

QE 缩减箭在弦上，金融市场风起云涌

内容摘要

热点聚焦：QE 缩减箭在弦上，金融市场风起云涌：上周公布的 7 月份美联储货币政策纪要中显示，仅存一些 (a few) 委员敦促保持耐心，其他委员倾向于很快 (soon) 缩减 QE 规模，大部分委员都认为，6 月经济数据显示出“持续稳定增长”。但事实上，我们发现 7 月联储会议后公布的部分美国经济数据依旧低于市场预期，考虑到美联储后继人选依旧不确定。因此，我们倾向于认为 9 月份美联储依旧有可能维持当前 QE 规模，或仅仅尝试小规模缩减 QE，这使得贵金属短期内依旧有可能保持强势。

但不论美联储何时开始缩减 QE 规模，美联储的这一计划正在步步逼近，因此，中长期，美国逐渐退出 QE，并进入加息周期，这一货币政策相对清晰明朗，这对金融市场的影响也将是持续性的。

品种前瞻：黄金投资需求锐减，黄金难言企稳。黄金的金融属性与商品属性的差异，决定了黄金需求结构的差异。黄金的珠宝首饰需求与价格成反比，投资需求与价格成正比，并且黄金投资需求的价格弹性要远大于珠宝首饰需求的价格弹性，这意味着黄金需求的价格弹性大于零。因此，黄金需求大多数情况下与价格同涨同跌，从而使得黄金价格极易表现出典型的长周期特征。

随着 QE 逐渐退出，并进入加息周期，黄金远期价格依旧看跌。这意味着黄金投资需求会进一步下降，并且其降幅会远高于黄金的珠宝首饰需求的增幅，从而推动黄金价格进一步走低。这意味着黄金近期价格反弹是短期现象，因此，我们认为黄金价格可能进入一个相对较长的熊市周期。

✉: 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

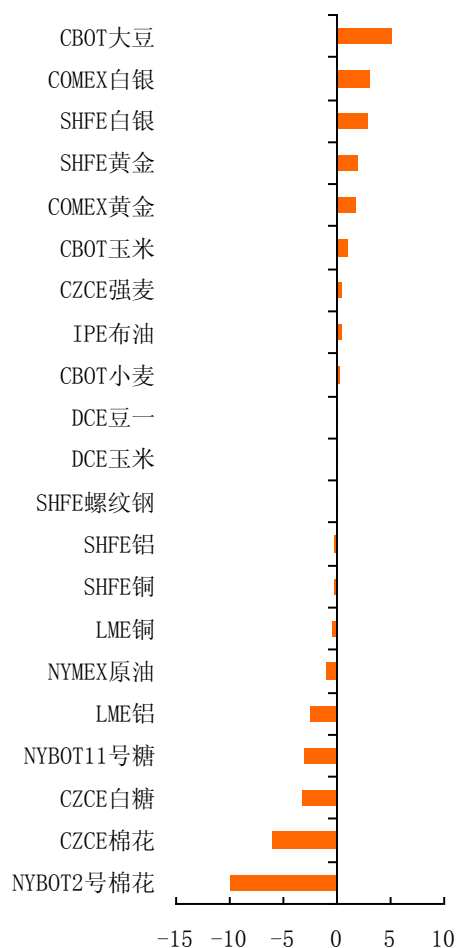
责任编辑：朱春明
☎: 86-755-23962207
✉: zhuchunming613@pingan.com.cn
☎: 期货从业资格: F0299796

相关报告

- 1、美联储会议前，黄金波动加剧——商品 E 周刊 (第 90 期)
2013. 08. 19
- 2、中国 7 月经济数据回升——商品 E 周刊 (第 89 期)
2013. 08. 12
- 3、谨慎对待 QE 延迟风险——商品 E 周刊 (第 88 期)
2013. 08. 05

一周重要图表

图：上周各市场表现一览（%）



资料来源：wind、平安期货研究所

目录

一、热点聚焦.....	3
二、板块解析.....	7
三、数据监测.....	11
四、品种前瞻.....	12
五、数据备忘.....	16

一、热点聚焦

QE 削减箭在弦上，金融市场风起云涌

上周公布的7月份美联储货币政策纪要中显示，仅存一些（a few）委员敦促保持耐心，其他委员倾向于很快（soon）缩减QE规模，大部分委员都认为，6月经济数据显示出“持续稳定增长”。但事实上，我们发现7月联储会议后公布的部分美国经济数据依旧低于市场预期，考虑到美联储后继人选依旧不确定。因此，我们倾向于认为9月份美联储依旧有可能维持当前QE规模，或仅仅尝试小规模缩减QE，这使得贵金属短期内依旧有可能保持强势。

但不论美联储何时开始缩减QE规模，美联储的这一计划正在步步逼近，因此，中长期，美国逐渐退出QE，并进入加息周期，这一货币政策相对清晰明朗，这对金融市场的影响也将是持续性的。

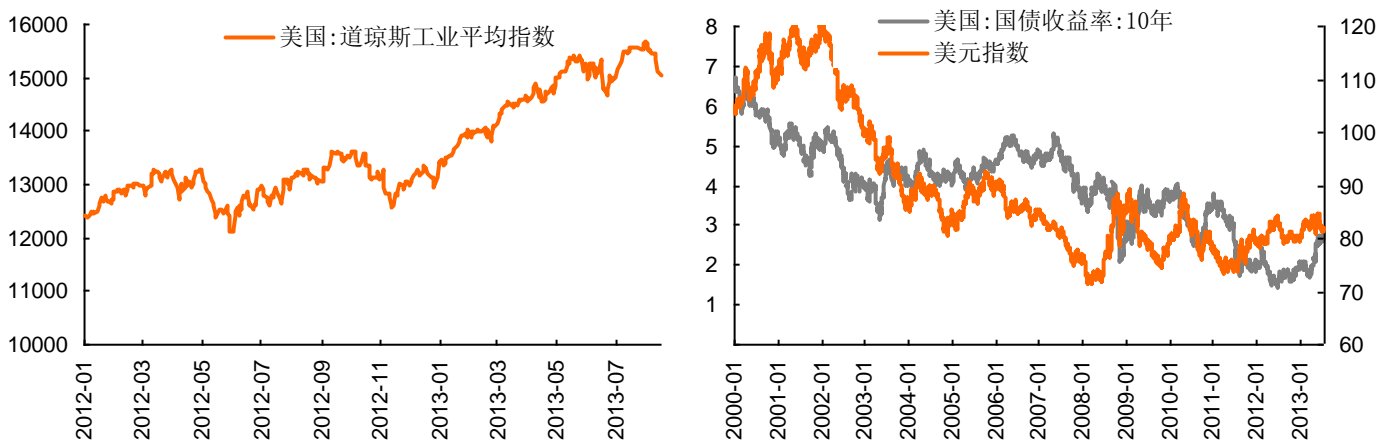
1、QE 退出在即，全球金融市场风起云涌

（1）美国股市回调，国债收益率上升，美元指数低位徘徊

随着美国经济继续复苏，就业市场持续改善，美联储逐步削减QE规模并最终退出QE政策条件也逐渐成熟，在9月美联储货币政策前，这一预期对市场的影响也越来越大。上周公布的美联储7月货币政策纪要内容更是强化了市场这一预期。

