

## 暂且鸣金收兵

### 内容摘要

**热点聚焦: 预计2月官方PMI小幅下滑。**从季节性因素来看,汇丰PMI2月较1月环比下降的历史平均值在0.42个百分点,官方PMI该数字为下降1.03个百分点,如果考虑到春节因素及海外市场的放缓,预计下降幅度可能更大,但先行指标暗示PM仍可能扩张。两者综合考虑,我们预计2月官方PMI可能回落至50附近。

**本周策略: 暂且鸣金收兵。**从全局的角度来看,市场前期的多头格局可能面临调整。我们认为是投资者对于前期市场强势的修正,尽管基本面发生的变化不大,但是市场倾向于对信息做负面的解读,并作出悲观的预测(如提前结束QE)。反过来空头的信息并未确认,更多的是市场预期的变化。因此在当下的市场环境中,建议投资者暂时空仓观望。

**黄金阶段性抛售结束,陷入区间震荡。**自去年8月底至今的市场走势可以对照金价在2012年1月初至5月的走势,未来一段时间金价走势可能复制去年5月至6月走势,预计区间:1530-1650。

决定金价中期走势的两个重要因素:3月的美国非农数据将是金价中期走势上或者下的第一个重要判断点,第二个重要观察点是3月19-20日的美联储FOMC会议。

✉: [dept\\_paqhyjs@pingan.com.cn](mailto:dept_paqhyjs@pingan.com.cn)  
研究所 策略研究小组  
✉: [dept\\_paqhtzxb@pingan.com.cn](mailto: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](mailto:zoulihu508@pingan.com.cn)  
☎: 期货从业资格:F0278801

### 相关报告

- 1、融资放量,享受流动性盛宴——商品E周刊(第67期)  
2013.02.18
- 2、财政悬崖,步步惊心——商品E周刊(第66期)  
2012.11.12
- 3、政经格局,定势之周——商品E周刊(第65期)  
2012.11.05

一周重要图表

图1: 上周各市场表现一览 (%)

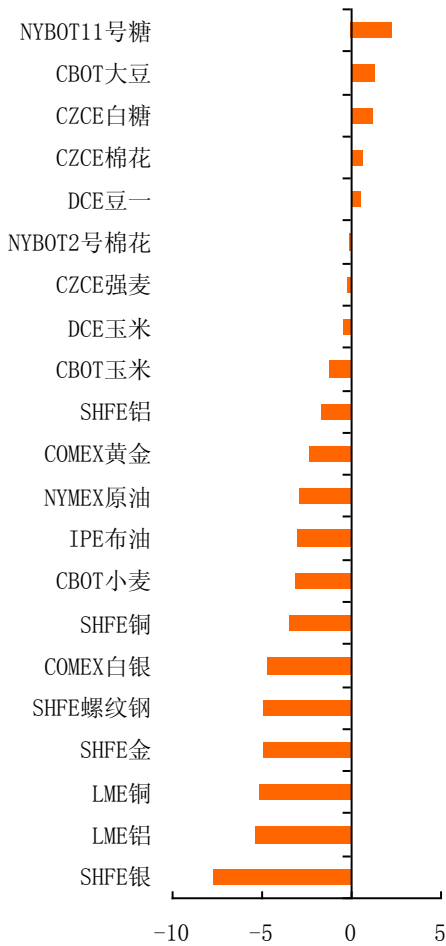
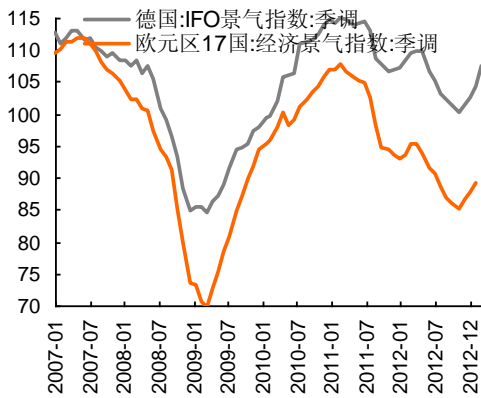


图2: 德国经济在欧元区一枝独秀



资料来源: 平安期货研究所

目录

- 一、热点聚焦..... 3
  - 1、近期海外市场景气度有所下降..... 3
  - 2、预计2月官方PMI小幅下滑,但不改复苏态势..... 3
  - 3、目前市场出现的3个重要信号值得关注..... 4
- 二、每周策略..... 5
  - 1、英国评级下调与“卡尼交易”..... 5
  - 2、多头的溃败..... 6
  - 3、策略:多头暂且鸣金收兵..... 7
- 三、板块解析..... 7
- 四、品种前瞻..... 9
  - 1、黄金最近两周跌幅达6%..... 9
  - 2、黄金阶段性抛售可能已结束..... 10
  - 3、黄金将陷入阶段性震荡..... 10
- 五、数据备忘..... 11

## 一、热点聚焦

### 预计 2 月官方 PMI 小幅下滑

#### 1、近期海外市场景气度有所下降

正如我们上周发布的 2 月宏观视点中提示的，短期全球经济边际扩张动能可能将有所下滑，这将给全球市场带来进一步的调整压力。尽管上周的市场大幅波动部分反映了如美联储可能提早市场预期退出量宽的担忧，但背后的实质可能是经济复苏的边际动能在下滑。

