



**张雷**

**金融分析师**

**从业资格证： F0264563**



0516-83831155



zlkevintop@126.com



www.neweraqh.com.cn

股指分析师，中国矿业大学数量  
经济学硕士研究生，从事股指期货  
和程序化交易研究。

## 股市量能受限，期指反弹承压

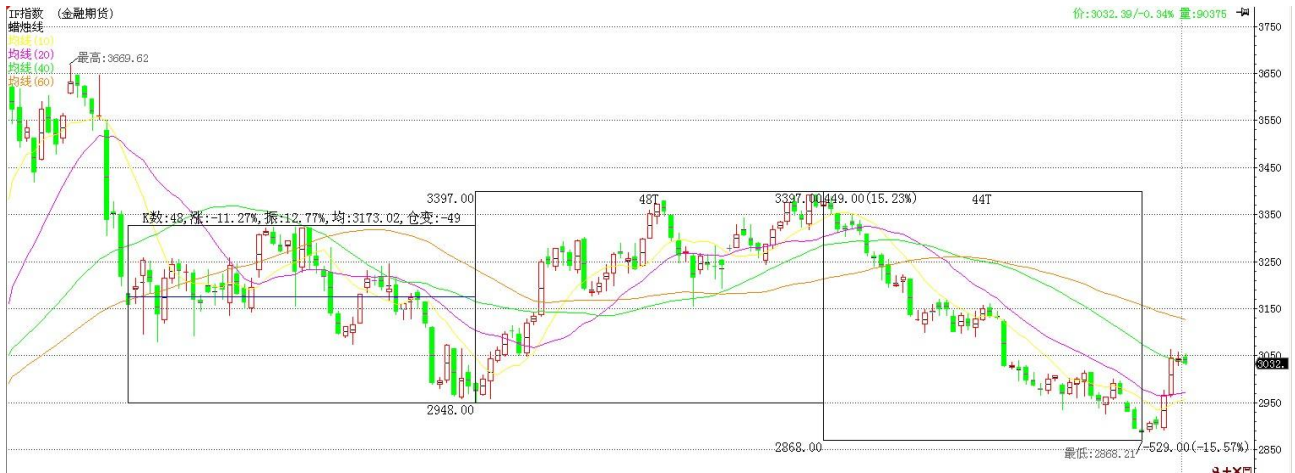
### 内容提要：

1. 股指：上半年受货币紧缩政策压制，成交量较去年同期明显下降，呈现宽幅震荡格局。
2. 美国：美元指数与 A 股市场呈现负相关，而美元指数显现十年底部迹象，美元反弹会抑制股指上扬；但短期美国经济依然徘徊在复苏边缘，美元筑底过程中，A 股或出现小幅反弹。
3. 中国：CPI 得到有效抑制，下半年或出现阶段性高点；货币紧缩政策进入观察期，给股市带来喘息的机会，市场孕育一波反弹。
4. 资金：由于货币紧缩政策，货币供应量处于阶段性低位，而上海银行间同业拆放利率持续运行在高位，市场的资金压力还十分明显。市场出现反弹但反弹高度受限。
5. 结论：欧美债务危机、新兴国家的通胀问题都给世界经济和中国的股市带来不确定性；国内面临着经济的转型、经济增长方式的转变，房地产行业 and 银行地方政府的债务问题也增加了股市的变数。总体来说，股指期货下半年冲高回落的概率较大，运行区间在 2600-3400 之间。

**关键词：股指期货 美元指数 宏观调控 资金**

## 第一部分 上半年行情回顾

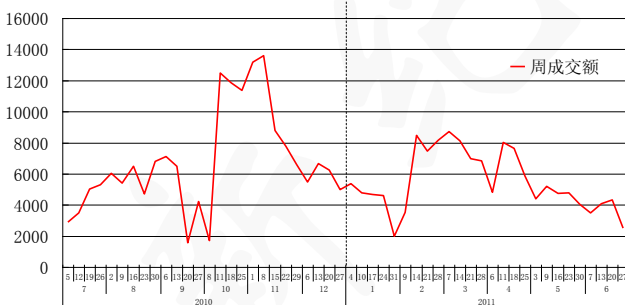
图 1-1. IF 指数日 K 线图 (2010 年 10 月 26 日—2011 年 6 月 28 日)



