

## 四季度油粕比将现季节性反弹

### 内容摘要

**品种前瞻：四季度油粕比将现季节性反弹。**近期油粕比已经呈现反弹迹象。从短期的季节性因素考虑，我们认为短期油粕比有望继续反弹。再参考近5年油粕比的季节性趋势：4-5月跌至9月，10月至年末上涨。因此我们建议四季度的操作策略是买油抛粕。

**策略专题：PMI 库存揭示商品周期。**目前，中国制造业依旧处于增速反弹后的“主动补库存”阶段。但我们预期中国经济结构调整，终将导致下游需求走弱（假设明年1-2季度），原材料将出现“主动去库存”，而产成品可能先后经历“被动补库存”与“主动去库存”。因此，商品颓势不改。

**图解金融：金融危机5年记。**今天，银行资产比前健康了，借贷收紧了，资本充足率也提升了，企业负债少了，杠杆产品利用少了。但各国政府争相QE，流动性泛滥之下欧美股市屡创新高。然而，我们觉得资产价格调整是迟早的事，一旦市场转向，杀一个措手不及也未可知。

**热点观察：**1、十八大三中全会改革全文公布，不乏改革亮点；2、耶伦参议院证词仍偏向鸽派

**数据备忘：**中国10月社会融资规模远低于9月；下周重点关注中国汇丰PMI。

✉: dept\_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 策略研究小组

✉: dept\_paqhtzzxb@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

☎: 投资咨询资格: Z0003056

### 相关报告

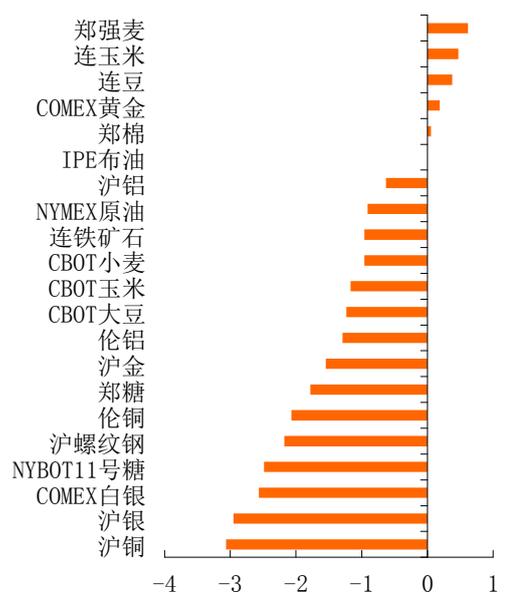
1、非农远超预期，黄金空头持续——商品E周刊（第100期）——平安期货  
2013.11.11

2、沪铜与伦铜库存此消彼长——商品E周刊（第99期）——平安期货  
2013.11.04

3、QE或再延迟，黄金短多远空——商品E周刊（第98期）——平安期货  
2013.10.28

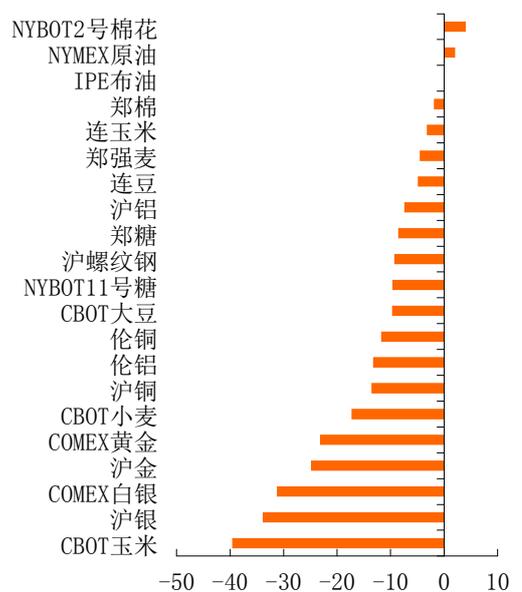
## 重要图表

图1: 上周各市场表现一览 (%)



资料来源: wind、平安期货研究所

图2: 本年各市场表现一览 (%)



资料来源: wind、平安期货研究所

## 目录

一、品种前瞻	3
1、季节性因素对比价关系的阶段性影响	3
2、产业链结构对比价关系的影响	4
3、短期油脂去库存明显, 市场极易引爆	4
二、板块解析	5
1、黄金: 关注美联储10月货币政策会议纪要	5
2、铜: 宏观面有暖意, 铜价跌势将一波三折	6
3、螺纹钢、焦煤、焦炭、铁矿石: 需求不振, 弱势运行	7
4、豆类油脂: 大阴收回全周涨幅	7
三、策略专题	8
PMI 库存揭示商品周期	8
1、制造业 PMI 指数库存规律解析	8
2、稳增长与调结构下策略: 近多远空	10
四、图解金融	10
金融危机五年记	10
五、热点观察	11
1、十八大三中全会改革全文公布, 不乏改革亮点	11
2、耶伦参议院证词仍偏向鸽派	12
六、数据备忘	13

## 一、品种前瞻

### 四季度油粕比将现季节性反弹

从下图我们可以看到自从豆油、豆粕期货上市以来油粕比价在 2.0-3.0 区间运行，最高比价在 3.8，出现在 08 年 3 月，由于 08 年国际原油价格的飞速高涨，与之相关的带着生物能源色彩的油脂产品价格也急速飙升。近两年油粕比价运行区间为 2.0-2.6 区间，中轴位于 2.2-2.3，最低比价就在目前位置 1.67 左右。过去相对确定的油粕比价区间催生了不少依托此统计数据构建交易系统的套利模式。然而进入 2013 年以来油粕比不断刷新历史低值，市场结构也在悄然发生改变，假设仅仅以过往几年的比价统计数据来分析预测后期走势已然失效，油粕市场经历了长达 2 年的两极分化，市场普遍关心行业内是否存在颠覆目前比价关系的革命性力量，而近期市场似乎也潜伏着一股暗流企图打破平衡，我们将探讨影响油粕比价走势的各项综合因素及后期驱动因素。

