



9月将维持震荡格局

格林期货研发中心
宏观经济研究员
刘晓亮
010-66218600-807
liuxiaoliang@21cgreen.com

独立性声明：

作者保证报告所采用数据均来自于合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断，并得出结论，力求客观、公正、结论不受任何第三方的授意，影响特此声明。

本期观点摘要：

欧美股市和大宗商品市场在美国主权信用遭下调、经济数据不佳、欧债危机蔓延等多重利空打击下 8月初出现暴跌，中旬后出现企稳反弹。后市短期出现如此密集利空的概率较小，但美国经济复苏艰难，欧债危机悬而未决，市场不存在趋势性上涨条件。

国内政策步入观察期，但总体仍偏紧，通胀仍是主要矛盾。市场对三季度末成为通胀拐点和政策拐点存在预期。央行“将保证金存款纳入准备金缴纳范围”的政策虽短期对资金面产生一定冲击，但市场反映并不剧烈。后市提准可能大为降低，有利于增加投资者预期的确定性。

我们认为，9月股市和大宗商品市场将维持震荡格局，前期低点较为有效，但上行空间亦有限（以美原油为例，震荡区间 75 美元至 92 美元）。硬资产（原油、铜）的表现将好于虚拟资产（股市）。

一、本期观点

1. 国内经济数据点评：7月CPI创出新高，食品仍然是推升通胀的主要原因，7月猪肉价格环比上涨11.7%。随着中秋和国庆假期的临近，食品价格还将维持在高位运行，但三季度成为全年通胀高点的可能性较大。四季度随着相关政策效果的逐步显现，食品价格有望小幅回落，加之翘尾因素影响，四季度CPI将呈圆弧顶缓慢回落态势。美国是否推出新一轮的量化宽松政策也是影响国内通胀水平的重要因素。7月新增贷款创出年内新低，低于市场5500亿元的预期。多次提高准备金率、外围环境的动荡加剧以及国内原材料价格的高企制约了银行的放贷冲动和企业的贷款意愿。制造业呈现小幅回落局面，固定资产投资较为平稳，前期的紧缩政策效果正在逐步显现，但回落幅度在预期范围和可控范围之内。
2. 国际经济数据点评：美国经济数据继续不佳，制造业、房地产投资和消费领域无一亮点，通胀继续小幅攀升的趋势，失业率虽小幅下降至9.1%，但仍处高位，且近4个月持续在9%之上，初次申请失业人数也显示就业市场存在波动，美国经济复苏步伐将十分艰难。德国GDP意外滑落，德国DAX指数本月跌幅领先其他主要股指，德国作为欧洲经济增长的火车头，上半年经济表现强劲，但7月数据的下滑使得投资者担心欧洲的引擎有熄火可能，该数据是否持续还有待观察。
3. 本月国际股市和大宗商品市场出现巨幅波动。上旬，受美国主权信用评级被下调、经济数据不佳、欧债危机担忧加剧等多重利空影响，全球股市和原油、工业金属出现暴跌，避险情绪推动黄金飙升，欧洲三大股指最大跌幅均超过20%，道指跌14%，美原油一度跌穿80美元期间最大跌幅23%，LME铜最大跌幅逾15%。8月10日左右外围市场出现企稳，至8月20日左右相继出现不同程度的反弹。本轮下跌我们可以看到，欧洲股指的跌幅明显大于美股，大宗商品的反弹力度普遍高于股市。对此我们有如下观点：
 - 1) 虽然美国主权信用评级被下调是本轮暴跌的诱因，但不是主因。市场真正关注的焦点有二，一是美国的经济数据和复苏前景，而美债危机的影响短期更多体现在心理层面，虽然信用评级被下调，但美国长期国债收益率却出现下跌，显示美债仍然是投资者避险的最佳选择之一；二是欧洲债务危机，欧洲债务危机与美国的债务危机不同，可能会产生系统性的风险，最重要的原因是欧洲内部经济的不平衡性和政治的相对独立性，欧洲大型银行持有意大利、西班牙的大量国债，本轮欧美股市的暴跌正是由于投资者担忧银行出现流动性风险而大量做空银行股导致的。
 - 2) 虚拟资产（以股票为代表）后市的表现将弱于硬资产（以原油、铜为代表）。硬资产一方面受到流动性和经济前景的影响，另一方面，由于其资源的稀缺性和一定的保值避险功能，后市走势将强于股指。

