

闪转腾挪，应对波动

内容摘要

美国上周公布的重要经济数据均表现不佳，国内短期内货币政策仍有加码的可能。美国上周公布的重要经济数据均表现不佳，导致市场避险情绪急速升温，推动黄金等避险资产价格一路上扬。周 A 股市场受外围不确定因素影响较大，沪深两市均表现疲软。国内方面，上周二发行的 1 年期央票、周四发行的 3 月期和 3 年期央票利率均大幅上涨，银行间同业拆借短期利率上扬，短期内货币政策仍有加码的可能。

市场预期方面，上周股指期货市场 IF1111 合约净多持仓占比在后半周出现明显下降的动作，且下降的速度较快，表明主力持仓机构对后期看法出现了较为明显的改变。现在市场主力持仓机构对后市预期由谨慎偏多转为偏空，本周上半周期指市场下跌预期将影响市场整体走势。

欧债惊魂略定，警惕美债危机重现。从技术面上看，上证指数临近 60 日线，预计本周将下破，配合整体市场多头人气的萎缩来看，下调行情或将在上证 2450、IF2650 一线寻找支撑。不过，我们仍然维持周线级别反弹行情的预判，未来或还有 1-2 周的再次上冲的机会，**操作上，或可根据市场情况在本周下半周或下周进行轻仓低吸。本轮上涨预计的最终高点将在上证指数 2650、IF 指数 2900 左右。**

在期现 Alpha 套利上，目前分段上沪深两市处于反弹下跌波段，可关注周期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；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：随着市场流动性的恢复，期现套利可操作性大幅增强。日内期现价差在开盘实现出现套利机会较多。上周价差点位波动区间为 [-30, 30]。上周正向套利的开仓最佳价差为 10 个点，平仓的价差为 0 个点，设止损点位为总资金的 2%。上周正向套利成本控制 在 0.85% (8 个指数点位，约 2400 元) 以下均可获得正收益。

✍: 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、过犹不及，掌握节奏——股指周报 10 期
2011. 11. 07
- 2、顺天时之变，按节律而行——股指周报 09 期
2011. 10. 31
- 3、寻底之路，步步为营——股指周报 08 期
2011. 10. 24

一、本周宏观要闻

外围市场: 本周欧美股市依然剧烈震荡, 欧洲方面意大利债务危机升级, 融资成本上升, 其国债收益率上升至近 15 年高位, 将这个欧元区第三大经济体推到了欧债危机的风口浪尖。从目前的局势来看, 意大利很可能步希腊后尘引发一系列连锁反应, 这也将短期内使市场避险情绪进一步升温。美国方面, 最新数据显示美国 9 月新增就业人数 19.1 万人, 显示美国就业市场短期内有所回暖。

表 1-1: 外围市场资讯与数据

类别	内容
外围资讯	希腊总统府 11 月 10 日正式宣布, 希腊各政党领导人已同意前欧洲央行副行长帕帕季莫斯出任新政府总理, 领导新临时政府, 直至提前选举。希腊总统府发布声明称, 新政府将落实与欧盟达成的 1300 亿欧元救助计划。希腊总统帕普利亚斯发布公告, 新政府将最早于北京时间周五(11 月 11 日) 20: 00 宣誓就职。
	美国经济仍远逊于期望值 11 月 10 日, 美联储(FED) 主席伯南克表示, 由于高失业率, 美联储最优先的政策目标是在提振经济增速的同时尽可能地创造就业。他称, 美联储预估充分就业率在 5%-6%, 但美国经济远未达到该水平。伯南克表示, 美联储的另一个职责是控制通胀形势。他指出, 通胀看似正在回落, 料可保持在接近美联储目标的水平。就目前形势来看, 美国经济仍远逊于期望值, 信贷还未恢复正常。
	欧盟委员会(European Comission) 公布欧盟 27 国及欧元区 17 国经济预估。欧盟委员会将欧盟 2011 年 GDP 增长预期从 1.8% 下调至 1.6%, 将 2012 年增幅预期从 1.9% 下调至 0.6%, 预计 2013 年 GDP 将增长 1.5%。预计欧盟通胀率在 2011 年为 3.0%, 2012 年为 2.0%, 2013 年为 1.8%。欧盟委员会将欧元区 2011 年 GDP 增幅预期从 1.6% 下调至 1.5%, 将 2012 年增幅预期从 1.8% 下调至 0.5%, 预计 2013 年 GDP 将增长 1.3%。预计欧元区通胀率 2011 年为 2.6%, 2012 年 1.7%, 2013 年为 1.6%。
	11 月 9 日, 美国抵押贷款协会(MBA) 公布的数据显示, 美国 11 月 4 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数上升 10.3%, 至 734.3。当周 MBA 抵押贷款购买指数上升 4.8%, 至 183.1; 抵押贷款再融资活动指数上升 12.1%, 至 3967.5, 创下一个月以来的最高水平。数据显示, 当周 MBA30 年期固定抵押贷款利率下降 9 个基点, 至 4.22%。再融资申请占总抵押贷款活动比例升至 78.6%, 前一周为 77.1%。
	法国公布 70 亿欧元增税减支计划 11 月 7 日, 法国政府公布未来一年时间里提高税收和削减支出的计划, 计划总额为 70 亿欧元(约合 96 亿美元)。法国政府将通过提高增值税的方式筹集 18 亿欧元(约合 25 亿美元) 资金, 所得税和财富税的相关措施将带来 17 亿欧元(约合 23 亿美元), 提高大型公司 11 和 12 财年某些税收的计划则将在未来两年时间里每年创造 11 亿欧元(约合 15 亿美元) 收入。

