

## 3月数据前瞻：验证弱复苏

### 内容摘要

**热点聚焦：3月中国经济数据前瞻：验证弱复苏。**4月9、10日中国将公布3月份通胀、贸易及货币部分数据，本期专题我们进行前瞻展望。目前市场普遍对经济持弱复苏态度，部分投资机构甚至认为经济可能已经在1季度触及本轮反弹峰值。如果3月份数据持续疲软，市场将接受经济弱复苏预期，并陆续对全年展望进行下调。因此3月份的数据显得异常关键。

**本周策略：继续保持空头思维。**当下，国际大行都开始认为商品时代的结束，随后将会有更多的投资者跟进。因此商品的熊市将会是趋势性的，未来只会出现阶段性反弹，从战略上来看，做空是安全的，而做多是在火中取栗。分品种来看不只是前期的工业品保持了一贯的弱势，连前期较为抗跌的农产品都出现了不同程度的破位下跌，我们认为，在近期保持空头思维将是最佳的选择。

**品种前瞻：金价空头格局已经形成，难以否极泰来。**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。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，从这一点而言，金价周期已经转向是无疑的。

短期预计1550不会轻易击穿，市场将在1550-1600区间展开较长时间整理，我们建议投资者更安全的做法是逢高沽空，短期博反弹空间有限，金价空头格局已经形成，难以否极泰来。

✉: 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

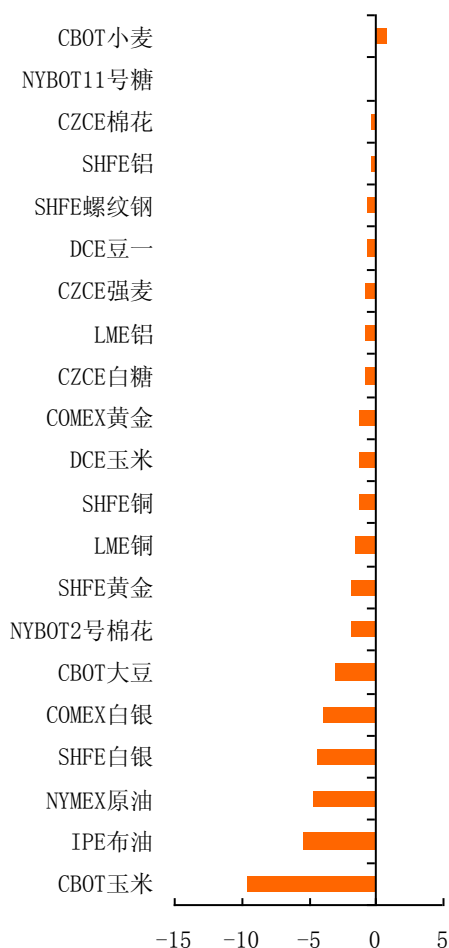
责任编辑：邹立虎  
☎: 86-755-23963178  
✉: zoulihu508@pingan.com.cn  
☎: 期货从业资格:F0278801

### 相关报告

- 1、小长假，轻仓过节——商品E周刊(第73期)  
2013.04.1
- 2、工业品抛售基本到位——商品E周刊(第72期)  
2013.03.25
- 3、更少惊喜，更多忧虑——商品E周刊(第71期)  
2013.03.18

## 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、经济增长: 1季度GDP同比增长8%.....	3
2、通胀: 物价短期回落.....	4
3、流动性: 本轮货币峰值在1季度出现.....	5
二、板块解析.....	6
三、数据监测.....	9
四、每周策略.....	11
五、品种前瞻.....	12
1、前期观点回顾.....	12
2、当前黄金市场主导因素.....	12
3、未来市场看法.....	12
六、数据备忘.....	13

## 一、热点聚焦

### 3月中国经济数据前瞻：验证弱复苏

4月9、10日中国将公布3月份通胀、贸易及货币部分数据，本期专题我们进行前瞻展望。目前市场普遍对经济持弱复苏态度，部分投资机构甚至认为经济可能已经在1季度触及本轮反弹峰值。如果3月份数据持续疲软，市场将接受经济弱复苏预期，并陆续对全年展望进行下调。