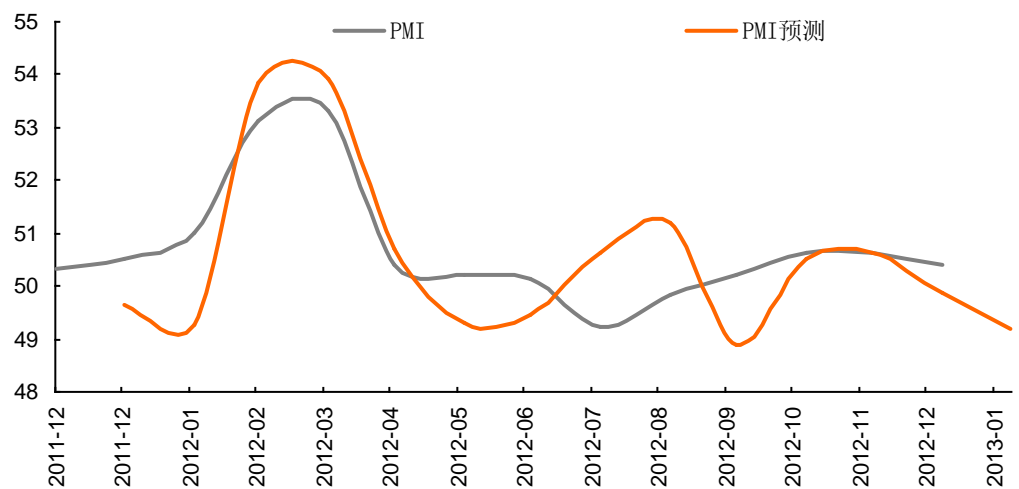
美国方面，初请失业金人数在近期维持在 36 万左右的位置，并未如前期的下滑趋势改善。房地产市场数据改善步伐略有放缓。初请失业金人数一向都是美国经济最好的领先指标，我们判断美国经济短期复苏动能将放缓。

欧洲方面，德国经济继续强劲，但法国经济收缩加剧，欧元区经济复苏仍将一波三折。欧盟委员会在上周五下调了 2013 年欧元区经济增长预测。由于企业及家庭信贷条件紧张、失业率高企及投资冻结，欧元区今年仍无法重返增长，欧盟预计欧元区经济今年将萎缩 0.3%，如果按照美国经济增长 2.3% 的预测，那么美欧经济增长差异将达到 2.5%，可能推动美元维持强劲势头。

我们认为如无意外，全球金融市场将继续对过去两个月的乐观情绪进行修正，持续时间将至少为 1 个月。正如欧盟委员会在预测报告序言中所言：“全球金融市场的改善与信贷增长乏力和短期经济前景疲软形成对比...”

#### 2、预计 2 月官方 PMI 小幅下滑，但不改复苏态势

图1-1:预计2月官方PMI小幅下滑，但不改复苏态势

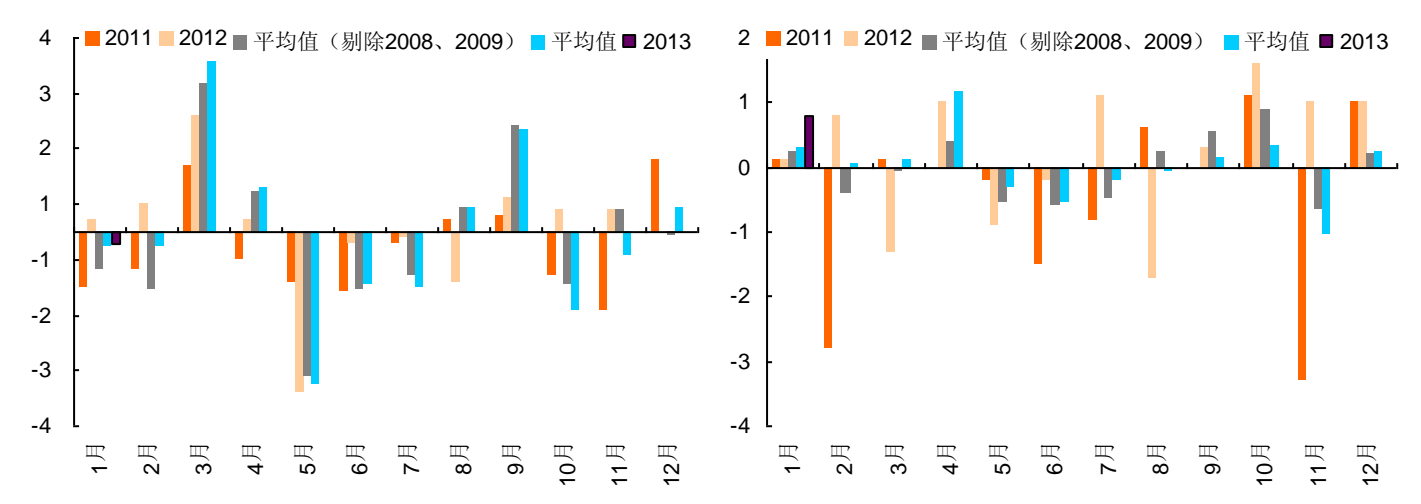


资料来源: wind、平安期货研究所

从季节性因素来看，汇丰PMI2月较1月环比下降的历史平均值在0.42个百分点，官方PMI该数字为下降1.03个百分点，如果考虑到春节因素及海外市场的放缓，预计下降幅度可能更大，但先行指标暗示PM仍可能扩张。两者综合考虑，我们预计2月官方PMI可能回落至50附近。