资料来源: WIND、平安期货

国内市场：国家统计局公布的数据显示，10月CPI同比上涨5.5%符合市场预期，伴随着翘尾因素影响的减小，及主要农产品价格和原材料价格的趋稳，CPI下行趋势已基本确认。11月8日，中国人民银行在公开市场发行100亿元1年期央票，发行利率为3.5733%，较上周的3.5840%下降了1个BP，这也是09年7月以来1年期央票招标利率的首次下行。虽然调整幅度不大，但从历史经验来看，央票发行利率的调整具有持续性。这或许标志着紧缩货币政策或已开始松动。

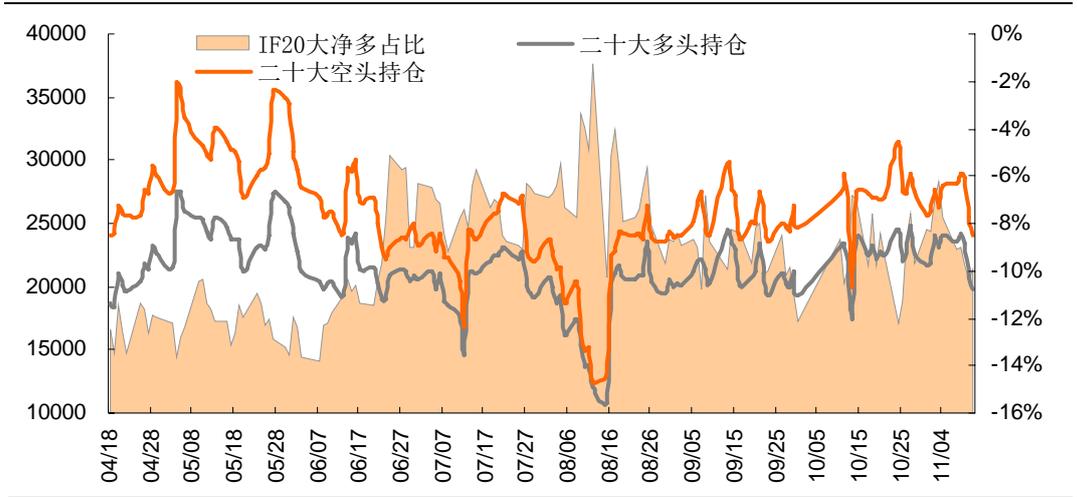
表 1-2: 国内市场资讯与数据

类别	内容
国内资讯	央行称民间借贷具有制度层面合法性 11月10日援引央行有关负责人的话称，民间借贷具有制度层面的合法性。只要不违反法律的强制性规定，民间借贷关系都受法律保护。如果违约，可以协商或通过民事诉讼的途径解决。
	媒体11月9日援引中国证监会有关负责人的话称，证监会将出台政策，要求拟上市公司和已上市公司明确红利回报规划，包括现金回报方案和分配决策机制。据悉，这一政策将在IPO公司中首先执行。
	小产权房等违法用地严禁登记发证 国土资源部11月9日召开通气会，全国农村集体土地的确权登记发证工作目前已完成70%-80%，力争在明年年底前基本完成。会上再次强调，城镇居民在农村购置宅基地、农民住宅或“小产权房”等违法用地，不得登记发证。对于不依法依规进行土地确权登记发证或登记簿规范造成严重后果的，严肃追究有关人员责任。
	一年期央票发行收益率逾两年来首次下滑 中国人民银行网站消息，央行于周二（11月8日）以价格（利率）招标方式发行了2011年第八十六期央行票据，票据期限1年，发行量为100亿元，价格96.55元，参考收益率3.5733%，较上周下行1.07个基点，为28个月以来的首次下降。此前该收益率已连续十一周落在3.584%水平上。
