

# 走势分化，静待 Jackson Hole 会议

## 内容摘要

**对上周行情判断：沪铜有突破迹象，螺纹钢继续创新低**

上周金属走势分化进一步加剧，白银领涨，涨幅达 8%，创上市以来新高；螺纹钢继续领跌金属，调整至 3500，底部仍未探明；沪铜上涨 2.3%，短期上探 56000 压力位。

**本周观点：静待 Jackson Hole 会议**

尽管上周公布的美联储会议纪要使得市场对新一轮量宽预期增强，并极大提振风险资产特别是贵金属表现，但市场整体仍对是否出台 QE3 持有不一致预期。

本次 Jackson Hole 会议让市场失望的概率很高。预计本次会议上美联储不会出台 QE3，而是某些如延长超低利率承诺等准宽松但“杀伤力”要比 QE3 低很多的措施或者言行，在此之前的 4-5 个交易日，预计市场走势大体平静。

**品种策略：谨慎观望**

**铜：**短期在 56000 一线仍需整固，中期维持看涨观点。关注欧美央行行长讲话及周末将要公布的中国 8 月 PMI 数据，在此之前我们对铜价走势短期保持谨慎，56000 一线仍需整固。中期仍维持看多观点。

**钢材：**底部仍未探明，保持观望。3500 的价格已经大幅低于成本价，而且接近触发钢厂减产临界线。但 8 月上旬钢厂产量仍在小幅增长，给市场对通过供给压缩来减轻钢价抛压的希望带来沉重打击。中钢协预计钢铁行业冬天可能还将持续至明年上半年，钢价已经是积重难返，建议投资者谨慎抄底，保持观望。

**本周数据备忘：关注 Jackson Hole 会议伯南克讲话**

✉: dept\_paqhyjs@pingan.com.cn  
研究所 金属研究小组  
✉: dept\_paqhtzzxb@pingan.com.cn  
投资咨询部 整理/分发

✍:李文杰  
☎:86-21-50281763  
✉: liwenjie011@pingan.com.cn  
☎:期货从业资格:F0279410

✍:邹立虎  
☎:86-755-23963178  
✉: zoulihu508@pingan.com.cn  
☎:期货从业资格:F0278801

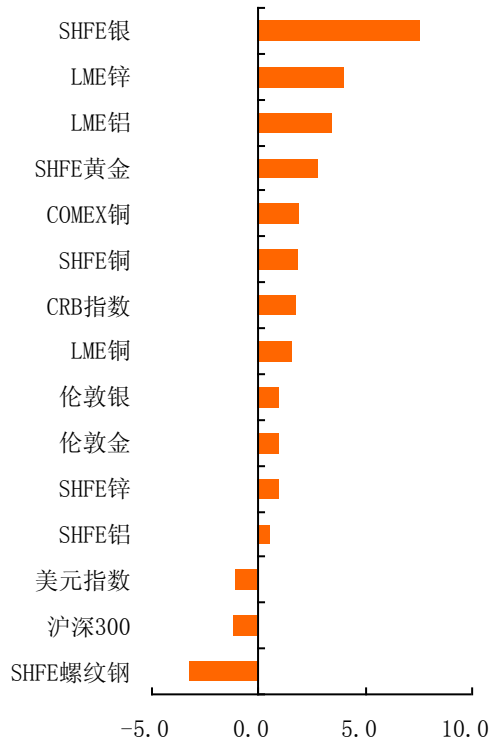
✍:鲍凯  
☎:86-21-50281763  
✉: baokai343@pingan.com.cn  
☎:期货从业资格:F0277189

## 相关报告

- 1、震荡为主，等待指引——金属周报 25 期  
2012. 07. 30
- 2、逐步建立中线多单——金属周报 26 期  
2012. 08. 06
- 3、数据不佳，短线市场可能转弱——金属周报 27 期  
2012. 08. 13

一周重要图表

图1: 上周金属及相关市场表现一览 (%)



资料来源: wind、平安期货研究所

目录

- 一、行情回顾..... 3
  - 美国数据好于预期, 金属价格强劲反弹..... 3
- 二、本周视点: 金属走势分化, 静待 Jackson Hole 会议..... 3
  - 对上周行情判断: 沪铜有突破迹象, 螺纹钢继续创新低..... 3
  - 本周观点: 静待 Jackson Hole 会议..... 5
  - 品种策略: 谨慎观望..... 6
- 三、每周小专题: 螺纹钢焦炭对冲简析..... 7
- 四、宏观及行业动态..... 8
  - 1、宏观要闻: 汇丰中国 PMI 初值创 9 个月新低..... 8
  - 2、有色行业动态: 全球铜市供应短缺, 铅锌供应过剩..... 9
  - 3、钢材行业动态: 8 月上旬粗钢日均产量增长 1.05%万吨..... 9
  - 4、贵金属行业动态: 德国、墨西哥和土耳其减持黄金储备..... 9
- 五、金属数据图表..... 10
  - 金属库存变化表..... 10
  - 金属注销仓单变化表..... 10
  - 金属价格和库存..... 11
  - 金属现货升贴水指标..... 12
  - 金属原材料价格变化..... 13
- 六、经济数据备忘..... 14
  - 关注 Jackson Hole 会议伯南克讲话..... 14

