

期指：2011 年可能先扬后抑

摘要



席卫东

股指期货分析师

从业资格证： F0249000

☎ 025-84787995

✉ xwdnj@163.com

🌐 www.neweraqh.com.cn

南京航空航天大学博士，10 余年股市操作经验。历经港股上市和 A 股借壳上市工作，曾与境内外投行、律师事务所、会计师事务所一起工作。有从事 PE 研究和工作的经验。

- ◆ 2010 年行情简要回顾：上半年中国经济是世界上较好的，股市却是世界上主要市场中表现最差的。房价调控政策没有将房价打压下来，却使房地产股不断走弱，进而带动重板块走弱，为股指期货贡献了不少力量。重启汇改后，人民币升值，外资热钱流入，加上通货膨胀等因素使股指期货出现上涨，但严重的通货膨胀使国家开始调整货币政策由宽松向稳健转变，股指期货再次下跌，中国经济与股市关系再次背离。
- ◆ 对 2011 年行情从几个方面论证行情可能先扬后抑。从技术分析，c 浪下跌结束，将开始新一轮上涨且筹股权重股存在补涨机会。根据通胀及所跟随的货币政策分析，股指期货及股市将先涨后跌。人民币升值导致股指期货上涨，随着人民币升值预期开始减弱，热钱将逐步流出，导致股指期货回落。美元震荡走弱，为 A 股 2011 年初创造了走强条件。
- ◆ 2011 宏观经济政策对行情产生影响：收入上涨预期助涨股市、股指期货；房地产调控将打压股指期货；2011 年上半年通胀上行压力将继续；宏观调控导致 GDP 开始回落；2010 年总体货币投放开始呈现回落，2011 年市场活力将主要来自热钱及现有市场资金，行情的力度将取决于热钱流入量和速度；过去利率上调周期，恰对应股市上涨周期，目前又进入了利率上调周期，也许又对应了股市上涨周期。

期指：2011 年可能先扬后抑

2010 年即将过去，期指做为本年度一个新推出的期货品种让人刮目相看，不仅成交量迅速成为市场各品种最高，甚至超越了上证 A 股，而且走势常常引领 A 股和其它各期货品种。2010 年期指暴跌暴涨，2011 年走势恐怕又将出乎众多机构预料之外。

明年期指的走势很可能是一种先扬后抑的走势，本文将通过对 2010 年行情的回顾来逐步分析 2011 可能的走势。

一、2010 年回顾

2010 年 4 月，期指出现后，A 股行情出现了不同以往规律的走势，自从 4 月期指一上市，边带着 A 股走出了连续下跌不反弹的行情，期间技术分析、估值分析等纷纷失效，技术指标连续低位钝化，中国经济是世界上较好的，可是股市却是世界上主要市场中表现最差的。

在今天的中国经济中，“房价”是无论如何也避免不了的关键词。以“国十条”、“国五条”为代表的一系列房价调控政策带着万众期待的目光投入到房地产市场之中。调控政策没有将房价打压下来，却使房地产股不断走弱，进而带动相关金融等权重板块走弱，为股指期货贡献了不少力量。

融资融券的推出也许给市场带来了更大的波动。

2010 年 6 月后，中国人民银行重启汇改，在此之后，人民币兑美元已经累计升值超过 3%。汇改带来了人民币升值，也吸引外资热钱流入，同时带来一轮上涨的行情。

通货膨胀是 2010 年最引人关注的经济现象，物价大幅上涨，尤其是农产品大幅上涨影响到了国计民生。通货膨胀带来 CPI 快速上升，加上其它一系列因素使期指走上震荡上升道路，但严重的通货膨胀使国家开始调整货币政策由宽松向稳健转变，先后 6 次上调存款准备金和两次加息，期指和 A 股再次下跌，成为 2010 年度世界排名倒数第三的市场，沪指跌幅仅次于深受欧债危机影响的希腊和西班牙，但同时中国 GDP 上升到世界第二，官方数据显示，中国经济规模从今年第二季度起超过日本，日本第二季度的 GDP 总值为 1.28 万亿美元，而中国的二季度 GDP 为 1.33 万亿美元。中国经济与股市的关系再次背离。

2010 年期指上市后，A 股大幅下跌和上涨的次数增多了，也印证了年初在年报《2010 年资本市场很难保持平稳》中对 2010 年行情的部分预测：2010 年的资本市场将很难平稳，也许上涨将超出任何理性分析，下跌也将使人心有余悸。

