

**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。

期指的黎明静悄悄

内容提要：

1. 2011年上半年期指走了一波小幅先扬后抑的行情，在各种利空打压下，弱于全球其它主要市场。
2. 对2011年下半年行情，从技术分析来看，一方面横盘震荡已久，一方面接近三角形整理尾声存在脱离盘局上扬的可能。
3. 从基本面来看，目前A股市场估值处于历史底部区域，前期通胀带来的政策有调整的可能性，这将给股市带来机会。人民币升值对股市的利好尚未体现。社保资金加仓A股等资金流向给市场带来上涨的信号。
4. 收入增加对股市的推动作用将会在未来体现出来，房地产调控暂无新政出台，保障房的建设有利于多个行业。GDP在抑制通胀的政策下逐步回落引起担忧，高层暗示未来货币从紧政策可能逐步调整。在紧缩政策下，不管是财政收入还是社会消费支出，都呈现出继续上涨的态势，说明经济还是处于上升期。
5. 市场主流信号偏多，A股未来可能相对于其它市场补涨。

关键词：期指 汇率 通货膨胀 利率

2011 年上半年已经过去，过去的半年中，史无前例的密集利空给人们的印象较为深刻，每月一次上调存款准备金却保持负利率的有失均衡的货币紧缩政策、地产调控政策、天灾人祸等利空一直不断，虽然期指一季度努力震荡走高但最终仍有较大下挫，使 A 股沦为市场排名倒数。物极必反，处于历史上低估值区域的 A 股后市可能支持期指出现一个较大的上升过程。本文将通过对 2011 年上半年行情的回顾来逐步分析 2011 年后市可能的走势。

第一部分 2011 年上半年回顾

2011 年上半年，300 期指和 A 股在历史罕见的密集利空打压下，走出了一个小幅过山车行情，最终在全球主要市场排名倒数，表现为下面几个方面：

一是每月都在走高的通货膨胀，引来了国家不断加强的货币紧缩政策，尽管有加息的动作，但目前还是负利率时代，每月一次上调存款准备金使中国的银行存款准备金率不断创出令人乍舌的历史新高，然而通胀依然逐步走高，国家统计局发布数据显示，5 月份，居民消费价格(CPI)同比涨幅 5.5%，环比上涨 0.1%，预期 6 月 CPI 将达到 6.2%，这是自 2008 年 8 月以来中国 CPI 的最高水平，创下了 35 个月以来新高，这暗示通胀形势不容乐观，CPI 涨幅不断创新高，也表明单纯依靠上调存款准备金的数量手段并没有控制住物价上涨，政策效果不理想，然而，上调存款准备金却导致了流动性紧张，以至一些中小企业因无款可贷而倒闭，民间借贷达到 30%到 70%的高额年利率。不断上调存款准备金而保持负利率的政策已经引起一些专业人士的质疑，也怀疑谨慎加息政策是为了地方政府融资平台及国企等部门和单位少付利息，损害公众利益。尽管管理层解释低利率是为了抑制外资流入，但并未得到一致认可，因为有的国家利率高达 10%以上，中国即使加息，在利率方面对外资并没有吸引力。

二是房地产价格的泡沫引起了高层的强烈担忧，对房地产的调控同时也打压了股市，不断出台的调控政策数次将向上抬头的股市摁下，但大力发展保障房的政策却使相关行业板块开始企稳。

三是日本的大地震、中东的动荡局势、利比亚的战争以及中国的旱涝等天灾人祸也时不时地搅动着中国股市。

四是国际市场主要国家和地区股市震荡走强与 A 股走弱形成鲜明对照，有的国家股市已创新高，然而这一切并未带动 A 股走强，其主要原因一来我国单独采取的强力货币紧缩政策；二来新股不断以高市盈率密集发行的市场抽血行为，今年上半年的增发募集资金金额已经超过去年全年，不断增加的再融资需求对市场资金面产生了负面影响，股价跌破增发价格的现象也屡见不鲜。这一切都对政策敏感性的 A 股市场带来沉重打击。

五是大宗商品在上半年出现大幅上涨与下跌，然而对 A 股的影响并不明显。

六是人民币兑美元升值屡创新高。最近人民币对美元汇率中间价在 7 月 4 日底接近中间价报 6.4661，创汇改以来新高，后市仍有再创新高可能。对应人民币升值应该是股市走牛，但牛市至今没有出现，在二季度却是一轮较大幅度的下跌。

