

美联储维持 QE 规模不变，QE 缩减仍待经济数据改善

内容摘要

热点聚焦：美联储维持 QE 规模不变，QE 缩减仍待经济数据改善。 上周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，这令市场略感意外。我们认为美联储采取相对保守的政策主要原因有三：其一，美国失业率下降，但就业市场并不理想，新增就业岗位低于预期；其二，在美联储主席交接班之际，美联储可能选择更为折中的路线，即维持当前 QE 规模，并在前瞻指引中强调后续政策可能变化；其三，美国财政悬崖风险犹存，财政政策偏紧限制美国经济增速。

但与此同时，我们也看到美国经济前景依旧处于改善过程中，失业保险金领取人数正在迅速下降；为了减少对市场冲击，美联储货币政策需要有连续性；美国财政政策偏紧对美国经济贡献并不太大，美国内生经济增长动力依旧强劲。这些原因必然使得美国终将结束 QE，并逐步上调利率。

品种前瞻：投资需求主导黄金价格，黄金中线依旧偏空。 尽管上周美联储没有缩减 QE，令市场颇为意外，但美国经济复苏依旧相对稳定，因此，美联储将逐步收紧货币政策，中长期看，QE 退出与加息是必然结果，因而黄金远期价格依旧看跌。这将导致黄金投资需求会进一步下降，并且其降幅会远高于黄金的珠宝首饰需求的增幅，从而黄金总需求也将逐渐下降，这将反过来推动黄金价格进一步走低。如此因果循环，我们认为黄金价格将继续步入相对较长的熊市周期。

✉: 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、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

2、QE 缩减箭在弦上，金融市场风起云涌—商品 E 周刊 (第 91 期)

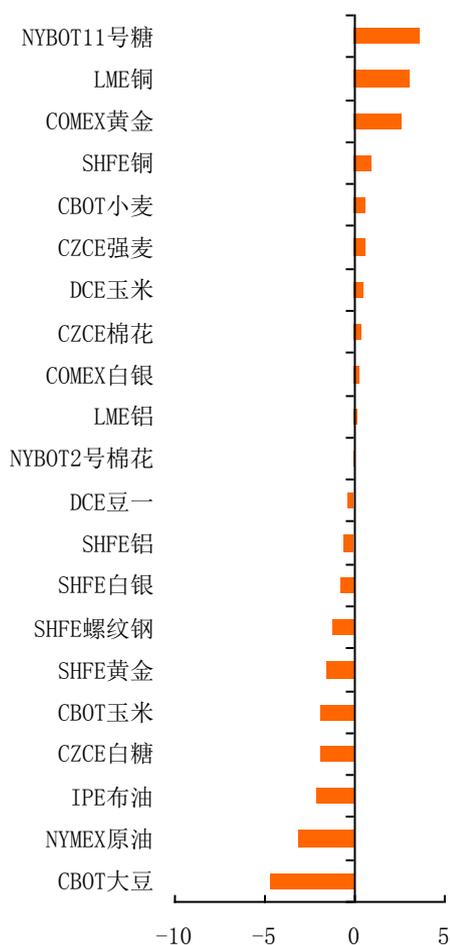
2013. 08. 26

3、美联储会议前，黄金波动加剧—商品 E 周刊 (第 90 期)

2013. 08. 19

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.....	15

一、热点聚焦

美联储维持 QE 规模不变，QE 缩减仍待经济数据改善

上周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，这令市场略感意外。我们认为美联储采取相对保守的政策主要原因有三：其一，美国失业率下降，但就业市场并不理想，新增就业岗位低于预期；其二，在美联储主席交接班之际，美联储可能选择更为折中的路线，即维持当前 QE 规模，并在前瞻指引中强调后续政策可能变化；其三，美国财政悬崖风险犹存，财政政策偏紧限制美国经济增速。

但与此同时，我们也看到美国经济前景依旧处于改善过程中，失业保险金领取人数正在迅速下降；为了减少对市场冲击，美联储货币政策需要有连续性；美国财政政策偏紧对美国贡献并不太大，美国内生经济增长动力依旧强劲。这些原因必然使得美国终将结束 QE，并逐步上调利率。

1、美联储利率决议及政策声明解析

上周三（9月18日），美联储公布了2013年第六次利率决议及政策声明。美联储在声明中称，考虑到失业率仍处于高位、抵押贷款利率上升、以及财政政策限制经济增长，美联储下调了未来2年经济增长预期，由于通胀率也持续低于处于低位，美联储继续维持当前每月400亿美元MBS和450亿美元长期国债的量化宽松（QE）政策不变。FOMC认为在调整购债规模前，需要等待更多能够证明经济活动和就业市场改善的数据。

美联储9月17-18日政策声明全文如下：

美国联邦公开市场委员会（FOMC）自7月会议以来获得的信息显示，今年上半年经济活动**温和（moderate）扩张**。近几个月，就业市场状况显示进一步改善迹象，但失业率仍处于高位。家庭支出和企业固定资产投资增加，楼市进一步增强，但抵押贷款利率进一步上升，而且**财政政策限制经济成长**。除去由于能源价格变动造成的物价波动，**通胀一直低于委员会的较长期目标水准**，部分反映出暂时性影响，但较长期通胀预期保持稳定。

委员会将依照法定的目标，寻求促进就业最大化和物价稳定。委员会预计在合适的宽松政策下，经济将小幅增长，失业率将向委员会认为符合其双目标的水准逐步下滑。**委员会继续认为经济前景有下滑风险。委员会还预期中期通胀率可能处于或低于2%的目标。**委员会认为，自秋季以来，经济和就业市场前景面临的下滑风险已经有所减弱。委员会意识到通胀持续低于2%的目标可能将给经济带来风险，但委员会预计中期内通胀将回到目标位置。

考虑到财政紧缩政策的程度，委员会认为自美联储推出其资产购买计划以来，经济活动和就业市场状况的改善符合经济的潜在强劲势头不断增长的事实。**但委员会决定在调整购债规模前，等待更多能够证明经济活动和就业市场改善的数据。**因此委员