图1-1：油粕比价进入历史低值区间



资料来源:wind、平安期货研究所

#### 1、季节性因素对比价关系的阶段性影响

豆油没有明显的淡季特征，但是旺季却比较明显。首先，秋冬季节国内有双节需求，即中秋节以及国庆节，这段时间居民的油脂消费量较平时有一定的增加。其次，冬季随着气温的降低，棕榈油会逐渐凝固，此时豆油作为低凝点的油脂会具备较强的替代作用。因此，一般情况下，豆油冬季价格会较其他季节有一定的提高。相反豆粕则进入了淡季。进入 9 月份之后，随着国内传统节日中秋、国庆来临，生猪出栏量增多，从而减少了未来 9 月中至 11 月份的整体生猪存栏量，猪饲料需求出现阶段性减少。秋季是北半球大豆、棉花、油菜籽以及葵花籽集中收获上市时期，而相应地也是豆粕、菜粕、葵粕等粕类集中加工上市期。

考虑到豆粕、豆油季节性需求特点，可以得出油粕比在 9-10 月份短期见底，四季

度走高的概率较大。而实际上，通过对历年油粕比走势统计，可以发现目前为止油粕比第四季度均出现一定程度的上涨，季节性特征非常明显，但其他季度则出现涨跌不一的现象，季节性特征相对平淡。

## 2、产业链结构对比价关系的影响

在产业链长度上，豆油相对豆粕占据相对优势。豆粕的产业链相对豆油更为冗长，其价格除了受制于大豆价格变动外，下游饲料加工企业、养殖业以及肉类加工等行业的影响作用也非常强。而豆油产业链下游仅仅是精炼以及分装，利润再分配环节较为有限，特别是精炼油厂往往就是豆油生产企业。由于饲料加工企业处于产业链中游，毛利率偏低，资金规模也相对有限，缺乏大量接盘的能力，豆粕抗跌性相对较差。

但值得注意的是，近年来我国饲料行业出现一定程度变革。经过三十年的发展，我国饲料产业产值和总量不断增大。同时，由于生猪养殖规模化程度相对较低和规模化进程加快，猪饲料产量增速要明显快于整个行业增速。同时，随着居民收入的逐步提高，人们对肉蛋奶需求的增加推动饲料需求的增长。此外，我国规模化养殖的比例不断提高，相对散养，规模化养殖更加注重养殖效率，对饲料的需求更高，这也推动了饲料需求的增加。预计未来几年，饲料行业规模化进程的不断加快，豆粕需求仍将保持较高增速。与此同时，人们对食用油消费增速在经过高速增长后开始逐步稳定。近几年油脂需求增速保持较低增速或零增长局面。豆粕与油脂需求增速的不同步局面将导致油粕比价中期仍以做空为主。

图1-2：配合饲料月产量不断创新高

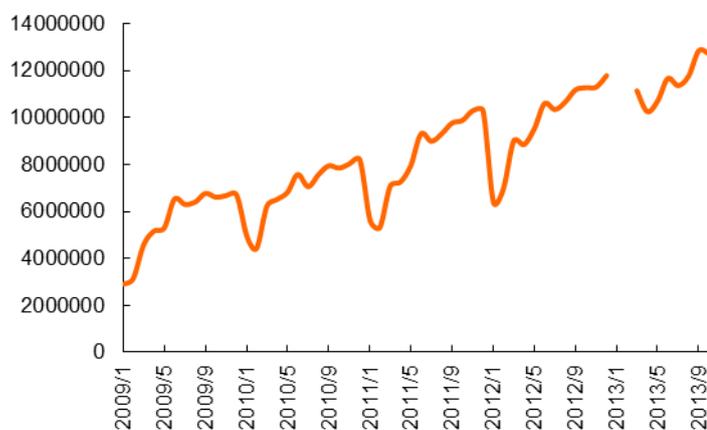
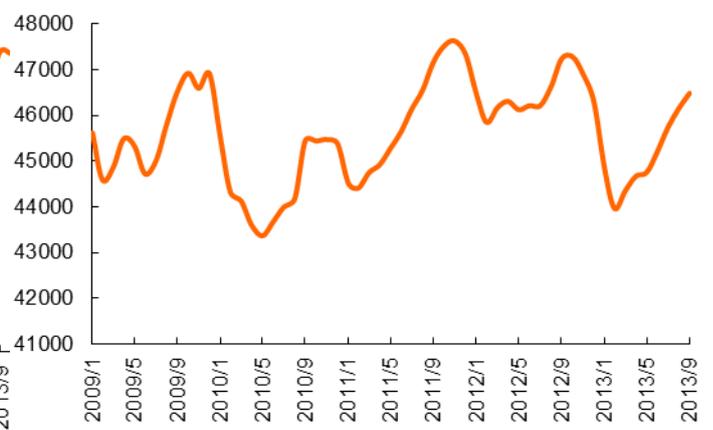