## 一、行情回顾

### 美国数据好于预期，金属价格强劲反弹

美国劳工部在上周四公布的数据显示，美国当周初申请失业金人数为 37.2 万人，好于市场预期。中国的汇丰 PMI 下滑至 47.8，显示中国制造业整体低迷。从上周末起，希腊总理将陆续与欧元区各国领导人会晤，消息一出，引发市场看多情绪。前一周伦敦现货铜上涨 1.26%、伦铝上涨 3.80%、伦铅上涨 4.32%、伦锌上涨 4.82%，上海期交所螺纹钢主力合约下跌 3.19%。

## 二、本周视点：金属走势分化，静待Jackson Hole会议

### 对上周行情判断：沪铜有突破迹象，螺纹钢继续创新低

全球金融市场概述：上周公布的美欧中 PMI 预览数据表明三大经济体复苏态势不一，美国经济温和反弹，欧洲经济继续萎缩，但幅度放缓，中国经济存反季节性下行风险。

图2-1：中国8月汇丰PMI预览值大幅下行…

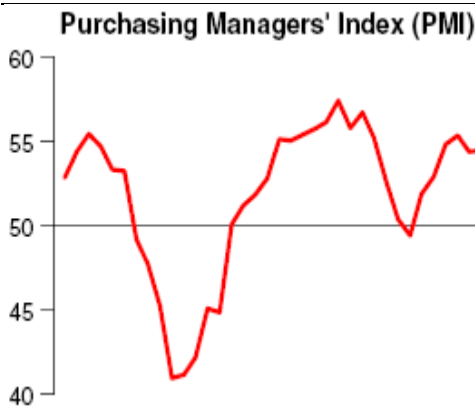


图2-2：…其中，新出口订单明显萎缩



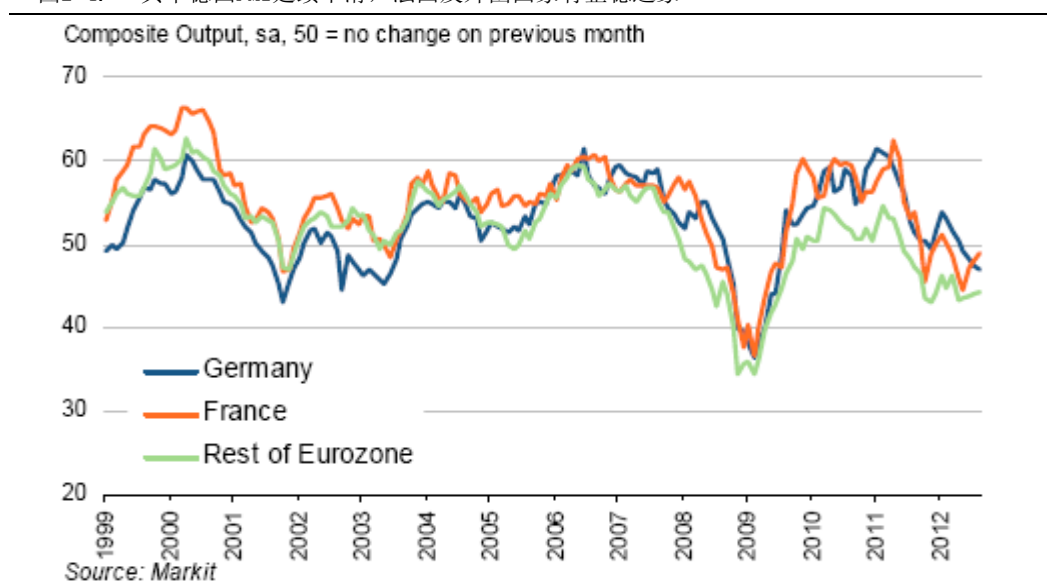
资料来源：Markit、平安期货研究所

图2-3:欧元区8月PMI温和反弹,但仍处于收缩区间...



资料来源:Markit、平安期货研究所

图2-4: ...其中德国PMI延续下滑,法国及外围国家有企稳迹象



资料来源:Markit、平安期货研究所

股市方面,上周道指在年内新高附近出现回调,全球主要股市均出现滞涨或回调趋势,全球股市自6月初起的反弹可能阶段性结束,反弹幅度大概为10%、持续时间约2个月,在全球经济复苏仍不明朗的趋势下,股指持续上行需以时间换空间。中国股市继续创调整新低,当前我们难以找到股市走高力量;

汇市方面,美元加速回调至81一带,短线有支撑,由于市场仍对本月底即将召开的Jackson Hole会议持有较强的预期,美元仍将承压,但考虑到美元整体仍处于强势格局,我们认为回调空间并不大,我们认维持美元2012年下半年81-84核心波动区间判断;

债券市场方面,上周受风险资产回调影响,市场情绪略有降温,美国国债收益率

下降了大概 10 个基点，但 8 月份整体仍呈现上涨态势。

商品市场方面，农产品继续受天气因素炒作表现好于工业品，但工业品存在补涨迹象，美元的回调及市场对美联储量宽的预期导致贵金属飙升。原油涨至百元附近，短期有反弹头部迹象。伦铜在持续两个多月的底部震荡后，考验上方 7800 压力位，建议密切关注。

