

骤雨初歇，却未放晴

内容摘要

本周外围市场利空不断，穆迪警告法国目前 AAA 的主权信用评级有降级可能；美国减赤协议谈判破裂，德国标售国债受阻，经济数据显示欧元区经济增长乏力，多重利空因素影响下，欧美股市上周均大幅下跌。国内方面，11月食品价格继续回落，CPI有望进一步回落；10月外汇占款缩减或打断人民币升值预期。

市场预期方面，多头氛围有所下降，市场整体预期偏空。从持仓结构来看，期指市场主力持仓中，上周光大期货多头减仓动作明显，表明其对市场后市转为空头思路；多头主力浙江永安多头也有减少。

欧洲债务成无解之困，A股需待新增量能入场。本周进入变盘时间窗口，我们可以从市场结构的特征给出右侧交易者入市的关注重点：一、观察反抽时的领涨板块，如果是次新、创业板或高送转等相关板块，则大盘上涨的持续性难以为继；如果是二线蓝筹如券商、文化传媒、新兴产业等，或有望带动大盘展开新一轮反弹。二、上证的量能是否放大到800万以上，这可显现是否有新增资金流入。如果上证到达2300一线，IF到达2500一线时，亦可轻仓低吸。

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/下月合约利率下降明显；可以看出，近期市场波动较大。

期现套利方面：目前期现套利机会会有所减少，可考虑在特定事件出台时进行期现套利操作（如12月1日的PMI数据公布时间）。

✍: 袁斐文

☎: 86-755-82567126

✉: yuanfeiwent209@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、最后防线，与谁共鸣？——股指周报12期
2011.11.21
- 2、闪转腾挪，应对波动——股指周报11期
2011.11.14
- 3、过犹不及，掌握节奏——股指周报10期
2011.11.07

一、本周宏观要闻

外围市场: 本周外围市场利空不断, 穆迪警告法国目前 AAA 的主权信用评级有降级可能; 美国减赤协议谈判破裂, 德国标售国债受阻, 经济数据显示欧元区经济增长乏力, 美国第三季度 GDP 数据不及预期等。在利空因素的打压下, 欧美股市均大幅下跌。从短期来看, 欧债危机仍将持续困扰市场, 欧美股市将继续剧烈波动。

表 1-1: 外围市场资讯与数据

类别	内容
外围资讯	德法意承诺将制裁违反马约成员国 法国总统萨科齐、德国总理默克尔、意大利总理蒙蒂 11 月 24 日表示, 三国领导人一致同意, 欧元区成员国必须加强财政整合以解决主权债务危机, 并承诺将于 12 月 9 日的欧盟领导人峰会上提出欧盟条约修改计划, 以重拾市场和公众对欧洲的信心。三国领导人表示, 欧元区成员国将加强经济政策整合, 任何违反《马斯特里赫特条约》的成员国都将受到严厉制裁。
	惠誉下调葡萄牙主权信用评级至垃圾级别 惠誉 11 月 24 日将葡萄牙的主权信用评级从“BBB-”下调至“BB+”的垃圾级别, 评级展望为负面。惠誉表示, 葡萄牙财政严重失衡且负债高企, 意味着该国的评级不再符合投资级标准。葡萄牙评级展望被调降是由于欧洲形势恶化, 预计该国 2012 年 GDP 下滑 3%。葡萄牙经济衰退将使其削减赤字的挑战性大幅增加, 预计葡萄牙借助一次性措施将会实现 2011 年财政目标。
	欧盟委员会 11 月 23 日发布名为《实施稳定债券可行性》的报告, 用于研究发行欧元债券的可行性, 并提出三个发行欧元债券可选方案: 1) 成员国停止单独发债行为, 全部由稳定债券统一发行, 成立统一的发债机构, 然后根据各国的需求分配资金, 由成员国进行联合担保, 分担风险。2) 由成员国联合担保部分发债需求, 其余仍由各国单独发售。3) 各国覆盖一定比例的国债发售, 但不再联合担保, 仅对自己所占据的发债比例进行担保。
	德国债拍卖失败市场担忧债务危机威胁 德国 11 月 23 日拍卖 60 亿欧元 10 年期基准国债遭遇失败, 商业银行仅购买 36.44 亿欧元, 德国央行购买了其余 39% 的份额。数据显示, 德国央行在一级市场购买 10 年期国债的平均份额为 17.83%, 此次 39% 的比率为 1999 年 6 月以来最高。该期国债收益率为 2%, 投资者显然认为不具吸引力。
	美联储: 部分理事称应考虑进一步放宽政策 美联储 11 月 22 日发布的 11 月 1-2 日的会议纪要中显示, 部分美联储官员认为应该考虑进一步放宽货币政策, 经济前景可能要求美联储对政策作出额外调整, 如果在未来沟通措施的前提下进行, 任何政策调整都很可能会更加有效。