图1-3：生猪存栏量今年反弹明显

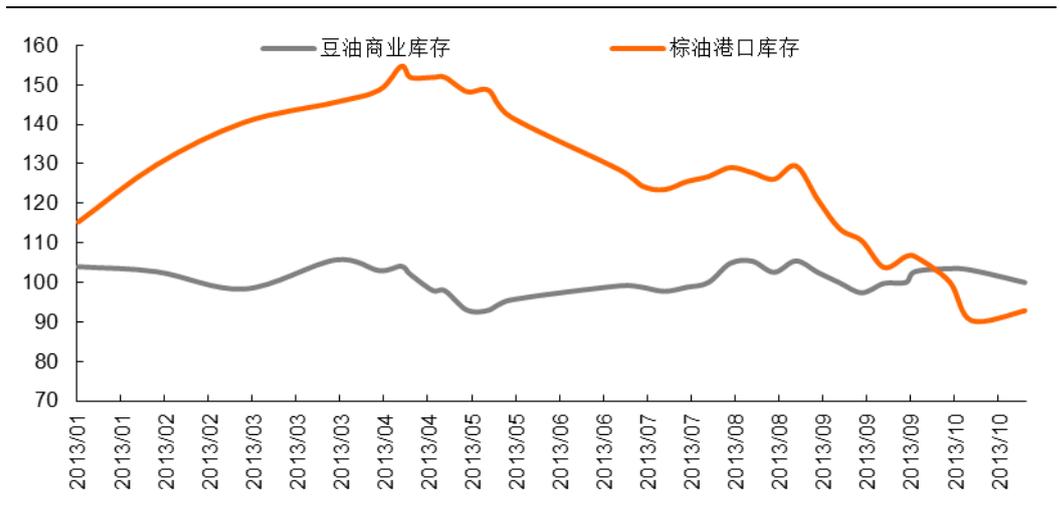


资料来源:wind、平安期货研究所

## 3、短期油脂去库存明显，市场极易引爆

2013/14 年度国内折油总供应预计达到 2493 万吨，同比减 74 万吨(-3%)，主因油脂直接进口预计 776 万吨，同比回落 176 万吨(同比-18.4%)；从油脂消费上看，豆油继续增加(同比+30 万)，棕油和菜油减少(分别为 30 万和 10 万)，加上其他小油品消费小幅增加，13/14 年度油脂总消费增幅从上一年度的零增长暂增至较乐观的恢复至 1.5%；因此从商业库存来看，年末油脂商业库存将较去年下跌 13%至 210 万吨，可以说 13/14 市场年度国内油脂出现一定程度的去库存。

图1-4：油脂去库存化



资料来源:wind、平安期货研究所

近期油粕比已经呈现反弹迹象。从产业链结构角度出发，油粕比价在经历两年多历史低位运行后，油脂市场现在处于极易被引爆的蓄势期。从短期的季节性因素考虑，我们认为短期油粕比有望继续反弹，当前豆油和棕榈油现货价格也出现了止跌。未来四季度如果豆油价格出现回暖，则大豆的供给压力很可能在这一阶段体现在豆粕价格上。再参考近5年油粕比的季节性趋势：4-5月跌至9月，10月至年末上涨。因此我们建议四季度的操作策略是买油抛粕。

## 二、板块解析

### 1、黄金：关注美联储 10 月货币政策会议纪要

受耶伦在美国参议院货币政策委员会听证会鸽派演讲推动，上周黄金反弹至 1286 美元/盎司。耶伦称，目前失业率过高，有继续维持宽松货币政策必要，QE 带来的益处大于成本，目前经济数据还不能确定是否要缩减 QE。

与此前费舍尔等鹰派观点对立，但耶伦依旧没有排除缩减 QE 的可能，并称倘若通过降低超额存款准备金利息对冲 QE 缩减，可能会对货币市场产生影响，但也不失为一种可能；对于金融稳定与资产泡沫，最好的方法是监管而非调整当前货币政策。

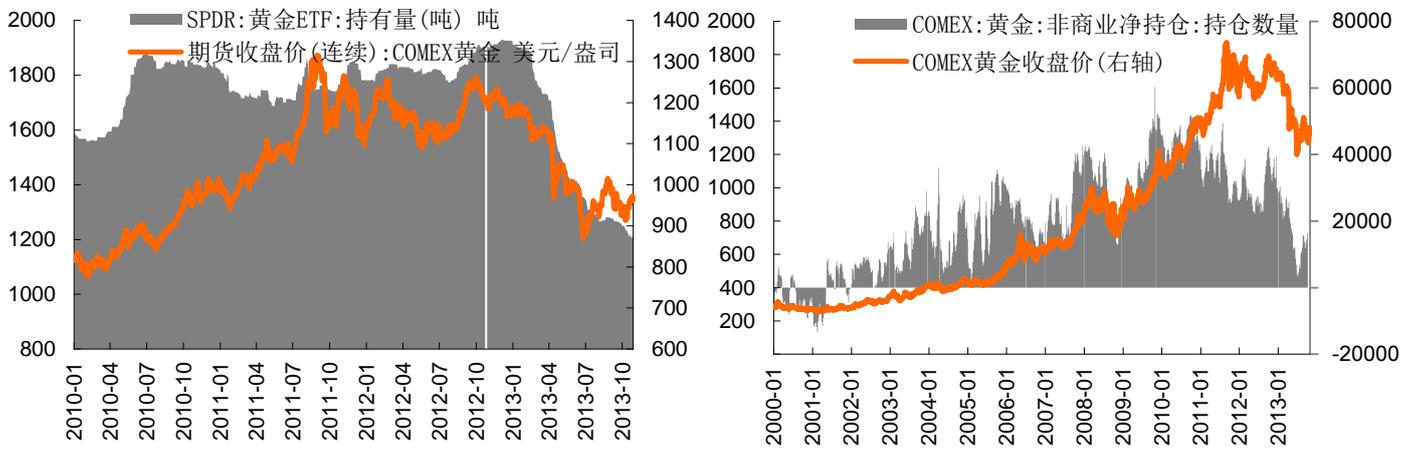
耶伦言下之意更倾向于维持 QE 规模不变，倘若缩减 QE 可能会辅以下调超额准备金利率来对冲流动性减少。但无论 QE 是否在下次会议开始缩减，美联储的动作都会较为谨慎和保守。黄金空头持续，但难现急跌。本周四关注 10 月美联储货币政策会议纪要，11 月份经济非农数据也极为关键。

从投资者的行为来看，似乎早已经对 QE 退出做好了准备，COMEX 黄金非商业净持

仓基本处于净空头，为近 10 年以来的最低值；而黄金 ETF 一直处于减持状态，即便前期黄金反弹，黄金 ETF 持仓也没有增加，这表明投资者的预期已经转向空头的了。(朱春明)