在许多不利因素占主导的上半年，期指出现幅度不是很大的先扬后抑，部分印证了年初在年报《期指 2011 年可能先扬后抑》中对 2011 年行情的预测。但真正的上扬可能出现在下半年，市场压抑已久的低估值终究会导致物极必反的上升行情。

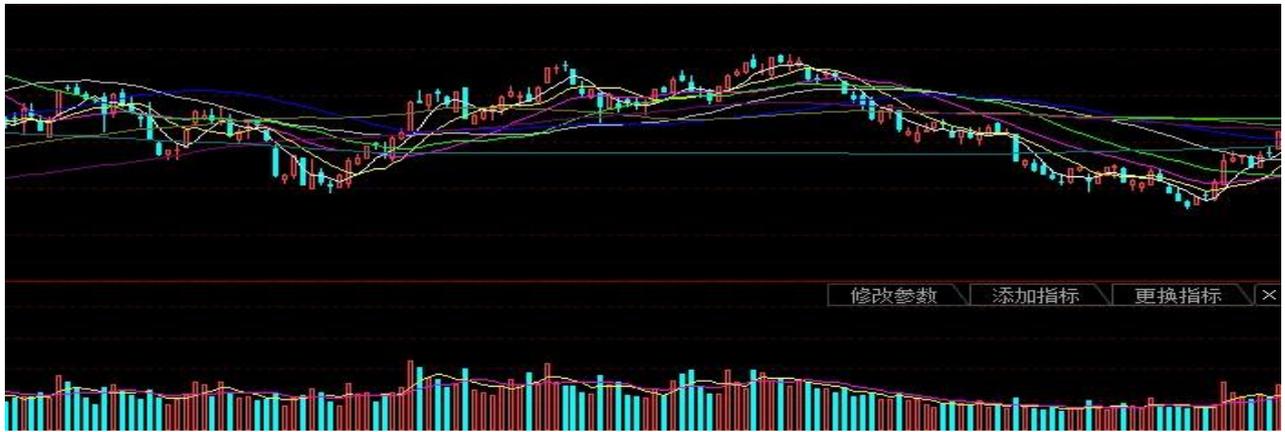
第二部分 2011 年下半年行情预判

对于 2011 年下半年行情，本文从下面几个方面论证下半年可能有上扬行情。

一、技术分析

沪深 300 指数目前处于一个长期横盘震荡的底部区域，而且开始拐头向上，同时温和底部放量，再者，外围主要股市大多强于 A 股许多，A 股与国际市场的背离最终会得到修正。如果从更长的时间点来看，目前处于三角形整理的末端，具备向上突破的可能性。

图 1 沪深 300k 线图



资料来源：

二、基本面分析

(一) 估值分析

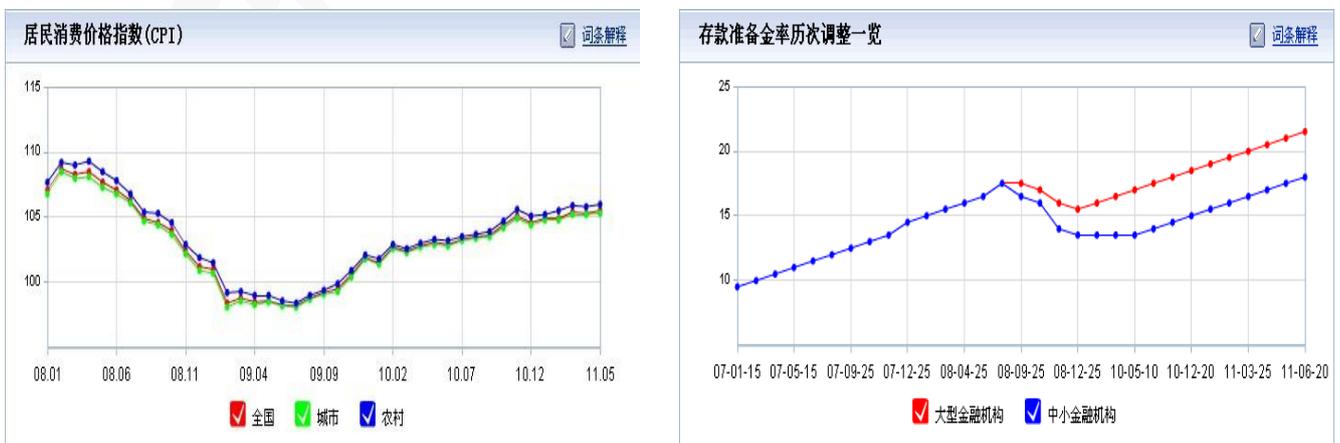
6 月份 A 股平均市盈率已经处于 15 倍多些，在 A 股历史上，几次底部区域都是 15 倍左右。最低 12 倍多，所以目前处于相对安全的底部区域。