资料来源: WIND、平安期货

国内市场: 从经济数据来看, 11 月食品价格继续回落, 预计 CPI 将继续回落。通胀压力减小给予央行更大的空间进行货币政策微调。10 月外汇占款减少 249 亿人民币, 比 9 月 2473 亿新增量明显回落, 为 2008 年以来外汇占款首次下降。10 月热钱的流出使得人民币升值预期有所放缓。

表 1-2: 国内市场资讯与数据

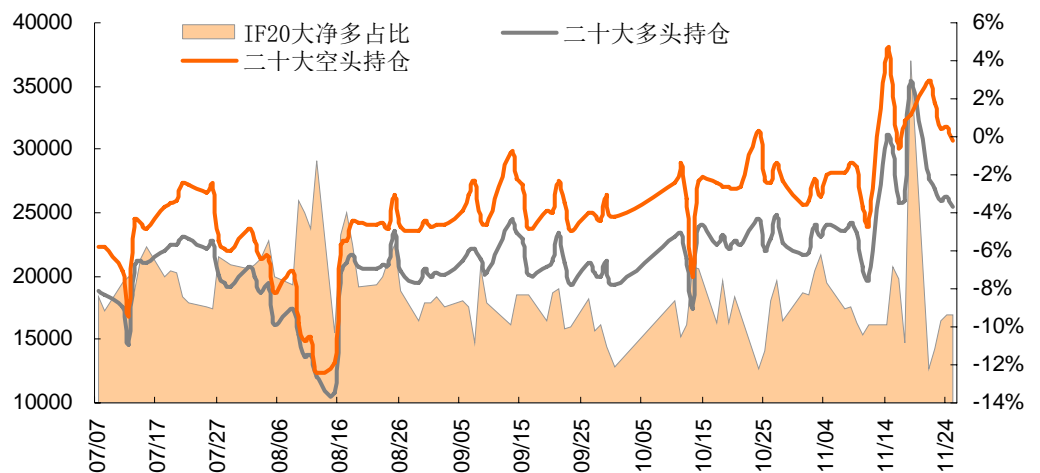
类别	内容
----	----

<p>国内资讯</p>	<p>证监会放宽上市公司重组方案重大调整认定标准 证监会日前在官网披露的信息显示，上市公司重组方案重大调整认定标准被放宽。证监会对于如何认定是否构成对重组方案的重大调整问题，做出解释：关于交易对象，上市公司在公告重组预案后拟增加交易对象的，应当视为构成对重组方案重大调整，需重新履行相关程序。上市公司在公告重组预案后拟减少交易对象的，如交易各方同意将该交易对象及其持有的标的资产份额剔除出重组方案，且剔除相关标的资产后按照下述规定不构成重组方案重大调整的，可以视为不构成重组方案重大调整。</p>
	<p>中国保险交易所将在上海设立 保监会 11 月 23 日发布《上海保险业发展“十二五”规划概要》称，上海将创造条件设立“中国保险交易所”，支持保险资金服务上海基础设施项目以及公租房建设，积极参与上海国企改革进程，投资与保险产业密切相关的医疗、养老、汽车服务等机构。</p>
	<p>农信社存准率恢复正常水平下调 0.5 个百分点 人民银行杭州中心支行 11 月 23 日表示，从今年 11 月 25 日起，浙江省 6 家农村合作银行将恢复执行正常的存款准备金率水平，因从 2010 年 11 月 25 日起，经评估对全国 20 多家农村合作银行（其中含浙江省 6 家）执行有区别的存款准备金率（现为 16.5%），为期一年。在到期后存款准备金率恢复正常水平（16%）。因此这一举措不能理解为下调其存款准备金率。此外，宁波鄞州银行方面确认获准下调存款准备金 0.5 个百分点。</p>