资料来源: 新纪元·经典期货版

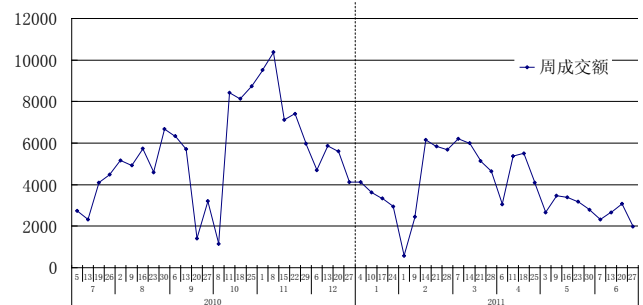
2011 年上半年, 股指期货没有大的行情, 基本是 2010 年 11 月 11 日大跌以来的震荡整理。同时, 在 CPI 高企以及持续的货币紧缩政策, 对金融市场和实体经济市场都带来很大的压力。从去年 10 月以来, 央行共上调存款准备金率 9 次, 从 17% 调整到了 21.5%; 上调金融机构人民币存贷款基准利率 4 次, 共计 1 个百分点。此轮货币调整, 大约冻结资金 2.5-3 万亿元, 按照中国商业银行 2.5 左右的货币乘数来估算, 央行回收流动性 6-7 万亿元, 市场资金压力明显。但从估值的角度来看, 目前股市整体 PE 在 16 倍左右, 距离 13-14 倍的历史大底比较接近, 股市也受到一定程度的支撑。短期来看, 在政策面没有转向、资金没有大举入场的情况下, 股指很难有大的行情出现, 维持宽幅震荡为主。

图 1-2. 上证周成交额



资料来源: 新纪元·经典期货版

图 1-3. 深证周成交额

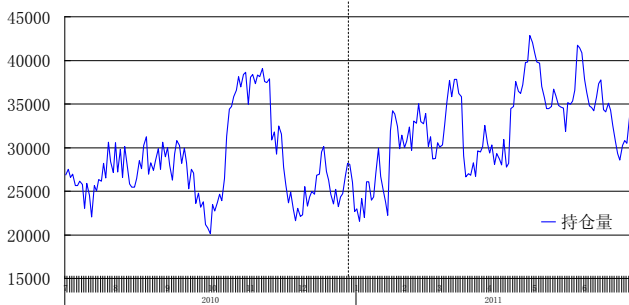


资料来源: 新纪元·经典期货版

另外一个方面, 从上海证券和深圳证券两个市场自去年 7 月份以来的成交额来看, 目前两市的成交额还是处在逐渐萎缩的过程当中, 仅达到了去年 11 月份顶峰时期的 1/7-1/5 左右。成交量能的不足, 难以支撑大的行情出现, 震荡调整也是在情理之中的。

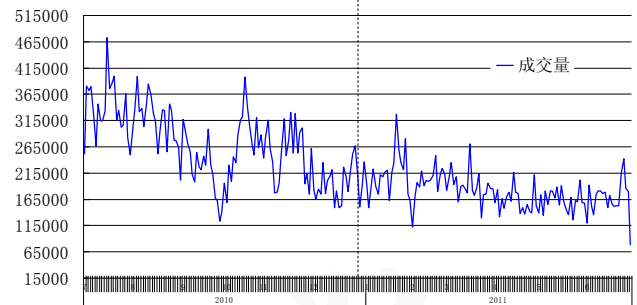
而从股指期货的表现来看, 进入到 2011 年后, 虽然持仓不像去年 10 月份以来持续的处于高位, 但持仓量均值较 2010 年下半年还是有所提高, 说明股指期货这个市场还是得到了一部分资金的关注。反观股指期货的成交情况, 从 2010 年 7 月份开始就一路震荡下滑, 目前仅维持在前期 1/3 左右的水平上运行。在持仓量没有明显减少, 而成交量萎缩的状况中, 股指上半年的运行区间被压缩在 500 点左右的范围中。随着货币紧缩政策的缓解, 股指期货市场或能够得以反弹。但反弹的高度和持续的时间还需要进一步的分析和验证。