美元相关资产因此承压，美国道琼斯指数从8月初的15658跌至当前的15000，累计跌幅达到4.20%；美国10年期国债收益率也继续上升，从7月下旬的2.5%上升至当前的2.88%。但令人不解的是，在美国国债收益率上升的背景下，美元指数却保持相对疲软态势，8月份以来，一直处于80-82地位徘徊。

图1-1：QE退出预期渐浓，美股冲高回落，美债收益率飙升，美元指数低位徘徊



资料来源:wind、平安期货研究所

(2) 新兴经济体股市集体承压，欧元区柳暗花明？

美国金融危机与欧债危机后，全球各主要经济体都不同程度地维持宽松货币政策，但经济状况与经济前景却开始分化。总体上说，尽管潜在阻力犹存，但美国经济持续稳步复苏，就业市场持续改善，QE退出在即，美国股市面临缺乏货币层面的支撑与对经济状况的兑现；在经历一系列超级宽松的货币政策与救助措施后，欧洲的经济状况开始有所好转，股市也开始企稳，欧元也略显坚挺；相反，过去10年一直是全球经济增长引擎的新兴市场却开始面临越来越多的问题，经济增长前景堪忧，股市也表现疲软，货币面临贬值压力。各主要经济体增长前景开始分化，国际资金也已经开始表现出从新兴经济体流向发达经济体的迹象，这从全球各国股市的表现可略见一斑。

图1-2:受美国QE退出预期影响，亚洲新兴市场国家资金外流，汇率普跌



资料来源: wind、平安期货研究所

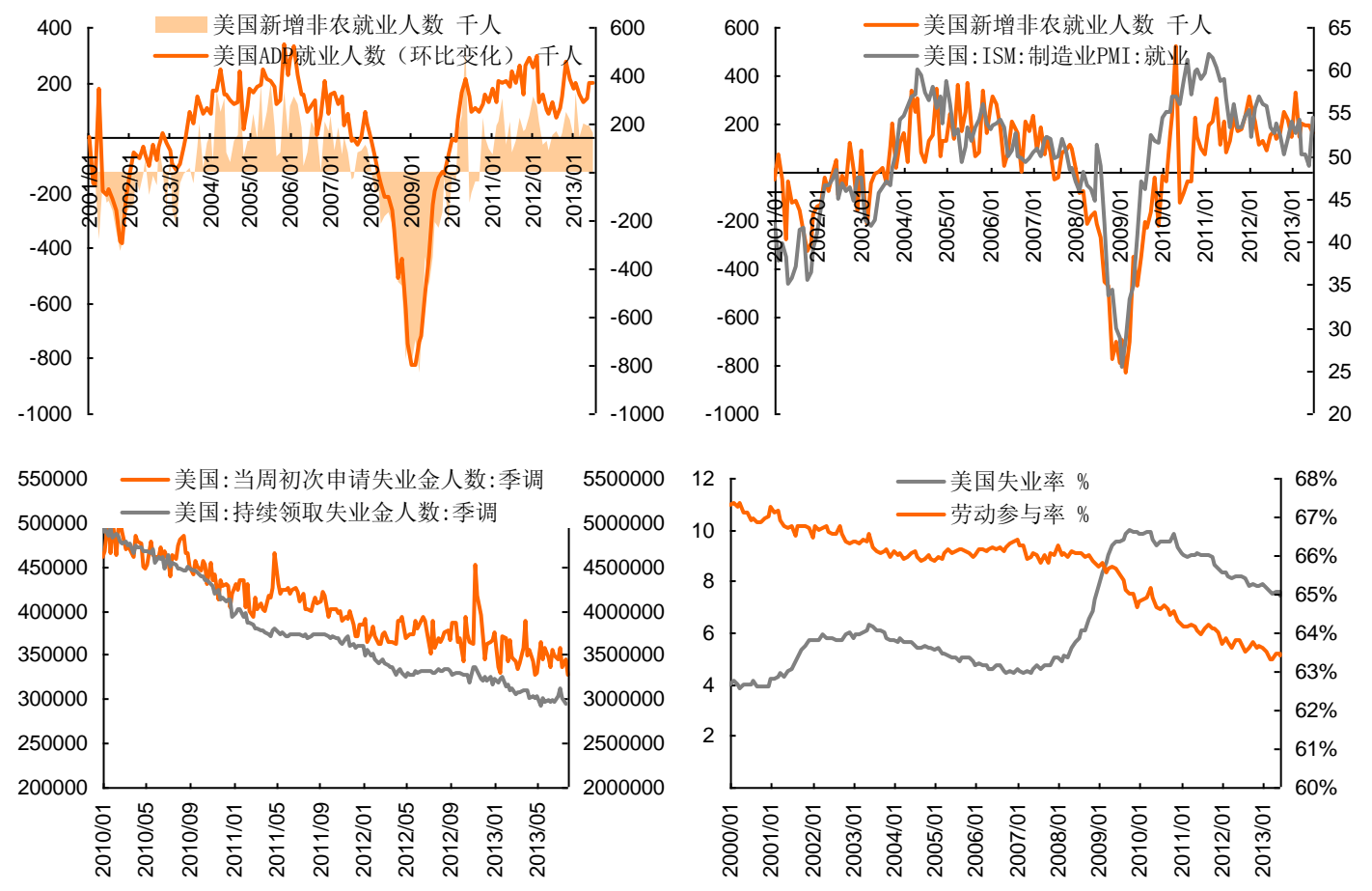
2、9月开始缩减QE是大概率事件，但市场分歧依旧存在

随着9月中旬(9月17-18日)美联储利率决议与伯南克新闻发布会的临近，市场对是否在9月份削减QE分歧的逐渐加大。此前，市场普遍认为9月份开始削减QE是大概率事件，事实上，上周公布的7月份美联储货币政策纪要中也显示，仅存一些(a few)委员敦促保持耐心，其他委员倾向于很快(soon)缩减QE规模，这与7月份美联储货币政策声明略有不同。7月货币政策生命中，美联储强调了对通胀率以及房地产抵押贷款利率上升的担忧，这使得市场对延迟QE的预期也逐渐增强，美元因此走弱，黄金、白银强势反弹。另外，由于伯南克任期即将结束，这也加大美联储未来货币政策的不确定性。

(1) 美国经济继续复苏，但隐忧犹存，美联储是否在9月份削减QE，仍有不确定性。

一方面，美国经济继续复苏，就业市场持续改善，美联储逐步削减QE规模并最终退出QE政策条件也逐渐成熟，美联储极有可能按照此前市场预期在9月份开始削减QE；另一方面，尽管美国经济继续复苏，但近期公布的经济数据却略显疲软：7月份非农就业数据远低于预期、7月新屋开工与营建许可也不及预期，8月芝加哥大学消费者信心指数从6年高位回落，而核心通胀率却持续低于长期通胀目标值2%，这使得美联储依旧有可能延迟QE削减至年底的可能。

图1-3: 美国就业市场持续改善, 失业率逐步回落



资料来源:wind、平安期货研究所

(2) 耶伦与萨默斯分属鸽派与鹰派, 均是接任伯南克的热门人选, 加大了QE以及后续货币政策的不确定性。

目前, 美联储副主席耶伦是典型的鸽派代表, 在其过往的FOMC会议中大都支持继续执行QE政策, 直至核心通胀达到2%以上, 耶伦认为, 由于美国距离自然充分就业依旧尚远, 持续宽松的货币政策不会立即导致通胀抬头, 适度的通胀率会压低实际利率, 有利于长期投资, 并使得经济增长更为稳健, 有利于失业率逐渐下降。

