

美联储会议前，黄金波动加剧

内容摘要

热点聚焦：美联储会议前，黄金波动加剧：上周公布的美国7月新屋开工、营建许可以及消费者信心等数据低于市场预期，从而市场对美联储何时削减QE分歧有所加大，美元指数大幅回落，黄金因此延续强势反弹行情。

从当前黄金走势来看，已经对9月削减QE与延迟削减QE都已经有了较为充分的反映。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，市场对美联储是否宣布削减QE的争论将更为激烈，因此，美国8月经济数据异常关键，也容易被市场过度解读，黄金短线波动率将大幅飙升。

每周策略：乌龙指与黑天鹅：对于市场的看法，我们之前持有的是相对乐观的看法。原因是全球经济持续复苏带来市场信心的恢复。这点从美元、美国的国债、全球的股市以及商品市场的相互印证就可以看出一个大概。而这波短暂的经济复苏可能仍要持续一段时间，对于中国而言内忧外患也在减轻，市场也明显企稳。但是光大市场这个黑天鹅却可能使市场刚刚建立的信心消失殆尽。我们目前仍无法评估光大事件对市场带来的冲击，因此对于市场操作，我们建议还是谨慎为上，方向方面我们更倾向于空头。

品种前瞻：金银比值上升空间相对有限。从2011年9月份开始计算，金银跌幅最高分别达38.61%与62.63%，金银比值也从最低31.53上涨至67.28。但我们预期，后市贵金属将进入相对更缓慢的下跌周期。由于白银工业属性较强，白银或相对抗跌，金银比值有望冲高回落。从近期来看，金银比值上升空间有限，未来将逐步回落。

✉: 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、中国7月经济数据回升——商品E周刊(第89期)

2013.08.12

谨慎对待QE延迟风险——商品E周刊(第88期)

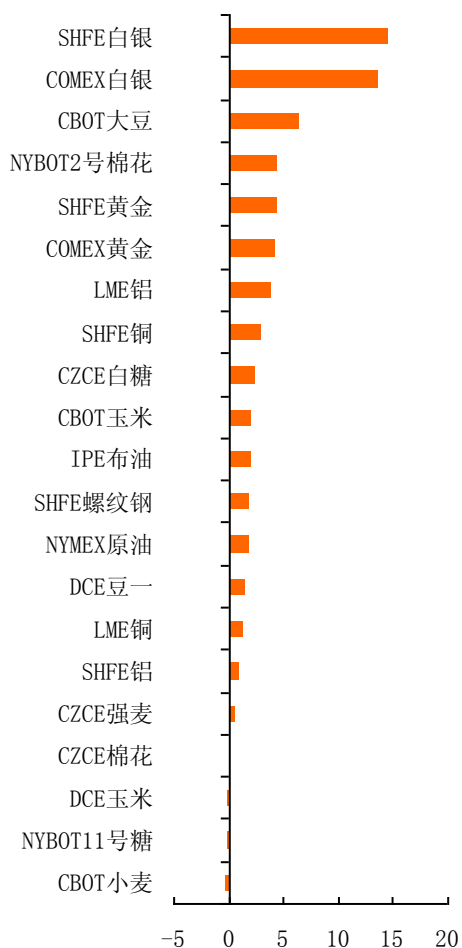
2013.08.05

2、全球经济逆分化，商品牛市渐入尾声——商品E周刊(第87期)

2013.07.29

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

目录	2
一、热点聚焦.....	3
二、每周策略.....	7
三、板块解析.....	8
四、数据监测.....	12
五、品种前瞻.....	13
六、数据备忘.....	16

一、热点聚焦

美联储会议前，黄金波动加剧

上周公布的美国7月新屋开工、营建许可以及消费者信心等数据低于市场预期，从而市场对美联储何时削减QE分歧有所加大，美元指数大幅回落，黄金因此延续强势反弹行情，上周COMEX黄金报收于1375美元/盎司，周累计涨幅达4.79%。

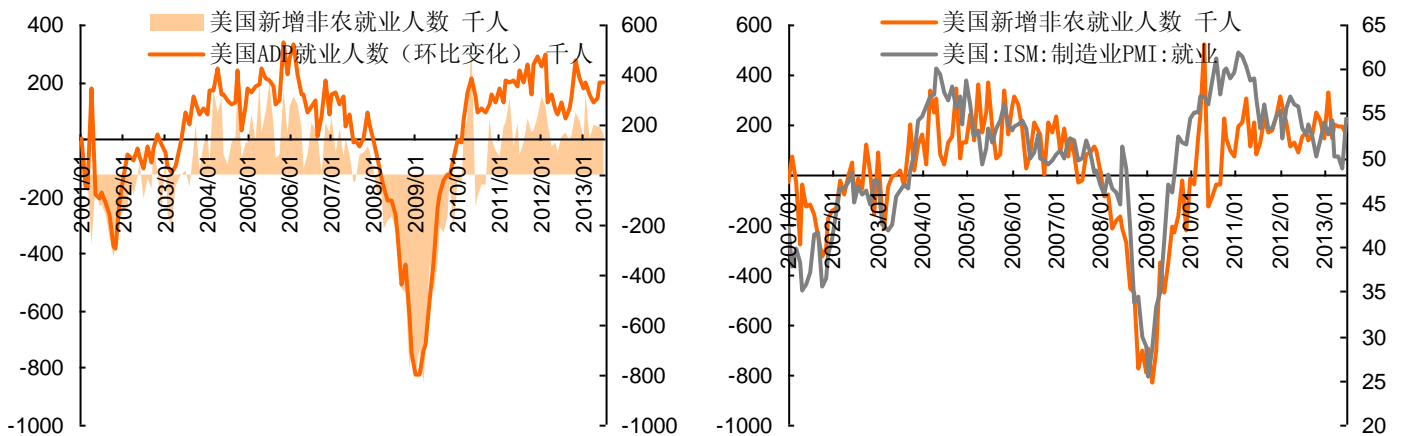
但从当前黄金走势来看，已经对9月削减QE与延迟削减QE都已经有了较为充分的反映。随着9月中旬（9月17-18日）美联储利率决议与伯南克新闻发布会的临近，市场对美联储是否宣布削减QE的争论将更为激烈，因此，美国8月经济数据异常关键，也容易被市场过度解读，黄金短线波动率将大幅飙升，连续反弹后，短期来看，多空方向性并不明朗，因此，投资者仓位不宜过高。

1、美国就业市场持续改善

本月初，美国劳工部公布数据显示，美国7月非农就业增加16.2万人，低于预期值18.5万人，前值也从增加19.5万人修正为增加18.8万人。美国7月失业率降至7.4%，低于预期值7.5%与前值7.6%，7月7.4%的失业率为2008年12月以来最低。新增非农就业人数不及预期，但失业率好于预期，这主要是因为劳动参与率由6月份的63.5%降至63.4%所致。但7月美国ADP私人新增就业人数却达到20万，高于市场预期值18.5万。

