

预计 7 月汇丰 PMI 季节性回落

内容摘要

热点聚焦：预计 7 月汇丰 PMI 将季节性回落。在中国经济连续下滑、政策显微调信号之际，市场对经济的分歧主要集中在三季度是否会有反弹，而对四季度继续回落基本一致，我们认为中国经济短期出现一些企稳的信号，特别是中国经济领先指标值环比持平。

本周市场将公布 7 月汇丰 PMI 预览值，我们预计该值将延续季节性回落，不过考虑到今年以来中国经济季节性波幅收敛，特别是汇丰 PMI 数据。根据季节性因子推断，我们预计官方 7 月 PMI 将继续回落至 49.5 左右，根据汇丰与官方 PMI 差值推断，预计汇丰 PMI 预览值可能回升至 49 左右。经济继续下滑空间趋缓，甚至不排除 8 月后环比改善可能。

策略：短期市场将持续反弹。对于未来经济的悲观确实主导了投资者对于目前国内资本市场的看法，因此国内外市场出现了背离。在这样的情况下重新反思策略观点，我们认为短期反弹的可能性依然很大。首先市场已经初步反应了对未来经济的悲观预期；其次利率市场化可能带来的利好以及李克强总理的底线论都会引导市场向好的方向发展。

品种前瞻：黄金温和反弹，熊市格局延续。主导本轮黄金价格走势的直接因素是美联储货币政策。尽管伯南克在百年美联储演讲中，对 QE 政策的出现了所谓“鸽派”言论，但仔细比较伯南克在 6 月货币政策会议以及半年度货币政策报告上的演讲，不难发现，伯南克对美国逐渐退出 QE 政策的观点并没有改变，而对是否加息相对谨慎。美联储货币政策走向将主要取决于美国经济数据表现。

✉: 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：邹立虎

☎: 86-755-23963178

✉: zoulihu508@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格: F0278801

相关报告

1、短期经济对市场影响减弱——商品 E 周刊 (第 85 期)

2013. 07. 15

1、白银可能持续弱于黄金——商品 E 周刊 (第 84 期)

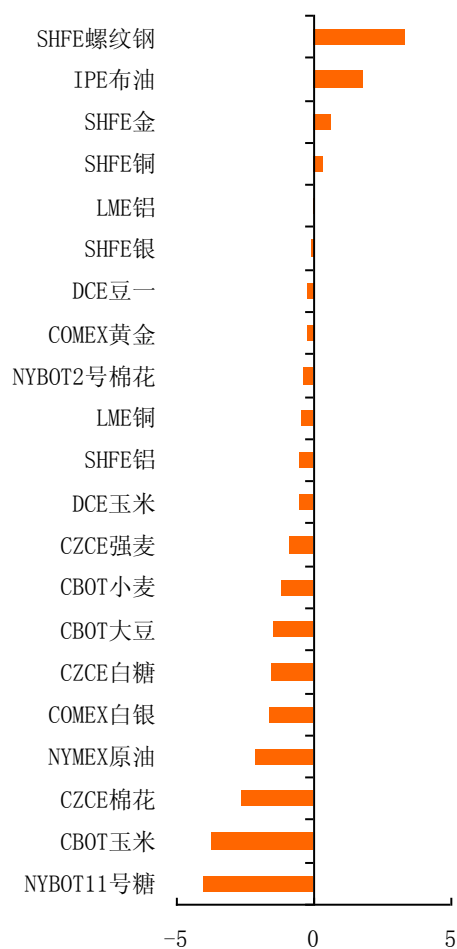
2013. 07. 07

2、融资铜对市场影响减弱——商品 E 周刊 (第 83 期)

2013. 07. 01

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.....	10
四、每周策略.....	12
五、品种前瞻.....	13
六、数据备忘.....	18

一、热点聚焦

预计 7 月汇丰 PMI 将季节性回落

在中国经济连续下滑、政策显微调信号之际，市场对经济的分歧主要集中在三季度是否有反弹，而对四季度继续回落基本一致，我们认为中国经济短期出现一些企稳的信号，特别是中国经济领先指标值环比持平。

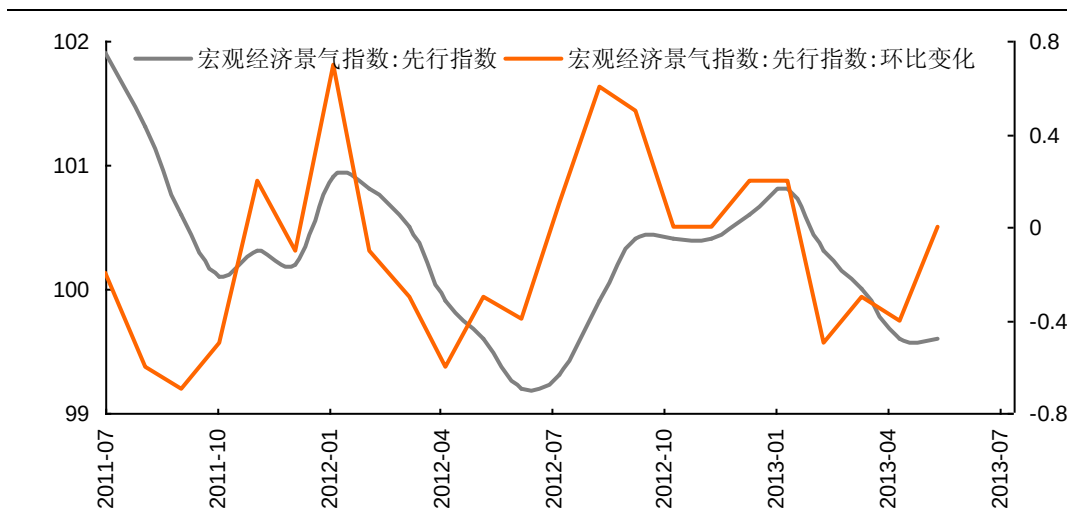
本周市场将公布 7 月汇丰 PMI 预览值，我们预计该值将延续季节性回落，不过考虑到今年以来中国经济季节性波幅收敛，特别是汇丰 PMI 数据。根据季节性因子推断，我们预计官方 7 月 PMI 将继续回落至 49.5 左右，根据汇丰与官方 PMI 差值推断，预计汇丰 PMI 预览值可能回升至 49 左右。经济继续下滑空间趋缓，甚至不排除 8 月后环比改善可能。

1、中国经济先行指标企稳

中国经济先行指标一般领先经济 3-4 个月，5 月中国经济先行指标为 99.6，较上个月持平，我们预计中国经济在 8 月份左右存在企稳可能，建议密切关注。近期盘活存量的口号后，我们会看见有实质性举措，政策推动经济下限提早到来。

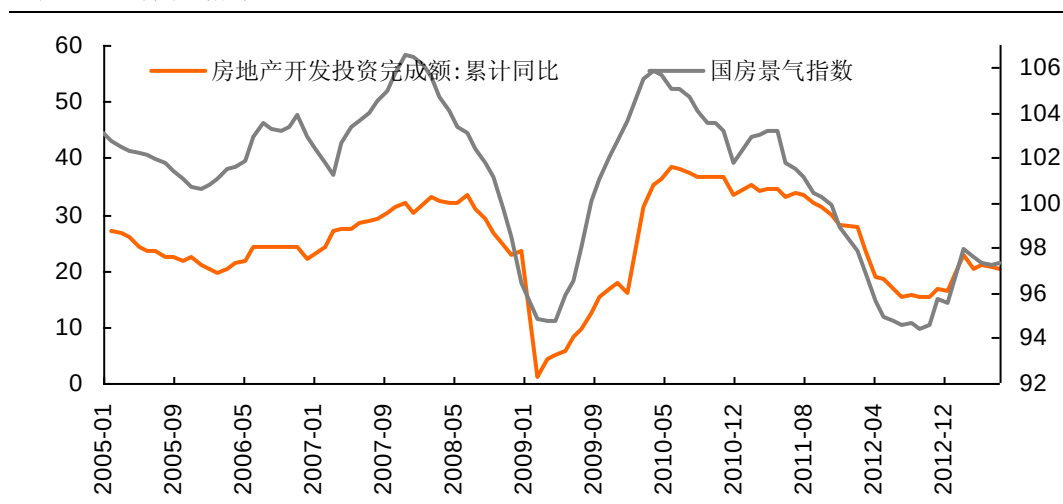
房地产市场方面，国房景气指数已经企稳，并没有继续回落，反映成交量的改善及开发商预期的积极变化。在地方财政吃紧且面临大规模民生支出压力、融资平台还本付息压力的背景下，房地产打压政策不会继续加码。不过考虑到房价仍存在继续反弹可能，房地产政策可能在 9 月份会重新评估。