相反, 前美国财政部部长的萨默斯是典型的鹰派代表, 萨默斯认为美国经济增长更多地归功于内生经济增长, 随着美国经济日益企稳, 就业状况将逐渐改善, 过度地推行QE对经济增长的改善并不大, 反而有可能加大通胀的可能, 这不利于长期经济稳健增长。因此, 如果萨默斯当选美联储主席, 则有可能如期削减QE规模。

3、美元指数与美国债收益率负相关, 反映远期政策相对明朗, 而短期政策陷入纠结

通常, 当市场预期美联储即将缩减QE规模, 美元供给将逐渐偏紧, 而远期加息预期也使得美国国债收益率上升, 但上周的前半周美元指数却一直保持弱势格局, 并且出现了美元指数回落, 而美国债收益率却上升的异常现象。我们认为以下三个因素或

导致这种异常现象发生

(1) **美联储延迟 QE 削减计划或 QE 削减程度低于预期。**从目前情况来看，美联储决定在 9 月份削减 QE 的概率较今年 6-7 月份有所下降，延迟 QE 削减时点的概率正在回升。对此，我们倾向于认为，美联储会推迟 QE 削减或仅仅尝试性小规模削减 QE。

(2) **美联储远期政策明朗，而短期政策陷入纠结。**因投资者认为，不排除美联储延迟缩减 QE 的可能，因此，美元指数近期走势相对较弱；相反，在可以预期的远期，美联储终将退出 QE，并最终进入加息周期。这使得远期利率必然上升，从而美国国债收益率也上升。

(3) **国际资金从新兴市场与美国流向欧元区，美元因此承压。**7 月份欧元区各项经济数据均大幅好于市场预期，欧元区核心国家与边缘国家国债收益率利差已经显著缩窄，这意味着至少短期内欧元区摆脱了危机的困扰。尽管欧洲央行一直声明继续保持低利率以便促进经济增长与恢复就业，但国际投行普遍认为，欧洲状况逐渐好转，这使得资金从美国与新兴市场流向欧洲，这从近期欧洲股市上涨与欧元走强可以得到部分印证。

4、QE 延迟减量依旧有可能，美国经济数据是关键

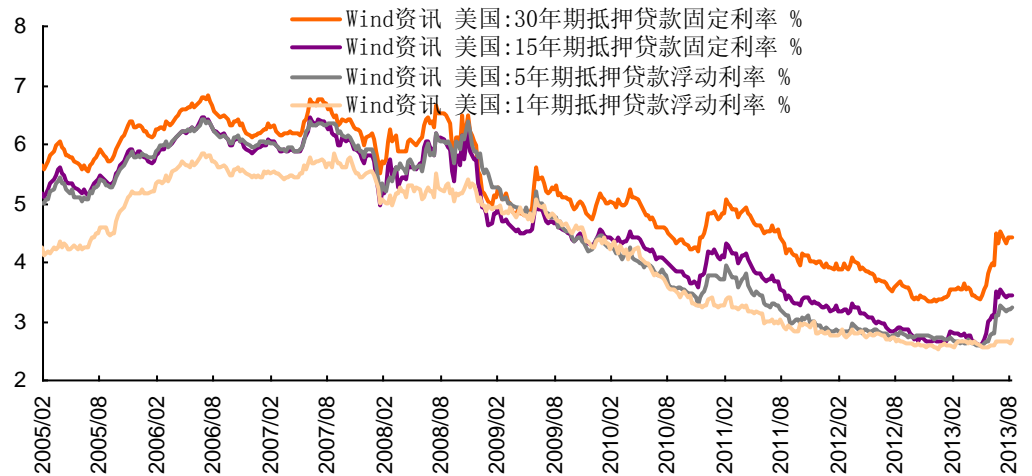
(1) 9 月份，QE 延迟或小规模削减 QE 依旧可能

在今年 6-7 月份，美国各项经济数据表现抢眼，美联储释放出削减 QE 意向，市场也普遍认为美联储今年 9 月份将逐步退出 QE。但考虑到 7-8 月美国部分经济数据并不理想，而美联储后继人选不确定性较大，因此，我们倾向于认为，在今年 9 月份美联储货币政策会议上，美联储不会削减 QE 或仅仅小规模削减 QE 的概率更大。

(2) 美债收益率上升逐步放缓，美国经济数据是关键

尽管从长期来看，随着美国经济逐步复苏，美联储将逐步削减 QE 规模，并最终退出 QE 是大概率事件，因此，美债收益率逐步上升也是大概率事件。但我们认为，美债收益率上升将逐步放缓，这主要是因为美国经济复苏是一个相对缓慢过程，而美联储并不希望抵押贷款利率上升过快，从而影响美国房地产行业复苏。当然，倘若美国经济数据超预期复苏，失业率大幅回落，那么，美联储也将提前结束 QE 与上调联邦基准利率。

图1-4:抵押贷款利率已然上升, 对美国房地产市场影响尚需观察



资料来源: wind、平安期货研究所

二、板块解析

黄金——近期偏多, 远期偏空: 上周公布的7月份美联储货币政策纪要中显示, 仅存一些 (a few) 委员敦促保持耐心, 其他委员倾向于很快 (soon) 缩减 QE 规模, 大部分委员都认为, 6月经济数据显示出“持续稳定增长”。但事实上, 我们发现7月联储会议后公布的部分美国经济数据依旧低于市场预期, 考虑到美联储后继人选依旧不确定。因此, 我们倾向于认为9月份美联储依旧有可能维持当前QE规模, 或仅仅尝试小规模缩减QE, 这使得贵金属短期内依旧有可能保持强势。但不论美联储何时开始缩减QE规模, 美联储的这一计划正在步步逼近, 因此, 中长期美国货币政策相对清晰明朗, 这对金融市场的影响也将是持续性的。

因此, 黄金在近期依旧有可能维持短暂强势, 但随着9月份的临近, QE缩减预期将逐渐加强, 因为即便9月不缩减QE, 那么11-12月开始缩减QE也并不遥远, 这意味着对市场持续性的利空即将到来, 黄金远期偏空格局没有改变。

附注: 黄金深度报告观点——熊市一期尾声, 熊市二期开启。 中短期而言, 伦敦黄金对数图显示, 维持近十年的上升通道一度获得支持, 在中国大妈的奋力买入之下出现了一定反弹, 但半个月后又告破失, 可见黄金的确已进入下行阶段。不过从原始价格的平行通道方面分析, 1250-1300美元一线具有较强支撑力度, 金价中期预料在1300下降平衡区得到中短期的喘息。