- 3) 本轮暴跌是多重利空因素的综合作用。后市再次出现如此密集利空的可能性比较小，各国的管理层也在制定相应的政策，这是好的方面；但不利的方面同样存在，无论是欧债危机的解决方案还是美国经济的复苏前景，我们到目前为止都没有看到任何鼓舞投资者的迹象。我们认为，9月，欧美股市和大宗商品将维持震荡格局，（以美原油为例，震荡区间75美元至92美元）目前环境不具备趋势性上涨的可能，逢高做空好于逢低做多，注意控制仓位。
4. 进入8月以来，国内A股市场跌幅明显小于外围。这主要有两方面的原因，一方面由于前期先跌，提前释放了部分风险；另一方面，国内股市向来有其自身运行节奏，政策市和资金市的特征明显，国内经济运行的主要矛盾还是控制通胀，保持物价总水平的稳定，这在周期上与欧美有较大不同。欧美金融市场出现巨幅波动，管理层放缓了紧缩政策的节奏，本月大部分时间的资金面稍显宽松，在一定程度上利好A股。市场对于三季度末出现通胀拐点和政策拐点也存在预期，A股的反弹也是在提前反映这一预期。如不出现重大利空，前期低点将在未来2-4周内有效，但上方空间亦有限，A股将维持箱体震荡格局。本轮A股无论下跌还是反弹，创业板指数均是先行指标，该指数在950-1000点一线压力较大，投资者可参考不同市场之间相互验证操作。
5. 央行发布二季度货币政策执行报告，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。但我们也注意到，在工具方面，央行将公开市场操作置于存款准备金之前，本月的公开市场操作力度有所加大，也印证了这一点。8月28日，各大媒体纷纷报道“央行将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从9月5日起实行分批上缴。”的消息，而后部分银行予以证实。对该项政策我们有如下观点：
- 1) 这一政策向市场传递出“银监会紧盯银行表外业务，整体政策并未有明显放松”的信号。
 - 2) 这是调整经济结构的一部分，将引导银行提升信贷投放方向和质量，提升银行风险管理能力。但对于中小企业的融资环境会产生一定的不利影响，下一步管理层可能会有相关的对冲和扶持政策出台。
 - 3) 对国内A股市场的利空体现在两方面，一是市场短期资金面将趋紧，二是是否会引起银行的再融资还有待观察；但在中期来看，提高存款准备金率的可能大为降低，这将使得市场和投资者预期的确定性提高，可能会在一定程度上利好股市。
6. 伯南克在JACKSON HOLE会议上并未明确提及新一轮量化宽松的政策，完全符合我们的判断（详见“宏观经济专题报告-聚焦JACKSON HOLE会议：受制通胀，QE3推出概率极低”）。中期来看，QE3的大门并未关闭，美国就业数据和通胀走势仍将是美联储制定政策的基石。从市场反应来看，伯南克的讲话基本在市场预期之内，并未引起股市和大宗商品市场的巨幅波动。关注9月20日举行的FOMC会议。