**国内金属方面：**上周国内金属走势分化进一步加剧，白银领涨，涨幅达 8%，创上市以来新高，螺纹钢继续领跌金属，调整至 3500，底部仍未探明，我们前期似乎低估了螺纹钢下行风险；沪铜上涨 2.3%，短期关注 56000 压力位。

### 本周观点：静待 Jackson Hole 会议

下周重要事件在于美联储主席伯南克在美国东部时间周五上午 10 点（怀俄明州当地时间上午 8 点）Jackson Hole 会议上进行演讲，尽管上周公布的美联储会议纪要使得市场对新一轮量宽预期增强，并极大提振风险资产特别是贵金属表现，但市场整体仍对是否出台 QE3 持有不一致预期。

**本次 Jackson Hole 会议让市场失望的概率很高。我们预计本次会议上美联储不会出台 QE3，而是某些如延长超低利率承诺等准宽松但“杀伤力”要比 QE3 低很多的措施或者言行，在此之前的 4-5 个交易日，预计市场走势大体平静。本次 Jackson Hole 会议让市场失望的概率很高：**

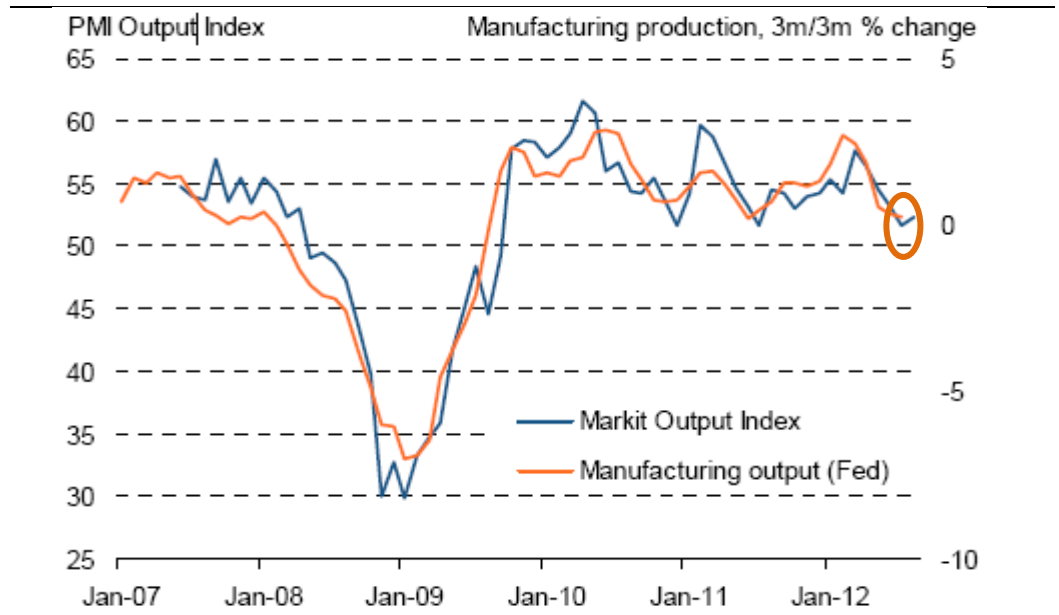
**第一：美联储上次议息会议后美国经济数据整体表现偏强。自美联储上次议息会议后，包括就业、住房、零售、耐用品订单等在内的数据均好于市场预期。近期公布的 Markit 8 月 PMI 数据也好于预期。**

图2-5:美国8月PMI数据好于预期...



资料来源:Markit、平安期货研究所

图2-6:…制造业产出可能随之回升



资料来源:Markit、平安期货研究所

**第二：市场对美联储上周公布的会议纪要存在“选择性”阅读。**会议纪要原文：

“Many members judged that additional monetary accommodation would likely be warranted fairly soon unless incoming information pointed to a substantial and sustainable strengthening in the pace of the economic recovery. Several members noted the benefits of accumulating further information that could help clarify the contours of the outlook for economic activity and inflation as well as the need for further policy action.” 市场更多关注前面一句话：...many members...，但后面一句话也很重要，..several members...，个人判断美联储仍处于谨慎观望期，继续收集进一步数据，如果下次美联储会议(9月12-13)号之前的非农数据达到18-20万区间，年内推QE3可能性基本排除。

**品种策略：谨慎观望**

**铜：**短期在56000一线仍需整固，中期维持看涨观点。关注欧美央行行长讲话及周末将要公布的中国8月PMI数据，在此之前我们对铜价走势短期保持谨慎，56000一线仍需整固。但中期来看，我们仍维持看多观点，建议投资者继续在54000-55000区间建仓。

**钢材：**底部仍未探明，保持观望。事后来看，我们前期对螺纹钢下行风险预估不足，3500的价格已经大幅低于成本价，而且接近触发钢厂减产临界线。但8月上旬钢厂产量仍在小幅增长，给市场对通过供给压缩来减轻钢价抛压的希望带来沉重打击。中钢协预计钢铁行业冬天可能还将持续至明年上半年，钢价已经是积重难返，建议投资者谨慎抄底，保持观望。