图2-1: 黄金ETF持有量依旧处于减持过程中

图2-2: 黄金非商业净持仓略有反弹



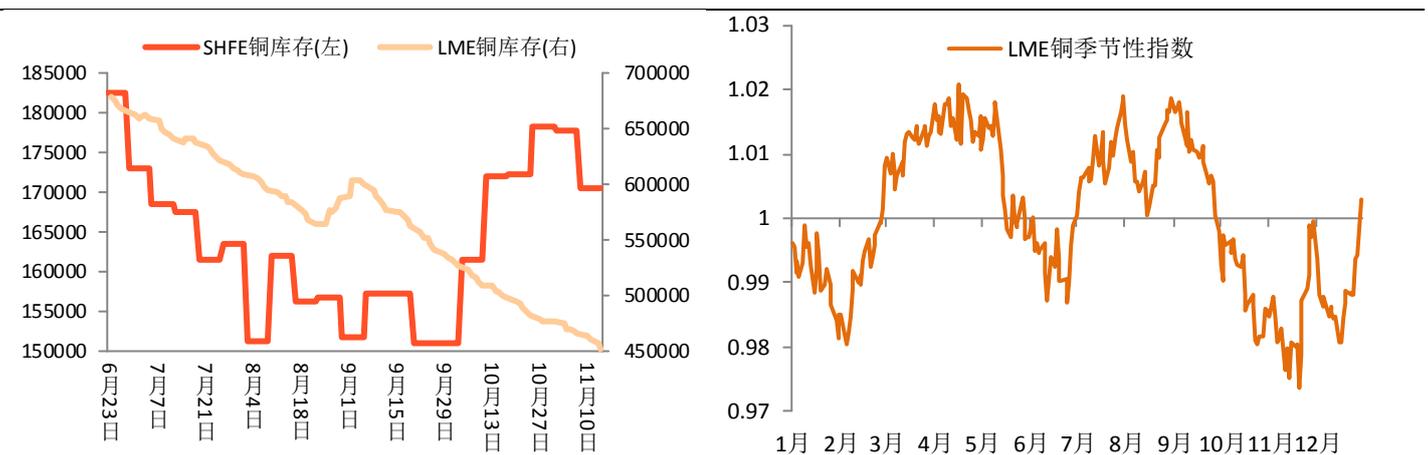
资料来源:wind、平安期货研究所

## 2、铜：宏观面有暖意，铜价跌势将一波三折

随着三中全会的闭幕，铜价也终于结束了之前长达三个月的小幅震荡。上周三，沪铜以跳空低开的方式跌破前期 50800-51000 点的强支撑位，上周五铜价在股市大涨的时候仍然弱势不改。目前三角形突破形成，技术上铜价看到 49000 点附近。

图2-3: 交易所库存从6月底开始大幅减少

图2-4: 季节性指数表明11-12月份铜价往往较强



资料来源: Wind、文华财经、平安期货

但宏观面却又暖风不断。中国三中全会改革细节出炉，计划放宽部分地区的外资限制，允许自然资源价格更直接反应市场需求，利多铜价。美联储主席提名人耶伦在参议院听证会上表态继续货币刺激，也对工业金属有刺激作用。另外，库存继续下降，自 6 月 24 日以来，三大交易所总库存已经下降三分之一，处于 2 月份以来的最低水平，其中伦铜库存从近 70 万吨下降到目前的 45 万吨左右。季节性因素也对空头不太有利。从历史数据上看，铜价在 11-12 月份往往偏强，由于中国现货商往往在年底有补库存

的需求。

综上所述我们认为，铜价的这一波下跌仍然将不会顺畅，一波三折是大概率事件。因此建议投资者空单持有，在遇急跌减仓。同时也不排除本次三角形突破是假突破的可能，若铜价有效站上 51000 点，则放弃空头操作。（唐子健）

### 3、螺纹钢、焦煤、焦炭、铁矿石：需求不振，弱势运行

钢价波动主要受到国内粗钢产量和下游需求的影响。从供给端观察，8、9、10 月份的国内粗钢产量分别为 6627 万吨、6542 万吨和 6508 万吨。尽管钢材市场价格一路走低，但是钢材并没有进行实质性的减产，市场的供给压力仍旧存在。从需求端观察，临近冬季，北方市场逐渐进入严寒，工地施工需求逐渐减弱，从历史上的固定资产投资数据分析，进入冬季后，北方的固投数据明显减弱。社会市场库存一路走低，显示钢材贸易商对后市的价格预期比较悲观，并未进行补库存。从原材料端观察，铁矿石供应充足，价格面临下行压力。进口方面，8、9、10 月份的国内进口铁矿石数量分别为 6901 万吨、7458 万吨以及 6783 万吨，进口数量一直稳定在 7000 万吨附近。产量方面，8、9、10 月份国内铁矿石产量分别为 1.29 亿吨、1.36 亿吨和 1.34 亿吨，产量也呈现增长态势。港口库存方面，8、9、10 月份的港口库存维持在 7300 万吨附近，而最近的港口库存为 7788 万吨，港口库存明显上升。（李文杰）

图2-5: 螺纹钢期限价差走势



资料来源:wind、平安期货研究所

### 4、豆类油脂：大阴收回全周涨幅

上周五美豆出现大阴下跌，把一周上涨幅度悉数收回。符合我们上周对于豆类上涨持续性的担心。本次下跌消息面并没较大消息刺激。

彰显处于收割期的美豆上行仍然困难重重。对于整体豆类宽松的大格局不容忽视。国内市场较国外市场表现更加偏弱，震荡格局明显，操作难度明显加大。油粕强弱关系不断转换。短期来看，从季节性规律和基本面差异的情况下油粕比存在反弹需要。

单边风险较大，建议保持观望。持有买棕油抛豆油套利，买豆油抛豆粕套利少量建仓。(丁红)