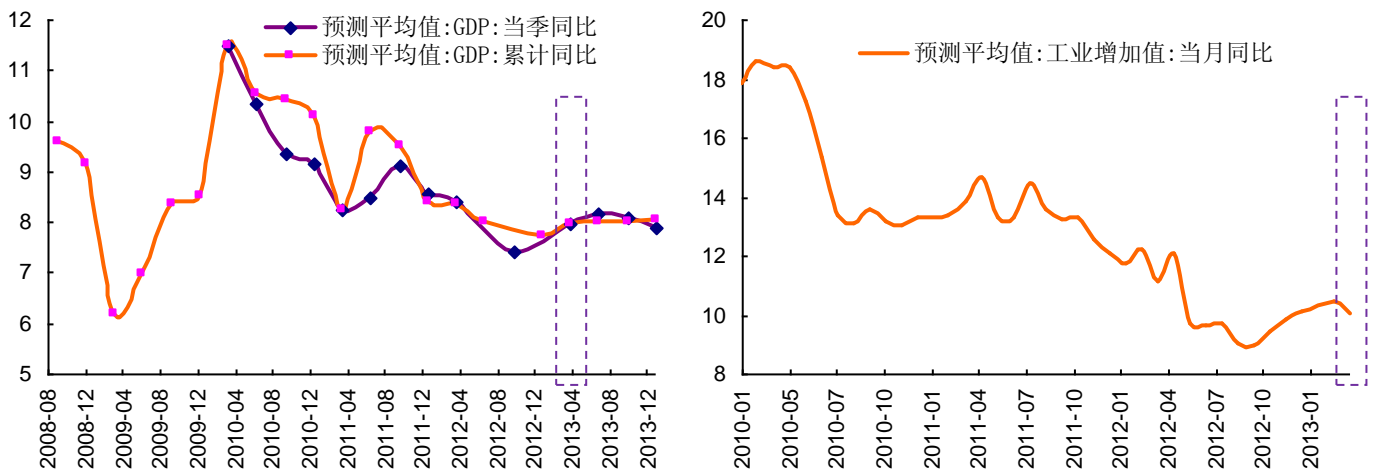
因此3月份的数据显得异常关键。

#### 1、经济增长：1季度GDP同比增长8%

市场目前对1季度GDP当季同比增速预期8%，但不是全年高点，全年高点在2季度。不过这一研判目前存在分歧。总体上市场对经济复苏强度已经显著下调。

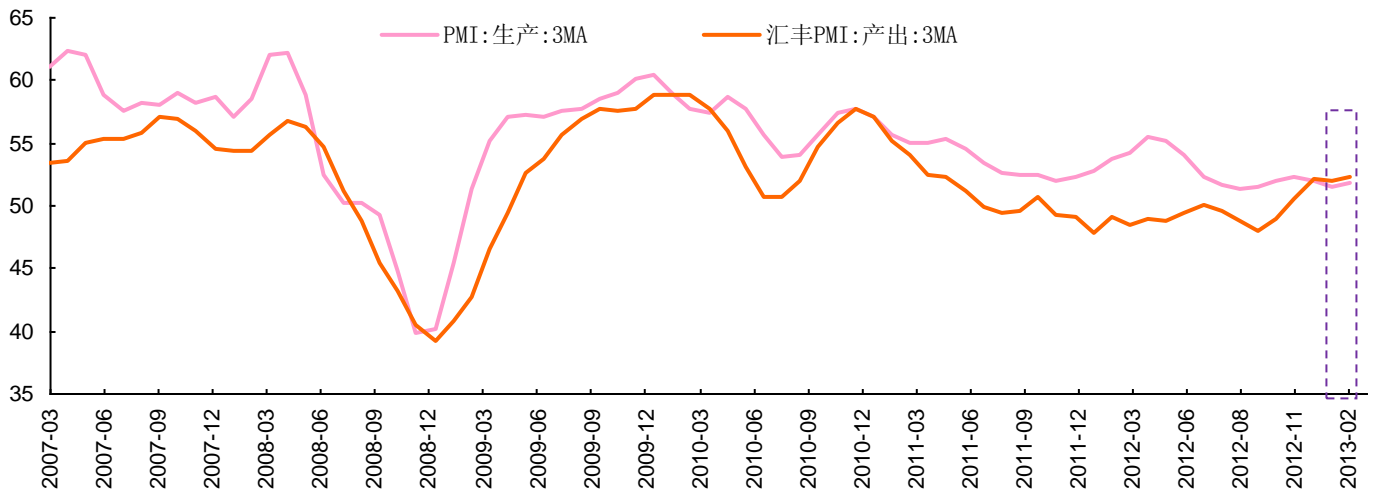
工业增加值亦将回落，尽管PMI生产项反映的生产活动已经略有改善。不过我们更看重后者变动的方向，意味着经济复苏势头仍维持。

图1-1：市场预计经济高点在2季度，1季度GDP当季同比增速预期8%



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-2: PMI生产项反映的生产活动已经略有改善



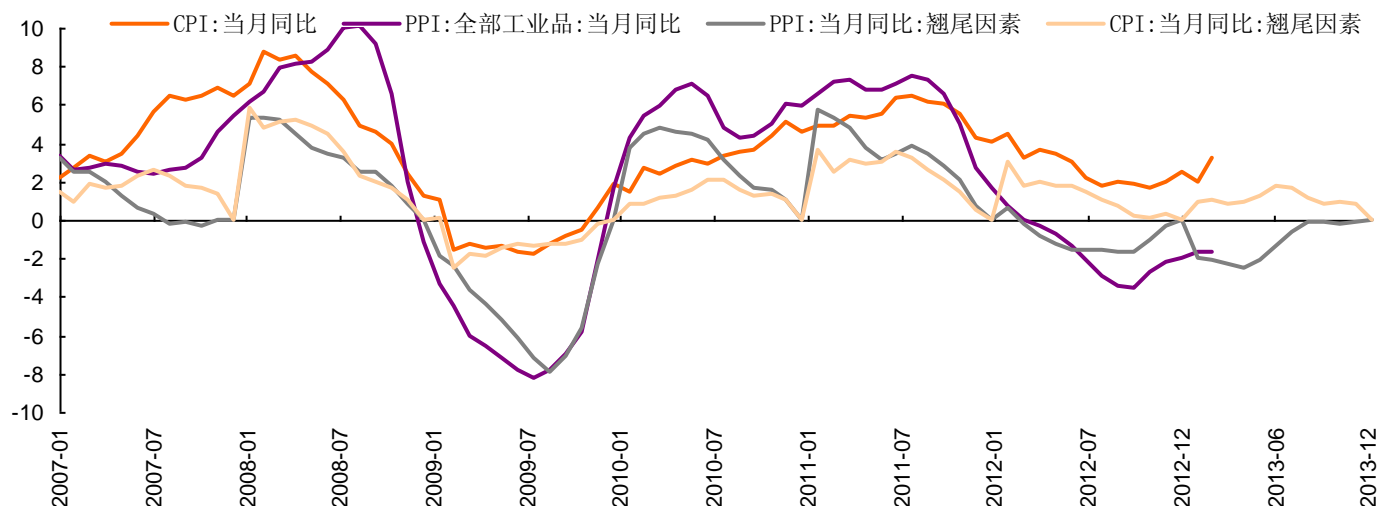
资料来源: wind、平安期货研究所

## 2、通胀：物价短期回落

**领先指标已经暗示近期通胀水平回落。**从与PPI密切相关的PMI购进价格指数、CRB指数近期变动来看，PPI的回落将没有悬念，问题是回落的幅度。市场预计回落温和，如果该数据回落显著，可能影响市场对未来补库存、企业盈利的研判。更高频的农产品价格、猪肉价格已经明显回落，CPI暂时不会成为宏观焦点问题，通胀仍温和，对市场影响偏多。