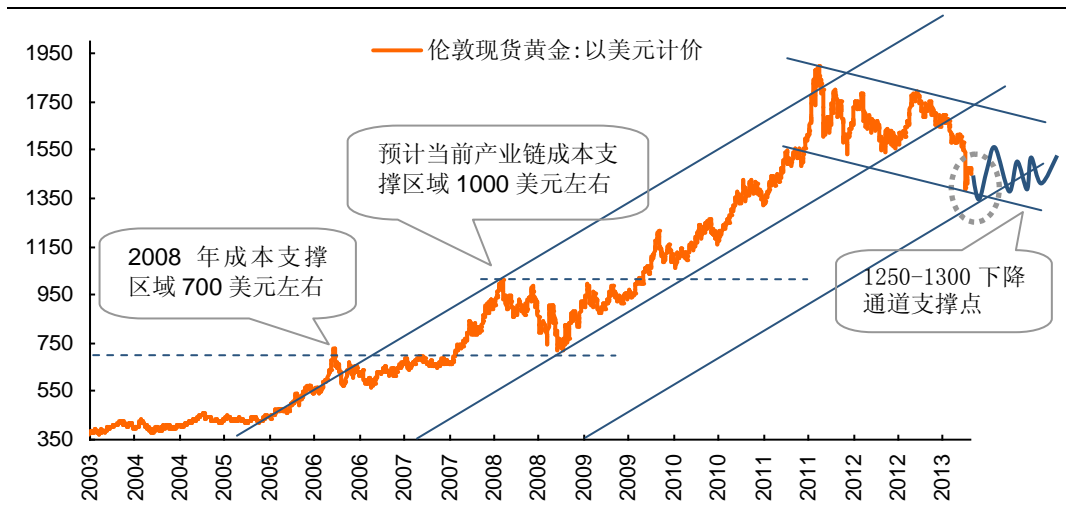
此外, 上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期, 其特征可能是: 当一轮急促下降至一个新低点后, 随后出现一轮高级反弹, 并在反弹高位稳定下来, 即可确已进入熊二阶段。图表2-2的下降通道区域1250-1300若得到支撑并展开大幅反弹, 预期中的熊市二期会正式开启, 反弹目标大致在1500-1550美元/盎司水平, 这是熊市二期最重要的高点区域, 可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。更多详细分析请参考我们发布的黄金深度报告。(朱春明)

图3-1:对数显示长期支撑线已告失守,或进一步下挫寻求支撑



资料来源: wind、平安期货研究所

图3-2: 若金价中短期在1200-1300获得支撑,并出现高级别的反弹,则熊市二期开启



资料来源: wind、平安期货研究所

铜——强势格局难延续,关注产量与进口数据:宏观方面,美国缩减QE规模在不远的9月份或年底即将成为事实,美元指数远期走强也是大概率事件,这对铜无疑是利空的。相比之下,中国7-8月份经济数据颇为亮眼,这支撑了近期铜价走高,但后续能否延续仍然需要观察下游需求状况。

从下游生产角度来说,第四季一般是生产的相对淡季,因此需求相对偏弱。理论上,7-8月份中国企业补库存也即将进入尾声。这也令铜价涨幅受限。建议投资者维持轻仓操作,逢高可尝试性空单交易;而下游买入套保者需根据实业需求,维持相对较低库存,以便在期货市场灵活操作。

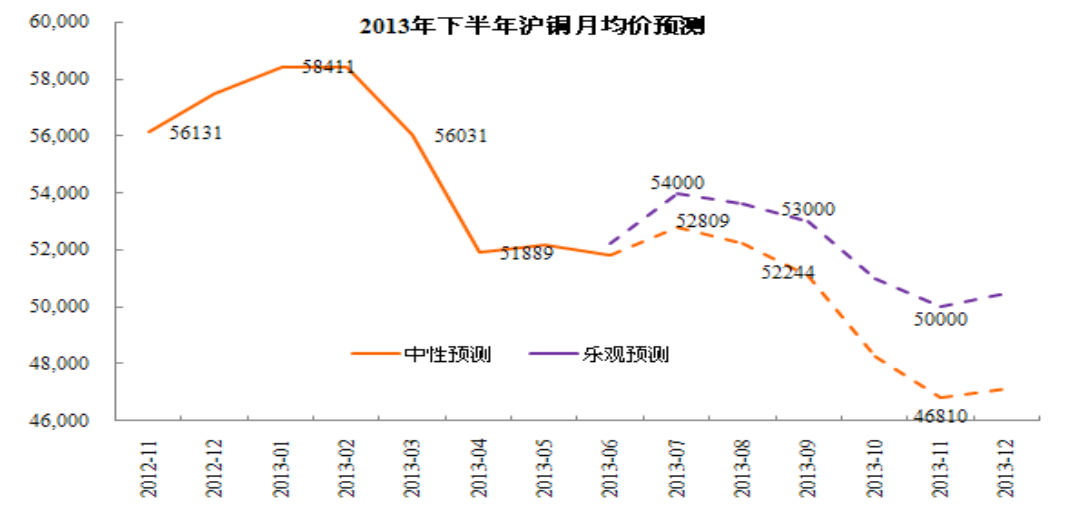
附注:年中报告观点——下半年投资建议。预计未来铜价反弹空间有限,近期关于城镇化的刺激政策、市场预期随着5月悲观数据进一步下调到位后经济数据企稳及供应担忧等都可能提供阶段性反弹机会,另外季节性因为亦支持可能存在温和反弹。但从下半年整体来看,预计铜价仍将继续下调,中性假设情况下,预计下半年低点在47000左右。

重点关注事件：下半年我们建议重点关注即将出台的城镇化规划、上半年度经济数据、十八届三中全会及其他改革举措、社会流动性风险。

价格上行风险：我们认为价格上行风险可能来自三个方面因素：第一、如果经济继续下滑，就业情形加剧恶化，中央政府出台刺激政策，继续加杠杆复苏，且伴随城镇化措施出台，铜价可能反弹至 58000 甚至更高；第二、美联储较市场预期的保持量宽更长时间；第三、供应担忧，更多的天灾人祸对主要矿山形成供应干扰，导致市场对供应偏宽松预期不断修正。更多分析请参见我们即将发布的铜下半年度策略报告。

(朱春明)

