

关注美国 8 月非农数据

内容摘要

热点聚焦：关注美国 8 月非农数据。从长期来看，美联储逐渐退出 QE 是无疑的，远期逐渐上调联邦基金利率也大有可能，大宗商品赖以生存“宽松”环境将逐渐消失，大宗商品，尤其是工业品，也将面临长周期的调整。但短期而言，制约美国经济复苏的隐忧依旧存在，通胀依旧低于长期目标值，而美联储主席后继人选尚不确定，这都加大延迟缩减 QE 的可能。

最近几个月美国经济数据表现也是可圈可点，7 月份失业率已经降至 7.4%，美联储也称，经济数据表现将决定未来政策进程。因此，尽管 9 月缩减 QE 依旧面临较大不确定性，但本周即将公布 8 月非农经济数据，这对判断 QE 缩减是否 9 月开启极为重要，投资者应该密切关注。

品种前瞻：黄金的“吉芬物品”特性。我们研究发现，黄金需求曲线与供给曲线斜率均为正，表现出典型的“吉芬物品”特性，并且需求曲线斜率小于供给曲线斜率，这就意味着黄金需求弹性大于供给弹性，从而任何干扰因素导致的价格偏离（均衡价格），都将导致价格偏离均衡点越来越远。目前黄金价格依旧高于长期均衡价格 1160 美元/盎司，但并不意味着黄金将进入趋势性上涨周期。

考虑到远期 QE 退出是确定性事件，而加息也将随之而来，因此，黄金需求曲线将逐渐“左移”，从而短期均衡价格也将下跌，倘若价格小于短期与长期均衡价格，那么价格将形成趋势性下跌，直至新的需求变动足以使得短期需求曲线右移。因此，我们依旧维持黄金中长期将进入熊市的判断。这一判断更多地是基于“事件分析”的结果。

✉: 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、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

2、美联储会议前，黄金波动加剧——商品 E 周刊（第 90 期）

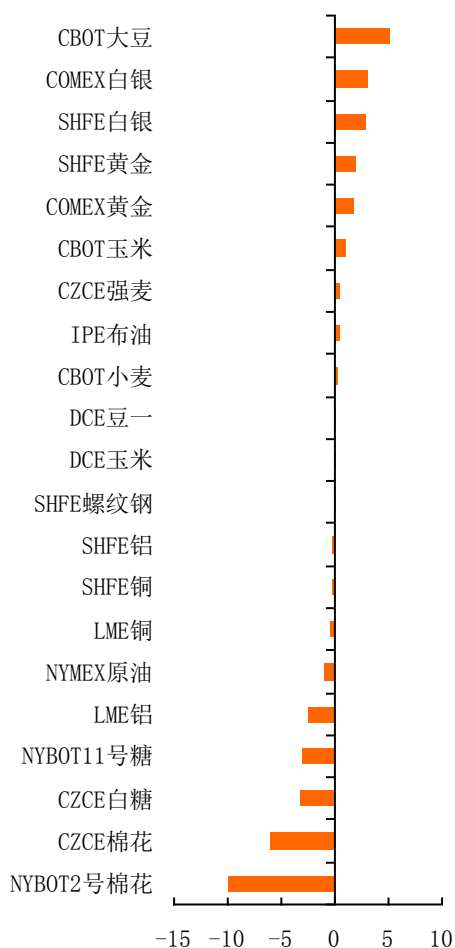
2013. 08. 19

3、中国 7 月经济数据回升——商品 E 周刊（第 89 期）

2013. 08. 12

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.....	18

一、热点聚焦

关注美国 8 月非农数据

在进入伯南克时代后，美联储的货币政策目标始终是围绕着“充分就业”与“物价稳定”来制定的。2008 年美国次贷危机发生后，美联储连续推行了 4 次量化宽松(QE)政策，这一空前的“宽松政策”不仅使得美国经济逐渐复苏，就业市场逐渐改善，而且并没有带来显著的通胀。随着失业率逐渐回落，未来美国有可能朝着接近“充分就业”目标迈进，这样远期通胀可能攀升，因此，美联储制定了“有序”的退出 QE 计划。

根据美联储今年以来公布的货币政策会议纪要与政策声明来看，美联储计划今年晚些时候开始缩减 QE，直至失业率降至 7.0%时结束 QE；在失业率降至 6.5%并且通胀率不高于 2.5%以前，美联储将继续维持当前极低的联邦基金利率。同时，美联储也多次强调，货币政策具体操作要视美国未来经济数据情况而定。

为此，我们对美联储最关心的一些经济数据进行剖析发现，随着美国经济持续稳健复苏，美国失业率将稳步回落，美联储距离缩减 QE 越来越近。与此同时，我们发现，随着美国抵押贷款利率逐渐攀升，美国房地产市场复苏进程将有所减缓，考虑到美国房地产行业对就业的贡献较大，美联储在加息上可能变得更为谨慎。

从长期来看，美联储逐渐退出 QE 是无疑的，远期逐渐上调联邦基金利率也很有可能，大宗商品赖以生存“宽松”环境将逐渐消失，大宗商品，尤其是工业品，也将面临长周期的调整。但短期而言，制约美国经济复苏的隐忧依旧存在，通胀依旧低于长期目标值，而美联储主席后继人选尚不确定，这都加大延迟缩减 QE 的可能。而本周即将公布 8 月非农经济数据，这对判断 QE 缩减是否 9 月开启极为重要，投资者应该密切关注。

1、美国就业市场持续改善，QE 缩减条件逐渐成熟

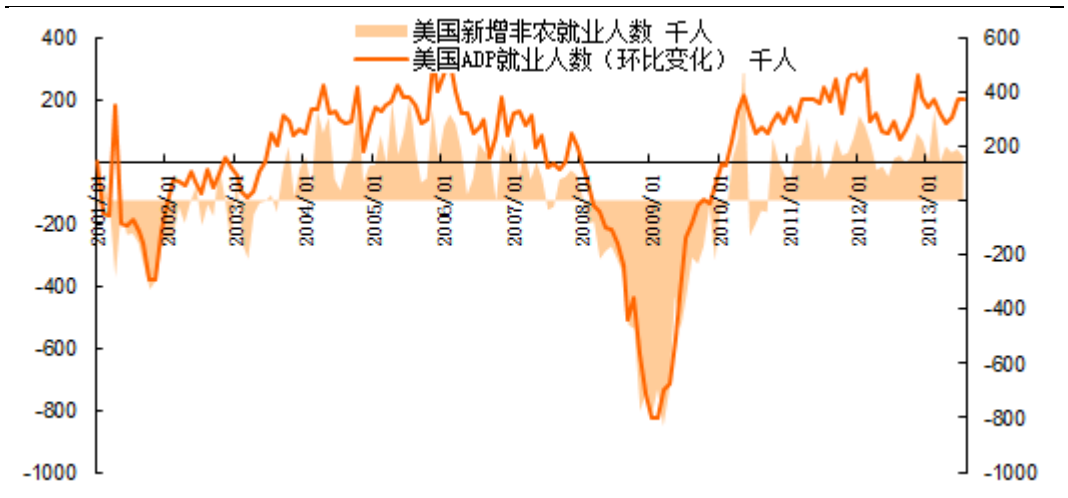
本周五，美国劳工部即将公布 8 月非农就业数据，该数据一定程度上决定了未来美国货币政策走向。对于伯南克货币政策双目标——充分就业与物价稳定，在经济增长的不同时期有不同侧重。

通常，在经济增长缓慢或复苏的初期，失业率更为重要，而通胀目标相对次要；而在经济增长相对稳健并且预期相对乐观时，管理通胀变得更为紧迫。就目前而言，显然，美联储更迫不及待地希望看到失业率下降。当失业率降至 7.0%以下，美国结束 QE 也就理所当然。而美联储此前多次重申的“前瞻指引”，更多地是对利率预期的管理，因而，主要是盯住“核心通胀目标”。