### 三、策略专题

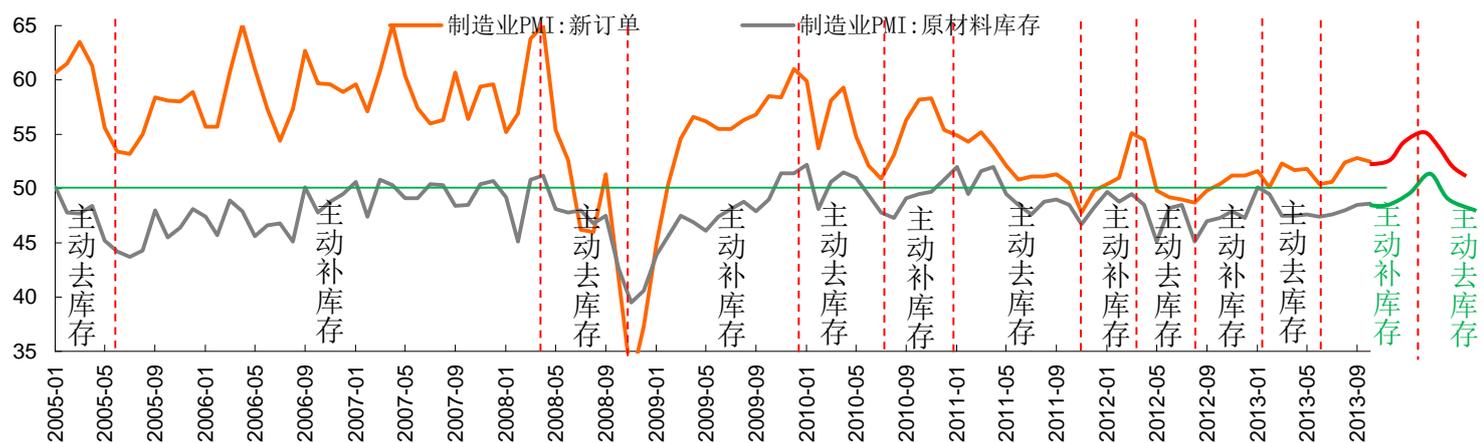
## PMI 库存揭示商品周期

### 1、制造业 PMI 指数库存规律解析

在商品研究中，库存变化的重要性不言而喻，库存变化反映了商品的供求关系，决定了商品价格的涨跌。在具体行业分析中，可以通过搜集产业中相关商品库存变化来进一步分析价格走势。但在宏观分析中，库存统计十分困难。在此，我们通过制造业 PMI 中新订单、产成品库存与原材料库存关系来揭示目前经济是处于何种库存阶段。

(1) 原材料库存变化包含“主动补库存”与“主动去库存”两种情况。一般来说，新订单是最快速的反馈指标。企业发现新订单增加时，通常会立即增加原材料的采购，从而原材料的库存会逐渐上升；相反，如果企业订单减少，企业则相应减少原材料的采购，企业原材料库存与新订单情况应该是基本同步的。这主要是因为原材料采购更容易“相机抉择”。原材料库存变化通常只有“主动补库存”与“主动去库存”两种情况。

图3-1：原材料库存变化包含“主动补库存”与“主动去库存”两种情况



资料来源:wind、平安期货研究所

(2) 产成品库存变化包含“被动补库存”、“主动去库存”、“被动去库存”与“主动补库存”四种情况。对于产成品库存而言则略有不同，产成品库存变化还与企业过去对新订单预期有关。

如果企业往期预期订单状况较好，从而增加了原材料的采购，而实际情况当期订单并没有相应增加，这会导致产成品库存意外上升，这就是所谓的“被动补库存”，由

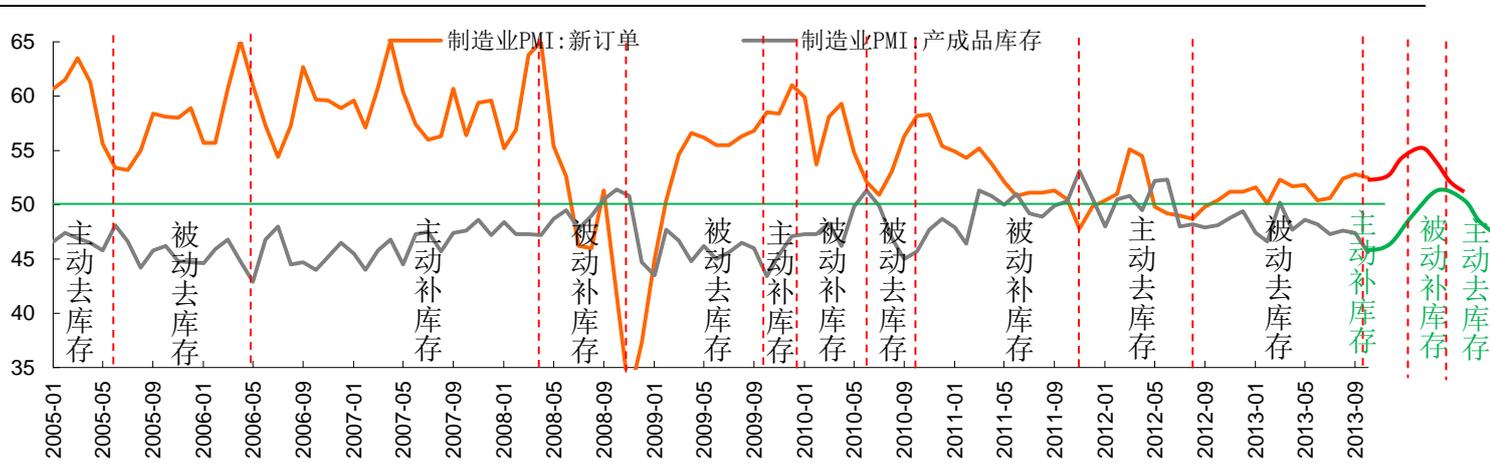
于销售不畅，因此产成品价格通常持平或略有下降；

当企业发现订单状况低于预期后，企业就会减少原材料采购，进而减少产成品生产，主要以消化过去产成品为主，这就是所谓的“主动去库存”，由于企业目的是消化库存，减少资金占用，因此可能会相继竞争降价，所以产成品价格通常有较大降幅。

低迷的产成品价格以及主动去库存过程使得企业对未来新订单预期相对较低。假如此时政府刺激经济导致新订单超出企业预期，则企业有可能经历意外的“被动去库存”阶段，另外，极有可能此时由于企业经历了“主动去库存”阶段，产成品库存已经较低，因此产成品出现供不应求状况，产成品价格可能大幅快速上涨；