	<p>部分资源综合利用产品及劳务增值税获减免 财政部网站 11 月 23 日消息，财政部和国税总局联合发布《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》决定对农林剩余物资源综合利用产品增值税政策进行调整完善，并增加部分资源综合利用产品及劳务适用增值税优惠政策。</p>
	<p>国家将在多方面支持战略新兴产业规划 目前，战略新兴产业单项产业规划正在陆续批复，但总体规划还未最终批复。市场传出未来五年国家将投资 10.8 万亿元支持战略性新兴产业发展。有参与规划制定的人士透露，战略新兴产业规划包含由发改委牵头的一个总规划，发改委和工信部分别牵头 7 个具体产业规划。</p>

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

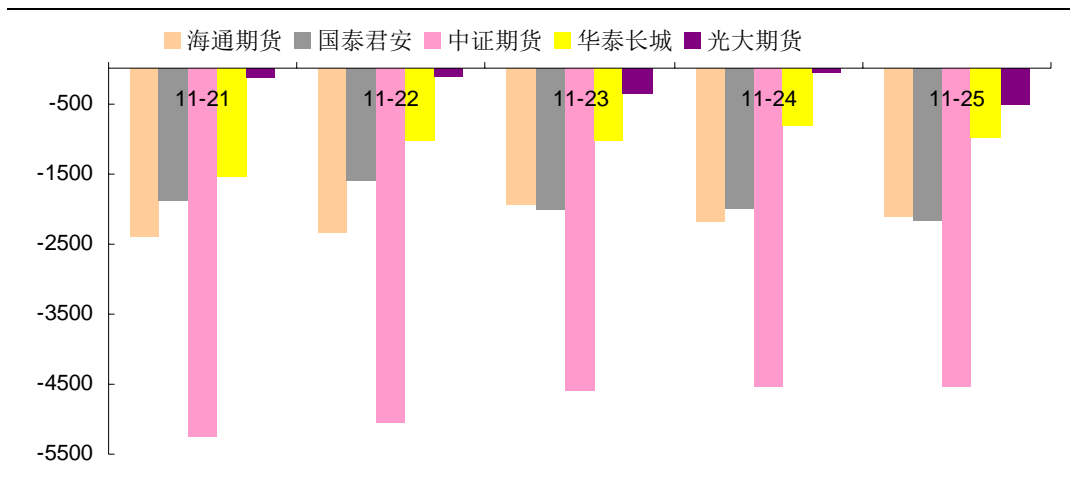


资料来源:wind、平安期货研究所

上周股指期货市场 IF1112 合约净多持仓占比在移仓换月期间出现明显反弹迹象，但随着移仓换月的结束，净多持仓占比持续回落，并在上周内创出最后一次加息后的历史新低。从总的持仓额来看，上周多、空双方的市场存量资金均有所增加，空头加仓动作较为明显。我们分析认为，随着外围市场的不断恶化，及国内经济增长的继续放缓，短期内当经济结构调整未产生明显效果之前，市场空头预期将持续蔓延。另一方面，由于宏观政策的微调，将暂时缓解实体经济流动性问题。短期内，A 股市场将出现“预期向下，政策向上，经济向下”的局面。在未来，随着“经济向下”被市场的不断消化，预计在明年在实现“政策向上、经济向上”后，市场空头预期才可能出现改善。