图 1-4. 股指当月和次月合约持仓合计



资料来源：新纪元·经典期货版

图 1-5. 股指当月和次月合约成交合计



资料来源：新纪元·经典期货版

## 第二部分 美国因素

股指在 2010 年 7 月份以来的上扬与国外热钱流入引发国内流动性泛滥有密切关系，因此就不能不对引发这轮流动性泛滥的关键加以关注。正是美国推出的定量宽松的货币政策引发了这一轮世界范围内的流动性过剩。在表征美国宏观经济状况的指标中，与中国股市表现出最密切的关系的就是美元指数。下面我们就围绕着美元指数进行分析。

图 2-1. 美元指数月 K 线（2005 年至今）



资料来源：文华财经

图 2-2. 沪深 300 指数月 K 线（2005 年至今）



资料来源：文华财经

从 2005 年至今的美元指数和沪深 300 指数的对照来看，两者呈明显的负相关关系。美元指数形成下跌趋势时，沪深 300 指数呈现上涨的趋势；美元指数反弹时，沪深 300 指数却被压制回落。

美元指数和沪深 300 指数呈现负相关关系，是符合逻辑的。当美元指数走强的时候，热钱会离开中国市场。因为相当一部分热钱是美元套利盘通过美元贷款方式进入新兴市场、国际金融市场，美元指数走高，意味着还贷成本提高，投资标的价格的下跌。而同时美元指数走强，国际金融市场都会整体出现调整的趋势。

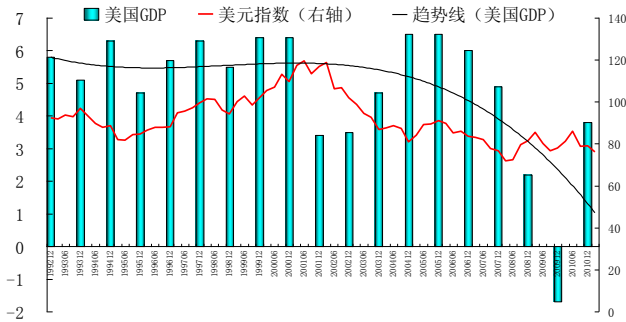
那么现在的问题就是，美元指数在下半年会怎么走呢？

从技术上看，从 08 年至今，可以确认美元分别在 70.698、74.17 和 72.696 附近形成了三个阶段性底部。把时间拉长一些来看，2001 年底美元从 121.2 跌至 80.38，而后反弹至 92.63 后又回落至 70.698。对于这轮长达 10 年的美元下跌趋势来说，这里具有比较明显的底部特征。那么从时间周期上来说，即使是初级的反弹，持续时间也会有半年到一年的时间。这段时间，美元的反弹对我国的 A 股市场会形成较大压力。

另一方面，从美元指数的经济含义上来分析，美元指数作为综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率，来衡量美元的强弱程度，从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况。也即是说，美国经济有向好的势头，美元指数就会出现上扬。从下图中也能得出这一的定性的规律性的结论。图 2-3 中给出了美国

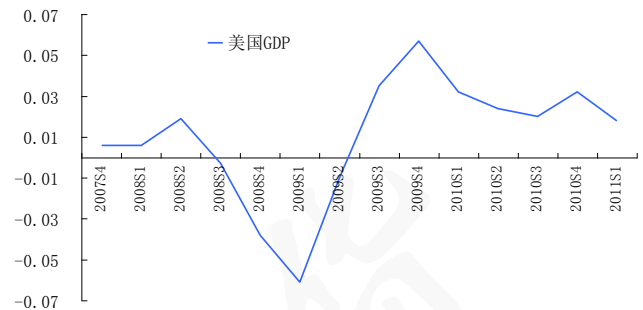
的 GDP 和美元指数的对照，图 2-4 是 2007 年 4 季度到 2011 年 1 季度的美国 GDP 增速曲线图。从图中可以看出，经历 2009 年年初经济的低谷之后，美国经济曾一度快速反弹，但是 2009 年 4 月份开始，上升势头又逐步回落。美国经济增速的回落以及 QE2 的推出，逐渐将美元指数赶向低谷。

