中国平安 PINGAN
保险·银行·投资

2013 年 04 月 22 日-26 日　逢周一出版（总第 76 期）

商品 e 周刊

平安期货有限公司

:宏观·产业·策略·资产配置

☎ : 86-755-82563929

http//futures.pingan.com

金属论坛反馈：企业感受偏暖

内容摘要

热点聚焦：金属论坛反馈：企业感受偏暖。上周五我们在广州番禺举行了金属企业高端论坛，本次论坛邀请了 10 余家企业，涉及产业链上下游及相关公司，本次会议分三个环节：宏观展望、行业展望、大会讨论环节。

从参会企业的反映来看，企业方面普遍对下游需求相对乐观，与铜价节后的大跌形成鲜明对比，同时也和我们对宏观经济、商品周期和铜价偏悲观表现形成对比。但企业更多是价格接受者，资金力量对市场影响更值得关注。

本周策略：行情短期将企稳。从宏观的角度来看，大宗商品的熊市基本已经确立，未来只是跌多少与怎么跌的不同，因此我们需要制定的是宏观上的空头思路。如果未来大宗商品快速暴跌，那么我们就需要面对随之而来窄幅波动的疲软行情，如果未来大宗商品缓慢的下跌，我们就需要制定相应的空头策略。当然在上周商品快速下跌以后，未来一周进一步下跌的概率已经很低，在这难得平静的一周，我们需要好好的停下来认真的规划未来了。

品种前瞻：铜价展望：长期而言，铜价产业链成本线在 5000 左右，预计相比其他基本金属，铜价仍有较大调整空间；短期来看，考虑到中国经济二季度环比可能出现一定幅度的反弹，预计本轮铜价急速抛售将趋缓，铜价在未来一个季度可能环比有 5-10%的反弹，但也仅仅是反弹。

✉: 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

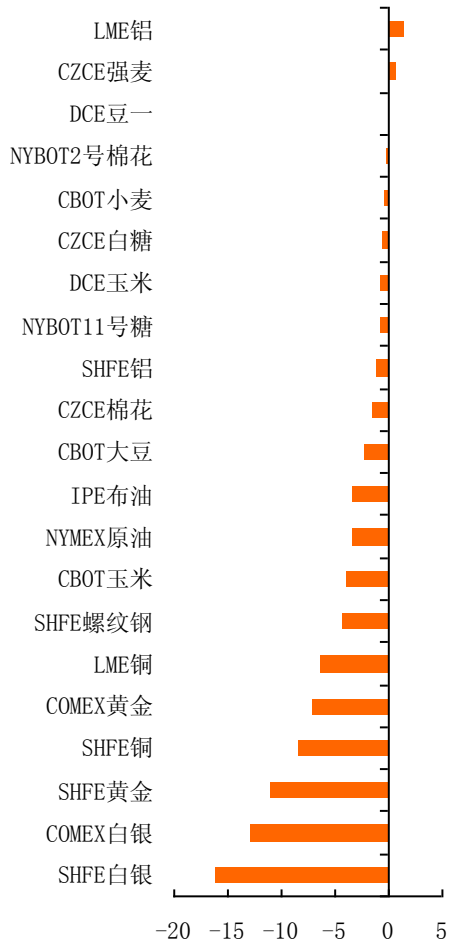
1、黄金破位，开启新一轮下跌——商品 E 周刊（第 75 期）
2013.04.15

2、3 月数据前瞻：验证弱复苏——商品 E 周刊（第 74 期）
2013.04.8

3、小长假，轻仓过节——商品 E 周刊(第 73 期)
2013.04.1

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
1、商品牛熊周期.....3
2、宏观经济与行业展望 （第 75 期周刊观点）.....4
3、企业反馈与铜价展望.....4
二、板块解析.....5
三、数据监测.....7
四、每周策略.....9
五、品种前瞻.....10
1、铜价追随黄金暴跌.....10
2、铜价未来走势取决于中国经济转型路径选择.....10
3、短期市场看法.....11
六、数据备忘.....12