由于产成品库存大幅下降，企业预期订单需求状况较好，因此加大原材料采购，重新启动产能投放，库存迅速提升并超过消化速度，从而出现“主动补库存”现象。由于库存已经有所恢复，因此产成品价格涨幅也逐渐回落，并趋于稳定。

图3-2：产成品库存变化包含“被动补库存”、“主动去库存”、“被动去库存”与“主动补库存”四种情况



资料来源:wind、平安期货研究所

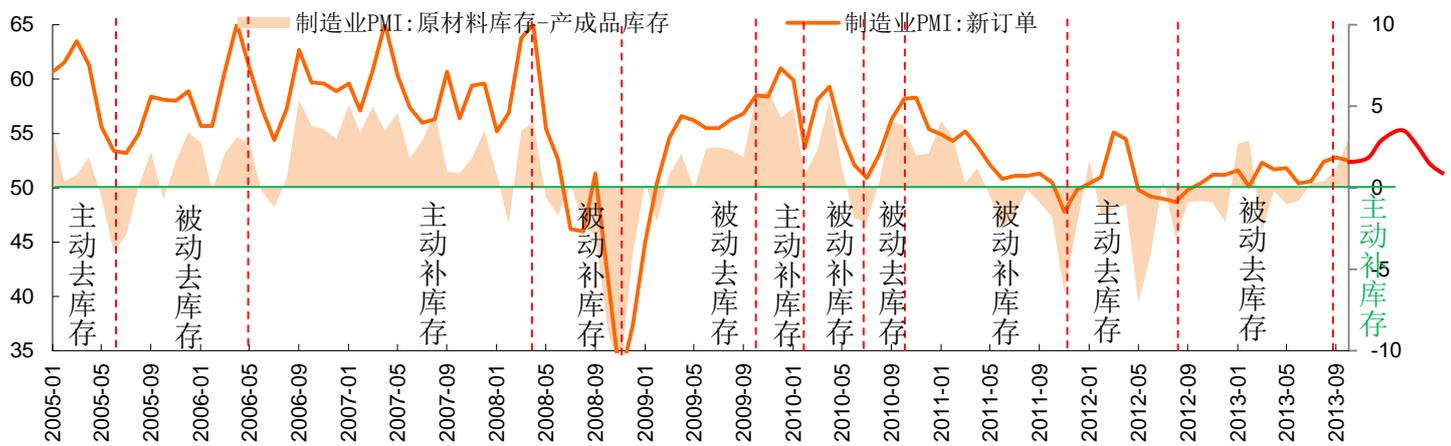
**(3) 原材料与产成品库存差值通常与新订单变化一致。**尽管前文提到原材料库存变化与新订单变化基本一致，但实际情况更应该是企业对新订单还有一个反馈时间，从而原材料库存变化略微滞后于新订单变化。假设企业产能是充足的，或可以立刻提高产能，这意味着不考虑销售变化情况下，产成品库存流入与原材料流入基本相当，仅仅存在一个“生产时间”滞后而已。

另外，假设企业新订单并不来源于“实际预订”，而是通过观察产成品销售来预测<sup>1</sup>，那么实际新订单的增减变化 ( $\Delta Q$ ) 反应的实际上是原材料库存 ( $Q_{raw} + \Delta Q$ ) 与产成品库存 ( $Q_{product}$ ) 的差值。

考虑到目前国内产能严重过剩，而按需采购的生产模式尚不充分，因此，“产能充足”与“理性预期”假设并不脱离实际，如下图所示，在 PMI 分类指数中，原材料库存与产成品库存差值同新订单基本一致。

<sup>1</sup>如果本期销量增加  $\Delta Q$  ( $Q_0 + \Delta Q = Q_1$ )，则预期下期销量还会按照此速度增加  $\Delta Q$  ( $Q_1 + \Delta Q = Q_0 + 2\Delta Q = Q_2$ )，即理性预期

图3-3: 原材料与产成品库存差值基本与新订单正相关, 多原材料空产成品的套利机会或出现



资料来源:wind、平安期货研究所

## 2、稳增长与调结构下策略：近多远空

经过上述理论分析后，我们就当前经济情况具体分析。在当前中国经济情况之下，稳增长与调结构是中国未来几年的主要特征。稳增长实际上是稳就业，调结构目的是纠正当前严重扭曲的产业结构、产能过剩、贫富分化，从而确保未来中国经济增长能够持久。这也是新一届政府的主要工作使命，与当前十八大三中全会改革思路也基本一致。

今年上半年中国经济增速大幅放缓，为了确保经济增长和保就业，政府继续用“老办法”，通过投资于房地产拉动经济增长，并且这一程度超出市场预期，由于三季度投资增速较高，这使得大宗商品需求显著改善，企业原材料将“主动补库存”，而产成品出现“被动去库存”现象，而目前四季度经济需求仍旧扩张，则原材料将继续“主动补库存”，而产成品也将“主动补库存”。因此，在此阶段原材料与产成品价格都将上涨，并且原材料涨幅可能会高于产成品。

但考虑到本届政府有意促进经济结构调整，未来中国经济将“贴近下限”运行，过去高度依赖的投资增速难以维持，下游需求终将走弱（假设明年1-2季度），此时原材料将出现“主动去库存”过程，而产成品可能“被动补库存”，但此后下游产成品还将进行“主动去库存”，因此，原材料与产成品价格也将下跌。（朱春明）