图1-2:官方PMI月环比季节性变化情况

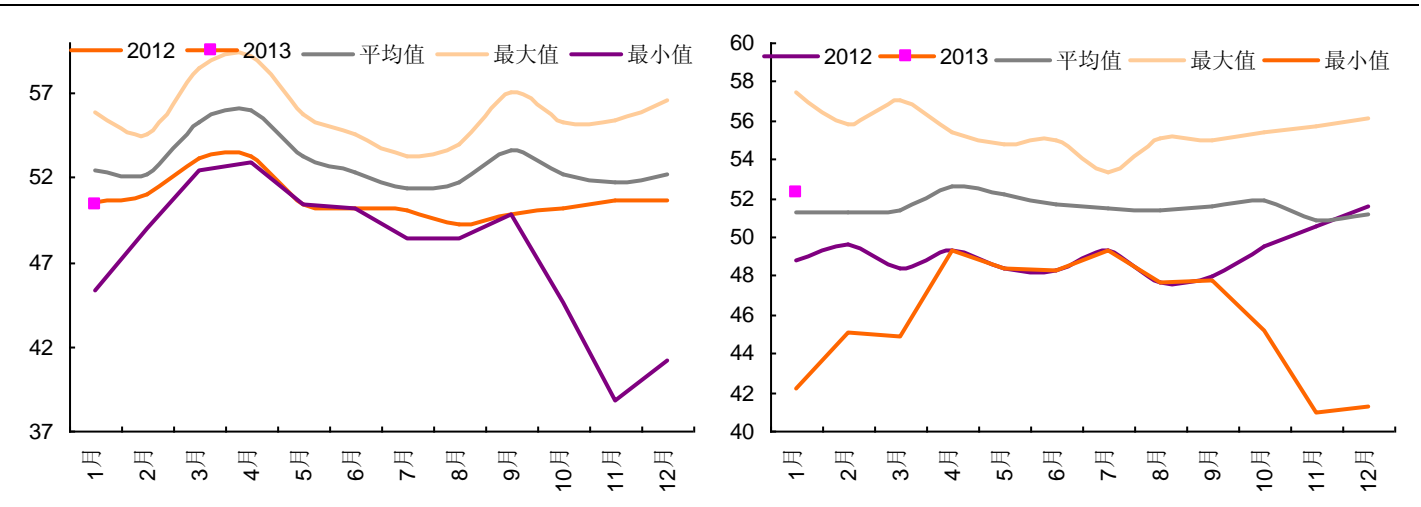
图1-3: 汇丰PMI月环比季节性变化情况



资料来源: wind、平安期货研究所

图1-4:官方PMI季节性变化情况

图1-5: 汇丰PMI季节性变化情况



资料来源: wind、平安期货研究所

### 3、目前市场出现的3个重要信号值得关注

我们认为近期市场出现了3个重要信号值得大家高度关注:

信号一：政府新一轮房地产调控。尽管市场普遍认为该调控措施缺乏新意，且具体执行细则有待进一步确认，但我们的观点是该措施信号意义更强，表明政府对近期强劲复苏的楼市可能带来的民意压力担忧。后期如果楼市成交量开始出现明显降温，且各部门和地方政府配套细则到位，那么拉动本轮股市上涨的引擎之一房地产将熄火，股市头部出现的概率将增加五分之一；

信号二：央行上周重启正回购操作，表明近期市场流动性过于宽松。如我们在上

期周刊中点评，信贷出现实质性的大幅扩张是股市，楼市上涨的重要前提条件。尽管央行上周的行为不能够代表货币条件出现转折，起码我们可以看到流动性最宽松局面可能已经或即将过去，货币见顶将导致股市头部概率又增加五分之一；

信号三：海外市场波动加大，且经济景气度略有下滑。如果该信号持续，我们认为股市头部出现的概率再增加五分之一；

后期我们认为其他需关注的信号在于经济短周期顶部、通胀（突破 3%）、企业盈利改善幅度及财政政策力度。（邹立虎）

---

## 二、每周策略

---

### 暂且鸣金收兵

#### 1、英国评级下调与“卡尼交易”

如果说当前全球市场最受投资者关注的，莫过于押注于英国股票上涨与英镑贬值以相互对冲的“卡尼交易”（卡尼是英国拟上任央行行长）。该策略缘起于押注日元贬值的“安倍交易”，在日元的这场战役中，不少对冲基金都获得了超过 20% 的收益。押注的逻辑非常简单，由于日本经济的疲软，日本央行大规模的量化宽松政策将刺激日元贬值，同时日元贬值将改善出口，反过来与宽松的货币一起将推升日本股市。但“安倍交易”已经持续数月，投资者也获利颇丰，市场可能转向，因此不少投资者选择将目光投向其他有类似情况的国家，英国就是其中之一，在短短一个月间英镑已经下跌了接近 8%。