一、热点聚焦

4 月金属论坛会议纪要：微观企业感受偏暖

上周五我们在广州番禺举行了金属企业高端论坛，本次论坛邀请了 10 余家企业，涉及产业链上下游及相关公司，本次会议分三个环节：宏观展望、行业展望、大会讨论环节。

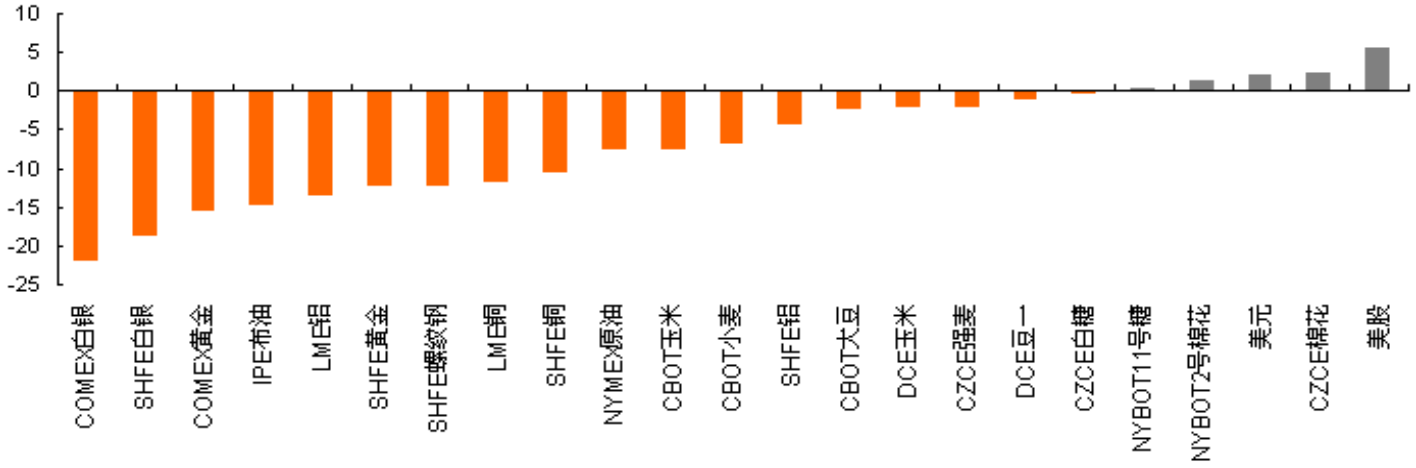
从参会企业的反映来看，企业方面普遍对下游需求相对乐观，与铜价节后的大跌形成鲜明对比，同时也和我们对宏观经济、商品周期和铜价偏悲观表现形成对比。

具体内容如下：

1、商品牛熊周期

商品新一轮跌势来临：全球经济再平衡背景下的中国经济转型导致过去 10 年推动商品牛市动力终结，此外未来全球经济面临的去杠杆导致的货币收缩也使得商品承压，美元将迎来第三轮牛市，商品迈入熊市。近期作为商品蓝筹的黄金出现暴跌，预示着商品市场迈入新一轮跌势。

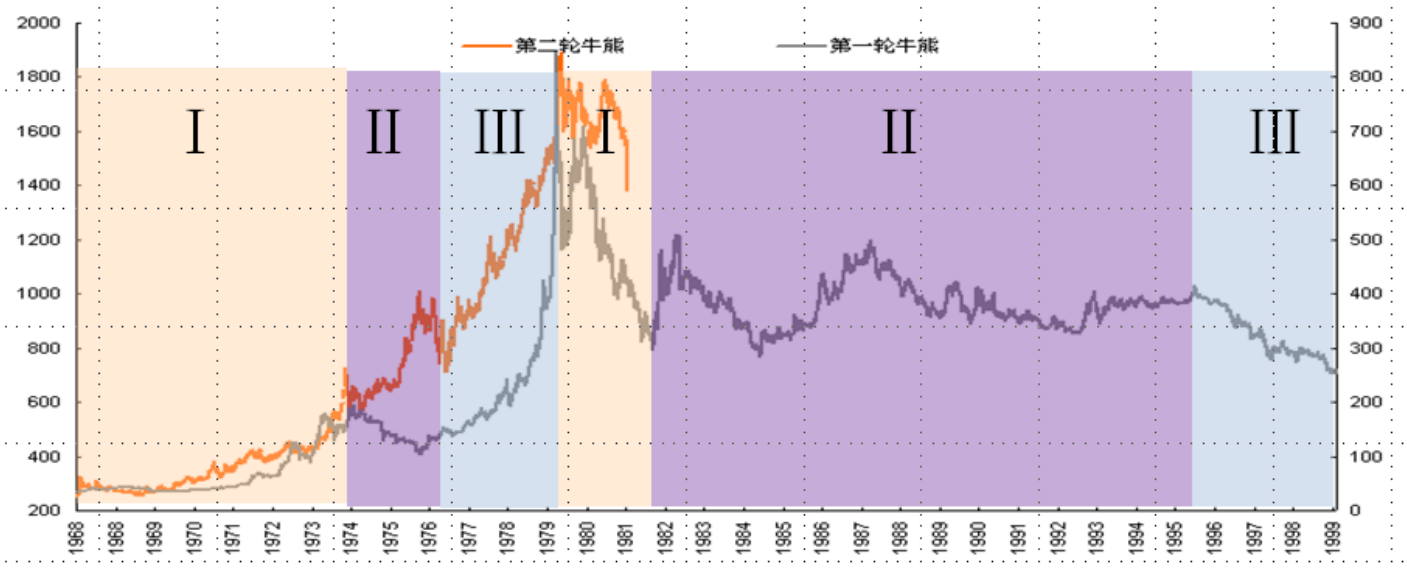
图1-1：商品新一轮跌势来临



资料来源：wind、平安期货研究所

目前商品所处熊市阶段：熊市二期。我们认为目前商品整体处于熊市二期阶段，该阶段的主要特点是持续时间长，不确定性高。

图1-2：目前商品所处熊市阶段：熊市二期



资料来源：wind、平安期货研究所

2、宏观经济与行业展望 （第 75 期周刊观点）

宏观：转型之痛——周期的力量。当经济潜在增速下降过程中遭遇结构性反弹时候，很容易给人的判断带来误导。劳动力红利拐点，企业生存环境恶化带来的全要素增长率下降、技术提高遭遇全局性难题，外需迈入低增长期等都导致经济增速下降，政策干预带来的结构性力量难以扭转周期性下滑。企业大规模的加杠杆扩张必定遭遇周期的调整。大规模的产能需要被淘汰，只是时间问题。