图 2-3. 美国 GDP 与美元指数关系



资料来源：Wind 资讯

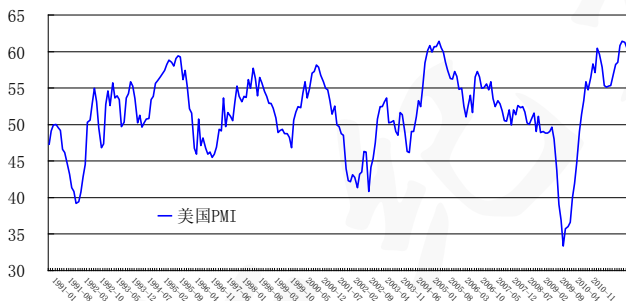
图 2-4. 美国 GDP 增速



资料来源：Wind 资讯

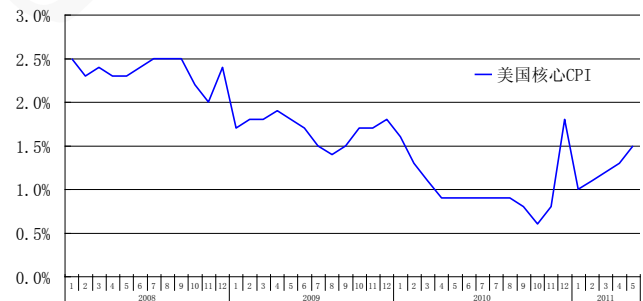
那么美国的经济现在如何了呢？从以下几个数据来看，PMI 回到 50 以上震荡整理，短期再回到 50 以下的概率不大，说明美国经济从前期的低谷中爬了出来，虽然目前面临反复，但基本上还是处在向好的区间当中。而美国的核心 CPI 有上升的趋势，美国继续强化超宽松的货币政策的阻力开始显现。从美联储最近一次议息会议的结论来看，维持当前的低利率不变，QE3 不会推出。短期内美元没有继续下行的压力，但同时，目前的经济状况也不支持美元强劲反弹。从美国消费者信心指数和 ECRI 领先指标的反弹，也可以得以辅证。因此短期内，美元指数在低位震荡筑底的概率很高，而中期会迎来一轮反弹。

图 2-5. 美国 PMI



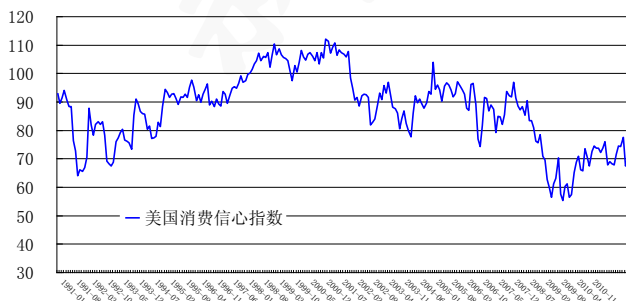
资料来源：Wind 资讯

图 2-6. 美国核心 CPI



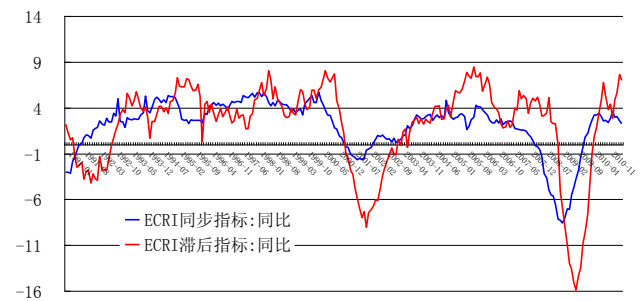
资料来源：Wind 资讯

图 2-7. 美国消费者信心指数



资料来源：Wind 资讯

图 2-8. ECRI 领先指标(月)



资料来源：Wind 资讯

因此，在美元的筑底期间，A 股的短期上涨不会受到过大的来自美国货币政策的压力，有上扬的机会存在；但中期来看，美元指数上涨是必然的，会对我国股市形成压制，上涨幅度和时间都是有限的。

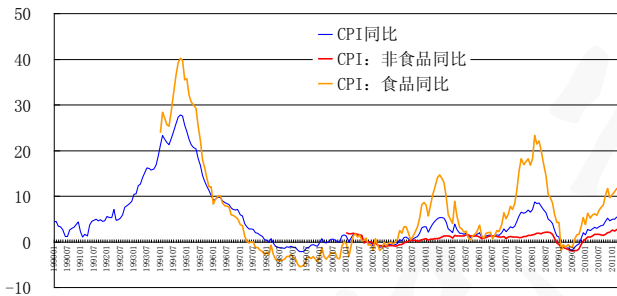
### 第三部分 中国因素

#### 一、消费物价指数

中国股市面临的最大的压力来源于紧缩的货币政策，而中国的经济状况决定了中国政策的方向。2010 年下半年 CPI 出现抬升势头是引发本轮宏观调控政策的最直接的原因。CPI 能否得到控制，是宏观调控政策能否继续的判断依据。