会决定将继续透过按每月 400 亿美元的进度购买机构抵押支持债券 (MBS)，以及以每月 450 亿美元的进度购买较长期国债。委员会维持把所持机构债和机构 MBS 回笼本金再投资到机构 MBS 的现有政策，以及通过标购继续延长所持公债年期。上述措施，应会对较长期利率构成下压，支持抵押贷款市场，并扶助更广泛金融市场环境更为宽松。

委员会在未来几个月将密切监控未来经济和金融发展信息。委员会将继续购买国债和机构 MBS，并动用其它适当的政策工具，直至物价稳定的前提下实现就业市场明显改善。委员会准备增加或减少购债进度，以维持适当的宽松政策，因就业市场和通胀前景的转变。为决定资产购买规模、进度和组成，委员会将继续适当考量可能的功效和购买的成本，以及达成经济目标的进展。

为支持向就业最大化和物价稳定的目标继续前进，委员会预计在购买资产计划结束和经济复苏强化后的一段长时间内保持高度宽松货币政策立场仍是合适的。因此，委员会还决定维持联邦基金利率目标在 0-0.25% 的区间不变，且目前预计至少只要失业率仍在 6.5% 之上，通胀一两年内预计不超过 2.5% 以及较长期通胀预期仍良好受控，这一水平将是合适的。

2、美联储维持 QE 规模不变几大因素剖析

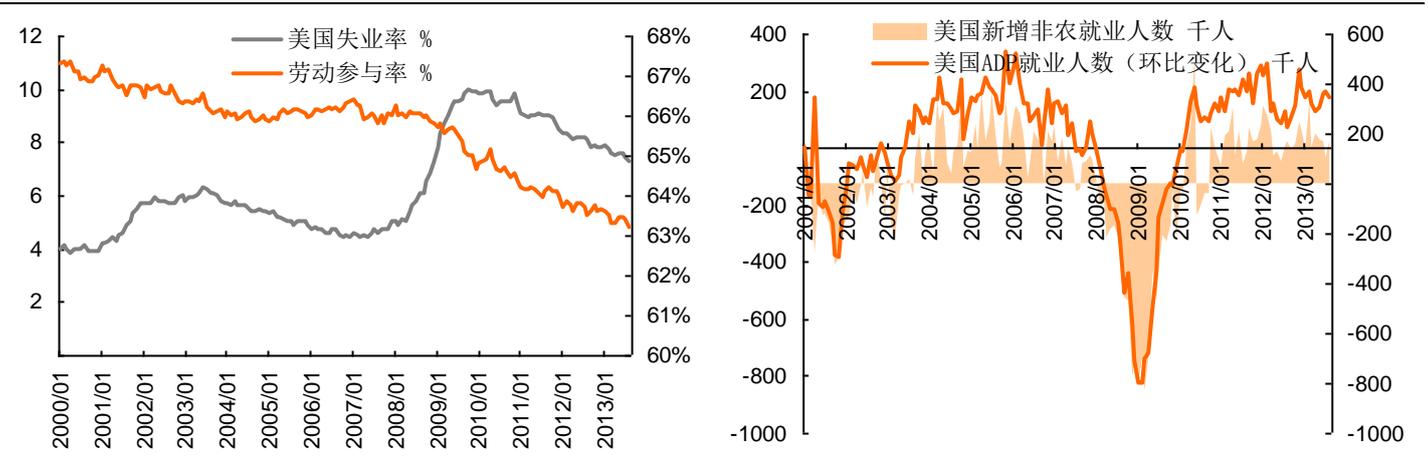
在此前的报告中，我们就多次提示美联储延迟缩减 QE 的概率正在上升，主要原因有二：其一，美国经济失业率数据下降，但非农就业数据与之矛盾；其二，美联储主席一职竞争激烈，耶伦当选的概率较大，鸽派可能主导未来货币政策走向，伯南克在离开岗位前可能选择折中路线——不缩减 QE 但强调缩减和前瞻指引。从上周伯南克发言以及货币政策声明来看，美联储维持当前 QE 规模不变的原因或更加复杂，需要一一梳理。

因素一：失业率持续下降，但就业市场并不理想。

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。因此，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，因此，美联储需要对就业市场数据做进一步的考量。这意味着，如果失业率能够真实地反映非农就业数据状况，那么触发缩减 QE 的失业率门槛值也需要向下修正。事实上，美联储下调了 2013-14 两年的失业率预期，称 2013 年末失业率将达到 7.1%-7.3%，2014 年失业率将达到 6.4% 至 6.8%。

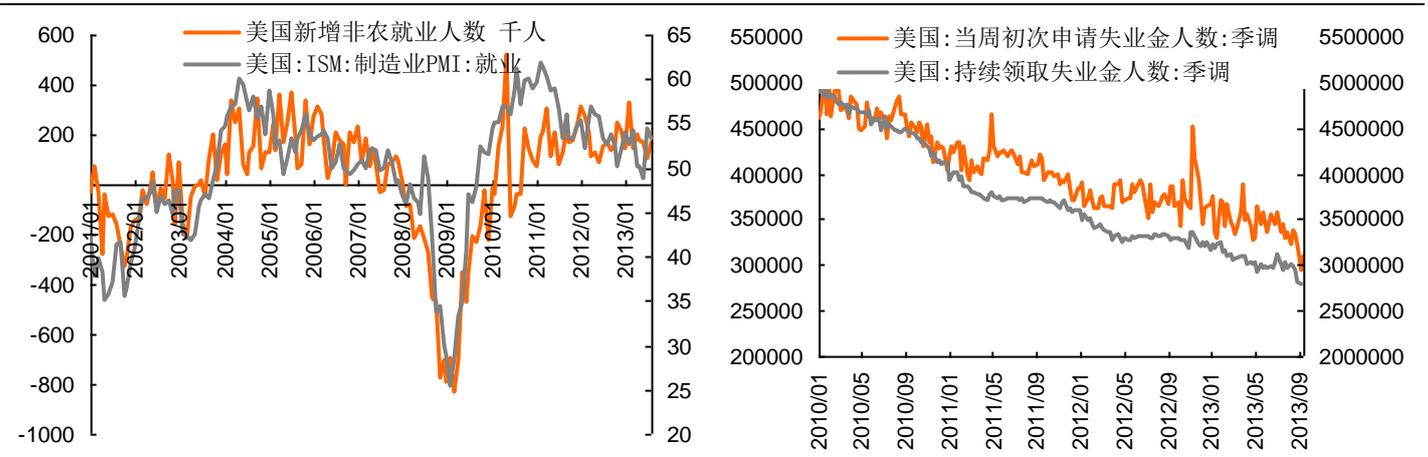
图1-1: 美国失业率超预期下降, 但新增就业却低于预期, 缩减QE失业率门槛有向下修正需要