二、2011 年行情预判

对于 2011 年行情，私募和券商 2011 年策略报告的主流观点是“前低后高”。很多机构给出了上证 2600 至 4200 点的区间走势，那么对应期指大概在 2700 至 4600 点位置。根据以往规律，市场走势往往和大多数机构预料相反，不出意外 2011 年的走势也将如此。对于 2011 年走势，本文从下面几个方面论证行情可能先扬后抑。

(一) 技术分析

A 股市场自从 11 月 12 日下跌以来，到目前已经走出 a 浪下跌，b 浪反弹，c 浪下跌的走势，c 浪下跌随时会结束，一旦 c 浪下跌结束，将开始新一轮上涨。再者，外围股市基本都在上涨，A 股与国际市场的背离最终会得到修正。而中国 A 股市场有一个规律，就是上涨周期中所有的板块都会轮番上涨一遍，而此次绩优蓝筹股还没有像样的表现，未来存在它们补涨的机会，年底这段时间，绩优蓝筹个股时不时有活跃的迹象，绩优蓝筹股一般都是权重股，一旦它们出现行情，那么对期指将有很大的推升作用。



图 1 上证指数 k 线图

（二）通胀对股市及期指的影响分析

目前，通货膨胀仍然是现实经济的一个主要现象，研究通胀走势及其所蕴含的宏观经济信息，对判断股市和期指未来趋势很重要。未来半年内，通货膨胀路径与货币政策取向是市场关注的重要变量。控制通胀的政策其实是在以经济增长减速换取价格水平的稳定。当前的宏观经济背景，对宏观政策的制定构成了现实的挑战。一方面，通货膨胀压力与货币信贷紧缩影响着流动性的供求平衡；另一方面，这又难免抑制实体经济总需求的增长，从而影响周期性行业的盈利前景。虽说国家已经开始调控，但现在已经使用的调控还处于早期阶段。

2011 年物价形势可能是物价在明年第一季度将从目前以居民物价拉动为主转向以工业品物价拉动为主的通货膨胀，工业品物价上升，主要来自在劳动力成本和进口原料成本双重压力。

通货膨胀，直接牵动着宏观调控政策，也直接反映宏观经济运行状况，还直接影响投资者预期和股价估值，通货膨胀可以成为判断股市趋势的一个基本关注点。通货膨胀及其预期影响着股市的每一个阶段。

在通胀的初期，适度的通胀对股市具有很强的助涨作用。这个阶段在 2010 年 7 到 11 月份已经体现。由于温和的通胀刺激了经济增长，而经济的增长又推动了股市的上涨；同时由于通胀是流通中的货币增多，因此必然有一部分货币会流入股市，引起股市资金增加，需求扩大，从而推动了股市上涨；另外在物价全面上涨的情况下，上市公司的资产也相应增值，必然引起公司股票价格的上涨。

2010 年 10 月 CPI 为 4.4%，创新高，标志着通胀进入高涨阶段。在通胀的高涨阶段，过度的通胀对股市具有较强的抑制作用。因为高通胀造成企业高成本，从而使上市公司经营困难，公司股票下跌；高通胀必然引起宏观调控政策发生逆转，直接触发中央银行紧缩性的货币政策反应，管理层不断推出治理通胀的从紧政策，从而制约了经济发展，也对股市的资金面产生收缩性影响。通胀所触发的紧缩性货币政策反应，在紧缩银根、减缓货币信贷投放的同时，也会提高利率，进而对股市行情产生系统性的不利影响。造成股市的下跌；同时高通胀造成实际的负利率，会促使银行利率不断上调，造成企业资金紧张和股市资金困难，从而引起股市下跌。通胀所释放的宏观经济失衡信号，会加大投资者对经济前景的不确定性，使其对股市行情的预期可能发生逆转。2010 年 11 月 11 号以后的股市走势已经印证了这个道理。

目前存款准备金已经在历史高位，银行系统拆借利率（隔夜）创了历史新高，估计存款准备金进一步调整空间已经被大大的压缩，从货币角度而言治理通货膨胀将以加息为主，由于刚加息两次，表明才刚进入加息周期不久，由于加息有利于银行等金融股，A 股中金融板块又是权重最大的板块，当进入加息周期的

初中级阶段，会推升金融等绩优蓝筹板块上涨，此时即便是大多数 8 类的股票不涨，2 类的股票也能将指数推升到一个较高的位置，同时加息还会促使热钱流入，因而期指后续在近期调整结束后会进入一个上升期。而在加息周期的后期，A 股才会引领期指走入下跌周期，因而明年的期指走势可能先扬后抑。