二、国内外重要宏观数据

1. 国内方面

- 1) **工业**: 今年 7 月份, 中国规模以上工业增加值增长 14%, 比 6 月份回落 1.1 个百分点。今年 3 月, 中国规模以上工业增加值增长 14.8%, 4 月、5 月增速分别降至 13.4%和 13.3%, 6 月份反弹至 15.1%, 7 月再度回落。
- 2) **投资**: 2011 年 1-7 月份, 固定资产投资(不含农户)152420 亿元, 同比增长 25.4%, 比 1-6 月份回落 0.2 个百分点。其中, 国有及国有控股投资 52752 亿元, 增长 13.6%。从环比看, 7 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.27%。
- 3) **消费**: 7 月社会消费品零售总额 14408 亿元, 同比增长 17.2%, 环比增长 1.26%。其中, 餐饮收入 1627 亿元, 同比增长 17.1%; 商品零售 12781 亿元, 增长 17.2%。在商品零售中, 限额以上企业(单位)商品零售额 6171 亿元, 增长 23.6%。
- 4) **进出口**: 7 月全国进出口 3187.7 亿美元, 同比增长 21.5%。其中, 出口 1751.3 亿美元, 增长 20.4%; 进口 1436.4 亿美元, 增长 22.9%; 顺差 314.8 亿美元, 增长 10.3%。1-7 月, 全国进出口首次超过 2 万亿美元(20225.5 亿美元), 同比增长 25.1%。其中, 出口首次超过 1 万亿美元(10493.8 亿美元), 增长 23.4%; 进口将近 1 万亿美元(9731.7 亿美元), 增长 26.9%; 顺差 762.1 亿美元, 同比下降 8.7%。
- 5) **货币**: 7 月末, 广义货币(M2)余额为 77.29 万亿元, 同比增长 14.7%, 分别比上月末和上年同期低 1.2 和 2.9 个百分点; 狭义货币(M1)余额为 27.06 万亿元, 同比增长 11.6%, 分别比上月末和上年同期低 1.5 和 11.3 个百分点。7 月份 M2 同比增速略高于的 2005 年 5 月份的 14.6%, 成为近年的新低。而同期的 M1 增速, 是自 2009 年 3 月以来的又一新低。7 月人民币贷款增加 4926 亿元, 同比少增 252 亿元。人民币存款减少 6687 亿元, 同比少增 8166 亿元。
- 6) **通胀**: 7 月 CPI 同比上涨 6.5%, 这其中, 食品价格仍然是 CPI 高涨的主要推手, 同比上涨 14.8%, 其中猪肉价格同比上涨 56.7%。全国工业生产者出厂价格与上月持平, 比去年同月上涨 7.5%。工业生产者购进价格比上月上涨 0.1%, 比去年同月上涨 11.0%。猪肉价格 7 月环比上涨 11.7%。
- 7) **房地产**: 1-7 月份, 全国房地产开发投资 31873 亿元, 同比增长 33.6%。其中, 住宅投资 22789 亿元, 增长 36.4%。全国商品房销售面积 52037 万平方米, 增长 13.6%。其中, 住宅销售面积增长 12.9%。1-7 月份, 房地产开发企业本年资金来源 47852 亿元, 同比增长 23.1%。7 月份, 全国房地产开发景气指数为 101.50, 比上月回落 0.25 点。
- 8) **其他**: 7 月中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.7%, 比上月回落 0.2 个百分点, 连续 4 个月回落, 创 2009 年 3 月以来的新低。汇丰 8 月中国制造业指数为 49.8。

2. 国际方面（美国）

- 1) 2011 年第二季度 GDP 环比增长率从此前的 1.3%修正为 1.0%。此前市场的平均预期为 1.1%。
- 2) 7 月的消费者价格指数(CPI)环比增长 0.5%，同比增长 3.6%。核心 CPI 环比增长 0.2%，同比增长 1.8%。
- 3) 美国 7 月制造业指数与 6 月相比下降 4.4 个百分点至 50.9%，低于此前经济学家平均预期的 54.3%。2011 年 4 月至 7 月，ISM 制造业指数已下跌 9.5 个百分点，创下 2008 年 9 月至 11 月以来最大累计跌幅。
- 4) 7 月失业率数据略为好转，从此前的 9.2%降至 9.1%。7 月的非农就业人数环比增长 11.7 万，稍好于预期。
- 5) 7 月份，在全美 50 个州当中，有超过一半州的失业率连续第二个月上升，显示美国就业形势依然严峻。报告显示，当月美国有 28 个州以及华盛顿特区的失业率上升，只有 9 个州失业率下降，另外 13 个州失业率与前一个月持平。6 月份，美国也有 28 个州的失业率上升。
- 6) 7 月的新屋销量环比降 0.7%，连续三个月环比下降，总量已降至五个月来最低点，今年 4 月，新屋销量达到 31.6 万幢的近期峰值后即一路下滑；而 7 月份二手房销售数据为 8 个月来最低，环比下跌 3.5%，签销量为 467 万幢；房地产市场持续低迷。