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, 但我们依旧不能确定劳动者放弃寻找就业岗位的真实原因。我们观察到美国 ISM 制造业就业分项指数反弹, 申请失业救济金人口下降。因此, 还不能断言美国就业市场恶化。

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



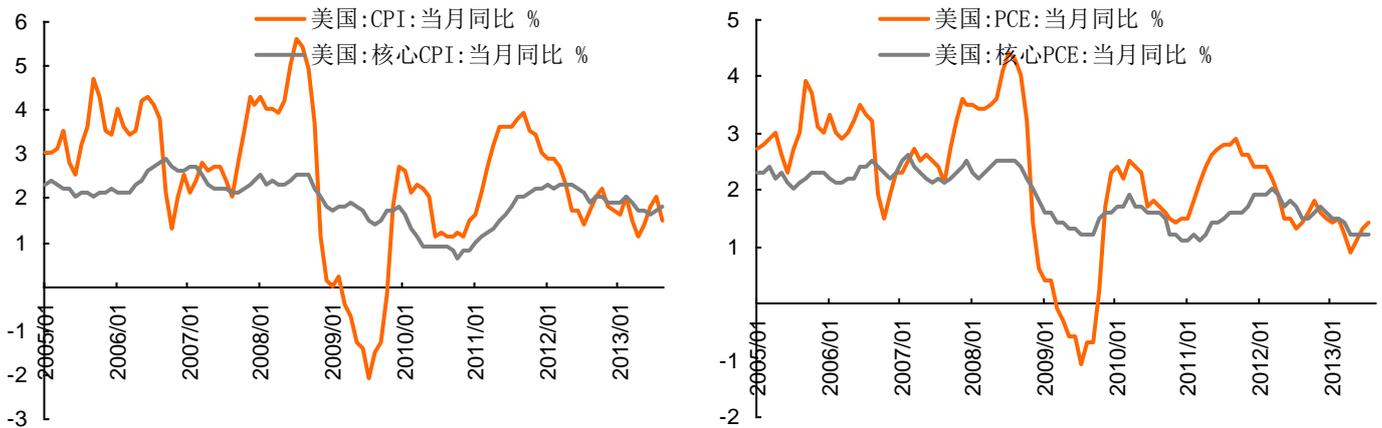
资料来源: Wind、平安期货研究所

因素二: 联储主席接任人选未定, 货币政策折中路线可能性大。

上周, 受奥巴马青睐的萨默斯已经表态不参与美联储主席竞选, 这意味着耶伦当选的概率大大上升, 耶伦是典型的“鸽派”代表, 更倾向于继续宽松货币政策。更重要的是, 此前多次事实证明, 耶伦对经济数据判断更为准确。耶伦认为美国当前的通胀风险非常低, 而经济增长下行风险却较大, 在资产泡沫并不严重的现在, 继续宽松货币政策并不会带来远期经济过热风险。而从上周伯南克的发言来看, 美联储已经下调了未来 2 年经济增长预期, 2013 年 GDP 增长预估从 2.3%-2.6% 下调至 2.0%-2.3%; 并将 2014 年 GDP 增长预估也被下调。

从这个角度来看, 倘若耶伦当选美联储主席, 耶伦主导的鸽派可能大大延迟缩减 QE 的时间。

图1-3: 美国核心通胀率依旧略微偏低, 客观上为维持宽松创造条件



资料来源: Wind、平安期货研究所

但需要说明的是, 尽管当前美联储主席伯南克在自己即将离岗时, 不便在缺乏充分证据时开始缩减 QE, 但伯南克也强调了远期缩减并最终结束 QE 的大致方向, 因此, 即便耶伦当选美联储主席, 也需要考虑货币政策的可持续性和对市场预期的影响。

因素三: 美国财政悬崖风险犹存, 财政政策偏紧限制美国经济增速

美联储在此前的政策声明与纪要中多次强调, 美国财政政策偏紧给经济增长带来下行风险, 而目前正临美国债务上限谈判即将开始, 市场对此普遍谨慎。从过去 2-3 年的美国财政部国债发行记录来看, 继续提高债务上限几乎是必然, 但债务上限也可能受到一定压制, 特别地, 每年第四季度正是各大评级机构对美国主权债务评级之时, 因此, 美国债务上限提高的规模可能并不会令市场意外, 美国偏紧的财政政策将得以维持, 这必然地会继续限制美国经济复苏。在财政政策受阻的前提下, 美国货币政策将变得更为谨慎, 也不会过早缩减 QE, 美联储必须等待更为明确的经济数据改善。

但另一方面, 我们也必须看到, 从 2011 年美国债务上限谈判开始, 美国的财政政策对美国经济增长的贡献都一直较低, 因此, 也可以预期未来的财政政策偏紧格局并不会给经济增长带来新的阻碍。尽管美国经济增长似乎更以来货币政策偏松, 但从美国股市来看, 美国新技术带来的内生增长力依旧强劲, 因此, 长期来看, 美国货币政策“中性”依旧成立, 从而结束 QE 并逐步回归常态货币政策也是必然。

