

# 控通胀 VS 稳增长

## 内容摘要

本周美股大幅走高，道指获得三年来最大的单周涨幅。数据显示，美国11月份失业率出人意料地下降至两年以来的最低水平，提振市场信心。A股市场跌宕起伏，虽有国内外利好因素支持，大盘依然未能有效突破，目前两市均处于上下两难的境地。

**市场预期方面**，目前股指市场的整体投机氛围保持不变，但市场整体参与热情有继续下降的趋势。结合期现价差分析，上周期现价差波动幅度维持多周平稳水平，正向套利机会减少，价差回归历史合理波动区间，表明股指市场目前做多氛围无明显变化；随着交投减少，表明市场信心仍脆弱，利空因素一触即发。

**控通胀有望见成效，稳增长或成明年首要任务。**在全球大宗商品和重要股指的排名中，A股上周涨幅垫底全球最弱，本周将继续考验三底的支撑力度，如果再次破位，恐将回到2245一线寻找支撑。目前多空分歧严重，我们建议秉持右侧操作策略：一是观察反抽时的领涨板块是否有政策支持以及能否持续两天以上的强势；二是上证的单日成交额是否放大到800亿以上，且当日收出阳线，这可大致判断是否有新增资金流入。如果以上两个条件满足，则可考虑右侧多单入场。

**在期现Alpha套利上**，目前分段上沪深两市处于反弹下跌波段，可关注防御性板块的超额收益机会。

**当月与上月合约上周无正向套利空间。**当月与上月合约上周无正向套利空间；上周，当月/下月合约利率上升；由图2-2可以看出，8月中旬以来，市场波动较大，而10月末以来，波动幅度收窄。

**期现套利方面**，随着市场近期对经济不确定性担忧的增强，资金入市动作减少，期现套利可操作性下降；伴随着价差分布重心的整体下移，正向套利机会减少。

✍: 袁斐文

☎: 86-755-82567126

✉: yuanfeiwen209@pingan.com.cn

✍: 李斌

☎: 86-755-82563929

✉: libin719@pingan.com.cn

✍: 刘春韵

☎: 86-755-83237542

✉: liuchunyun271@pingan.com.cn

✍: 孙瑞

☎: 86-755-83788925

✉: sunrui126@pingan.com.cn

## 相关报告

- 1、骤雨初歇，却未放晴——股指周报13期  
2011.11.28
- 2、最后防线，与谁共鸣？——股指周报12期  
2011.11.21
- 3、闪转腾挪，应对波动——股指周报11期  
2011.11.14

## 一、本周宏观要闻

**外围市场:** 本周美股大幅走高, 道指获得三年来最大的单周涨幅。数据显示, 美国 11 月份失业率出人意料地下降至两年以来的最低水平, 提振市场信心。此外, 周五德法领导人相继呼吁修改欧盟条约, 以建立更紧密的财政联盟, 助长了应对欧债危机的可信计划将很快出台的市场预期。

表 1-1: 外围市场资讯与数据

类别	内容
外围资讯	美国劳工部周五发布了 11 月份的非农就业报告。报告显示, 美国 11 月份失业率出人意料地下降至两年以来的最低水平, 但雇主新聘的员工人数少于预期, 且雇员收入的增长速度有所放缓, 表明美国就业市场所取得的进展有限
	欧元区债务危机仍是投资者关注的焦点。德国总理默克尔周五呼吁尽快修改欧盟条约, 以建立更紧密的财政联盟。法国总统萨科齐周四晚间也表示支持修改条约, 并且宣布, 他和默克尔下周一将在巴黎会晤, 以赶在 12 月 9 日召开的欧盟峰会之前讨论他们的联合提议。
	美国供应管理协会 (ISM) 发布的 11 月制造业报告显示, 11 月美国制造业的增速温和提升, 相关指数创下了今年 6 月以来新高, 这主要得益于产出和新订单子指数攀升。ISM 指出, 11 月的制造业指数为 52.7%, 超过 10 月的 50.8%。前者也高于接受汤森路透集团调查的经济学家平均预期的 52.0%。ISM 指数高于 50% 意味着制造业处于增长状态。
	11 月 30 日, 美国联邦储备委员会、欧洲中央银行、加拿大银行、英格兰银行、日本银行和瑞士国民银行宣布采取协调行动, 决定自今年 12 月 5 日起将几大央行之间现有的临时性美元流动性互换利率下调 50 个基点, 以便缓解市场流动性压力给家庭和企业带来的冲击, 从而刺激经济复苏。
	欧盟统计局 2 日发布的报告显示, 10 月份欧元区 17 国工业生产者价格指数环比上升 0.1%, 同比上升 5.5%。10 月份工业生产者价格指数涨幅最大的是匈牙利, 为 1.3%, 其次是法国, 为 0.5%; 降幅最大的是丹麦, 下降 0.7%, 其次是爱尔兰和比利时, 分别下降 0.6% 和 0.5%。