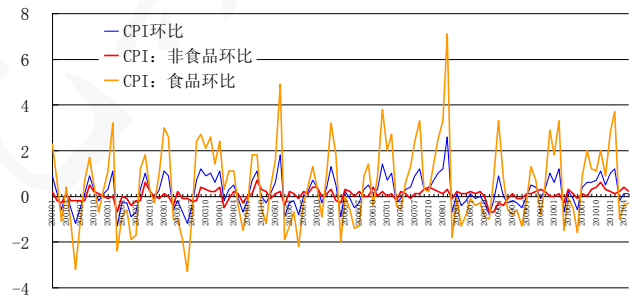
从 CPI 的构成来看，食品类 CPI 的上升是导致 CPI 同比上扬的主要因素。而且从 2001 年以来，食品类 CPI 基本都在 0 轴之上，也就是说，食品类的价格一直在增长当中。2009 年我国的恩格尔系数又重新突破 0.49，食品价格的上涨是影响到国计民生的重要问题，食品类 CPI 居高不下，货币紧缩的宏观调控政策就不会退出。目前来看，食品类 CPI 有上升趋缓的迹象。而且，从 CPI 的环比数据来看，从 2011 年的 3 月份到 5 月份，食品类 CPI 环比均出现负值，分别为-1.0、-0.4 和-0.3，食品价格的上涨得到明显的抑制。从夏粮考察反馈的情况来看，今年夏粮丰收，对食品价格有进一步打压的作用。因此推断，目前的 CPI 上涨趋缓或短期能见顶，货币紧缩的政策或将进入观察期。

