



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。

二季度仍可能蹒跚走高

内容提要：

2012 年一季度，期指前两个月上扬，3 月份开始回调，在利好偏多的情况下，期指开始前进两步后退一步方式的震荡上升。

对 2012 年二季度行情，从技术分析来看，有走出与前期下跌对称上行的可能，目前在对称回调阶段。

从基本面来看，目前 A 股市场估值处于历史底部区域，货币政策趋于适度宽松，这将给股市带来机会。各类资金已经流向或可能流向给市场带来上涨的信号。

房地产调控使投机资金可能部分流向股市。GDP 预期回落引起担忧，政策实质已经由紧缩转向适度宽松，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。预示着未来期指出现上涨的概率较大。

市场主流信号偏多：存款准备金率开始进入下调周期，经济预期问题使未来政策不再偏空等等，A 股未来可能相对于其它市场补涨。但一些压力仍存，震荡难免。所以 2012 年二季度股市及期指的走势仍将是震荡中逐波抬升。

关键字：期指 汇率 货币政策 利率

2012 年一季度即将过去，一季度来整体走势对于多头较为乐观，政策面、消息面均偏多：存款准备金连续下调且仍有下调预期、地产调控政策保持有利于对股市资金支持、国际板暂无时间表、养老资金入市等利多一直不断，虽然期指一季度存在震荡，但走高的趋势未变，A 股去年沦为市场排名倒数。然而物极必反，今年人为的利空政策结束，与国际市场严重背离、处于历史上低估值区域的 A 股后市可能支持期指有一个从萧条到逐步修生养息的复苏过程。本文将通过对 2012 年一季度行情的回顾来逐步分析 2012 年二季度可能的走势。

第一部分 2012 年一季度回顾

2012 年一季度，300 期指前两月走出了先震荡上扬的走势，3 月初开始回调，尽管在回调，但个股活跃度仍然很高，即便是期指大幅下跌时，个股涨停数量常常远高于跌停数。即便如此，A 股走势还是弱于问题频出的欧美股市，背离的修正时间看来还长。

能使期指今年摆脱去年颓势的原因主要在于几个方面：

一是高企的存款准备金的开始下调，从而表示从紧的货币政策结束，同时养老金入市等预期推动各类资金入市，甚至韩国资金都在积极介入 A 股，这些都在资金面上给予 A 股希望。通货膨胀去年 7 月份以后开始下降，国家统计局发布数据显示，到今年 2 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 3.2%，环比下降 0.1%，CPI 涨幅不断降低，同时外汇占款也在降低表明下调存款准备金的预期仍在。

二是对房地产的调控仍继续保持高压，房地产税的试点范围扩大将继续促使房价继续回落，这将使原来炒作房地产的资金被迫挤出，其中必有资金流向股市。

三是中东的动荡局势使油价高企，这对中国的经济和政策产生不利影响，使中国股市出现震荡。

四是国际市场主要国家和地区股市震荡走强，美股连创新高，但 A 股仍在底部挣扎。

五是人民币兑美元升值屡创新高，后市仍有再创新高可能。对应人民币升值应该是股市走牛，但升值时间已经很久，牛市却没有出现，牛市可能在未来欧美问题缓和以后才会出现。

六是国际版推出暂无时间表的表态使市场暂无对国际版的担忧

一季度期指震荡走高，部分印证了年报《震荡走高是主基调》中对 2012 年行情的预测。二季度的走势也许会因为包括国内外局势等各种因素的影响稍微复杂，但估计仍会震荡走高。