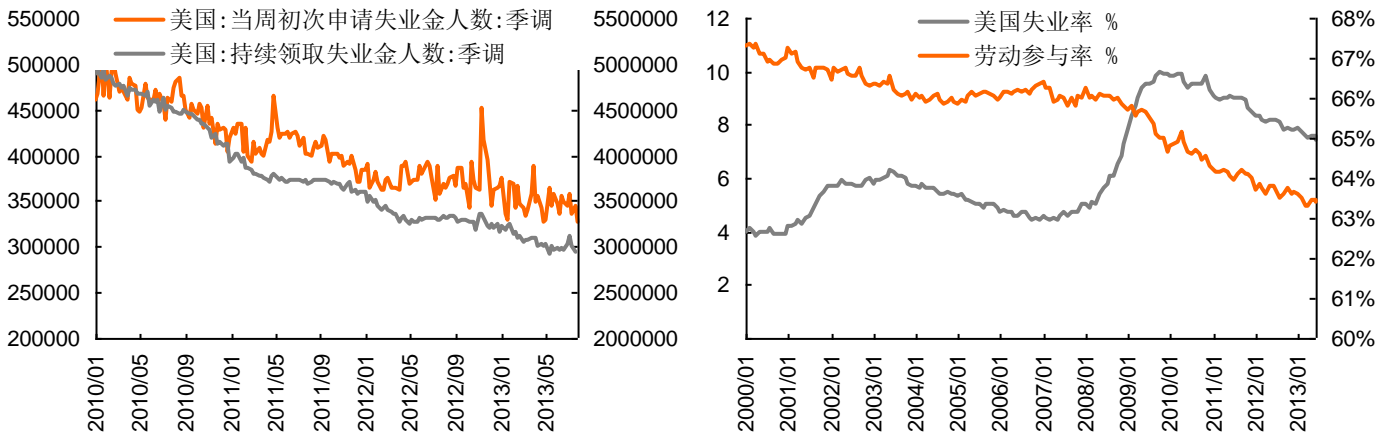
尽管各个月份就业市场数据略有差异，与预期值也并不十分吻合，但从非农就业、ADP私人就业、ISM制造业PMI就业分类指数、美国申请失业救济金人数以及美国失业率来看，实际上，美国就业市场依旧持续改善，这主要归功于美国经济依旧持续复苏。

图1-1：美国新增非农就业人数与ADP私人就业人数均处于持续改善过程中



资料来源:wind、平安期货研究所

图1-2: 美国申请失业救济人数持续下降, 这与美国失业率持续改善相符%



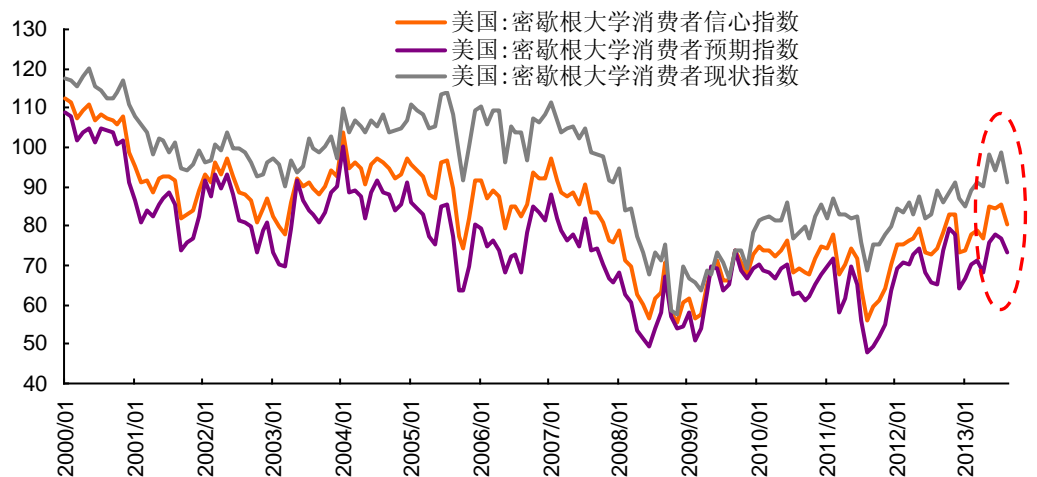
资料来源:wind、平安期货研究所

2、美国消费与房地产喜中存忧

美国消费是 GDP 增长的主要贡献力量, 而房地产行业是就业增长的主要贡献, 因此, 这两项数据一定程度上决定了美联储未来货币政策的选择。自美联储 QE 政策开始, 美国消费情况得以好转, 而房地产行业也显露出稳定增长的迹象。

最新公布的数据显示, 8 月美国密歇根大学消费者信心指数初值为 80, 低于预期值 85.2 与前值 85.1, 预期指数为 72.9, 低于前值 76.5; 现状指数为 91, 低于前值 98.60。美国消费者信心指数从近 6 年的高位开始回落, 这意味着投资者对未来通胀回升的担忧开始影响当下消费决策。

图1-3:8月美国消费者信心指数高位回落

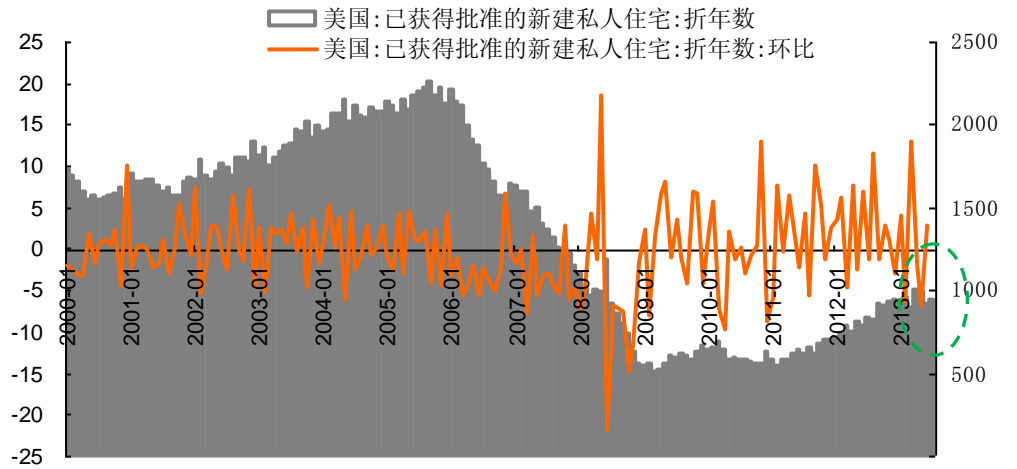


资料来源: wind、平安期货研究所

上周公布的数据显示, 7 月美国营建许可年化 94.3 万, 略低于预期值 94.5 万, 但好于前值 91.8 万; 7 月美国新屋开工年化 89.6 万户, 低于预期值 90 万户, 好于前值 83.6 万户。自 2009 年以来, 美国房地产行业持续复苏, 提供了大量新增就业岗位, 但这一良好趋势能否持续延续下去还有待观察。由于远期美联储必然退出 QE 政策, 并且可能上调联邦基准利率, 这使得房地产行业贷款利率上行, 这可能抑制部分购房需求, 从而可能影响美国房地产投资的增长。但倘若美国其他行业稳健复苏, 不仅可以