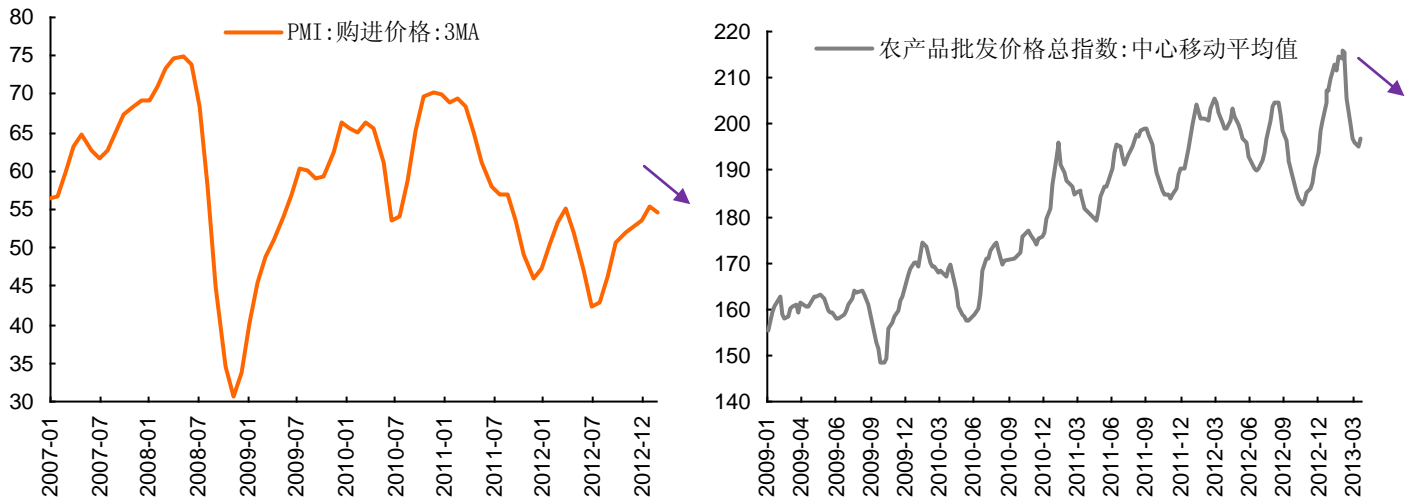
市场预计3月CPI、PPI分别回落至2.4%、-1.8%。

图1-3:预计3月官方PMI将季节性反弹至52.9



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-4:领先指标已经暗示通胀近期回落



资料来源: wind、平安期货研究所

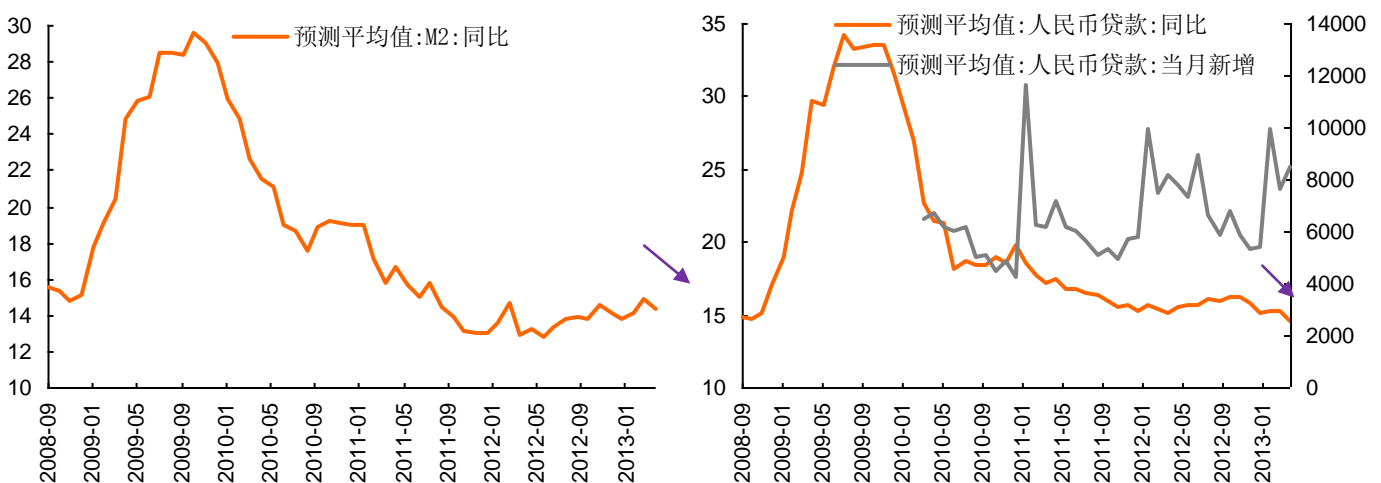
### 3、流动性：本轮货币峰值在1季度出现

**政策态度已经偏紧。**从近期整顿影子银行体系行为及央行回顾操作来看，货币宽松拐点已经出现，本轮货币峰值在1季度出现，未来将温和回落。

**市场预计货币增速回落。**市场预计人民币贷款、M2 增速均回落。政策对影响银行体系的负面影响将会逐步体现，如果没有规避管制的对冲举措，预计今年社会融资总量规模将会受到负面影响。但整体而言，货币宽松局面仍维持，即便峰值已现。

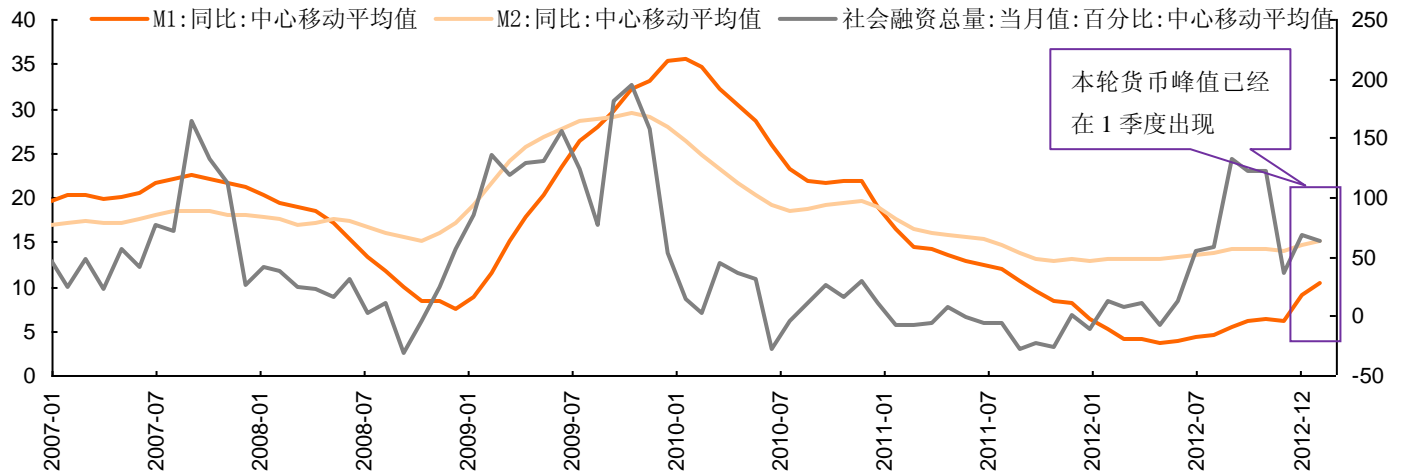
**市场利率底部显现，未来温和上行。**基于对流动性拐点可能出现的判断，预计市场利率底部已经出现，未来温和上行。对资本市场影响偏负面。(邹立虎)

