

QE 退出短期或陷入死循环

内容摘要

热点聚焦: QE 退出短期或陷入死循环。由于美联储与市场在货币政策与经济数据之间循环博弈,美国 QE 退出短期或难有太大进展。我们预期 QE 缩减在 10 月底依旧有延迟的可能,但如果从中长期来看,美国内生经济增长动力依旧充足,就业市场短期的波动并未改变失业率逐步下降的客观事实,因此,美国终将退出 QE,并逐步加息。但考虑到美国失业率下降是建立在劳动参与率下降的基础之上,因此,美联储极有可能下调 QE 退出的失业率门槛,对此,投资者应该保持足够的谨慎。

品种前瞻: 继续看空金银比值。8 月中旬,我们在周报“品种前瞻”栏目中看空金银比值。截止上周,金银比值为 62.05,低于 8 月初的最高值 67.28,与 8 月中旬比值持平。最近 2 周金银比值回升主要受叙利亚局势紧张以及美联储暂缓退出 QE 所致。尽管短期来看,美联储依旧有可能维持当前 QE 政策不变,但未来美国退出 QE 是必然,因此,后市贵金属将继续回落,金银比值也将逐渐回落。此前判断的逻辑依旧未变。

✉: 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、美联储维持 QE 规模不变, QE 缩减仍待经济数据改善—商品 E 周刊(第 93 期)
—平安期货

2013. 09. 23

2、关注美国 8 月非农数据—商品 E 周刊
(第 92 期)—平安期货

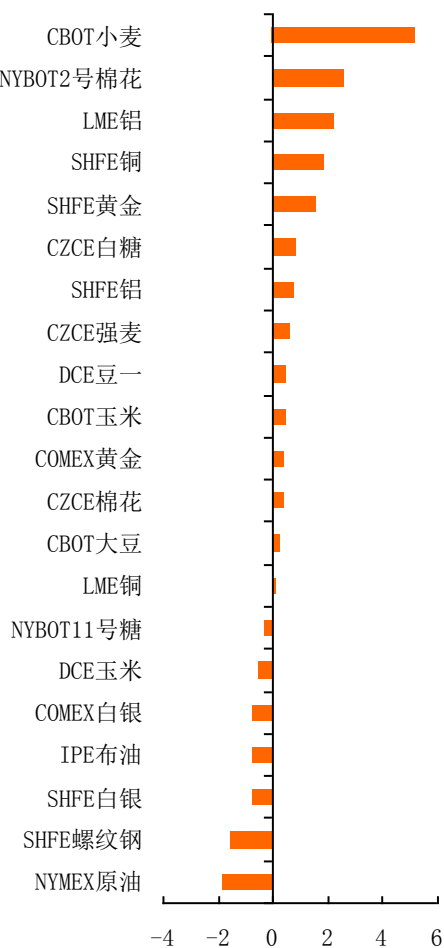
2013. 09. 02

3、QE 缩减箭在弦上, 金融市场风起云涌—商品 E 周刊(第 91 期)

2013. 08. 26

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.....	6
三、数据监测.....	11
四、品种前瞻.....	12
五、数据备忘.....	12

一、热点聚焦

QE 退出短期或陷入死循环

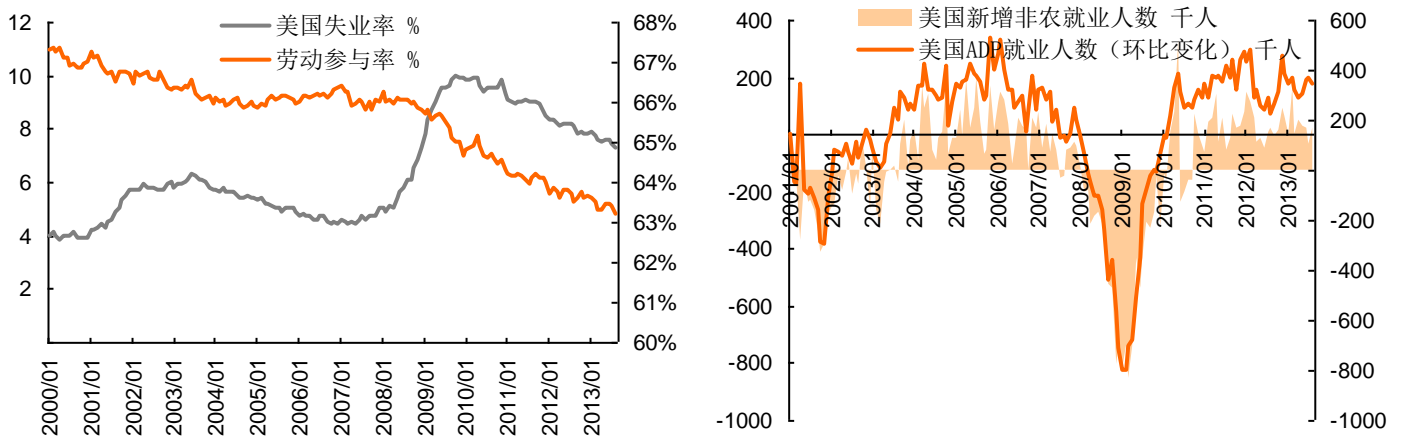
由于美联储与市场在货币政策与经济数据之间来回循环博弈，美国 QE 退出短期或难有太大进展。我们预期 QE 缩减在 10 月底依旧有延迟的可能，但如果从中长期来看，美国内生经济增长动力依旧充足，就业市场短期的波动并未改变失业率逐步下降的客观事实，因此，美国终将退出 QE，并逐步加息。但考虑到美国失业率下降是建立在劳动参与率下降的基础之上，因此，美联储极有可能下调 QE 退出的失业率门槛，对此，投资者应该保持足够的谨慎。

1、美国失业率下降，难掩就业数据疲软

一方面，美国 7-8 月份失业率分别下降至 7.4% 与 7.3%，与 6 月份 7.6% 的失业率相比，失业率下降幅度显著超出市场预期；另一方面，美国新增非农就业数据不甚理想，三季度数据两度被下调，6-9 月份新增非农就业人口分别为 17.2 万人、10.4 万人与 16.9 万人，远低于市场预期值每月 18-20 万人。

此前美联储在 6 月份货币政策纪要中称，就业市场的改善不仅表现在失业率下降，更重要地是能够创造更多就业岗位。尽管美国 7-8 月份失业率下降，但实质上美国就业市场并没有太大改善，而是略低于市场预期。美国失业率的下降更多地是由于劳动参与率下降所致，名义失业率下降，并没有掩盖就业市场的相对疲软。