图1-1: 中国经济先行指标企稳



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-2: 国房景气指数已经企稳

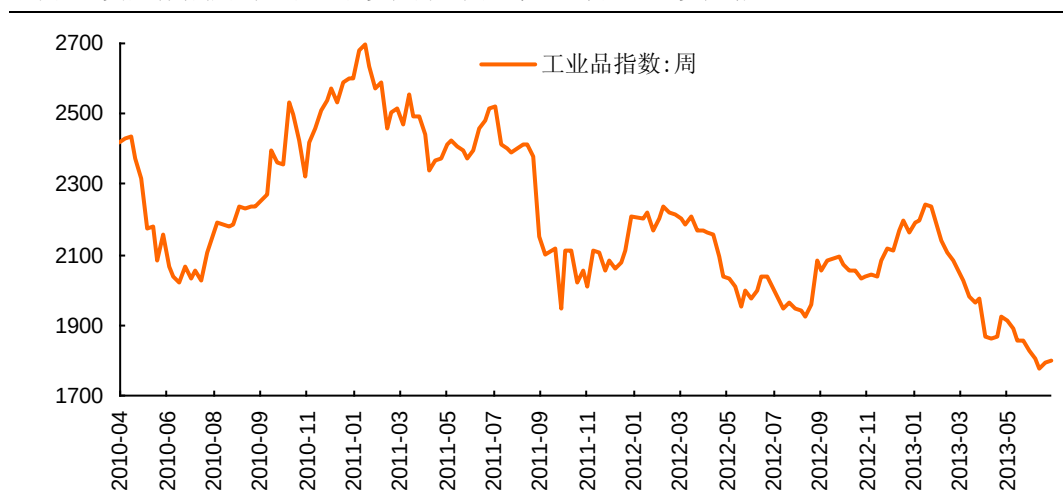


资料来源: wind、平安期货研究所

2、工业品价格企稳

6月20日至7月11日之间,美国公布的经济数据并不乏亮点。6月份美国新增非农就业19.5万人,远高于预期值16.5万人,前值(5月份)也从17.5万人修正为19.5万人;6月美国失业率为7.6%,高于预期值7.5%,与前值(5月)7.6%持平。尽管美国失业率高于市场预期值,但有数据显示,这主要是由于劳动参与率由5月63.4%上升至63.5%所致,这意味着随着经济稳步增长,劳动市场需求开始增加,此前部分放弃寻找工作的人员重新回归劳动大军。

图1-3:美国新增非农就业人口稳步回升,失业率(右轴)也逐步回落



资料来源: wind、平安期货研究所

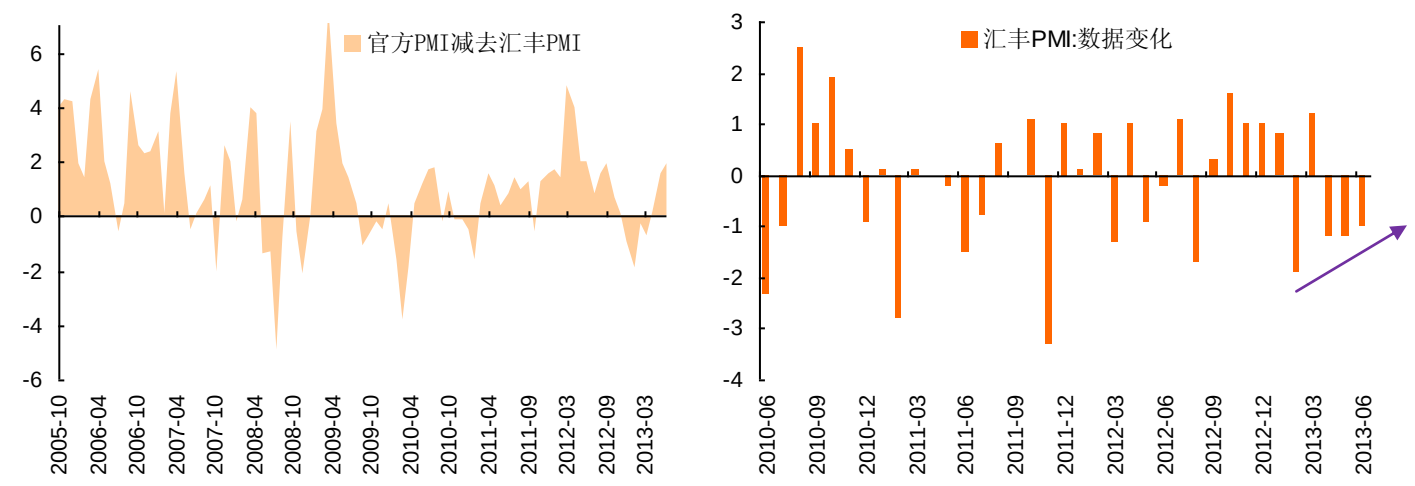
3、预计7月汇丰PMI回升至49左右

按照经济复苏的一般路径判断,先是政策信号出现改善,然后的工业品价格或在其它金融资产价格企稳,后面如果看到经济数据出现好转确认,我们预计这将是非常积极的信号,但仍存在补确定性。

本周市场将公布 7 月汇丰 PMI 预览值，我们预计该值将延续季节性回落，不过考虑到今年以来中国经济季节性波幅收敛，特别是汇丰 PMI 数据。根据季节性因子推断，我们预计官方 7 月 PMI 将继续回落至 49.5 左右，根据汇丰与官方 PMI 差值推断，预计汇丰 PMI 预览值可能回升至 49 左右。

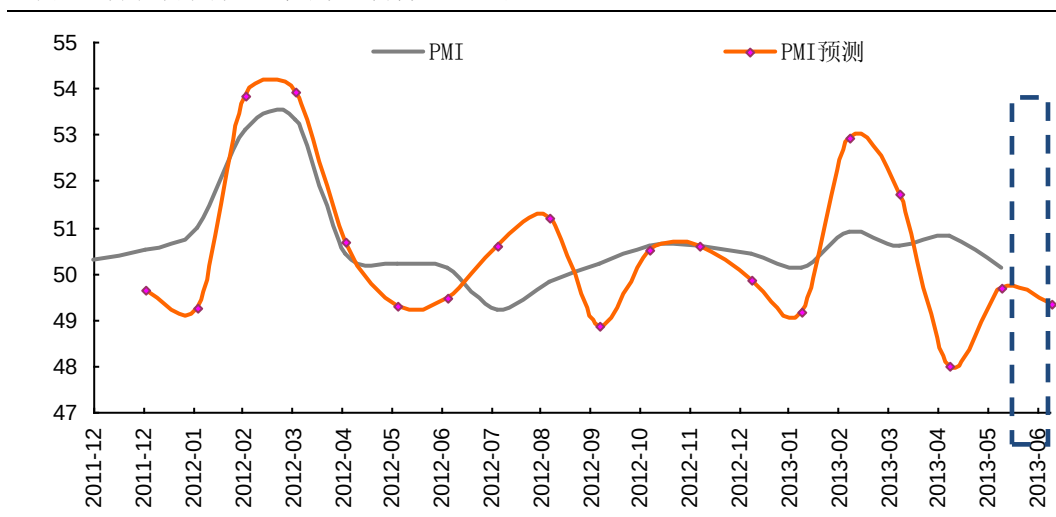
经济继续下滑空间趋缓，甚至不排除 8 月后环比改善可能。如果我们的判断成立，市场可能在三季度中后期迎来较为显著的反弹。