	八部委出台文件助推中小企业创投基金 科技部联合财政部、银监会等8部委日前共同出台《关于促进科技和金融结合加快实施自主创新战略的若干意见》。根据《意见》，要扩大科技型中小企业创业投资引导基金规模，综合运用阶段参股、风险补助和投资保障等方式，引导创投机构向初创期科技型中小企业投资，促进科技型中小企业创新发展。

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 IF1111 合约净多持仓占比在后半周出现明显下降的动作，且下降的速度较快，表明主力持仓机构对后期看法出现了较为明显的改变。从市场存量资金及流量资金比来看，整体较上周未出现明显变化。但从该比率结构来看，上周出现了较为明显的反向变动。在 11 月的第一周，我们观测到的数据表明，市场流量资金增幅明显，存量资金下降较为明显，在市场单边反弹的预期下，各主力持仓机构加大多头单边投机资金。但该情况在上周出现较为明显的变化：期指市场成交额出现明显下滑，持仓量也不断降低。但值得注意的是在上周下半周内，市场持仓量有所反弹，表明短期内主力机构对后市的看法在上周临近周末时逐渐明确。

从持仓结构来看，期指市场主力持仓中，我们根据历史持仓数据对应行情变化整理后分析发现，主力持仓机构中：国泰君安、中证期货、海通期货及华泰长城仓位多为证券套保持仓；浙江永安及光大期货均为投机为主，且光大期货在投机方面不及浙江永安激进；另外，中粮期货从 10 月底开始较大概率采用股指期货与商品期货进行跨品种对冲，持续建仓股指期货空头。结合本周以上各主力持仓机构持仓变化，我们分析认为，现在市场主力持仓机构对后市预期由谨慎偏多转为偏空，本周上半周期指市场下跌预期将影响市场整体走势。（袁斐文）

图2-2: 成交额下降

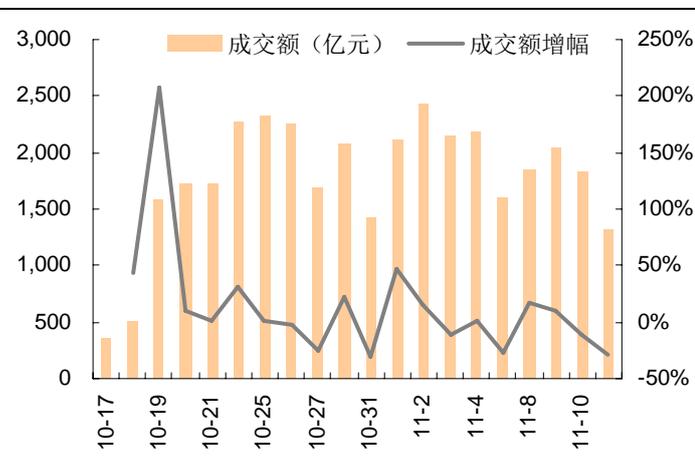
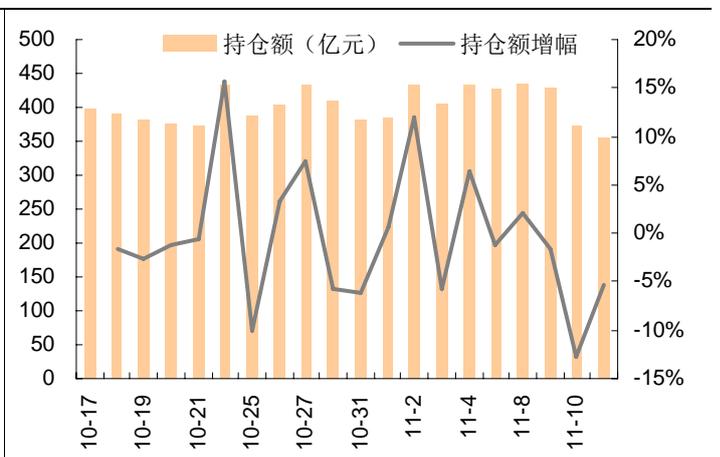
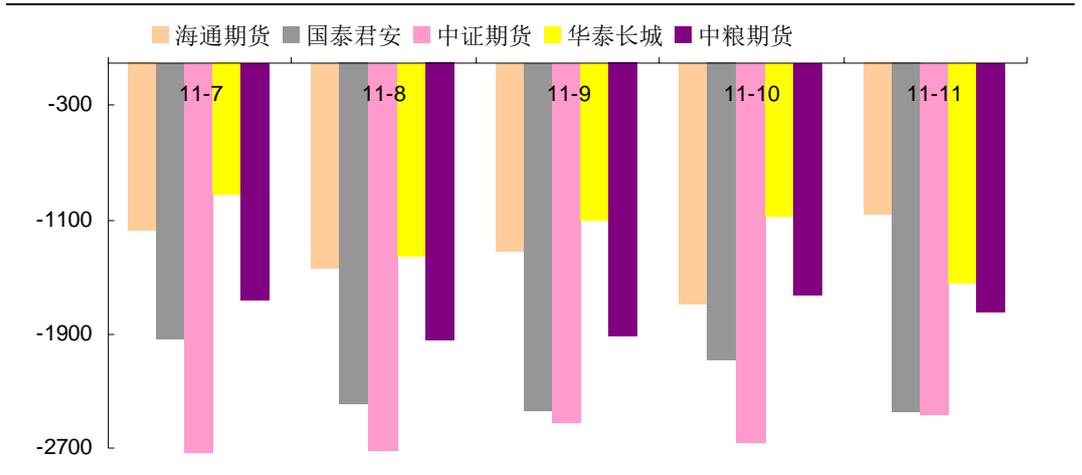