图3-3: 从下半年整体来看，预计铜价仍将继续下调，中性假设情况下，预计下半年低点在47000左右



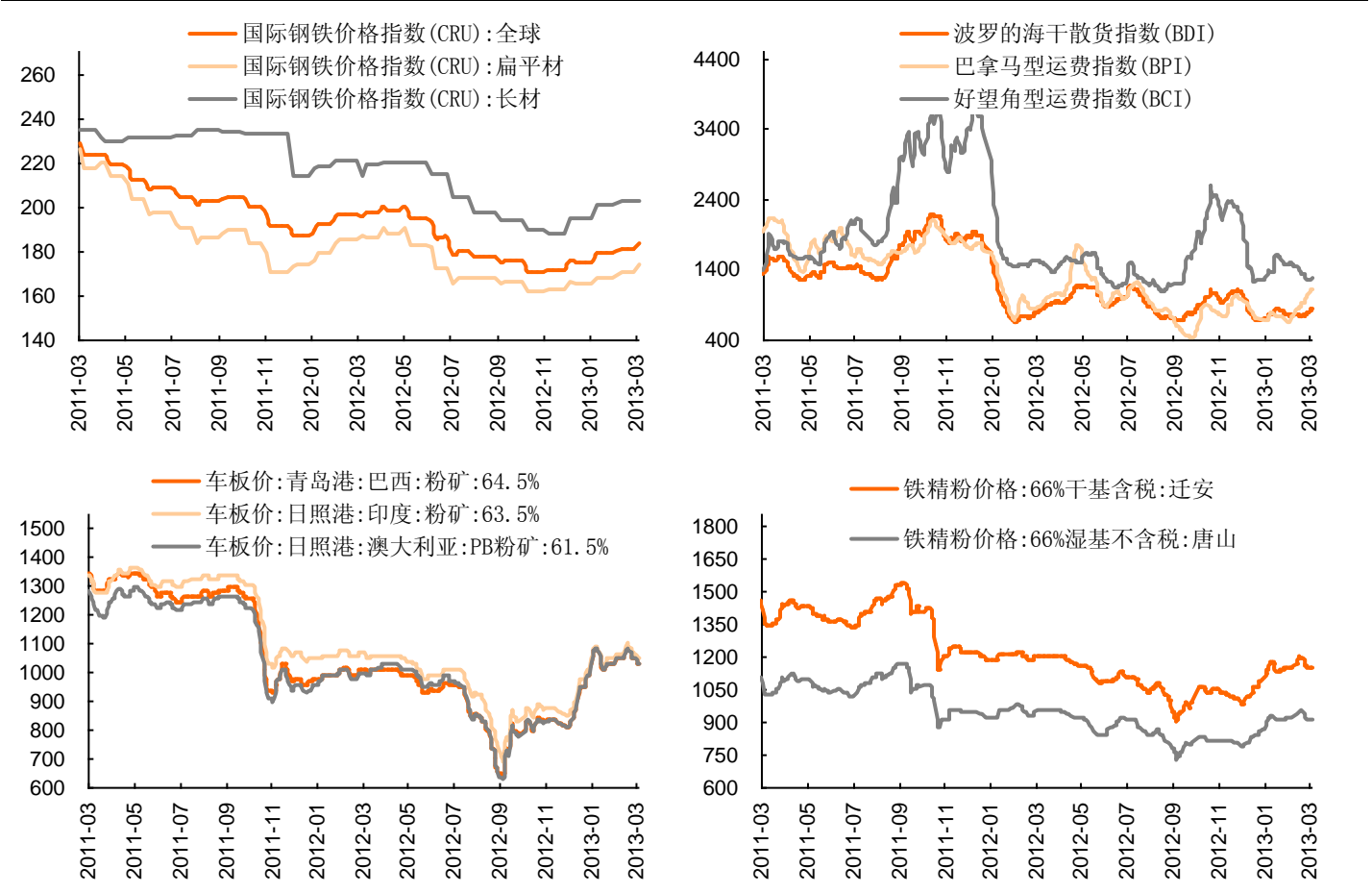
资料来源：平安期货研究所

螺纹钢——逢低做多。上周螺纹钢期货走势继续上涨，周线收出上下影小阳线，周线观察，自 3391 底部上涨起来，呈现多头排列格局。

从基本面来看，上周钢材现货市场主流品种价格呈现上扬。原燃料方面，国内外铁矿石价格亦上涨明显。上周，宝钢股份上调 9 月出厂价：热轧产品价格上调 150 元/吨；其余冷轧、电工钢等品种均普遍上调 120 元，这是宝钢自 5 月以来首次涨价，此外，武钢亦上调了 9 月出厂价。上周社会钢材总库存小幅反弹，这是自 3 月中旬以来的首次反弹，其中螺纹、热轧和中厚板库存回升，而线材和冷轧库存继续下降。7 月份制造业 PMI 较 6 月份回升并站在 50% 的荣枯线以上，表明我国经济显现出企稳回升。综合来看，9、10 月份传统旺季即将到来，在后期政府增强经济刺激力度、原料价格坚挺、钢厂上调出厂价的情况下，我们估计近期钢价有望继续保持坚挺；

就交易而言，中期而言依旧维持做多思路，建议投资者保持多头思路。(李文杰)

图3-4: 螺纹钢相关市场走势



资料来源:wind、平安期货研究所

受美国中西部炎热干燥天气预报可能继续削减美豆产量影响,周五CBOT大豆期货市场大幅飙涨。当前正值美豆结荚鼓粒的生长关键阶段,尤其是美豆生长进度落后将使后期产量变数增加,天气因素主导下的美豆行情往往易涨难跌。在上周我们观点中提到天气将主导未来市场。短期国内豆类市场也将跟随外盘豆类。粕强油弱局面再度持续,豆粕现货重回4000元/吨高位。操作上,买粕抛油、买棕油抛豆油套利可继续持有。单边豆粕多单也加仓持有。(丁红)

化工品 (牟宏博)

图3-5: 乙烯单体价格平稳运行

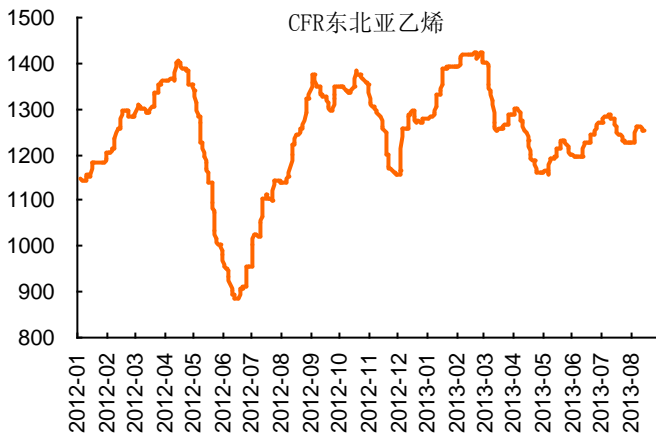


图3-9: PTA原料PX价格小幅反弹



资料来源:wind、平安期货研究所

三、数据监测

上周中国6月份PMI数据验证经济弱势，生产端和需求端同时下滑，考虑到淡季因素，经济企稳回升可能要等到四季度或更晚。考虑到经济波幅收敛，预计市场短期将切入到改革、政策驱动阶段。海外市场波动加剧，美元持续走强，欧债风险仍值得关注。市场整体面临的宏观环境仍偏负面，建议维持逢高抛空为主，本周关注中国宏观数据。

商品将更多反映自身基本面因素。目前商品市场与股指走势开始出现背离，反映出商品市场更多受自身基本面因素影响。我们认为未来这一模式可能延续，鉴于中国经济在商品市场中的地位，预计商品市场更多反映中国经济调整、转型的风险。