资料来源: WIND、平安期货

**国内市场:** 上周 A 股市场跌宕起伏, 虽有国内外利好因素支持, 大盘依然未能有效突破, 目前两市均处于上下两难的境地。从消息面来看, 一方面, 周三央行宣布下调存款准备金, 或表明国内货币政策正向“稳增长”倾斜。另一方面, 六大央行联手救市, 对稳定投资者信心起到一定的作用。然而从经济数据来看, 11 月 PMI 指数回落到 50% 以下, 反映出我国经济增速放缓, 对股市基本面带来一定压力。

表 1-2: 国内市场资讯与数据

类别	内容
国内资讯	央行周五称, 经济、金融数据的变化显示, 房地产开发投资增速高位回落, 房地产开发企业资金趋紧, 土地交易市场量价齐跌, 房地产贷款增速回落, 房价拐点初现端倪。
	中国物流与采购联合会 1 日发布数据显示, 11 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.0%, 环比回落 1.4 个百分点, 自 2009 年初以来首次回落到 50% 以内, 显示出经济增速回落趋势仍将延续。

时至年底，“十二五”产业规划进入一轮高密度发布期，大至涉及金融、旅游、文化等 30 多个领域的《服务贸易发展“十二五”规划纲要》，细到《平板玻璃工业“十二五”发展规划》、《建筑卫生陶瓷工业“十二五”发展规划》等细分行业规划。此外，包括新能源、物联网、战略性新兴产业等一系列规划，预计不久也将发布。

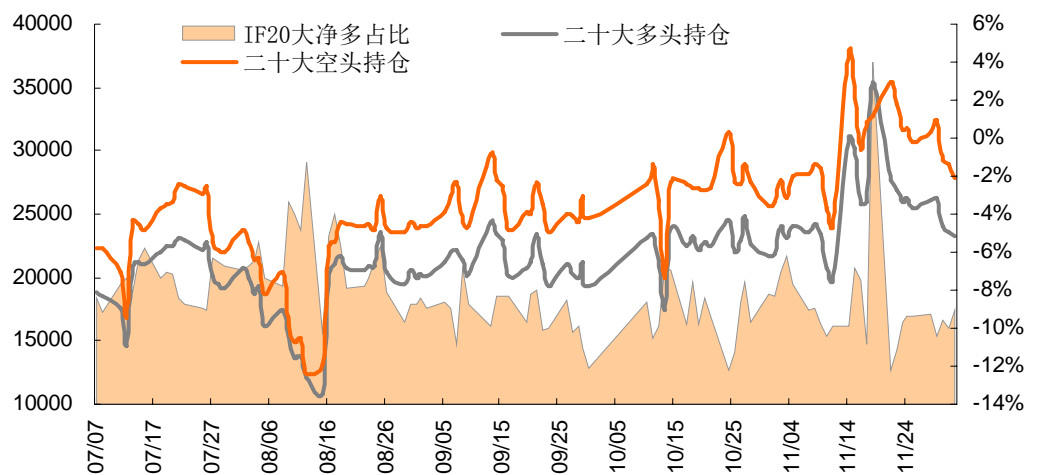
中国人民银行 11 月 30 日宣布，从 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是央行近 3 年来首次下调存款准备金率。央行上次下调存款准备金率时间为 2008 年 12 月 25 日。自 2010 年以来，央行 12 次提高存款准备金率。其中，2011 年共有 6 次上调存款准备金率。

深圳证券交易所 28 日公布《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》(下称“征求意见稿”)，向社会公开征求意见。征求意见稿新增“连续受到交易所公开谴责”和“股票成交价格连续低于面值”两个退市条件。同时，取消“退市风险警示处理”，将实施“退市整理期”制度

资料来源:WIND、平安期货

## 二、市场预期观察

图2-1:空头主力持仓上周变化



资料来源:wind、平安期货研究所

上周股指期货市场 IF1112 合约净多持仓占比继续维持低位，多、空持仓继续下降，主力合约成交额也出现明显下降，持仓成交比未出现明显变化，具体数据表明市场流量、存量资金较前一周均有所下降。以上数据表明：目前股指市场的整体投机氛围保持不变，但市场整体参与热情有继续下降的趋势。结合期现价差分析，上周期现价差波动幅度维持多周平稳水平，正向套利机会减少，价差回归历史合理波动区间，表明股指市场目前做多氛围无明显变化；随着交投减少，表明市场信心仍脆弱，利空因素一触即发。

从持仓结构来看，期指市场主力持仓中，上周南华期货、广发期货多头加仓动作明显；空头海通期货、国泰君安期货重回榜首。持仓主力：国泰君安空头持仓增幅明显，华泰长城多头持仓增幅明显。除华泰长城上周下半周减空仓外，其他各主要持仓机构均采用“减多仓”“或”“加空仓”“操作，净多持仓占比下降。(袁斐文)