图1-4：官方PMI与汇丰PMI近12个月平均差值为0.42，汇丰PMI环比降幅在改善



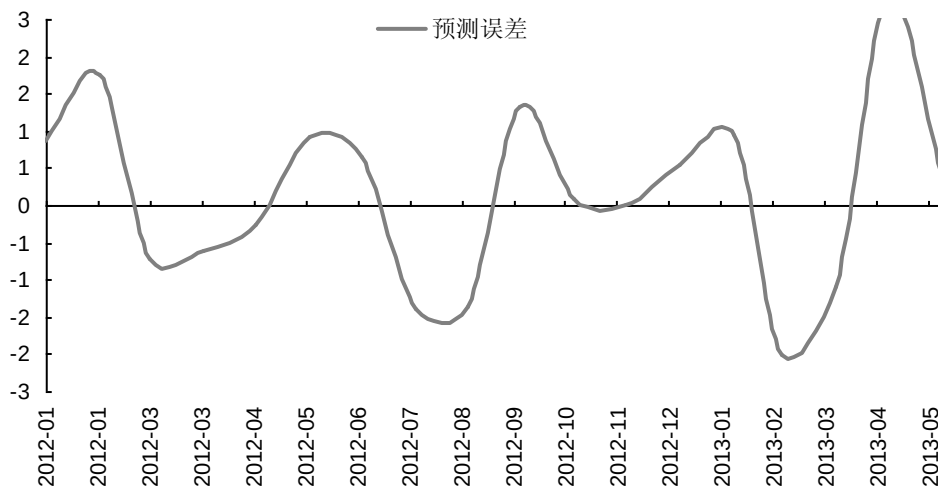
资料来源:wind、平安期货研究所

图1-5:预计7月官方PMI季节性压力降至50之下



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-6:我们近期对官方PMI预测值的误差波动较大



资料来源: wind、平安期货研究所

二、板块解析

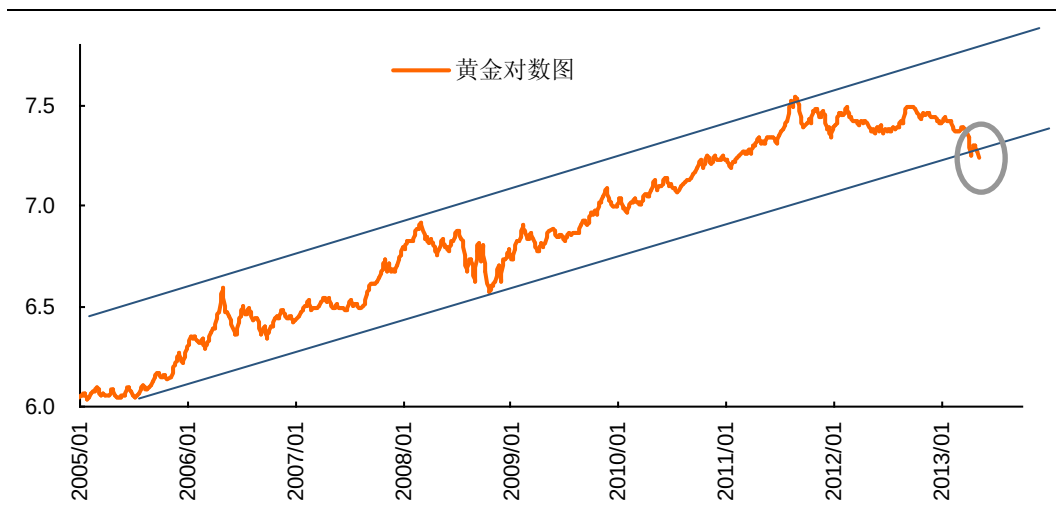
黄金——反弹有限，延续调整：7月17日，伯南克在美国国会的“半年货币政策报告”的证词称，未来美国货币政策走向关键在于经济数据的表现。倘若美国经济数据持续走好，那么2013年晚些时候或最迟2014年将开始消减资产购买规模，直至2014年中失业率达到7%时结束QE政策；如果就业数据持续改善，当失业率达到6.5%、通胀率到达2%时，美联储可能会考虑加息，但这仅仅是是一个“门槛”，不会自动的“触发机制”。这是迄今为止，伯南克对货币政策最为清晰的表示，这也从另外一个角度说明了伯南克对未来经济数据有相当的预判与自信。未来市场的焦点将在美国非农就业数据、失业率、通胀率等主要经济数据上，对政策的主要分歧将体现在何时进入加息周期。

黄金短暂温和反弹后，将继续在熊市周期中演进，但考虑到市场对美联储QE政策逐渐退出有所消化，倘若没有新的利空出现，黄金跌势也渐渐变缓。预计黄金上行在1300美元/盎司附近压力渐增，建议此前多单可以考虑获利平仓，不建议继续追多，短线维持震荡偏空观点。中线观点请参考我们黄金深度报告观点。

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。

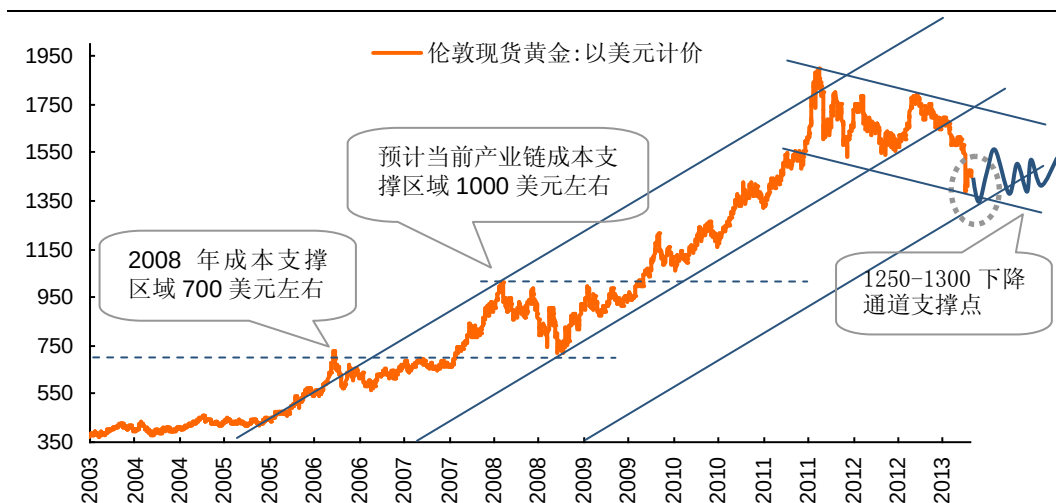
此外，上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期，其特征可能是：当一轮急促下降至一个新低点后，随后出现一轮高级反弹，并在反弹高位稳定下来，即可确已进入熊二阶段。图表2-2的下降通道区域1250-1300若得到支撑并展开大幅反弹，预期中的熊市二期会正式开启，反弹目标大致在1500-1550美元/盎司水平，这是熊市二期最重要的高点区域，可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。更多详细分析请参考我们发布的黄金深度报告。（朱春明）

图2-1: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2-2: 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——利空犹存，期铜低位盘整：6月底，因LME仓库交割延时，现货铜市场持续偏紧，现货市场逢低位补库存使得现货铜价格略有反弹，国内现货持续溢价300-800元/吨，而保税区铜溢价则一度高达200美元/吨。但7月中旬以来，国内基差逐渐走弱，保税区铜溢价跌至180美元/吨，这表明现货市场补库存需求显著减缓，铜价涨势趋缓。考虑到第二季度中国经济数据大致符合预期，政府出台大规模救助计划可能性极小，政府新型城镇化规划也可能并非简单的投资，因此，预计下半年精铜需求难以大幅回升，全年精铜供过于求的状况依旧不变；而IPO开闸在即，股指期货走势疲软也可能拖累沪铜。因此，预计沪铜短期继续维持低位盘整，中期依旧偏空。中线观点请参考我们年中策略报告。