3. 国际方面（其他）

- 1) 德国二季度 GDP 季率上升 0.1%，前值修正值为上升 1.3%，弱于预期。
- 2) 英国 7 月消费者物价指数年率增长 4.4%，月率持平，预期下降 0.1%，7 月核心消费者物价指数年率增长 3.1%；6 月 DCLG 房价指数年率下降 2.0%；7 月零售物价指数年率增长 5.0%；7 月零售物价指数月率下降 0.2%
- 3) 欧元区 7 月份消费者物价指数(CPI)年率上升 2.5%，月率下降 0.6%，两者均符合预期。但欧元区 7 月份核心 CPI 月率下降 1.0%，年率上升 1.2%，后者低于分析师预估的上升 1.6%。

三、国内外重要资讯

1. 国内方面

- 1) **国家主席胡锦涛 25 日会见法国总统萨科齐。**在谈到欧洲主权债务问题时，胡锦涛说，胡锦涛说，中方关注欧洲主权债务问题的影响，希望欧洲经济保持稳定，希望有关国家财政金融改革取得成功。中方对欧洲经济和欧元抱有信心。萨科齐说，欧元区正在采取措施，推进有关国家财政金融改革，加强欧元区经济治理。
- 2) **胡锦涛总书记在深圳和广州考察。**在广州汽车集团考察时，总书记强调坚持自主创新，强化研发能力，突破关键技术，努力把自主品牌做大做强；在广州番禺节能科技园考察时，他强调园区要进一步搞好服务，推动更多的创新型企业特别是中小企业走上发展的“快车道”。在谈到保障房的问题时，总书记强调，保障性住房建设是一项重大民生工程。对这件民生大事，各级党委和政府都要切实负起责任，千方百计确保土地供应、确保资金到位、确保工程质量、确保分配公平，努力使广大人民群众满意。
- 3) **国务院总理温家宝在河北考察农业。**强调保持粮食和农业稳定发展，对稳定物价、保持经济平稳较快发展具有十分重要的意义。
- 4) **李克强副总理访问香港。**此次访港的代表团规格极高，李克强公布了一系列中央政府支持香港进一步发展、深化内地和香港经贸、金融等方面合作的政策措施。其中，“支持香港发展成为离岸人民币中心”引人关注，央行行长周小川就支持香港发展成为离岸人民币业务中心提出十点细化补充。
- 5) **据报道，央行计划将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从 9 月 5 日起实行分批上缴。预计冻结 8000 亿至 9000 亿资金。**央行网站统计数据显示，截至 2011 年 7 月末，金融机构的人民币单位项目下保证金存款余额为 44222.36 亿元，如果再加上个人保证金存款余额 192.80 亿元，共计 44415.16 亿元。简单测算，如将存款准备金率考虑为 20% 的平均比例，则商业银行体系累计需上缴的存款准备金在 9000 亿元左右。根据央行此次通知，目前将纳入上缴基数的保证金存款将包含承兑汇票、信用证、保函三部分。中、农、工、建、交及邮储六大银行 9 月 5 日起分批上缴，而其他银行则自 9 月 15 日起分批上缴。
- 6) **央行发布 2011 年第二季度中国货币政策执行报告。**报告指出，“下一阶段，中国人民银行将按照国务院统一部署，以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，实施好稳健的货币政策，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持调控的基本取向不变，加强对国内外经济形势的观察和分析，把握好政策的力度和节奏，提高政策的针对性、灵活性和前瞻性，巩固前期调控成果，科学评估判断政策的当期和预期效果，处理好保持经济平稳较快增长、调整经济结构和管理通胀预期之间的关系。”

报告同时指出，“根据经济金融形势和外汇流动的变化情况，合理运用**利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理**等多种政策工具组合，保持合理的社会融资规模。”