二、板块解析

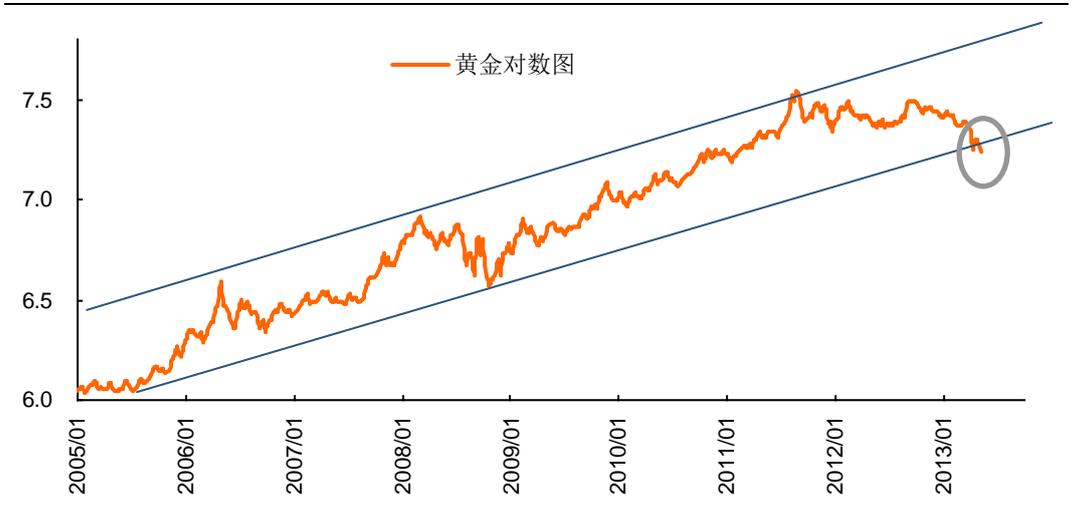
黄金——美联储意外维持 QE 规模不变, 黄金获得短暂喘息, 后市维持看空: 本月初, 美国劳工部公布数据显示, 失业率降至 7.3%, 但新增非农数据并不理想, 失业率的下降更多是由部分劳动力放弃寻找工作所致。另外, 美国核心通胀持续低于长期目标值。这使得美联储维持当前 QE 规模不变获得更多数据支持。上周, 美联储货币政策如期召开, 令市场略感意外的是, 美联储并没有缩减 QE 规模, 这使得黄金价格最高反弹至 1391 美元/盎司, 但随后市场回归理性, 更多投资者认识到美联储为了维持信誉和政策持续性, 在未来几个月内缩减 QE 规模仍旧是大概率事件, 黄金冲高回落跌至 1325 美元/盎司, 回吐了大部分的涨幅。

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。值得一提的是，上周美联储货币政策声明公布前，贵金属逐步回落，跌破 1300 美元/盎司，美联储货币政策公布后，黄金冲高回落，市场重归理性，这印证了我们此前观点。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。

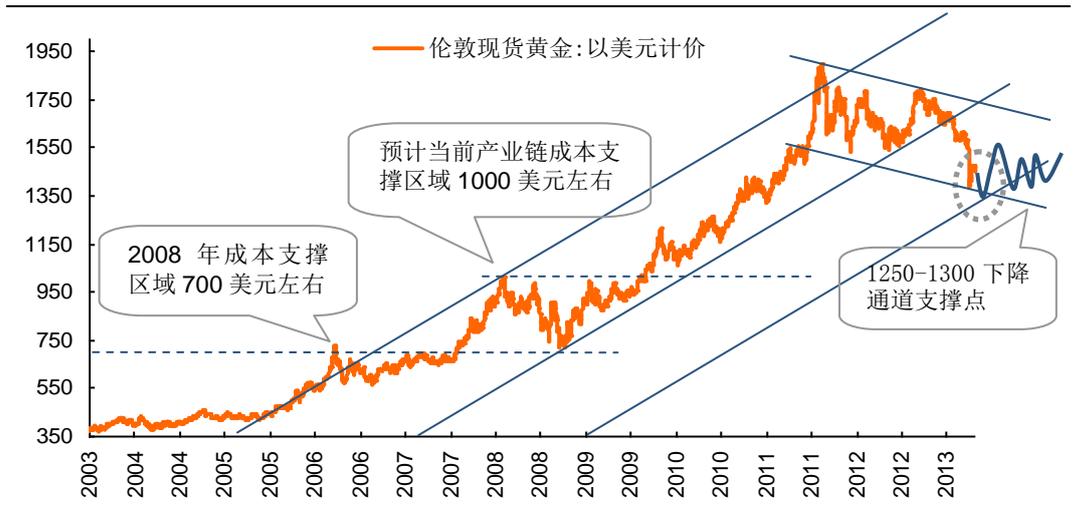
此外，上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期，其特征可能是：当一轮急促下降至一个新低点后，随后出现一轮高级反弹，并在反弹高位稳定下来，即可确已进入熊二阶段。图表 2-2 的下降通道区域 1250-1300 若得到支撑并展开大幅反弹，预期中的熊市二期会正式开启，反弹目标大致在 1500-1550 美元/盎司水平，这是熊市二期最重要的高点区域，可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。更多详细分析请参考我们发布的黄金深度报告。（朱春明）

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——中国补库有所转弱, 期铜上有压力: 上周美联储并没有削减QE, 上周外盘伦铜因此大幅反弹至 7281 美元/吨。短期新增非农就业数据不甚理想以及通胀率低于预期, 这使得美联储有理由延迟缩减QE, 但从中期来看, 美国经济依旧处于稳健复苏过程之中, 随着失业率的逐渐回落, 总供给小于总需求将导致通胀率逐渐回升, 因此美国退出QE的条件也将逐渐成熟, 这意味着促成铜价反弹的美元因素难以持续。