图2-3: 市场流量资金减少极为明显



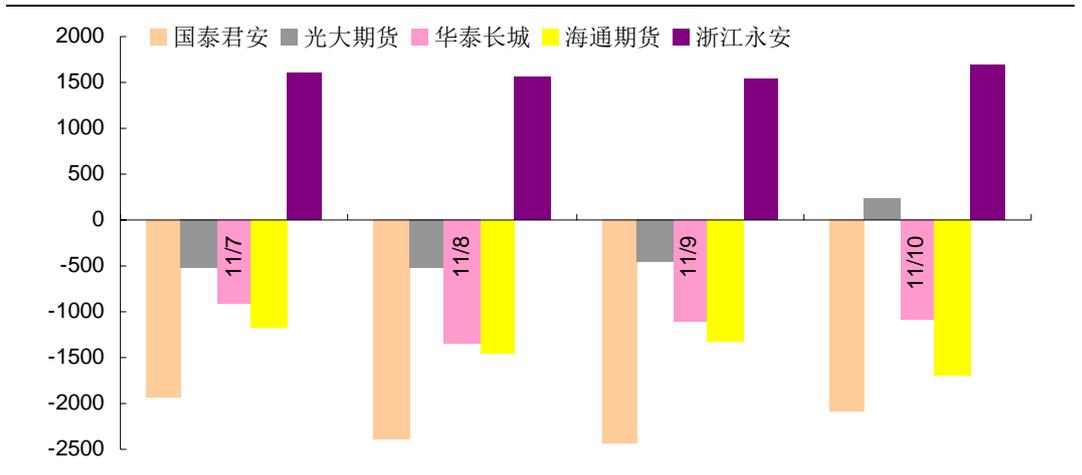
资料来源:WIND、平安期货研究所

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

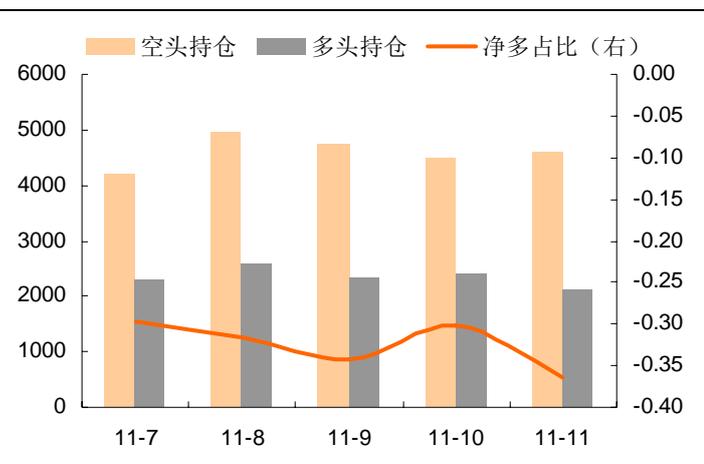
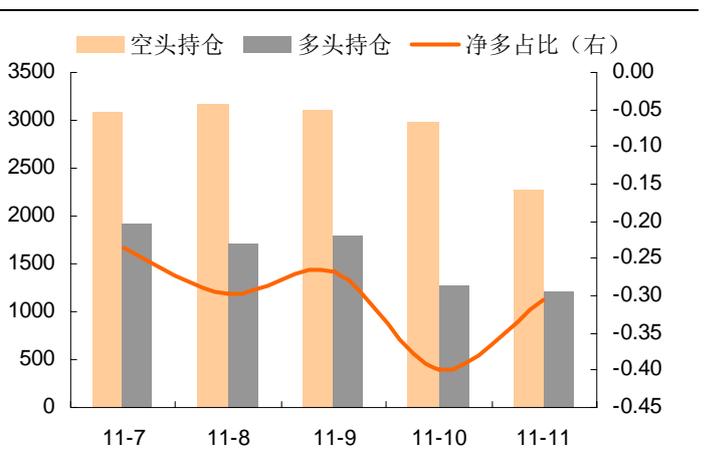