表 2-1:综合策略跟踪

日期	7 月 30 日	8 月 06 日	8 月 13 日
主要观点	震荡为主，等待指引	逢低逐步建立中线多单	短线市场可能转弱
策略	震荡为主，短线参与	逢低逐步建立中线多单	沪铜中线多单持有，螺纹钢短线参与
上周策略回顾	文华有色指数-1%、钢铁指数-2.5%	文华有色指数 0.76%、钢铁指数 1.2%	文华有色指数-0.4%、钢铁指数 -2.5%
表现最强品种	白银-1.1%	白银 2%	白银 1%

资料来源:wind、平安期货研究所

### 三、每周小专题：螺纹钢焦炭对冲简析

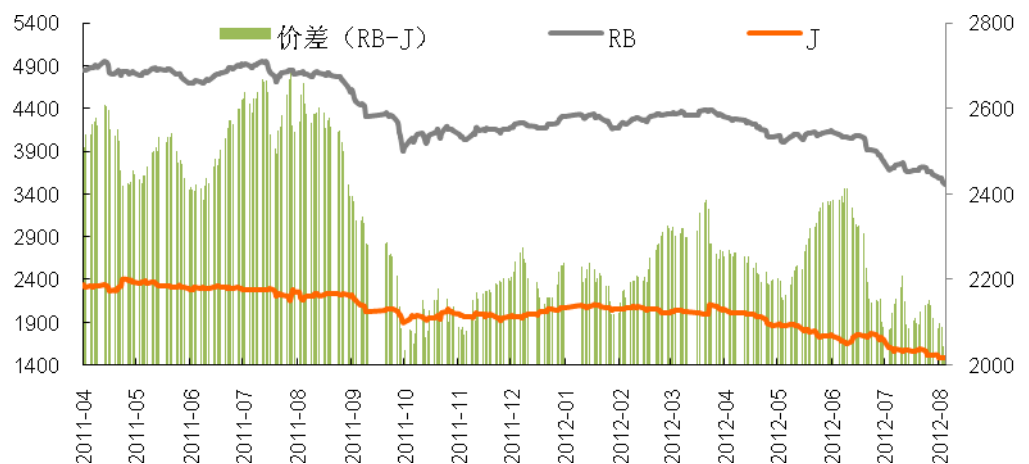
跨商品对冲主要是指利用价格走势具有较高相关性的商品之间强弱对比关系差异所进行套利，参与套利的两个品种或者在供给端受制于共同因素影响（如农产品种植面积之争），或者在需求端受到共同因素影响（如豆油棕榈油同为食用油），或者处于产业链的上下游（如焦炭螺纹钢）。商品对冲的收益或者来源于波动率（当 AB 两个商品同向运动时间），或者来源于各自商品的基本面（AB 商品价格趋势反向运动时），或者来源于对系统性风险的规避（相比较单边投机而言，比如央行突然加息降息，标普突然下调评级欧债加剧等）；商品对冲的风险主要是对价差走势的错误判断。A 和 B 两种商品的价格关系表现为四种走势：同时扩大，同时缩小，A 升 B 降，A 降 B 升。通常情况下，我们主要参与价格走势同向运动的品种；少数情况下也参与两个品种的价格走势反向运动（如 2012 年的豆粕单边上升，螺纹单边下跌）。A 和 B 两种商品的价差关系表现为两种走势：收敛型价差和趋势型价差（如 2004 年之后铜铝的价差持续扩大呈现单边上升趋势，再如 2010 年棉花 PTA 的价差也呈现单边上升趋势）。

从逻辑关系而言，螺纹钢焦炭之所以能够进行对冲，原因在于其上下游产业链的相关性。焦炭是钢材的重要冶炼原料之一，如果缺少焦炭，钢铁冶炼无法完成。钢铁是焦炭最重要的需求领域，钢铁行业焦炭需求量占焦炭总需求量的 80%左右。冶炼一吨钢铁大概需要 0.5 吨焦炭。

从价格关系上，自 2007 年以来，钢材现货价格和焦炭现货价格走势一致。2011 年，大连商品交易所推出焦炭期货后，螺纹钢期货和焦炭期货的价格走势也趋于一致。不同点在于二者的波动幅度不同，我们选取焦炭期货上市以来的数据，以当日结算价进行波动幅度计算，发现螺纹钢的波动幅度为 0.02284%，焦炭的波动幅度为 0.01658%，螺纹钢波动幅度远远大于焦炭波动幅度。从二者的价差关系看，目前螺纹钢焦炭的价差基本呈现为趋势型价差，但是由于焦炭上市时间短，焦炭上市后螺纹钢一直处于下跌走势。所以还有待于进一步考察。

从当前的投机机会来看，目前可以参与空螺纹钢多焦炭的对冲操作，手数配比为 3.5:1。原因在于目前的焦炭价格已经使得独立焦化企业处于亏损状态，如果后期价格继续下跌，独立焦炭企业将会停产。钢厂也处于亏损状态，但是钢厂可以通过进一步压低铁矿石价格来降低冶炼成本，从而继续生产。国外进口矿的开采成本仅仅为 40 美元/吨，目前的铁矿石市场价格仍旧远远高于此价格。因此，综合考虑波动率、未来价格走势以及二者产业链特征，可以参与空螺纹钢多焦炭的对冲操作。由于螺纹钢合约乘数为 10 吨/手，焦炭合约乘数为 100 吨/手，我们在计算二者波动率的情况下，得出结论手数配比为 3.5:1。