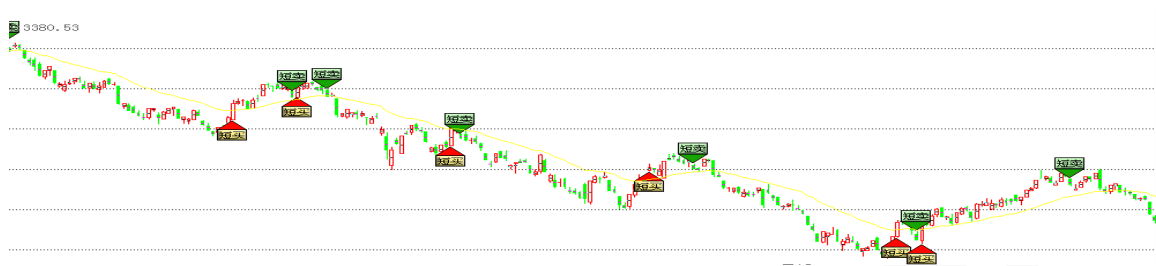
第二部分 2012 年二季度行情预判

对于 2012 年二季度行情，本文从下面几个方面论证二季度可能仍是震荡走高行情。

一、技术分析

沪深 300 指数经过去年一年的下跌，处于历史较低位置，目前可能存在走出与前期下跌对称上行的形态走势，现在似正在对称回调阶段，那么后面可能出现再次反弹，并逐波走高。同时，上次反弹的高点已经突破多条均线，回调也跌穿多条均线，再者，外围主要股市大多远强于 A 股，A 股与国际市场的背离最终会得到修正。

图 1 沪深 300k 线图



摘自投资家行情软件

二、基本面分析

(一) 估值分析

最近沪市 A 股平均市盈率接近 15 倍，深市 24 倍多，在 A 股历史上，最低 12 倍多，有两次底部区域是 14 倍多，尽管目前是反弹了一定高度，但从估值看目前仍处于相对安全的底部区域。

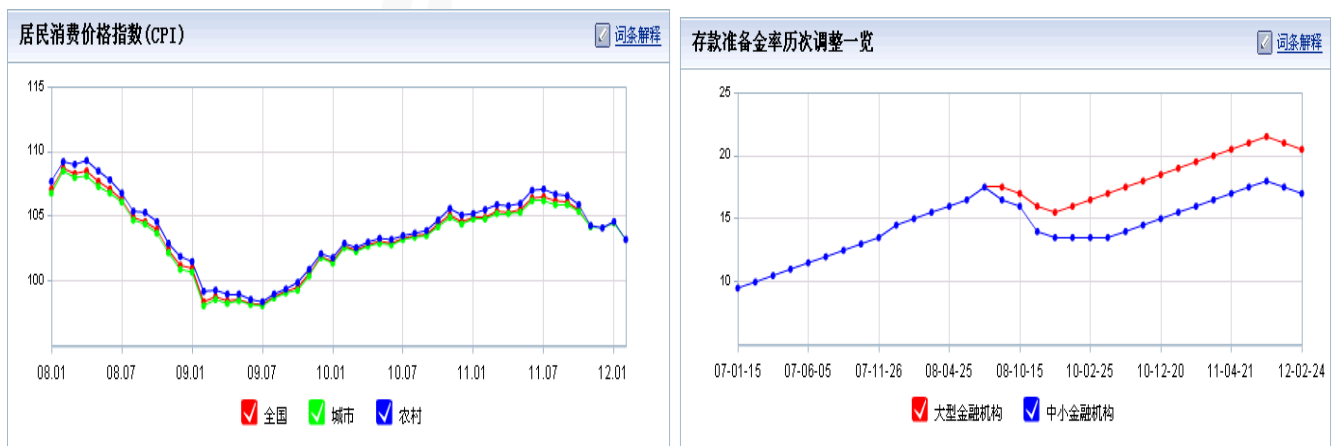
(二) 通胀回落对股市及期指的影响分析

2011 年 7 月份以来 CPI 开始回落，到 2012 年 2 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 3.2%。其中，城市上涨 3.2%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 6.2%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 3.9%，服务项目价格上涨 1.5%。1-2 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 3.9%。

2 月份，全国居民消费价格总水平环比下降 0.1%。其中，城市下降 0.1%，农村下降 0.1%；食品价格下降 0.3%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.1%，服务项目价格下降 0.2%。

尽管目前油价的高企及食品物价依然很高，但工业品价格走低往往会带动 CPI 持续走低，历史上的规律也是不管 CPI 走高还是走低，往往会持续一个周期，见图 2。CPI 的走低预期着存款准备金率可能继续下调。