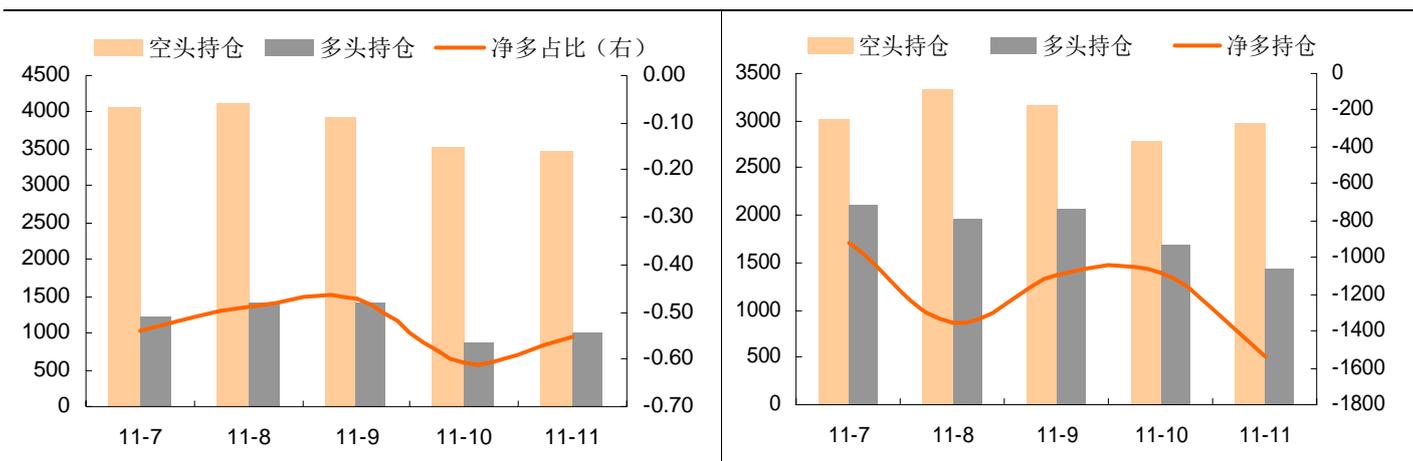
图2-7: 海通期货持仓过程



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

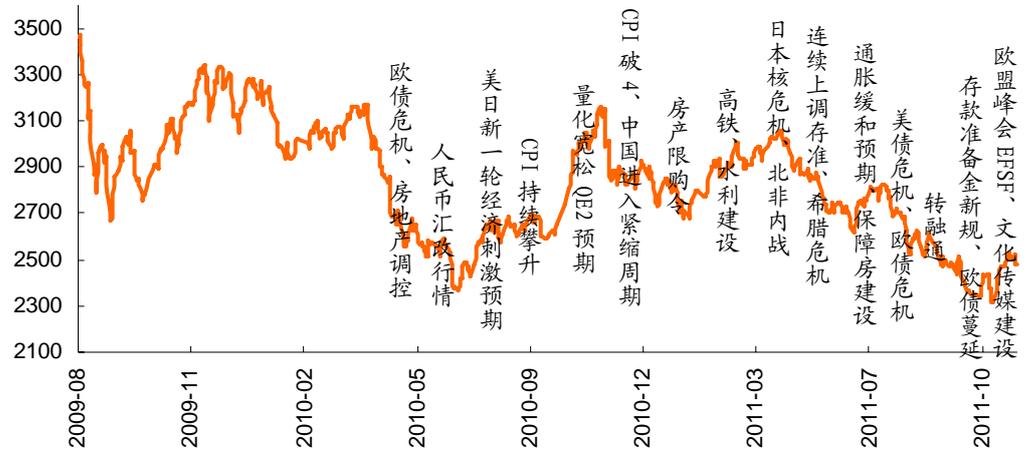
1、欧债惊魂略定，警惕美债危机重现

上周，前欧洲央行副行长帕帕季莫斯宣誓就职希腊新总理，同时，意大利参议院批准了债务削减法案，意大利总理贝卢斯科尼在强大的政治压力下在法案通过后宣布辞职。曾任欧洲联盟执行委员的68岁经济学家马里奥·蒙蒂被正式任命为总理，负责组建过渡政府。随着两大欧债国家的政局稍稳，欧债危机的炒作有望告一段落。

不过，全球空头势力并未放弃左右市场焦点，美债问题重浮水面。在今年8月美国总统签署了提高美国债务上限和消减赤字法案，该法案包括提高美国债务上限至少2.1万亿美元，在10年内消减赤字2万亿美元以上。但该法案分两部分执行，第一部分先提高债务上限9000亿美元，消减赤字9710亿美元，并已经获得批准，而第二部分批准的最后期限11月23日的大限即将到来，美债危机的炒作也即将再度上演。

国内方面则相对偏乐观。11月11日，央行公布信贷数据显示，10月份人民币贷款增加5868亿元，同比多增175亿元，远高于9月份的4700亿元，信贷定向放松迹象已现此外。对于货币政策的转向，我们根据历史经验，上周给出以下三个印证的前提条件：目前，3年期央票利率、1年期央票利率都已下调，下一个印证条件是下调中小银行的存款准备金率。预计四季度因新增外汇占款回落、公开市场到期资金明显减少，在年底有望下调准备金率。

图2-1: 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，上证指数临近 60 日线，预计本周将下破，配合整体市场多头人气的萎缩来看，下调行情或将在上证 2450、IF2650 一线寻找支撑。不过，我们仍然维持周线级别反弹行情的预判，未来或还有 1-2 周的再次上冲的机会，操作上，或可根据市场情况在本周下半周进行轻仓低吸。本轮上涨预计的最终高点将在上证指数 2650、IF 指数 2900 左右。(李斌)