图4-1: 大类资产相关性表

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	0 DAX指数	恒指	沪深300	RJ/CRB	LME铜	WTI原油	伦敦金	东京胶	CBOT大豆	CBOT玉米	美元指数	欧元	日元	美国债	VIX	
1	1.00	0.84	-0.37	-0.38	0.75	-0.07	0.84	0.53	-0.19	-0.35	0.14	0.27	-0.05	0.58	0.53	-0.68
2	0.84	1.00	0.01	-0.54	0.85	0.09	0.53	0.19	0.05	-0.16	0.02	0.30	0.03	0.80	0.78	-0.83
3	-0.37	0.01	1.00	0.08	0.07	0.73	-0.67	-0.87	0.88	0.82	-0.19	-0.10	0.45	0.34	0.54	-0.28
4	-0.38	-0.54	0.08	1.00	-0.69	-0.07	-0.23	-0.04	0.21	0.26	-0.24	-0.15	0.00	-0.51	-0.44	0.60
5	0.75	0.85	0.07	-0.69	1.00	0.30	0.56	0.17	0.07	-0.16	0.18	0.12	0.22	0.78	0.77	-0.86
6	-0.07	0.09	0.73	-0.07	0.30	1.00	-0.33	-0.71	0.65	0.67	0.13	-0.43	0.73	0.23	0.51	-0.54
7	0.84	0.53	-0.67	-0.23	0.56	-0.33	1.00	0.82	-0.51	-0.66	0.14	0.17	-0.13	0.26	0.12	-0.30
8	0.53	0.19	-0.87	-0.04	0.17	-0.71	0.82	1.00	-0.72	-0.81	0.23	0.37	-0.51	-0.03	-0.29	0.17
9	-0.19	0.05	0.88	0.21	0.07	0.65	-0.51	-0.72	1.00	0.88	-0.27	-0.06	0.44	0.30	0.56	-0.27
10	-0.35	-0.16	0.82	0.26	-0.16	0.67	-0.66	-0.81	0.88	1.00	-0.03	-0.03	0.34	0.15	0.40	-0.11
11	0.14	0.02	-0.19	-0.24	0.18	0.13	0.14	0.23	-0.27	-0.03	1.00	0.30	-0.28	0.22	0.02	-0.12
12	0.27	0.30	-0.10	-0.15	0.12	-0.43	0.17	0.37	-0.06	-0.03	0.30	1.00	-0.84	0.59	0.32	0.01
13	-0.05	0.03	0.45	0.00	0.22	0.73	-0.13	-0.51	0.44	0.34	-0.28	-0.84	1.00	-0.07	0.23	-0.41
14	0.58	0.80	0.34	-0.51	0.78	0.23	0.26	-0.03	0.30	0.15	0.22	0.59	-0.07	1.00	0.91	-0.75
15	0.53	0.78	0.54	-0.44	0.77	0.51	0.12	-0.29	0.56	0.40	0.02	0.32	0.23	0.91	1.00	-0.85
16	-0.68	-0.83	-0.28	0.60	-0.86	-0.54	-0.30	0.17	-0.27	-0.11	-0.12	0.01	-0.41	-0.75	-0.85	1.00

资料来源:wind、平安期货研究所

图4-2: 平安期货系统性风险监控指数



资料来源:wind、平安期货研究所

附注: 由于软件更新问题, 上图未更新

四、品种前瞻

黄金投资需求锐减, 黄金难言企稳

黄金的金融属性与商品属性的差异, 决定了黄金需求结构的差异。黄金需求主要分为珠宝首饰需求、工业与牙科需求以及可确认的投资需求, 其中, 黄金的珠宝首饰需求与价格成反比, 投资需求与价格成正比, 而工业与牙科需求受价格影响较小。黄金投资需求的价格弹性要远大于珠宝首饰需求的价格弹性, 这意味着黄金需求的价格弹性大于零。黄金需求大多数情况下与价格同涨同跌, 从而使得黄金价格极易表现出典型的长周期特征。

随着QE逐渐退出, 并进入加息周期, 黄金远期价格依旧看跌。这意味着黄金投资需求会进一步下降, 并且其降幅会远高于黄金的珠宝首饰需求的增幅, 从而推动黄金价格进一步走低。这意味着黄金近期价格止跌并非企稳, 因此, 我们认为黄金价格可能进入一个相对较长的熊市周期。

1、黄金的需求结构

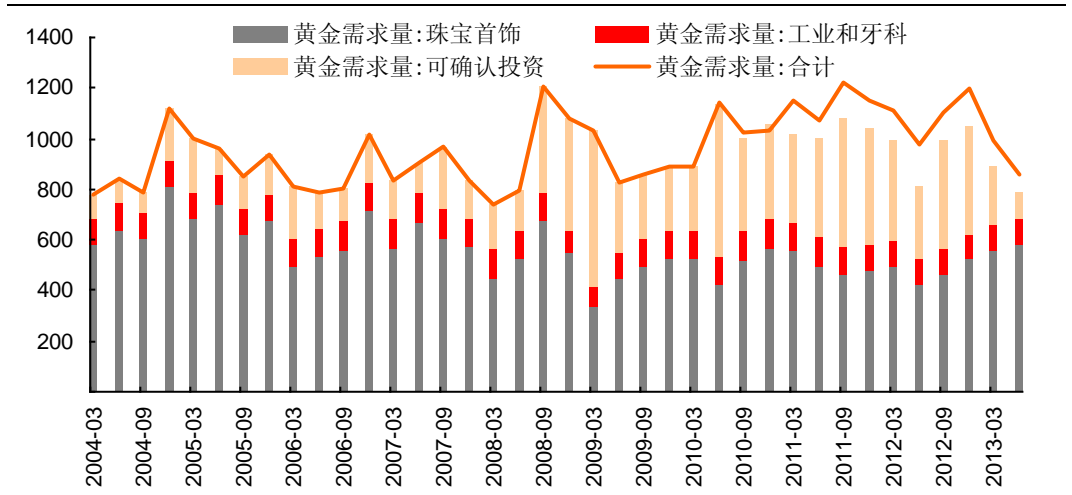
黄金作为一种独特的贵金属, 具有金融属性与商品属性。一方面, 黄金在过去的千年历史中一直是世界通用的“货币”, 但随着上世纪70年代布雷顿森林体系的崩溃, 黄金的货币职能逐渐沦陷, 目前仅存在部分价值职能与贮藏职能。而正是这两个重要功能的存在, 才使得黄金存在金融属性。另一方面, 黄金作为珠宝首饰与部分电子工业产品的重要原材料, 它也具备较为典型的商品属性。

因此, 黄金的属性特征决定了黄金的需求结构。从商品需求的角度来看, 黄金需求可以分为珠宝首饰、工业与牙科、可确认的投资三类需求, 而其中可确认的投资可以分为零售净投资与ETF类似产品投资, 再往下分, 零售净投资又包括金条的囤积、

硬币、纪念币与奖牌三个子分类。

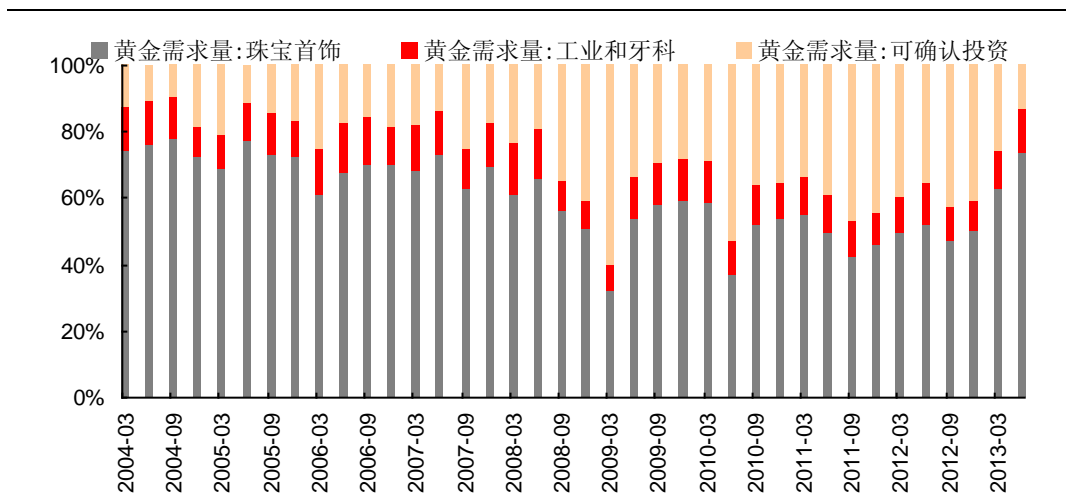
由以下两个图可知，珠宝首饰需求依旧是黄金需求的主力，贡献了大概 60% 的总需求，全球每个季度需求在 500-600 吨之间；而可确认投资相对变化较大，全球每个季度的需求一般在 100-500 吨之间不等，波动相当之大。而工业与牙科需求则相对稳定，一直在 100-110 吨之间。