图 3-1. 中国 CPI 指数（同比）



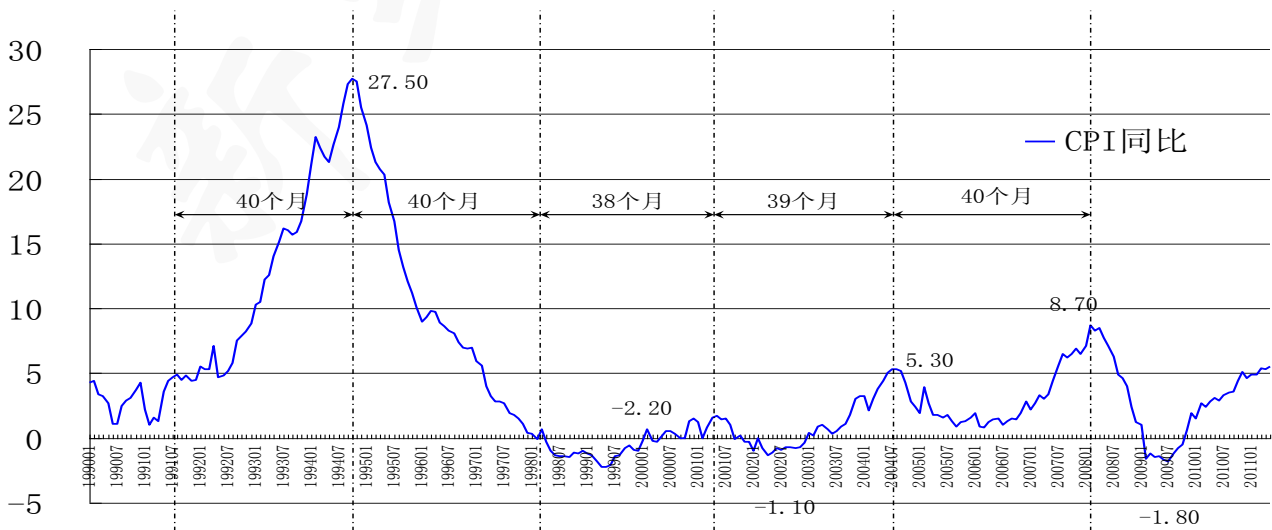
资料来源：Wind 资讯

图 3-2. 中国 CPI 指数（环比）



资料来源：Wind 资讯

图 3-3. 中国 CPI 指数（同比）变化周期



资料来源：Wind 资讯

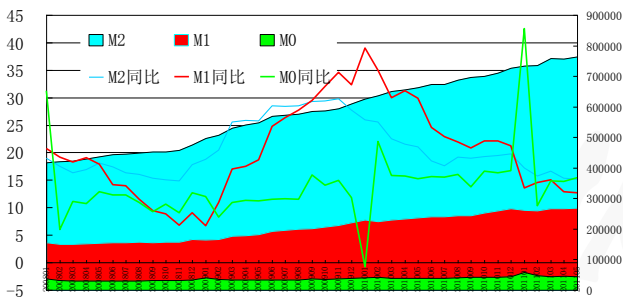


从 CPI 的变化周期来看，近 10 年来，相邻两次 CPI 峰值之间大概都维持在 38-40 个月左右。图 3-3 标出各周期的起点，分别为 1991 年 7 月、1994 年 11 月、1998 年 3 月、2001 年 5 月、2004 年 8 月以及 2008 年 2 月，那么按照 40 个月的周期长度来推算，本次 CPI 的峰值应该在 2011 年 6 月。考虑到目前的国际上热钱泛滥、国内货币供应量也较高，本轮 CPI 的峰值有可能会推迟 1-2 各月出现。从 2011 年 6 月份开始的 2-3 个月，进入了宏观调控政策的一个观察阶段。如果这一阶段的 CPI 显现一个可控的状态，货币紧缩政策有望结束。因此，这 2-3 个月也为市场带来喘息的机会，股市的压力得到一定的缓解，机会成熟会有一轮反弹到来。

## 二、货币供应量

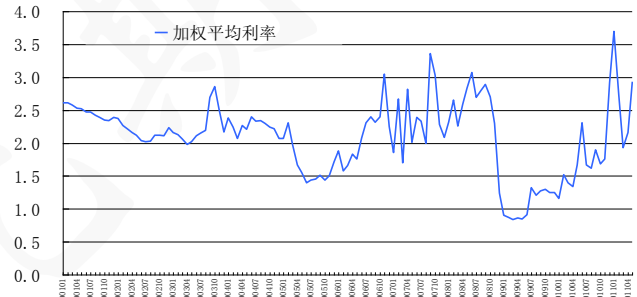
下图是 2008 年 1 月以来，我国的货币供应量及其同比变化的情况。从图中我们可以直观的看到，M2、M1 的增长速度在逐渐的放缓，而 M0 出现了小幅的回落。M2 和 M1 的同比增速也从 2010 年 1 月前后出现阶段性增速的峰值之后逐步下降，且有接近 2008 年 11 月左右增速低点的趋势。从时间周期上来看，M2 增速的低点大概相差 3 年零 3 个月-7 个月左右。从 2008 年 11 月出现低点之后，大概在 2012 年 1 季度末见底。今年的下半年，货币供应量不会出现激增，而且 M0 还有减少的趋势，这都说明，货币供应量难以对股市形成有力的推动。

图 1-1. 中国货币供应情况



资料来源：Wind 资讯

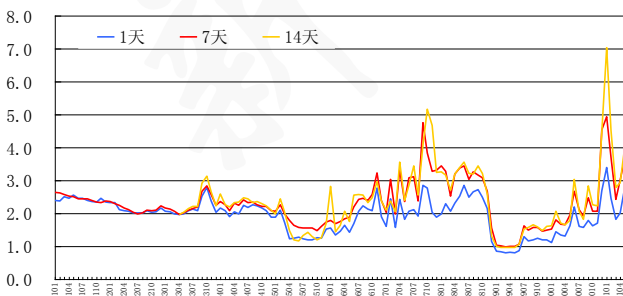
图 1-3. Shibor 加权平均利率



资料来源：Wind 资讯

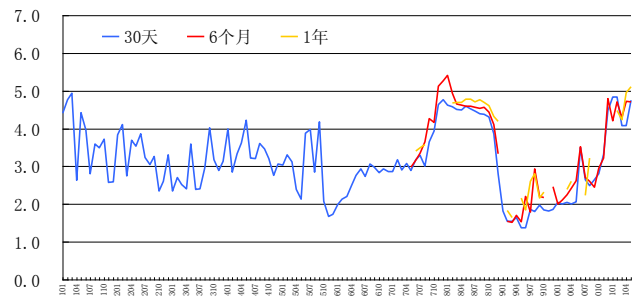
另外一个反映资金获得难易程度的指标就是上海银行间隔夜拆借利率（Shibar），它从资金拆借成本高低的角度反映出市场资金的多寡。通过对历史数据的观察，Shibar 与股市的相关性很高，可以看成是股市涨跌的风向标。