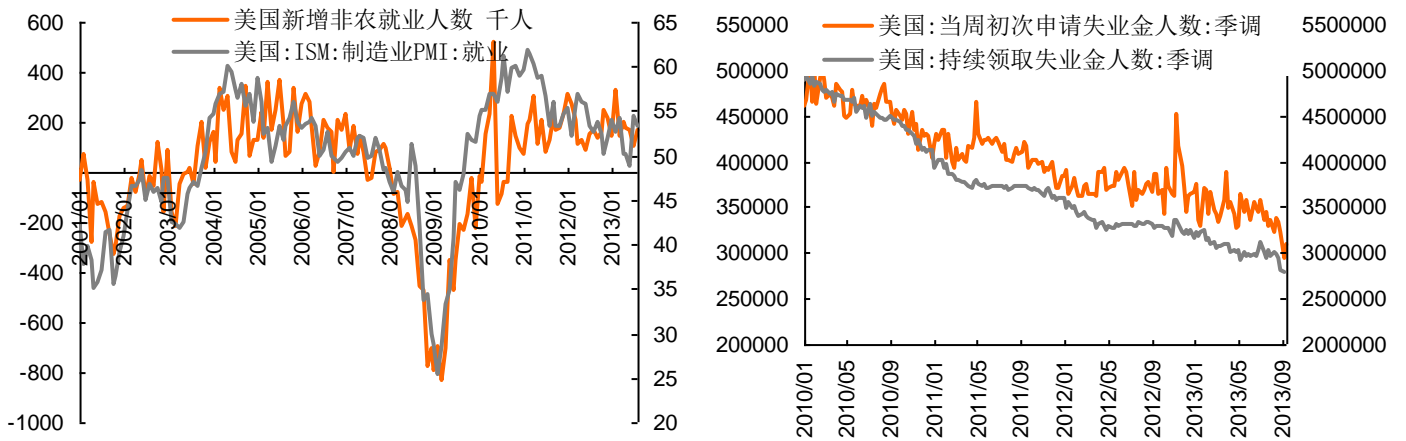
图1-1: 美国失业率超预期下降，但新增就业却低于预期



资料来源：Wind、平安期货研究所

理论上，新增非农就业人数下降，而失业率不升反降，这必然是由于部分劳动者放弃了寻找工作，但与此矛盾的是美国 ISM 制造业就业分项指数反弹，申请失业救济金人口也大幅下降。这说明，尽管美国就业市场并没有达到预期，但依旧处于改善过程之中。美联储依旧保留了缩减 QE 与延迟 QE 的选择。

图1-2: 美国ISM制造业就业分项指数改善, 申请失业救济人数大幅下降, 这与新增非农就业人口存在矛盾



资料来源: Wind、平安期货研究所

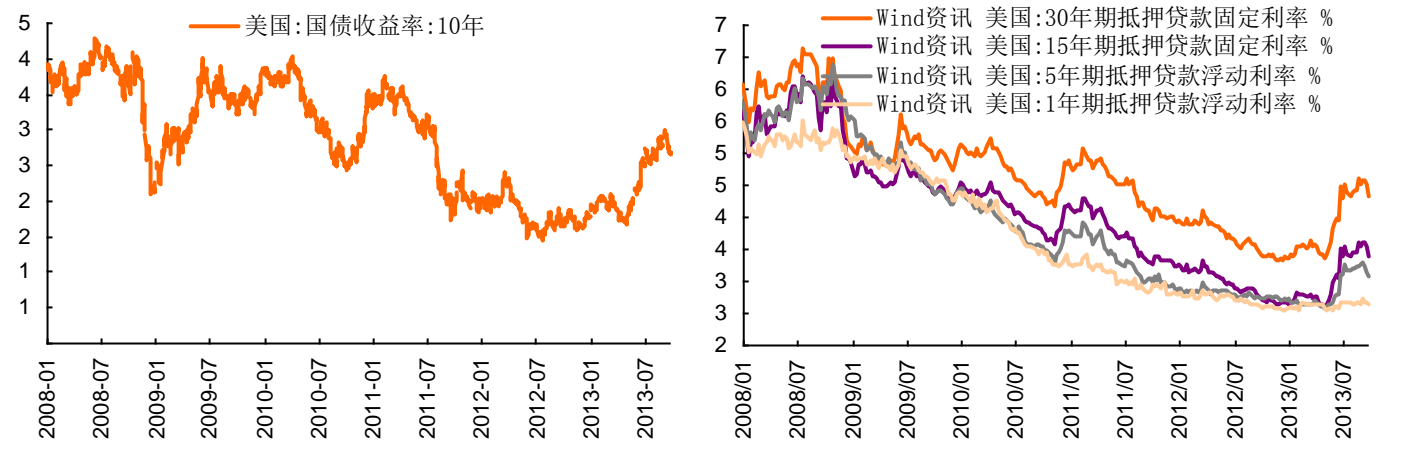
2、美联储与市场博弈: QE 退出短期或陷入死循环

9月18日, 美联储宣布继续维持QE规模不变, 是否缩减QE仍需要进一步等待经济数据改善, 这令市场颇感意外。实际上, 在今年7-8月份伯南克在“百年美联储演讲”与“半年度国会证辞”中均已经提到, 未来美国货币政策的取向主要依据经济数据而定。尽管如此, 但市场对QE退出预期并没有因此而改变, 市场坚定地认为美国退出QE已经是板上钉钉的事情。

6月份美联储货币纪要显示: 大部分委员支持在今年晚些时候(预计四季度)根据就业市场状况开始缩减QE规模, 当失业率降至7.0%以下时, 美联储预计将结束QE; 在失业率降至6.5%之前的相当长一段时间内, 美联储将继续维持当前利率水平。

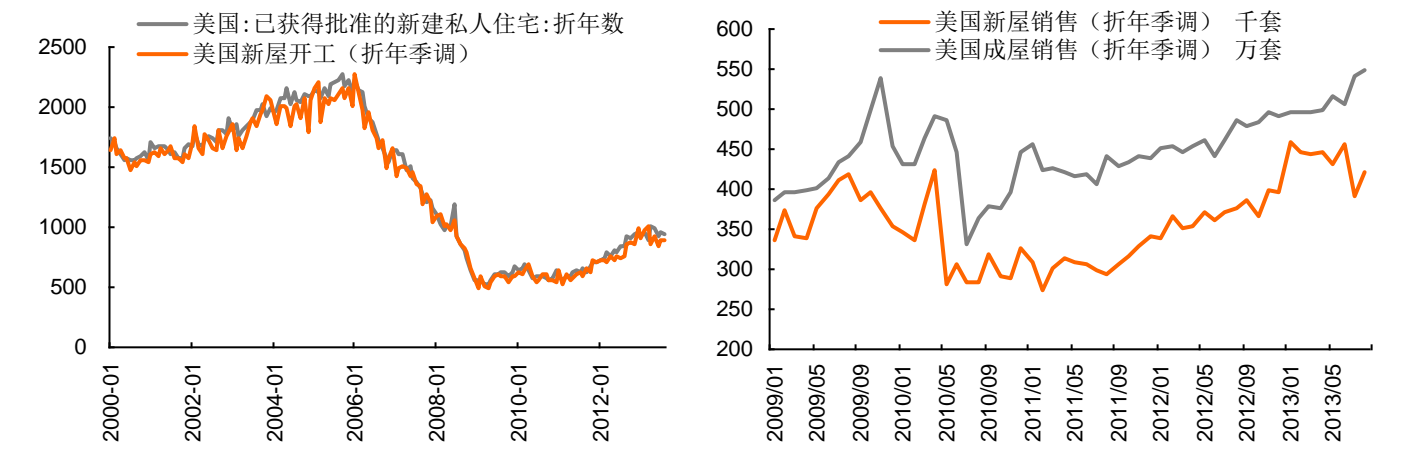
这是美联储当时给出最为清晰与肯定的QE退出门槛与加息条件。尽管美国7-8月份新增非农就业数据不甚理想, 但毕竟美国失业率已经连续下降至7.3%水平, 这距离7.0%的QE退出门槛已经十分接近, 因此, 市场预期美联储将开始缩减QE也是合情合理的。倘若QE退出即将到来, 那意味着加息也并不遥远, 因此, 美国国债收益率自然大幅飚升, 这推升了美国抵押贷款利率, 压制了房地产行业的复苏, 间接地拖累了非农就业数据的改善。