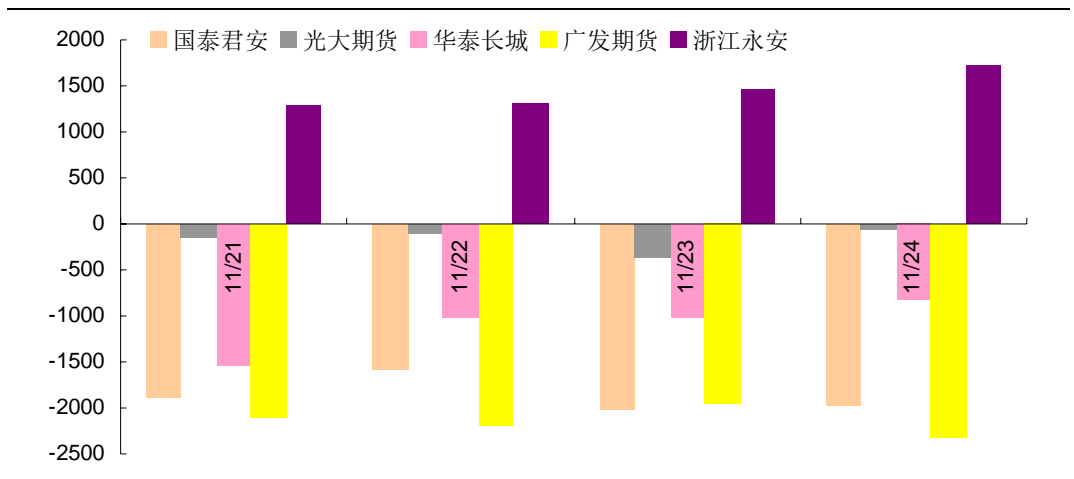
从持仓结构来看，期指市场主力持仓中，多头投机盘浙江永安在上周出现空头加仓动作，该现象为我们观测以来首次；另外，持仓主力海通期货在上周多、空排名中多头持仓降为第 6 名，空头持仓仍位居首位。表明市场整体对市场后期走势悲观情绪有所加强。我们分析认为，未来一周下行动能强劲，但政策微调利好托市的迹象也十分明显，市场较难出现连续下跌。尤其在 12 月 1 日出台官方 PMI 数据后，股指市场出现震荡的概率加大。（袁斐文）

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

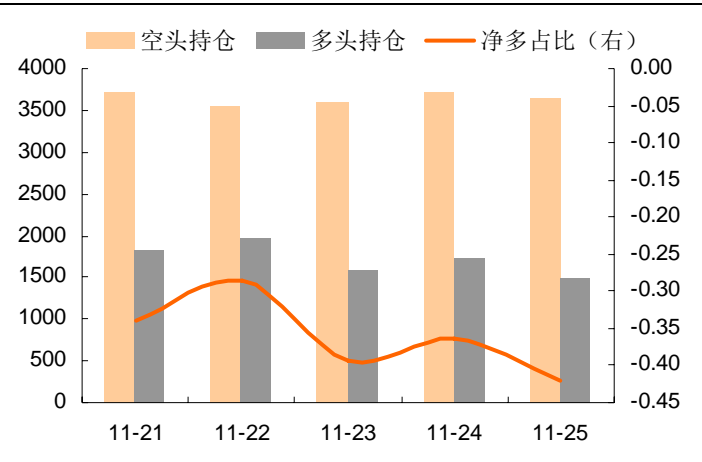
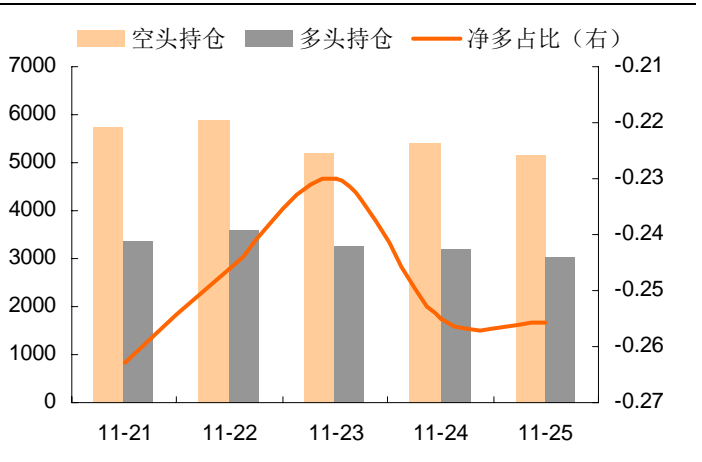