图 3-4. Shibor 短期拆放利率



资料来源：Wind 资讯

图 3-5. Shibor 中长期拆放利率



资料来源：Wind 资讯

从所有周期利率的加权平均利率的走势来看，有较大的概率在 2.0-3.0 之间震荡运行。结合 1 天、7 天和 14 天三个短期拆借利率来看，2011 年 1 月份均值创出新高之后，迅速回落到 2.0-4.0 附近，6 月份的 Shibor 相对来说也处于较高的位置，7-8 月份回落的概率较大。短期，股市或有反弹的机会。但是从中长期的拆借

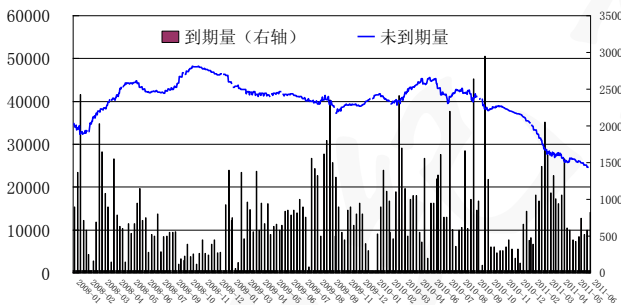
利率来看，30 天、6 个月和 1 年期的利率还在向历史高点冲击，5.0 左右应该还会维持一段时间，这也决定股指在未来一段时间内，至少是 2011 年下半年，资金压力无法得到有效的缓解，难以出现大幅上扬的行情。同时，在短期利率有回落情况下，大幅探底的概率也十分有限。整体来看，资金面决定了股市在下半年继续弱势整理的格局。

从另外一个方向考虑资金的问题。即使下半年 M2 增速开始恢复，Shibar 开始下降，但是这些货币也未必会流入到股市当中。从最近调查得到的数据，投资股票已经被排除在当前投资方向的前三之外，投资思路的转变还需要一定过程。这也决定下半年的股票市场和股指期货出现大行情的概率较小。

### 三、央行公开市场操作

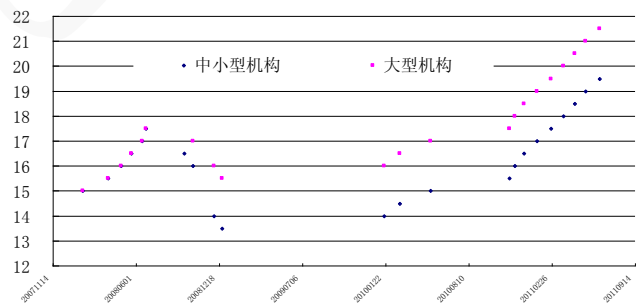
中央银行票据将成为央行调节货币供应量和短期利率的重要工具。中央银行在公开市场操作中，引入银行票据替代回购品种，增加了公开市场操作的自由度。从央票未到期金额变化来看，央行在央票的使用上逐渐的弱化，从 2010 年 6 月份开始逐步减少央票的发行金额。但是这并不代表货币政策的放松，实际上这是配合更为严厉的措施——提高金融机构存款准备金率做准备。前面大概测算过，冻结市场 6-7 万亿的流动性，是这段时间央票到期金额的 3 倍多，已经能够很好的回收市场的流动性了。从资金净投放的曲线图来看，今年上半年以来，出现近 10 多年最大的一次资金净投放的负值，紧缩流动性已经取得了相当的效果。从央行的操作来看，目前进一步紧缩货币的概率有限，综合考虑到 CPI 增速有趋缓见顶的迹象，而存款准备金率也达到了历史的高位，目前还处于政策效果的观察期，除有一定的加息预期之外，出台更为严厉的紧缩政策的情况的可能性较小。在紧缩政策的观察期内，市场的流动性或有可能出现回暖迹象，推升股市的一轮反弹。但是中长期来看，市场的流动性还是受到了相当程度的削弱，出现较大行情的可能性较小。

