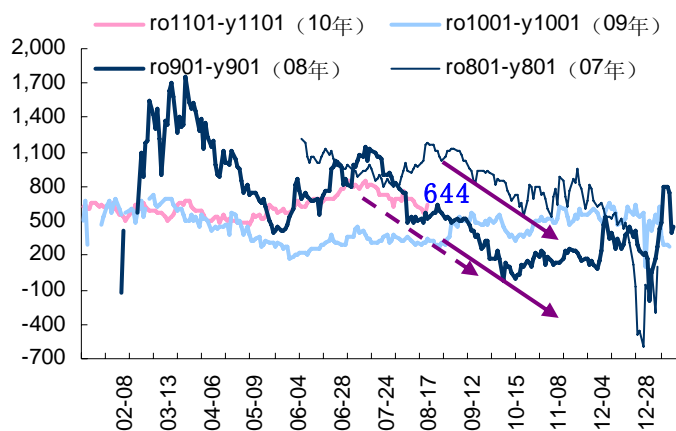
### 1、油脂品种套利关注

前期我们在 760 元左右推荐买豆油 1101 卖菜油 1101 合约套利机会，本周菜油豆油价差创下 560 左右新低，截至上周五两者价差收盘为 644。我们当初定的策略是油脂在上涨通道中，豆油要比菜油涨得快，建议在价差 500 左右时平仓获利了结。从目前情况来看，油脂单边上涨的行情暂时无法展开，那么菜油豆油价差肯定无法一步到位，从提高资金使用率的角度来看，我们建议可以滚动操作为主，逢菜油豆油价差低位时减些仓，高位时再建回。

本周我们推荐买豆油 1101 卖棕榈油 1101 的套利机会。目前豆油与棕榈油价差在 900 点左右震荡，可寻机介入该套利机会，目标价位为 1200，在 850、800 点左右可分别按原先建仓的一半比例进行加仓操作，今年以来二者价差最低在 800 点左右，破 800 点的概率较小，所以设价差在 700 点作为止损。持仓成本大约为 860，其风险收益比大概为 1: 2.2。同样，该价差可能无法像趋势一样走，那么可在每获利 100 至两百点时，平一些仓位，低位再接回，滚动操作为主。（具体内容详看本周三将出的第 2 期套利周刊）

图5-1：菜籽油豆油1月合约价差历史显示仍有进一步回落空间

图5-2：豆油棕榈油1101合约价差处于低位



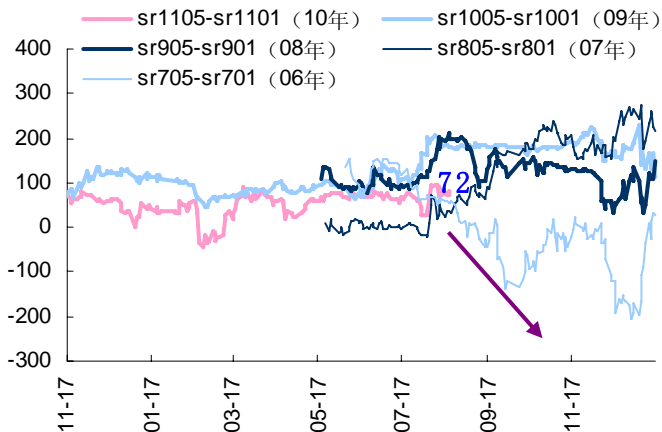
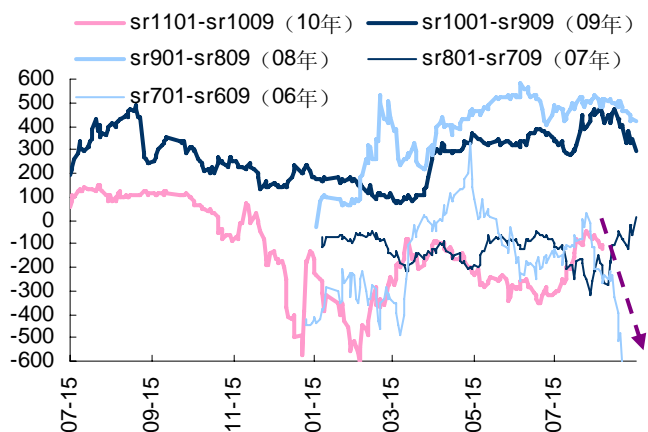
资料来源:DCE, 中期研究