图2-7：海通期货持仓过程



资料来源:WIND、平安期货研究所

图2-8：中证期货持仓过程

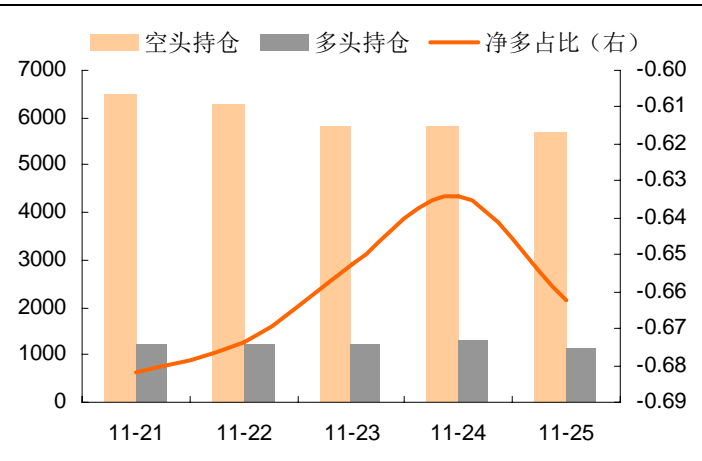
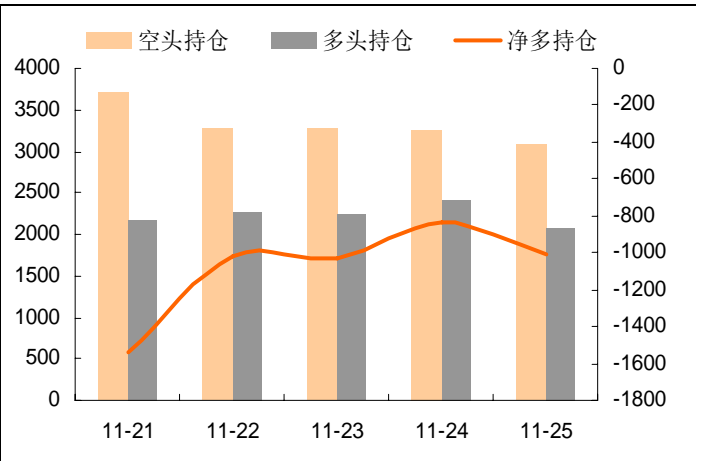


图2-9：华泰长城持仓过程



资料来源:WIND、平安期货研究所

三、波段投资策略

1、欧洲债务成无解之困，A股需待新增量能入场

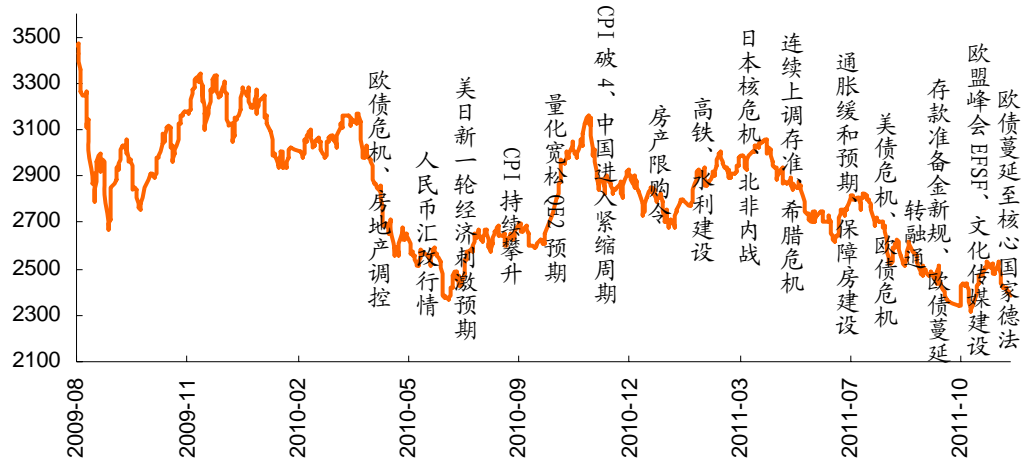
上周，上证沿我们上周提示的 2400 一线顽强抵抗，但尽管每天皆有上冲 2400 的动作，但重心趋于下移，市场的做多热情与量能都在萎缩。由于在价格方面，本周的日与周 k 线都已进入变盘的临界点，需紧密关注是否产生政策支持的板块带领大盘反弹。