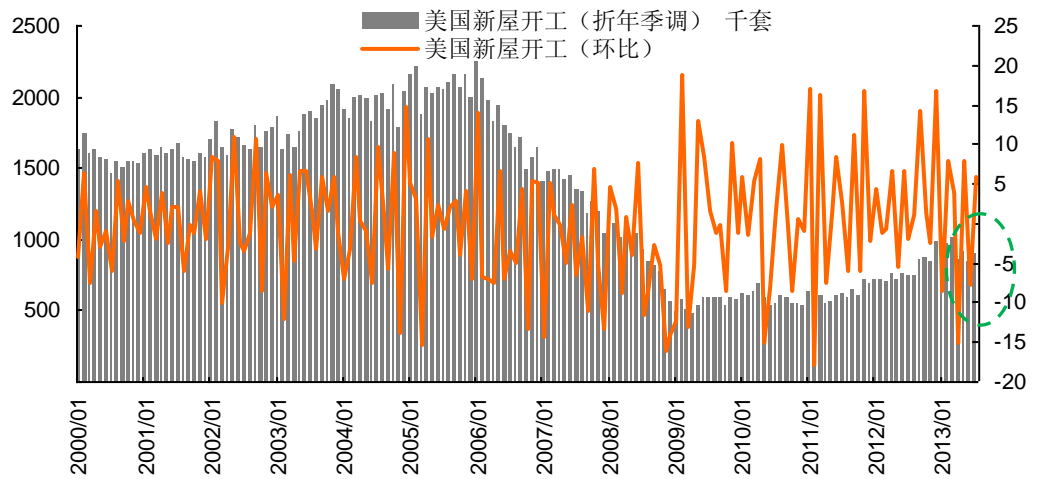
提供更多就业岗位，而且也可能使得购房需求得以保持继续增长。

图1-4:7月美国营建许可年化94.3万，略低于预期值94.5万，但好于前值91.8万



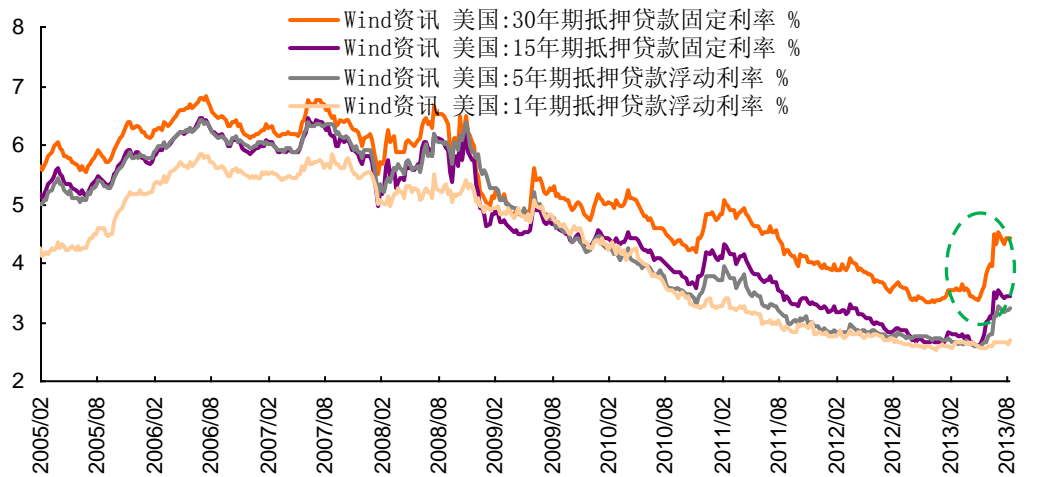
资料来源: wind、平安期货研究所

图1-5:7月美国新屋开工年化89.6万户，低于预期值90万户，好于前值83.6万户



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-6:美国抵押贷款利率开始走高，这对房地产行业有负面冲击

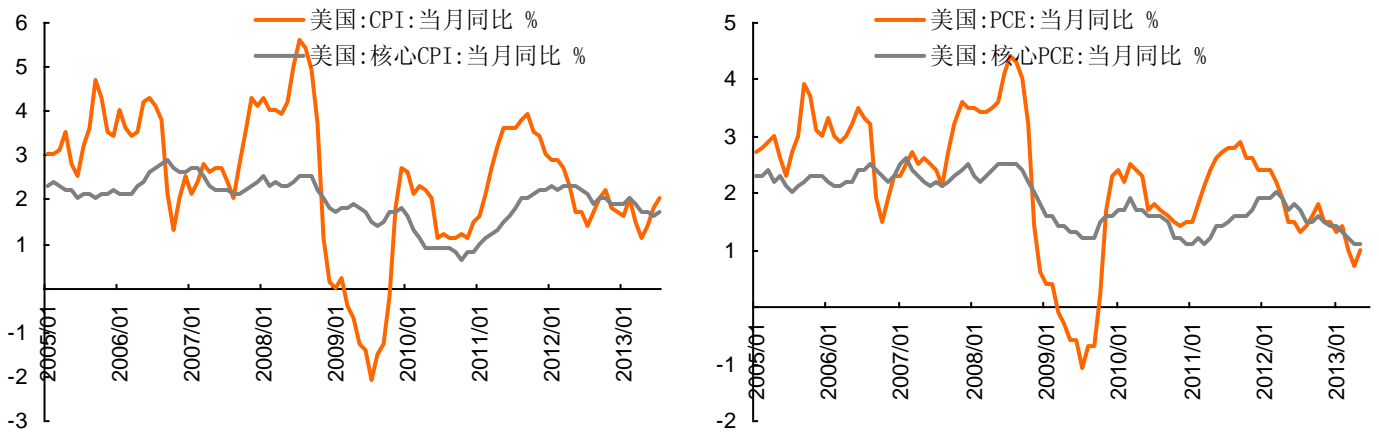


资料来源: wind、平安期货研究所

3、美国通胀依旧低于长期目标值

7月15日(上周四)美国公布数据显示:7月美国CPI环比增长0.2%,与预期相符,低于6月值(0.5%);7月CPI同比增长2%,与预期相符,高于6月值(1.8%);7月核心CPI环比增长0.2%,与预期和6月份持平;7月核心CPI同比增长1.7%,与预期值持平,高于6月值(1.6%)。从核心CPI来看,通胀正在逼近2%的长期目标值。但倘若从PCE指数与核心指数来看,还远未达到通胀目标。

图1-7: 通胀率依旧远低于美联储2%的长期目标值



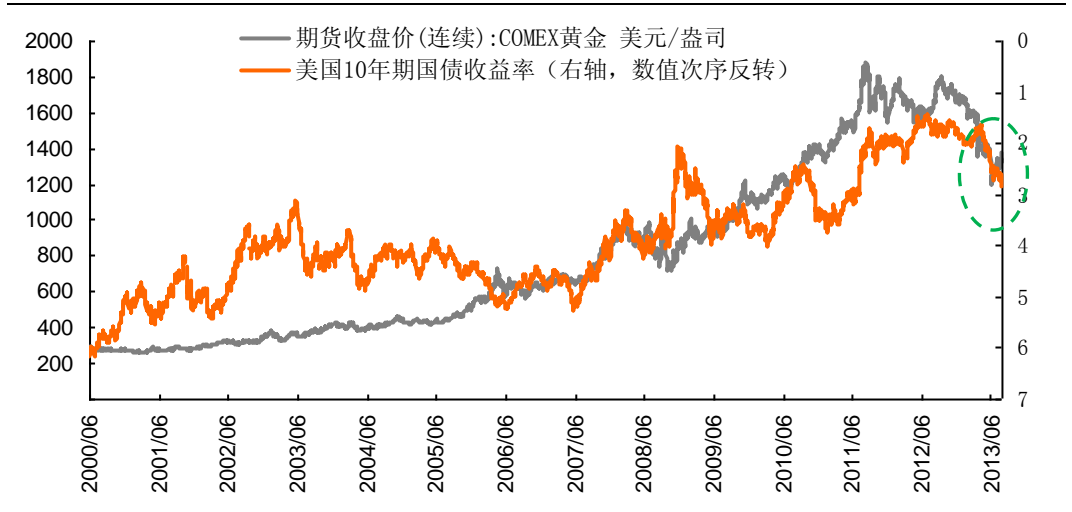
资料来源:wind、平安期货研究所

4、美国是否9月削减QE规模, 市场对此分歧加大

综上所述,上周公布的美国7月新屋开工、营建许可以及消费者信心等数据低于市场预期,市场对美联储何时削减QE分歧也有所加大,美元指数大幅回落,黄金因此延续强势反弹行情,上周COMEX黄金报收于1375美元/盎司,周累计涨幅达4.79%。