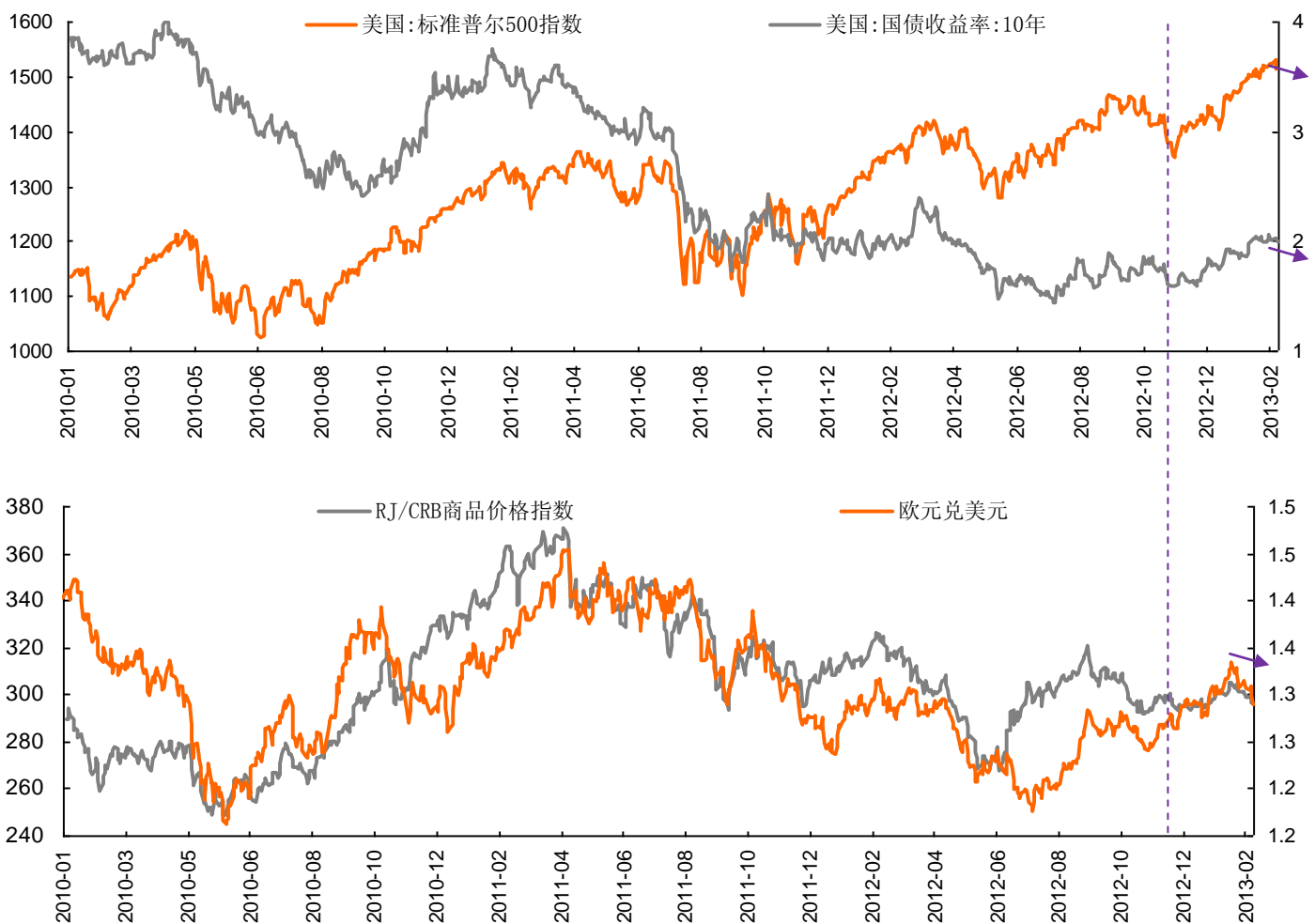
随后，落井下石的评级机构出现，穆迪在上周讲英国的评级由 Aaa 降至 Aa1，评级展望稳定。穆迪将降级原因归结为：1、英国中期增长前景持续疲弱，穆迪预计，今后五年都将持续疲弱增长；2、中期增长前景有限对政府财政整顿方案形成挑战，这将持续到下届国会；3、英国债务高并且还在不断增加，因此政府资产负债表消化冲击的能力恶化。这种形势在 2016 年以前都不可能扭转。现在的问题是这轮评级的下调是否会使得欧债危机再度进入市场的视野？

答案是不会。只有债务问题相当严重，并且可能危及到其融资能力时，评级下调才会给予其最后一击。否则评级下调，要么毫无影响，要么实际上是抄底的信号。标普在 2011 年 8 月下调了美国的 AAA 评级。美国国债价格随即大幅飙升，股市也屡创新高，同样的事情也发生在法国。原因在于评级机构给出的信息都已经被市场所消化，评级下调并不能带来实际的冲击。

## 2、多头的溃败

虽然英国的事情无伤大雅，但是如果从全局的角度来看，市场前期的多头格局可能面临调整。各国主要的股票指数在上周都出现了一定程度的下跌，其中中国的股票市场更创下了单天下跌的记录，同时包括大宗商品在类的风险资产都受到了不同程度的影响。虽然从经济数据来看，各国的经济仍然处于一个相对良性的状态。但市场更为看重的增量却在下降，换句话说全球经济继续改善的动能有所下降，而当前的定价又是包含了这种预期。市场的下跌先是从黄金开始，蔓延到大宗商品以及股票市场，最终导致风险资产在上周出现了系统性的下跌。对经济的预期影响到了投资者对市场的信心，悲观的情绪开始取代乐观的预期。这也是我们上期周报中所提到的：大转折尚未到来，而脱钩终究会回归。