行业：企业——漫长的冬天。在未来很长一段时间企业的盈利都将受到财务、人工费用上升的威胁，大部分的产能过剩企业难以通过议价来转嫁成本。如果去库存不能够进一步缓解资金链压力，企业将不得不通过压缩产能来降低债务，从目前观察到的现象来看，本轮去库存并不彻底，经济恢复动力有限。从资产负债表的角度来看，资产价格的下跌一方面导致负债率的被动上升，另外一方面导致利润下滑。

3、企业反馈与铜价展望

企业反馈：来自下游的线缆、空调企业普遍反映需求较去年有明显的好转，另外在铜价近期大幅下挫过程中货源出现紧张局面。来自腾行的企业家认为融资铜现象的出现主要是由于内外利差所导致，经济全球化，但国内外利差并未全球化，导致套利交易行为盛行。另外来自凯超咨询的铝专家认为铝行业减产面临悖论，产能过剩现象将较长时间延续。

铜价展望：长期而言，铜价产业链成本线在 5000 左右，预计相比其他基本金属，铜价仍有较大调整空间；短期来看，考虑到中国经济二季度环比可能出现一定幅度的反弹，预计本轮铜价急速抛售将趋缓，铜价在未来一个季度可能环比有 5-10%的反弹，但也仅仅是反弹。**（邹立虎）**

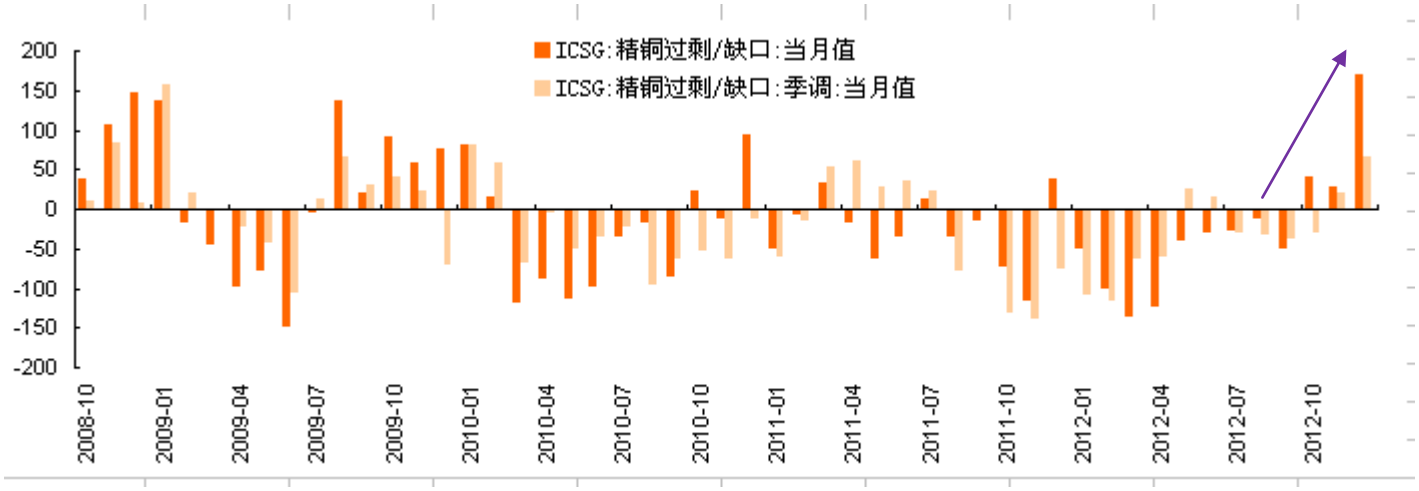
二、板块解析

维持上周判断——逢高抛空。短期金价企稳，但下跌趋势已经形成，金价预计短期价格将收敛，鉴于推动金价重新转强的力量暂时难以看到，逢高抛空仍是较优选择。预计中期重要支撑大概在 1300-1350 左右。建议投资者维持逢高抛空操作，需注意急跌后的反抽。

转向逻辑（第 74 期商品周刊观点）：主导黄金中长期走势的因素在于货币政策及其背后的经济走势。在此前的周刊中，我们列举了很多市场多空不同看法，但这背后需要把握主导因素。从这一点而言，金价周期已经转向是无疑的。美元资产而言，黄金的配置价值已经大幅下降。所谓的投资需求并不是黄金上涨的原因，而可能仅仅是金价上涨的结果；此外央行购金对金价影响亦极其有限。美元资产而言，黄金的配置价值已经大幅下降。**详见黄金策略时评。（邹立虎）**

本轮急速抛售将趋缓。短期来看，考虑到中国经济二季度环比可能出现一定幅度的反弹，预计本轮铜价急速抛售将趋缓，铜价在未来一个季度可能环比有 5-10%的反弹，但也仅仅是反弹。**（邹立虎）**