图3-1:螺纹钢与焦炭的价差走势



资料来源:wind、平安期货研究所

## 四、宏观及行业动态

### 1、宏观要闻：汇丰中国 PMI 初值创 9 个月新低

**美联储会议记录：美联储准备“很快”放松政策。** 美联储(FED)周三(8月22日)公布的8月会议记录显示，除非经济出现相当大幅度的改善，否则美联储可能“很快”祭出新一轮货币刺激政策。不过，会议举行前，包括强于预期的7月就业数据等近期一系列好转的经济数据尚未公布，决策者明确表示，对当前的经济前景很不满意。美联储7月31日至8月1日会议记录显示：“多位委员认为，除非未来获得的信息直指经济复苏，否则进一步放宽货币政策很快将被证明是合理的。”

**汇丰中国 PMI 初值创 9 个月新低，经济三季度触底反弹希望减弱。** 8月23日，汇丰中国发布8月制造业 PMI 初值为 47.8，较上月终值 49.3 回落 1.5 个点，并创下 9 个月以来新低。8月分项数据显示，目前需求和就业均有恶化趋势。

**欧元区 8 月制造业 PMI 初值好于预期。** 数据编撰机构 Markit 周四(8月23日)公布的数据显示，欧元区 8 月制造业采购经理人指数 (PMI) 高于预期，并创下 4 个月高点，



但萎缩态势依旧。数据显示，欧元区 8 月制造业 PMI 初值自 44.0 上升至 45.3，高于 44.1 的预期，创下 4 个月来最高水平。

## 2、有色行业动态：全球铜市供应短缺，铅锌供应过剩

**ICSG：1-5 月全球铜市供应短缺 40.5 万吨。**SMM 网讯：据伦敦 8 月 21 日消息，国际铜业研究组织 (ICSG) 周二称，2012 年 1-5 月全球精炼铜市场供应短缺 405,000 吨，远高于 2011 年同期的 98,000 吨的缺口。ICSG 在最新月度报告称，今年前五个月，全球精炼铜消费量为 868.5 万吨，同期产量为 828.0 万吨，同比增加 4.5%。数据亦显示，全球 5 月精炼铜市场供应短缺 21,000 吨，4 月精炼铜市场供应缺口修正后为 106,000 吨。

**ILZSG：1-6 月全球锌市供应过剩 15.2 万吨。**伦敦 8 月 21 日消息，国际铅锌研究小组 (ILZSG) 周二公布称，今年 1-6 月全球锌市供应过剩 15.2 万吨，上年同期为供应过剩 24.3 万吨。组织公布的数据还显示，1-6 月，全球精炼锌产量为 636.2 万吨，而同期消费量为 621.0 万吨。

**ILZSG：1-6 月全球铅市供应过剩 4.8 万吨。**伦敦 8 月 21 日消息，国际铅锌研究小组 (ILZSG) 周二公布称，今年 1-6 月全球铅市供应过剩 4.8 万吨，上年同期为供应过剩 11 万吨。该组织公布的数据还显示，1-6 月，全球精炼铅产量为 525 万吨，而同期消费量为 520.2 万吨。

## 3、钢材行业动态：8 月上旬粗钢日均产量增长 1.05%至 196.99 万吨

**7 月全球粗钢产量增长 2.0%至 1.3 亿吨。**国际钢铁协会 (world steel) 21 日发布的统计数据表明，7 月份全球 62 个主要产钢国和地区粗钢产量为 1.3 亿吨，同比增长 2.0%。数据还显示，7 月 62 个主要产钢国和地区钢厂的产能利用率从 6 月的 80.4% 下降到 78.7%，与去年同期相比，则下降 0.8 个百分点。

**中钢协：8 月上旬粗钢日均产量增长 1.05%至 196.99 万吨。**据中国钢铁工业协会最新旬报数据显示，2012 年 8 月上旬重点大中型企业粗钢日产量为 162.05 万吨，旬环比增长 0.82%，全国粗钢日均产量估算值为 196.99 万吨，旬环比增长 1.05%。不过，8 月上旬生铁和钢材全国预估日均产量均出现下降，其中生铁日均产量为 179.06 万吨，旬环比下降 1.18%；钢材日均产量为 256.34 万吨，下降 9.62%。

## 4、贵金属行业动态：德国、墨西哥和土耳其减持黄金储备

世界黄金协会公布最新官方黄金储备排行表。位居前十位依次是：美国、德国、IMF、意大利、法国、中国、瑞士、俄罗斯、日本和荷兰，排名保持不变。其中，危地马拉、哈萨克斯坦、俄罗斯及乌克兰增持黄金；德国、墨西哥、土耳其减持黄金。