图2-1：市场风险偏好有转头迹象



资料来源：wind、平安期货研究所



### 3、策略：多头暂且鸣金收兵

我们认为，在当前的市场的环境中，选择多头出场可能是不得不为的。市场的转向速度快于我们的想象，我们在上周建议的多头头寸也受到一定的损失，所幸的是在上周我们根据市场的变化，多次提示了投资者要降低多头的仓位。

对于当前市场的格局，我们认为是投资者对于前期市场强势的修正，尽管基本面发生的变化不大，但是市场倾向于对信息做负面的解读，并作出悲观的预测（如提前结束 QE）。反过来空头的信息并未确认，更多的是市场预期变化。因此在当下的市场环境，我们建议投资者暂时空仓观望。（简翔）

---

## 三、板块解析

---

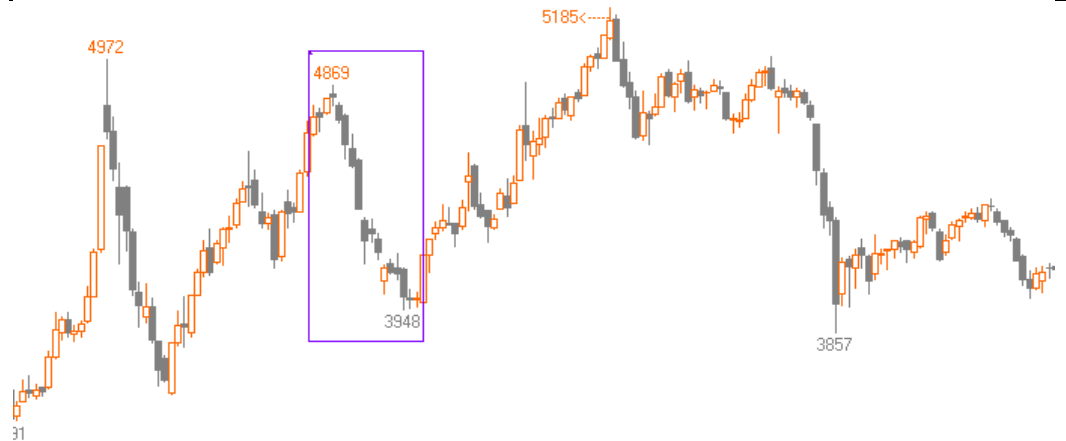
**黄金阶段性抛售结束，陷入区间震荡。**基于对量宽预期引起的黄金抛售可能在未来几个交易日阶段性结束，市场围绕量宽的博弈可能使得金价在区间 1530-1650 波动；近期欧洲消息面及宏观数据进展将可能使得金价略有反弹，但决定其中期走势的可能还在于 3 月份非农数据及美联储议息会议。（邹立虎）

**关注伦铜 7700-7800 支撑区间，不建议大幅看空。**经济复苏与流动性紧缩预期导致铜价将陷入区间波动，短期而言铜价下跌空间有限（伦铜 7800），未来如果经济复苏不力，且流动性收缩，铜价将面临更大跌幅；否则铜价仍可能受益于经济复苏小幅上行，但整体而言，下行空间更大，反弹力度有限；后期关注中国宏观数据及政策变化。（邹立虎）

**地产调控政策引发钢价回落。**地产调控政策引发钢价回落。2月20日，温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署继续做好房地产调控工作，提出五条措施，市场称“新国五条”。受此影响，螺纹钢期货价格大幅下挫，周线收中阴，主力合约 RB1010 下跌 3.63%。相似的历史情境可追溯 2010 年 4 月钢价走势，2010 年 4 月 15 日，国务院发布遏制部分城市房价过快上涨的措施，受此影响，钢材价格大幅下挫。RB 指数从最高价 4869 元/吨下跌至 3948 元/吨，下跌 12 周，跌幅达到 18%。

钢厂生产积极性提高，钢材供应压力加大。自 2012 年 12 月份以来，钢材价格一路上涨，从 3500 元/吨附近上涨至 4200 元/吨附近，受此影响，钢厂生产积极性普遍较高，后期国内钢材供应压力不断加大。2月20日，中钢协公布最新数据，2013 年 2 月上旬重点大中型企业粗钢日均产量为 170.14 万吨，旬环比增长 6.1%，钢协预估 2 月上旬全国粗钢日均产量为 198.89 万吨，旬环比增长 4.4%。其中，重点钢铁企业的产量数据创出历史次高水平，仅仅低于 2011 年 2 月下旬的 171.23 万吨。（李文杰）

图3-1:2010年地产调控政策后的螺纹钢期货价格走势



资料来源: wind、平安期货研究所

**豆粕市场强势上涨。**本周国内豆类市场在周初即表现出和外盘相异的走势，随后在资金的带动下，豆粕市场强势上涨。大豆和豆油虽然自身上涨动力不足，但在豆粕的强势烘托下价格重心也明显抬高。

我们在上周的报告中提到，基金持仓和期价走势的差异性将加大豆类市场的波动性。事实表现确实如此。周五外盘豆类整体大幅下跌，南美大豆丰产仍是不可逆转的最大利空因素。而国内市场受资金带动，特别是豆粕明星效应，预计仍将进行上冲，但需注意获利出局。(丁红)