- 7) **发改委发布“经济运行面临的主要问题和挑战”报告。**从国际看，世界经济继续保持复苏，但复苏的进程很脆弱、很不平衡，全球经济增长出现放缓迹象。从国内看，一些体制性、结构性矛盾还没有得到根本解决，发展方式依然粗放，投资与消费、工业与服务业比例关系仍不合理，资源环境约束进一步强化，科技创新能力亟待提高，这些都严重制约着经济社会又好又快发展，需要进一步采取措施加以解决。同时，影响当前经济稳定运行的不利因素也不少：**一是价格总水平仍可能高位运行。二是实现农业稳定增产的不确定性仍然较强。三是节能减排形势十分严峻。四是部分企业生产经营面临不少困难。**
- 8) **财政部和银监会就地方政府性债务问题分别接受采访。**银监会主席刘明康表示：“目前地方政府融资平台贷款整改和风险化解工作有序推进。只要各地紧密配合银行业金融机构采取动态分类、有效管理，推进各项现金流还本差额补足的措施，且笔笔贷款能落到实处，风险还是可控的。他要求各银行业金融机构应化解既有风险，严控新增风险，严格规范原有平台续建项目，禁止在不符合要求的新平台和新项目上继续投入信贷资金。”财政部有关负责人表示将从四方面进一步加强地方政府性债务管理。**1. 妥善处理债务偿还和在建项目后续融资；2. 继续抓紧清理规范融资平台公司；3. 坚决禁止政府违规担保行为；4. 加快研究建立规范的地方政府举债融资机制。**
- 9) **房地产方面：1. 浙江台州打响二三线城市限购头炮，新增限购城市或密集现身。2. 住建部要求 1/3 保障房项目十月底前主体完工。3. 国务院上收 22 城市建设用地审批权，紧地根加码。4. 胡锦涛要求加快征地制度改革，维护民众土地合法权益。**

2. 国际方面

- 1) **标普下调美国长期主权信用评级。**美国东部时间 8 月 5 日晚间，国际评级机构标准普尔将美国长期主权信用评级由“AAA”降至“AA+”，评级展望负面。这是美国历史上首次失去 AAA 主权信用评级。标普表示，下调美国主权信用评级主要基于三方面原因，一是美国债务状况堪忧，债务占国内生产总值（GDP）的比例逐年上升，二是美国国会日前通过的提高债务上限法案效力不够，三是标普对美国国会未来应对类似问题能力的信心受挫。
- 2) **穆迪 24 日下调对日本的主权债务评级至 Aa3，前景为稳定。**市场反映较为平静。美元兑日元周三、周四小幅升值后周五再次下跌。此外，穆迪将 13 家日本政府关联企业的企业债券信用等级相应下调至“Aa3”，还相应下调了部分银行及企业的债信等级。
- 3) **JACKSON HOLE 会议 26 日举行，伯南克未明确提出新一轮量化宽松政策。**伯南克重

申，美联储决定维持低息政策至 2013 年中，将于 9 月 20 日举行的美联储公开市场委员会会议上进一步讨论宽松政策的利弊，为此该会议将延长至两天。伯南克称，美国经济从危机中的复苏不够强劲，弱于美联储预期。美国银行业目前大体上更为健康。他预计，通胀水平将回落至 2% 或更低，与联储政策目标一致。美国经济决策层应该做两件事，首先是帮助经济从危机和可能的衰退中复苏，其次是保持经济持续发展的能力。