美国劳工部公布数据显示，7 月份非农就业增加 16.2 万人，略低于市场预期值 18.5 万人，前值（6 月值）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。尽管 7 月新增非农就业人数不及预期，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，因此，后续依旧有对 7 月非农数据上调的可能。

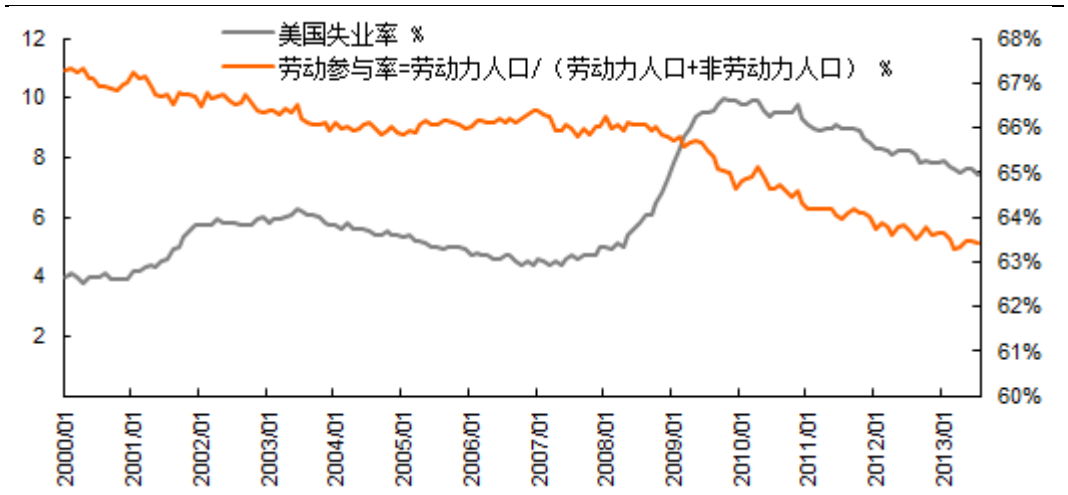
总体来看，美国就业市场依旧处于持续改善过程中，失业率已经降至 7.4%。预计未来几个月美国新增非农就业人数将维持在 18-20 万人，因此，美国失业率不断回落也在预期之中。此前美联储在货币政策会议纪要中称，预计 2014 年年中失业率降至 7.0% 时结束 QE，因此，目前 7 月份 7.4% 的失业率距离缩减 QE 的门槛已经非常接近。我们预计 8-9 月份，美国失业率将降至 7.3% 是大概率事件，距离美联储完全退出 QE 仅相差 0.3 个百分点，但剩余时间拥有 8 个月之久，美联储有充足的时间来应对意外冲击。因此，美联储在 9 月货币政策会议上宣布开始缩减 QE 也属大概率时间。但由于美联储的后继人选尚未确定，因此，也不排除 9 月份并不缩减 QE 的可能。但可以确定的是，不论后继人选是鹰派或鸽派，美国经济数据逐渐改善的进程不会变化。

图1-1: 美国新增非农就业人数与ADP新增私人就业人数持续稳定增长



资料来源：Wind、平安期货研究所

图1-2: 美国失业率不断下降，QE缩减日益临近



资料来源：Wind、平安期货研究所

2、菲利普斯曲线暗示：失业率下降，QE 缩减在即

宏观经济学中菲利普斯曲线揭示了通胀率与失业率之间的关系。通胀率与失业率有四种组合：

(1) **低通胀、低失业**：这是所有央行一直不断追求的目标，代表着充分就业与物价稳定的完美结合，但这一目标通常不可实现。这种组合现象偶尔出现在一些人口老

龄化的衰退经济体里，比如 20 世纪末至 21 世纪初的日本。在这种状况下，央行宽松货币政策有可能带来通胀回升，但失业率已经降至自然失业率水平，很难再下降。这也就是安倍经济学的核心观点。

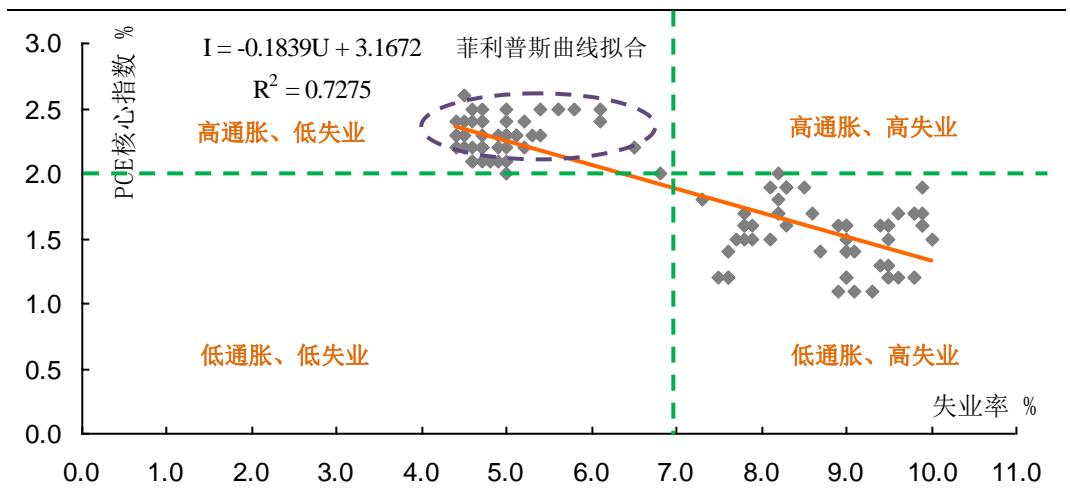
(2) 低通胀、高失业：低通胀意味着经济活力不够，而高失业则代表着劳动要素没有充分利用。因此，央行需要宽松的货币与财政政策来刺激投资，提高通胀预期，并降低失业率。目前，欧元区（除德国外）就处于这种状况之中。因此，可以很清楚地预期，欧洲央行将一如既往地继续宽松货币政策，这在没有获得统一财政权限的欧元区来说，是唯一的政策工具。

(3) 高通胀、高失业：这就是所谓的“滞胀”，这一组合意味着经济出现了结构性问题，高失业率意味着劳动要素的浪费，这一定程度上导致经济产量的下降，由于总供给小于总需求，因此，物价高企。这在很多人口结构非常年轻的小型新兴经济体很常见，政府需要更多引进更多投资，调整产业结构，尽量使得产业多元化，这样才能使得产品供给能够满足社会所需，物价水平才有下降的可能。

(4) 高通胀、低失业：这是典型的经济增长过热的表现。过度的投资导致失业率降至自然失业率之下，而充分就业使得需求旺盛，也进一步推升了物价水平。但这一状况通常难以持续，因高通胀会扭曲经济结构，最后导致长期的衰退。这种情况常常发生在很多迅速增长的新型经济体，20 世纪 90 年代初，中国就面临这一经济组合，这使得中国不得不经历 1998-2002 年的经济改革，承受低通胀与高失业阵痛。