## 四、图解金融

### 金融危机五年记

五年前的今天，你还记得做了些什么？可能你早已忘记了，但有一个重大事件，你是忘不了的——2008年的金融风暴正在发生。

有时候，个人的得失，在大动荡中显得异常渺小。最值得我们关心的是：我们是否从历史中吸取教训。金融海啸的发生，很明显最大的源头是利率长期低企导致资产

泡沫。设计复杂的衍生品、贪得无厌的投行家只是帮凶而已。五年又过去，全球息率依然维持在超低水平，会否又是一颗金融核弹在等待引爆？

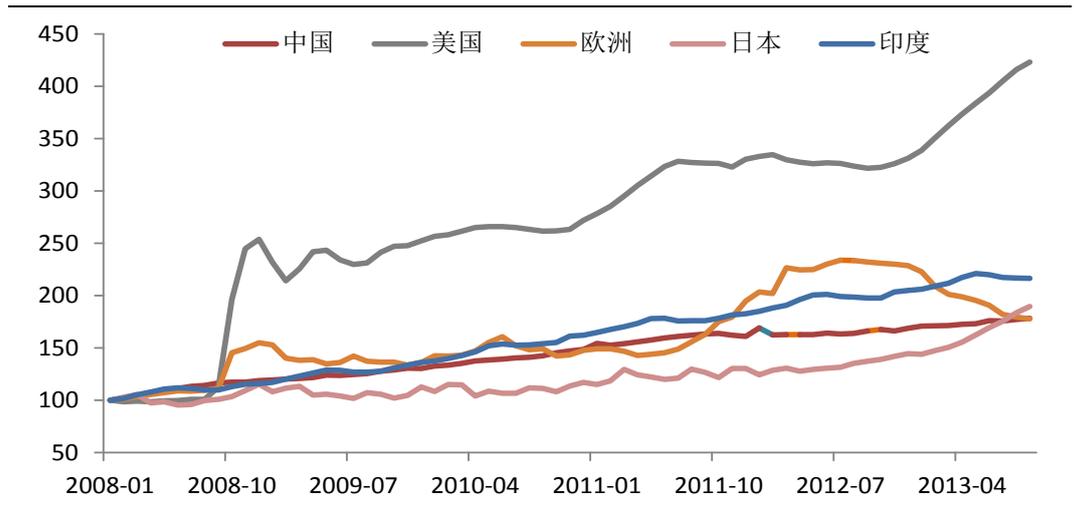
今天，银行资产比前健康了，借贷收紧了，资本充足率也提升了，企业负债少了，杠杆产品利用少了。但各国政府争相 QE，流动性泛滥之下欧美股市屡创新高。然而，我们觉得资产价格调整是迟早的事，一旦市场转向，杀一个措手不及也未可知。

我们又将日历推前至五年后（即 2018 年），全球的经济又会怎样？我们没有“玛雅水晶球”，仅凭透光度甚低的玻璃球，仅属猜想：

一、各国央行为应对通胀而忙于加息，却又担心会扼杀刚有起色但疲弱的经济；二是美元持续强势，日本、欧洲及新兴经济体汇率竞相贬值；三是新兴市场风险溢价继续扩大，如所谓的“金砖”其实是几块完全不同成色的板块；四是中国 GDP 增长首次跌破 7% 水平，但央行仍大洒金钱，内部消费结构占比开始回升，服务业及现代制造业成新的增长点，房地产泡沫爆破，股市进入新的黄金周期。

五年又五年，很多经济学家视 8-10 年为一个经济周期。人生没有几个十年，赶紧努力吧！

图5-1：金融风暴5周年，各国资产负债情况



资料来源: wind、平安期货研究所

## 五、热点观察

### 1、十八大三中全会改革全文公布，不乏改革亮点

11月12日，十八大三中全会全文公报公布。改革亮点颇多，但改革力度略微低于与此前国研中心的“383改革计划”，因此，市场普遍认为改革遇到相关阻力。尽管如此，我们认为以下几个要点改革是未来的重点和方向。

(1) 经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。十八大三中全会认为，政府

将不再是资源配置的主角，市场的作用将起决定性的。这与社会一直希望建立“服务型”政府意愿相吻合。

**(2) 财税体制改革是重点，是土地市场改革的基础。**目前，地方政府严重依赖土地收入，这主要是因为过去的分税制使得中央收益颇丰，而地方相对较少。这使得土地市场改革阻力巨大。而如果完善了财税体制，这意味着推行土地市场改革也更为轻松。十八大三中全会公告指出，必须完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性。要改进预算管理制度，完善税收制度，建立事权和支出责任相适应的制度。

**(3) 完善土地市场定价机制，土地市场改革有望推行。**要建立公平开放透明的市场规则，完善主要由市场决定价格的机制，建立城乡统一的建设用地市场，完善金融市场体系，深化科技体制改革。

**(4) 公有制主体地位不动摇。**这实质上是明确国企未来地位依旧牢固，并不是未来改革的重点，但可能通过推进国企管理的现代化治理。明确提出全面深化改革的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，第一次提出推进国家治理体系和治理能力现代化。必须毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持公有制主体地位，发挥国有经济主导作用，不断增强国有经济活力、控制力、影响力。

**(5) 建立深化改革领导小组，协调各类改革阻力，力保改革落到实处。**中央成立全面深化改革领导小组，负责改革总体设计、统筹协调、整体推进、督促落实。各级党委要切实履行对改革的领导责任。

**(6) 完善司法体系，为改革保驾护航。**完善司法体系，建立健全法制，这是行政协调外的另一重要手段。要维护宪法法律权威，深化行政执法体制改革，确保依法独立公正行使审判权检察权，健全司法权力运行机制，完善人权司法保障制度。

**(7) 设立国家安全委员会，完善国家安全体制和国家安全战略，确保国家安全。**从改革小组到司法体系，再到国家安全，经济改革各层级的保障更加到位。这主要是确保经济改革得到有力执行，破除各种阻力。

## 2、耶伦参议院证词仍偏向鸽派

本周四（11月14日）耶伦在参议院货币政策委员会的听证会上维持了此前观点。耶伦认为，目前失业率过高，维持宽松货币政策必要，QE带来的益处大于成本，目前不能确定是否要缩减QE，但倘若通过降低超额存款准备金利息对冲QE缩减，可能会对货币市场产生影响，但也不失为一种可能，对于金融稳定与资产泡沫，最好的方法是监管而非调整当前货币政策。耶伦言下之意更倾向于维持QE规模不变，倘若缩减QE可能会辅以下调超额准备金利率来对冲流动性减少。但无论QE是否在下次会议开始缩减，美联储的动作都会较为谨慎和保守。