## 五、金属数据图表

### 金属库存变化表

表 5-1: 有色金属库存变化

日期	最新库存 (吨)	上周库存 (吨)	上月库存 (吨)	一周库存变化	一月库存变化
铜 LME	235550	234550	251450	0.43%	-6.32%
铜 SHFE	158938	156151	156510	+1.78%	+1.55%
铝 LME	4604025	4919925	4845400	-6.42%	-4.98%
铝 SHFE	364312	358643	325297	1.58%	11.99%
锌 LME	965375	978475	1007300	-1.34%	-4.16%
锌 SHFE	298645	304613	319452	-1.96%	-6.51%
铅 LME	315125	319200	334850	-1.28%	-5.89%
铅 SHFE	18282	19117	24081	-4.37%	-24.08%

资料来源: SHFE、LME、Bloomberg、Wind、平安期货研究所

### 金属注销仓单变化表

表 5-2: 有色金属仓单变化

日期	最新仓单 (吨)	上周仓单 (吨)	上月仓单 (吨)	一周仓单变化	一月仓单变化
铜 SHFE	34205	40710	25815	-15.98%	+132.50%
铝 SHFE	64154	64979	58243	-1.27%	+110.15%
锌 SHFE	204798	207934	200124	-1.51%	+102.34%
铅 SHFE	7851	7971	7937	-1.51%	+98.92%