历史上很多大股灾来临之前，都有明显、持续性的货币政策紧缩现象。历史地考察通胀与股市兴衰之间的关系，可以发现西方主要国家的通胀对股市行情产生了显著性的不利影响。第一次世界大战结束后，当战时遗留的通胀得到治理时，美国、英国和德国的股市随之出现了趋势性的上涨。由于德国经历了历史罕见的恶性通胀，股市的复苏回升也较英、美大为滞后。二战后的 60-70 年代至 80 年代初，美国和英国经济的“滞胀”问题突出，通胀长期居高不下，股市低迷不振，而德国的通胀水平较低，股市表现则好得多。以美国为例，在 1963-1983 年间消费物价指数年均增长 6.1%，而同期道·琼斯 30 种工业平均指数年均名义增长率只有 2.6%。显然，股指在扣除物价上涨因素之后的实际增长值是负数。20 世纪 80 年代初以后的 20 多年中，曾经长期困扰世界经济的通胀问题逐步得到了有效控制，美、英、德三国的股市均出现了长期的趋势性上涨。特别是美国，90 年代初进入了所谓的“新经济”时代，经济曾经出现了长达 10 年的“低通胀、高增长”黄金期。

在通胀下滑的初期阶段，由于通胀仍处于较高的位置，其对股市的负面影响依然存在。同时，由于管理层担心通胀出现反弹，因此继续实施从紧的治理通胀的政策，这也会引起股市继续下跌。所以明年后半部分的期指调整时间会比较长。

在通胀连续下滑触底回升阶段，股市上涨。这是由于通胀率较低甚至出现负通胀现象，一方面因市场疲软，促使宏观调控政策发生由紧向松的转变；另一方面，由于名义利率与实际利率出现较大的空间，促使银行利率不断下调。但这个再次上涨的过程可能要到后年了。

明年通胀压力依然很大，在当前经济尚未过热的情况下，通货膨胀就已达到了 5%，不仅食品价格还有走高迹象，而且各地出台的工资倍增计划也是通胀的主导力量之一。政府明年政策“微调”将十分频繁，从外观上看将表现为既要保增长，又要控制物价，不会有贯穿始终的一致性的行为，所以中国 2011 通胀将处在波动上升的趋势中，因而明年行情上涨的时间段和下跌的时间段很难提前较长时间预测。伴随着通胀，货币政策也会逐步收紧，加息也会一次次出现，2011 年实行稳健的货币政策，相比 2010 年没有了宽松的化币政策，等货币政策收紧到一定水平，可能很多企业贷款更难，最终逼迫某些上市公司抛股套现，这样的情况下，股市难以维持单边上涨。再就是国家很可能继续大规模 IPO，新股分流增加，造成市场大规模抛售，致使股市和期指下跌。

（三）人民币升值预期对 2011 年期指行情的影响

2010 年 12 月 31 日人民币对美元中间价为 6.6227 元，较上一交易日（6.6229）升值 2 个基点。再次刷新 2005 年汇改以来新高。在 2010 年的最后两周里，人民币兑美元中间价实现九连涨，两个周累计升值幅度近 400 个基点，再度创出汇改以来新高，而未来升值潜力仍在。

推动人民币升值的最大推动力之一，来自于海外的政治压力，纵观全年，人民币对美元中间价累计升值 2054 个基点，升值幅度超 3%，走出了一波毫无悬念的单边升值行情。自 6 月 19 日开始至 8 月 9 日，人民币兑美元汇率升势明显（从 6.83 升至 6.76）。8 月中旬至 9 月初，人民币汇率勉强的进行了一次调整，兑美元汇率曾一度降至 6.8，在这期间日本政府出手干预日元汇率等。这大大降低了外汇市场对人民币的关注度，人民币的升值压力暂时缓解。