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

目前存款准备金率开始进入下调周期，GDP 的预期也下调至 7.5%，目前领导人的讲话中已经透露出政策

调整的信号，未来存款准备金继续下调预期依然很强烈，这将使股市得以喘息并逐步企稳向上。由于降低存款准备金率直接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，在降准周期中，会持续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，因而期指奠定了出现一个上升期的基础，下一季度期指仍有望震荡上扬。之所以说会震荡，是由于国家继续大规模 IPO，新股分流增加，加上其它一些可以预测及不可预测的利空，会致使股市和期指下跌。

(三) 人民币走势预期对 2012 期指行情的影响

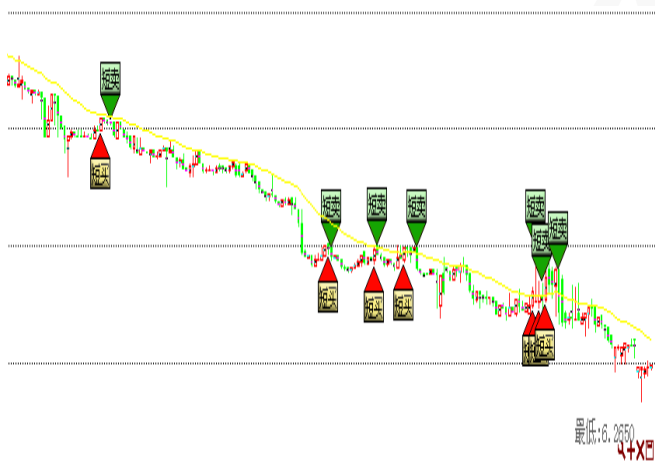
3 月 23 日人民币对美元中间价首破 6.29，中国人民银行授权中国外汇交易中心公布，2012 年 3 月 23 日银行间外汇市场人民币汇率中间价为：1 美元对人民币 6.2891 元，较前交易日中间价 6.3004 上升 113 基点。

近期人民币汇率波动幅度加剧。统计数据显示，截至 3 月 23 日，在 3 月以来的 16 个交易日中，人民币汇率中间价有多达 6 个交易日的单日波幅超过 100 基点。从相较前一交易日的波幅来看，单日波幅最大的 3 月 12 日，波动幅度高达 0.33%，已十分接近当前单日 0.5% 的涨跌幅上限。而从人民币汇率具体波动的因素来看，隔夜美元指数的涨跌，依然是左右人民币汇率宽幅波动的主要原因。

美元本身隔夜已上涨，兑美元升值意味人民币的贸易加权汇率上升 0.19%，为连续第二日大升，也为 1 月 9 日以来最高的名义有效汇率 (NEER) 水平。人民币汇率走强并非反映升值预期，而是显示了更大的双向浮动幅度，而波幅加大已在中国决策层近期的声明中有所指向，预期这很可能将持续。人民币保持双向浮动，意味市场很快就会看到其汇价转弱。整体而言，有专家预测今年人民币对美元还有升值 1.5% 至 6.2 的预期。

升值预期存在，那么就有热钱流入的可能，也就有估值走高的可能。

图 3 美元对人民币走势图



摘自投资家行情软件

图 4 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，虽然有阶段性流出，但总体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，指数一般会出现上升行情。