图2-1：全球铜市供需在去年四季度显著恶化，WMBS预计今年过剩约70万吨



资料来源:wind、平安期货研究所

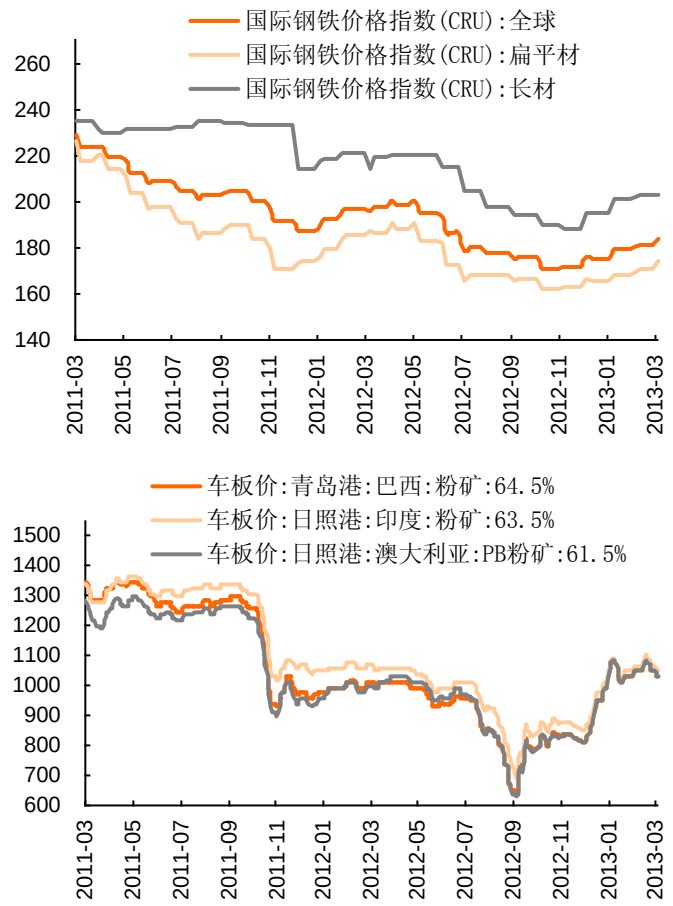
中央定调经济平稳，铁矿石价格回落。中央定调经济平稳，铁矿石价格回落。上周螺纹钢期货走势呈现震荡下行特征，在国际黄金价格大幅下挫、伦铜价格大幅下跌的影响下，螺纹钢主力合约大幅下跌，周线收出长下阴中阴线。

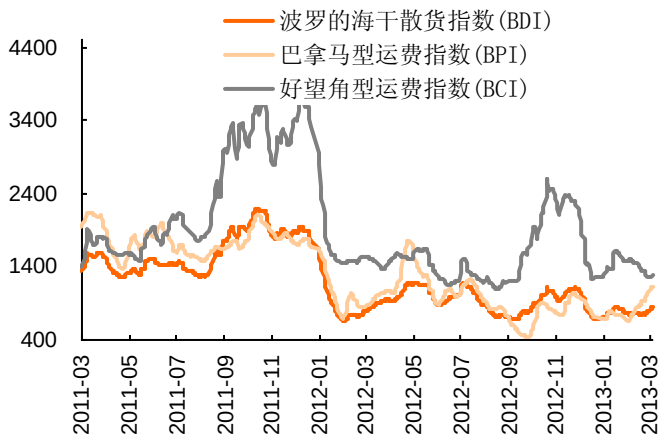
4 月 17 日，国务院总理李克强召开一季度经济形势工作会议，会议认为一季度国民经济运行平稳，总体良好，经济增长速度、城镇新增就业等主要指标稳定在合理区间。国家统计局公布的数据显示，一季度 GDP 增长 7.7%，大幅低于市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长 8.9 %，连续第二个月份下降，在此情况下，中央认为主要经济指标在合理区间。据此推测，中央在近期不会出台较大的基建项目批复等刺激

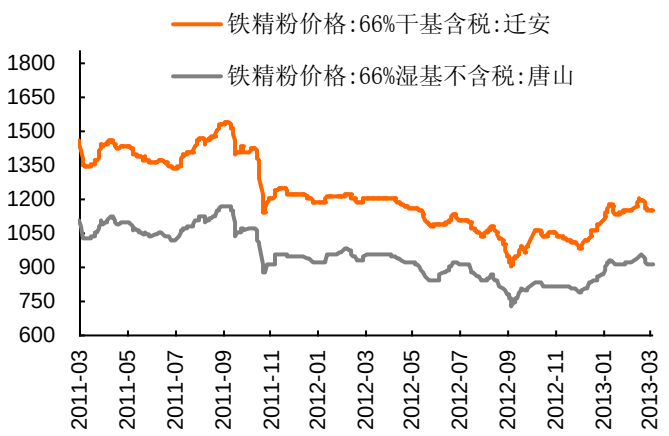
政策。

从钢铁冶炼原材料来看，焦炭价格与铁矿石价格走势出现背离，焦炭价格已经跌至去年行情启动时候的水平，而铁矿石价格近来一周虽然出现小幅下跌，但是仍旧在高位运行，且价格远高于铁矿石的边际生产成本。后期预计随着钢材价格的走弱，铁矿石价格将有可能测试边际成本。总体而言，在螺纹钢的交易策略上保持逢高做空的思路。**（李文杰）**