图1-3: 受QE退出预期影响, 美国国债收益率飙升, 抵押贷款利率也大幅上涨;但近期QE退出延期, 也一定程度上导致利率略有回落



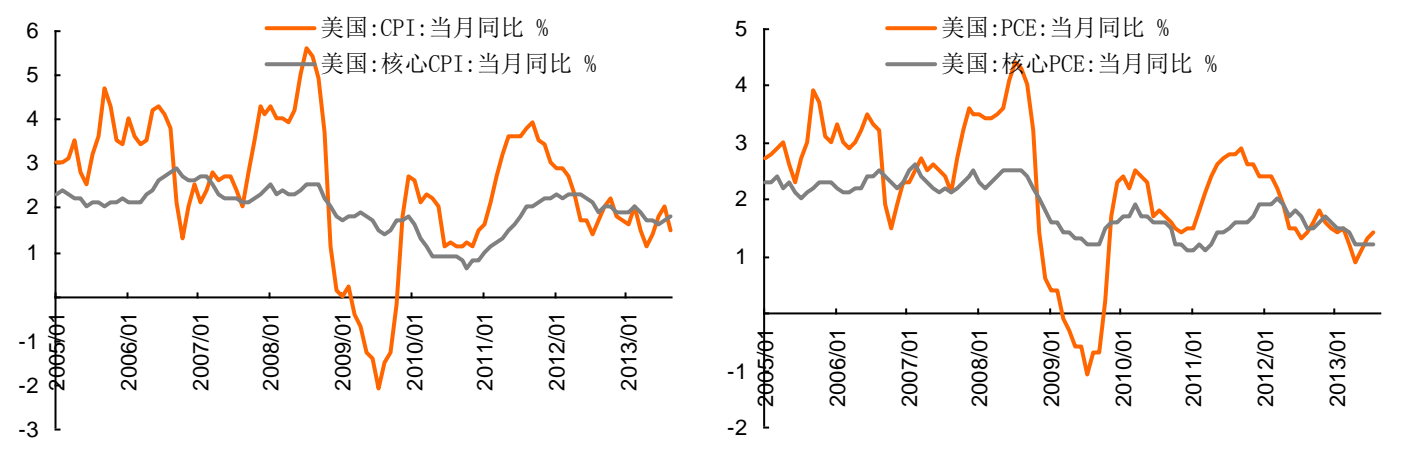
资料来源: Wind、平安期货研究所

图1-4: 抵押贷款利率上升, 美国房地产市场显然受到冲击, 新屋开工、建设许可、新屋销售均有所回落



资料来源: Wind、平安期货研究所

图1-5: 利率上升已经开始抑制投资与消费信贷, 进而打压通胀预期



资料来源: Wind、平安期货研究所

因此, 尽管美联储尚未退出 QE, 但市场已经对此提前作出了反映, 这导致美国经济数据没有达到预期的改善速度, 这反过来又限制了美联储货币政策的推进, 随着美联储延迟 QE 缩减, 市场利率又开始略有回调, 这样, 美国经济数据有可能出现一定的

改善，在数据改善的基础上，QE 退出预期又开始升温。如此循环往复，美联储在 QE 缩减问题上出现了“经济数据与货币政策相互拖累”的矛盾循环。在美联储与市场博弈的过程中，QE 退出短期或陷入“死循环”。

3、内生增长终将改善经济数据，QE 退出是必然

由于美联储与市场在货币政策与经济数据之间来回博弈，美国 QE 退出或陷入“经济数据与货币政策相互拖累”的矛盾循环中，我们预期 QE 缩减在 10 月底依旧有延迟的可能，但如果从中长期来看，美国内生经济增长动力依旧充足，就业市场短期的波动并未改变失业率逐步下降的客观事实，因此，美国终将退出 QE，并逐步加息。但考虑到美国失业率下降是建立在劳动参与率下降的基础之上，因此，美联储极有可能下调 QE 退出的失业率门槛，对此，投资者应该保持足够的谨慎。

二、板块解析

黄金——美国 QE 退出尚待观察，黄金获得短暂喘息，后市维持看空：本月初，美国劳工部公布数据显示，失业率降至 7.3%，但新增非农数据并不理想，失业率的下降更多是由部分劳动力放弃寻找工作所致。另外，美国核心通胀持续低于长期目标值。这使得美联储维持当前 QE 规模不变获得更多数据支持。

9 月中旬，美联储延迟缩减 QE，黄金价格最高反弹至 1391 美元/盎司，但随后市场回归理性，更多投资者认识到美联储为了维持信誉和政策持续性，在未来几个月内缩减 QE 规模仍旧是大概率事件，在 10 月底美联储货币政策前，黄金维持在 1300-1400 美元/盎司窄幅震荡可能性较大。

此前，我们在周度报告中也多次强调，美联储延迟 QE 的概率正在大幅上升；但与此同时，我们也看到美联储削减 QE，并最终上调联邦基准利率必然要发生，因此，我们建议投资者短期逢高轻仓尝试性空单交易，而战略性空单则继续持有。目前，美国经济形势并没有发生根本性改变，我们依旧维持此前观点。尽管 9 月份美联储没有缩减 QE，但我们仍旧预期 11-12 月开始缩减 QE 仍旧是大概率，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：黄金专题跟踪报告：《需求续降，熊市格局未变》-专题研究-2013.09.24