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

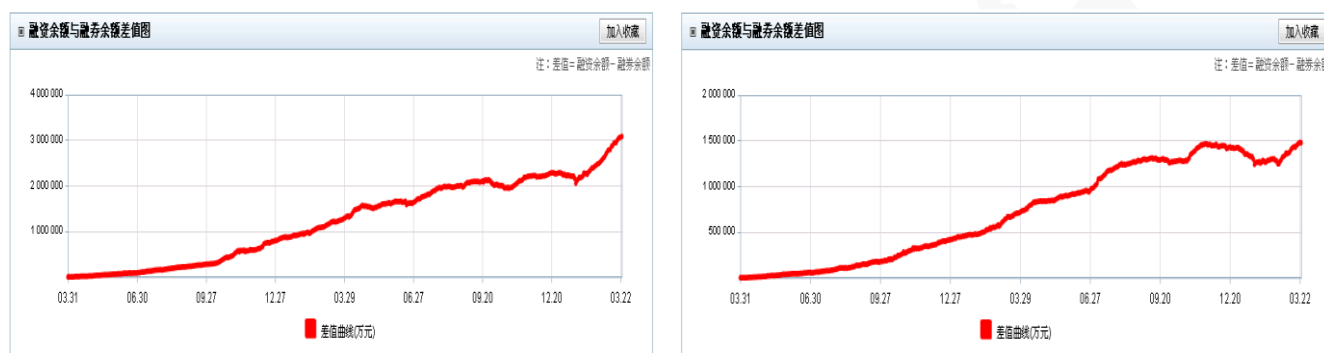
外资金进入中国，为金融系统带来充足的流动性，股市会受到追捧，由于楼市在高位，此时又受政策调控，因此股市将会更多受益。人民币升值利好金融，金融板块的权重作用会提振期指。所以人民币升值预期会推动期指上涨。

(四) 美元因素对 2012 年行情的影响

美元前期反弹到相对高位，目前在回调阶段，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 股在二季度创造了上扬条件。

(五) 资金动向对二季度行情的影响

图 5 沪市和深市融资余额与融券余额差值图



从图 5 中可以看出两市融资余额与融券余额差值不断走高，表明融资买入积极性不断提高，也说明资金进场买入量在增加。

对于期指来讲，当前期指空头主力中证期货和国泰君安的空单仓位极高，近期，期指总持仓量再度回升至 6 万手之上，三大期货公司净空单破万手，但同时也说明进一步加仓空单的力量在逐步减弱，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。

存款准备金率下调，将释放流动性，这对 A 股是最主要的资金支持。

去年保险、基金开始增仓 A 股，今年养老资金也已经确定入市。甚至韩国资金也申请投资 A 股。另外储蓄似乎有向股市搬家的迹象。

当前，多家具有全国社保基金管理资格的基金公司正紧锣密鼓地设计新的投资组合方案，内容包括权益类和固定收益类。而这两类资产均为交易类资产。值得注意的是，社保基金此番行动并非向原有组合追加资金，而是开新仓。有基金公司专户业务部门负责人称，社保基金此举意在丰富投资策略，分散风险。另一种可能是，随着广东千亿养老金委托社保基金理事会配置资金，不排除此次社保开设新的组合是为了容纳地方养老金。

从去年 2 季度开始，社保基金一路对股票投资组合加仓，根据 3 月 15 日社保基金理事会披露的 2011 年基金运营情况，社保基金投资股票的比例已经高达 32.39%，而 2011 年年底，社保基金总规模为 8689 亿元，投资股票的资产为 2814 亿元。这一比例达到了历史峰值。因此一种解释认为，社保基金理事会在此时增加新的组合是投资策略的延续。根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，社保基金投资股票资产的比重最高为 40%，据此计算，社保基金仍有 661 亿元的资金可以入市。此外，社保基金还有源源不断的资金输入。仅 2011 年，社保基金就获得财政性净拨入资金 483 亿元。其中，中央财政预算拨款 150 亿元，彩票公益金拨入 172 亿元，国有股减持收入 161 亿元。折算成可以投资股市的资金就是 193 亿元。

以上资金往往偏重于蓝筹股的投资，而蓝筹股多属权重股，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) 货币紧缩政策转变为适度宽松