图2-2：螺纹钢相关市场走势







资料来源:wind、平安期货研究所

减少单边操作。相较贵金属市场极端行情，本周国内外豆类市场表现相对稳定。极端行情下农产品受影响较小。国内豆粕市场表现较强。豆粕目前仍为油厂利润的重要来源，仍继有持续挺价的动力。油脂弱势继续，未有转好迹象。粕强油弱局面持续。操作上，买棕油抛豆油套利可继续持有。减少单边操作。**（丁红）**

原油连续下跌。原油期货连续三周下挫，中、美经济数据不及预期，国际货币基金组织周二调降对今明两年全球成长的预估，增加了市场对石油需求前景的担忧。在经历了大幅下跌后，我们认为原油价格下探的空间正在变小。塑料期货本周创出春节过后的新低。1309 合约本周低点达到 9470。

现货市场，由于国际原油的大幅下跌迫使石化继续调低出厂价格。结算价下调后现货贸易商更是失去心理支撑。沪胶主力 1309 持续下跌，破位 20000。PTA 受原油大跌及金融市场大跌影响，价格重心下移至 7400-7700 区间，多空双方在低位争夺激烈，成交、持仓均创近三个月以来新高。**（牟宏博）**

图2-3：塑料期货大幅贴水于现货价格

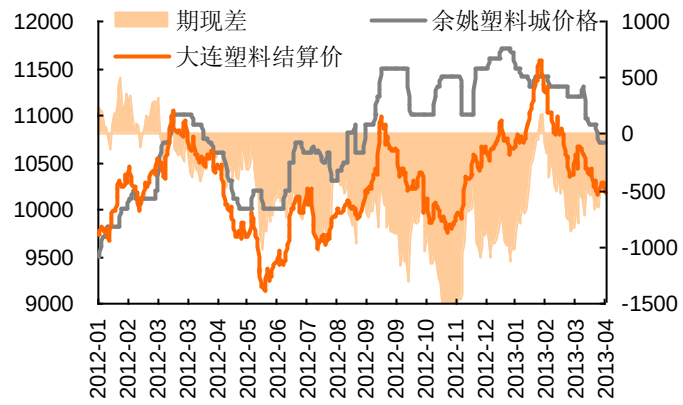
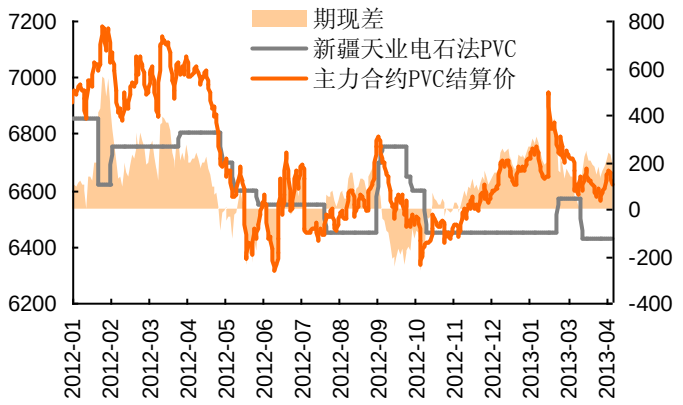


图2-4：PVC期货价格小幅升水于现货价格



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-5:乙烯单体价格再度下跌

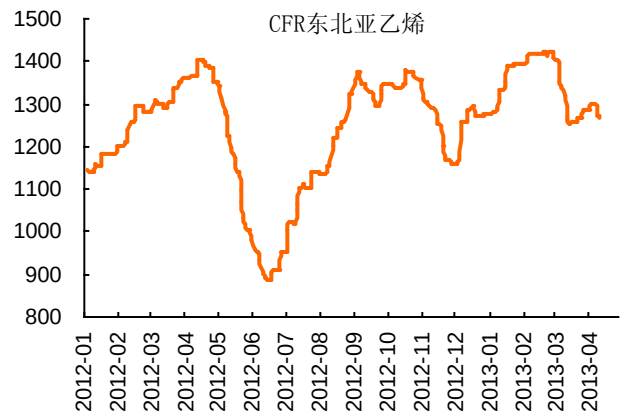
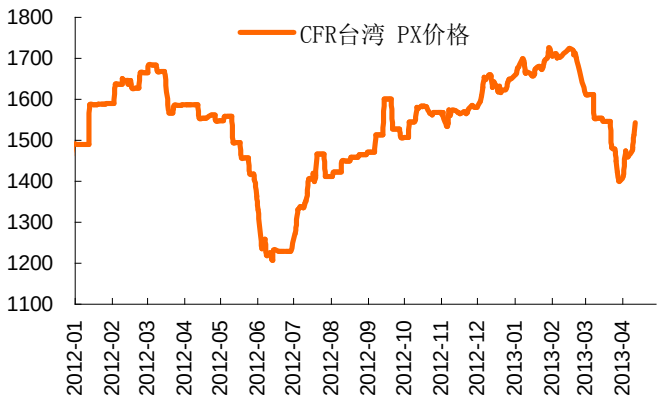