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

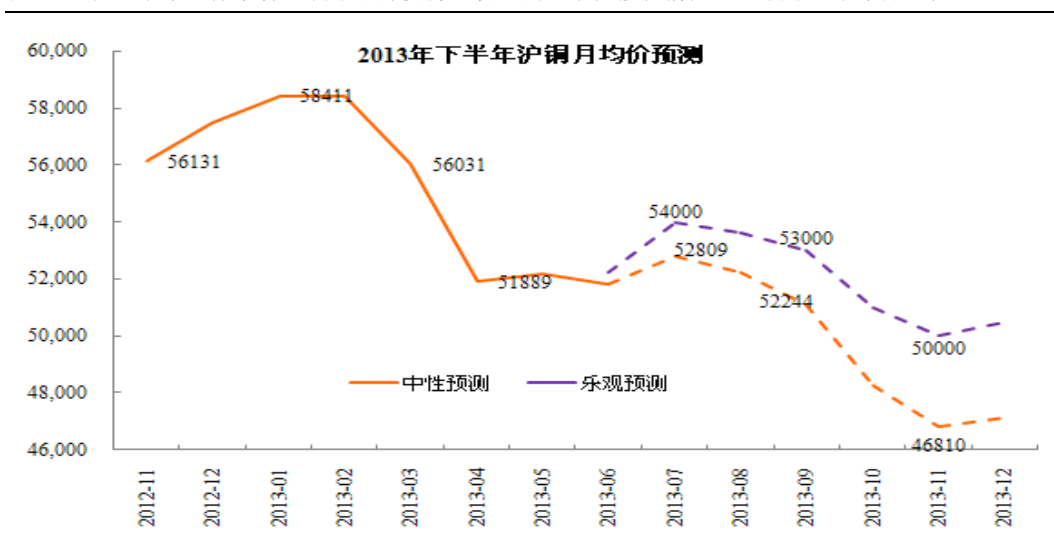
47000 左右。

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2-3: 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



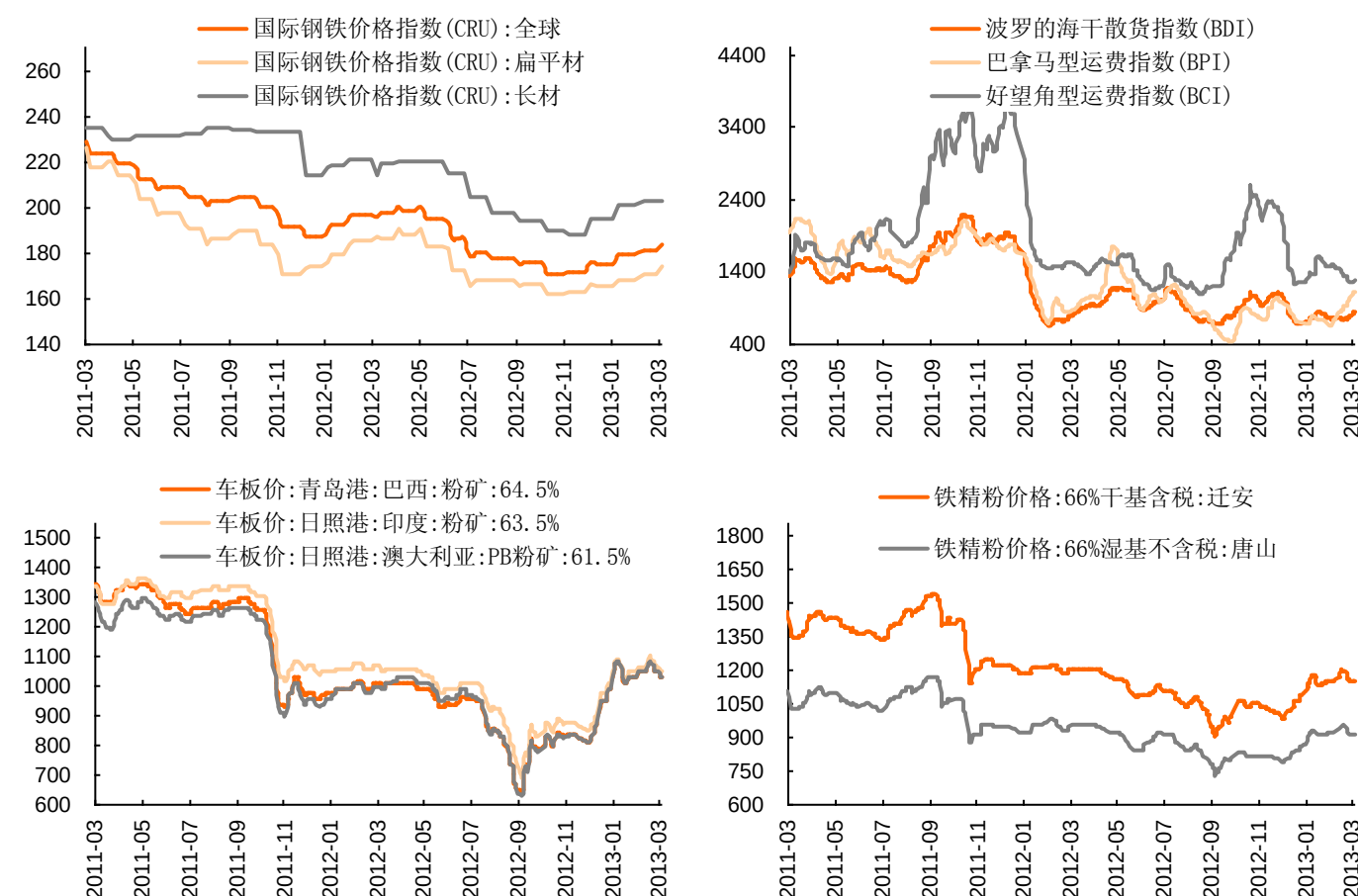
资料来源：平安期货研究所

多头格局，逢低做多。上周螺纹钢期货走势继续维持多头格局，周线收出小阳线，本周已经是自底部上涨以来的连续第三周收阳。

从基本面来看，本轮钢价反弹的主要逻辑在于钢厂主动补库存，从而导致铁矿石价格走势坚挺，推升钢价上行。截止上周末，国内铁矿石国际普氏价格指数为 132 美元/吨，比最低价格 110 美元/吨上涨 20%。对比螺纹钢指数价格走势，本轮上涨幅度为 8.6%。历史统计数据显示，铁矿石价格波动的幅度通常为螺纹钢价格波动幅度的 1.55 倍，相比较而言，螺纹钢价格涨幅明显弱于铁矿石价格涨幅。根据我的钢铁网统计的数据，，目前国内大中型钢厂的进口铁矿石平均库存可用天数为 26 天，仍旧维持在较低水平，后续钢厂仍旧有望继续维持补库存趋势。