从美国当前经济数据来看,远期退出QE是无疑的,与1个月前相比,我们认为美国延迟QE的可能性有所回升,这也是黄金进一步反弹的原因。目前,黄金价格已经对9月削减QE与延迟削减QE都已经有了较为充分的反映。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,市场对美联储是否宣布削减QE的争论将更为激烈,因此,美国8月经济数据异常关键,也容易被市场过度解读,黄金短线波动率将大幅飙升,连续反弹后,短期来看,多空方向性并不明朗,因此,投资者仓位不宜过高。

图1-8:美国10年期国债收益率持续上升,中期来看,黄金依旧处于熊市之中



资料来源: wind、平安期货研究所

二、每周策略

乌龙指与黑天鹅

1、引子：乌龙指

上周国内市场平淡无奇,而周五最后一日股票市场的走势却足以让整个资本市场永远牢记这一天。上午 11:06 和 11:07 两分钟之内,沪指突然直线拉升 100 点,暴涨 5%,2 分钟内成交额约 78 亿元,多个权重股直奔涨停。但下午开市后股指大幅回落,全天收跌。盘中传言四起,最后确定是光大证券的量化交易系统模拟环境错误对接生产环境,测试中 3000 万手多单被错误的执行,而在午后光大证券为了对冲手中股票多头的风险,在期货市场又砸下 7000 余手空单,引发市场暴跌。事后证监会对光大事件定性为极端个别事件,但对光大证券采取行政监管措施,暂停相关业务,责成公司整改,进行内部责任追究。同时,中国证监会决定对光大证券正式立案调查。

市场一涨一跌之间,引发无数跟风盘爆仓。市场信心也受到重挫,股票市场的悲观情绪蔓延到商品市场。由于 816 事件发生在周五,市场可能还未完全反应其影响,预计周一开市后市场将进一步的下跌。

持续改善的全球经济

对于投资者而言,近期是喜大于忧。虽然面临美联储量化宽松退出、埃及政治危机等诸多问题,但全球经济数据却给予市场正面的刺激。美国经济的持续上升已经开始让人怀疑其稳健性,中国的经济在 7 月也似乎度过了最糟糕的时刻,从目前的情况看来正逐渐好转。连前期最为糟糕的欧洲,不但债务危机了无声响,其失业数据也不在恶化,更令人鼓舞的是 PMI 开始向上,一切都向着好的方向发展。虽然全球经济仍面临着诸多的问题,但是短期的数据似乎多多少少有点市场出清的味道。这是一个巨

古不变的真理;当事情坏道不能再坏的时候,就该向着好的方向发展了。

策略：短期市场将面临调整

对于市场的看法,我们之前持有的是相对乐观的看法。原因是全球经济持续复苏带来市场信心的恢复。这点从美元、美国的国债、全球的股市以及商品市场的相互印证就可以看出一个大概。而这波短暂的经济复苏可能仍要持续一段时间,对于中国而言内忧外患也在减轻,市场也明显企稳。但是光大市场这个黑天鹅却可能使市场刚刚建立的信心消失殆尽。我们目前仍无法评估光大事件对市场带来的冲击,因此对于市场操作,我们建议还是谨慎为上,方向方面我们更倾向于空头。

三、板块解析

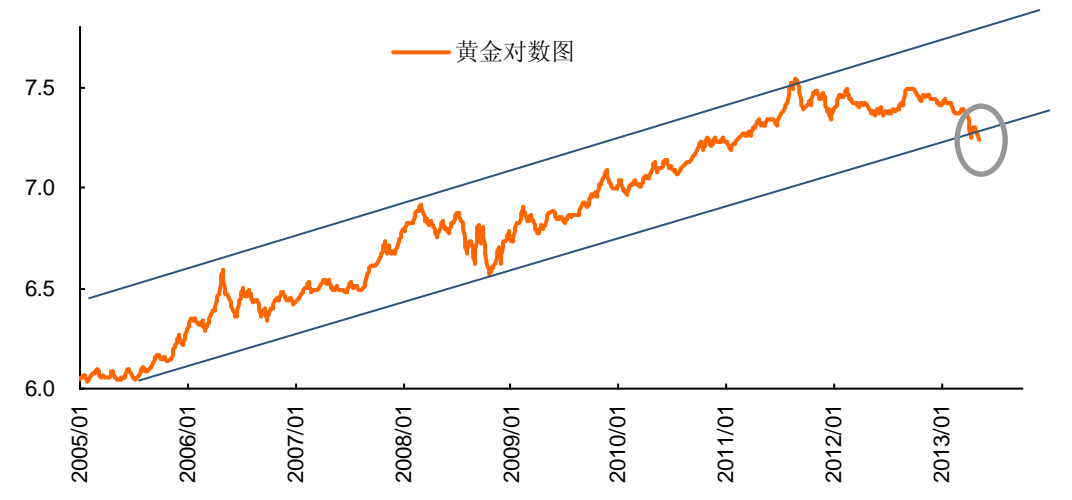
黄金——9月联储会议前,黄金波动或加剧: 上周公布的美国7月新屋开工、营建许可以及消费者信心等数据低于市场预期,市场对美联储何时削减QE分歧也有所加大,美元指数大幅回落,黄金因此延续强势反弹行情,上周COMEX黄金报收于1375美元/盎司,周累计涨幅达4.79%。

从美国当前经济数据来看,远期退出QE是无疑的,与1个月前相比,我们认为美国延迟QE的可能性有所回升,这也是黄金进一步反弹的原因。目前,黄金价格已经对9月削减QE与延迟削减QE都已经有了较为充分的反映。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,市场对美联储是否宣布削减QE的争论将更为激烈,因此,美国8月经济数据异常关键,也容易被市场过度解读,黄金短线波动率将大幅飙升,连续反弹后,短期来看,多空方向性并不明朗,因此,投资者仓位不宜过高。