图2-6：PTA原料PX价格大幅反弹



资料来源:wind、平安期货研究所

三、数据监测

上周铜价跟随黄金出现大幅下跌后，自身也暴跌，部分农产品跌幅也较大，商品市场空头氛围加剧，继铜大幅下挫后，市场猜想其可能是另外一个黄金。短期而言，价格更多受市场情绪、资金面主导，建议对短线市场大幅波动保持相对谨慎，勿过早抄底介入。

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

美股飘摇，隐忧初现

1、引子：黄金黑天鹅

我们再一次遭遇了黑天鹅，这一次是向来被投资者作为黑天鹅事件标准对冲工具的黄金，黄金在两天之内下跌 10%，幅度超过其正常波幅六倍标准差，用统计学的理论来讲，我们有幸经历 200 万年才会出现一次的黑天鹅事件。目前仍然没有可靠的证据表明是什么样的单一事件导致了本次黄金的暴跌，虽然我们在前期一直提示黄金的下跌风险，但这一次下跌来得太急，急的超过了所有人的预期。

事实上从黄金跌破了 1520 这个重要的支撑位后就进入了暴跌模式，进而带动其他贵金属以及工业品的下跌，包括白银、铜、原油在内的多数顺周期品种都出现了重挫。其中最为引人注目的是铜的破位下跌。铜价一直以来被认为是经济繁荣的晴雨表，本轮大宗商品下跌，铜价一直保持较为坚挺的走势，因此也成为了大宗商品熊市是否确立，未来经济前景是否悲观的一个非常重要的争论点。但本次铜价破位下跌以来，市场对于大宗商品熊市的前景已经确认无疑。

2、三元悖论

在当前 risk on/risk off 模式的解体是市场最为难以理解的地方，从黄金的暴跌，到塞浦路斯、斯洛文尼亚的困境，从新兴市场经济经济的减速到欧洲的衰退，目前全球似乎都处于危险的边缘，但市场的走势却极为分化。商品的走势却显示出全球经济增速的放缓，股市反映出了对强劲的美国消费支出的预期，而债市则预期日本家庭对高收益资产的需求会上升，投资者将其称为市场的三元悖论，这些市场所反映的情况不可能都是正确的，投资者低估了价格出现“重大调整”的风险。

3、策略：行情短期将企稳

大宗商品在上周的重挫印证了我们的推断，问题是，下一步怎么办？从宏观的角度来看，大宗商品的熊市基本已经确立，未来只是跌多少与怎么跌的不同，因此我们需要制定的是宏观上的空头思路。如果未来大宗商品快速暴跌，那么我们就需要面对随之而来窄幅波动的疲软行情，如果未来大宗商品缓慢的下跌，我们就需要制定相应的空头策略。当然在上周商品快速下跌以后，未来一周进一步下跌的概率已经很低，在这难得平静的一周，我们需要好好的停下来认真的规划未来了。**（简翔）**