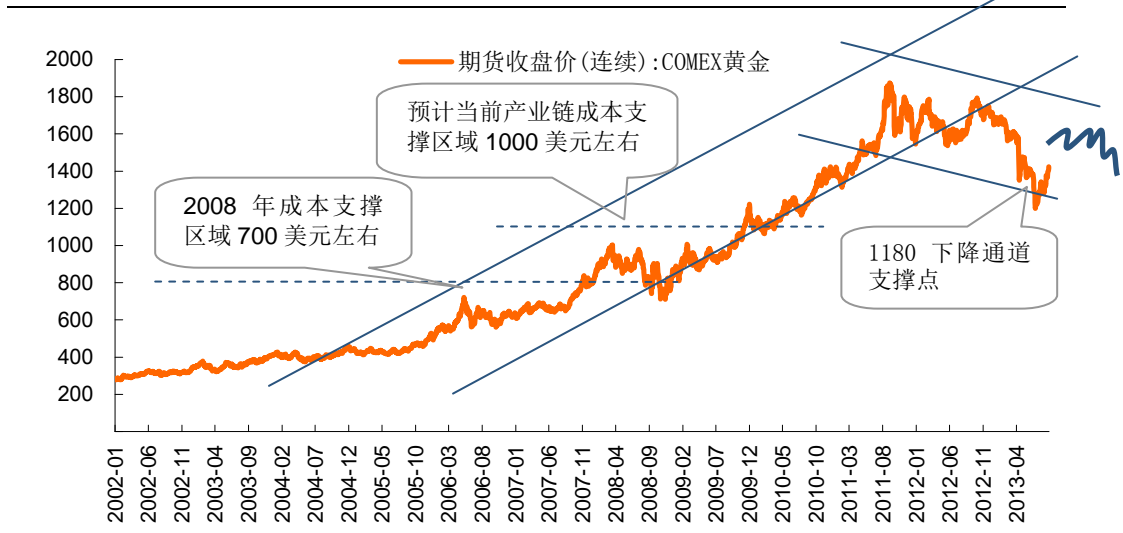
1、“高级别反弹”接近尾声

在今年 5 月份的报告（《告别黄金神话》）中，我们认为黄金价格跌至 1200 美元/盎司一线，将获得强劲反弹，反弹高度可能达到 1500-1550 美元/盎司。截止报告收稿时（9 月 24 日），黄金最高价反弹至 1430 美元/盎司，已经基本上兑现了此前我们的预判。

由于美联储 9 月份并未开始缩减 QE 规模，而叙利亚紧张局势随时都有可能恶化，这都可能导致短期黄金价格再度反弹。但这两者大因素并不构成长期利多。从美国经济情况来看，即便短期美国经济复苏趋缓，但随着失业率下降与通胀率缓慢回升，美

联储终将退出 QE。由于美俄对叙利亚化学武器基本达成协议，因此，叙利亚局势相对稳定，即便叙利亚局势突然恶化，那么由于现代战争持续时间较短，对黄金价格仅有短期的影响。因此，我们认为，黄金“高级别反弹”已经接近尾声，反弹周期的结束时点取决于美联储何时开始缩减 QE。

图3-1：黄金跌至1180美元/盎司后，开启一段涨幅超20%的高级别反弹



资料来源: wind、平安期货研究所

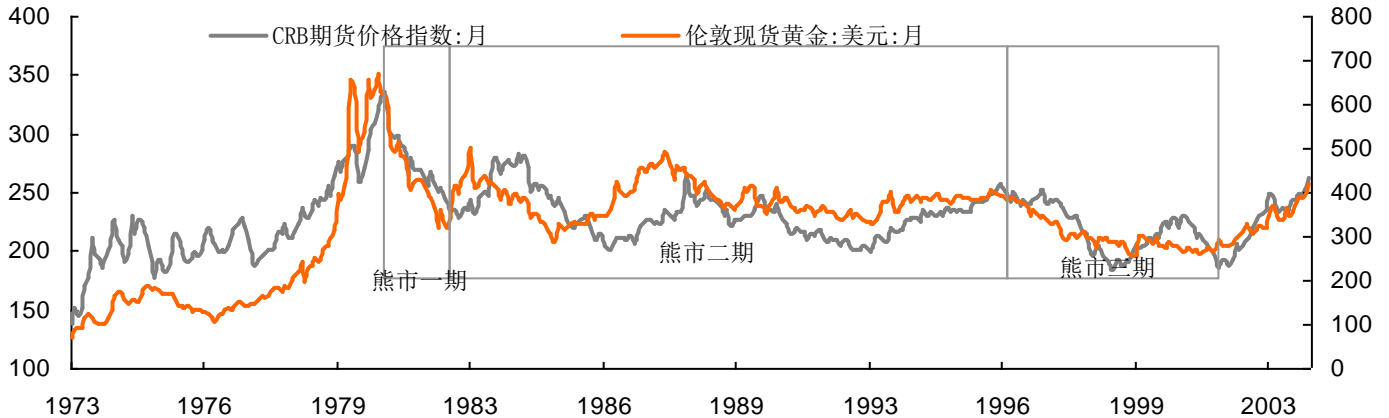
2、“熊二将启”，维持战略看空

从全球宏观经济前景来看，美国经济稳步复苏，继续发挥全球经济的引擎与领头羊角色，欧元区还处于筑底企稳阶段，而新兴经济体正面临逐步衰退风险，因此，其他货币资产贬值风险依旧较大，而美元资产逐步走强是大概率事件，中长期来看，美元将展开新一轮的牛市，这就意味着黄金即将面临一波漫长的调整。

从美国货币政策来看，随着失业率逐步回落，美联储即将缩减 QE 并最终退出 QE，并且在不远的将来将逐步上调联邦基准利率，这也意味着美元资产收益率要高于其他货币资产，因此，美元回流美国不可避免，大宗商品面临“失血”风险，全球通胀率可能维持较长的低水位，黄金对冲通胀的职能也将被削弱，从而，黄金的投资需求将大幅回落，因此，黄金中长期熊市格局依旧未变。

从黄金牛市与熊市周期来看，历史总是惊人相似，我们对比了 1970 年来 2 次黄金牛市与熊市周期转换，牛市部分走势异常相似。同时我们认为，黄金有可能复制 1970-2002 年的熊市行情，在一波短暂的高级别反弹后，黄金将迈入漫长的熊市二期阶段，这与我们此前的报告观点依旧一致。

图3-2:黄金与CRB指数相关性非常高,80年代熊市二期呈现跨越时间漫长、升短跌长、阴阴缓跌的特征



资料来源: wind、平安期货研究所

图3-3: 黄金高级别反弹后, 将重归熊市, 进入漫长的熊市二期



资料来源: wind、平安期货研究所

铜——期铜反弹难持久, 短期宏观因素是关键

行情回顾: 上周, 期铜表现坚挺, 在股指期货大幅下跌的情况下并未收到波及。上周美联储并没有开始缩减 QE, 而是维持当前 QE 政策不变, 这导致美元指数持续低位, 短期而言, 利好商品期货。另外, 近期 LME 铜库存出现了较大回落, 这也是外盘伦铜坚挺的原因。因此, 预期 9 月份中国精炼铜进口数据将有所回升。