图1-5: 市场预计3月M2增长回落、人民币贷款规模在8400亿元左右，直接融资市场继续扩张



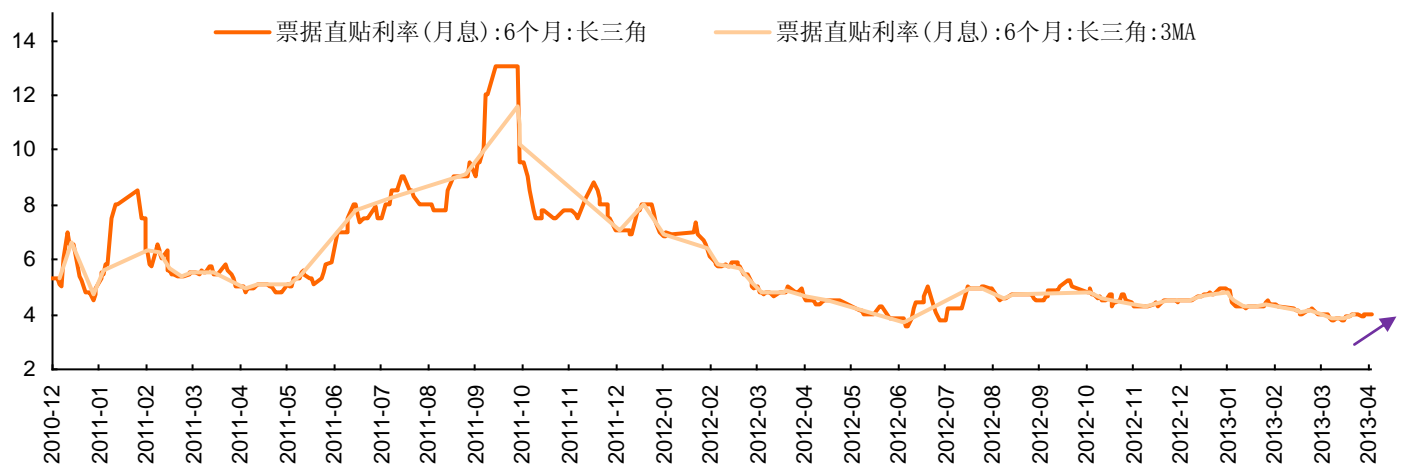
资料来源: wind、平安期货研究所

图1-6: 本轮货币峰值已经在1季度出现



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-7: 基于对流动性拐点可能出现的判断, 预计市场利率底部已经出现, 未来温和上行



资料来源: wind、平安期货研究所

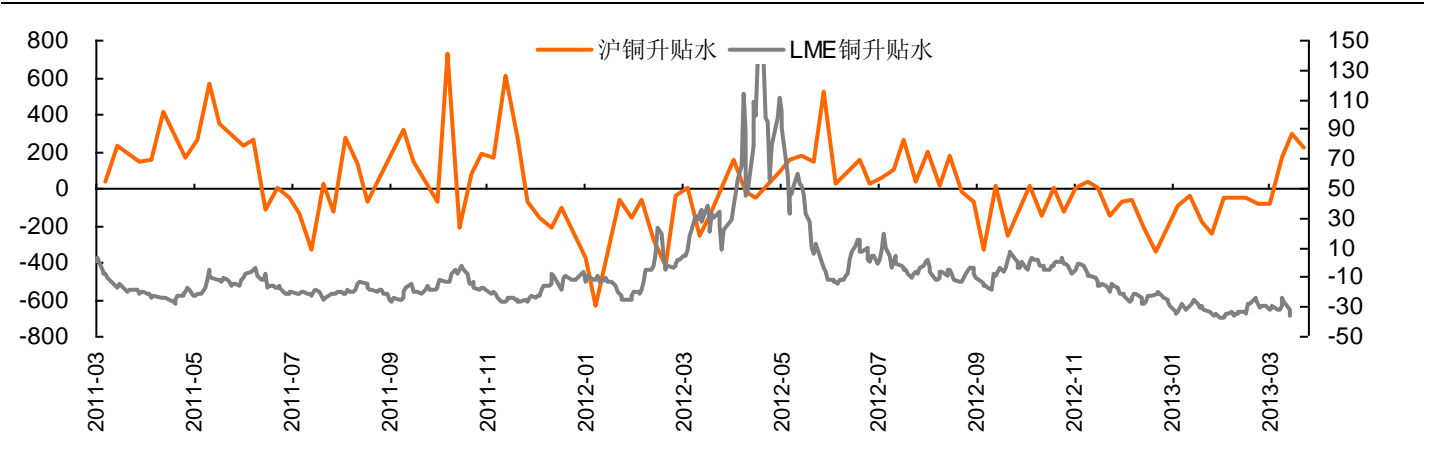
## 二、板块解析

**金价空头格局已经形成, 难以否极泰来。**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。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, 从这一点而言, 金价周期已经转向是无疑的。

短期预计 1550 不会轻易击穿, 市场将在 1550-1600 区间展开较长时间整理, 我们建议投资者更安全的做法是逢高沽空, 短期博反弹空间有限, 金价空头格局已经形成, 难以否极泰来。详见第五部分品种前瞻专题分析。(邹立虎)