图2-1: 股指期货市场上周成交额

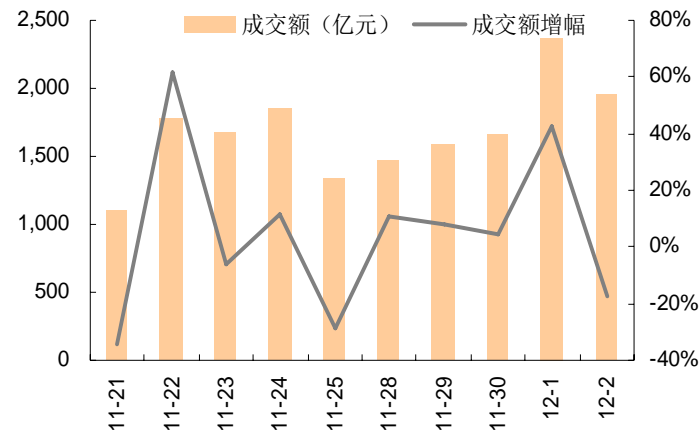
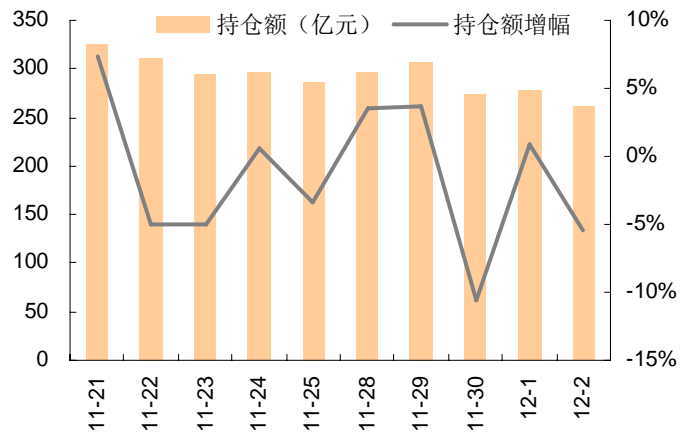
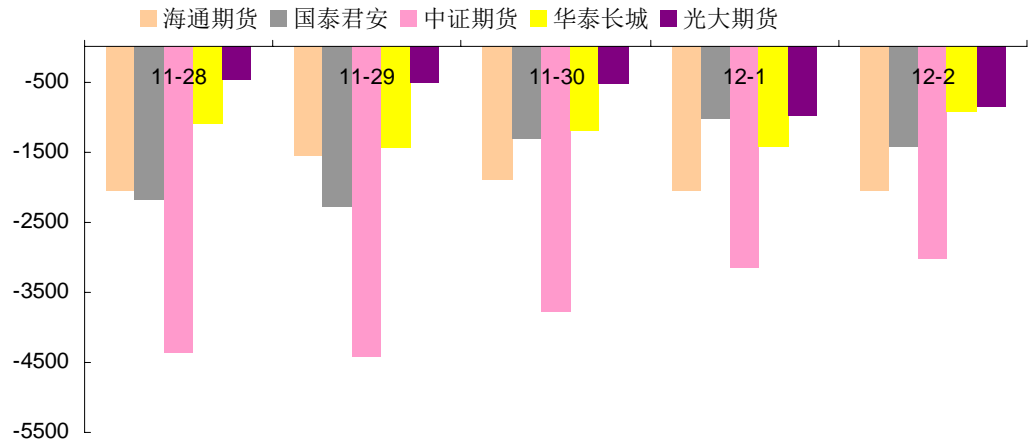