图5-1: 各种类型需求占比情况



资料来源: Wind、平安期货研究所

图5-2: 珠宝首饰与投资需求是黄金需求的主要贡献



资料来源: Wind、平安期货研究所

2、珠宝首饰需求与价格成反比，投资需求与价格成正比

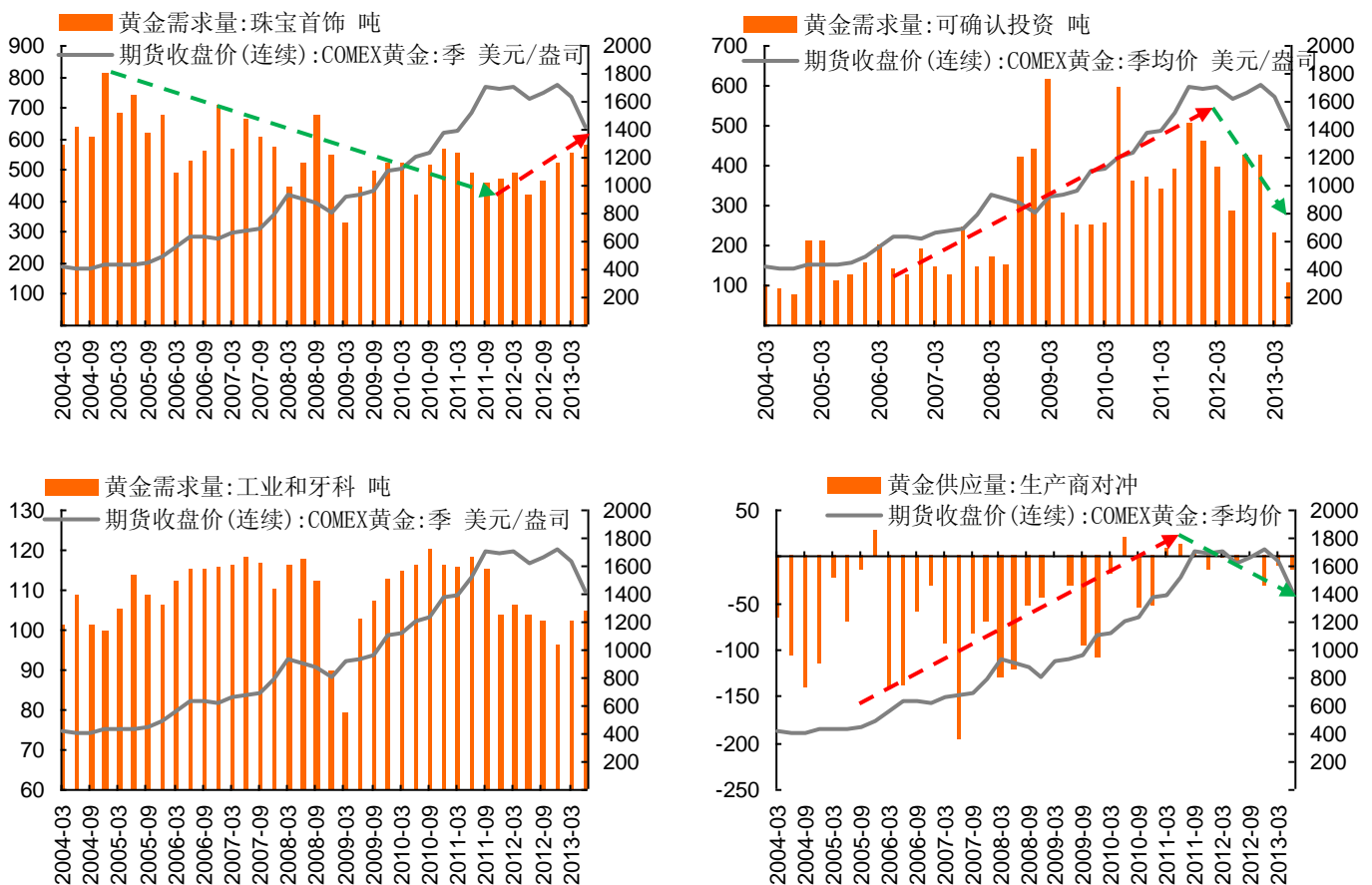
黄金的金融属性，使得黄金具有较好的“投资价值”，即黄金具有“避险”与“保值”功能；黄金的商品属性，使得黄金的定价也与一般商品无异，其均衡价格决定于供求关系。

从黄金的各个子分类需求来看，珠宝首饰需求与黄金价格成反比关系，这主要原因是，在人口众多的中国、印度等亚洲地区，黄金在很多节假日与婚礼等方面上需求

异常旺盛，这使得黄金价格下跌会吸引更多的买家，从而，当黄金价格下跌时，黄金需求增加，一定程度上抑制了黄金的下跌，当黄金价格上涨时，珠宝首饰需求下降，这也限制了黄金的上涨，黄金的珠宝首饰需求具备典型的“稳定器”作用。工业与牙科需求相对稳定，受价格波动影响较小，这主要是因为在这些行业里，黄金都是相对来说比较难以替代的材料。

与珠宝首饰需求相反的是，黄金的投资需求与价格成正比，当黄金价格上涨时，这会吸引更多的买家投资黄金，这通常发生在通货膨胀周期里，这使得黄金价格上涨更为迅速；当黄金价格下跌时，投资者担心手中持有的黄金贬值，从而进一步抛售黄金，这更加重了黄金价格的下跌。因此，黄金的投资需求加大了黄金价格的波动。需要说明的是，黄金生产商的对冲也可以看成是一种投资需求，当生产商认为黄金价格上涨时，因为其持有现货，因此，不会增加黄金的卖出套保；而当黄金价格下跌时，黄金生产商担心持有现货贬值，从而也会增加黄金的卖出套保。

图5-3:黄金各种需求与价格之间的关系，生产商对冲可以看成是一种投资需求



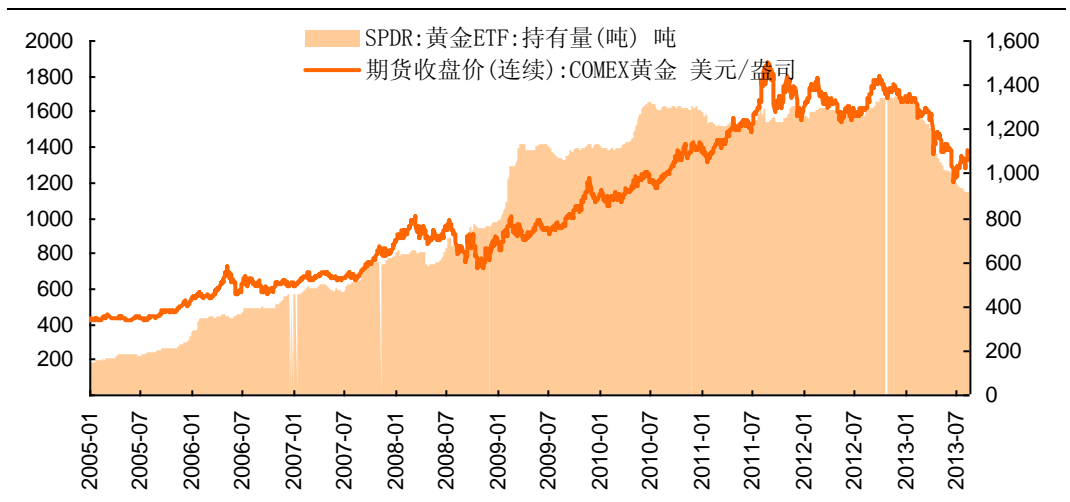
资料来源:wind、平安期货研究所

3、投资需求价格弹性大，加剧金价波动

由于黄金珠宝首饰需求与投资需求合计占比达到总需求的90%，因此，黄金价格的表现取决于这两类需求变化。由前述分析可知，黄金的投资需求与价格成正比，而黄金的珠宝首饰需求与黄金成反比，因此，当黄金价格上涨时，黄金投资需求增加量与黄金珠宝首饰需求下降正好形成对冲，相反，黄金价格下跌时，同样道理。