**维持上周判断：短期本轮铜价调整可能趋于稳定，暂不建议追空。**短期本轮铜价调整可能趋于稳定，未来可能随着中国经济旺季弱反弹带来的需求弱复苏而趋于反弹，高度可能在5%左右。伦铜底部区域：7300-7500。我们对铜价中期走势仍持谨慎看法。  
(邹立虎)

图2-1：海外铜升贴水走势分化

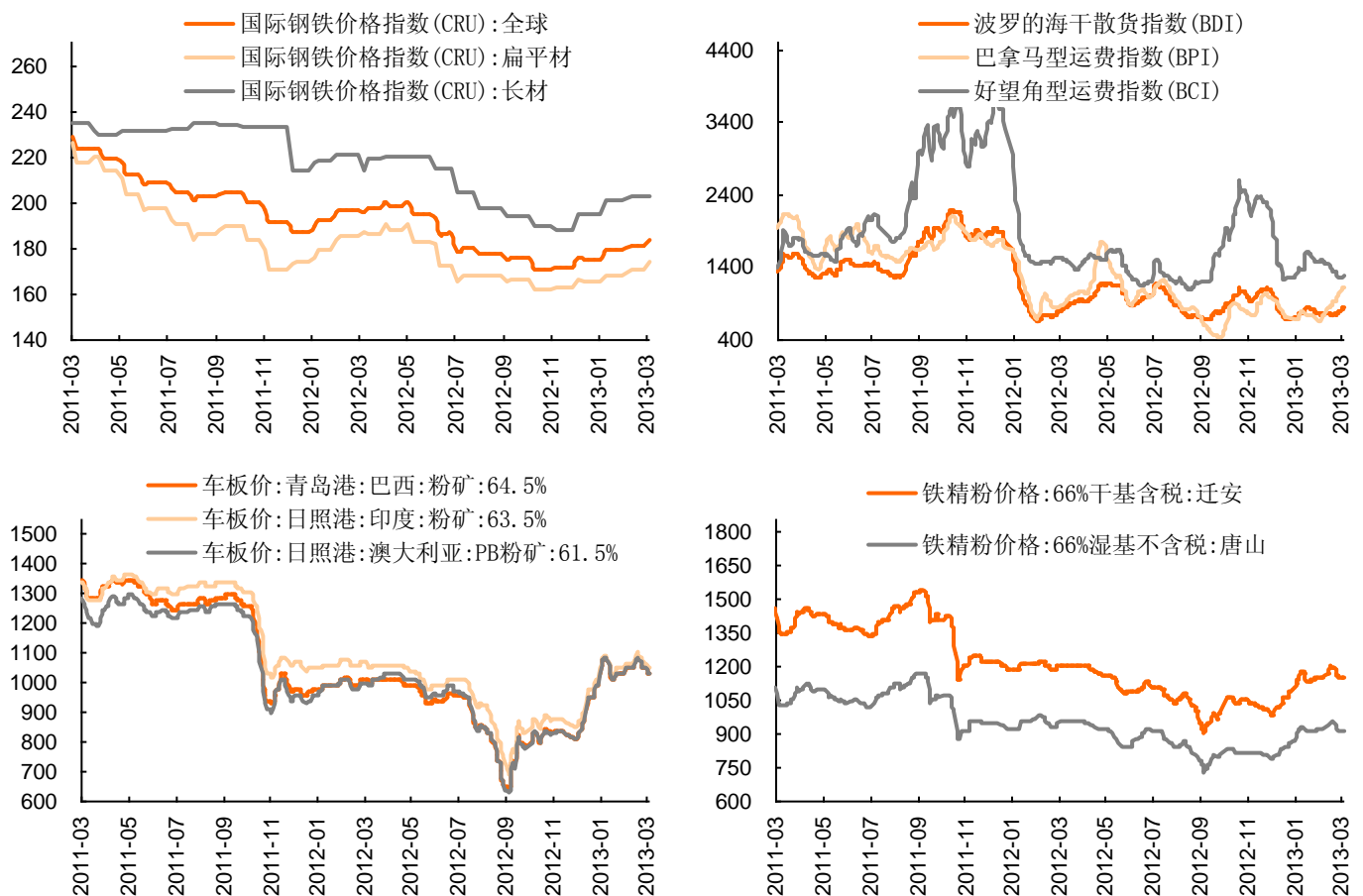


资料来源:wind、平安期货研究所

**外盘商品指数下挫，螺纹面临下行风险。**外盘商品指数下挫，螺纹面临下行风险。上周螺纹钢期货走势呈现震荡特征，由于清明假日来临，上周仅仅有三个交易日，螺纹钢指数维持在 3700-3750 区间震荡。中钢协会最新公布数据，3月中旬重点企业钢材库存 1451 万吨，旬环比上升 12.99%，并创历史新高，终端需求恢复力度不足是钢厂库存压力陡增的根本原因，终端需求低迷已经使得库存压力由贸易商转向钢厂。从终端需求指标观察，上周沪终端线螺采购量环比继续上升，但是力度弱于往年同期。当前钢价依然表现低迷及社会去库存化缓慢说明当前需求恢复的力度仍不足以消化前期产量快速上升带来的供给压力。

清明假日期间，外盘商品以及全球主要股票市场指数均出现不同程度的下跌，加之当前需求复苏力度弱于预期，本周钢价仍旧面临下行压力。(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