图2-2: 股指期货市场上周持仓额



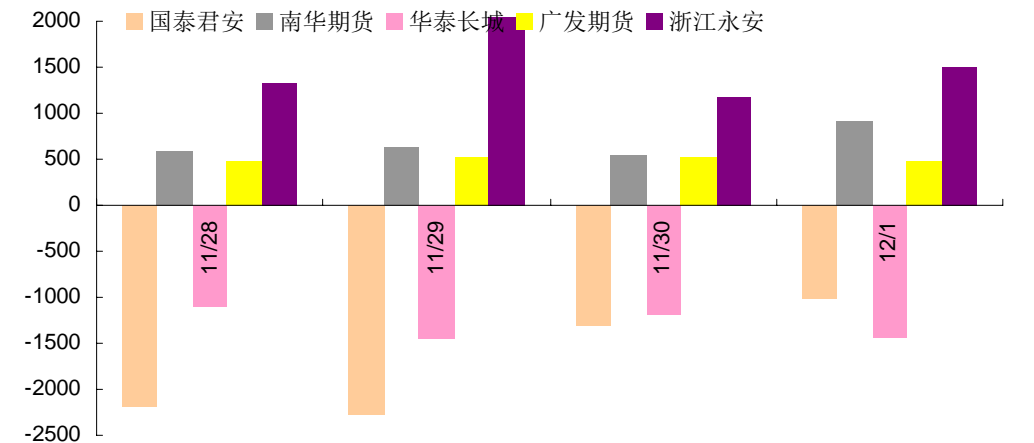
资料来源:WIND、平安期货研究所

图2-4: 空头主力持仓上周变化



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-5: 多头主力持仓上周变化



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-6: 国泰君安持仓过程

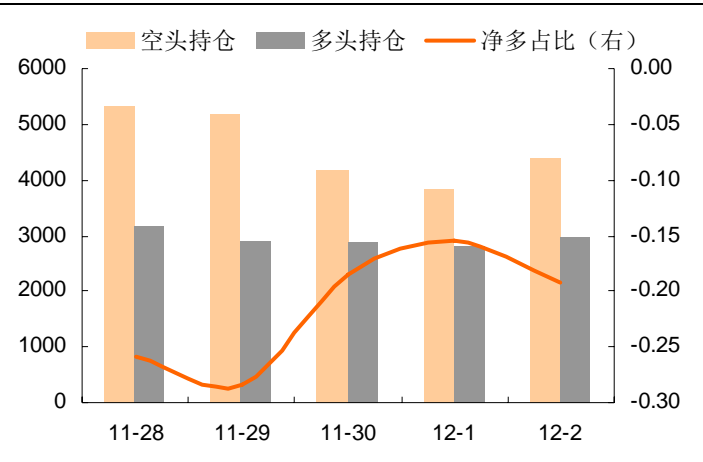
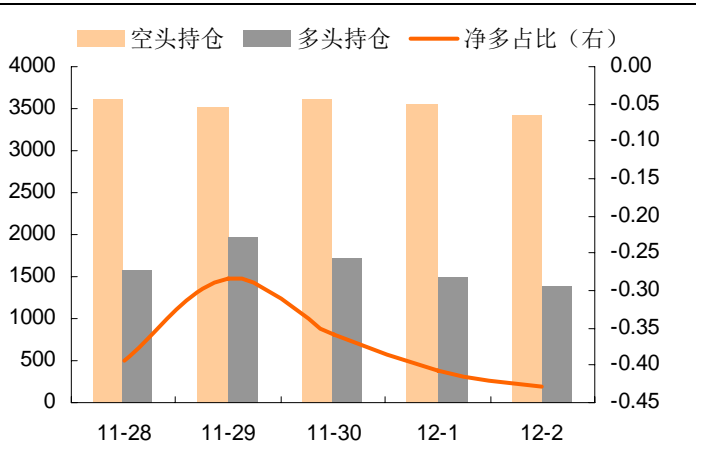


图2-7: 海通期货持仓过程



资料来源:WIND、平安期货研究所

图2-8: 中证期货持仓过程

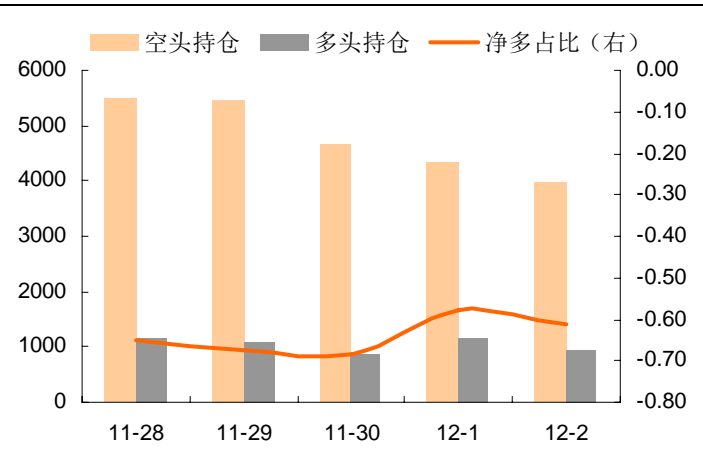
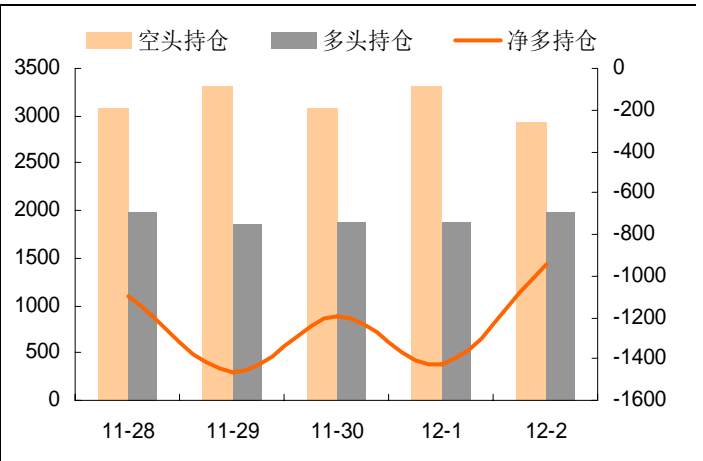