随着通胀的高位拐头，国内的股指环境有所趋暖。货币政策方面，定向宽松政策正在逐步推进，由于十月新增外汇占款 4 年来首次转为负值，市场预期存款准备金率将有望在年内下调。本周的观察重心，主要是 11 月的 PMI 是否高于汇丰公布的初值 48。如果呈现经济有进一步回落的苗头，则企业的盈利恐将面临大面积下调的担忧，届时，股价的风险也将进一步释放。

欧洲目前面临的是无穷无尽的困境。德国也被拉下泥潭，上周债券发行结果为 1999 年欧元诞生以来最差，这表明投资者由最初的对单个国家信用的怀疑，转移到了对整

个欧元计划的怀疑，市场甚至开始担忧欧元区会否解体。而欧盟的杀手锏——欧元债券，在德法意的会晤中，被德国总理默克尔否决，欧洲仍将萎靡不振，本周可关注欧洲 PMI 的数据状况，目前看来料将不佳。

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，上周乐观情绪没被激起，场外资金也没有进入，下跌后的修复成为弱势震荡而非有力反弹，上证的防线 2400 已宣告破位，后市不排除回落到 2300 一带寻求双底支撑，总之，从市场量能与多头人气的萎缩来看，目前暂不容乐观。由于日与周的时间与价格都已进入变盘的时间窗口，左侧做多面临极大风险，但我们可以从市场结构的特征给出右侧交易者入市的关注重点：一、观察反抽时的领涨板块，如果是次新、创业板或高送转等相关板块，则大盘上涨的持续性难以为继；如果是二线蓝筹如券商、文化传媒、新兴产业等，或有望带动大盘展开新一轮反弹。二、是上证的量能是否放大到 800 万以上，这可显现是否有新增资金流入。如果上证到达 2300 一线，IF 到达 2500 一线时，亦可轻仓低吸。（李斌）