## 2、白糖正向套利继续持有

之前我们提出如果白糖 1101 与 1009 的价差如 0701 与 0609 一样在 9 月到期前呈大幅下跌趋势，那么白糖 1101 与 1105 价差有可能如 0705 与 0701 价差一样也出现大幅下跌的情况，我们买白糖 1101 卖 1105 的策略将是相当的成功。所以目前需密切关注该种情况是否发生。但不管如何，风险也需要控制，在白糖 1105 与 1101 价差达到 150 时，坚决止损，因为从正常的市况来看，5 月与 1 月价差应该在 180 元左右。我们博弈的是以 50 点的亏损来获得 100 点以上的利润，所以前期我们建议在二者价差 100 点左右入场的投资者仍然持有。

图5-3：白糖1101与1009价差下降的趋势有所形成

图5-4：白糖1105与1101价差处于反复期



资料来源: CZCE、中期研究

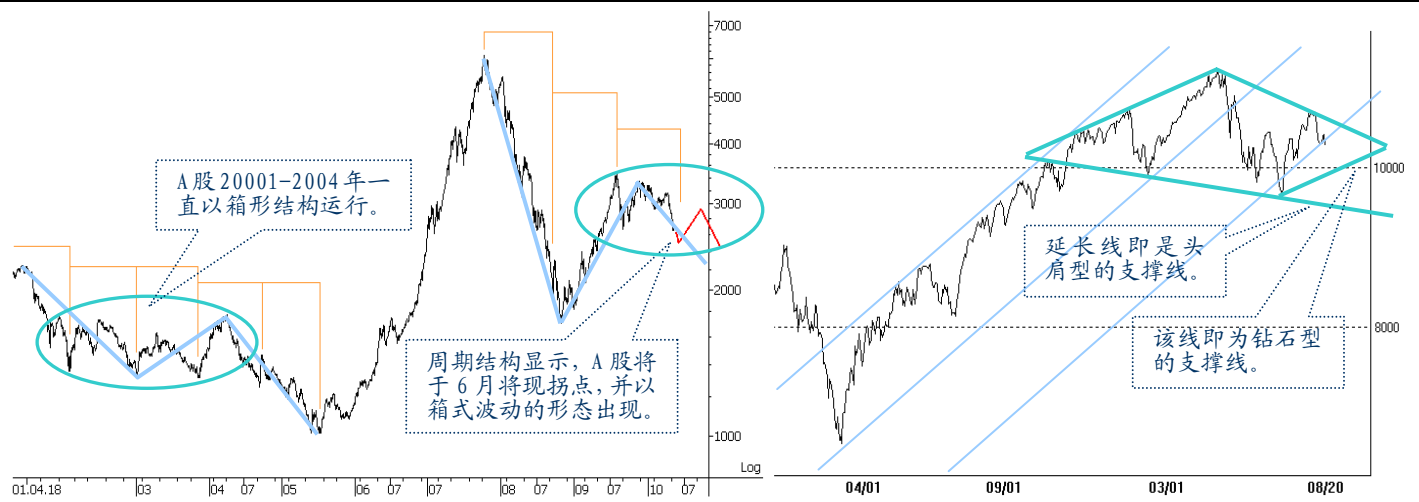
## 六、酷图精解

### A 股反弹短期已至上限

七月上旬本栏从历史走势形态、周期结构等判断 A 股底部已经筑成，近月确实出现 V 型回升格局。事实上，我们在 5 月 17 日的专题策略报告（第 56 页）已指出类似的表现，原图见 6-1，该图的分析主要体现在以下几个方面：

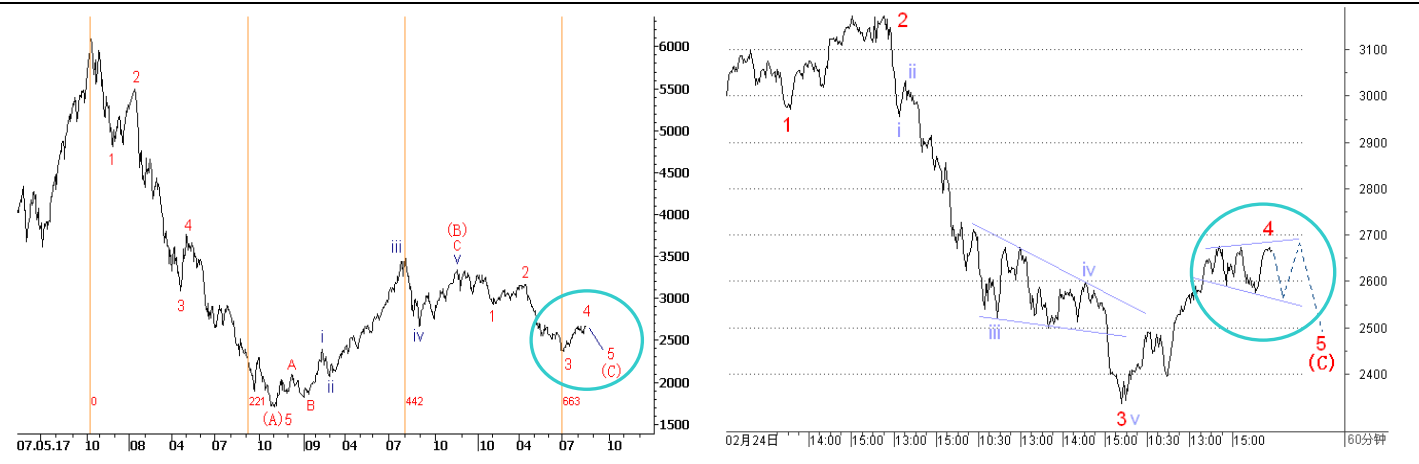
- 1、时间周期结构的正确划分，其结构源于 2001-04 年；
- 2、先升后回的模拟预测已应验了“先升”部分；
- 3、重演 2001-04 年的箱式波动模式。