**(1) 失业率过高，特别是长期失业率过高，在未来一段时期内维持高度宽松的货币政策是非常必要的。**联储将竭尽所能地推动经济强劲复苏。针对当前的超低利率，她认为，在复苏仍然疲弱之际，不撤走购债支持至关重要。倘若经济走弱，那时联储能够使用的货币政策工具是有限的。

(2) 有关联储的资产购买，耶伦认为，QE带来的益处超过成本，购债计划对经济增长和经济前景的贡献很大。当前极度宽松的货币政策会维持相当一段时间，联储未来会逐步减少资产购买。

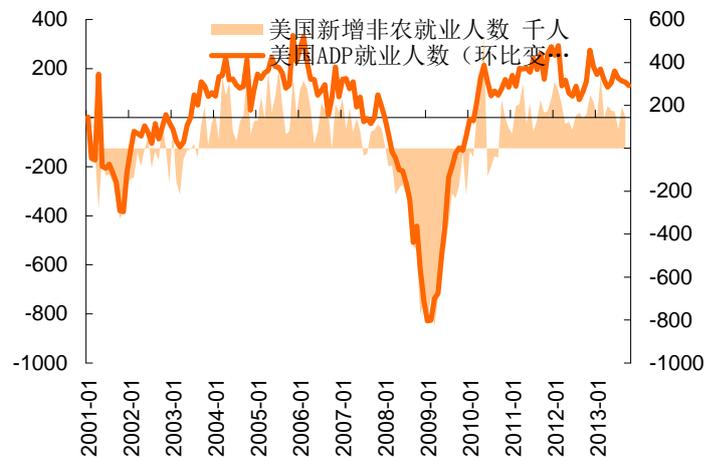
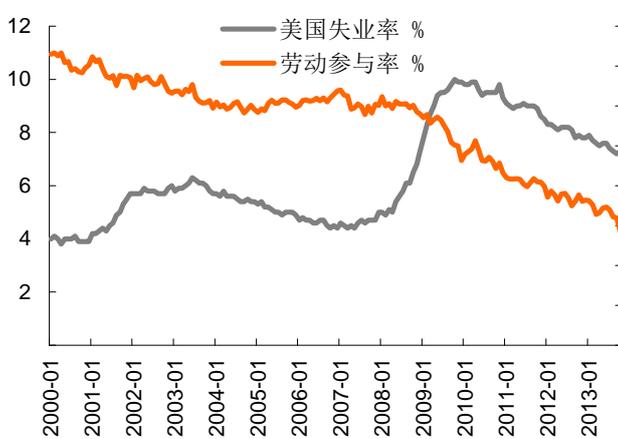
(3) 联储不能确定近期是否缩减QE。耶伦表示，每次联储的货币政策会议上，都会继续评估未来的经济前景，以决定是否可以缩减QE。

(4) 耶伦认为，美联储若降低对超额准备金支付的利息，可能会影响货币市场的运作，她对此表示担心。但她认为这也不失为一种可能。

(5) 有关金融稳定性，耶伦重申，她认为对抗资产泡沫、稳定金融体系的最好方法（至少是初始方法）是通过监管政策，而不是通过调整当前的货币政策。

图5-1：10月失业率反弹至7.3%，劳动参与率降至62.8%；

图5-2：10月新增非农就业人口20.4万人，10月ADP就业人口13万人



资料来源:wind、平安期货研究所

## 六、数据备忘

### 中国 10 月社会融资规模远低于 9 月

中国央行最新公布的数据显示，中国 10 月社会融资规模 8564 亿元，远低于前值；中国 10 月新增人民币贷款 5061 亿元，创下 10 个月新低；货币供应 M2 同比增长 14.3%。新增贷款和社会融资偏低的原因，一方面是临近年底，四季度银行为调整全年指标，控信贷增速压力加大；另一方面，对于非标融资的压缩和资金利率偏高导致社会融资的明显回落。

欧元区 10 月通胀确认降至近 4 年最低。欧元区三季度 GDP 季率扩张 0.1%，法国意外萎缩，德国较前季大幅放缓。

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
2013-11-11	中国	M2: 同比 (%) 2013/10	14.3	14.2	14.1

2013-11-11	中国	新增人民币贷款(亿元) 2013/10	5,061.00	7,870.00	5,054.00
2013-11-14	中国	全社会用电量:累计同比(%) 2013/10	7.4	7.2	4.9
2013-11-12	英国	产出 PPI:同比(%) 2013/10	0.8	1.2	1.9
2013-11-12	英国	CPI:同比(%) 2013/10	2.2	2.7	2.7
2013-11-14	美国	核心 PPI:同比:季调(%) 2013/10	--	1.2	2.2
2013-11-15	欧盟	欧元区:核心 CPI:同比(%) 2013/10	0.8	1	1.5
2013-11-15	美国	纽约 PMI 2013/11	-2.2	1.5	-4.3
2013-11-15	美国	工业总体产出指数:环比(%) 2013/10	-0.1	0.7	-0.1

资料来源:Wind、平安期货研究所

### 关注中国汇丰 PMI

下周重点中国汇丰 PMI, 美国 CPI 和房地产数据。(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
2013-11-21	中国	汇丰 PMI(预览) 2013/11	--	50.9	50.5
2013-11-18	美国	NAHB 住房市场指数 2013/11	--	55	45
2013-11-20	美国	成屋销售折年数(万套) 2013/10	--	529	483
2013-11-20	美国	成屋销售:环比折年率(%) 2013/10	--	-1.9	1.1
2013-11-20	美国	CPI:同比(%) 2013/10	--	1.2	2.2
2013-11-20	美国	核心零售总额:季调:环比(%) 2013/10	--	0.3	0.4
2013-11-20	美国	零售和食品服务销售:同比:季调(%) 2013/10	--	3.2	4.4
2013-11-21	美国	PPI:同比:季调(%) 2013/10	--	0.3	2.3
2013-11-22	美国	堪萨斯联储制造业指数:季调 2013/11	--	6	-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>