宏观基本面: 今年 3 季度中国宏观经济数据表现抢眼, 这是导致铜价相对坚挺的另一因素。但这仅仅是同比数据, 由于去年第三季度经济数据最为糟糕, 因此今年第三季度经济同比数据靓丽更多是统计因素导致。近期房地产市场异常火爆, 其程度甚至超过了 2009 年, 倘若房价继续暴涨, 则必然进一步绑架中国经济。本届政府多次强调调结构, 而当前我们观察到的依旧是之前的“铁公基”与房地产投资力挺中国经济增长, 因此, 后市出台行政性或法律性的房地产调控政策可能性正在上升, 这实际上也将削弱中国对铜的需求。

行业基本面: 从下游生产角度来说, 第四季是一般是生产的相对淡季, 因此需求

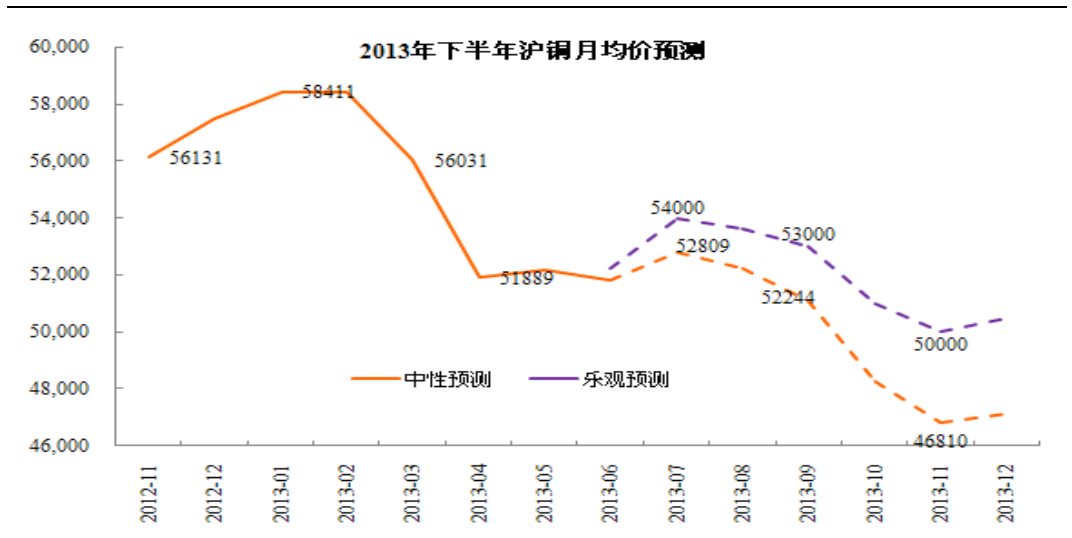
相对偏弱。从保税区铜溢价来看，本周铜溢价继续回落，已经从6-7月份的220美元/吨，降至185美元/吨，这也印证了下游补库存已经基本接近尾声，不仅如此，铜精矿供给宽松，最近2个月，精炼铜加工费TC/RC已经由72/7.2美元/吨上升至92/9.2美元/吨，市场甚至预期不久将升至100/10美元/吨上方。因此，从中期来看，投资者宜空不宜多，轻仓尝试。

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。（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

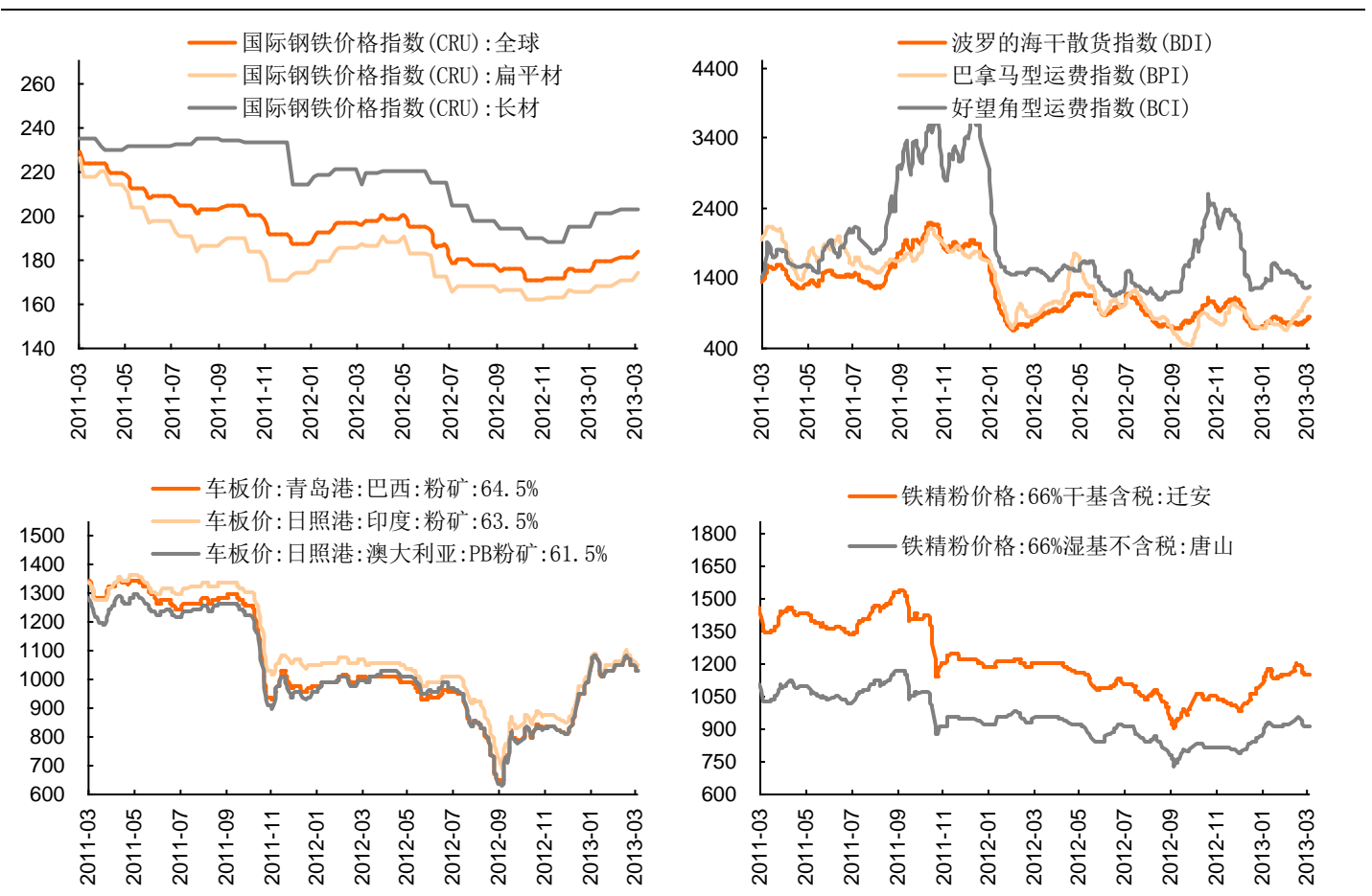
螺纹钢——弱势钢价，继续下行。上周螺纹钢期货走势继续小幅下挫，周线收出中阴线，连续第五周收出中阴线，周线观察螺纹钢指数依然在下降趋势中。