图3-2: 上证日线图：本周指数展开反抽之时，注意观察当时的领涨板块



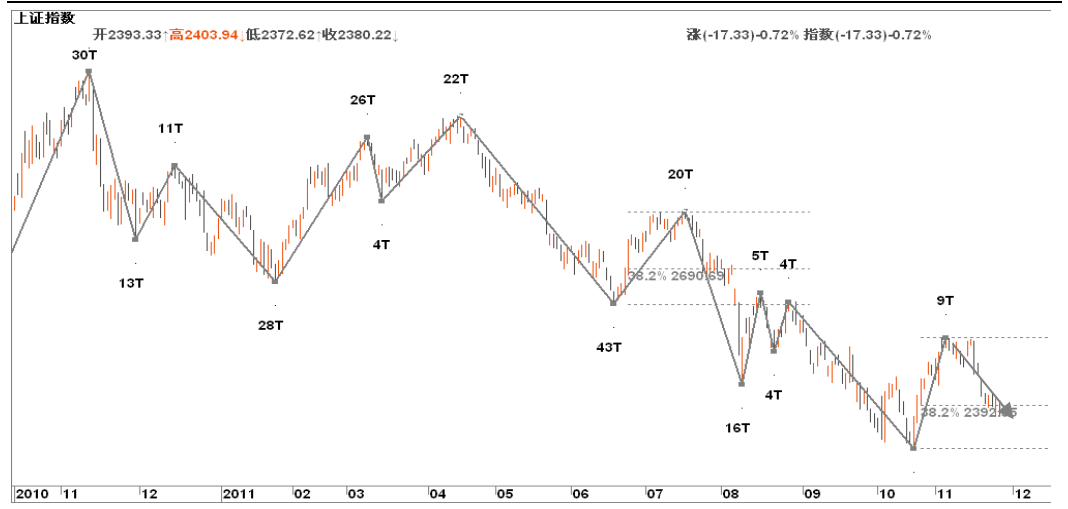
资料来源:平安期货研究所

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



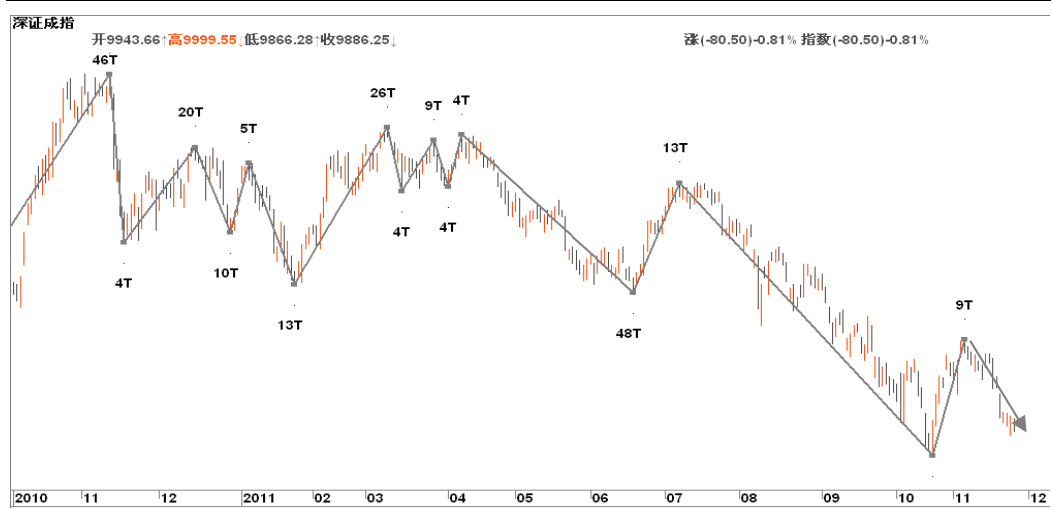
资料来源:平安期货研究所

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

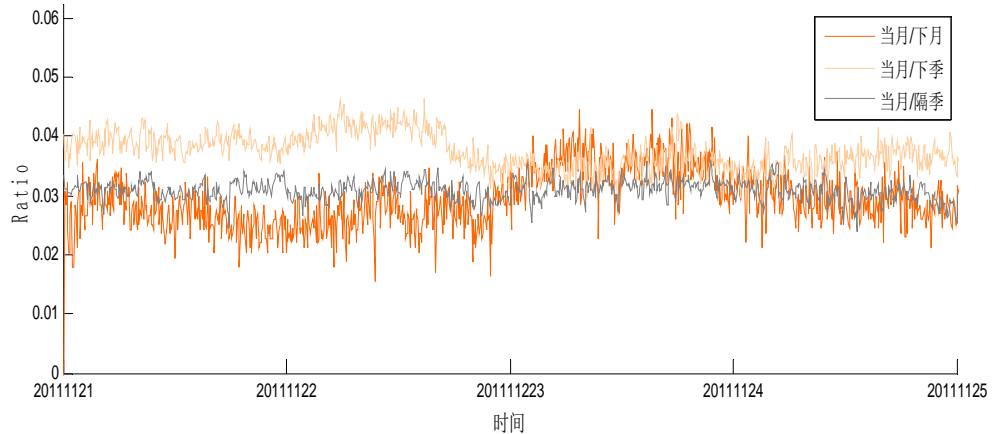
综合第一节的研判,以及本节的波段划分,我们认为,目前分段上沪深两市处于下跌波段,因此在期现 Alpha 套利上,可关注防御性板块的超额收益机会。(李斌)