就交易而言，考虑到目前周线级别明显的上涨格局，建议投资者保持逢低做多的思路。（李文杰）

图2-4：螺纹钢相关市场走势



资料来源:wind、平安期货研究所

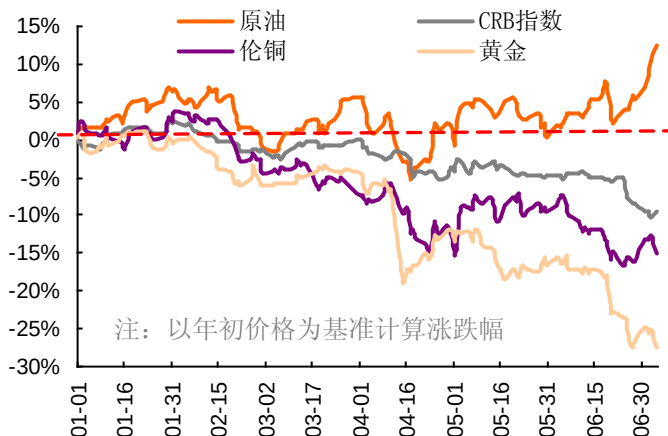
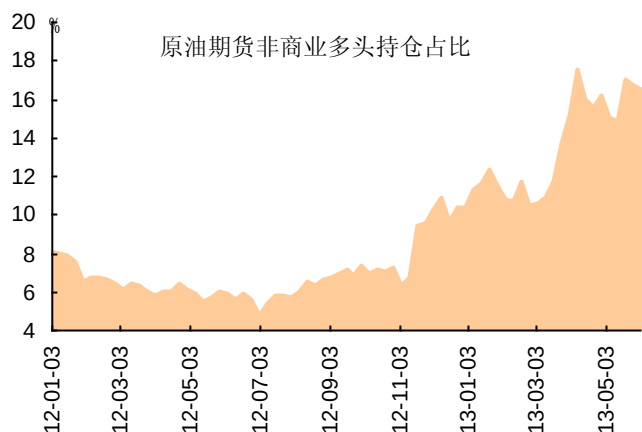
本周豆类市场维持震荡格局。缺乏消息指引。粕强油弱局面仍在持续。当前美豆作物区天气良好，实现预期产量的可能性继续增加。美豆远月合约承压较重。国内方面，国内豆粕库存紧张情况正在逐步缓解，持续到港的大豆给豆粕市场带来一定压力。但因豆粕期价一直保持贴水状态，限制期价大幅下行空间。总体表现仍然较强。油脂继续受制于库存压力，无亮眼表现。操作上，仍以买粕抛油、买棕油抛豆油套利操作为主。(丁红)

原油坚挺化工品相对强势。上周塑料期货受到外盘原油以及国内股市大涨的双重推动冲高，1401 合约期价最高冲破 10700 关口，近月 1309 合约冲破 11000 的重要压力关口。现货方面，线型价格本周上周 100 元/吨。贸易商报价积极调涨，但出货量不足。下游采购意愿仍维持低位，开工率并未达到旺季状态。上周 PTA 主力移仓至 1 月，9 月高位震荡，1 月增仓上涨，1-9 价差缩小至 200 附近。现货方面，原油大涨带动石化原料及亚洲 PX 大幅上涨，PTA 现货商谈价至 7750 附近，重心有所上移。目前 PTA 厂家负荷在 7 成左右，聚酯工厂与织厂负荷分别在 8 成和 7 成左右，涤短在长丝在下游刚需补库影响下产销率均能做平或超百，聚酯下游整体库存水平正常。(牟宏博)

图2-5：原油期货非商业多头持仓占比大幅增加

图2-6：原油走势与大宗商品走势极度背离

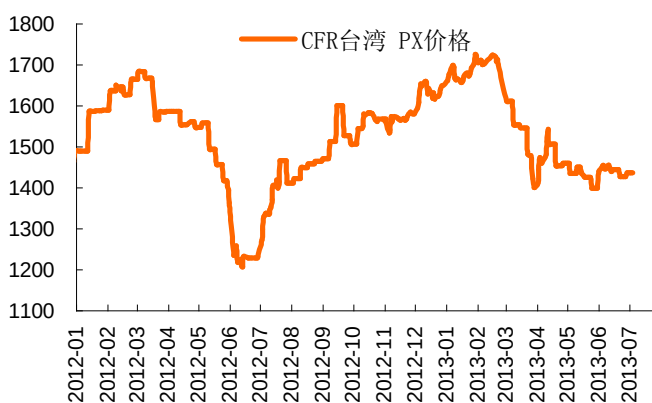
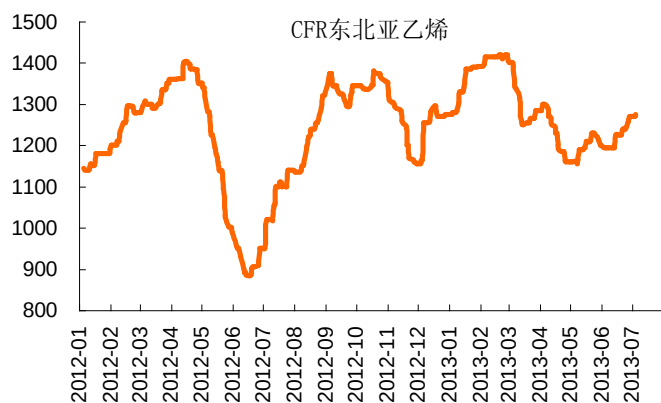
[2013]



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-7：乙烯单体价格企稳反弹

图2-8：PTA原料PX价格短期企稳



资料来源:wind、平安期货研究所

三、数据监测

在市场对政策预期微调信号做进一步解读后，存在诸多担忧，且美联储的证词再次指向明确的退出预期，上周A股大幅回落，商品小幅下跌。本周将公布重要的汇丰PMI预览值，根据汇丰与官方PMI差值推断，预计汇丰PMI预览值可能回升至49左右。经济继续下滑空间趋缓，甚至不排除8月后环比改善可能。股指可能二次探底，商品不建议大幅看空，逢低少量建立多单。（邹立虎）

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3-1: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3-2: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、每周策略

流动性缓解引发市场反弹

1、引子：底线与保增长

上周国内市场普跌而外围市场普涨，两者形成鲜明的反差。其中一个关键原因就是市场普遍担心中国经济的硬着陆。外围投行大幅看空中国经济自不言待，国内的主流分析也开始认为由于新一届政府决议推行结构性改革，因此在当下经济增速不再是核心指标，未来同样看空国内经济，悲观情绪蔓延导致市场的普跌。

对此我们认为情况恰恰相反。因为所有的结构调整都是有底线的，触及底线的改革必然会被延后，而就业就是目前政府的底线。虽然国内的就业数据并不能看出就业的真实状况，但按中国经济的演化模式，就业是跟经济增长息息相关的。李克强在经济数据公布后公开强调稳定经济增长和保证就业，并指出对于 GDP，7.5%是下限，7%是底线。而最新数据显示 2 季度国内 GDP 增速已经降至 7.5%的下限，离底线也不远了。

2、利率市场化的猜想

上周另一个重磅消息是人行决定进一步推进利率市场化改革，其中包括四点：(1) 取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限；(2) 取消票据贴现利率管制；(3) 对农村信用社贷款利率不再设立上限；(4) 个人住房贷款利率浮动区间暂不作调整。其中对经济最大的利好是第一点，即贷款利率下浮限制的放开。从长期来看，这意味着如果商业银行要竞争企业客户那么贷款利率下浮的竞争是必然的手段之一，银行通过让渡自身的利润来提升企业的利润空间，对于经济而言是很大的利好。但是短期而言贷款市场仍然是卖方市场，银行依然掌握着贷款的主导权，只有部分大型国企可能获得利率优惠，从整体而言本次放开在短期内对经济不会有实质的冲击。但有一点，国债期货的上市步伐可能越来越近了。

3、策略：短期市场将持续反弹

上周国内市场的下挫确实出乎我们的预料，从整个宏观大环境来看，短期反弹应该是一个主基调。但是对于未来经济的悲观确实主导了投资者对于目前国内资本市场的看法，因此国内外市场出现了背离。在这样的情况下重新反思策略观点，我们认为短期反弹的可能性依然很大。首先市场已经初步反应了对未来经济的悲观预期；其次利率市场化可能带来的利好以及李克强总理的底线论都会引导市场向好的方向发展。

(简翔)

五、品种前瞻

黄金温和反弹，熊市格局延续

6月下旬黄金价格连日大幅下跌，而7月中旬却意外温和反弹，其中，美联储政策走向成为影响黄金价格涨跌的最为关键因素。回顾近期伯南克演讲词、美联储会议纪要以及美国经济数据，有助于梳理近期黄金价格剧烈波动原因。