**化工品步入调整。**节后化工品期货受工业品整体弱势影响，出现不同程度下跌。其中，焦炭跌幅超过9%，橡胶跌幅超过6%，PTA及塑料跌幅接近5%。“国五条”对地产调控将影响钢材需求，进而造成了资金对焦炭的大幅打压。另一方面，煤炭价格由于供应的过剩在未来很长一段时间都将处于下跌趋势中，焦炭期货自12月以来反弹幅度巨大，焦炭价格难以脱离煤炭整体价格而独立运行。橡胶因为金融属性极强，下跌多是受金属影响所致。PTA及塑料的下跌一定程度上受到了国际原油连续回调的影响。(牟宏博)

图3-2: 塑料期货大幅贴水于现货价格

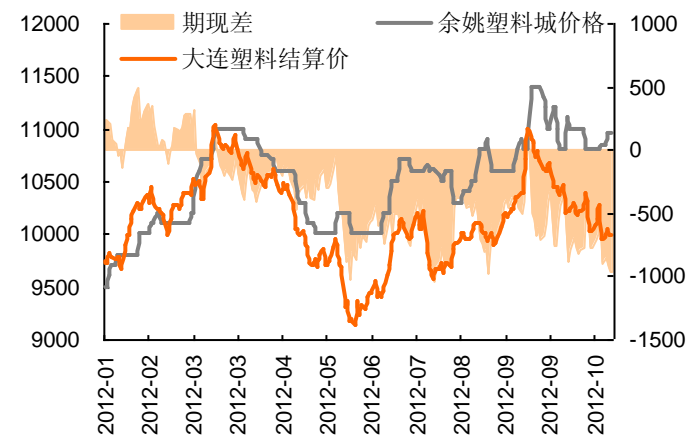
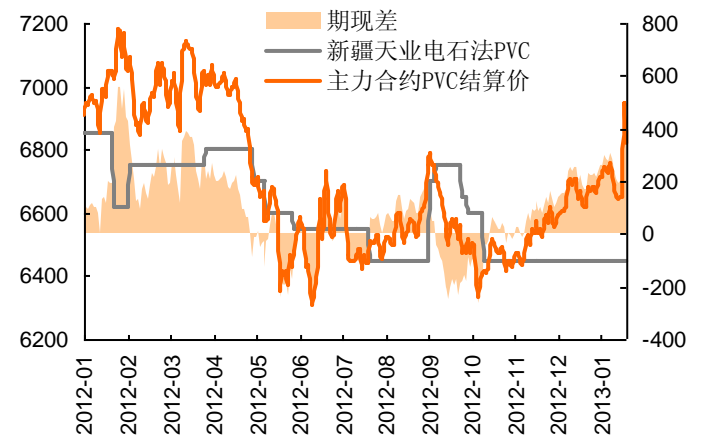


图3-3: PVC期货价格升水于现货价格

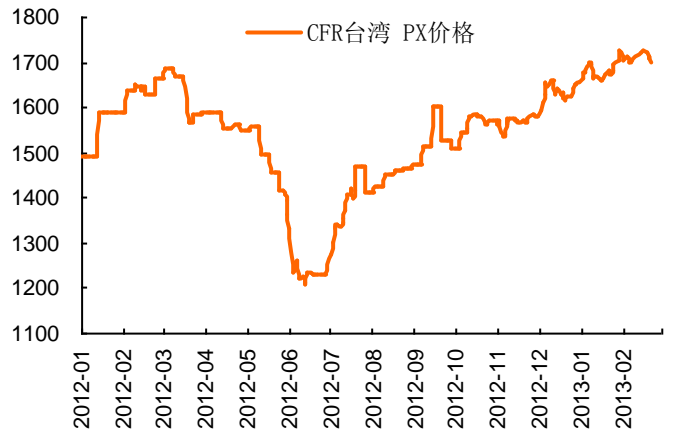
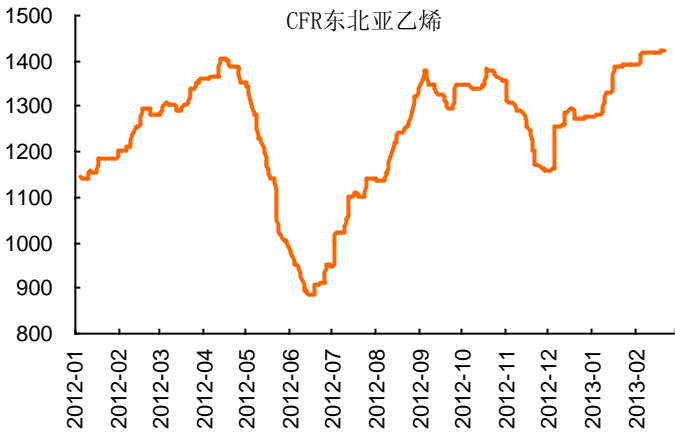