图2-2: 上证日线图：上证受压中轨回落，短暂调整之后，预计未来仍有再次上涨机会



资料来源:平安期货研究所

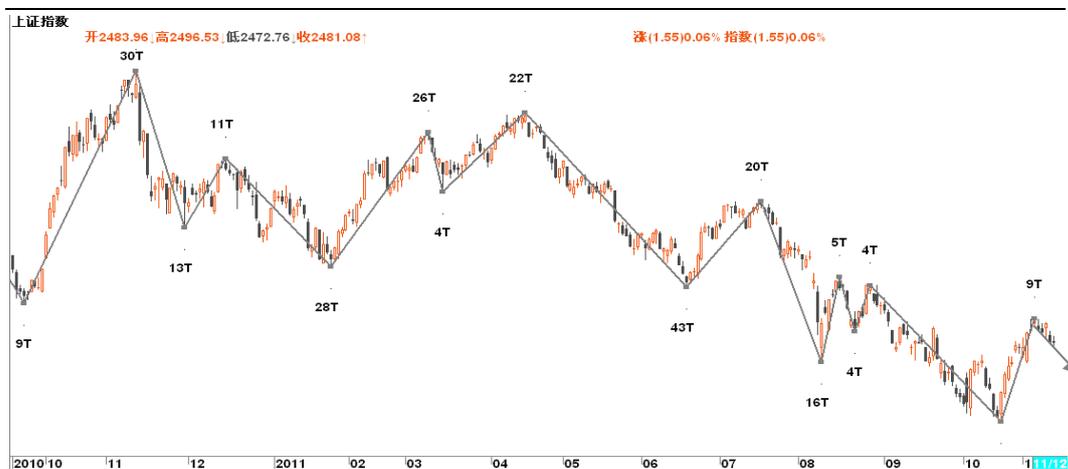
2、自动波段划分

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2-4: 上证指数日线行情级别分段



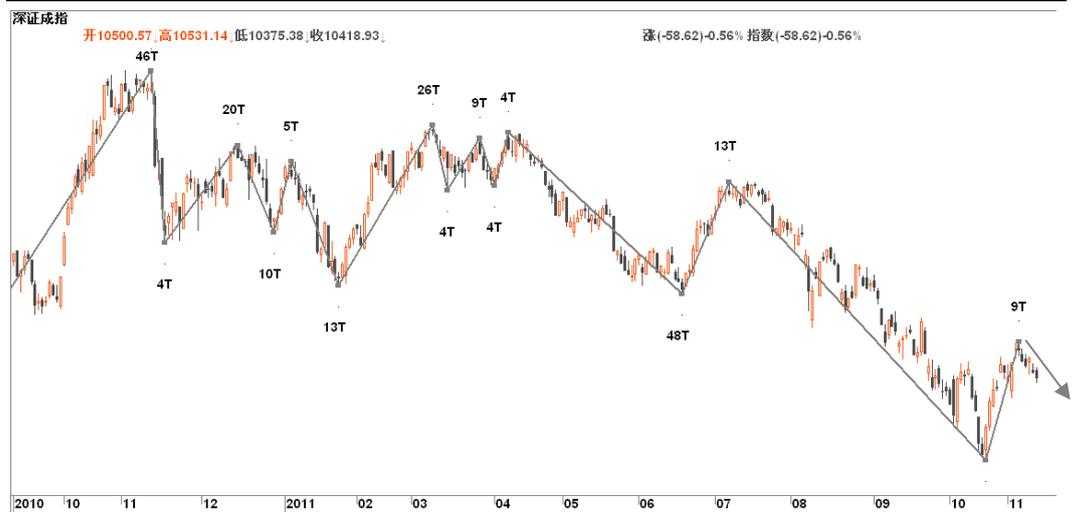
资料来源: 平安期货研究所

表 2-1: 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. 24	9天	上涨
2011. 11. 24-至今	——	下跌

资料来源: WIND、平安期货研究所

图2-5:深圳成指日线行情级别分段



资料来源:平安期货研究所

表 2-2: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

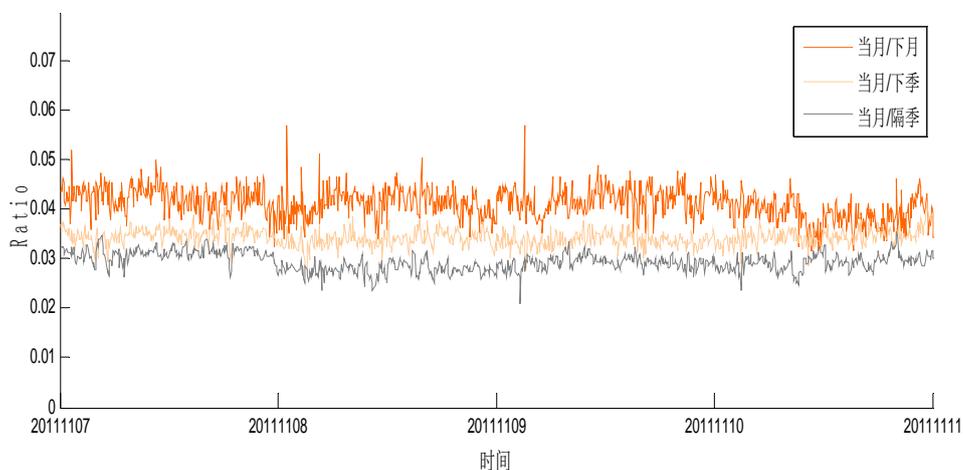
综合第一节的研判,以及本节的波段划分,我们认为,目前分段上沪深两市处于下跌波段,因此在期现 Alpha 套利上,可关注周期性板块的超额收益机会。(李斌)