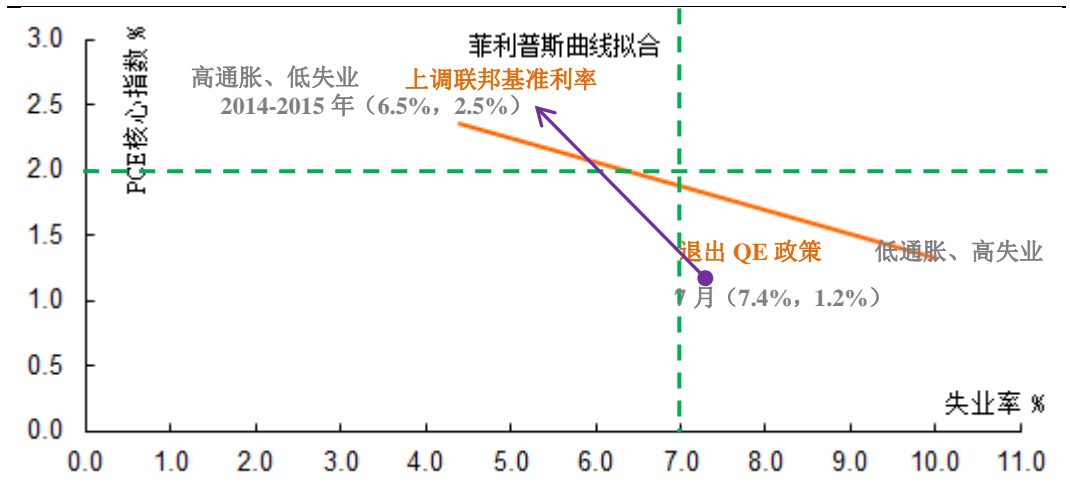
目前，美国依旧处于“低通胀、低失业”区域（下图 1-3 第四象限），倘若我们以美联储退出 QE 的 7% 失业率与 2% 核心 PCE 作为“门槛”，那么，美国正在一步一步地向“高通胀、低失业”（下图 1-3 第二象限）方向迈进。尽管市场一度担心当前通胀率过低，但自 2005 年以来的数据表明“低通胀、低失业”从未出现，菲利普斯曲线的规律告诉我们，美国通胀率将步上升。

图1-3: 菲利普斯曲线特征：低通胀与低失业不可兼得



资料来源：Wind、平安期货研究所

图1-4: 退出QE的门槛越来越远, 但上调联邦基准利率还有待通胀率上升

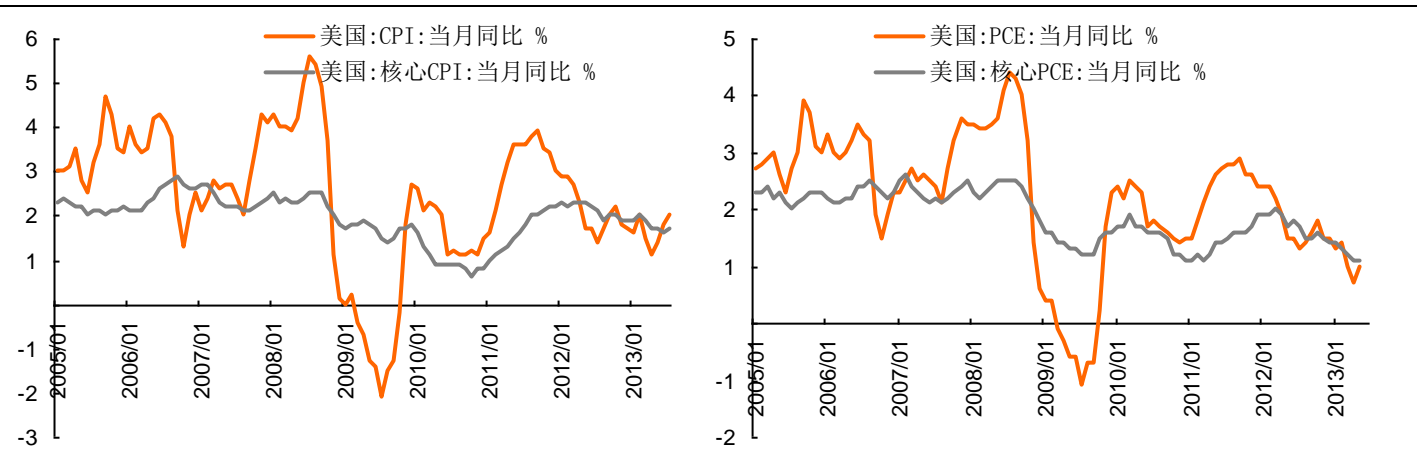


资料来源: Wind、平安期货研究所

美国劳工部、商务部公布数据显示, 美国7月CPI同比增长2%, 高于6月值1.8%; 7月核心CPI同比增长1.7%, 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, 2013年4-6月份, 核心PCE均为1.2%, 依旧远低于2%的长期目标值。

因为核心PCE指数波动较小, “噪音”相对较少, 因此, 更适合作为货币政策的工具, 美联储此前也多次表示关注核心PCE的变化。尽管美国核心PCE依旧维持低位, 但我们认为, 这不影响美联储缩减QE的计划。在缩减QE的方面, 美联储更多考虑失业率, 而在上调联邦基金利率上, 更倾向于多考察通胀率。

图1-5: 美国核心通胀率依旧略微偏低, 预期将企稳回升



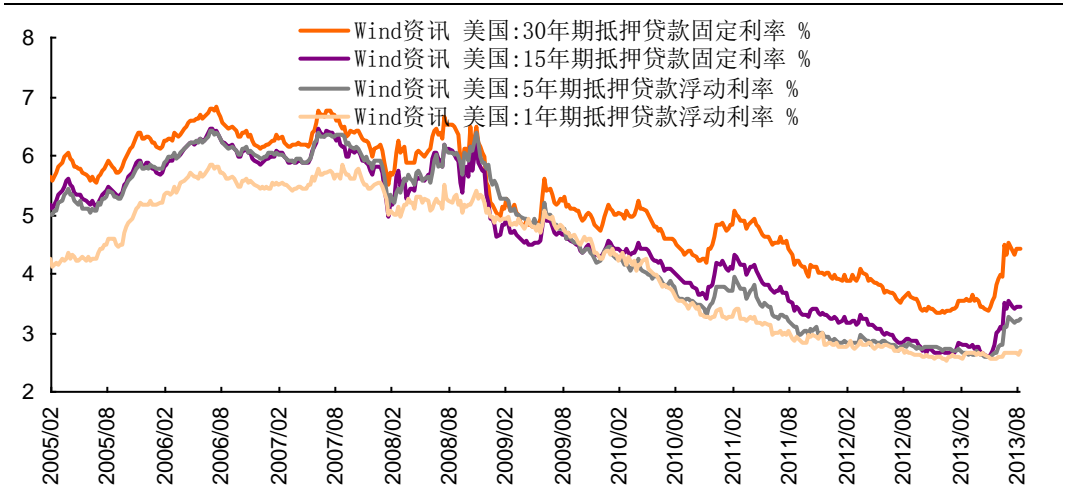
资料来源: Wind、平安期货研究所

3、房地产无远虑但有近忧

美国房地产行业对美国经济增长贡献较大, 对就业市场贡献尤其显著。随着近期QE退出预期升温, 抵押贷款利率也逐渐上升, 目前30年抵押贷款利率已经上升值4.58%。抵押贷款利率上升, 理论上会对购房需求有一定负面冲击。但考虑到目前通胀率依旧较低, 距离美国上调基准利率尚远, 预计在2015年之前, 抵押贷款利率上升势头开始减缓, 从而也给房地产复苏留有更多余地。7月美国营建许可年化94.3万, 好

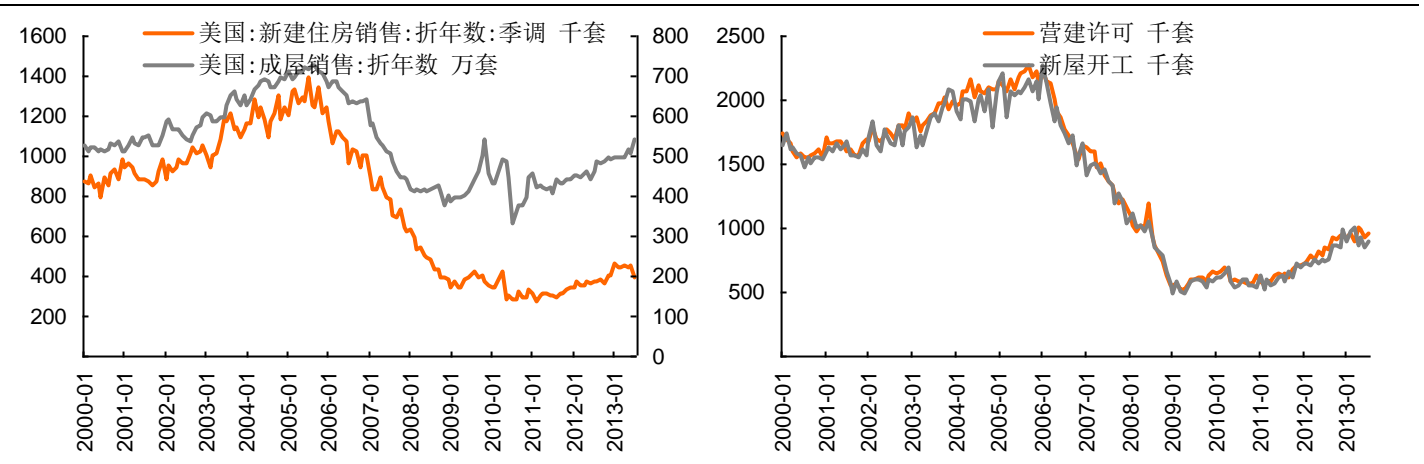
于前值 91.8 万；7 月美国新屋开工年化 89.6 万户，好于前值 83.6 万户。