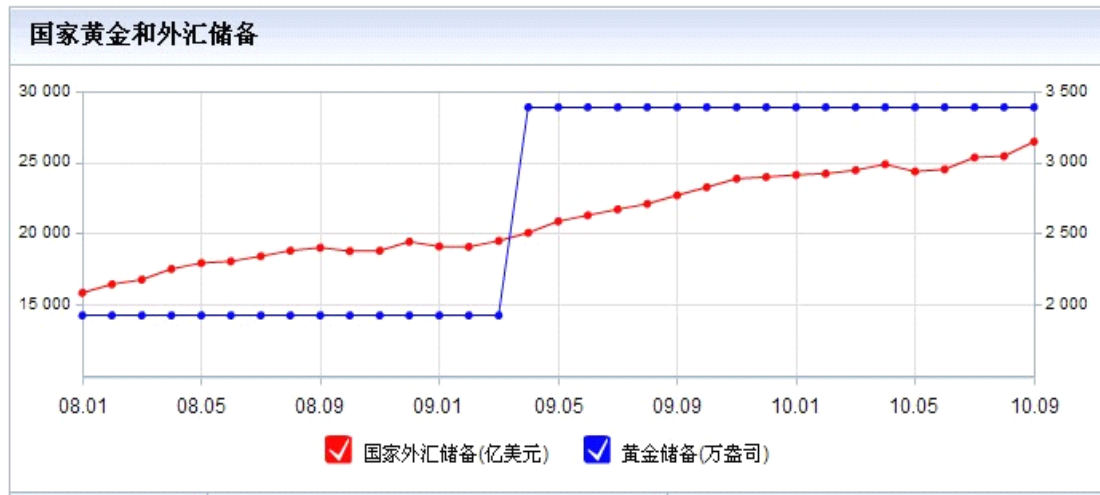


图 2、国家黄金和外汇储备走势图

摘自东方财富网站宏观经济数据

从上图可以看出，我国的外汇储备和人民币升值是同步的，反映出外资随着人民币升值持续流入，至今并没有流出的迹象，未来这种流入的趋势仍将保持，这些外资最终是要撬动股市等资本市场，在人民币升值结束前，可以确定指数将逐步震荡上升。

央行在抑制通货膨胀过程中采取的紧缩政策很大概率会持续到 2011 年末，人民币的供应量将进一步收缩。随着利率的上升，持有人民币的收益会提高。除了国际贸易，非贸易外汇流动在国内又受到严格的管制，这种情况下人民币的需求量将远远大于供给量，汇率进一步上升的趋势性条件已经具备。

中国目前进入加息周期，又会促进本币升值，同时，美联储的第二轮量化宽松政策也逼迫人民币升值。2010 年人民币对美元升值幅度达到 3%，明年可能会达到 5%。市场人士预计，为了在维持经济增速的同时抑制通胀，确保经济稳定、可持续地增长，2011 年人民币升值的幅度或超出预期。

“稳妥有序推进人民币资本项目可兑换”的提法已经被中国人民银行和国家外汇管理局提议写入中央的“十二五”规划建议之中

人民币升值会打击中国的实体经济，但是会对虚拟经济有利，会有大量国际热钱因人民币升值预期涌入中国，国际资金总是偏好流向币值有升值潜力的地区，过去我国台湾与日本股市都曾在货币升值的背景下造就资金面推动股市的大行情。此外，国际资金的流动还与升值预期水平有关，预期的提升会吸引更多的海外资金进入中国，为金融系统带来充足的流动性，股市和楼市等虚拟财产会受到追捧，由于楼市在高位，此时又受政策调控，因此股市将会更多受益。人民币升值利好金融，金融板块的权重作用会提振期指。所以在当前人民币升值预期最强时期，期指上涨意愿增强，但随着后面人民币升值预期开始减弱，热钱将逐步流出，导致期指回落。

（四）国外美元因素对 2011 年行情的影响

美元在 2010 年末再次开始走弱，这为 A 股 2011 年初创造了可能走强条件。美国想转嫁危机中的自身的巨额债务，开足马力大印美钞，美元还有逐步走低的可能，所以，较长时间内美元走低的趋势，恐难改变。一般情况下美元指数走跌，股市可能会上涨。但美国还想要保持世界霸主地位，从目前不稳定因素分析 2011 年美元指数更可能会跌跌涨涨，走一波振荡行情，所以股市可能会跟随震荡。既然美元不是在走长期下跌行情，那么股市就很难一直看涨。

三、2011 宏观经济政策对行情的影响

(一) 收入上涨预期助涨股市、期指

据悉，国家“十二五”规划初步确定，“十二五”的城乡居民收入年均增速目标为 7%，与经济增速 7% 的年均目标一致。此前，中央在关于“十二五”规划的建议中就提出“努力实现居民收入增长和经济发展同步”一致。