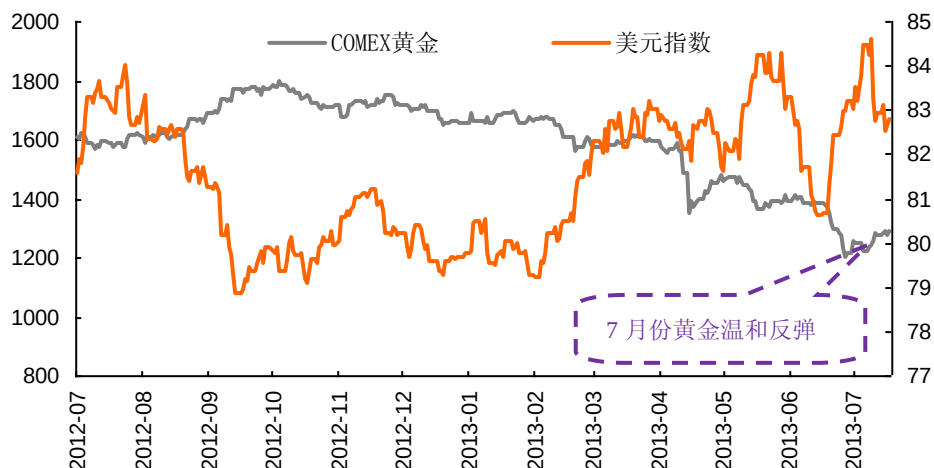
1、伯南克“鸽派”言论，致使贵金属意外反弹？

6月下旬至7月初，一系列的经济事件迹象均显示，美国或马上削减QE规模，甚至进入加息周期。6月20日，美联储货币政策会议上，伯南克首次提出QE政策“退出门槛”为失业率7%，而加息门槛或为6.5%，纽约黄金当日大跌87.8美元/盎司，跌至1287美元/盎司，跌幅为6.39%，仅次于4月15日9.35%跌幅；6月26日，市场预期美国经济数据相对乐观，黄金再次大跌45.4美元/盎司，跌至1230.50美元/盎司，跌幅为3.56%；7月5日，美国6月份非农就业经济数据大幅优于市场预期，纽约黄金价格再跌36.6美元/盎司，跌至1213.7美元/盎司，跌幅为2.93%。这三次事件均强化了美联储QE政策的退出预期，但跌幅依次减小，反映出黄金市场对美联储QE政策退出有所消化。

7月11日，伯南克在“百年美联储演讲”时，却意外出现所谓的“鸽派”讲话，伯南克在“问答环节”中称，美联储仍在全力创造复苏，如果没有反向证据，维持宽松是合理的，可以预见的未来仍需要高度宽松货币政策，失业率跌至6.5%不会触发加息，现在的失业率数据高估了就业市场的情况，就业与通胀情况都意味着需要更多宽松货币政策。伯南克此番言论与其在6月货币政策会议上的观点似乎有相悖之处。受此影响，纽约黄金应声大幅反弹32.5美元/盎司，最高涨至1298美元/盎司，涨幅为2.60%。纽约黄金从最低点1183美元/盎司反弹近百美元。

7月17日，伯南克在美国国会金融服务委员会做“半年度货币政策报告”时，给出了目前为止最为清晰的解读。伯南克称，是否减缓资产购买，取决于未来经济数据的评估与表现，倘若如当前所预期一样，即劳动就业持续改善，失业率出现实质性改善，而通胀也迈向2%的目标值，那么在今年晚些时候则可能逐渐减少资产购买规模，直至明年年中结束资产购买；倘若经济数据不甚理想，那么资产购买计划将延长。而对于另一货币政策工具——“远期指引（Forward Guidance）”，伯南克称，6.5%的失业率和2%的通胀率是一个“门槛”，而非“触发开关”，达到任何一个门槛，并不意味着自动导致加息。受此影响，美黄金小幅下跌15.3美元/盎司，跌幅为1.19%，但跌幅较此前有所减小，也表明市场美联储的货币政策已经有所领悟和反映。黄金短期反弹能否延续，美联储货币政策走向依旧是关键，而未来美国经济数据的表现最为重要。

图5-1: 2013年以来, 黄金大幅下跌, 但最近2周出现温和反弹

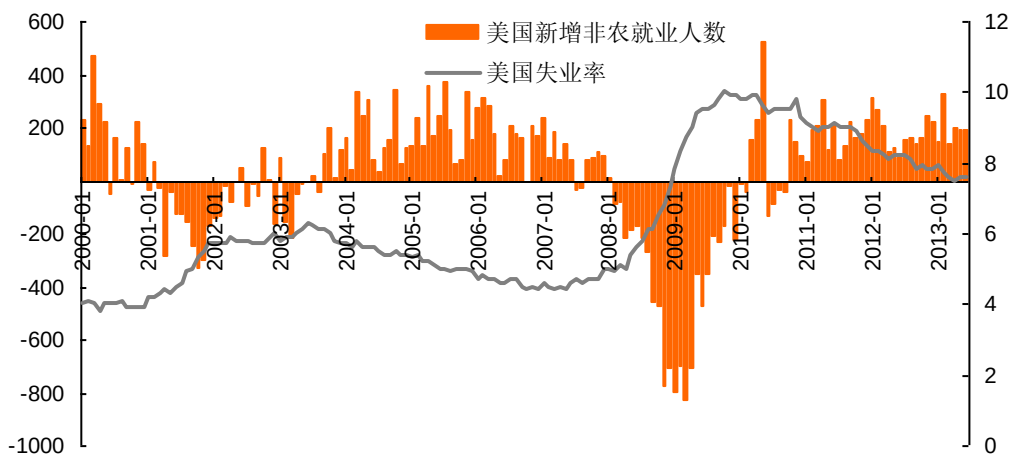


资料来源: wind、平安期货研究所

2、伯南克讲话并非“鸽派”，美联储货币政策并不模糊

6月20日至7月11日之间，美国公布的经济数据并不乏亮点。6月份美国新增非农就业19.5万人，远高于预期值16.5万人，前值（5月份）也从17.5万人修正为19.5万人；6月美国失业率为7.6%，高于预期值7.5%，与前值（5月）7.6%持平。尽管美国失业率高于市场预期值，但有数据显示，这主要是由于劳动参与率由5月63.4%上升至63.5%所致，这意味着随着经济稳步增长，劳动市场需求开始增加，此前部分放弃寻找工作的人员重新回归劳动大军。

图5-2: 美国新增非农就业人口稳步回升, 失业率（右轴）也逐步回落



资料来源: wind、平安期货研究所

回顾6月19日至6月20日美联储新闻发布会，伯南克讲话主要观点是：

（1）如果美国经济的预测是准确的，那么美联储很可能在今年稍晚放缓资产购买，并于2014年年中结束QE。最重要的不是时间和日期，最重要的信号是政策要视经济情况而定。如果环境改善比预期更快，将加速削减购债。如果环境恶化，购债可能会增加。（2）当失业率降低到7%时，意味着就业市场出现“实质性改善”（Substantial Progress）。当资产购买结束时失业率可能在7%左右。任何加息的决定依

然是遥远的，失业率降低至 6.5% 不会自动导致加息。委员会预计结束资产购买和加息之间将有相当长一段时间。当失业率降至 6.5% 后的“数个季度”，美联储可能会加息，现在离结束资产购买还有一段距离。

从伯南克相对温和的措辞来看，美联储对于退出 QE 政策已经没有太大疑虑，退出时间与失业率门槛均较为明确，但对于何时加息，目前不确定性依旧较大，6.5% 的失业率仅仅是一个“参考”，而并非一个“标准”或“触发开关”。

因此，7 月 11 日，伯南克在“百年美联储演讲”时的“鸽派”言论也就不足为奇了，而实际上是一种“呼应”。伯南克在 7 月 11 日“问答环节”中称：（1）美联储仍在全力创造复苏，如果没有反向证据，维持宽松是合理的，可以预见的未来仍需要高度宽松货币政策；（2）失业率跌至 6.5% 不会触发加息，现在的失业率数据高估了就业市场的情况，就业与通胀情况都意味着需要更多宽松货币政策。