从基本面来看，9月中旬全国粗钢日产量214.35万吨环比增0.68%，幅度不大但连续2旬小幅增长。从历史和当前的情况来看，已经处于高位水平的产量在4季度继续大幅上升的可能性不大，同时产业链各环节库存也不算高。基本面乏善可陈，我们

预计短期钢价继续弱势调整。原材料方面，在钢厂节前备货的情况下，本周进口矿港口库存环比上升44万吨，可能与近两周矿石到港量较高有关。

就交易而言，结合基本面与技术面分析，黑色产业链上涨乏力，短期内偏空操作。
(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

豆类油脂——美豆受技术性卖盘和季节性收割压力影响大幅下行。弱势格局明显。分析机构INFORMA上调2014年美国大豆种植面积。天气方面也无较大利好因素。短期美豆或将继续震荡下行，等待利好消息提振。国内方面，预计将跟随美豆市场回调。操作上，豆粕多单可逢急跌加仓持有。买豆粕抛豆油套利可继续持有。(丁红)

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。

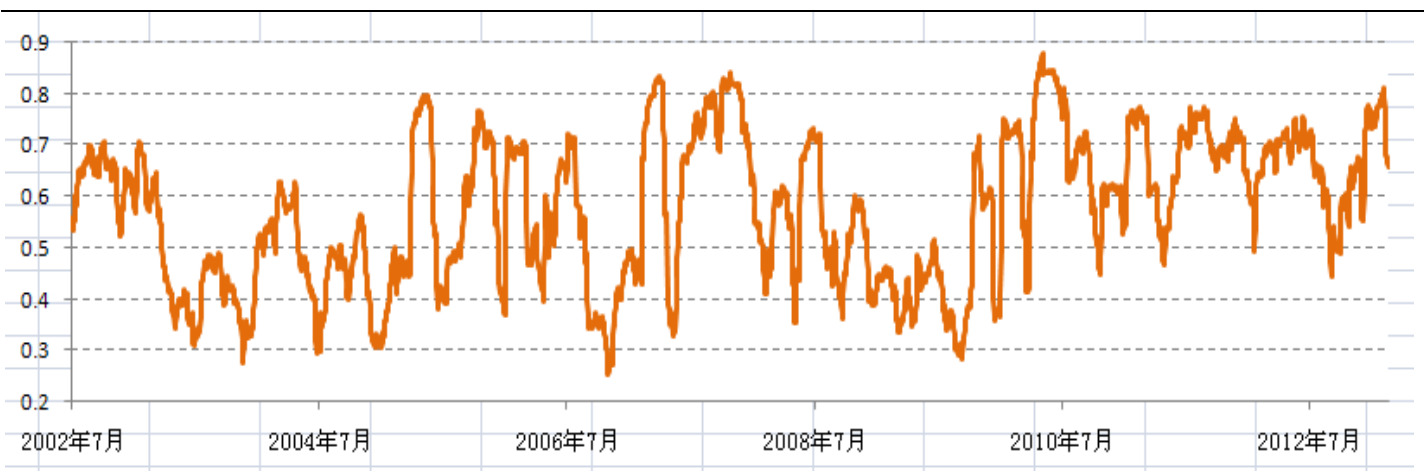
商品将更多反映自身基本面因素。目前商品市场与股指走势开始出现背离，反映出商品市场更多受自身基本面因素影响。我们认为未来这一模式可能延续，鉴于中国经济在商品市场中的地位，预计商品市场更多反映中国经济调整、转型的风险。

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 0	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 DAX指数	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 恒指	-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 沪深300	-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 RJ/CRB	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 LME铜	-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 WTI原油	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 伦敦金	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 东京胶	-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 CBOT大豆	-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 CBOT玉米	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 美元指数	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 欧元	-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 日元	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 美国债	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 VIX	-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

继续看空金银比值

8月中旬，我们在周报“品种前瞻”栏目中看空金银比值。截止上周，金银比值为62.05，低于8月初的最高值67.28，与8月中旬比值持平。最近2周金银比值回升主要受叙利亚局势紧张以及美联储暂缓退出QE所致。尽管短期来看，美联储依旧有可能维持当前QE政策不变，但未来美国退出QE是必然，因此，后市贵金属将继续回落，金银比值也将逐渐回落。此前判断的逻辑依旧未变。对冲策略可以考虑空黄金、多白银组合。

1、货币金融属性与商品属性的差异，决定了金银比值的不稳定性

黄金和白银同属于贵金属，过去都是货币的共同载体，尽管黄金价值要远高于白银，但由于黄金供给过于有限，不利于经济发展，因此，白银作为“辅币”的历史也与黄金一样久远，在中国等亚洲地区，白银还曾一直处于主要流通货币地位。随着资本主义时代的来临，金属作为货币已经不能满足经济发展的需要，黄金和白银也逐渐退出“通货”的历史舞台。

尽管黄金和白银已经不再是货币，但其货币五大职能（价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏职能、世界货币）中价值尺度和贮藏手段职能依旧存在，这使得黄金和白银均具有“贵金属”特征，即同时兼有部分货币金融属性与商品属性。

从货币金融属性上看，由于在地壳中黄金比白银更为稀缺，这决定了黄金的价值也远高于白银，在贵金属受追捧的不同周期里，由于黄金和白银的稀缺性以及历史上货币属性不同，金银比值常常发生剧烈变化。从商品属性来看，白银工业用途要多于黄金，因此白银的工业属性要强于黄金，从而使得白银在下跌周期中，工业需求支撑更为显著，这同样使得金银比值更富于变化。