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。

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。因此, 从中期来看, 投资者宜空不宜多, 轻仓尝试。

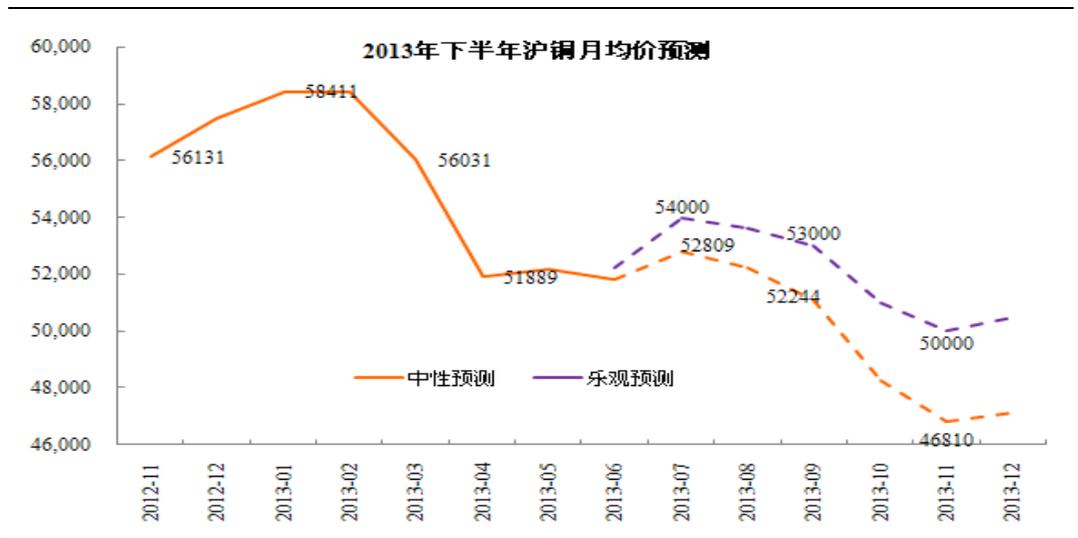
附注: 年中报告观点——下半年投资建议。 预计未来铜价反弹空间有限, 近期关于城镇化的刺激政策、市场预期随着5月悲观数据进一步下调到位后经济数据企稳及供应担忧等都可能提供阶段性反弹机会, 另外季节性因为亦支持可能存在温和反弹。但从下半年整体来看, 预计铜价仍将继续下调, 中性假设情况下, 预计下半年低点在47000左右。