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

图1-7：因抵押贷款利率攀升，美国地产略显压力



资料来源：Wind、平安期货研究所

二、板块解析

黄金——美国非农数据公布在即，黄金上有压力：本周美国即将公布 8 月份非农就业数据。从现在公布的 8 月份 PMI 预览值来看，新增非农就业人口依旧有可能维持 16-20 万人的较高水平，而失业率也有望降至 7.3-7.4%，因此，距离美国缩减 QE 更进一步，尽管美联储后继人选尚未确定，但经济数据的走势能够更明确地判断美联储未来货币政策走向。目前，并不能排除美联储 9 月份开始缩减 QE，但缩减 QE 无疑已经提上议事日程，这并不利于黄金的继续上涨。

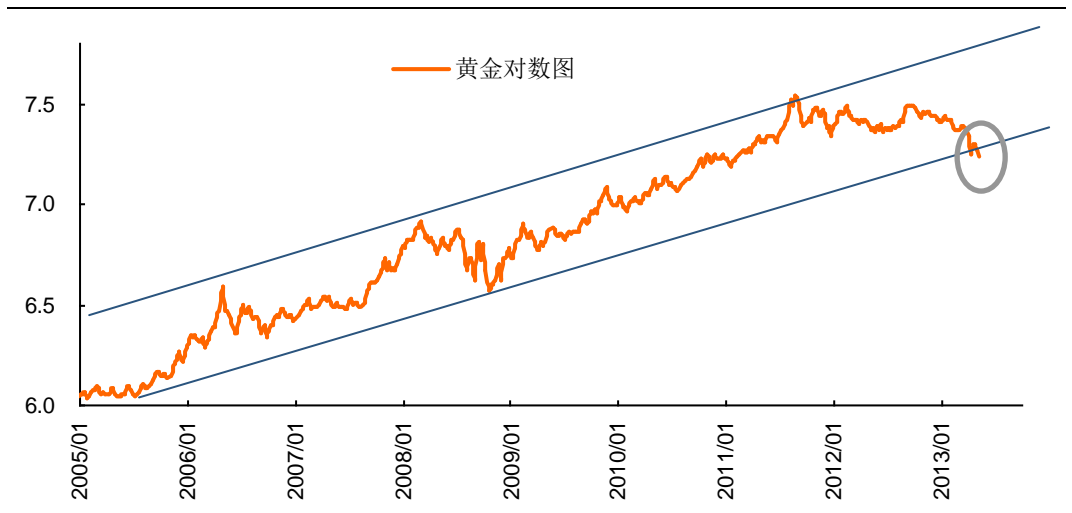
近期的黄金反弹，已经对美联储延迟 QE 的可能作出较为充分的反映。叙利亚紧张局势也在上周对黄金产生了利多，但预计能否进一步刺激金价，我们持相对保留态度。

倘若叙利亚发生战争，原油价格是最为直接受益，而黄金相对次之。综合来看，QE退出依旧黄金绕不开的阻力，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。

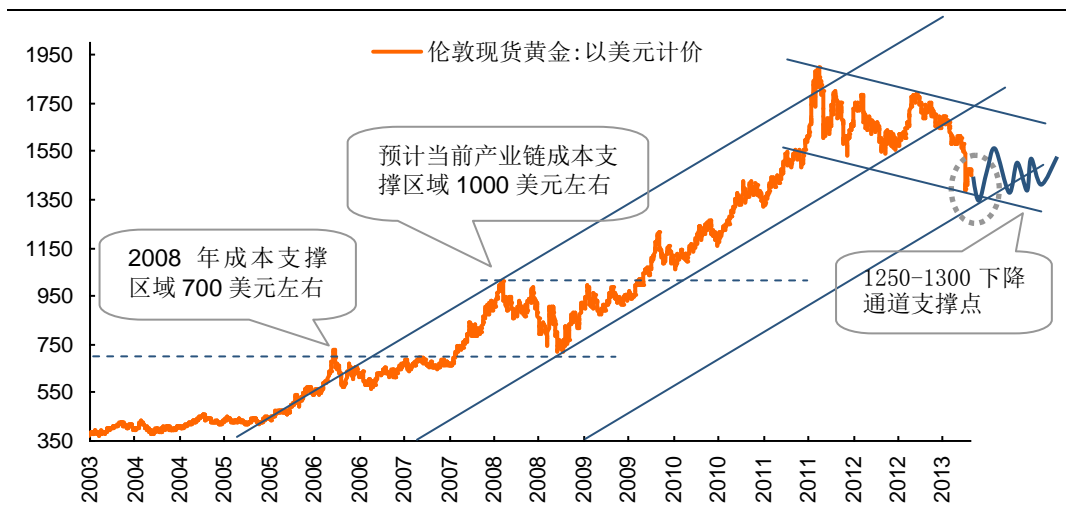
此外，上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期，其特征可能是：当一轮急促下降至一个新低点后，随后出现一轮高级反弹，并在反弹高位稳定下来，即可确已进入熊二阶段。图表2-2的下降通道区域1250-1300若得到支撑并展开大幅反弹，预期中的熊市二期会正式开启，反弹目标大致在1500-1550美元/盎司水平，这是熊市二期最重要的高点区域，可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。更多详细分析请参考我们发布的黄金深度报告。（朱春明）

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——保税区铜溢价回落，下游补库存已接近尾声，期铜走高概率较低：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，已经从6-7月份的210美元/吨，降至180美元/吨，这也印证了下游不库存已经基本接近尾声。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。

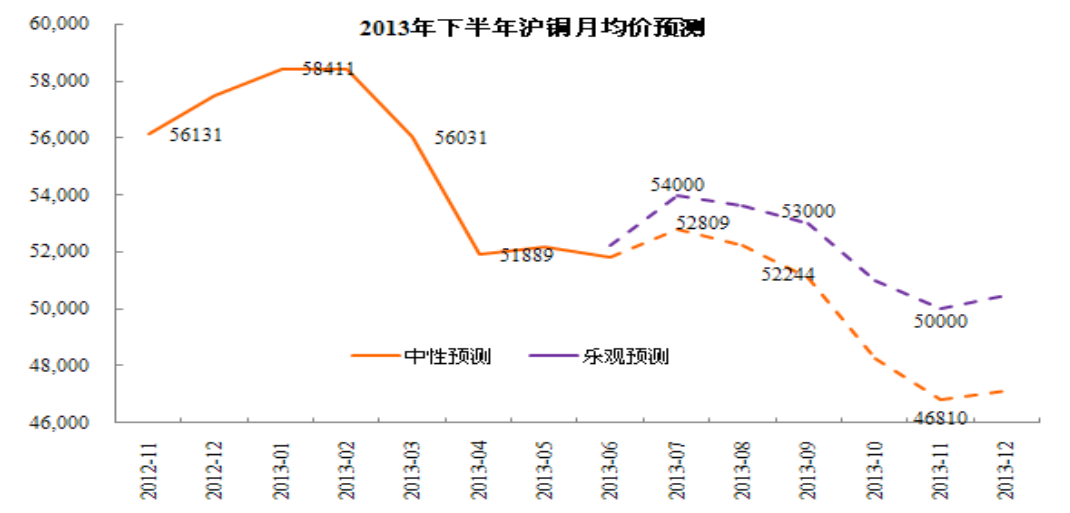
附注：年中报告观点——下半年投资建议。预计未来铜价反弹空间有限，近期关于城镇化的刺激政策、市场预期随着5月悲观数据进一步下调到位后经济数据企稳及供应担忧等都可能提供阶段性反弹机会，另外季节性因为亦支持可能存在温和反弹。但从下半年整体来看，预计铜价仍将继续下调，中性假设情况下，预计下半年低点在47000左右。