2 月底央行再次下调存准率后，银行间市场资金面逐步好转，分析认为，资金面宽松的趋势在未来两个月将延续。

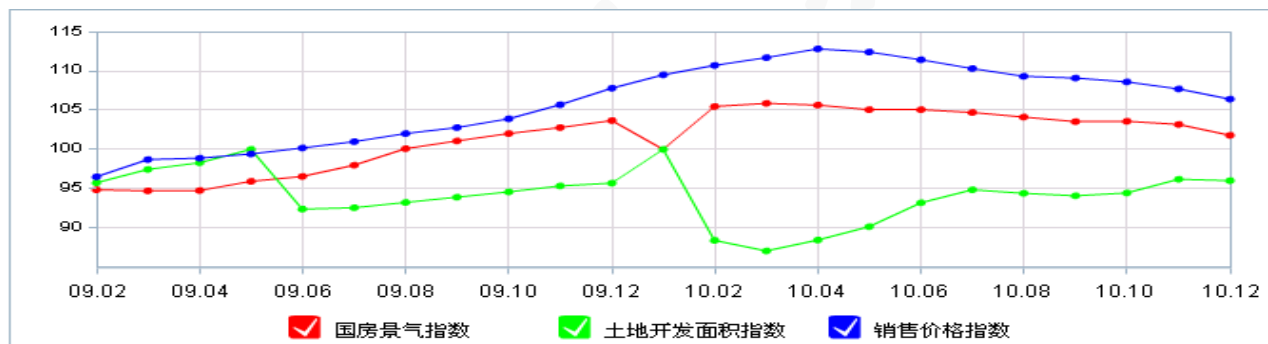
在内忧外困的情况下，12 月初，央行终于开始下调存款准备金，尽管之前一直说货币政策没有改变以及进行微调。但事实已经证明货币政策已经开始向由紧缩逐步放松。

除了 CPI 走低之外，欧美经济问题、中国经济开始下滑等等都预示着存款准备金的下调已经具备持续性。一旦进入存款准备金下调周期，那么资金将逐步流入股市，股市上涨将吸引更多的资金回流股市，从而减少其它市场的投机资金数量，从而进一步降低通货膨胀，通货膨胀的降低，将使进一步下调存款准备金有了可能，如此便形成了一个良性循环。

虽说未来政策可能会有利于股市，但现在经济开始减速又是对市场的一个压制。所以未来市场上涨的道路也将曲折，仍然可能是震荡中上升。

(二) 房地产调控效果对股指作用

图 6 房价指数走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

经过不断的房地产调控，已经有所成效，不仅成交量大幅萎缩，房价也不断下降。不同于早期房地产调控的无功而返，此次已经明显使各方看到了房价下调的压力及预期。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。今年，高层对房地产调控再次表态，要坚持房地产调控不动摇。温家宝总理讲：目前房价远未回调到合理价位。目前看房地产价格将继续回落，这样炒作房地产的资金将寻找新的出路，势必有一部分资金会进入股市，期指也将获得推升。

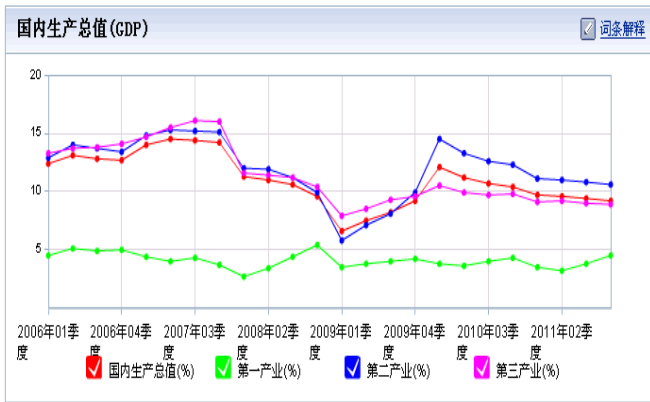
(三) 宏观经济走势及影响

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 2010 年 2 季度开始回落，官方 PMI 已经连续回落，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。未来中央将 GDP 定为 7.5，对于这一预期目标的调整，温家宝解释