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

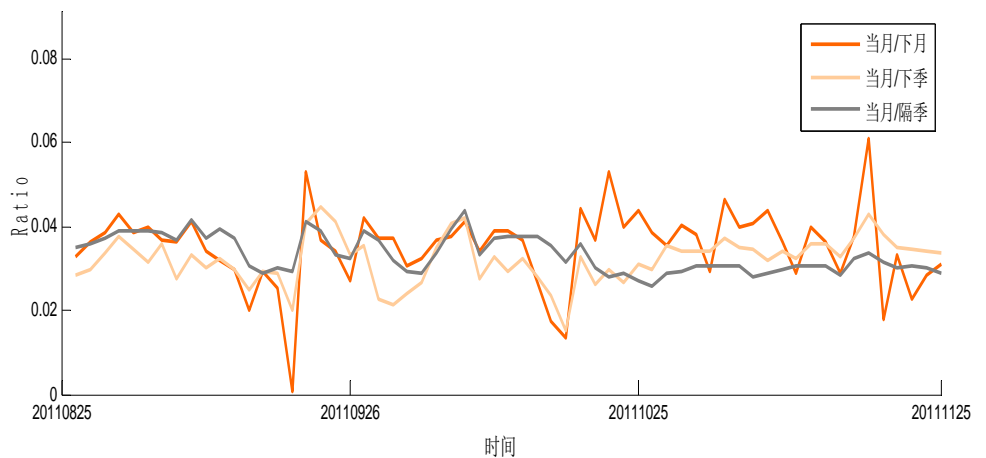
利率越远离一年期贷款利率，套利空间越大。图 2-1 是上周当月合约与其他各合约利率，可以看出，当月与上月合约上周无正向套利空间；上周，当月/下月合约利率下降明显；由图 2-2 可以看出，近期市场波动较大。

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）

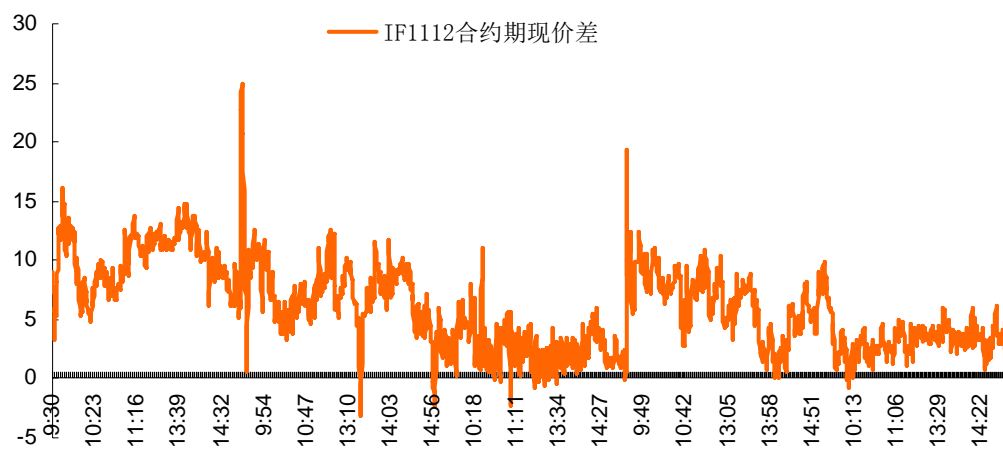


资料来源:wind、平安期货研究所

五、期现套利策略

上周主力合约 IF1112 合约期现套利机会集中出现在每日现指开盘。我们统计 IF1112 合约上周期现价差区间：上周均值为 2.32 指数点，最大值为 20.25 指数点，最小值为-3.81 指数点，价差整体波动率为 23.68，较前一周有所上升，但价差点位小概率保持在资金成本至上（5 个指数点）。我们分析认为，目前期现套利机会有所减少，可考虑在特定事件出台时进行期现套利操作（如 12 月 1 日的 PMI 数据公布时间）。（袁斐文）

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

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>