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

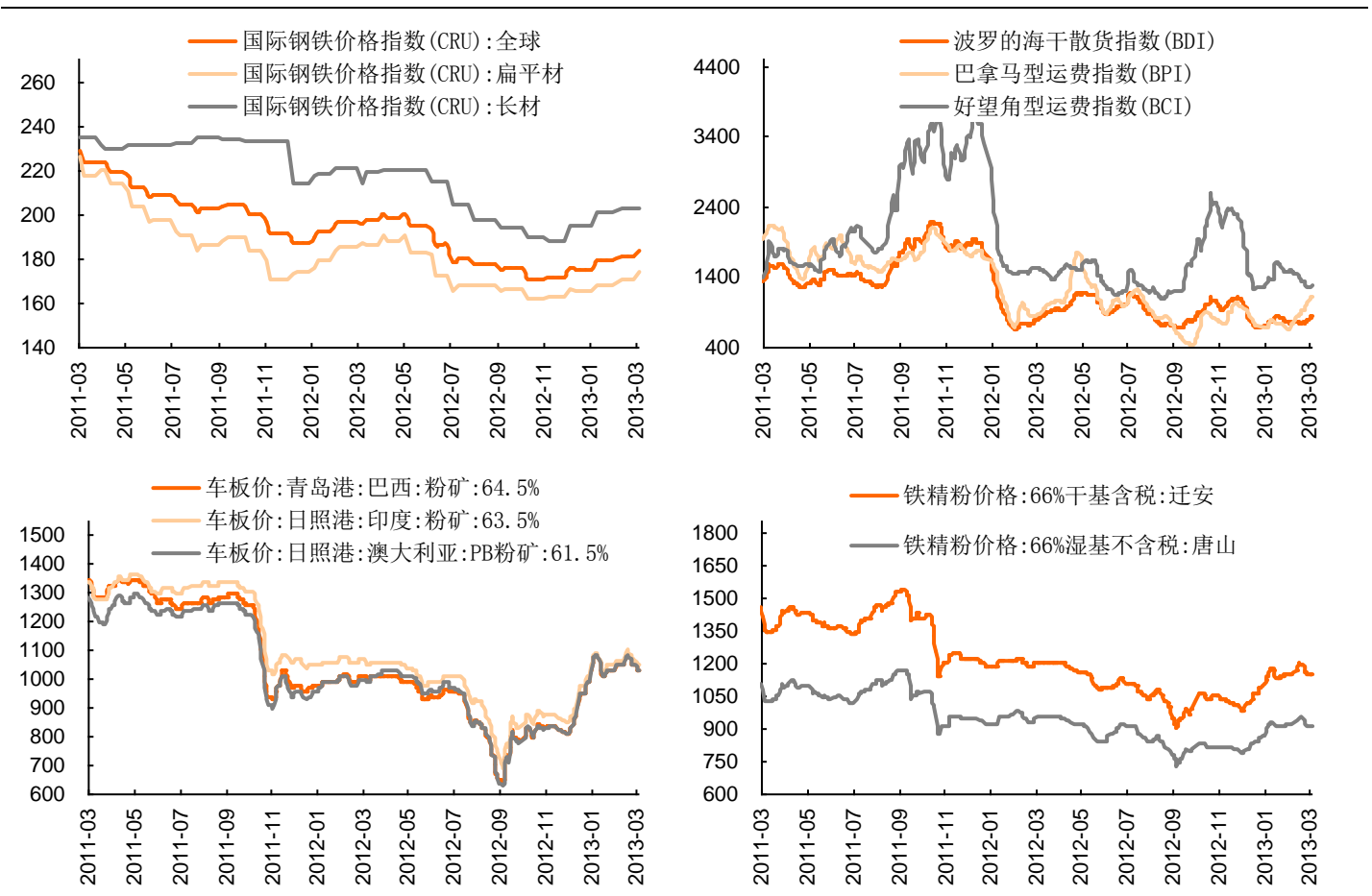
现货跟涨乏力期价调整。上周螺纹钢期货走势大幅回撤，周线收出中阴线，日线观察，螺纹钢指数在3830位置附近面临较大压力。

从基本面来看，供应方面，中钢协预估8月上旬粗钢日均产量214.37万吨，旬环

比上升 2.84%，在生产利润较好的情况下产量回升较快；成本方面，随着铁矿石到港量有所增加及钢厂补库动作趋缓，上周铁矿石价格如期回落，但由于港口依然处于低位，限制矿价下跌空间；库存方面，钢材社会库存以及钢厂库存均有所下降，对钢价构成较强支撑。但目前期价升水现货幅度较高，继续上涨需现货面配合。少量空单持有。随着钢价的上涨，目前焦化企业提价意愿强烈，继前期部分焦化厂试探性上涨 20 元/吨后，已有更多焦化厂开始提价。但随着焦炭期价的大幅上涨，焦炭期现价差已经较大，且目前盘面焦化厂炼焦利润已处于高位，短期空单继续持有。焦煤：目前下游钢厂及焦化厂炼焦煤库存已回落较多，存在补库需求；近期港口炼焦煤库存也有所降低，供应端压力有所缓解；而目前国际煤价反弹较多，国内煤矿挺价意愿较强，部分煤矿已陆续上调炼焦煤价格。但从期现价差看，目前焦煤期货价格对现货已呈现高升水。

就交易而言，结合基本面与技术面分析，黑色产业链面临调整，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

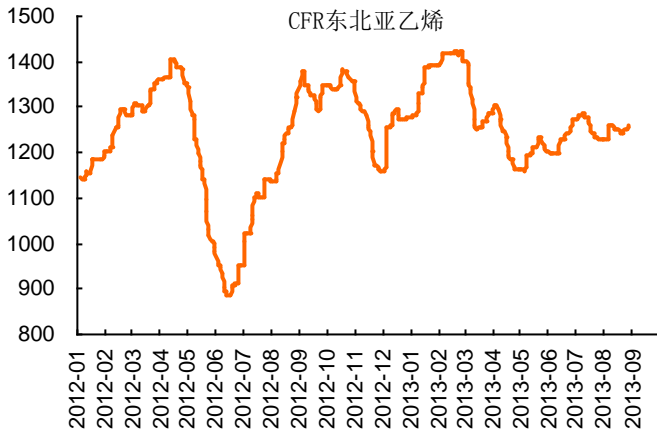
本周美豆市场在天气市炒作上呈现先涨后跌的局面，美豆种植期间天气消息频出使得市场波动加剧。国内豆类市场在下半周也跟随下跌。整体来看，天气状况仍有较大不确定性，短期市场基调较难判断。确定性在于粕强油弱情况仍在持续，特别是国内市场。目前国内豆粕主流报价突破难 4200 元/吨。较高基差及油厂保粕策略继续支撑豆粕市场。油脂市场整体表现依然疲软。操作上，买粕抛油、买棕油抛豆油套利继

续持续。豆粕单边多单仍可逢急跌买入加仓。(丁红)