图 3-6. 央票到期情况



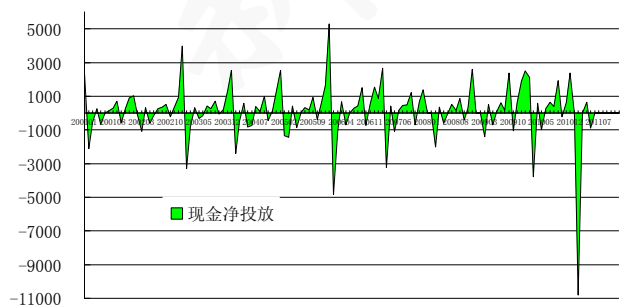
资料来源：Wind 资讯

图 3-7. 金融机构存款准备金率



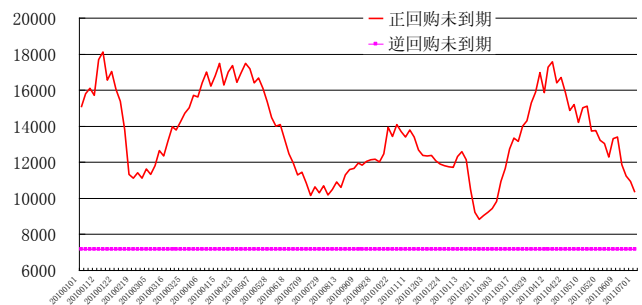
资料来源：Wind 资讯

图 3-8. 资金净投放



资料来源：Wind 资讯

图 3-9. 央行公开市场操作



资料来源：Wind 资讯

## 第四部分 技术分析

简单的做一下技术分析，从 2010 年 11 月 11 日大跌完成之后，股指的 3 轮调整的时间都恰好在 48 个周期左右。从 4 月 15 日开始的一轮下跌没有能够有效突破 2900 点整数关口，期指展开回抽。按照新的平行四边形进行测量，股指有望向 3300 点整数关口发起冲击。目前股指在 0.382 的黄金分割线附近 3063 一带遭遇压力，也说明即使在政策的观察期内，股指上扬的壓力依然沉重，在 3120、3200 和 3300 三个位置或形成较强的阻力。如果能够完整完成此轮反弹，期指约会上攻 400 点，持续 2 个月至 2011 年 8 月底、9 月初。之后是否能够在继续攻击阶段性高点 3380 和上方 3430 两个目标位，还要看国内外经济形势的发展。但考虑到美元指数反弹和紧缩货币政策对国内实体经济的不利影响，上攻的概率较小。在 3300 一带震荡盘整后继续下行回落的概率较大但也不过分看空，或能在 2740-2600 之间形成底部。

图 4-1. IF 指数（周 K 线）



资料来源：Wind 资讯

## 第五部分 结论与建议

与其他商品期货不同，由于合约设计上的保证，股指期货的涨跌与其对应的现货市场——股市是高度相关的。因此，股指期货的涨跌，实际上就是各方资金在股票市场上博弈的结果。限于篇幅的关系，本文只讨论了中美两国的主要因素对市场资金面的影响。但是对于欧债危机的存在、美国债务上限的问题、中国地方政府债务和银行坏账的问题，能否有效完满的解决以上问题，给世界经济形势和国内政策方向、资金状况带来一定程度的不确定因素。但是从目前的事态发展来看，这些问题短期内不会有恶化的风险，需要密切关注，但不要过分担忧。另外一个影响因素是国际版的上市，国际版的上市会造成股市资金的分流，对 A 股市场的上涨有抑制作用，利空股指。

综上所述，在美元底部震荡筑底、国内政策进入观察期、A 股处于估值低位等因素的支撑，短期内股指期货将走出一轮上升行情；但在美元指数反弹、国内外债务危机的担忧、货币紧缩政策给实体经济的不利影响和今年处于“十二五”规划经济转型的开局之年，基本面不支持股市大幅上扬，在反弹目标和时间达到后，还会继续回调下行。下半年将呈现一个先扬后抑的格局。

操作上，建议目前逢短线回调低位建立多单，观察 3063、3120、3200 和 3300 几个重要目标位的突破情况，捕捉这一轮反弹行情。中期考察在 3300、3380 和 3430 三个目标位对多头的压制，如果压制成功，回落的概率加大，考虑高位布空。总体来说，2600-3400 之间将成为下半年多空双方争夺的战场。