- 4) **利比亚反对派攻陷的黎波里，卡扎菲不知去向，战后石油利益分配成为各方关注焦点。**路透社援引反对派控制的石油公司 Agoco 的发言人阿卜杜勒·贾里里·马尤夫的发言称，“和来自意大利、法国和英国等西方国家的公司合作，没有任何问题；但和俄罗斯、中国以及巴西的合作就有可能涉及一些政治问题。”俄罗斯、中国和巴西此前都反对对卡扎菲进行严厉制裁，认为应该先用和谈解决问题。
- 5) **日本首相菅直人宣布辞职，日本迎来新首相。**菅直人宣布辞职后，29 日，野田佳彦以 215 票当选民主党党首。现年 54 岁的野田佳彦自 2010 年 6 月起开始担任日本财务大臣。作为日本财政“鹰派”人物，野田佳彦支持通过加税等手段应对急剧增加的社会保险支出并抑制公共债务，此外，他还承诺采取稳健的措施干预日元巨幅波动。
- 6) **飓风“艾琳”登陆美国。**飓风“艾琳”27 日登陆美国东海岸，奥巴马结束休假紧急赶回华盛顿指挥抗灾。先后袭击了北卡罗来纳州、纽约州和新泽西州，造成约 230 万居民进行紧急疏散，多人死亡。

四、全球主要股市、汇市、商品市场走势

	涨跌幅 (%)	收盘价
股市		
上证指数	-4.97	2567.34
深成指	-4.95	11397.0
沪深 300	-4.22	2846.78
沪深 300 期货 (IF 指数)	-4.26	2849.3
道琼斯工业指数	-4.36	11613.53
标普 500 指数	-5.82	1216.0
纳斯达克指数	-6.37	2579.46
德国 DAX 指数	-19.19	5784.85
法国 CAC40 指数	-11.33	3256.76
英国富时 100 指数	-7.23	5394.53
恒生指数	-8.49	20535.0
日经 225 指数	-8.93	8955.0
汇市		
美元指数	0.57	74.16
美元人民币	-0.90	6.3780
欧元美元	-0.16	1.4375
美元日元	-0.10	76.65
美元瑞郎	2.66	0.8061
大宗商品		
CRB 指数	2.50	661.93
美原油	-7.53	89.64
LME 铜	-6.62	9211.50
美黄金	12.49	1831.7
日橡胶	-2.95	372.3
美棉	3.66	104.67

表 1 全球主要股市、汇市、商品市场涨跌幅及收盘价

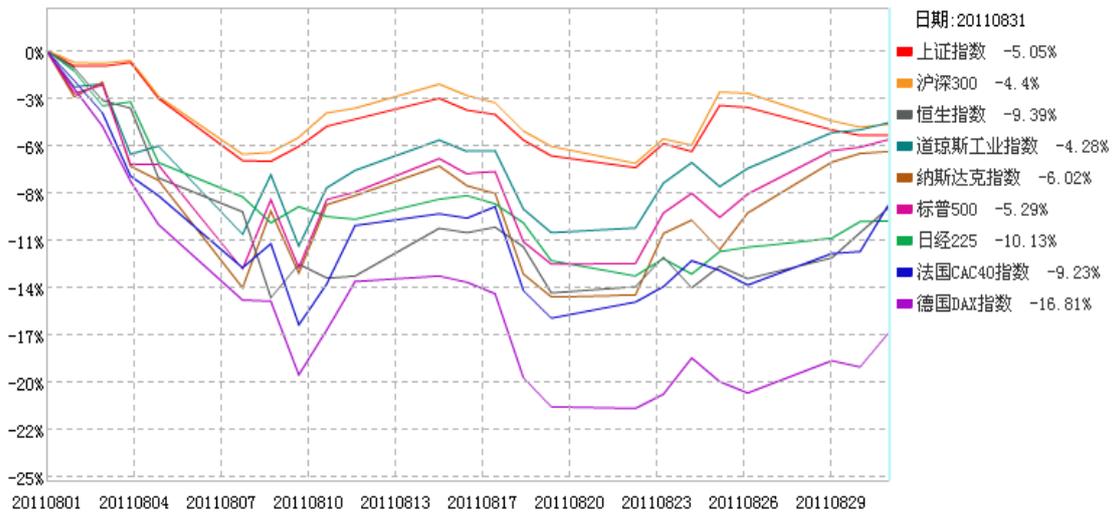


图 1 8月全球主要股市回报率



图 2 美原油期货 10 月合约走势（周线）



图 3 美黄金期货 12 月合约走势（周线）

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。