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。

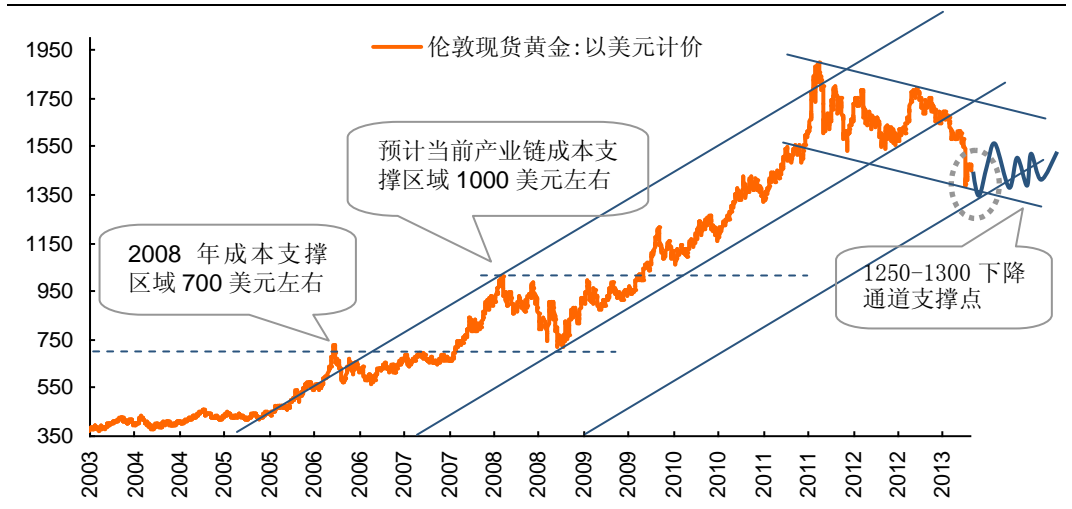
此外,上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期,其特征可能是:当一轮急促下降至一个新低点后,随后出现一轮高级反弹,并在反弹高位稳定下来,即可确已进入熊二阶段。图表2-2的下降通道区域1250-1300若得到支撑并展开大幅反弹,预期中的熊市二期会正式开启,反弹目标大致在1500-1550美元/盎司水平,这是熊市二期最重要的高点区域,可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。更多详细分析请参考我们发布的黄金深度报告。(朱春明)

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——短期依旧偏多,关注下游补库存情况: 尽管7月份中国经济数据大幅好于市场预期,但更多的是产业上游补库存的表现,产业下游需求还没有得到更多经济数据的支持。由于从全球精铜供需来看,依旧略微供过于求,因此,铜价受产量上升打压,易跌难涨。令多头稍微更为乐观的是,从全球主要经济体情况来看,经济增长有所复苏,整体宏观环境偏于乐观,这也使得铜价表现出坚挺的一面。

从风险因素来看,目前美国QE退出时机的不确定性依旧较大,这使得美元指数波动加大,对铜价是一个重要考验;另外,随着下半年秋冬季来临,下游生产逐渐进入淡季,精铜需求将逐渐转弱,这意味着这轮补库存的时期并不长,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。

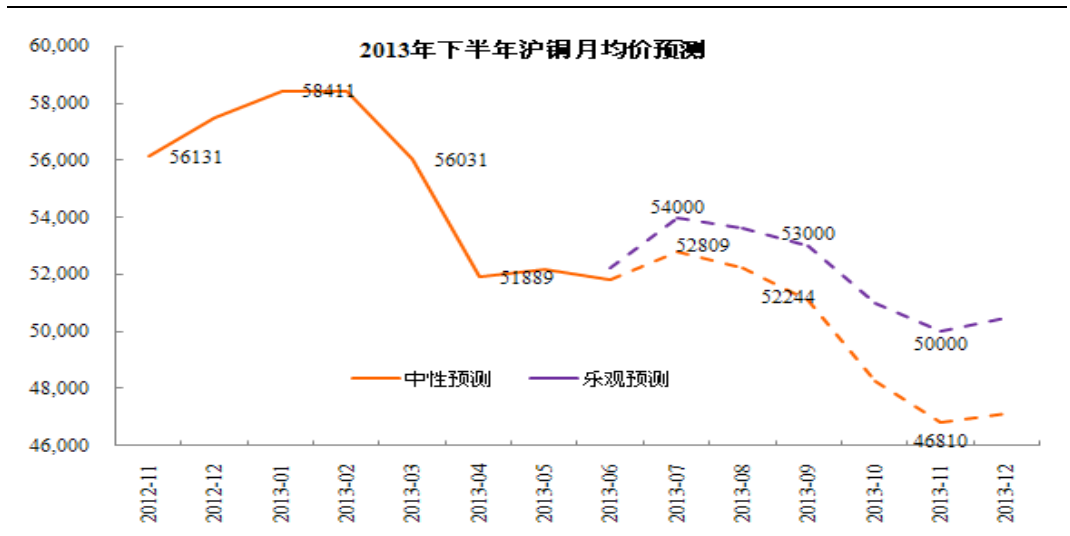
但从下半年整体来看，预计铜价仍将继续下调，中性假设情况下，预计下半年低点在47000左右。