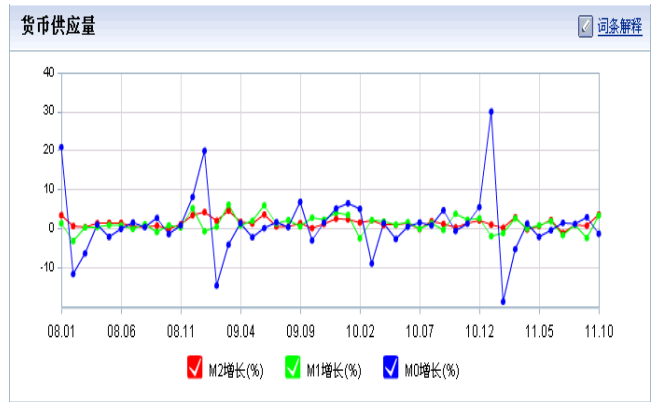
说，主要是要与“十二五”规划目标逐步衔接，引导各方面把工作着力点放到加快转变经济发展方式、切实提高经济发展质量和效益上来，以利于实现更长时期、更高水平、更好质量发展。

图 7 GDP 走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

图 8 货币供应量走势图



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。今年货币政策实际转为适度宽松，股指逐步得到资金支持，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。

图 9 利率调整走势图

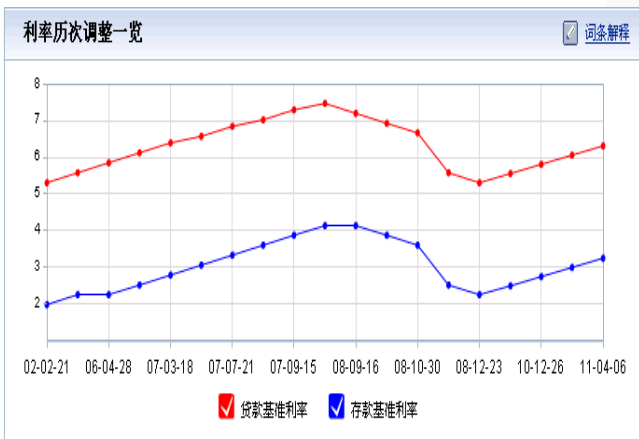
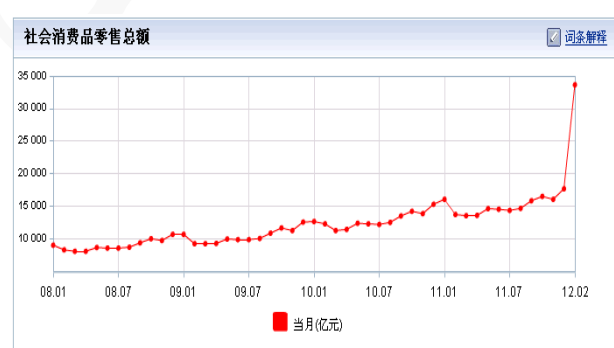


图 10 消费品零售总额走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

图 8 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。目前又对应着利率的上涨周期，尽管国外开始降息，但我国保持利率不变的可能性较大，如果外汇占款进一步降低后，可能采取的手段是下调存款准备金，而不是加息，如此更为有利于股指回升。

从图 10 至图 12 可以看出，不管是社会消费支出、财政收入还是税收收入，都呈现出继续上涨的态势，说明经济还是处于上升期。在总的趋势未变的情况下，还不能过早下结论说经济开始走下坡路。但税收收入