(二) 通胀对股市及期指的影响分析

2011 年年报已经阐述了通胀对股指的影响，上半年通货膨胀仍然呈现不断走高态势，国家的宏观调控强度也在逐步加码。

2011 年第一季度物价形势是以居民物价拉动为主，而后工业品物价拉动也开始强劲，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。二季度工业品价格出现大幅回落震荡，但居民消费物价依然持续走高，见图 2。

图 2 CPI 和存款准备金调整走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

从 CPI 过去几年到今年 5 月的走势可以看出，CPI 高位运行且上升趋势依然保持，由于全球持续的流动

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，前期影响物价上涨因素的有效消除还需要努力，2011 年 7 月份通胀上行压力可能得到遏制。

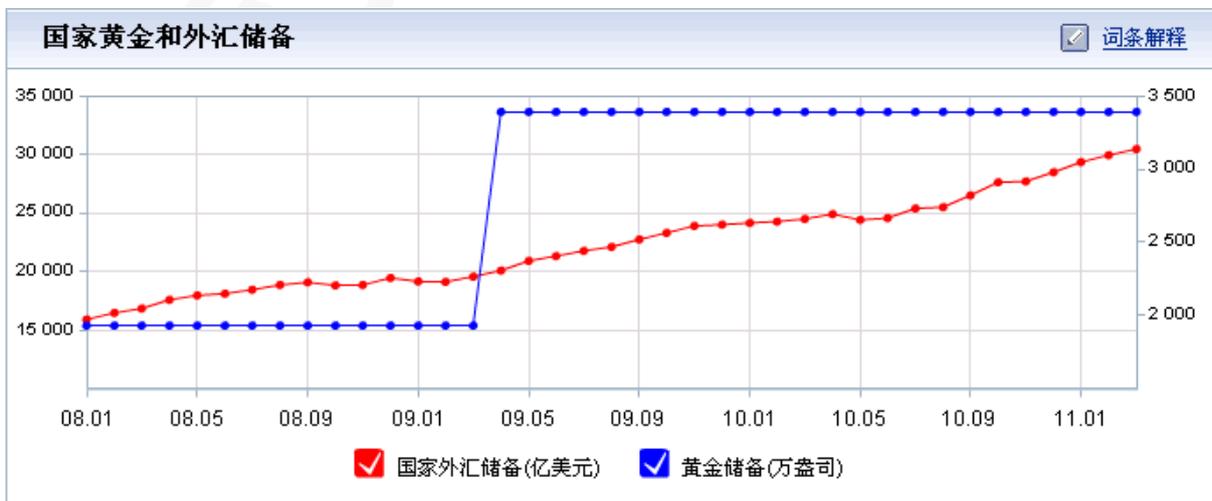
目前存款准备金率不断刷新历史新高，尽管周小川表示，适当收紧的货币政策还会持续一段时间，中国的存款准备金率不存在绝对上限，但存款准备金率高企的负面影响已经越来越明显地呈现出来，为将来的经济出现问题埋下伏笔。许多中小企业因无款可贷倒闭，民间融资利率高达 70%，高利贷盛行，融资混乱现象趋于严重，经济开始出现下滑，滞胀的担忧开始出现。而且低利率、高存款准备金率的政策越来越受到质疑，社会经济的公正被严重损害。尽管管理层解释这样做是为了在抑制通货膨胀的同时抑制外资流入，但有的国家利率高达 10% 以上，并未有外资大规模流入，我国如此低的利率就是再加息许多次也远远达不到在利息方面吸引外资的作用。相反，一些专业人士关于当前政策是为了地方融资平台和部分特权企业少付利息的观点却是无可辩驳。当前政策的确利于权贵，损害社会大众，形成了穷人补贴富人补贴权贵的社会经济现状，有违社会公正、公平，同时让弱势企业和弱势群体生存更加艰难。政策也存在物极必反的现象，当前政策已经引起社会不稳定现象出现，从目前领导人的讲话中已经透露出政策调整的信号，未来有可能逐步改变政策方向，从而使股市得以喘息并逐步企稳向上。再者，从前期的政策效应来看，存款准备金不能将投机资金收走，投机资金照样兴风作浪，反过来部分银行资金却因为低利率被挤出而加入投机市场从而进一步推高物价。未来政策方向从货币角度而言治理通货膨胀可能将以加息为主，加息已经 4 次，表明还在加息周期初期，我国上调准备金多，加息却很少，主要是担心热钱流入，也顾虑企业利益，政策显得左右为难，虽然加息 4 次但仍然是负利率，可见考虑储户利益较少，但随着全球加息周期的到来，加息会逐步多起来，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，在加息周期的中级阶段，仍会推升金融等绩优蓝筹板块上涨，能继续将指数推升到一个较高的位置，同时加息多多少少会带来一些热钱流入，因而期指可能会出现一个上升期，下半年期指可能有上扬走势。