不过，在地方陆续确定的“十二五”规划发展目标以及 2011 年发展目标中，经济增速与城乡居民收入增长一致的并不多，地方确定的经济增速目标往往比城乡居民收入增速目标高 1-2 个百分点。近日，江苏、广东、山西、湖南、山东烟台等 10 余省市的“十二五”规划建议中，都提出实施收入倍增计划。随着收入的增长，往往伴随着物价上涨，相应资产也将上涨，股价会有上涨，也就是说，“十二五”期间，市场将会有波动上涨的机会，一般工资的上涨会从年初开始，那么 2011 年初，收入上涨预期也对市场有助涨作用。

(二) 房地产调控效果对股指作用

2010 年末，总理、副总理、住建部都对房地产调控表态，要调控见效果。尽管前面调控都未见效，但总有一次，狼真的会来。

后续地产政策，最重要就是房地产价格到底能不能跌下来，如果不跌，打压政策会继续出台，那么拉动内需刺激经济增长或者复苏都会很困难，而且，房地产股及金融股都会继续受压，股指也难大幅上涨。反之，如果房地产价格回落，后续打压政策就可能放缓，价值已经低估的地产、金融板块在长久受压后就会出现有力度的反弹，期指也将获得推升。但不管今年能否调控下房价，最终房价都会有较大幅度下跌的时候，那时股指也会相应下挫。

保障房建设政策，将使相关行业即使在房价下跌的基础上，也将保持正常运行。

(三) 宏观经济走势及影响

中国股市行情还不是预示宏观经济运行的有效先行指标，但宏观经济状况日益成为决定其行情演变的基础。中国经济增长的动力源于工业化、城市化、国际化以及产业和消费结构升级。目前阶段从经济增长的驱动力来看，我国经济保持较快增长的前景并没有发生任何根本性的改变。



图 3 CPI 走势图 摘自金融界网站宏观经济数据

从 CPI 前 11 个月的走势可以看出，上升趋势依然保持，由于 2010 年年末物价加速上涨所带来的惯性因素以及春节即将到来，拉高物价的动力依然充足。再者全球持续的流动性泛滥，中国劳动力成本进入上升通道和一些产品减产导致供给紧张等因素存在，前期影响物价上涨的因素依然未被有效消除，2011 年上半年通胀上行压力将继续。



图 4 GDP 走势图 摘自金融界网站宏观经济数据

GDP 从 2 季度开始回落，这与宏观调控有关，以降低发展速度来稳定物价，在发展与控制通货膨胀中寻找平衡。



图 5 货币投放量走势图 摘自金融界网站宏观经济数据

2010 年总体货币投放开始呈现回落，实际上，尽管 2010 年已经开始实施货币逐步收紧政策，这也导致去年总体行情偏弱。2011 年已经确定稳健货币政策，那么市场的活力将主要来自热钱及现有市场资金，行情的力度将取决于热钱流入量和速度。来自国内的现有市场资金主要投击活跃于小盘题材股，推升不了多少指数，而一旦热钱在加息及人民币升值的刺激下大规模流入，将推升占权重大的绩优蓝筹股，300 指数将出现大幅上涨，期指将会出现大幅攀升。

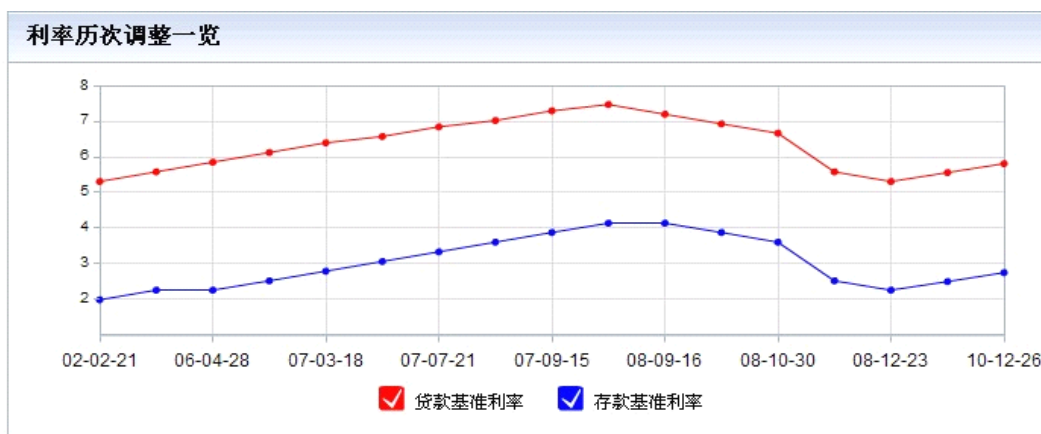


图 6 利率调整走势图 摘自东方财富网站宏观经济数据

上图是利率调整图，从图中发现一个规律，那就是在 05 年至 07 年底是利率上调周期，恰对应股市上涨周期，而 07 年底至 08 年底是利率下调周期，恰对应股市下跌周期。目前又进入了利率上调周期，是否又对应了股市上涨周期呢？从目前来看，真有这种可能，权重最大的金融板块得益于加息利好，目前又在底部，又是热钱首选的便于大资金进出大市值绩优蓝筹，确实具备向上爆发的潜力。