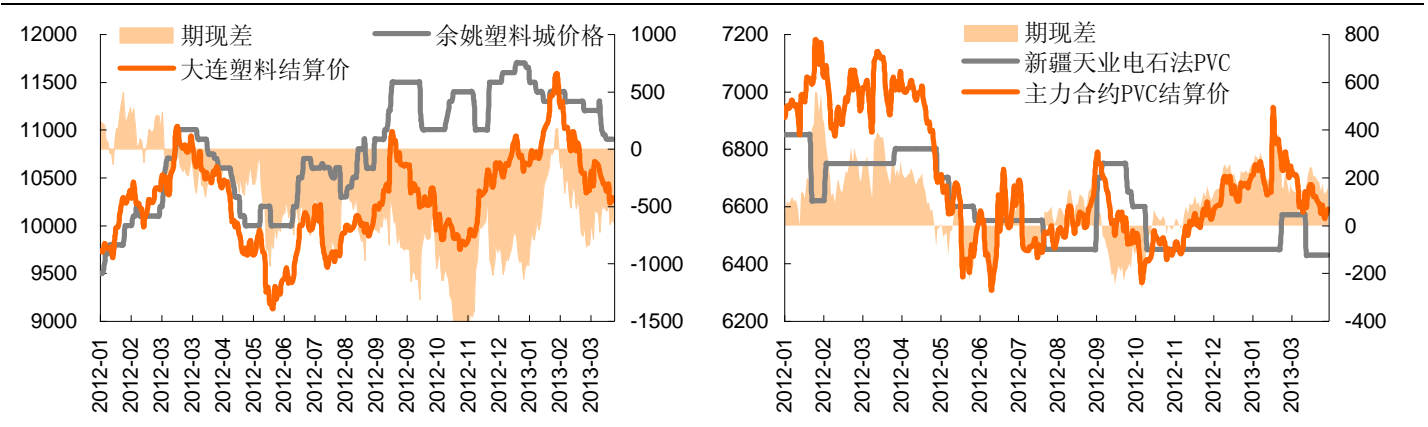
**豆类市场以偏空思路操作。**小长假时间，CBOT 大豆延续下跌走势。南美大豆丰产压力本已使得 CBOT 市场表现弱势，中国禽流感疫情使得豆类市场雪上加霜。CBOT 大豆期价跌至 10 个月来低位。禽流感疫情的发酵作用使得国内市场油粕强弱转换较快，豆粕市场处于下行节奏。操作上，豆类市场以偏空思路操作。买棕油抛豆油套利可继续持有。(丁红)

**节前国际原油大幅下跌。**受美欧经济数据不佳影响，纽约和伦敦市场的原油期货价格均在最近几日出现持续下跌。其中伦敦市场 5 月份交割的布伦特原油期货价格连跌 4 日，跌幅达 6%；纽约市场 5 月份交割的原油价格也连跌 5 天，跌幅逾 4%。国内化工品期货上周延续下跌，其中橡胶跌幅最大，周跌幅超过 3%，PTA 及塑料等品种在连续下跌后出现企稳的迹象。(牟宏博)



图2-3：塑料期货大幅贴水于现货价格

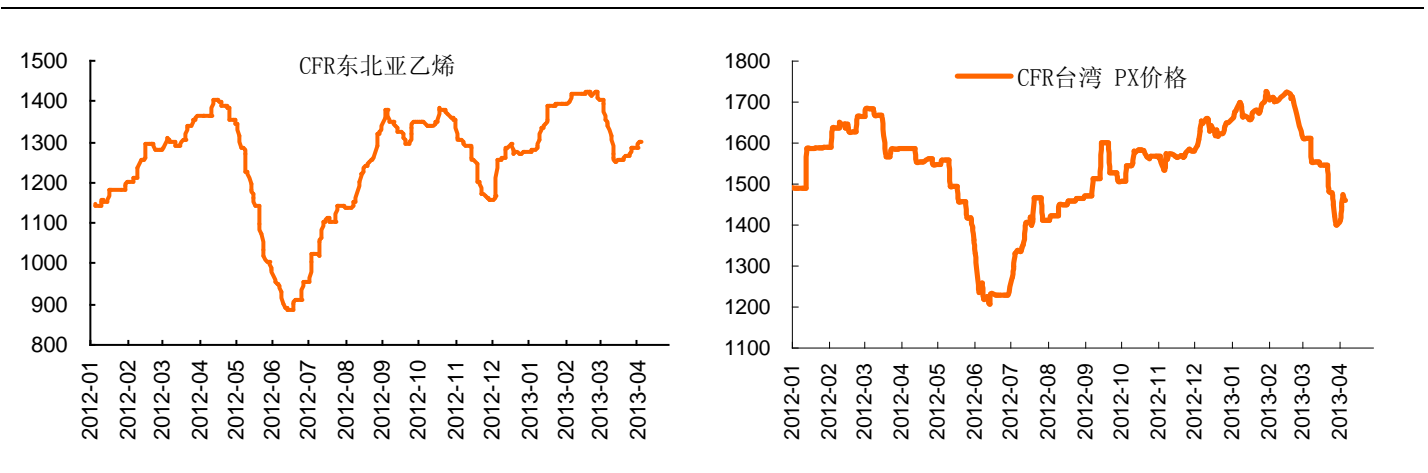
图2-4：PVC期货价格小幅升水于现货价格



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-5：乙烯单体价格企稳反弹

图2-6：PTA原料PX价格大幅下跌后小幅反弹



资料来源:wind、平安期货研究所

### 三、数据监测

日本央行推出超预期量宽新政使得上周市场相关性部分增强，但商品波动的模式已经切换，难以现同涨同跌持续的现象，市场相关性并无大的改变。

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

## 四、每周策略

### 日本新政引发市场狂想

#### 1、引子：冰火二重天

在过去的一段时间我们讲到国际市场，一般典型的描述是：美国经济/金融数据强劲导致股市持续攀升，其他地区有这样或者那样的危机，市场遭受重挫，由于中国经济的放缓，大宗商品的表現持续受损。美国的经济复苏似乎已经成为了市场的一个基本变量，也成为了后危机时代维持全球经济稳定最重要的一个组成部分。

如果美国的经济增长再度放缓会怎么样？市场似乎不能承受这种假设。在上周美国再度公布了非农数据，美国3月非农就业增加8.8万人，为2012年6月以来最小增幅，预期增加19万人。虽然失业率降至了4年来的最低点7.6%，但依然引发了市场的恐慌，美股随即带领全球股市以及大宗商品重挫，而美国国债、黄金则大涨。事实上这反应了美国经济复苏的脆弱性：这是一轮典型的无就业复苏，当前就业的回升远远慢于历次经济危机后的情况。有数据美国的就业市场被分成了两个部分：55岁及以上人群和54岁及以下人群，本次复苏总计有402万个新创造的工作被55岁老人占据，年轻人54岁及以下一共丢掉了280万份工作同时就业市场逐渐由全职就业者为主向兼职就业者为主转变。这些因素都降低了美国经济持续复苏的动力，因此市场目前关心两点：一是就业，这次非农公布后市场的表现就很好的体现了投资者的担忧；二是QE，最近关于联储想收回QE的言论都导致了市场的疲软。