图6-1:这是5月17日专题策略报告的预测，目前的反弹之势已得到印证 图6-2:美股似在营造“钻石型”向淡形态，后市不容乐观



资料来源:宏汇、文华、中期研究

图6-3:220天周期的重要性使得底部显而易见(2007.5-2010.08) 图6-4:(C)-4浪反弹中，但潜伏底还将持续(小时图,2010年2-8月)



资料来源:宏汇、通达信、中期研究

上述前两点已得到验证，第 3 点是否运行箱式波动（与我们近期指出的潜伏底是一个意思，只是前者反弹力度大一些）或还将等待时间来验证。

进入 8 月下旬，多空搏杀步入白热化阶段，本栏最新的分析架构是：

一、等式周期（220 天）指示了 7 月的低点，显示熊市三期快将步入尾声；二、调整浪（C）已到最后阶段，但还没有完毕，似欠一个下跌的小浪 5（尽管不一定创新低）；三、上证指数 60 分钟图显示近日正构筑一个扩散三角形形态，传统意义上这是一个向淡的态势，后市回落的可能性较大。

此外，从美股（参见图 6-2）数月以来正营造另一个向淡的“钻石型”形态（有人认为是头肩形），但钻石型的表述或许更直观，因为它将在两周内给出明确的方向，（如是头肩型则需等到跌穿颈线并估计要等上数月时间）。可见，美股近日好坏将见分晓，对 A 股或有重要启示。

我们认为，当前 A 股已到达潜伏底或箱形的上方，后市回归（根据历史走势经验，一般不会创新低）的可能性加大——以完成最后一个小浪 5。

---

## 七、本周投资策略

---

### A 股或将带动大宗商品回落

#### 1、市场避险情绪继续升温，美股加速筑顶

从全球资本市场的表现来看，当前避险情绪表现得相当明显。中报行情的结束使股票市场的投资者再度将目光转移至对经济前景的考量上，但前期一系列糟糕的经济数据以及美联储糟糕的政策无不给美国经济前景蒙上一层阴影，而这进而带动了投资者对全球经济的担忧。上周除印度、墨西哥、马来西亚等部分新兴市场国家，主要工业国股票市场都出现一定幅度的回调，其中英美股市表现的尤为疲弱，A 股虽然录得正收益但上升动能不足，周五一天跌幅回吐了上周大半涨幅。而外汇与贵金属市场更是表现出浓厚的避险情绪，美元与黄金的表现尤为抢眼，而这为大宗商品市场构成了沉重的压力。我们曾在前几期周刊中指出 A 股是当前全球资本市场的一个领先指标，从去年下半年开始其已经领先全球市场大概 2-6 个月。美股后市会如何？看看几个月前的 A 股，读者就可心中有数。至于本周有诸如美国成屋销售、二季度 GDP 实际修正值、德国采购经理人指数等诸多重要数据公布，投资者需要注意风险因素的叠加。

#### 2、A 股或迎来阶段性顶部，关注个别品种机会

现在的一个关键问题是 A 股后市会否出现重大转折？现在国内整个宏观基本面仍旧没有发生太大变化，银行和地产股上涨乏力，对房地产市场二次调控的担忧重现市场，而题材股炒作进入最后的疯狂，我们认为后市不容乐观。从形态上看 A 股目前走的是喇叭型，这种形态往往有走弱的预兆。也就是高点、次高点，低点、次低点这样走法，行情向下会回到前期新低，处于长期徘徊阶段。如果这种行情一旦确认，就形成我们之前一直反复强调的潜伏底的延续。