由此可以看出，伯南克对于 QE 政策观点并没有出现大的转变，而只是强调了 QE 政策对经济增长与就业至关重要。伯南克之所以在“非正式”的“百年美联储演讲”时表现的更温和，或许更多地代表他个人观点，而此前在 6 月份美联储货币政策会议上，则更多地代表货币政策委员会的观点。

6 月美联储货币政策委员会会议纪要显示：

（1）考虑到他们各自的经济展望，除 1 位委员外，其他委员都认为继续购买 MBS 和长期国债是合适的；然而，一些（A few）委员指出 6 月份放缓或停止其购债计划更好，限制 QE 的潜在成本。这意味着，有 1 位委员认为现在应该退出 QE。此外，少数几位委员也认同可以放缓 QE，缩减 QE 规模。

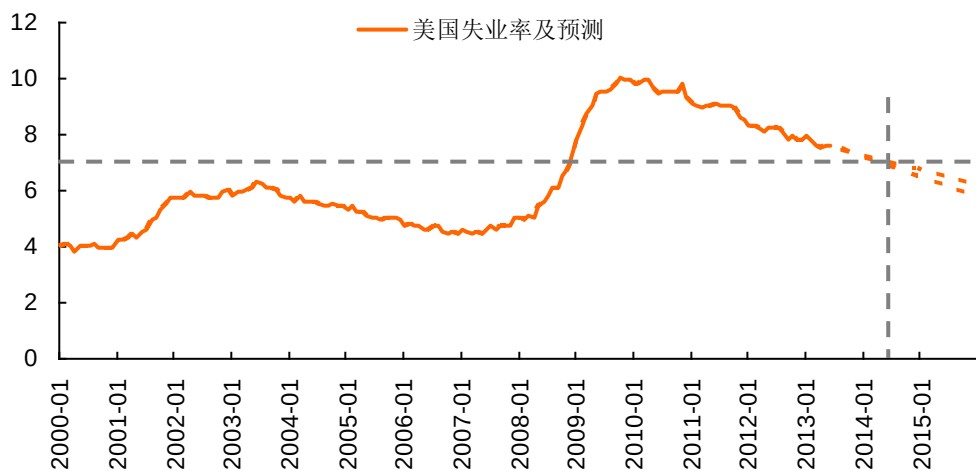
（2）大约半数（about half）的委员指出在今年晚些时候缩减资产购买计划可能是合适的，而其他委员中“许多”（many）预期将购买措施延续到 2014 年是合适的。这意味着，大部分委员认为 2013 年四季度缩减 QE 规模可能性较大，而最迟 2014 年逐渐退出 QE 政策。

（3）数位（Several）委员强调资产购买计划对于支撑经济增长是有效的，收益持续大于成本，继续购买计划对于改善就业，达到就业目标是必须的。这意味着，少数几个委员相对坚持 QE 政策需要持续下去，但对于何时退出 QE 并未说明。

显然，从美联储货币政策委员会的观点来看，2013 年晚些时候或最迟 2014 年逐渐缩减 QE 规模是大概率事件。而相比之下，伯南克在国会证词中明确表示，未来经济数据表现是决定何时缩减 QE 的关键。考虑到伯南克货币政策一直倾向于“通胀目标制”，而当前以及可以预期的短期内，美国通胀率仍将维持在相对较低的水平，这就是伯南克演讲时，观点略显模糊的关键所在。

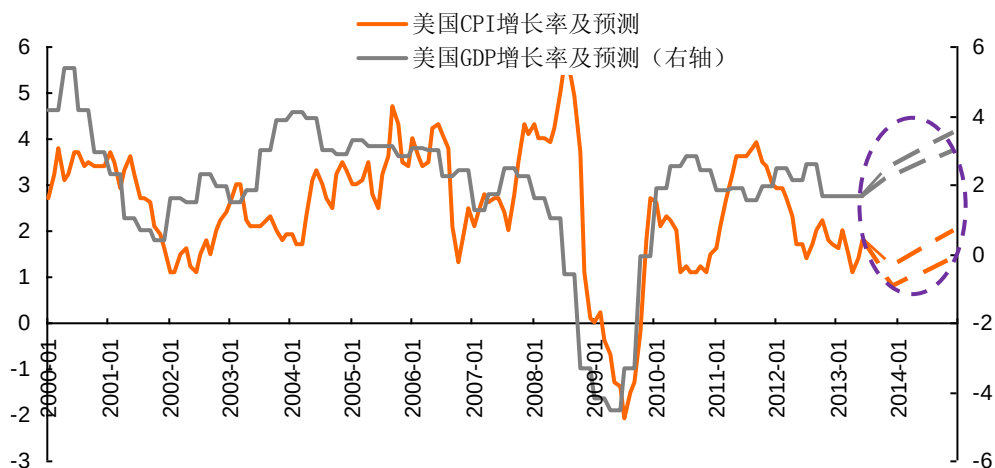
此前，美联储对美国经济与就业前景曾预测：（1）美联储预期 2013 年失业率为 7.2-7.3%（上一次的预期为 7.3%-7.5%），2014 年为 6.5-6.8%（上一次的预期为 6.7%-7.0%），美联储预计 2015 年失业率为 5.8%-6.2%；（2）美联储预期 2013 年的经济增长为 2.3-2.6%；2014 年为 3.0-3.5%；（3）美联储预计 2013 年通胀为 0.8%-1.2%，2014 年为 1.4%-2.0%。由此也可以看出，倘若经济数据如美联储所预期，那么 2013 年晚些时候或最迟 2014 年逐渐缩减 QE 规模是大概率事件。