但我们发现，黄金投资需求的弹性要远高于黄金的珠宝首饰需求。举例说明，以 COMEX 黄金期货收盘价为标准，2012 第四季度均价为 1718 美元/盎司，2013 年第二季度跌至 1416 美元/盎司，跌幅为 18%；相比之下，黄金投资需求由 425.6 吨降至 105.4 吨，降幅达到 75%，据此简单估算，黄金的投资需求弹性为 4.28；相应地，黄金的珠宝首饰需求由 96.2 吨，增加至 104.3 吨，增幅近 8.42%，因而黄金的珠宝需求弹性为 -0.47，因此，黄金投资需求价格弹性绝对值远大于黄金珠宝需求价格弹性。这意味着当金价上涨时，黄金投资需求增加，进一步推动金价上涨；当黄金价格下降时，黄金投资需求下降，导致黄金价格进一步下跌。从而，黄金投资需求有典型的助涨助跌效果。而其中，又以黄金 ETF 的主张助跌最为显著。

图5-5:黄金ETF持仓持续下降，与黄金价格同涨同跌，波动极大



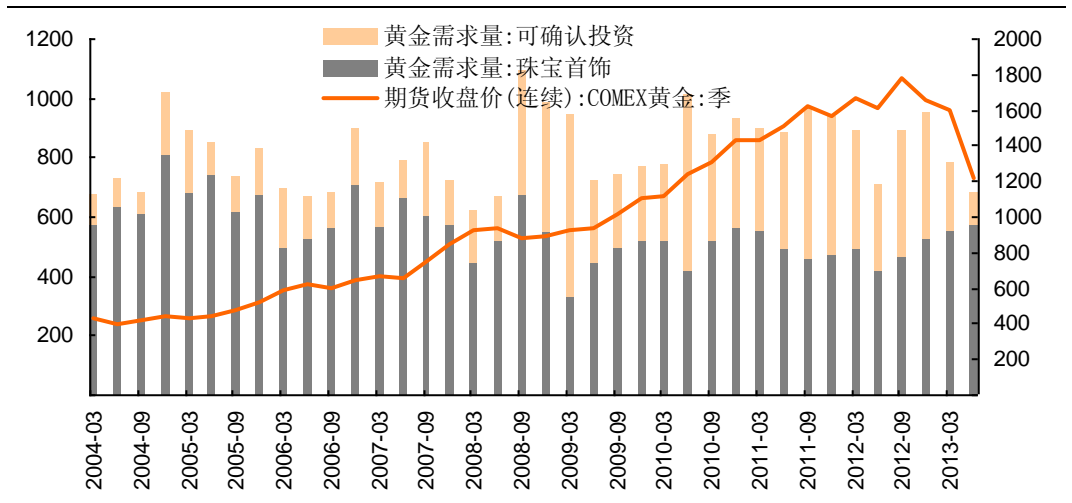
资料来源：Wind、平安期货研究所

4、投资需求锐减，黄金难言企稳

尽管黄金价格的最高值出现在 2011 年 9 月，但从季度均值来考虑，黄金价格的最高值出现在 2012 年 3 季度，自此以后，黄金连跌 3 个季度，对应地，黄金珠宝首饰需求连增 3 个季度，2013 年 2 季度珠宝首饰需求较 2012 年 3 季度增加 113.4 吨，增幅为 24.46%。相应地，而黄金投资需求则连续 3 个月下降，2013 年 2 季度珠宝首饰需求较 2012 年 3 季度减少 320 吨，降幅为 75.29%。黄金投资需求减少值与降幅显著大于黄金珠宝首饰需求增加值与增幅。

尽管近期黄金价格出现一定回升，但 QE 退出为期不远，随着 QE 逐渐退出，并进入加息周期，黄金远期价格依旧看跌。这意味着黄金投资需求会进一步下降，并且其降幅会远高于黄金的珠宝首饰需求的增幅，从而推动黄金价格进一步走低。这意味着黄金近期价格止跌并非企稳，因此，我们认为黄金价格可能进入一个相对较长的熊市周期。

图5-5:黄金ETF持仓持续下降,与黄金价格同涨同跌



资料来源: Wind、平安期货研究所

五、数据备忘

汇丰 PMI 大幅上升

8月汇丰中国制造业 PMI 初值为 50.1, 这是四个月来最高水平, 大幅高于市场预期, 7月该指数为终值为 47.7, 环比增幅较大。目前看来环比转向因素主要有补库存驱动和政策驱动, 后期的可持续性仍然有待观察。

7月成屋销售户数跳升至 2009年11月以来最高水平, 且大幅好于预期, 因更多买家选择在抵押贷款利率进一步走高前购房。美国 8月制造业 PMI 初值为 53.9, 创五个月新高, 7月该指数终值为 53.7。

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
2013/8/22	中国	汇丰 PMI (预览) 2013/08	50.1	47.7	47.6
2013/8/21	美国	成屋销售: 环比折年率 (%) 2013/07	6.5	-1.6	4.3
2013/8/21	美国	成屋销售折年数 (万套) 2013/07	539	506	460
2013/8/23	欧盟	德国: GDP: 同比 (%) 2013/06	0.9	-1.6	0.6
2013/8/23	欧盟	德国: GDP: 环比: 季调 (%) 2013/06	0.7	0	-0.1
2013/8/23	美国	新房销售 (千套) 2013/07	35	43	33
2013/8/23	美国	新房销售: 环比 (%) 2013/07	-13.4	3.6	2.5

资料来源: Wind、平安期货研究所

关注美国消费数据

下周需要重点关注美国消费数据, 此外欧洲的失业率也非常重要。(樊继拓)

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
2013/8/27	中国	工业企业利润: 累计同比(%) 2013/07	--	11.1	-2.7
2013/8/26	美国	耐用品除国防外订单: 环比: 季调(%) 2013/07	--	2.8	4.7
2013/8/26	美国	耐用品: 新增订单(百万美元) 2013/07	--	255,619.00	205,279.00
2013/8/28	美国	成屋签约销售指数(2001年=100) 2013/07	--	110.9	102.6
2013/8/30	欧盟	欧盟: 失业率(%) 2013/07	--	10.9	10.5
2013/8/30	美国	个人消费支出: 季调(十亿美元) 2013/07	--	11,476.30	11,151.20
2013/8/30	美国	核心 PCE 物价指数: 同比(%) 2013/07	--	1.2	1.7
2013/8/30	美国	密歇根消费者信心指数(修正) 2013/08	--	85.1	74.3

资料来源: Wind、平安期货研究所

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>