二季度，伴随着通胀，货币政策逐步收紧，很多企业贷款更难，最终逼迫某些上市公司抛股套现，再就是国家继续大规模 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。下半年这种现象可能会有缓解。

（三）人民币升值预期对二季度期指行情的影响

2011 年 7 月 4 日人民币汇率连续 5 个交易日走高，并再创汇改以来新高，根据中国外汇交易中心公布的数据，7 月 4 日人民币对美元汇率中间价报 6.4661，较前一交易日上涨个 24 基点，这也是人民币兑美元中间价连续第五个交易日走高。自 2010 年 6 月 20 日央行宣布“进一步深化”人民币汇率形成机制改革至今，人民币对美元汇率同比升值幅度约为 5.3%。

图 3 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依然是同步的，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，下半年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，可以确定指数将出现上升行情。

央行在抑制通货膨胀过程中采取的紧缩政策仍在持续，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，汇率保持进一步上升的趋势。

中国目前进入加息周期，又会促进本币升值。2010 年人民币对美元升值幅度达到 3%，今年可能会达到 5%。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。

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而涌入中国，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。所以人民币升值早晚会推动期指上涨。

（四）美元因素对二季度行情的影响

美元前期一直走在下降通道中，最近一个月开始反弹震荡，外围股市大多在相对高位，而 A 股市场还未相应上涨，这为 A 股在下半年创造了可能进一步走强条件。

（五）资金动向对二季度行情的影响

当前期指空头主力经常出现动作不一的现象，且不时有大幅减持空单的动作，说明对未来行情已经没有十足的做空把握，股指期货空头老国泰君安仓位极高，且不像以往逢高加仓空单，说明未来可供进一步做空的账户数和资金量不会太多，如果期指上涨有可能被逼平仓空单，一旦空头主力减持空单，那么对期指向上的推动作用将加倍。

保险、基金开始增仓 A 股，而且偏重于银行等周期性权重股的增仓，一旦权重股拉升，指数将会出现较大幅度上涨。

三、政策面分析

（一）收入上涨助涨股市、期指

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”。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。目前一些城市已经上调了最低工资标准，一些单位已经上涨了工资。随着收入的增长，往往伴随着物价上涨，相应资产也将上涨，股价也会有上涨，尽管前期股市仍然保持弱势，但未来工资上涨对股市的利好效应最终会体现出来。

（二）房地产调控效果对股指作用

去年末，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，上半年下跌效果也不明显，但上涨势头已经被遏制，而且中央表态，释放“住房问题影响经济全局”及“必须解决”等政策信号，意义重大，也就是说如果房地产价格不跌，打压政策会继续出台。目前看房地产价格回落可能性较大，那么后续打压政策有可能逐步放缓，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。

如今保障房建设政策正在落实，受此影响，目前股市水泥等建材板块及建筑板块已经强势上涨，即使在房价下跌的基础上，许多行业也将保持快速发展。而且房地产企业参与保障房建设也使房地产企业获得新的利润途径。