资料来源: wind、平安期货研究所



图3-4: 乙烯单体价格维持高位

图3-5: PTA原料PX价格维持高位



资料来源:wind、平安期货研究所

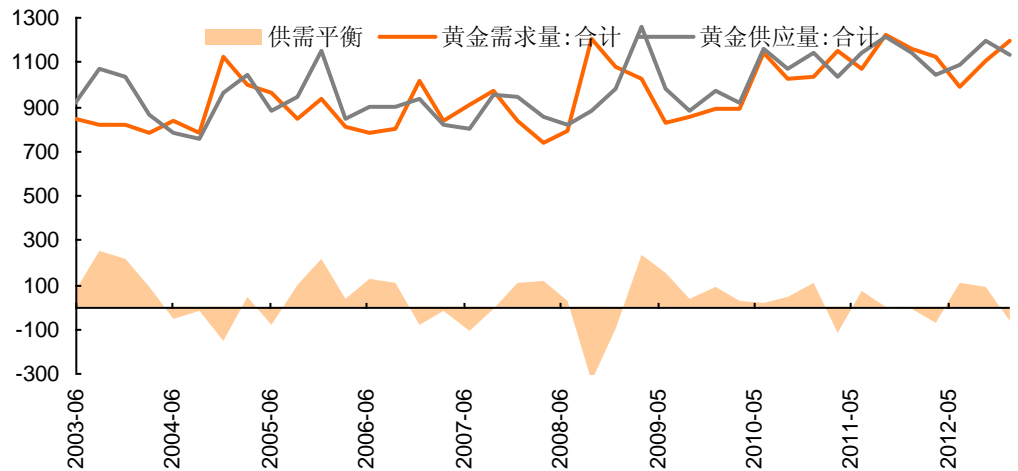
## 四、品种前瞻

### 黄金阶段性抛售可能已结束

#### 1、黄金最近两周跌幅达 6%

近期市场风险偏好出现明显转变，但与以往不同的是，在市场风险偏好转弱的时候，黄金并未受到追捧，只是在最近两个交易日才有所体现（铜价继续下挫，但黄金企稳）。黄金最近两周跌幅达 6%，击穿 1600 支撑。

图4-1:黄金去年四季度存在供给缺口



资料来源: wind、平安期货研究所

## 2、黄金阶段性抛售可能已结束

我们认为美联储可能退出量宽的预期是导致金价大幅下挫的关键因素，此外欧元区经济数据不佳导致欧元下挫也是金价走弱的推动力。关于索罗斯等大鳄减持黄金则给金价下跌火上浇油。

但黄金阶段性抛售可能已结束，主要理由在于：

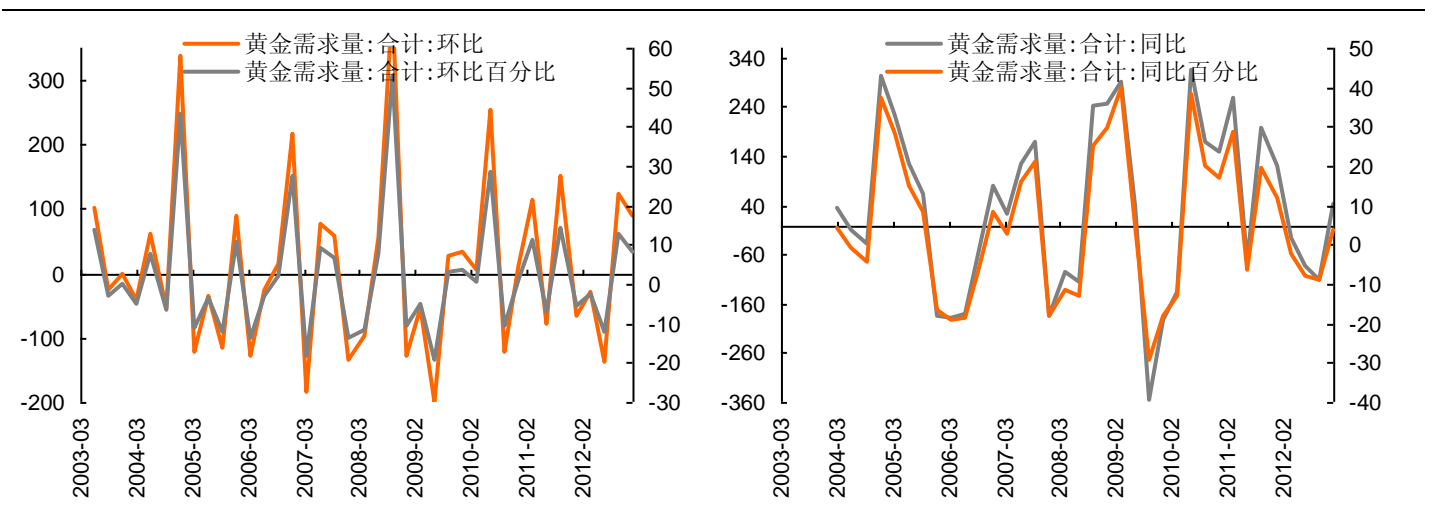
第一、金价可能对美联储仅仅的可能退出量宽的传言反映过度。我们判断 3 月是联储退出量宽与否的重要观察时点（见平安期货 22 日发布的策略时评），而且美联储可能不会在上半年退出；