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



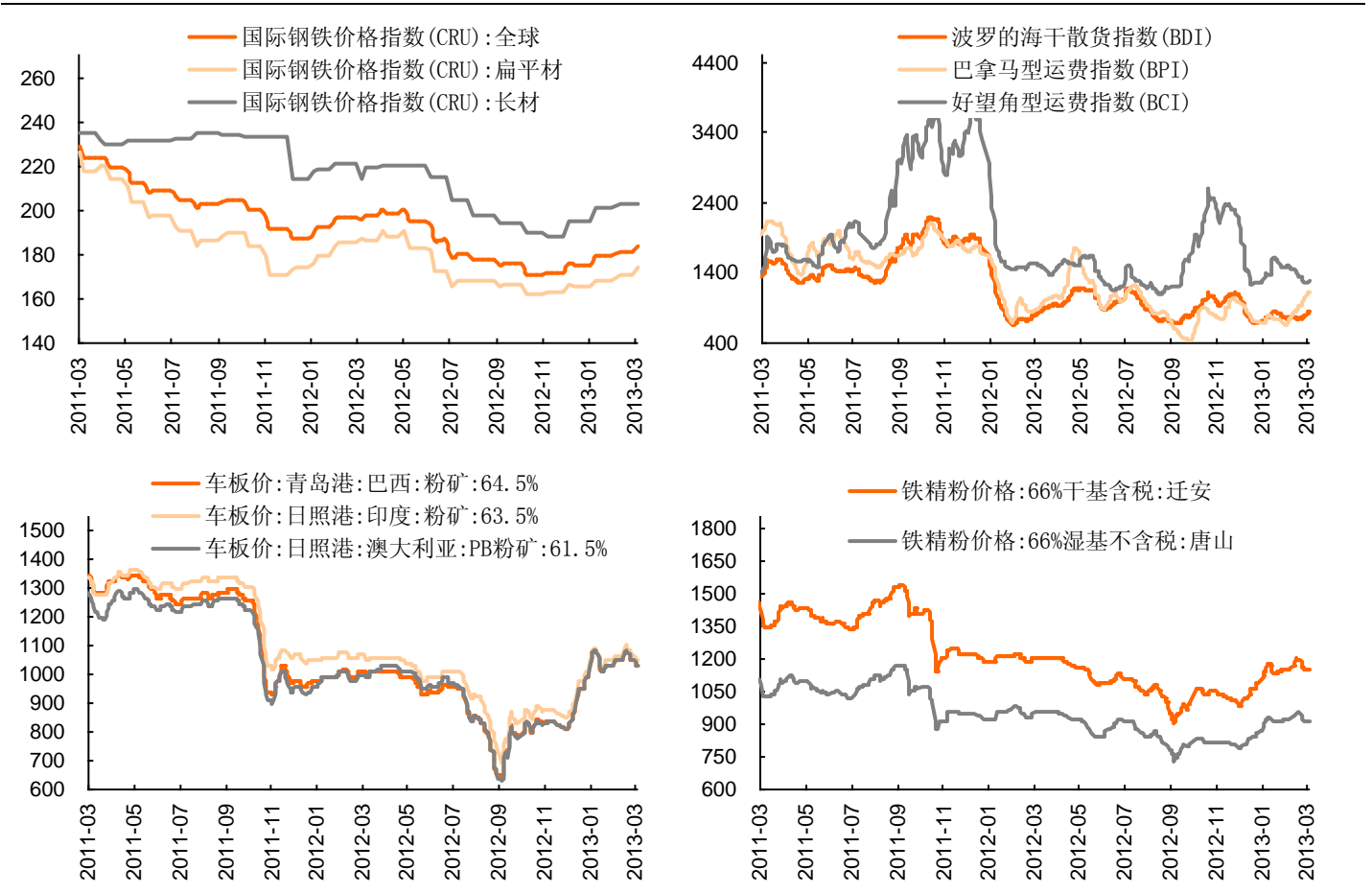
资料来源：平安期货研究所

涨幅过大，短期回调。上周螺纹钢期货走势继续上涨，周线收出短上影小阳线，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表现分化，建材、热轧和中厚板价格呈现上扬，而冷轧价格回落明显。原燃料价格方面，上周进口铁矿石和焦炭价格有较明显上涨。上周社会钢材总库存继续回落，其中建材库存回落但板材库存略有增长。从粗钢日产来看，7月下旬日产下降2.7%至208万吨，但随着钢企盈利形势的好转以及部分大型钢厂检修结束，钢厂开工率已出现回升，如果环保力度不加大，后期市场供应将逐步增加，但由于库存处于低位，短期对市场的压力仍不大。近期国家宏观政策层面暖风频吹，近期召开的中央政治局会议强调促进房地产市场平稳健康发展，国务院常务会议直接部署加大城市基础设施的六大重点任务（7月31日），而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。因此综合来看，在政府增强经济刺激力度、市场供应压力不大、原料价格坚挺、市场信心恢复的情况下，我们估计中期钢价有望继续呈现上行态势。

就交易而言，由于基本面出现利多因素，中期而言依旧维持做多思路，但是由于涨幅较大，短期可能有回调风险。(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

供需报告中利多数据奠定近期豆类市场反弹基础，天气状况成为影响盘面的首要因素。国内豆类市场再回粕强油弱格局，豆粕重回升势。特别是近月合约上涨力度较大。油脂市场虽有小幅反弹，但空间相对有限。操作难度也加大。豆类市场整体操作难度仍以套利持有为主。买棕油抛豆油套利继续持有，买豆粕抛豆油底仓可继续持有。
(丁红)

化工品延续反弹。受美国经济数据好转以及全球商品市场反弹影响，化工品期货上周跟随整个商品市场延续反弹走势。PTA 期货站稳 8000, 1401 合约上周最高超过 8100. 现货方面，PTA 现货报价略有下滑，现货报至 7780 元/吨；塑料期货上周呈现高位震荡整理的走势，线型出厂价格在 11400-11600 元/吨。贸易商下调报价，并且对月末的供给量上升的预期增加。1309 合约降至 8 万手附近，由于货源供给量的逐步恢复以及现货价格的下调，9 月逼仓的可能性有所下降。
(牟宏博)

图3-5: 乙烯单体价格平稳运行

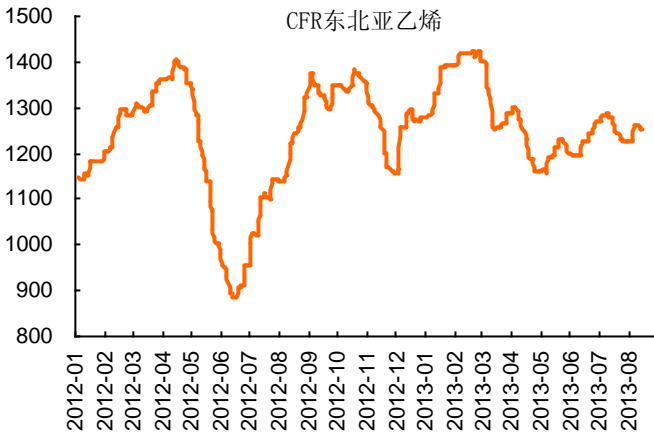
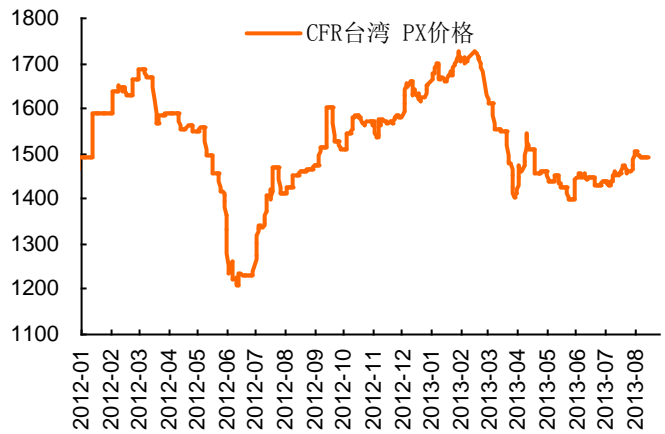


图3-9: PTA原料PX价格小幅反弹



资料来源:wind、平安期货研究所

四、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

五、品种前瞻

金银比值上升空间相对有限

通常, 在贵金属温和上涨阶段, 投资者对黄金的需求高于白银, 黄金的涨幅会高于白银, 金银比值逐渐上升; 而在贵金属狂热上涨阶段, 投资者对白银的需求要高于黄金, 这使得白银涨幅要高于黄金, 金银比值逐渐回落。

相反, 在贵金属恐慌下跌阶段, 白银作为“更贱”的金属, 其跌幅大于黄金, 从而金银比值上升; 当在贵金属缓慢下跌阶段, 由于白银的工业属性更强, 白银变得相对抗跌, 从而金银比值有回落趋势。

从 2011 年 9 月份开始, 贵金属开始进入熊市周期, 金银跌幅分别达 38.61%与 62.63%, 金银比值也从最低 31.53 上涨至 67.28。但我们预期, 美国逐步退出 QE 的预期已经在行情中得以提前反映, 后市贵金属将进入相对更缓慢的下跌周期, 金银比值有望冲高回落。从近期来看, 金银比值上升空间有限, 未来将逐步回落。