2、金银比值的周期与规律

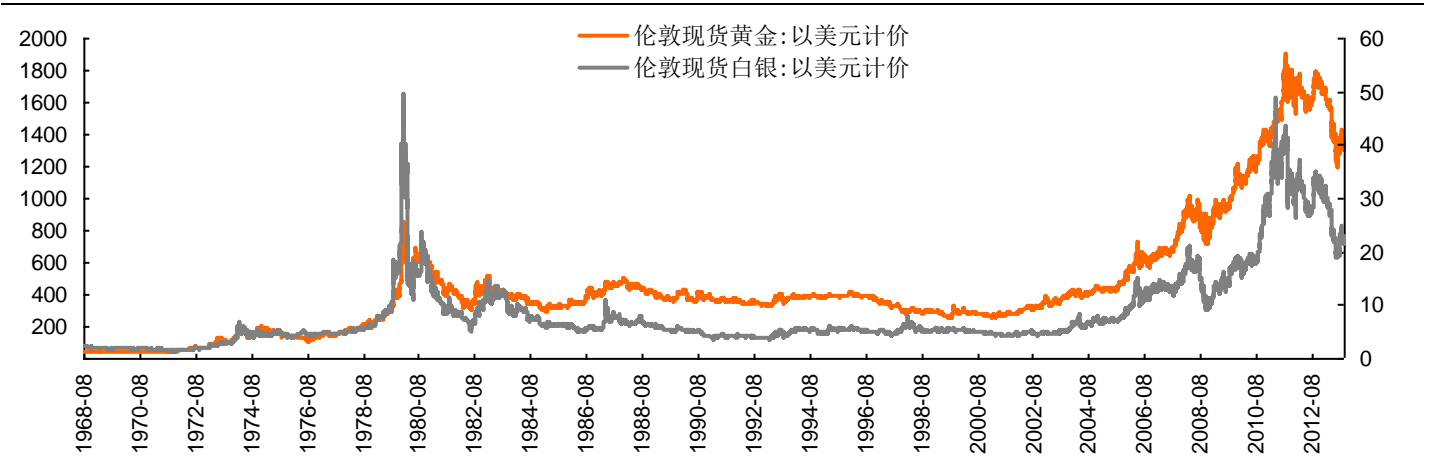
我们研究发现，在贵金属上涨周期的前半期（温和上涨阶段），投资者对“投资”与“投机”需求才刚开始，黄金依旧能够满足投资者的需求，黄金的涨幅会高于白银，从而，金银比值逐渐上升；当贵金属发展至上涨的后半期（狂热上涨阶段），投资者对于贵金属的“投资”与“投机”需求更高，这使得黄金不能满足市场需求，进而大量投资者买入白银作为黄金的替代品，这使得白银涨幅要高于黄金，从而，金银比值逐渐回落。

相反，在贵金属下跌的前半期（恐慌下跌阶段），投资者已经意识到泡沫化较为严重，而白银作为“更贱”的金属，其价值含量相对较低，首先成为抛售的对象，白银跌幅大于黄金，从而金银比值上升；当贵金属行情发展至下跌周期的后半期（缓慢下跌阶段），由于白银的工业属性更强，并且长期的熊市使得投资者对黄金的热情也降温，白银变得相对抗跌，而黄金表现则更弱，从而金银比值有回落趋势。

金银比值强弱关系贯穿在贵金属上涨和下跌的每个阶段，从而这使得金银比值周

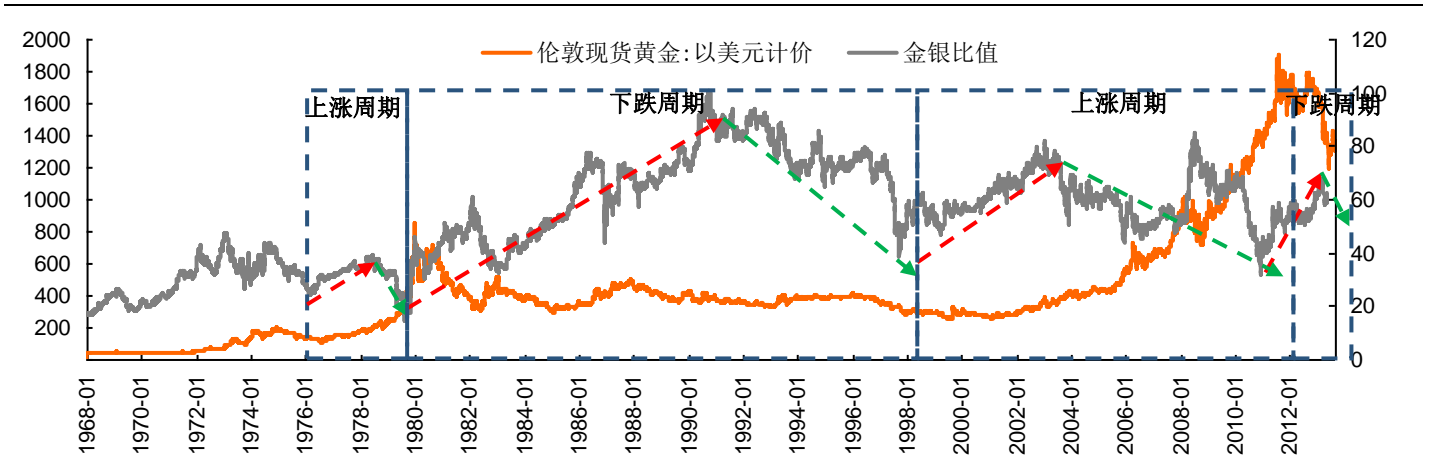
期要短于贵金属周期。在过去的历史行情里，可以得到验证。

图4-2:1968年以来，黄金与白银的走势



资料来源:wind、平安期货研究所

图4-2:在贵金属上涨周期中，金银比值先升后降；在贵金属下跌周期中，金银比值同样先升后降



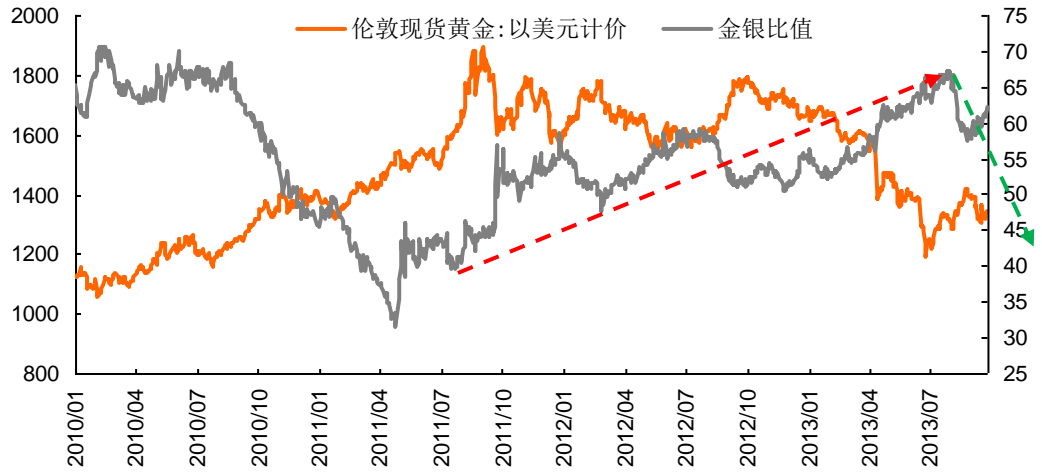
资料来源:wind、平安期货研究所

3、贵金属进入漫长熊市二期，金银比值冲高回落

我们在黄金跟踪报告中¹，由于美国 QE 退出在即，美国最终将进入漫长的加息周期，黄金将进入漫长的“熊市二期”，金银比值也冲高后将继续下跌，回归均值。对冲操作上，可尝试空黄金与多白银的套利组合，目前金银比值已经从 8 月初的最高点 67 跌至 62，跌幅达到 7.46%，最低曾跌至 57，近期金银比值反弹主要是受近期 QE 延迟所致。随着熊市二期的展开，我们预计金银比值最终将回归至 45-50 的长期均值区间。投资者可尝试按金银比值多白银、空黄金的套利对冲组合。