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



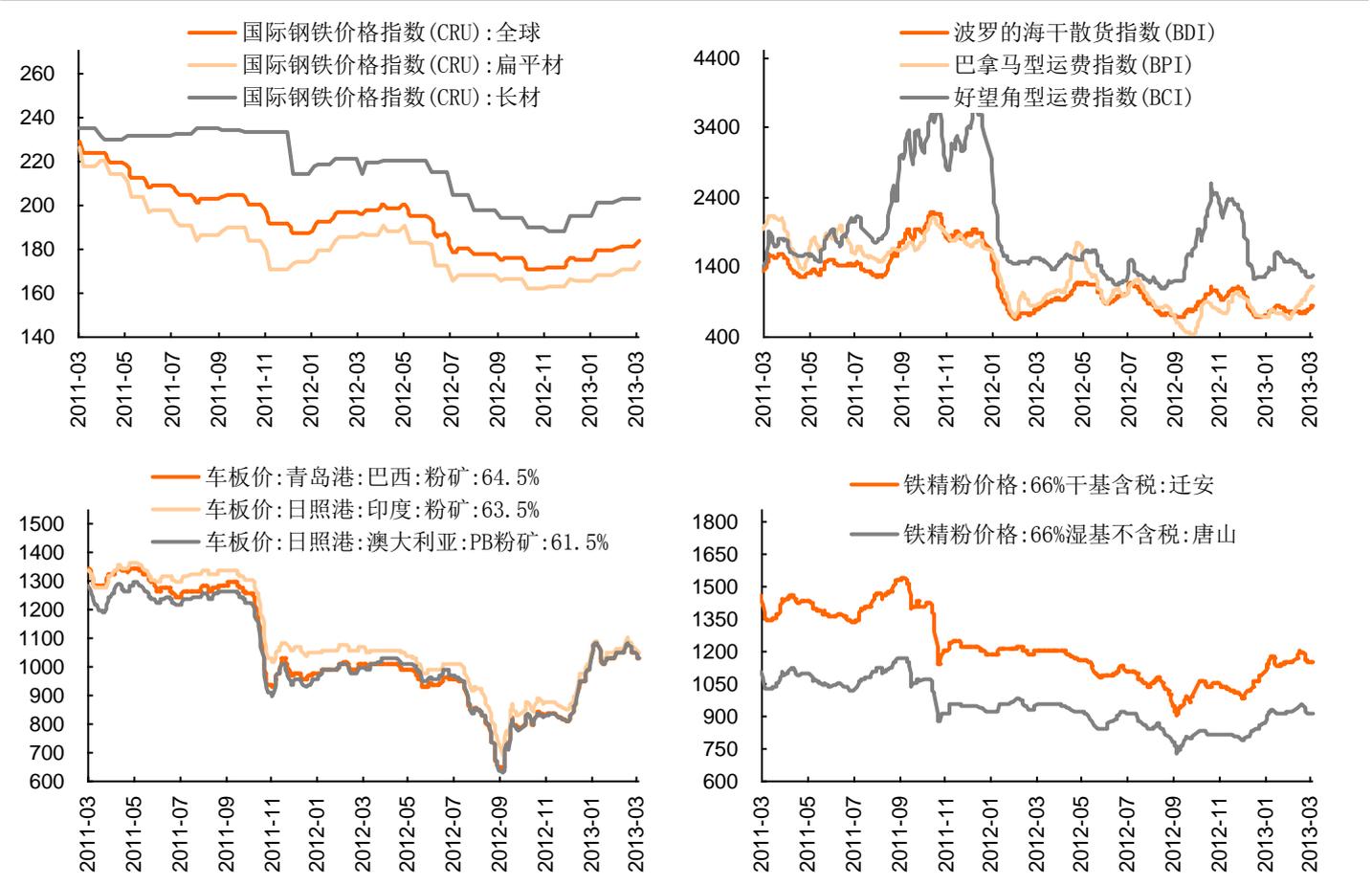
资料来源：平安期货研究所

价格继续下挫。 上周螺纹钢期货走势继续小幅下挫，周线收出小中阴，连续第四周收出中阴线，周线观察螺纹钢指数处于下行趋势中。

从基本面来看，钢材现货市场主流品种价格呈现弱势下跌。原燃料方面，国内外铁矿石价格呈现窄幅震荡。从社会库存来看，总库存小幅反弹，其中螺纹，线材和中厚板库存呈现回升。宝钢出台 10 月出厂价，热轧品种取消优惠，部分冷轧价格上涨 100 元/吨。从粗钢日产来看，8 月下旬全国预估粗钢日均产量 211.9 万吨，旬环比微增，但仍在较高位。近日大气污染防治“国十条”公布，要求提前一年完成钢铁“十二五”淘汰落后产能任务，并且 2015 年再淘汰 1500 万吨产能。河北省作为污染严重的产钢大省亦出台较为激进的治霾计划，计划在 2017 年前全省淘汰 6000 万吨钢铁产能，约占全省产能的三分之一，随着强力的具体环保政策出台，钢铁行业去产能有望进一步推进，其具体的实施效果和力度将是行业治理产能过剩问题的关键所在。

就交易而言，结合基本面与技术面分析，黑色产业链处于下行趋势中，建议投资者逢高抛空。（李文杰）

图3-4: 螺纹钢相关市场走势



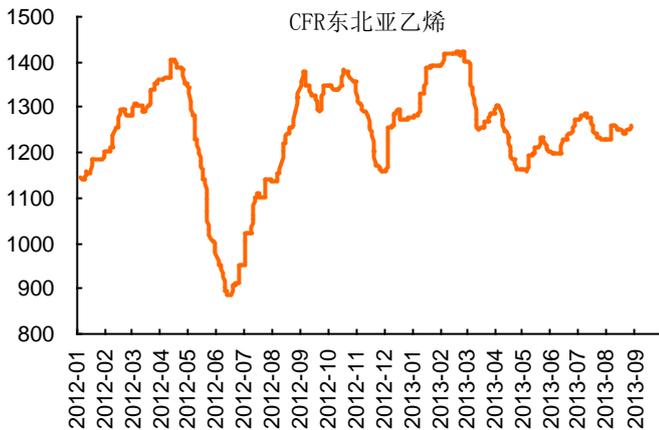
资料来源:wind、平安期货研究所

国外中秋假期间，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)**

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	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	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	-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	-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	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	-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	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	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	-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	-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	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	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	-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	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	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	-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

投资需求主导黄金价格, 黄金中线依旧偏空

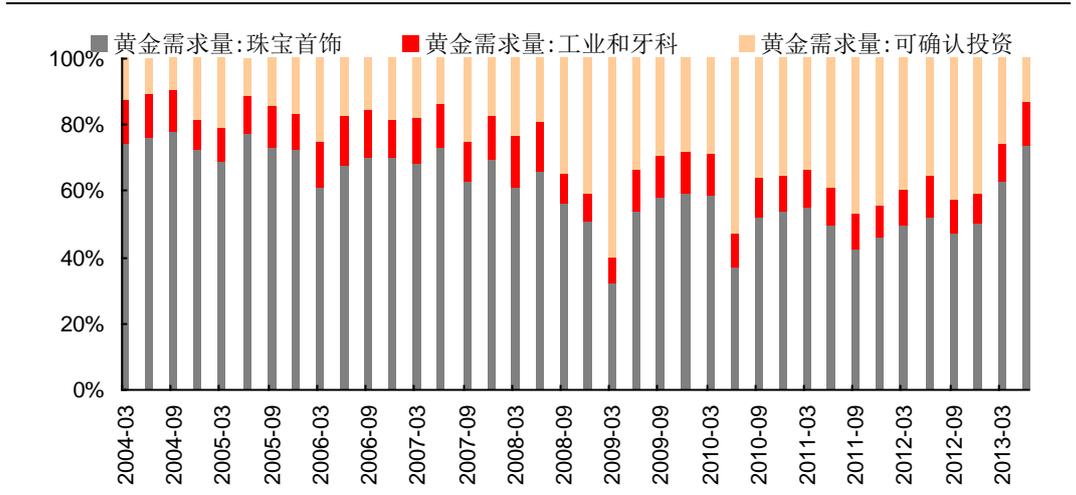
尽管上周美联储没有缩减QE, 令市场颇为意外, 但美国经济复苏依旧相对稳定, 因此, 美联储将逐步收紧货币政策, 中长期看, QE退出与加息是必然结果, 因而黄金远期价格依旧看跌。这将导致黄金投资需求会进一步下降, 并且其降幅会远高于黄金的珠宝首饰需求的增幅, 从而黄金总需求也将逐渐下降, 这将反过来推动黄金价格进一步走低。如此因果循环, 我们认为黄金价格将继续步入相对较长的熊市周期。