随之而来的另一个疑问是前端时间一直紧跟 A 股的大宗商品是否仍有机会？在整体看淡资本市场的大背景下，我们认为国内大宗商品的投资机会需要依靠其基本面自下而上，而非从宏观面自上而下的发掘。

与我们的品种分析师交流后我们重点推荐农产品的投资机会，特别是前期处于相对弱势的豆类，尽管上周农产品跟随大盘一起出现回调，但 CFTC 持仓数据显示基金出现明显的加仓现象，由于今年自然灾害频发，农产品减产是大概率事件，我们依然看好农产品在未来一两个月的行情，当前的下跌可以成为逢低建仓的机会，需要注意的风险点是，

但是我们不看好工业品与金属的后市，金属的弱势由宏观面整体环境决定，资金明显出现流出金属的迹象，PTA 与 PVC 同时面临上游压力与下游消费支撑，未来走势可能以震荡为主方向性不会太明确。但塑料下游棚膜地膜的消费旺季将过，自身产能过剩的矛盾再次显现，在后期的走势中塑料的下探压力较大，我们建议投资者可以考虑逢高做空塑料。

## 八、经济数据备忘

表 8-1：上周数据回顾

日期	经济数据	前值	预测值	公布值
2010-8-16	日本 第二季度 GDP 平减指数初值(年率)	-2.8%		-1.8%
2010-8-16	欧元区 7 月调和消费者物价指数终值(年率)	+1.7%	+1.7%	+1.7%
2010-8-16	美国 8 月 NAHB 房价指数	14.0		13.0
2010-8-17	英国 7 月零售物价指数(年率)	+5.0%		+4.8%
2010-8-17	英国 7 月消费者物价指数(年率)	+3.2%		+3.1%
2010-8-17	德国 8 月 ZEW 经济景气指数	21.2	21.0	14.0
2010-8-17	美国 7 月生产者物价指数(年率)	+2.8%	+4.2%	+4.2%
2010-8-17	美国 7 月新屋开工总数年化(万户)	58.3	56.0	54.6
2010-8-18	英国央行公布 8 月 4 日至 5 日货币政策会议记录			
2010-8-19	德国 7 月生产者物价指数(年率)	+1.7%	+3.3%	+3.7%
2010-8-19	美国 7 月谘商会领先指标	109.8		109.8

资料来源：中期研究整理

### 上周回顾：英国央行维持利率不变

英国 6 月 CPI 年升 3.1%，符合此前预期，5 月为上升 3.2%；月降 0.2%，符合此前预期。上述数据意味着英国面临的通胀压力有所缓解。同时公布的英国央行 8 月 4-5 日会议记录显示，维持利率在 0.5% 的低点不变。继续维持量化宽松政策在 2000 亿英镑不变。我们认为，虽然利率维持不变，但也可以解读为货币政策没有收紧的预期。

### 本周解读：日本政府干预汇市预期在不断增强

前两周，市场预期日本央行会开启量化政策，但日本央行维持利率 1.2% 不变，上周，因出口增长缓和且刺激政策推动的消费复苏失去动能。日本第二季度实际 GDP 初值年化季率上升 0.4%，远低于市场预期的增长为 2.3%，而今年第一季度 GDP 修正后为增长 4.4%。此外，最近日元兑美元汇率一度突破 85 大关创下 15 年新高。市场关于政府干预汇市，压制日元上涨以放松货币政策的猜测增多。我们认为，由于美国近期数据表现不佳，已经有重启量化宽松货币的迹象，日本此时也会与之保持步伐一致。

表 8-2：本周数据展望

日期	经济数据	前值	预测值
2010-8-23	德国 8 月 Markit/BME 制造业采购经理人指数初值	61.2	
2010-8-23	欧元区 Markit8 月服务业采购经理人指数初值	55.8	
2010-8-24	德国 第二季度工作日调整后 GDP 终值(年率)	+3.7%	
2010-8-24	欧元区 6 月工业订单(年率)	+22.7%	
2010-8-24	美国 7 月 NAR 季调后成屋销售(年化月率)	-5.1%	-7.2%
2010-8-25	美国 7 月营建许可总数修正值(万户)		
2010-8-25	日本 7 月企业服务价格指数(年率)	-1.0%	
2010-8-25	德国 8 月 Ifo 商业景气指数	106.2	
2010-8-27	日本 7 月全国消费者物价指数	99.7	
2010-8-27	日本 7 月失业率	5.3%	
2010-8-27	美国 第二季度实际 GDP 修正值(年化季率)		

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:		<a href="http://www.cifco.net">http://www.cifco.net</a>	