图2-9: 华泰长城持仓过程



资料来源:WIND、平安期货研究所

### 三、波段投资策略

#### 1、控通胀有望见成效，稳增长或成明年首要任务

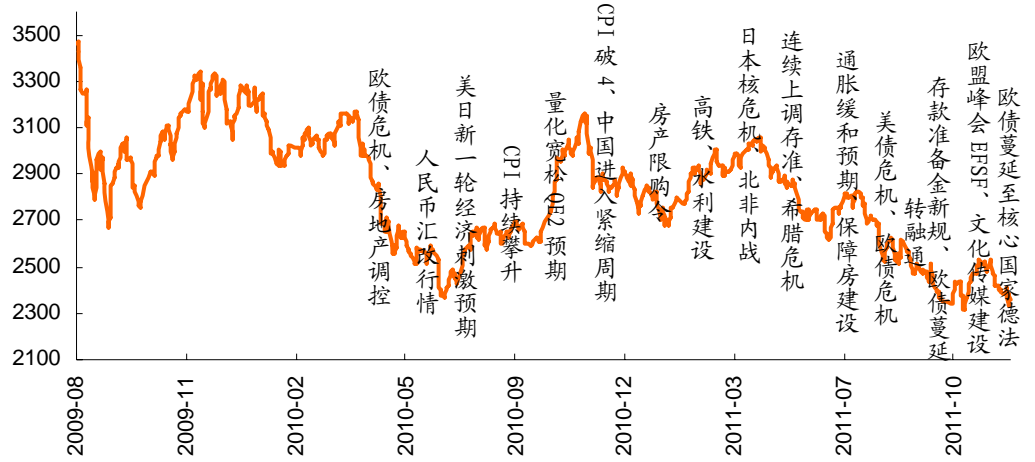
上周，股指借助央行下调存款准备金与全球六大央行注入流动性的利好，在连续的下降趋势中出现脉冲跳空高开行情，不过由于无新增资金流入，股指反弹后劲不足。本周仍处于政策与价格的变盘的临界点，需紧密关注是否产生政策支持的板块带领大盘反弹。

国内方面，本周五公布的通胀数据有望继续从高位回落，显现出今年的控通胀货币政策有望告一段落，而随着中央经济工作会议在12月召开，市场普遍预期是，宏观调控部门可能正预备向决策层提出政策建议，将防止经济大幅下滑作为明年经济调控的首要任务，而防止物价上涨过快的任务，则退居第二位。如果货币政策紧缩力度确实放松，国内的股指环境将有所趋暖。这是未来一个月的观测重心。

欧洲问题本周也进入一个微妙的十字路口。欧盟定于12月9日举行新一次各国领

领导人峰会，市场将这次会议看成是将决定欧元命运的关键性会议，因为如果这次欧盟峰会不能拿出令市场可信的解决欧债危机的办法，那么，欧元区解体的风险可能大大提高。欧盟峰会如果取得积极结果，一般预期将提振欧元进一步反弹。

图3-1: 上证指数动力-形态全景图



资料来源:wind、平安期货研究所

从技术面上看，上证指数在上周三大幅杀跌及上周四借助内外宏观面的利好共开后，暂时形成小三底支撑，但场外资金并没有进入，最终在全球大宗商品和重要股指的排名中，A股上周涨幅垫底全球最弱，本周将继续考验三底的支撑力度，如果再次破位，恐将回到2245一线寻找支撑。总之，目前多空分歧严重，我们仍建议秉持右侧操作的策略：一是观察反抽时的领涨板块是否有政策支持以及能否持续两天以上的强势；二是上证的单日成交额是否放大到800亿以上，且当日收出阳线，这可大致判断是否有新增资金流入。如果以上两个条件满足，则可考虑右侧多单入场。