（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。

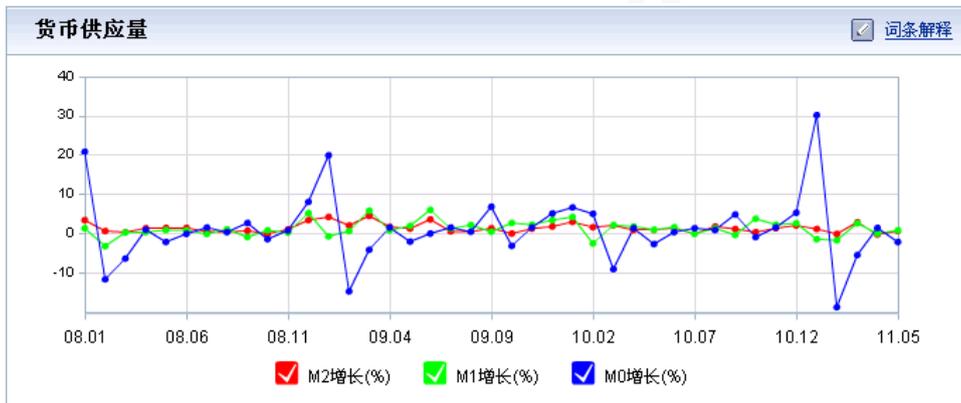
GDP 从去年 2 季度开始回落，这与宏观调控有关，以降低发展速度来稳定物价，在发展与控制通货膨胀中寻找平衡。上半年，伴随着节节高涨的通胀数据，经济减速声音随之四起，这种声音在下半年很可能盖过对通胀的忧虑。由于官方 PMI 已经连续 3 个月回落，结合各方面已经公布的四五月份数据，市场普遍预测二季度 GDP 同比增幅将弱于一季度的 9.7%。由于上调存款准备金带来的经济问题开始出现，使高层开始调高对通货膨胀的容忍度到 5% 以上，表态通货膨胀可控且已有效控制，这暗示未来政策可能由过渡从紧逐步转向，那么股指的最大压力意味着即将解除。

图 4 GDP 走势图



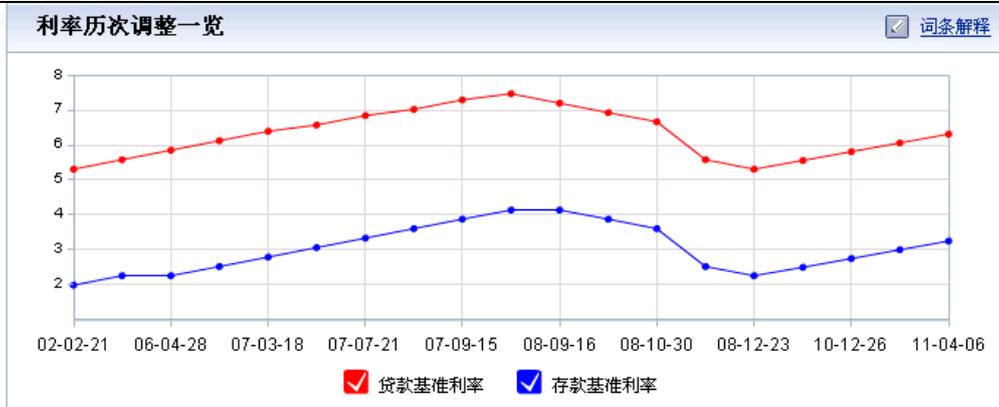
摘自东方财富网站宏观经济数据

图 5 货币供应量走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

图 6 利率调整走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

2010 年初至今总体货币投放呈现回落，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。尽管目前股指还未得到资金支持，但资金的累积效应未来将使指数出现上升行情的概率逐步加大。

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，尽管前期一直是采用上调存款准备金而不加息，但数量手段空间已经有限，后期加息手段可能会有所应用，加息有利于权重最大的金融板块，金融板块目前又在底部，又是热钱首选的便于大资金进出大市值绩优蓝筹，相对来讲存在机会，那么指数同样也存在向上的机会。

图 7 财政收入和社会消费品零售总额走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

从图 7 可以看出，在紧缩政策下，不管是财政收入还是社会消费支出，都呈现出继续上涨的态势，说明经济还是处于上升期。

四、结论

综上所述，不论从技术分析，基本面分析还是政策面分析，2011 年下半年期指向上的概率较大。2011 年一些宏观经济政策已经摆在人们面前：收入增加、房地产调控、通胀调控、货币投放回落、利率上调周期、存款准备金率屡创新高。这些政策加上一些天灾人祸使行情产生很多变数，上半年利空很多，但未来不可能永远利空密布，货币紧缩政策放缓的信号已经出来，那么一旦未来形势转暖，期指有可能进入一个上涨恢复期。