反过来，一贯处于弱势的日本则再度得到国际市场的关注，原因在于日本央行新行长黑上台后的货币新政。黑田东彦在解释一揽子新政的公告中重点圈出了数字“2”：通过把央行债券购买规模和货币基础扩大至现有水平的“两倍”，在“两年”时间内实现“2%”的通货膨胀目标。按目前日本量化宽松的规模推算，今后每月日本央行总资产购买量高达7万亿日元，而这相当于日本GDP5.9万亿美元约1/80。对比美国，美联储现在每月购买850亿美元的资产，这相当于美国GDP15.9万亿美元的约1/187。换句话说，日本正在执行一个3倍于美国的量化宽松政策，因此市场送给黑田东彦一个绰号：三倍于伯南克的QE狂人。随后市场出现积极的表现，日元与日本国债重挫，而日本股市则表现强劲。

#### 2、大宗商品时代的结束

大宗商品的疲软已经越来越成为一种常态，我们在前年提出的大宗商品熊市理论也越来越得到市场的确认。在当下各国的量化宽松政策已经没法像09年那样同时刺激股市与商品的回暖，我们看看近来两次量化宽松的情况（美国QE4与日本的新版QE），股市与商品的冰火二重天现象非常明显。原因有多方面，最重要的就是前期商品牛市导致供给的系统性增加以及中国需求的放缓，还有就是标价货币美元的走强。商品熊

市的理论越来越得到市场的确认，上周巴克莱发了一份关于铜的报告，标题是：铜价牛市时代的结束，有意思的是上周法兴也发表了一篇看空黄金的报告：黄金时代的结束；同样悲观的还有花旗：石油需求增长时代的结束。看来经历了十年的牛市，商品的时代应该落幕了。

### 3、策略：继续保持空头方向

上周的国内市场虽然只有三天开市，但依然不能改变大宗商品的疲软状态，而随后两天国际市场大宗商品的表现依然疲软。如前所述，国际大行都开始认为商品时代的结束，随后将会有更多的投资者跟进。因此商品的熊市将会是趋势性的，未来只会出现阶段性反弹，从战略上来看，做空是安全的，而做多是在火中取栗。分品种来看不只是前期的工业品保持了一贯的弱势，连前期较为抗跌的农产品都出现了不同程度的破位下跌，我们认为，在近期保持空头思维将是最佳的选择。（简翔）

## 五、品种前瞻

### 黄金跟踪：否极泰来？

#### 1、前期观点回顾

**分界线：1550。**在3月初时，我们建议投资者做多贵金属，并在中期内将1550作为多空分界线，在该建议发出后市场一度小幅上涨，但强度远不及预期，美联储3月下旬维持量宽购买计划会议后金价反而下行，我们在随后周报中将观点转向谨慎。

#### 2、当前黄金市场主导因素

**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。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，从这一点而言，金价周期已经转向是无疑的。

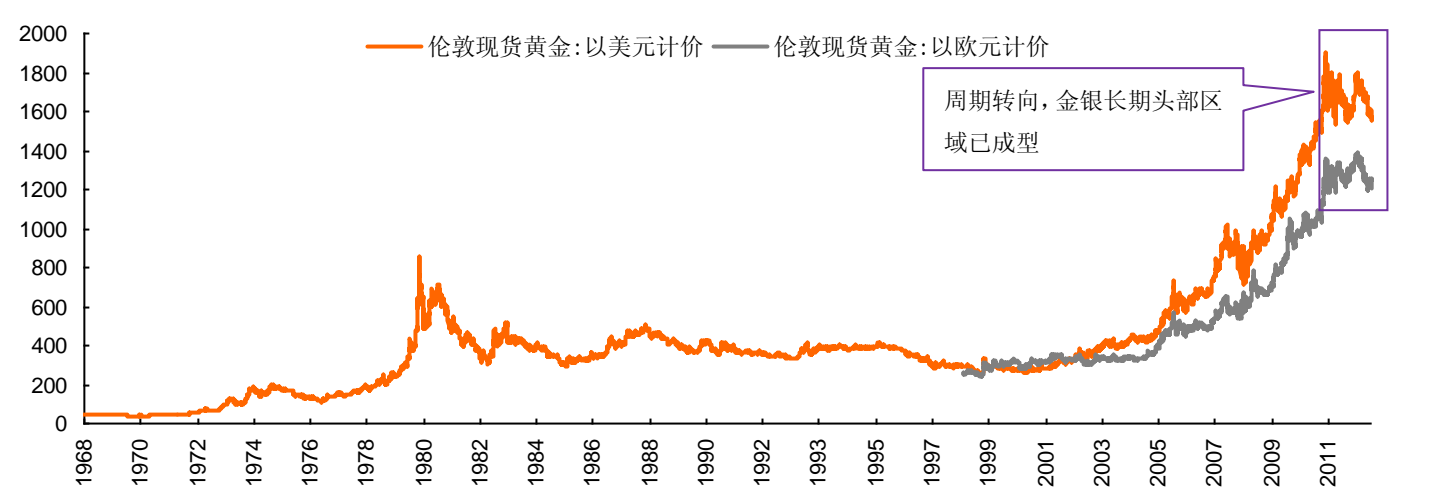
我们认为所谓的投资需求并不是黄金上涨的原因，而可能仅仅是金价上涨的结果；此外央行购金对金价影响亦极其有限。美元资产而言，黄金的配置价值已经大幅下降。美国股市可能继续创新高，吸引资金进一步流出黄金、乃至整个商品市场。