资料来源: SHFE、Bloomberg、Wind、平安期货研究所

金属价格和库存

图5-1: LME三月铜价格与库存变化



图5-2: LME三月铝价格与库存变化

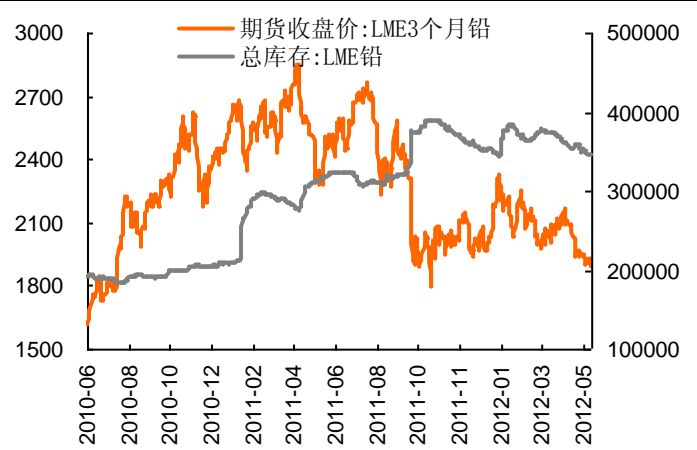


资料来源: wind、平安期货研究所

图5-3: LME三月锌价格与库存变化



图5-4: LME三月铅价格与库存变化



资料来源: wind、平安期货研究所

图5-5: 沪铜主力1203价格与库存变化

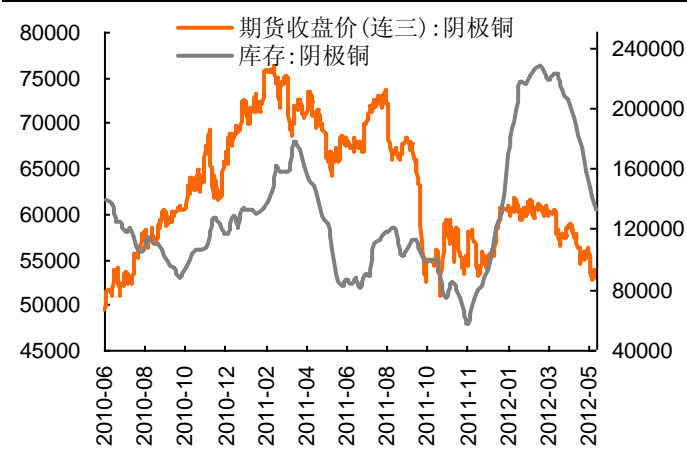


图5-6: 沪铝主力1203价格与库存变化

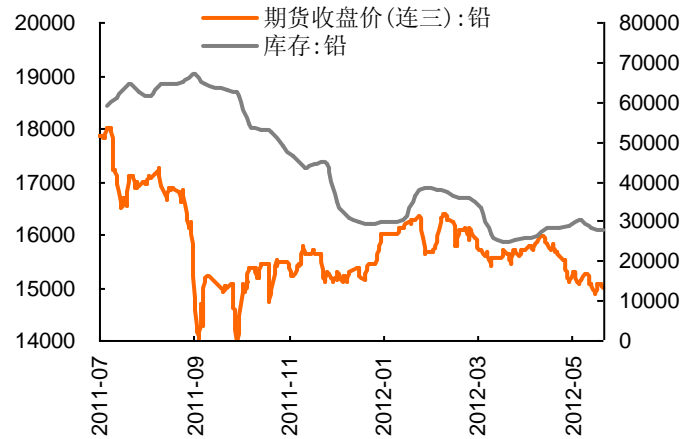


资料来源: wind、平安期货研究所

图5-7：沪锌主力1203价格与库存变化



图5-8：沪铅主力1203价格与库存变化



资料来源：wind、平安期货研究所

### 金属现货升贴水指标

图5-9：铜现货升贴水

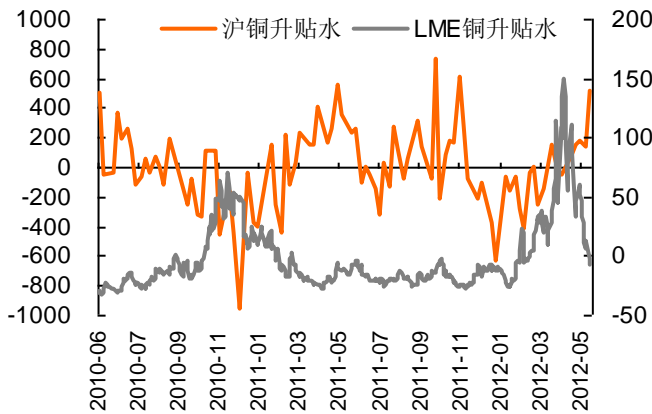
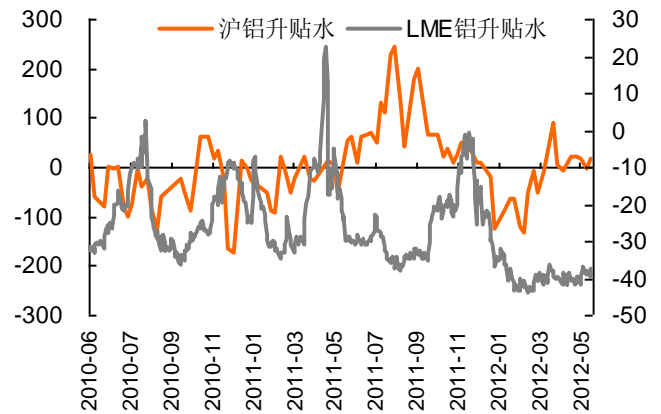


图5-10：铝现货升贴水



资料来源：wind、平安期货研究所

图5-11：锌现货升贴水

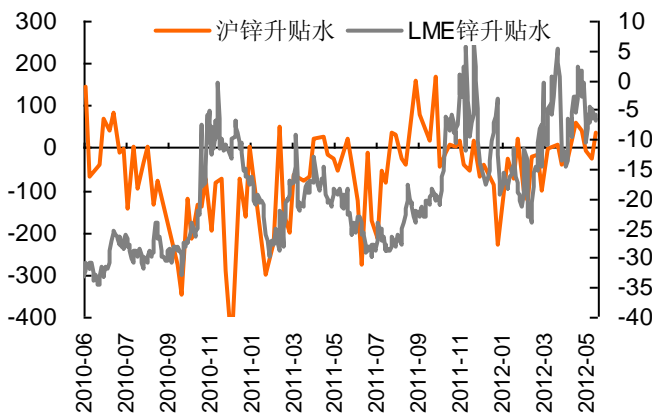


图5-12：铅现货升贴水

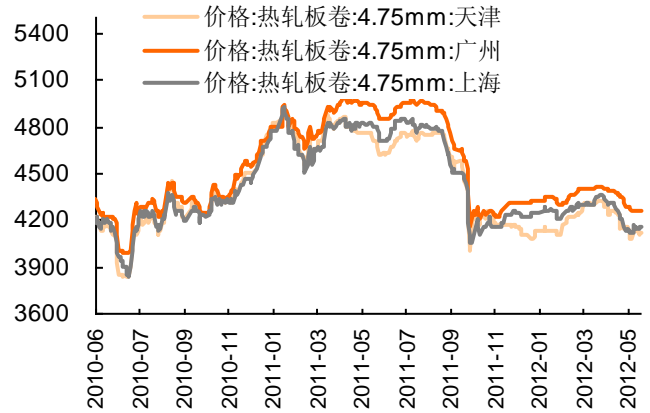
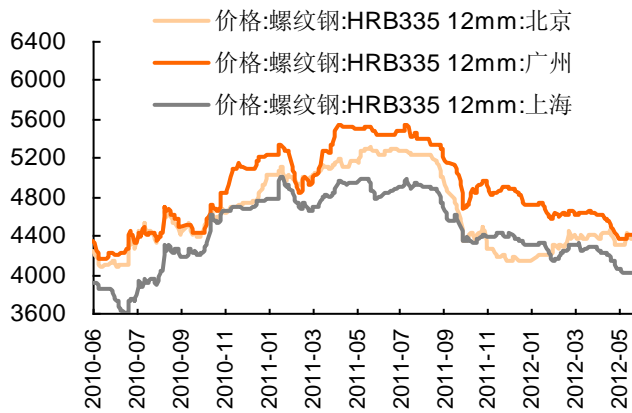