原油决定化工品走向。上周受叙利亚局势紧张影响，全球股市及大宗商品普遍出现下跌，黄金原油出现一定幅度上涨。国内化工能源走势分化较为严重。焦炭跌幅较大，下跌 3.54%；橡胶下跌 1.45%，主力合约 1401 收盘于 20000 元/吨；而塑料及 PTA 出现了不同程度的反弹走势，主要是受到原油冲高影响，其中塑料 1401 合约周三盘中冲高至 11300 元/吨，创出了本轮反弹以来的新高。(牟宏博)

图3-8: 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 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	0.17	-0.71	0.82	1.00	-0.72	1.00	-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

黄金的“吉芬物品”特性

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。因此, 综合考虑, 黄金的需求曲线也与价格成正比。

在本报告中, 我们研究发现, 黄金需求曲线与供给曲线斜率均为正, 并且需求曲

线斜率小于供给曲线斜率，这就意味着黄金需求弹性大于供给弹性，从而任何干扰因素导致的价格偏离（均衡价格），都将导致价格偏离均衡点越来越远。目前黄金价格依旧高于长期均衡价格 1160 美元/盎司，但并不意味着黄金将进入趋势性上涨周期。因为短期因素会导致黄金“需求变动”，即短期黄金需求曲线的左右移动，从而会导致短期均衡价格变动，并且偏离长期均衡价格。

考虑到远期 QE 退出是确定性事件，而加息也将随之而来，因此，黄金需求曲线将逐渐“左移”，从而短期均衡价格也将下跌，倘若价格小于短期与长期均衡价格，那么价格将形成趋势性下跌，直至新的需求变动足以使得短期需求曲线右移。因此，我们依旧维持黄金中长期将进入熊市的判断。这一判断更多地是基于“事件分析”的结果。而黄金“吉芬物品”特性论证说明，黄金的牛熊市周期是一个价格偏离均衡后自我强化的过程，直至预期的改变。这意味着牛熊市周期相对较长。

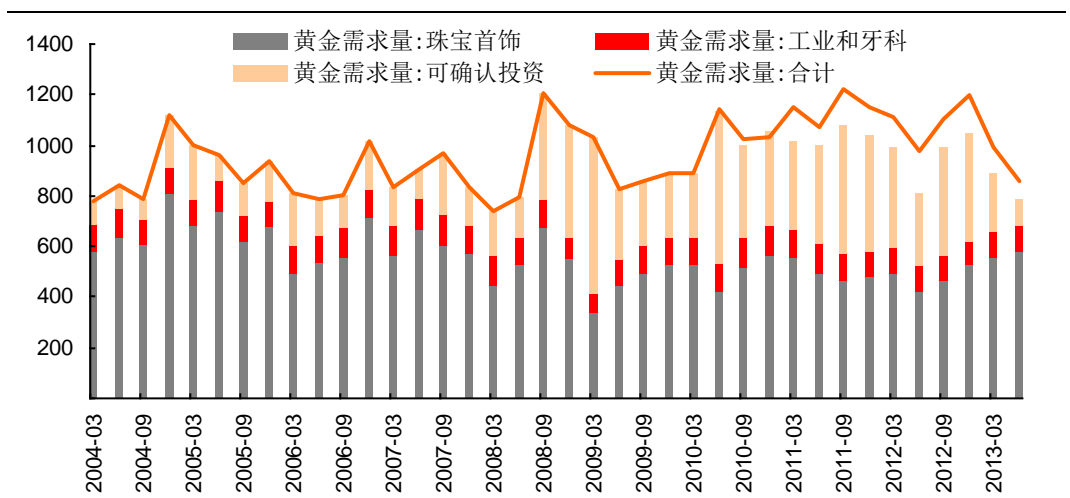
1、黄金属性差异决定需求结构特征

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。

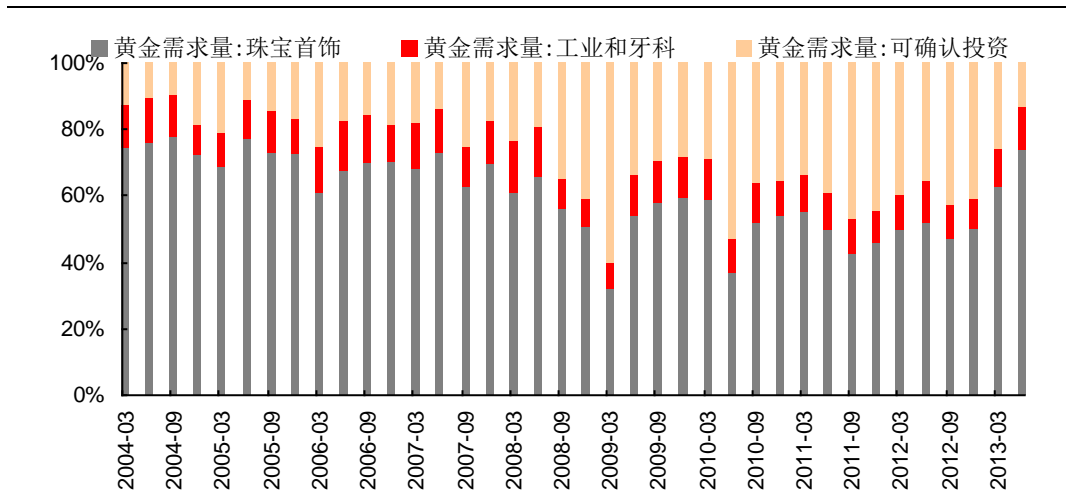
由以下两个图可知，珠宝首饰需求依旧是黄金需求的主力，贡献了大概 60% 的总需求，全球每个季度需求在 500-600 吨之间；而可确认投资相对变化较大，全球每个季度的需求一般在 100-500 吨之间不等，波动相当之大。而工业与牙科需求则相对稳定，一直在 100-110 吨之间。