¹ 具体可参考：《需求续降，熊市格局未变》—专题研究—平安期货 2013.09.24

图4-3: 金银比值已然见顶，8月跌幅达到14.93%，预计将继续回落

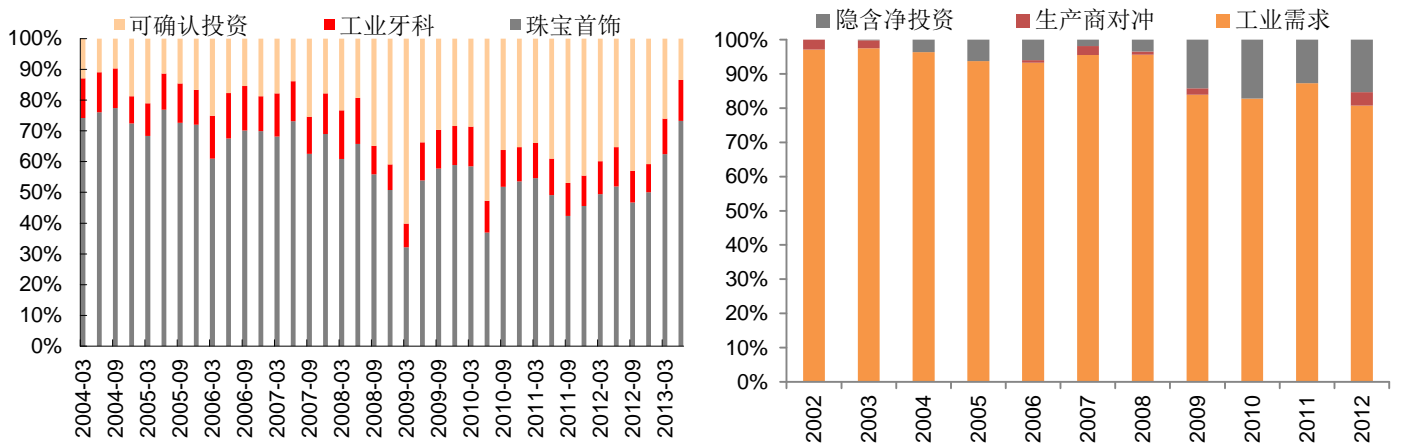


资料来源：Wind、平安期货研究所

我们继续看空后市金银比值的主要理由有：

- 第一，经过2年的“挤泡沫”过程，目前白银的泡沫程度已经大幅下降，金银比值因此已经处于历史相对高位，上升空间非常有限；
- 第二，随着黄金进入漫长的“熊市二期”，贵金属的投资热情将逐渐降温。由于黄金投资需求比例大于白银，因而，黄金的跌幅也将大于白银；
- 第三，与黄金相比，白银的货币属性更弱，但商品属性更强，尤其是白银工业用途广泛，随着白银价格的下跌，白银工业需求将因成本下降而增加，因而，白银比黄金更为抗跌。

图4-4:黄金工业需求不足10%，考虑珠宝首饰需求也仅60%；而白银工业需求始终达到80%以上



资料来源：Wind、平安期货研究所

五、数据备忘

汇丰中国 PMI 初值 51.2

9月汇丰中国制造业 PMI 初值 51.2，创 6 个月新高，预期 50.9，前值 50.1；PMI 数据显示除就业下降外各部门数据均有所上升。8 月中国规模以上工业企业实现利润增速比 7 月提高 12.6 个百分点，达到 4831.7 亿元，比去年同期增长 24.2%，其中主营业务利润 4453.9 亿元，比去年同期增长 4%，增速比 7 月份提高 2.2 个百分点。

美国第二季度 GDP 环比增长终值为 2.5%，预期 2.6%，8 月公布的修正值为 2.5%，二季度 GDP 增长初值为 1.7%。二季度 PCE 持平前值，仍为 1.8%。美联储的通胀目标为 2%，作为美联储常用参考指标，PCE 显示目前通胀上升乏力。

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
2013-9-23	中国	汇丰 PMI (预览) 2013/09	51.2	50.1	47.9
2013-9-27	中国	工业企业利润: 累计同比 (%) 2013/08	12.8	11.1	-3.1
2013-9-25	美国	新房销售: 环比 (%) 2013/08	8	-14.1	1.4
2013-9-25	美国	耐用品: 新增订单 (百万美元) 2013/08	223,156.00	206,172.00	203,101.00
2013-9-26	美国	成屋签约销售指数 (2001 年=100) 2013/08	107.7	109.4	101.8
2013-9-26	美国	营建许可: 私人住宅 (修正) (千套) 2013/08	85.2	88.1	80
2013-9-26	美国	GDP (终值): 环比折年率 (%) 2013/06	3.1	2.8	3
2013-9-27	美国	核心 PCE 物价指数: 同比 (%) 2013/08	1.2	1.1	1.5
2013-9-27	美国	密歇根消费者信心指数 (修正) 2013/09	77.5	82.1	78.3

资料来源: Wind、平安期货研究所

关注美国 9 月非农和中欧美 PMI

下周国际市场公布的数据可谓重磅云集，最为重要的当属 9 月非农数据，此外中欧美的制造业 PMI 数据也会先后公布，需要着意关注。(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
2013-9-30	中国	汇丰 PMI 2013/09	--	50.1	47.9
2013-10-1	中国	PMI 2013/09	--	51	49.8
2013-10-1	欧盟	法国: 制造业 PMI 2013/09	--	49.7	42.7
2013-10-1	欧盟	德国: 制造业 PMI 2013/09	--	51.8	47.4
2013-10-1	欧盟	欧元区: 制造业 PMI 2013/09	--	51.4	46.1
2013-10-1	美国	制造业 PMI 2013/09	--	55.7	51.6
2013-10-2	美国	ADP 就业人数: 环比: 季调 (%) 2013/09	--	0.2	0.1
2013-10-4	美国	制造业新增就业人数: 季调 (千人) 2013/09	--	14	-18
2013-10-4	美国	失业率: 季调 (%) 2013/09	--	7.3	7.8

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>