图5-3: 美联储预计美国失业率逐步回落



资料来源: wind、平安期货研究所

图5-4: 美联储预计美国经济逐步复苏, 但通胀压力也逐步回升

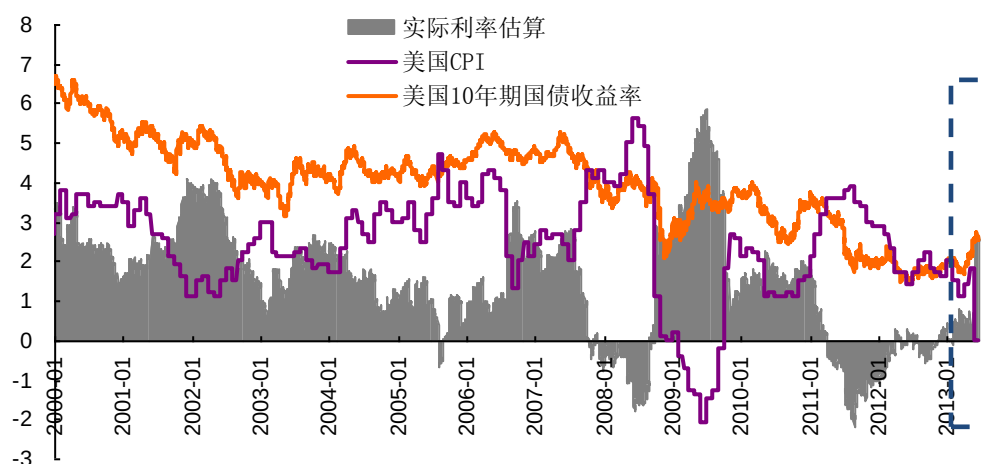


资料来源: wind、平安期货研究所

3、黄金反弹难持久, 熊市格局延续

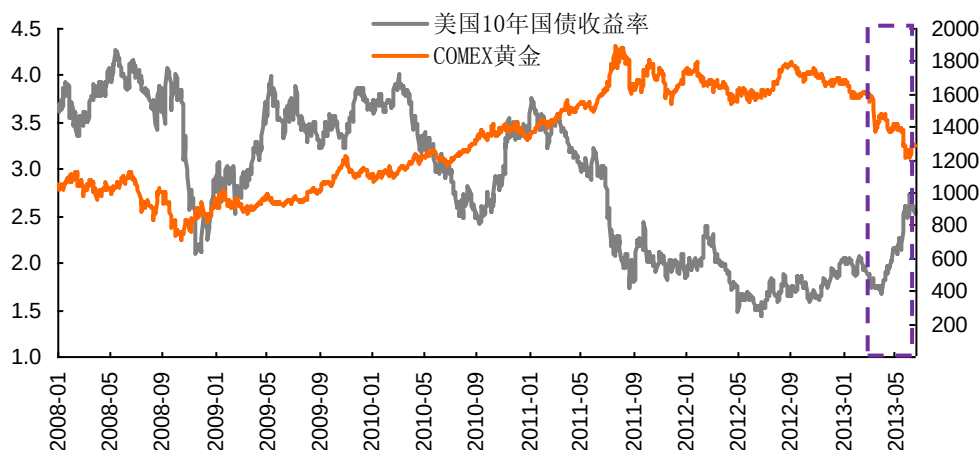
随着美国经济增长日益稳健, 失业率也逐渐回落, 而通胀率则有上升的压力, 美联储退出 QE 的路线逐渐清晰。不仅短期如此, 从中期来看, 由于全球经济增长陷入泥潭, 总需求小于总供给导致全球可能相当长时间内维持较低的通胀水平, 这意味着黄金对冲通胀的功能也将逐步变弱。由于实际利率是名义利率与通胀率的差值, 因此, 美国国债收益率上升与持续低位的通胀率, 会拉升实际利率, 进而有助于美元升值, 因此, 黄金易跌难涨。

图5-5:美国10年期国债收益率回升, CPI维持低位, 实际利率走高



资料来源: wind、平安期货研究所

图5-6:美国10年期国债收益率与黄金价格负相关



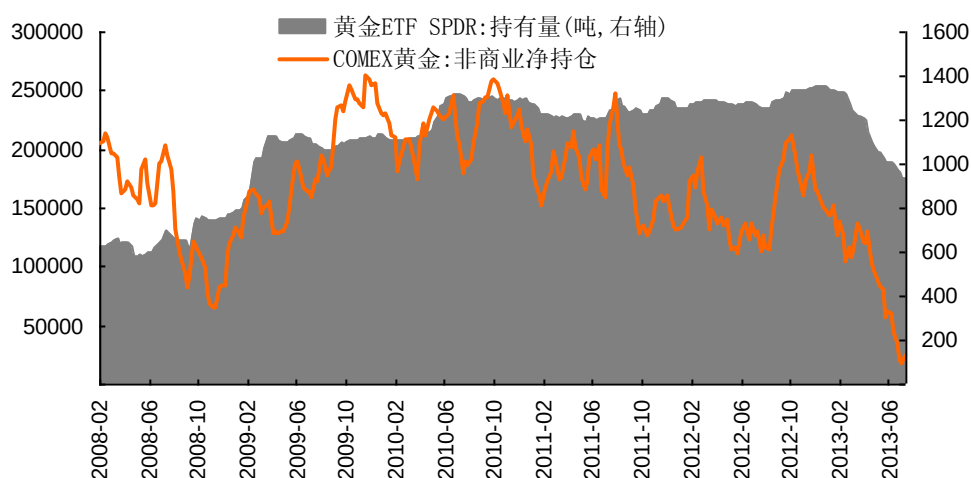
资料来源: wind、平安期货研究所

主导本轮黄金价格走势的直接因素是美联储货币政策。尽管伯南克在百年美联储演讲中,对QE政策的出现了所谓“鸽派”言论,但仔细比较伯南克在6月货币政策会议以及半年度货币政策报告上的演讲,不难发现,伯南克对美国逐渐退出QE政策的观点并没有改变,而对是否加息相对谨慎。实际上,在6月美联储货币政策会议纪要中显示,大部分联储委员均认为2013年稍后或最迟2014年需要退出QE政策。而至于是否加息,并没有过多深入讨论,并且需要进一步观察美国失业率、通胀率以及美国经济增长状况。但从美联储最近对美国经济数据的预测来看,2015年美国失业率有望回落至6.0%,而CPI则有可能飙升至2%附近,因此,CPI回升形势使得美联储对通胀率担忧将显著回升,美联储加息周期或因此打开。而在此之前,美联储会更多观察QE政策退出后,美国经济的表现。

因此,透过美联储货币政策前瞻,可以看出黄金未来将继续在熊市中展开是大概率事件,正如此前我们的报告中所阐述的,黄金或逐渐进入慢慢熊市第二阶段,预期黄金价格将逐步步入1000-1200美元/盎司区间,甚至不排除下探至800美元/盎司。而从黄金ETF持仓与COMEX净持仓量来看,自2010年以来,黄金的投机热情就已经逐

渐冷却，在黄金价格回落的长周期中，近期黄金反弹难以持续。

图5-7:黄金ETF持仓量与COMEX非商业净持仓均大幅回落



资料来源：wind、平安期货研究所

六、数据备忘

中国二季度 GDP 同比 7.5%

中国二季度 GDP 同比增 7.5%，符合市场预期，较一季度 7.7%有所回落，对市场影响较为中性。1-6 月城镇固定资产投资累计同比增 20.1%，市场预期 20.20%，前值 20.40%；6 月份，全社会用电量 4384 亿千瓦时，同比增长 6.3%；6 月社会消费品零售总额同比增长 13.3%，市场预期 12.90%，前值为 12.90%；6 月规模以上工业增加值同比增长 8.9%，预期同比增长 9.1%，前值为 9.2%。整体来看，投资和工业生产类数据低于市场预期和上期值，消费高于预期和上期值。

美国方面，NAHB 住房指数继续攀升至 57，费城和纽约联储制造业指数均有大幅上升。但是需要引起警惕的是 6 月美国新屋开工 83.6 万户，跌至 10 个月最低，营建许可创史上最大幅不及预期，跌至 10 个月最低，已获准的新建私人住宅数也从 9.49 万套跌至 8.33 万套。

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
2013-7-15	中国	工业增加值:同比(%) 2013/06	8.9	9.2	9.5
2013-7-15	中国	社会消费品零售总额:同比(%) 2013/06	13.3	12.9	13.7
2013-7-15	中国	GDP:当季同比(%) 2013/06	7.5	7.7	7.6
2013-7-15	中国	固定资产投资:累计同比(%) 2013/06	20.1	20.4	20.4
2013-7-15	中国	全社会用电量:累计同比(%) 2013/06	5.1	4.9	5.5

2013-7-15	美国	纽约 PMI:商业活动/生产指数:季调 2013/07	9.5	7.8	7.1
2013-7-16	美国	NAHB 住房市场指数 2013/07	57	51	35
2013-7-17	美国	已开工的新建私人住宅(千套) 2013/06	80.4	88.1	74.7
2013-7-17	美国	已开工的新建私人住宅:折年数(千套) 2013/06	836	928	757
2013-7-17	美国	已获得批准的新建私人住宅:初值(千套) 2013/06	83.3	94.9	75.9
2013-7-18	美国	费城联储制造业指数:季调 2013/07	19.8	12.5	-9.1

资料来源:Wind、平安期货研究所

关注中国 PMI 预览

下周重点关注中国的 7 月 PMI 预览值,美国方面重点关注房地产销售数据,耐用品订单也应该引起注意。(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
2013-7-24	中国	汇丰 PMI(预览) 2013/07	--	48.3	49.3
2013-7-27	中国	工业企业利润:累计同比(%) 2013/06	--	12.3	-2.2
2013-7-22	美国	成屋销售:环比折年率(%) 2013/06	--	4.2	-3.9
2013-7-24	美国	新建住房销售:环比(%) 2013/06	--	2.2	-2.4
2013-7-25	美国	耐用品除国防外订单:季调:环比(%) 2013/06	--	3.5	-0.5
2013-7-25	美国	耐用品除运输外订单:季调:环比(%) 2013/06	--	0.6	-1.5
2013-7-25	美国	耐用品:新增订单(百万美元) 2013/06	--	234,487.00	231,237.00
2013-7-26	欧盟	法国:PPI:同比(%) 2013/06	--	-0.2	1.6
2013-7-26	美国	密歇根消费者信心指数 2013/07	83.9	84.1	72.3

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>