第二：全球经济是复苏步伐可能远不及大家想象的快。一方面中国经济高点可能在 2 季度初就出现，另外一方面，欧洲经济复苏力度不及预期，主要经济体的疲软将限制美国经济改善力度，量宽需继续维持较长一段时间。但全球流动性繁荣盛宴已经越来越接近尾声。

第三：未来较长一段时间地缘政治事件仍将此起彼伏。全球央行、中国的消费动力仍在。黄金难以大幅下挫。

图4-2:黄金四季度环比增长略有下滑

图4-3:但同比增长强劲复苏



资料来源:wind、平安期货研究所

## 3、黄金将陷入阶段性震荡

我们认为自去年 8 月底至今的市场走势可以对照金价在 2012 年 1 月初至 5 月的走势，未来一段时间金价走势可能复制全年 5 月至 6 月走势，预计区间：1530-1650。

决定金价中期走势的两个重要因素：3 月的美国非农数据将是金价中期走势上或者下的第一个重要判断点，第二个重要观察点是 3 月 19-20 日的美联储 FOMC 会议。（**邹立虎**）

## 五、数据备忘

### 海外经济景气略有下滑

美国方面，初请失业金人数在近期维持在 36 万左右的位置，并未如前期的下滑趋势改善。房地产市场数据改善步伐略有放缓。欧洲方面，德国经济继续强劲，但法国经济收缩加剧，欧元区经济复苏仍将一波三折。欧盟委员会在上周五下调了 2013 年欧元区经济增长预测。

表 5-1: 上周数据回顾

时间	国家/区域	事件	预测值	实际值	上期值	去年同期值
2013-2-19	美国	NAHB 住房市场指数 2013/02	--	46	47	28
2013-2-19	欧盟	欧元区 17 国:营建产出:环比:季调(%) 2012/12	--	-1.7	-0.4	-1.6
2013-2-20	美国	已获得批准的新建私人住宅(千套) 2013/01	--	65.5	65.1	46.3
2013-2-20	美国	已开工的新建私人住宅(千套) 2013/01	--	58.5	62.5	47.2
2013-2-20	美国	已开工的新建私人住宅:折年数,季调(千套) 2013/01	--	890	973	720
2013-2-21	美国	成屋销售折年数(万套) 2013/01	--	492	490	451
2013-2-21	美国	成屋销售:环比折年率(%) 2013/01	--	0.4	-1.2	3
2013-2-21	美国	费城联储制造业指数:季调 2013/02	--	-12.5	-5.8	5
2013-2-21	美国	费城联储制造业指数:新订单:季调 2013/02	--	-7.8	-4.3	5.3
2013-2-22	欧盟	欧元区:核心 CPI:当月同比(%) 2013/01	--	--	1.5	1.5

资料来源:wind、平安期货研究所整理

### 关注美中欧 PMI

本周将有一系列重要数据公布，中美欧 PMI 数据将给近期市场复苏是否强劲提供更加明确的判断指引，不出意外的话，我们预计美国 PMI 仍将好于中欧。(邹立虎)

表 5-2: 本周数据/事件展望

时间	国家/区域	事件	预测值	实际值	上期值	去年同期
2013-2-25	美国	芝加哥联储全国活动指数 2013/01	--	--	0	0.4
2013-2-25	美国	里奇蒙德联储制造业指数:综合:季调 2013/02	--	--	-12	11.8
2013-2-27	美国	耐用品除运输外订单:季调:环比(初值)(%) 2013/01	--	--	1	-4.1
2013-2-27	美国	耐用品除国防外订单:季调:环比(初值)(%) 2013/01	--	--	1	-5.6
2013-2-27	英国	GDP:不变价:季调:同比:修正值(%) 2012/12	--	0	0	0.9
2013-2-27	美国	成屋签约销售指数(2001年=100) 2013/01	--	--	101.7	97
2013-2-27	欧盟	欧元区 17 国:消费者信心指数:季调 2013/02	--	-23.6	-23.9	-20.1
2013-2-27	欧盟	经济景气指数:季调 2013/02	--	--	90.6	94.8
2013-2-27	欧盟	欧元区 17 国:工业信心指数:季调 2013/02	--	--	-13.9	-5.5
2013-2-27	欧盟	欧元区 17 国:经济景气指数:季调 2013/02	--	--	89.2	95.3
2013-2-27	美国	已获得批准的新建私人住宅(千套) 2013/01	--	65.5	65.1	46.3
2013-2-28	美国	堪萨斯联储制造业指数:综合:环比:季调(%) 2013/02	--	--	-2	11
2013-2-28	美国	GDP:环比折年率(%) 2012/12	--	0.5	5.9	4.2
2013-2-28	美国	芝加哥 PMI:新订单 2013/02	--	--	52	66
2013-2-28	美国	芝加哥 PMI 2013/02	--	--	55.6	64
2013-3-1	欧盟	欧元区:制造业 PMI 2013/02	--	47.8	47.9	49
2013-3-1	英国	制造业 PMI 2013/02	--	--	50.8	51.5
2013-3-1	美国	制造业 PMI 2013/02	--	--	53.1	51.9
2013-3-1	欧盟	失业率(%) 2013/01	--	--	10.7	10.1
2013-3-1	美国	密歇根消费者信心指数 2013/02	--	76.3	73.8	75.3

资料来源:wind、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>