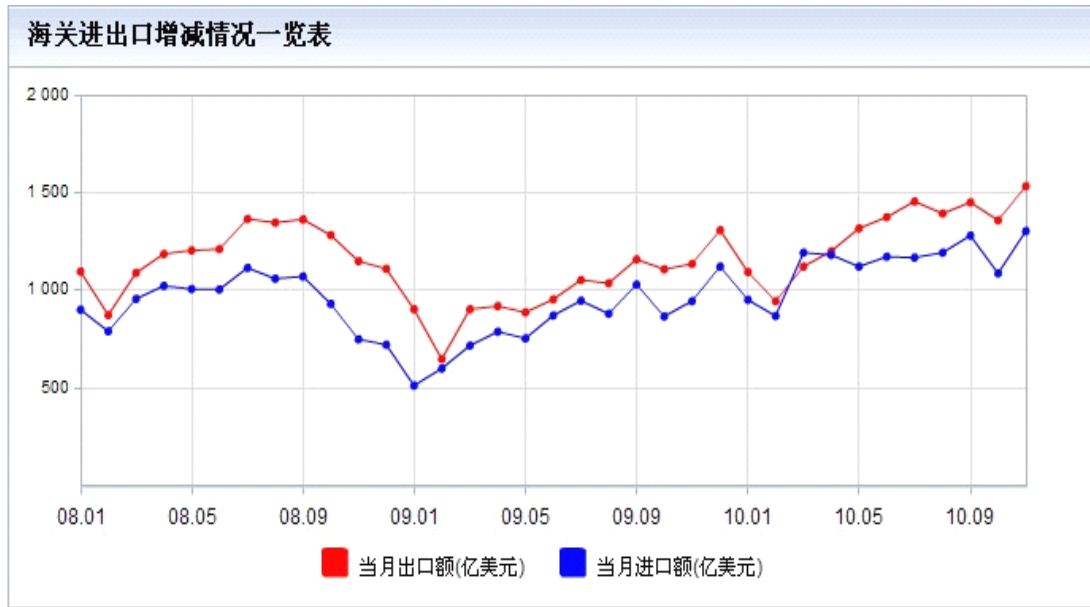


图 7 海关进出口增减情况走势图 摘自东方财富网站宏观经济数据

从上图的进出口情况可以看出，我们国家经济状况依然健康向好，中国外贸出口曾是受金融危机打击最严重的领域，如今已经恢复生机，其它领域恢复也都在进行中，所以目前资本市场不具备大幅看跌的经济基础。

四、结论

综上所述，不论从技术分析，人民币汇率分析，还是根据通胀及所调控通胀的货币政策分析，2011 年期指年初开始上涨的概率更大些，可能年中或下半年进入一个幅度并不是很大的回落周期。

2011 年一些宏观经济政策已经摆在人们面前：未来的收入倍增计划、房地产调控、通胀调控、货币投放回落、利率上调周期。这些政策将使行情产生很多变数，而政策本身也存在变数。

免责声明

本研究报告由新纪元期货有限公司撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货有限公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为新纪元期货有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

总 部

地址: 江苏省徐州市淮海东路 153 号新纪元期货大厦
电话: 0516 - 83831105 83831109

北京东四十条营业部

地址: 北京市东城区东四十条 68 号平安发展大厦 403、407 室
电话: 010 - 84263809 84263892

南京营业部

地址: 南京市北门桥路 10 号 3 楼
电话: 025-84787996 84787997 84787998

广州营业部

地址: 广州市越秀区东风东路 703 号粤剧院文化大楼 11 层
电话: 020 - 87750882 87750827 87750826

苏州营业部

地址: 苏州工业园区苏华路 2 号国际大厦六层
电话: 0512 - 69560998 69560988 69560990

常州营业部

地址: 常州市武进区延政中路 2 号世贸中心 B 座 2008-2009
电话: 0519 - 88059972 88059971 88059978

杭州营业部 (筹)

地址: 杭州市上城区江城路 889 号香榭商务大厦 7-E

全国客服电话: 0516-83831105 83831109