图3-2: 上证日线图：指数展开反弹之时，注意观察当时的领涨板块，与量能是否能放大



资料来源:平安期货研究所

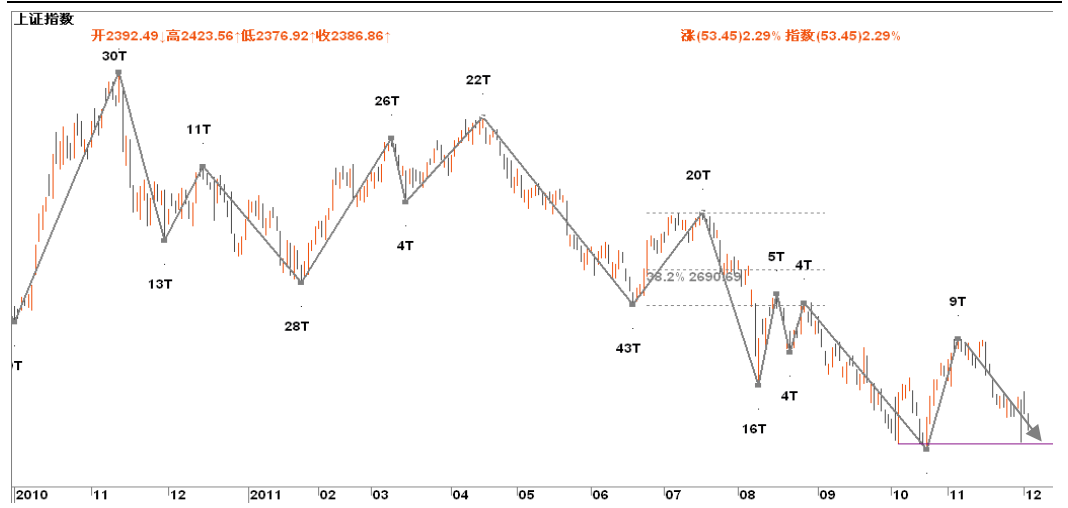
## 2、自动波段划分

我们对上证指数、深证综指进行波段解构，力图将由特定动因推动下产生的周期性交易群体行为特征进行揭示。该波段解构方法通过规范化高低点的定义，由程序自

动画线生成（与波浪理论的人为划分不同），由于计算机对高低点的确认需要时间，因此该分段有滞后效应。但我们会根据当下的宏观面、基本面、技术面等综合考量，划分出本周最可能的波段走势。

为使得研究的结果更有现实意义，我们界定政策转向的时间点为2010年10月，采用日线级别点位重新划分紧缩政策实施以来的市场形态与时间区间。（更详细解释请参考《考虑市场情绪后的高Alpha股票选取——股指周报附件》）

图3-3: 上证指数日线行情级别分段



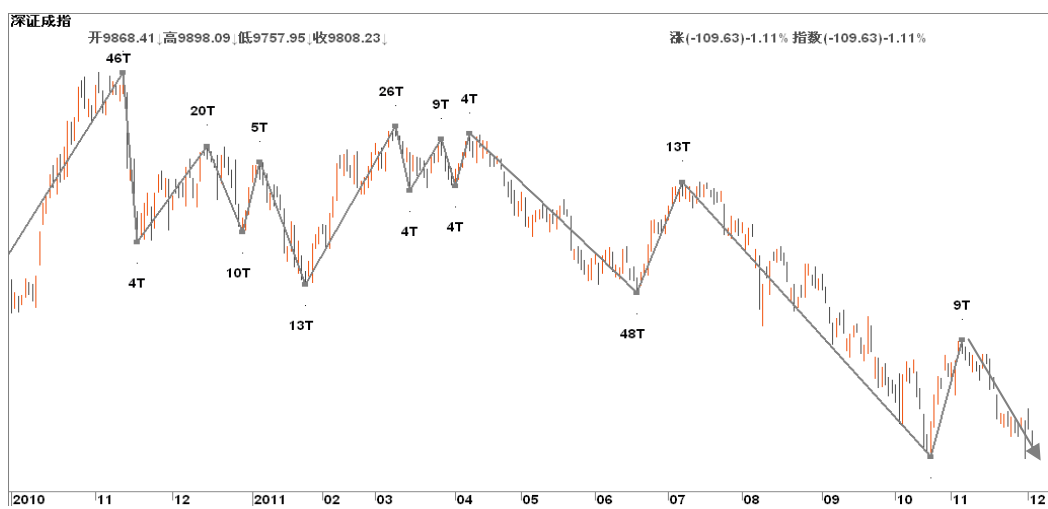
资料来源: 平安期货研究所

表 3-1: 日线行情级别的区间分段【上证指数】

时段	时长（交易日）	波段方向
2010.09.02-2010.11.11	30天	上涨
2010.11.11-2010.11.30	13天	下跌
2010.11.30-2010.12.15	11天	上涨
2010.12.15-2011.01.25	28天	下跌
2011.01.25-2011.03.09	25天	上涨
2011.03.09-2011.03.15	4天	下跌
2011.03.15-2011.04.18	22天	上涨
2011.04.18-2011.06.20	8天	下跌
2011.06.20-2011.07.18	20天	上涨
2011.07.18-2011.08.09	16天	下跌
2011.08.09-2011.08.16	5天	上涨
2011.08.16-2011.08.22	4天	下跌
2011.08.22-2011.08.26	4天	上涨
2011.08.26-2011.10.24	35天	下跌
2011.10.24-2011.11.04	9天	上涨
2011.11.04-至今	——	下跌