资料来源：wind、平安期货研究所

金属原材料价格变化

图5-13: 国际钢铁价格指数

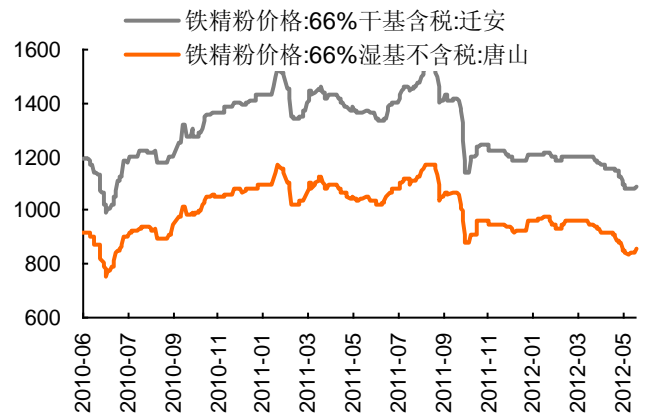
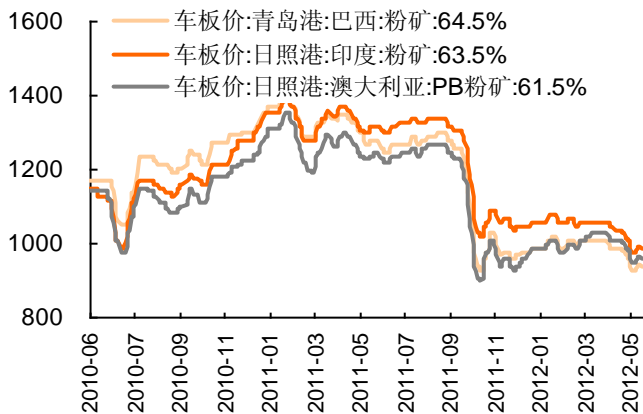
图5-14: 航运指数



资料来源: wind、平安期货研究

图5-15: 进口矿价格走势

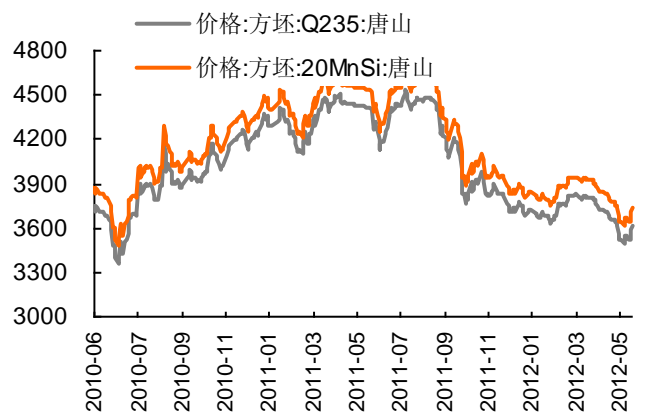
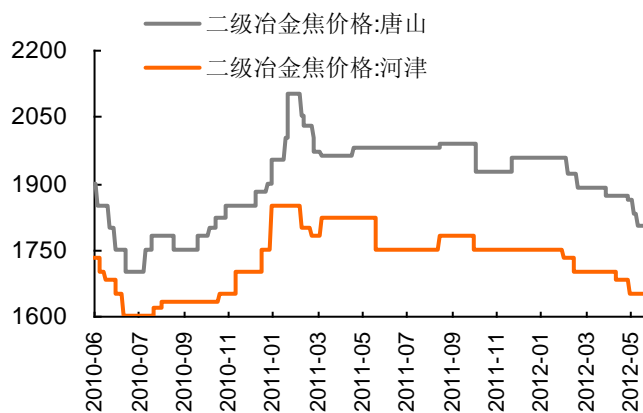
图5-16: 国产矿价格走势



资料来源: wind、平安期货研究

图5-17: 冶金焦价格走势

图5-18: 唐山方坯价格走势



资料来源: wind、平安期货研究

## 六、经济数据备忘

### 关注 Jackson Hole 会议伯南克讲话

过去一周，商品市场主要受到美联储会议纪要影响。具体而言，美元指数大幅下挫，周线收中阴线；纽约金大幅上涨，周线收出中阳；原油横盘整理，周线收上下影小阴线；伦铜连续 4 个交易日上涨，周线收出小阳。

展望本周，重点关注欧美经济数据。具体而言，周一关注德国 IFO 指数；周二关注美国谘商会消费者信心指数；周三关注美国第二季度 GDP 年率终值；周四关注美国个人消费支出；周五关注美国 8 月芝加哥采购经理人指数以及密歇根大学消费者信心指数。

表 6-1：本周重要数据展望

日期	时间	事件	前值
2012-8-27	16:00	德国 8 月 IFO 商业现况指数	111.6
2012-8-27	16:00	德国 8 月 IFO 商业预期指数	95.6
2012-8-27	16:00	德国 8 月 IFO 商业景气指数	103.3
2012-8-28	22:00	美国 8 月谘商会消费者信心指数	65.9
2012-8-29	20:30	美国第二季度 GDP 年率终值	1.50%
2012-8-29	20:00	德国 8 月消费者物价指数年率初值	1.70%
2012-8-30	15:55	德国 8 月失业率	6.80%
2012-8-30	20:30	美国 7 月个人消费支出月率	0.00%
2012-8-31	17:00	欧元区 7 月失业率	11.20%
2012-8-31	17:00	欧元区 8 月消费者物价指数年率初值	2.40%
2012-8-31	21:45	美国 8 月芝加哥采购经理人指数	53.7
2012-8-31	21:55	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数终值	73.6

资料来源：平安期货研究所整理



#### 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>