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、黄金需求曲线大于零，呈现“吉芬物品”特性

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。

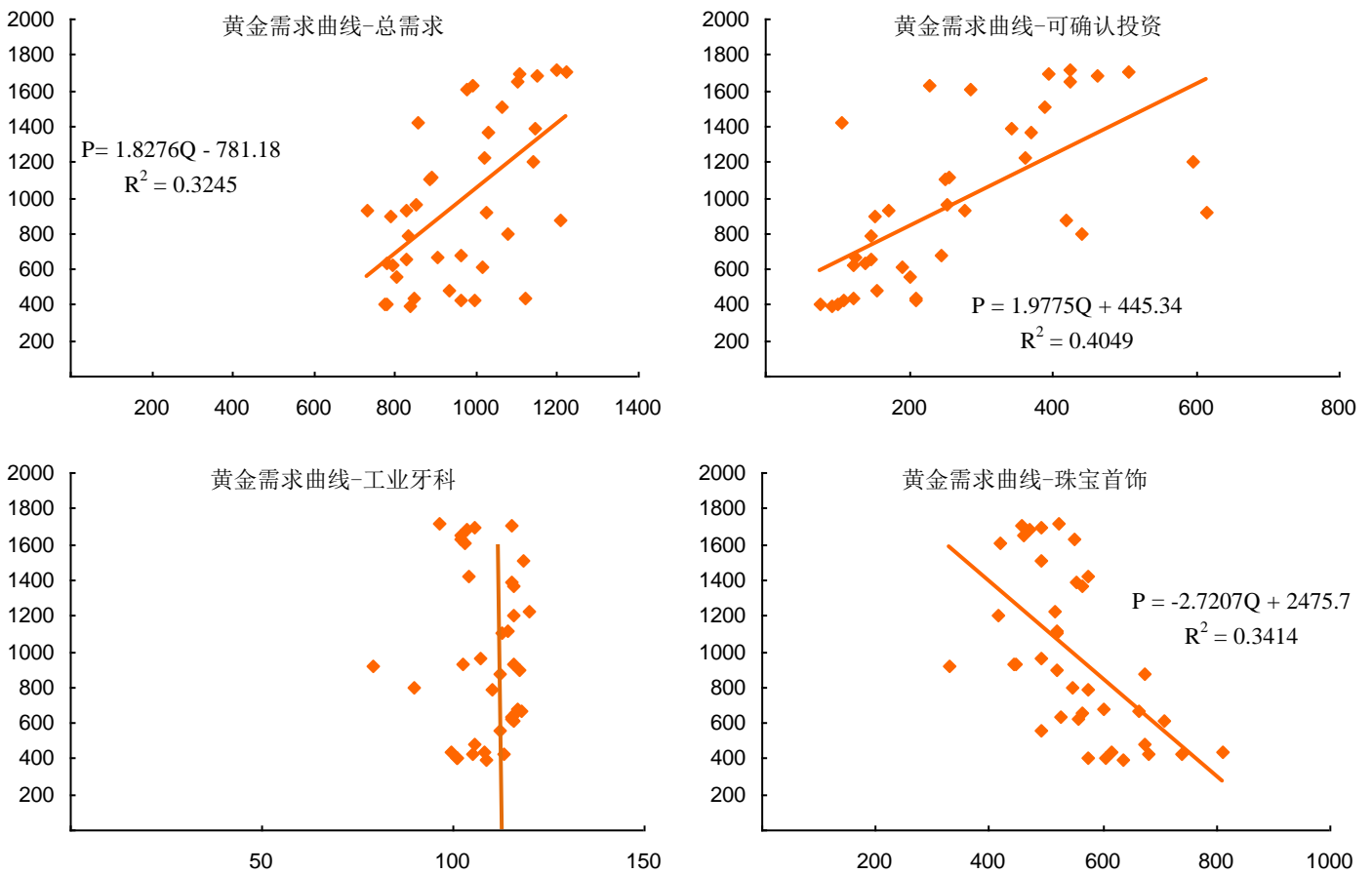
从黄金的各个子分类需求来看，珠宝首饰需求与黄金价格成反比关系，这主要原因是，在人口众多的中国、印度等亚洲地区，黄金在很多节假日与婚礼等方面上需求异常旺盛，这使得黄金价格下跌会吸引更多的买家，从而，当黄金价格下跌时，黄金需求增加，这一定程度上抑制了黄金的下跌，当黄金价格上涨时，珠宝首饰需求下降，这也限制了黄金的上涨，黄金的珠宝首饰需求具备典型的“稳定器”作用。工业与牙科需求相对稳定，受价格波动影响较小，这主要是因为在这些行业里，黄金都是相对来说比较难以替代的材料。

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。

从图 5-3 可以看出，由于投资需求曲线斜率大于零，这使得黄金总需求曲线斜率也呈现出大于零的特征，这说明，黄金价格越高，投资者对黄金的需求越大，这是经济学上典型“吉芬物品”。通常吉芬物品仅仅发生在“超低档物品”与“奢侈品或投资品”上，显然，黄金是一种奢侈的贵金属。

根据微观经济学中“需求效应”原理，吉芬物品之所以需求曲线斜率大于零，这主要是因为其价格变化带来的“收入效应”要大于“替代效应”，从而当价格上涨时，买入黄金所带来的“收入”（收入效应）要显著大于用同样的收入去买其他替代品所带来的“收入”（替代效应），从而使得“总效应”更大，即投资者认为自己变得更富有了。这就意味着投资者愿意花更多的前去购买黄金，从而使得黄金的需求量更高。

图5-3:投资需求曲线斜率大于零,珠宝首饰需求曲线斜率小于零,工业牙科需求对价格不敏感,总需求曲线斜率大于零



资料来源:wind、平安期货研究所

3、黄金不存在稳定的“均衡价格”

我们将黄金过去的季度总需求与总供给与价格之间的关系描绘称散点图,并且通过简单线性回归拟合需求量与供给量与价格曲线,如图 5-4 所示,需求曲线与供给曲线都呈现出向右上方倾斜特征,其斜率均大于零,并且黄金供给曲线的斜率(2.288)大于需求曲线的斜率(1.8276),这就意味着黄金的需求价格弹性大于供给价格弹性。

需求(供给)价格弹性的意义代表着,当价格上涨 1%时,需求量(或供给量)上涨(正)或下跌(负)百分之几。需求(供给)价格弹性公式可以表示为:

$$\text{价格弹性} = (\Delta Q/Q) / (\Delta P/P) = (\Delta Q/\Delta P) * (P/Q) = 1/K * (P/Q);$$

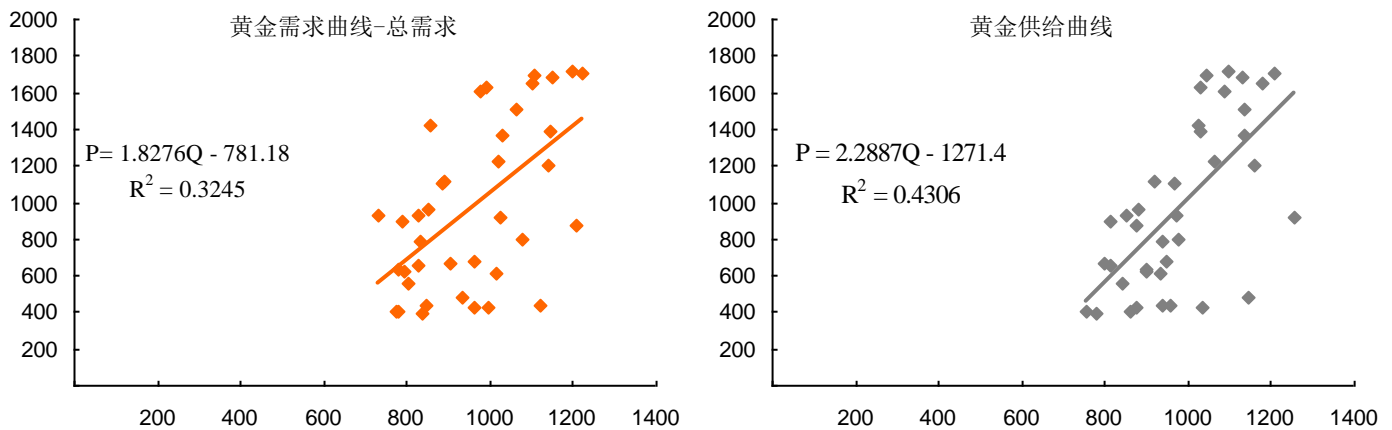
其中, Q 与 P 分别代表需求(供给)量和价格;

ΔQ 、 ΔP 分别代表需求(供给)量和价格的变化值;

$K = \Delta P/\Delta Q$, 代表需求(供给)曲线斜率;

由以上公式可以看出,需求(供给)价格弹性与斜率成反比。由于黄金需求曲线斜率小于供给曲线斜率,因此黄金需求弹性大于供给弹性,价格的变化对需求的影响要远大于供给的影响。因此,理论上,黄金的价格主要是由需求主导的。

图5-4： 黄金的需求曲线与供给曲线



资料来源:wind、平安期货研究所

理论上，均衡价格产生于需求量与供给量相等时，此时，意味着供求双方达到了一个“静态平衡”，未来新的“均衡价格”仅仅是因为供给或需求受其他因素影响而产生。当供给曲线斜率为正且需求曲线斜率为负时，倘若只考虑价格因素，那么均衡价格与均衡量将维持静止状态，任何意外“扰动”都将回归“均衡点”。