资料来源: WIND、平安期货研究所

图3-4:深圳成指日线行情级别分段



资料来源:平安期货研究所

表 3-2: 日线行情级别的区间分段【深圳成指】

时段	时长 (交易日)	波段方向
2010.08.27-2010.11.11	46天	上涨
2010.11.11-2010.11.17	4天	下跌
2010.11.17-2010.12.15	20天	上涨
2010.12.15-2010-12.29	10天	下跌
2010-12.29-2011-01.06	5天	上涨
2011-01.06-2011.01.25	13天	下跌
2011.01.25-2011.03.09	25天	上涨
2011.03.09-2011.03.15	4天	下跌
2011.03.15-2011.03.28	9天	上涨
2011.03.28-2011.04.01	4天	下跌
2011.04.01-2011.04.08	4天	上涨
2011.04.08-2011.06.20	48天	下跌
2011.06.20-2011.07.07	13天	上涨
2011.07.07-2011.10.24	71天	下跌
2011.10.24-2011.11.04	9天	上涨
2011.11.04-至今	——	下跌

资料来源:WIND、平安期货研究所

综合第一节的研判,以及本节的波段划分,我们认为,目前分段上沪深两市处于下跌波段,因此在期现 Alpha 套利上,可关注防御性板块的超额收益机会。(李斌)

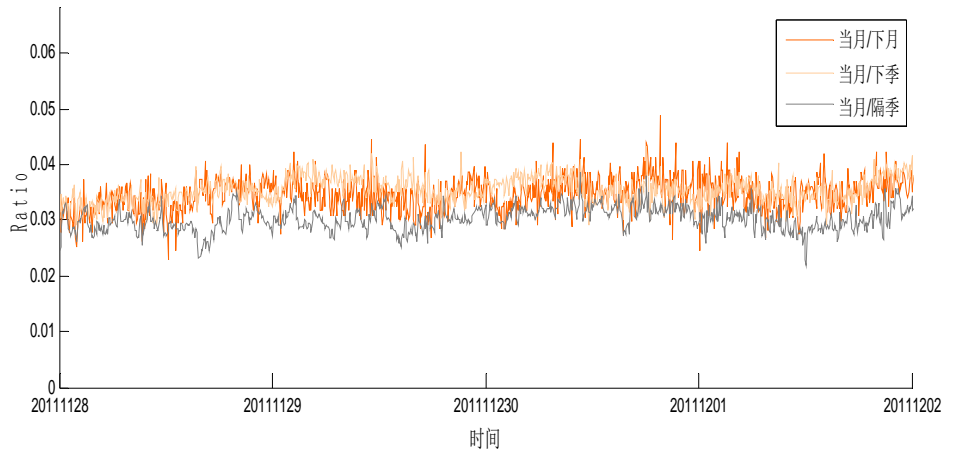
## 四、跨期套利策略

**持有成本套利策略:** 根据持有成本理论估算沪深 300 期指不同合约组合的跨期套利空间。设单边交易成本为合约价值的万分之一,根据当月合约价值和其他各合约价值计算利率。若计算所得利率小于一年期贷款利率(0.656),则市场看空。同理,计算所



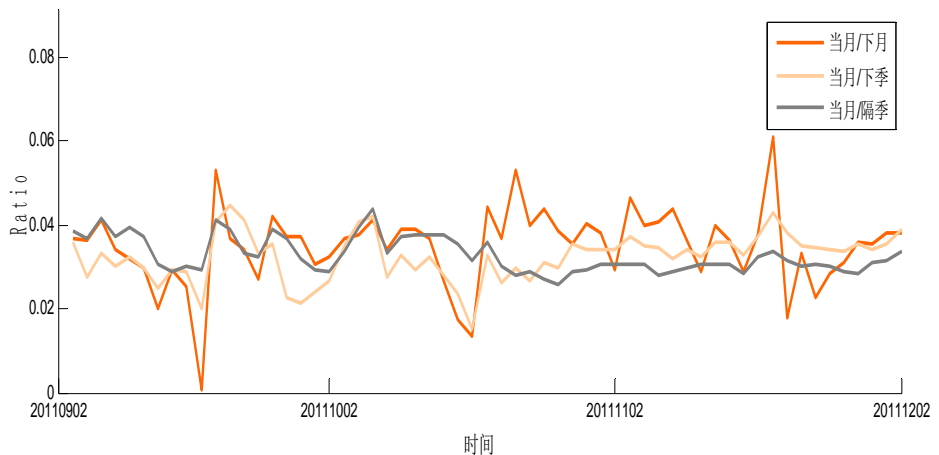
得利率越远离一年期贷款利率，套利空间越大。图 2-1 是上周当月合约与其他各合约利率，可以看出，当月与上月合约上周无正向套利空间；由图 2-2 可以看出，近期市场波动较大。（刘春韵）