1、珠宝首饰与投资是黄金的主要需求

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。

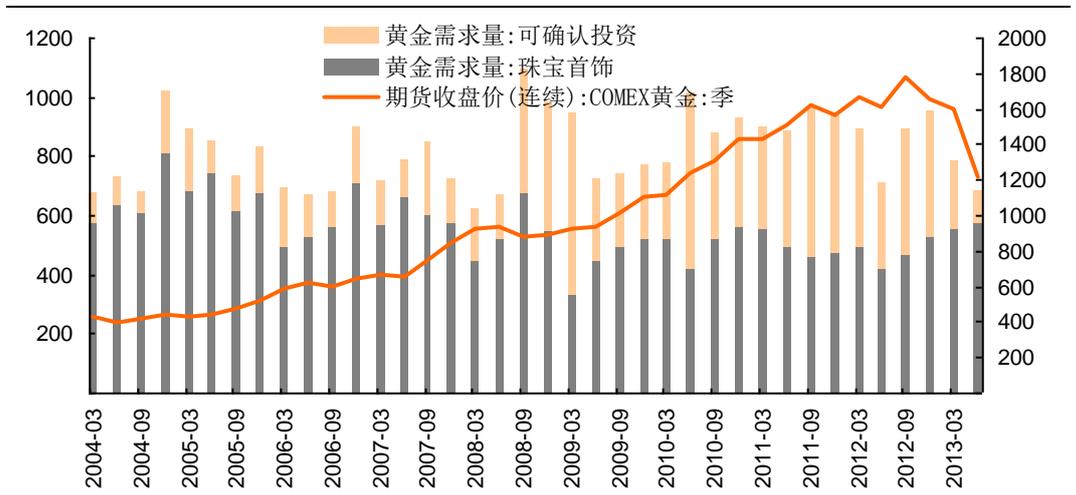
由以下两个图可知, 珠宝首饰需求依旧是黄金需求的主力, 贡献了大概60%的总需求, 全球每个季度需求在500-600吨之间; 而可确认投资相对变化较大, 全球每个季度的需求一般在100-500吨之间不等, 波动相当之大。而工业与牙科需求则相对稳定, 一直在100-110吨之间。

图4-1: 珠宝首饰与投资需求占比合计达到90%左右



资料来源: Wind、平安期货研究所

图4-2: 黄金投资需求波动较大, 珠宝首饰需求相对稳定



资料来源: Wind、平安期货研究所

2、投资需求弹性大于珠宝首饰需求弹性, 投资需求主导黄金价格

由于黄金珠宝首饰需求与投资需求合计占比达到总需求的 90%，并且，两者对黄金价格的作用正好相反，因此，黄金未来价格的表现取决于这两类需求强弱的对比。在此，我们采用经济学中价格弹性分析方法加以分析。

经过简单的回归分析，可以得到：

黄金的投资需求曲线为： $P=1.9775Q+445.34$ ；

黄金投资需求价格弹性为： $E_I=(\Delta Q/Q)/(\Delta P/P)=1/K*(P/Q)=1/1.9775*(P/Q)$ ；

黄金的珠宝首饰需求曲线为： $P=-2.7207Q+2475.7$ ；

黄金的珠宝首饰需求价格弹性为： $E_J=(\Delta Q/Q)/(\Delta P/P)=1/K*(P/Q)=-1/2.7207*(P/Q)$ ；

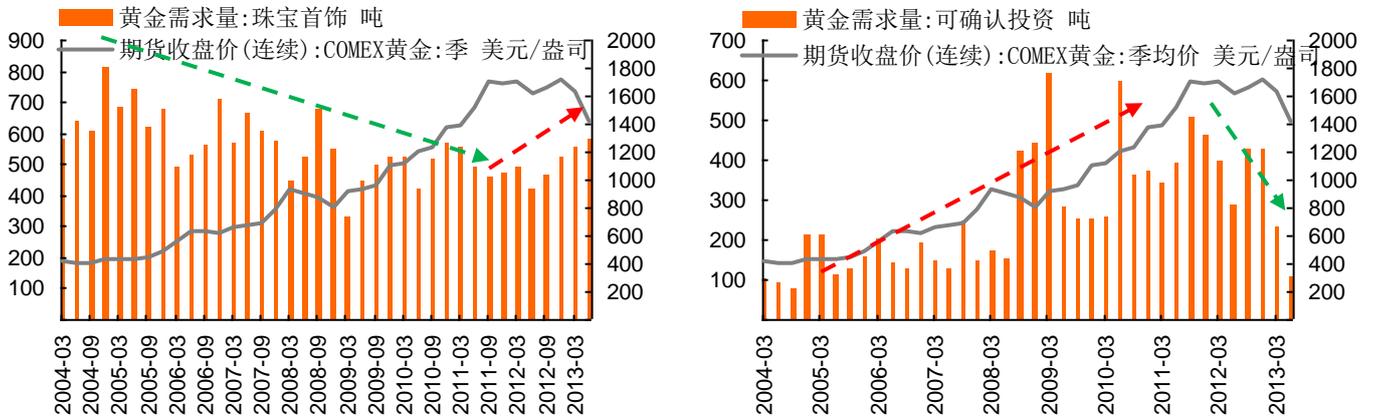
以 2013 年第二季度数据为例，黄金的投资需求价格弹性为：

$E_I = (1/1.9775) * (P/Q) = (1/1.9775) * (1416/105.4) = 11.22$ ，即黄金价格上涨 1%，将会导致黄金投资需求量上升 11.22%，相当于 $105.4 * 11.22\% = 11.80$ 吨的需求增量；

黄金的珠宝首饰需求价格弹性为： $E_J = -(1/2.7207) * (P/Q) = -(1/2.7207) * (1416/575.50) = -0.91$ ，即黄金价格上涨 1%，黄金珠宝首饰需求将下降 0.91%，相当于 $575.40 * 0.91\% = 5.24$ 吨需求减量。