黄金的需求与供给曲线分别为：

黄金需求曲线： $P=1.8276Q-781.18$ ；

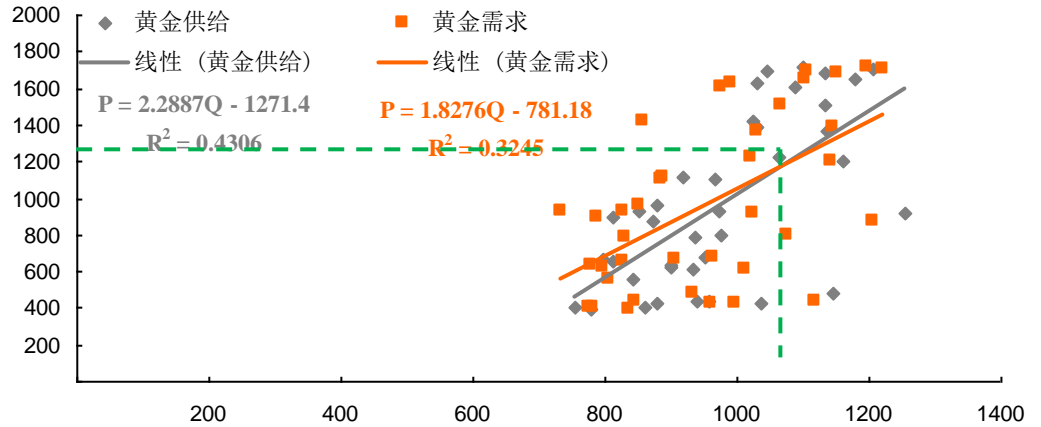
黄金供给曲线： $P=2.2887Q-1271.4$ ；

据此可以计算出均衡价格为 $P_e=1160$ 美元/盎司；均衡量为 $Q_e=1062$ 吨。理论上，当其他因素不变时，这一均衡价格与均衡量将保持不变。

但对于黄金而言，其“吉芬物品”特性，使得黄金需求曲线斜率为正，那么这意味着任何“扰动”都将使得价格偏离均衡点，并且距离均衡点越来越远（图6）。当价格大于均衡价格 1160 美元/盎司时，价格将越来越高，黄金价格泡沫也越来越大；当价格低于均衡价格 1160 美元/盎司时，价格将越来越低。因此，黄金极易表现出典型的牛熊市特征。

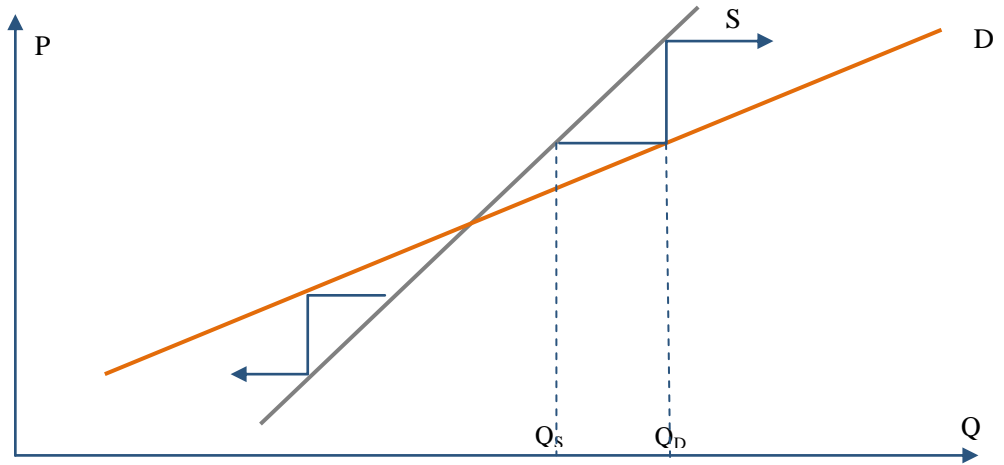
但同时需要说明的是，黄金供给与需求曲线的拟合前提是，其他因素对价格多空影响相互抵消。在长期来看，这一假设是相对合理的，但对于短期而言，市场预期、战争、货币政策变动等等因素都可能导致需求曲线的移动，在经济学上这被称为“需求变动”。因此，当考虑新的需求因素后，均衡价格也将发生变化。因此，实际上均衡点并不是固定的。

图5-5: 需求曲线斜率小于供给曲线斜率，吉芬物品特性显著



资料来源: Wind、平安期货研究所

图5-6: 需求曲线斜率小于供给曲线斜率，任何价格冲击，都将导致价格偏离均衡点



资料来源: Wind、平安期货研究所

4、维持黄金中长期熊市观点

今年6月底，黄金价格最低跌至1180美元/盎司，但随后受QE缩减延迟、空头回补等因素的影响，黄金价格出现一定反弹。截止8月底前，黄金最高上涨至1430美元/盎司，反弹幅度高达21%。根据前述分析，价格大于均衡价格1160美元/盎司，价格将偏离均衡价格越来越远，黄金价格也将越来越高，这是否意味着新的牛市又将产生呢？

对此，我们的观点是否定的。因为，此次价格上涨是受QE缩减计划延迟所导致的，这实际上将导致需求曲线“右移”，这意味着短期的均衡价格已经远远高于此前的长期均衡价格1160美元/盎司。考虑到远期QE退出是确定性事件，而加息也将随之而来，因此，黄金需求曲线将逐渐“左移”，从而短期均衡价格也将下跌，倘若价格小于短期与长期均衡价格，那么价格将形成趋势性下跌，直至新的需求变动足以使得短期需求曲线右移。因此，我们依旧维持黄金中长期将进入熊市的判断。这一判断更多地是基

于“事件分析”的结果。而黄金“吉芬物品”特性论证说明，黄金的牛熊市周期是一个价格偏离均衡后自我强化的过程，直至预期的改变。

五、数据备忘

PMI 继续攀升

8月中国制造业采购经理指数为51，比7月上升0.7个百分点，连续11个月位于临界点以上，高于市场预期。分企业规模看，大型企业PMI为51.8%，比上月上升1个百分点；中型企业PMI为49.6，与上月持平；小型企业PMI为49.2，比上月下降0.2个百分点。构成制造业PMI的5个分类指数普遍上升。

美国本周的数据偏悲观，7月美国耐用品订单远逊预期，环比降幅达7.3%，衡量企业支出计划的核心资本品订单环比下降3.3%；美国7月NAR成屋签约销售指数109.5，前值110.9。连续第二个月下跌，这表明抵押贷款利率上升正在削弱住房市场复苏势头。

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
2013-8-27	中国	工业企业利润:累计同比(%) 2013/07	11.1	11.1	-2.7
2013-9-1	中国	PMI 2013/08	51	50.3	49.2
2013-8-26	美国	耐用品除运输外订单:季调:环比(%) 2013/07	-0.6	0.1	-1.2
2013-8-26	美国	耐用品除国防外订单:环比:季调(%) 2013/07	-6.8	2.9	4.7
2013-8-28	美国	成屋签约销售指数(2001年=100) 2013/07	109.5	110.9	102.6
2013-8-29	美国	GDP(初值):环比折年率(%) 2013/06	3.2	2.8	3
2013-8-30	美国	核心PCE物价指数:同比(%) 2013/07	1.2	1.2	1.7
2013-8-30	美国	个人消费支出:季调(十亿美元) 2013/07	11,495.80	11,479.50	11,151.20
2013-8-30	美国	芝加哥PMI 2013/08	53	52.3	54.1
2013-8-30	美国	密歇根消费者信心指数(修正) 2013/08	80	85.1	74.3

资料来源:Wind、平安期货研究所

关注美国非农就业数据

下周需要重点关注美国非农数据，这一数据将直接影响美联储的决策，市场必将高度关注。(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
2013-9-3	美国	制造业PMI 2013/08	--	55.4	50.7
2013-9-3	欧盟	欧元区:PPI:同比(%) 2013/07	--	0.3	2
2013-9-5	美国	非制造业PMI 2013/08	--	56	54.3
2013-9-5	美国	ADP就业人数:环比:季调(%) 2013/08	--	0.2	0.1

2013-9-6	美国	失业率:季调(%) 2013/08	--	7.4	8.1
2013-9-6	美国	制造业平均周工时:季调(小时) 2013/08	--	41.7	41.6
2013-9-6	美国	制造业新增就业人数:季调(千人) 2013/08	--	6	-14
2013-9-6	美国	新增就业人数:季调(千人) 2013/08	--	227	-86
2013-9-6	美国	制造业平均时薪:环比(%) 2013/08	--	0	-0.1

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>