图 11 财政收入走势图

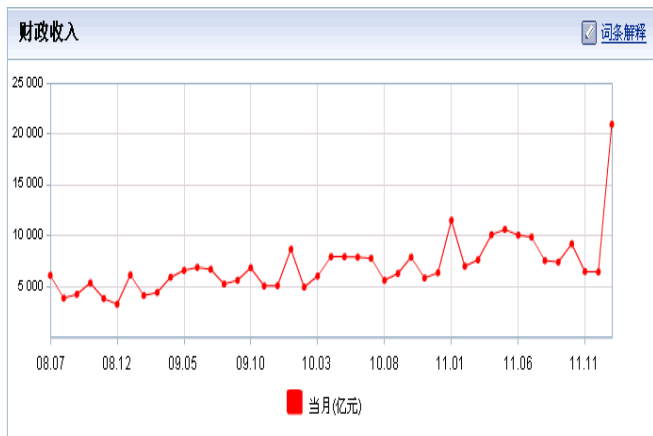
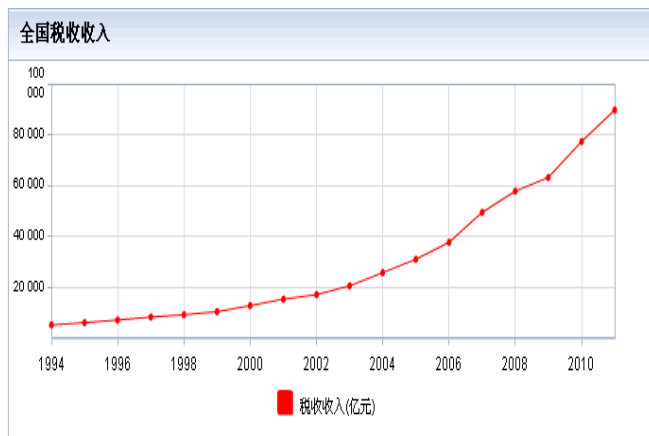


图 12 税收收入走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

增加太快从一方面讲是对经济的制约，过多的社会财富被收走，将影响发展速度。如果未来能采取减税政策，那么对经济还有推动力。

图 13 采购经理人指数走势图

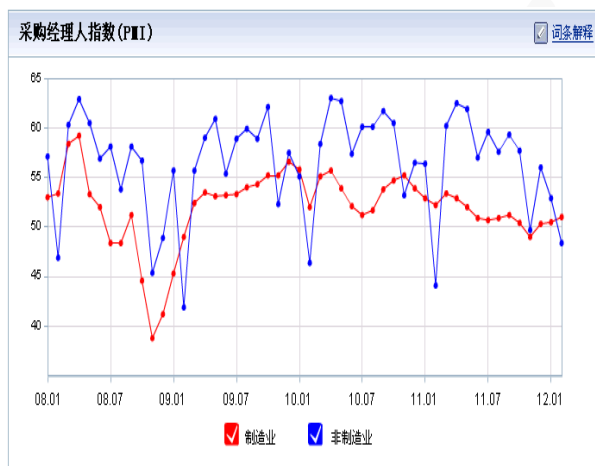
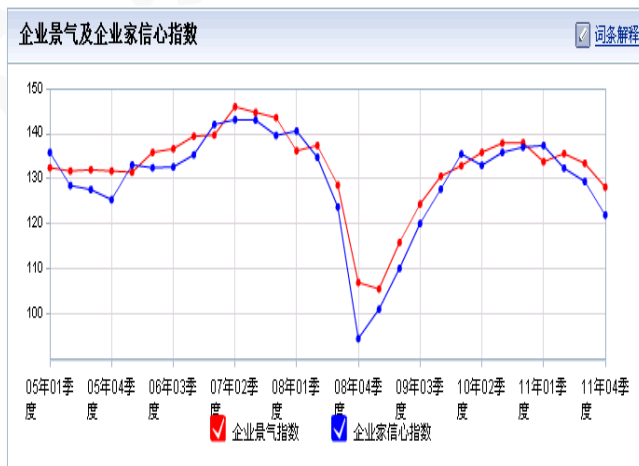


图 14 企业景气及企业家信心指数走势图



摘自东方财富网站宏观经济数据

从采购经理人指数和企业景气及企业家信心指数来看，目前都有往下的趋势，这种情况一般不会出台压制经济的政策，但同时这两个数据相对还在安全区，所以中国的经济现在并不危险，至少比欧美要强得多，这种情况下 A 股过去的走势显然已经是背离的，那么有修正的可能性，这样，就存在向上运行的可能性。

第三部分 总结

综上所述，不论从技术分析，基本面分析还是政策面分析，2012 年二季度期指继续震荡上涨的可能性较大。尤其是 A 股对于政策较为敏感，而当前的政策基本为利多：收入增加、房地产调控、存款准备金率下调、多种资金入市等等。形势已经转暖，期指有可能进入一个震荡上涨恢复期。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供了一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83731107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。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研究所，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。