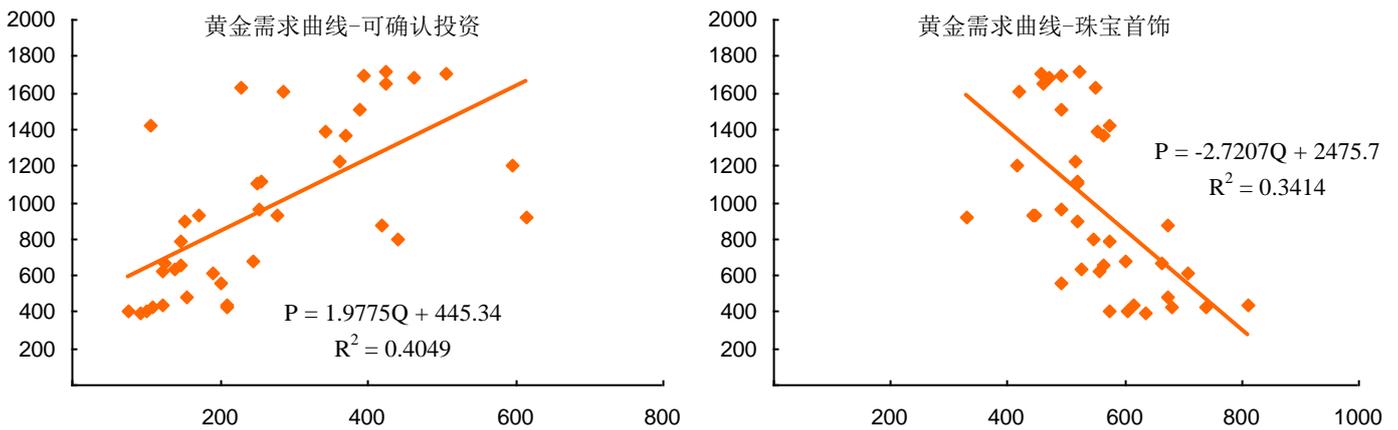
显然，黄金的投资需求对价格更为敏感 ($11.80 > 5.24$)。这印证了我们的猜想——在黄金的需求结构中，投资需求起主导作用。当金价上涨时，黄金投资需求增加，进一步推动金价上涨；当黄金价格下降时，黄金投资需求下降，导致黄金价格进一步下跌。黄金投资需求有典型的助涨助跌作用。

4-3: 黄金各种需求与价格之间的关系，生产商对冲可以看成是一种投资需求



资料来源: Wind、平安期货研究所

图4-4: 黄金需求曲线斜率为正，而珠宝首饰需求斜率为负；黄金需求弹性远大于珠宝首饰需求弹性



资料来源: Wind、平安期货研究所

3、美联储收紧货币，黄金投资需求继续下降，黄金步入漫长熊市

尽管上周美联储没有缩减 QE，令市场颇为意外，但美国经济复苏依旧相对稳定，因此，美联储将逐步收紧货币政策，中长期看，QE 退出与加息是必然结果，因而黄金远期价格依旧看跌。这将导致黄金投资需求会进一步下降，并且其降幅会远高于黄金的珠宝首饰需求的增幅，从而黄金总需求也将逐渐下降，这将反过来推动黄金价格进

一步走低。如此因果循环，我们认为黄金价格将继续步入相对较长的熊市周期。远期待来看，美联储进入加息周期后，黄金跌破长期理论均衡价格 1160 美元/盎司后，可能加速跌至 1000 美元/盎司的边际成本线附近。但这一过程可能相对缓慢。

五、数据备忘

美国住房数据较为稳健

全美住宅建筑商协会周二数据显示，9 月美国建筑商信心持平于上月，仍为近八年最高水平。继 7 月增至近四年来最高水平后，美国 8 月成屋销售环比增长远超预期，销售户数创六年半新高，售价中值也实现了两位增长。此外，美国 8 月 CPI 同比与环比增长均低于预期和 7 月增幅，核心 CPI 则均符合预期 CPI 数据表明潜在通胀趋于稳定。

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
2013-9-16	中国	全社会用电量: 累计同比 (%) 2013/08	6.8	5.7	5.1
2013-9-16	美国	纽约 PMI 2013/09	6.3	8.2	-7.5
2013-9-17	美国	NAHB 住房市场指数 2013/09	58	58	40
2013-9-17	美国	核心 CPI: 同比 (%) 2013/08	1.8	1.7	1.9
2013-9-17	美国	CPI: 同比 (%) 2013/08	1.5	2	1.7
2013-9-18	美国	新屋开工: 私人住宅 (千套) 2013/08	81.2	82.4	69
2013-9-19	美国	成屋销售折年数 (万套) 2013/08	548	539	484
2013-9-19	美国	成屋销售: 环比折年率 (%) 2013/08	1.7	6.5	5.2
2013-9-19	美国	费城联储制造业指数: 季调 2013/09	22.3	9.3	1.4

资料来源: Wind、平安期货研究所

关注中国汇丰 PMI、美国二季度 GDP

下周是国内将汇丰 PMI 预览，由此可以初步判断 7、8 月份经济的良好表现能否持续。国际市场需要关注美国的二季度 GDP。(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
2013-9-23	中国	汇丰 PMI (预览) 2013/09	--	50.1	47.9
2013-9-27	中国	工业企业利润: 累计同比 (%) 2013/08	--	11.1	-3.1
2013-9-25	美国	耐用品除国防外订单 (初值): 环比 (%) 2013/08	--	-6.9	-11.4
2013-9-25	美国	耐用品除运输外订单: 季调: 环比 (%) 2013/08	--	-0.8	-1.6
2013-9-26	美国	成屋签约销售指数 (2001 年=100) 2013/08	--	109.5	101.8
2013-9-26	美国	营建许可: 私人住宅 (修正) (千套) 2013/08	84.3	88.1	80
2013-9-26	美国	GDP (终值): 环比折年率 (%) 2013/06	3.2	2.8	3
2013-9-27	美国	核心 PCE 物价指数: 同比 (%) 2013/08	--	1.2	1.5
2013-9-27	美国	个人消费支出: 季调 (十亿美元) 2013/08	--	11,495.80	11,175.30

2013-9-27	美国	人均可支配收入:折年数:季调(美元) 2013/08	--	39,314.00	38,740.00
2013-9-27	美国	密歇根消费者信心指数(修正) 2013/09	76.8	82.1	78.3

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>