图2-1：当月合约与其他各合约利率（2011. 10. 31-2011. 11. 04）



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-2：当月合约与其他各合约日均利率（2011. 08. 04-2011. 11. 04）

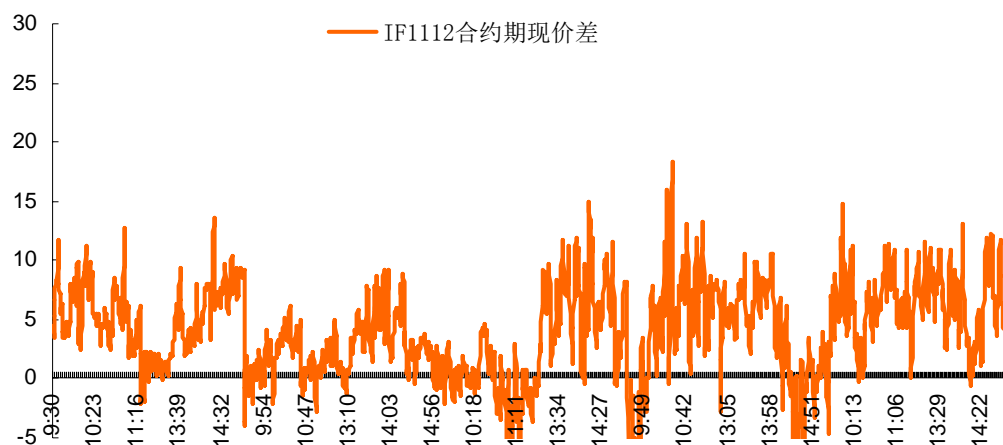


资料来源:wind、平安期货研究所

## 五、期现套利策略

我们统计 IF1112 合约上周期现价差区间:上周均值为 4.08 指数点,最大值为 18.41 指数点,最小值为-12.12 指数点。价差整体波动率为 14.82,与 IF1112 成为主力合约的第一周波动率近似。我们分析认为,随着市场近期对经济不确定性担忧的增强,资金入市动作减少,期现套利可操作性下降;伴随着价差分布重心的整体下移,正向套利机会减少。

图5-1: 上周期现1分钟价差图

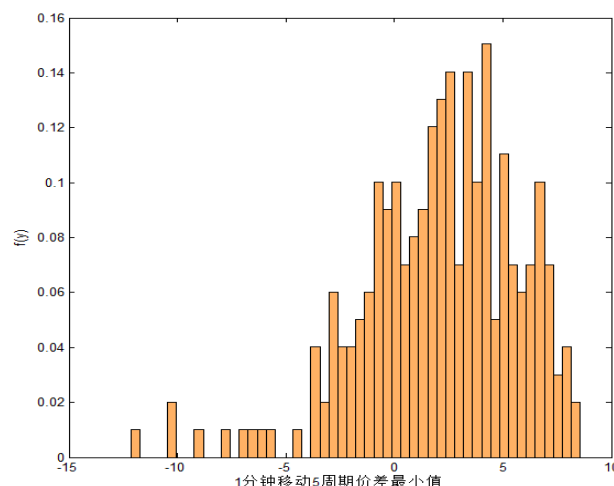
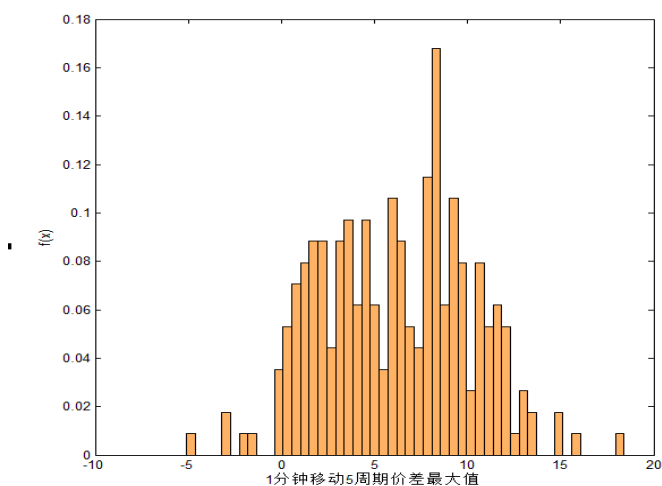


资料来源:wind、平安期货研究所

分布图表明，上周正向套利开仓的最佳价差为 8 个点；采用均值回归策略，则平仓的价差为 4.08 个点，设止损点位为总资金的 2%。（袁斐文）

图5-2: 1分钟价差相对高点分布

图5-3: 1分钟价差相对低点分布



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2011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>