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。

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

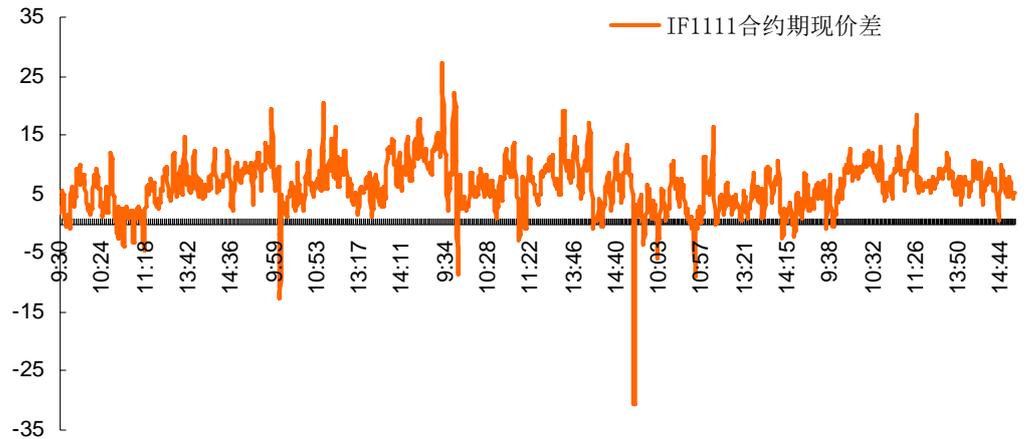
图2-2: 当月合约与其他各合约日均利率 (2011. 08. 04-2011. 11. 04)



资料来源:wind、平安期货研究所

五、期现套利策略

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

上周 IF1111 合约期现套利仍存较大空间，随着市场流动性的恢复，期现套利可操作性大幅增强。日内期现价差在开盘实现出现套利机会较多。上周价差点位波动区间为[-30, 30]。分布图表明，上周正向套利的开仓最佳价差为 10 个点；采用均值回归策略，则平仓的价差为 0 个点，设止损点位为总资金的 2%。该策略上周正向套利成本控制在 0.85%（8 个指数点位，约 2400 元）以下均可获得正收益。（袁斐文）

图5-2: 1分钟价差相对高点分布

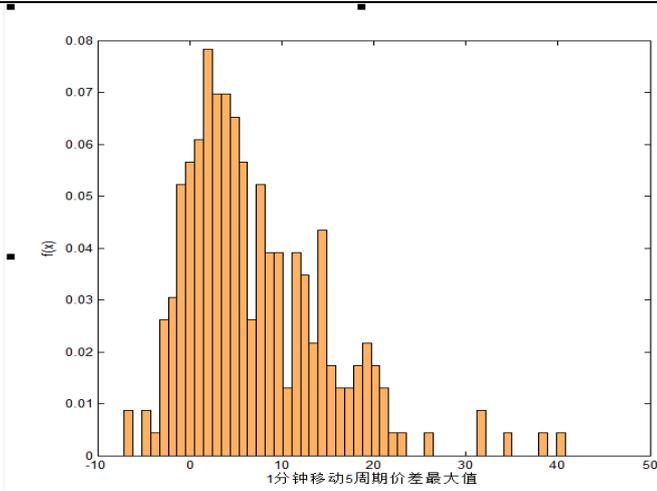
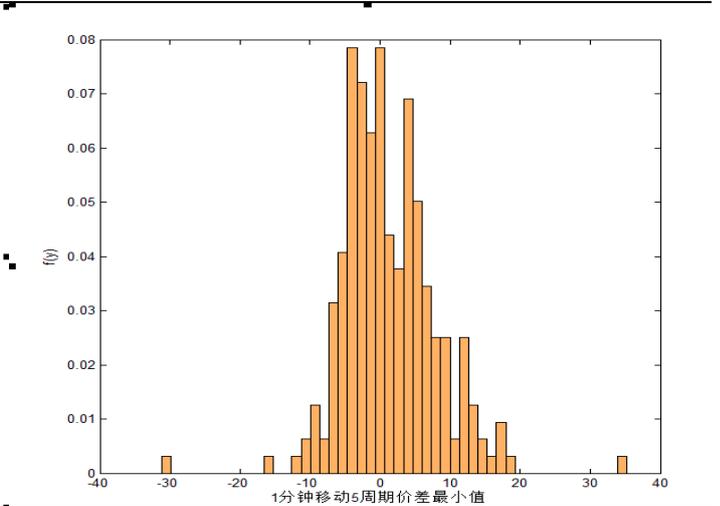


图5-3: 1分钟价差相对低点分布



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>