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。

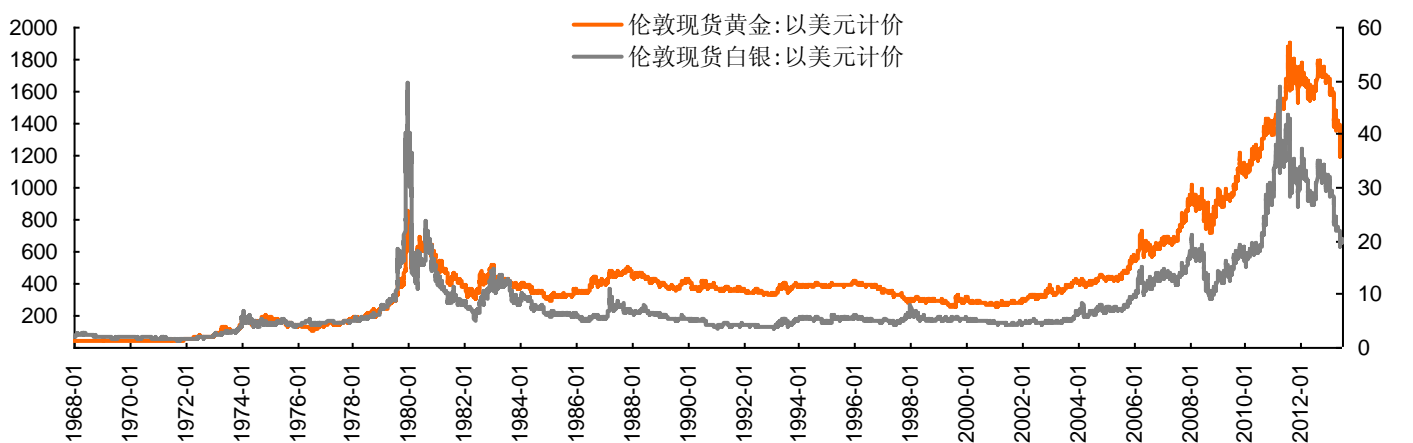
2、金银比值的周期与规律

通常，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。

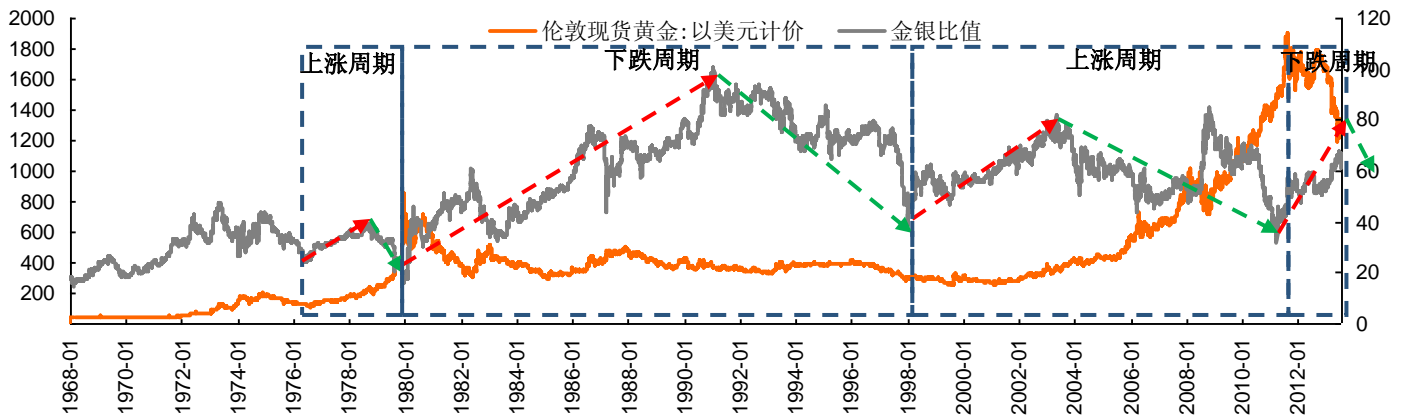
金银比值强弱关系贯穿在贵金属上涨和下跌的每个阶段，从而这使得金银比值周期要短于贵金属周期。在过去的历史行情里，可以得到验证。

图5-1:1968年以来，黄金与白银的走势图



资料来源:wind、平安期货研究所

图5-2: 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



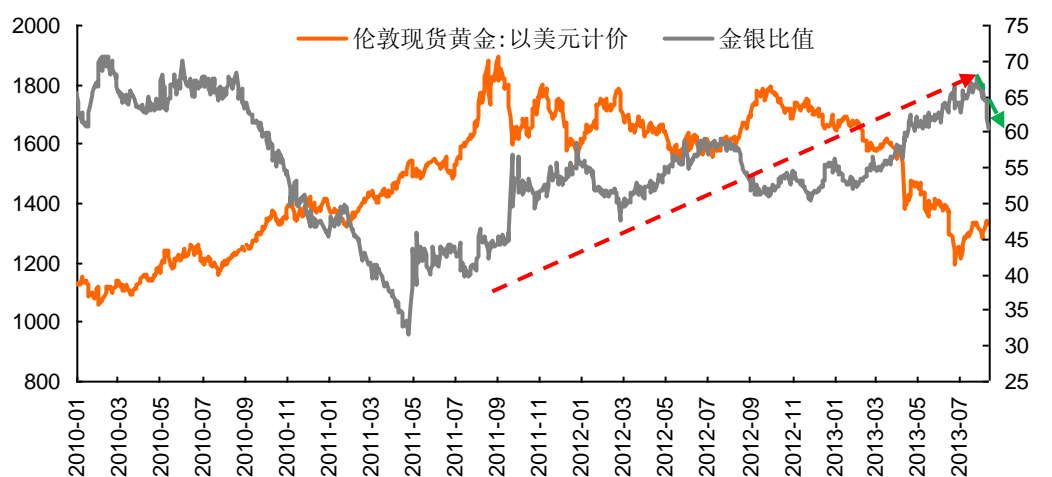
资料来源:wind、平安期货研究所

3、贵金属步入熊市, 白银跌幅远超黄金, 金银比值上升

从2011年9月份开始, 贵金属终结了此前的牛市周期, 黄金从1922美元/盎司, 跌至今年6月底的1180美元/盎司, 下跌742美元/盎司, 跌幅超过38.61%, 显然, 贵金属已经进入熊市周期; 同样, 白银从最高值49.50美元/盎司跌至今年6月底的18.50美元/盎司, 下跌31美元/盎司, 跌幅达到62.63%。白银的跌幅远超黄金跌幅。金银比值也从最低31.53上涨至67.28, 累计最高涨幅达到113.38%。

在过去10多年的贵金属牛市周期中, 特别是美国进入QE周期以来, 贵金属进入上涨的狂热阶段, 白银累计涨幅过高, 因此, 2011年9月至今, 贵金属泡沫破裂后, 贵金属进入挤泡沫的阶段, 白银泡沫程度要远高于黄金, 因此, 白银的跌幅也远大于黄金, 从而金银比值不断上升。