#### 3、未来市场看法

上周末公布不及预期的非农数据后，金价一度触及1550强支撑位，盘中击穿，但收盘仍站稳，表明该点位的认同度仍较高，短期预计仍在此徘徊一段时间。

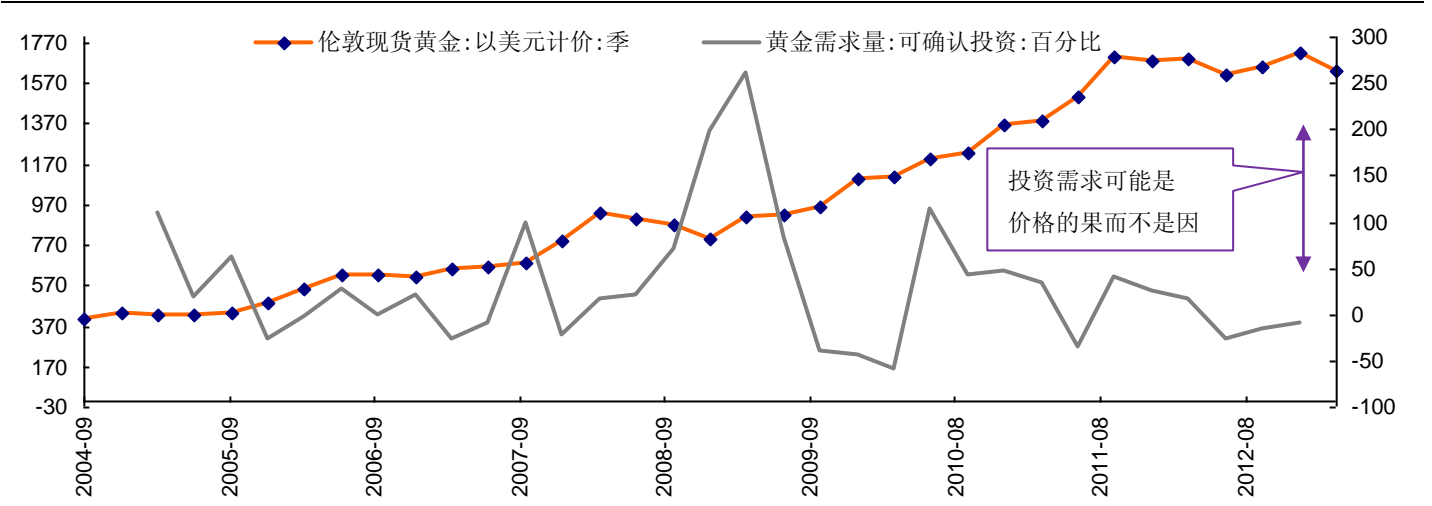
**短期市场看法：**短期预计1550不会轻易击穿，市场将在1550-1600区间展开较长时间整理，我们建议投资者更安全的做法是逢高沽空，短期博反弹空间有限，金价空头格局已经形成，难以否极泰来。（邹立虎）

图5-1:金银长期走势



资料来源:wind、平安期货研究所

图5-2:投资需求可能是价格的果而不是因



资料来源:wind、平安期货研究所

## 六、数据备忘

### 美国 3 月非农数据大幅低于预期

美国 3 月非农就业仅增加 8.8 万人, 大幅不及预期的 19 万人, 为 2011 年 6 月以来最大预测误差, 且是 9 个月最小增幅。日本央行宣布, 决定提前实行开放式 QE, 每月购买 7 万亿日元资产, 可购买含 40 年期在内的所有期限日本国债, 购买资产类别还增加了 ETF 与 REIT。欧洲和英国央行则保持利率不变。3 月份的中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.9%, 较上月上升 0.8 个百分点, 但幅度低于市场预期, 中期经济的回

升有待进一步观察。

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
2013-4-1	中国	PMI 2013/03	50.9	50.1	53.1
2013-4-2	欧盟	意大利:制造业 PMI 2013/03	44.5	45.8	47.9
2013-4-2	欧盟	法国:制造业 PMI 2013/03	44	43.9	46.7
2013-4-2	欧盟	德国:制造业 PMI 2013/03	49	50.3	48.4
2013-4-2	欧盟	欧元区:制造业 PMI 2013/03	46.80	47.90	47.70
2013-4-1	美国	建造支出(百万美元) 2013/02	885127	874811	820677
2013-4-1	美国	制造业 PMI 2013/03	51.3	54.2	53.3
2013-4-3	美国	非制造业 PMI 2013/03	54.4	56	55
2013-4-3	美国	ADP 就业人数:环比:季调(%) 2013/03	0.1	0.2	0.1
2013-4-5	美国	平均每小时工资:环比(%) 2013/03	0	0.3	0.2
2013-4-5	美国	失业率:季调(%) 2013/03	7.6	7.7	8.2
2013-4-5	美国	非农就业人口:季调(万人) 2013/03	8.8	26.8	14.3

资料来源:Wind、平安期货研究所

### 关注中国 CPI、日本央行和美联储会议纪要

下周,需要将焦点放在中国的 CPI 数据,从而确认国内通胀压力;贸易差额、新增贷款和 M2 则可以用来判断市场流动性状况。同时,日本央行和美联储 FOMC 将会在下周公布会议纪要。(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
2013-4-9	中国	PPI:同比(%) 2013/03	--	-1.6	-0.3
2013-4-9	中国	CPI:同比(%) 2013/03	--	3.2	3.6
2013-4-10	中国	贸易差额(亿美元) 2013/03	--	152.3	51.8
2013-4-10	中国	新增人民币贷款(亿元) 2013/03	--	6200	10114
2013-4-10	中国	M2:同比(%) 2013/03	--	15.2	13.4
2013-4-9	欧盟	德国:出口金额:季调:环比(%) 2013/02	--	1.4	1
2013-4-9	欧盟	德国:进口金额:季调:环比(%) 2013/02	--	3.30	2.90
2013-4-12	美国	商业库存:季调(百万美元) 2013/02	--	1642172	1564986
2013-4-12	美国	核心 PPI 环比:季调(%) 2013/03	--	0.2	0.2
2013-4-12	美国	核心 PPI:季调:当月同比(%) 2013/03	--	1.7	2.9
2013-4-12	美国	零售总额:季调(百万美元) 2013/03	--	376334	362448
2013-4-12	美国	零售总额:季调:环比(%) 2013/03	--	1.3	0.8
2013-4-12	美国	核心零售总额:季调:环比(%) 2013/03	--	1.3	0.9
2013-4-12	美国	密歇根消费者信心指数 2013/04	--	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>