五、品种前瞻

铜价展望：下一个黄金？

1、铜价追随黄金暴跌

上周四在前期暴跌的黄金企稳后，沪铜跌停，让人联想铜是否是下一个黄金品种。铜价在 5 个交易日时间里跌幅近 10%，也是近年来罕见。

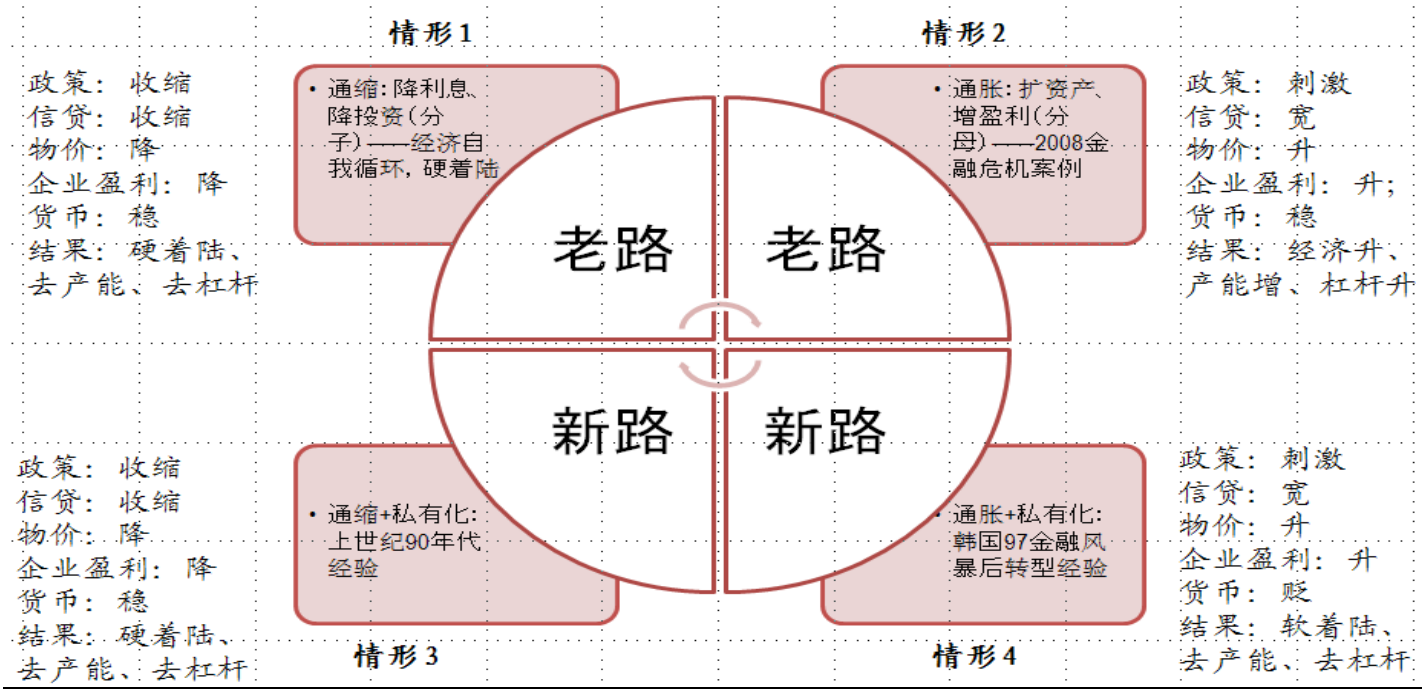
据证券时报统计，铜已成为当下最热门的期货交易品种，吸纳了国内期货市场总资金量的逾 1/4，超过股指期货合约位居第一，且总持仓量达到 76 万手的历史新高，规模达到 320 亿元，多空对垒态势明显。

2、铜价未来走势取决于中国经济转型路径选择

鉴于中国需求在铜中的主导地位暂时难以改变，我们认为未来铜价中长期走势很大程度上取决于中国经济转型路径选择，实质是需求层面的问题。

参考安信首席策略分析师程定华观点，未来中国经济转型大概有四种路径可供选择，其中情形一、二为老路，情形三、四为新路，如下图所示。我们认为这四种路径大致对应三种不同的铜价中长期走势。

图5-1：未来中国经济转型大概有四种路径可供选择



资料来源：WIND、平安期货研究所

情形一、三对应的铜价走势较为悲观，经济出现硬着陆，铜价可能不会出现明显像样的反弹，以较快的速度跌至产业链平衡线附近。这两种可能性出现的概率较大。其中情形一是经济正在发生的事情。

情形二对应的铜价走势最为乐观，因为参考铜价在 2008 年金融危机后政府强力刺激的表现，如果政府再度加码刺激，启动大规模城镇化投资，铜价可能出现较大幅度的反弹。考虑到严重的负面后果，这种情形出现的概率较低。

情形四对应的铜价走势相对中性。因为在通胀背景、经济软着陆背景下，铜价不会出现大幅急挫，可能在较长时间徘徊在区间内波动，慢慢向平衡线回归。这种情形出现的概率也较高，至少从现在预期而言。