图5-3: 贵金属进入下跌周期以来, 金银比值大幅飙升



资料来源: Wind、平安期货研究所

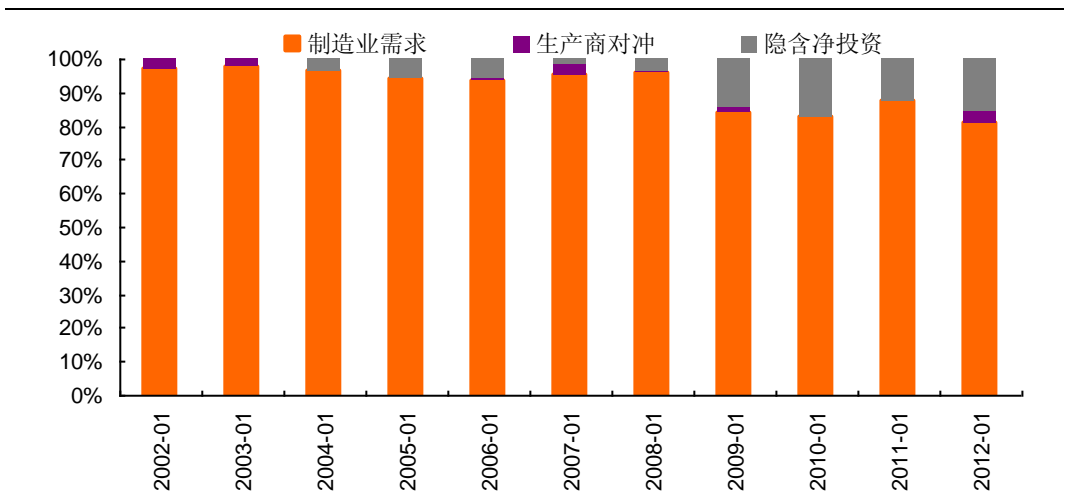
4、贵金属进入熊市后半期, 金银比值上升空间有限, 或逐渐回落

由于美国QE退出在即, 美国最终将进入漫长的加息周期, 未来贵金属并不被看好, 我们也在此前的报告中认为, 黄金目前处于“熊一末端, 熊二初期”, 但我们未来金银

比值继续上升的空间相对有限，并且有逐步回落可能性更大。其理由主要有：

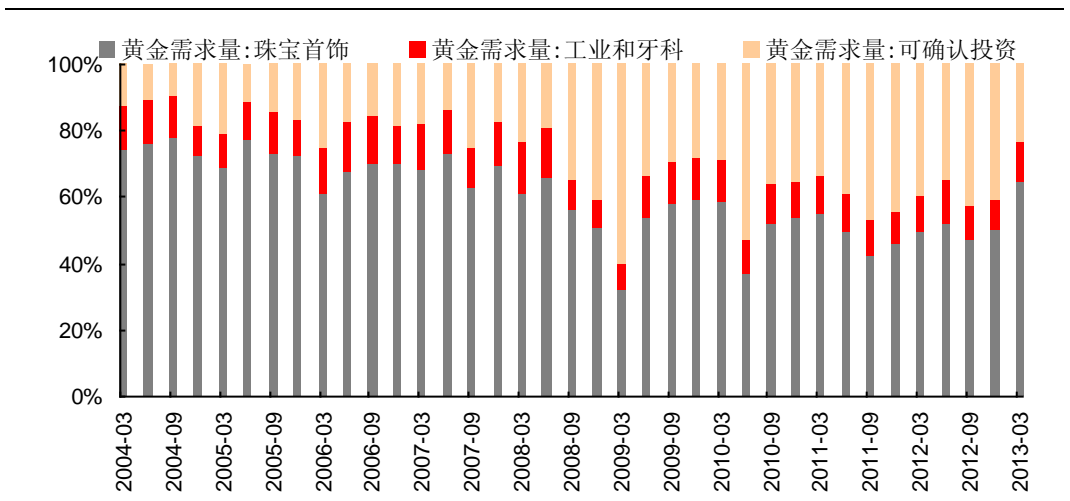
- 第一，经过 2 年的“挤泡沫”过程，目前白银的泡沫程度已经大幅下降；
- 第二，目前市场对美联储退出 QE 已经有所预期，美联储的“前瞻指引”对市场影响非常显著，今年 4-6 月份恐慌性的下跌已经兑现了大部分的负面冲击；
- 第三，与黄金相比，白银的货币属性更弱，但商品属性更强，尤其是白银工业用途广泛，随着白银价格的下跌，白银工业需求将更为旺盛，从而也使得白银更为抗跌

图5-4:白银工业需求占比始终达到80%以上



资料来源：Wind、平安期货研究所

图5-5:黄金工业需求不足10%，考虑金银首饰需求也仅60%



资料来源：Wind、平安期货研究所

六、数据备忘

美国 CPI 同比 2%

7 月份，铁路客货运量同比环比实现双增长，客发送量同比 10.1%，环比 10.4%，

铁路货物发送量同比 2.5%，环比 2.8%。1-7 月，全国全社会用电量累计 29901 亿千瓦时，同比增长 5.7%。分产业看，第一产业同比-1.7%；第二产业同比 5.4%；第三产业铜箔 9.9%；城乡居民生活用电量增长 5.1%。对上周数据形成进一步的印证。

美国 7 月零售销售环比 0.2%，美国 7 月核心零售销售环比 0.5%，创七个月最大升幅。7 月美国制造业物价指数（PPI）环比持平，7 月 CPI 同比与环比增长均符合预期，同比为 2%，环比 0.2%。6 月因汽油价格上涨影响，CPI 创四个月最大涨幅。8 月美国消费者信心从 6 年高位回落，大幅不及预期。美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值 80.0，前值 85.1。

表 6-1: 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
2013/8/14	中国	全社会用电量: 累计同比(%) 2013/07	5.7	5.1	5.4
2013/8/13	美国	核心零售总额: 季调: 环比(%) 2013/07	0.5	0.2	0.9
2013/8/13	美国	零售总额: 季调: 环比(%) 2013/07	0.2	0.8	0.7
2013/8/14	美国	核心 PPI: 环比: 季调(%) 2013/07	0.1	0.2	0.5
2013/8/14	美国	核心 PPI: 同比: 季调(%) 2013/07	1.2	1.6	2.7
2013/8/15	美国	NAHB 住房市场指数 2013/08	59	56	37
2013/8/15	美国	核心 CPI: 同比(%) 2013/07	1.7	1.6	2.1
2013/8/15	美国	CPI: 同比(%) 2013/07	2	1.8	1.4
2013/8/16	美国	营建许可: 私人住宅(初值)(千套) 2013/07	87.1	83.9	74.1
2013/8/16	美国	新屋开工: 私人住宅: 折年数: 季调(千套) 2013/07	896	846	741
2013/8/16	美国	新屋开工: 私人住宅(千套) 2013/07	83.7	81.8	69.2
2013/8/16	美国	密歇根消费者信心指数(初值) 2013/08	80	85.1	74.3

资料来源: Wind、平安期货研究所

关注 FOMC 会议纪要

下周需要重点关注美国 FOMC 会议纪要，国内方面 8 月汇丰 PMI 预览也值得关注。
(樊继拓)

表 6-2: 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
2013/8/22	中国	汇丰 PMI(预览) 2013/08	--	47.7	47.6
2013/8/20	欧盟	德国: PPI: 环比(%) 2013/07	--	0	0
2013/8/20	欧盟	德国: PPI: 同比(%) 2013/07	--	0.6	0.9
2013/8/21	美国	成屋销售: 环比折年率(%) 2013/07	--	-1.2	4.3
2013/8/21	美国	成屋销售折年数(万套) 2013/07	--	508	460
2013/8/21	美国	美国 FOMC 公布 7 月 30-31 日会议纪要	--	--	--
2013/8/22	美国	堪萨斯联储制造业指数: 季调 2013/08	--	6	7
2013/8/23	欧盟	德国: GDP: 同比: 季调(%) 2013/06	--	-0.3	1

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>