但不论哪种情形，铜价改变不了周期的力量，熊市无法逆转。

图5-2：贵金属近期观点与走势回顾

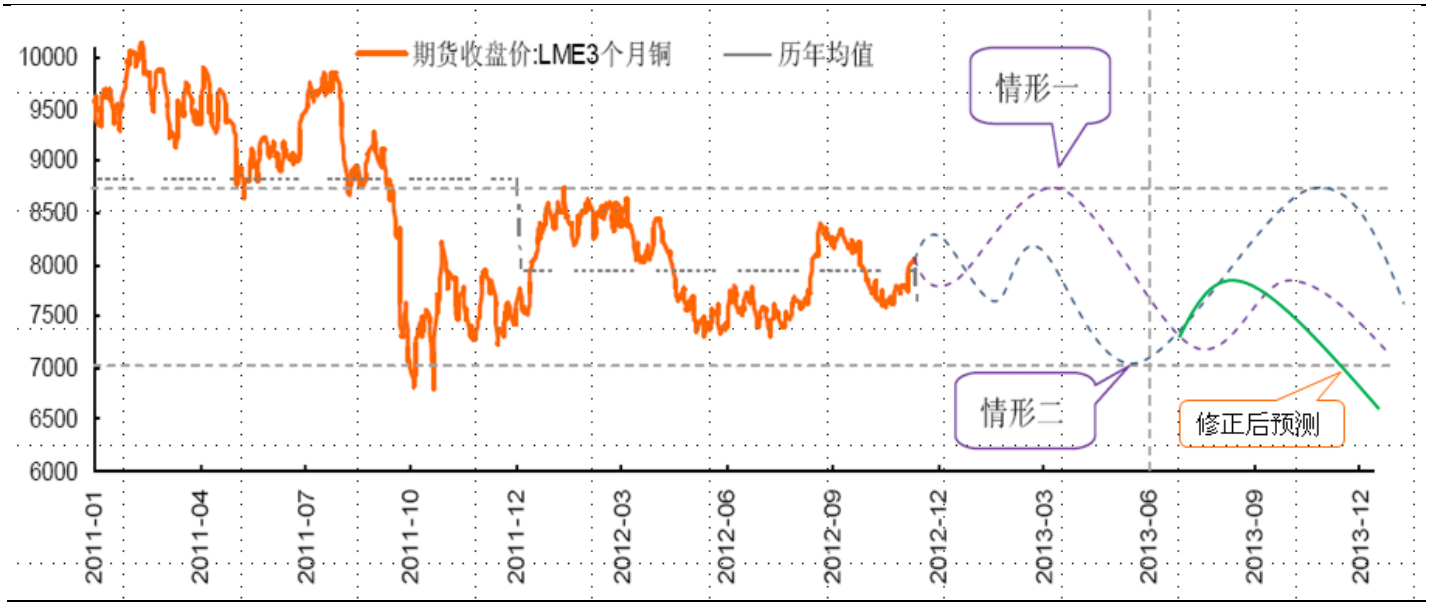
资料来源：WIND、平安期货研究所

3、短期市场看法

本轮急速抛售趋缓：短期来看，考虑到中国经济二季度环比可能出现一定幅度的反弹，预计本轮铜价急速抛售将趋缓，铜价在未来一个季度可能环比有 5-10%的反弹，但也仅仅是反弹。

价格上行风险：地方政府重启大规模投资、货币增速继续维持高位、中央政府出台对弱复苏政策。

图5-3：铜价在未来一个季度可能环比有5-10%的反弹，但也仅仅是反弹



资料来源：WIND、平安期货 2013 年铜年报、平安期货研究所

附注：关于本图情形一、二的说明请参考平安期货研究所 2013 年铜策略报告，公司主页可以下载相关内容。修正后预测为根据价格近期走势做出的最新判断。

六、数据备忘

中国一季度经济增长低于预期

2013 年一季度中国 GDP 同比增速为 7.7%，低于市场预期 8%，3 月份名义消费品零售额同比增幅为 12.6%，高于 1-2 月份的 12.3%。1-3 月累计固定资产投资同比增速为 20.9%，低于市场预期。用电量累计同比增速为 4.3%，上期值为 5.5%。数据整体显示实体经济增速继续放缓，与信贷的高增长产生背离，三公消费对社会消费品零售额增速的影响已经开始减弱，投资增速依然是旺季不旺。美国 3 月 CPI 环比下降 0.2%，通胀毫无压力，美联储褐皮书认为美国经济正处在温和扩张。

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
2013-4-15	中国	固定资产投资:累计同比(%) 2013/03	20.9	21.2	20.9
2013-4-15	中国	GDP:当季同比(%) 2013/03	7.7	7.9	8.1
2013-4-15	中国	工业增加值:同比(%) 2013/03	8.9	--	11.9
2013-4-15	中国	社会消费品零售总额:同比(%) 2013/03	12.6	--	15.2
2013-4-15	中国	全社会用电量:累计同比(%) 2013/03	4.3	5.5	6.8
2013-4-15	美国	NAHB 住房市场指数 2013/04	42	44	24
2013-4-16	英国	CPI:同比(%) 2013/03	2.8	2.8	3.5
2013-4-16	欧盟	CPI:同比(%) 2013/03	1.9	2	2.9
2013-4-16	美国	核心 CPI:当月同比(%) 2013/03	1.9	2	2.3
2013-4-16	美国	CPI:当月同比(%) 2013/03	1.5	2	2.7
2013-4-16	美国	已获得批准的新建私人住宅:初值(千套) 2013/03	75.1	66	67.4
2013-4-16	美国	已开工的新建私人住宅 (千套) 2013/03	1,036.00	968	706
2013-4-19	加拿大	CPI:同比(%) 2013/03	1.1	1.1	1.8

资料来源:Wind、平安期货研究所

关注英美一季度 GDP 初值、美房地产数据

下周，市场整体数据不多，主要关注美国的房地产和耐用品数据，美国一季度 GDP 初值也是对美国经济温和复苏的滞后检验。**(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
2013-4-23	中国	汇丰 PMI(预览) 2013/04	--	51.7	49.3
2013-4-27	中国	工业企业利润:累计同比(%) 2013/03	--	17.2	-1.3
2013-4-22	美国	成屋销售:环比折年率(%) 2013/03	--	0.8	-1.3
2013-4-22	美国	成屋销售折年数(万套) 2013/03	--	498	446
2013-4-23	美国	新建住房销售:环比(%) 2013/03	--	-4.6	-3.8
2013-4-24	美国	耐用品除国防外订单：环比(初值)(%) 2013/03	--	4.4	-3.9
2013-4-24	美国	耐用品:新增订单(百万美元) 2013/03	--	226,868.00	237,846.00
2013-4-25	英国	GDP:不变价:季调:同比:初值(%) 2013/03	--	0.4	0.6
2013-4-26	美国	GDP:环比折年率(%) 2013/03	--	1.3	4.2
2013-4-26	美国	密歇根消费者信心指数 2013/04	72.3	78.6	76.4

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:

此报告旨为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 PING AN

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