

## 2012年12月股指期货月度报告

## 股指期货

## 低迷时代继续

电话：020-81864190

eMail: zyn2@futures.gf.com.cn

股指期货研究小组

图 1 上证综指月K线走势

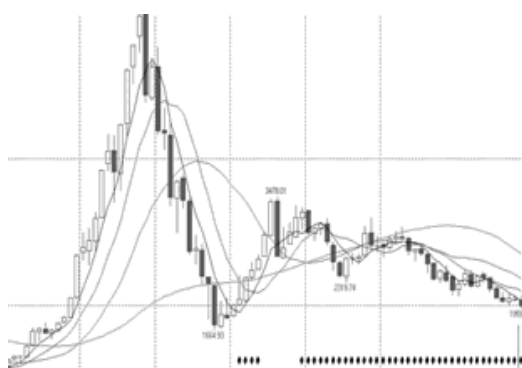
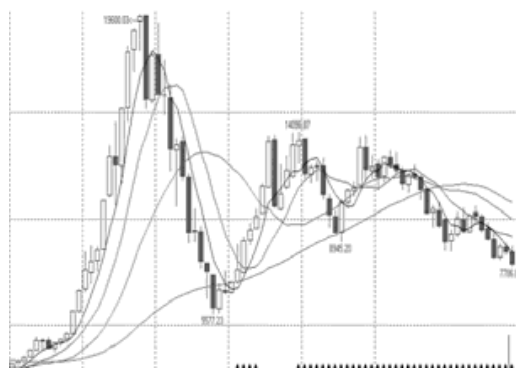


图 2 深成指月K线走势



### 要点：

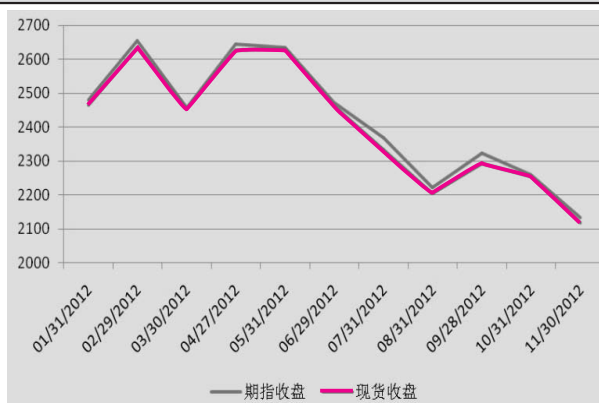
- 美大选尘埃落定，但财政悬崖还是完全没有休止，圣诞节前能否有初步解决方案值得关注。希腊援助计划通过，但此框架背后的细节依然阻力重重，难言平息。西班牙银行问题连连，宏观大背景难言平静。
- 投资者对明年经济走势分歧，谨慎情绪时时浮现。机构对明年经济多数抱着谨慎乐观的态度，但均强调需要宏观政策配合。“定调”备受关注。
- 随着A股行情持续将近2年的低迷，债券投资收益率的上扬，以及多层次资本市场的慢慢形成和多角度金融改革的纵深推进，投资人在国内的投资方式越来越多元化，温总理在2007年提出的“财产性收入”，其内涵已经羽翼渐满，逐渐从单纯的股票、银行存款和理财产品、房地产投资过渡到更加广泛的金融市场中来。整个过程受到客观经济环境的挤压，有主观金融创新的拉动，也有以70后有着理性投资意识和视野的新一代投资者登上舞台等各种因素的影响。宏观经济已经几乎压倒性地战胜了过去20年以来屡试不爽的市场监管政策，真正左右股市的走动。
- 资金跟踪数据中，多数指标仍表现有继续恶化的现象，市场信心依然在低迷的市场中被缓慢损耗，投资者参与热情不断下降；另一方面，偏股型基金发行面临困境，投资者更青睐于货币型基金；12月将面临限售股大规模解禁，市场或遇巨大压力；从流动性上来看，目前短期流动性依然不算太过紧张，不过年底银行回收资金及央行逆回购不断到期，资金流动性或趋于紧张。因此，从资金面的角度来看，市场的走势仍不容乐观，下方空间也难以预测，但是衰极必盛，相信市场跌入冰窖之时便是崛起之日。
- 技术上，目前沪深300指数继完成月“四连阴”后一小阳后再收两阴，且重心下移。成交量长期处于相对低迷态势。前低心理支撑跌破后的恐慌短期难以恢复，日线持续面临布林通道下轨考验，上方周均线系统有明显压力。第一阻力位2200点，第二阻力位2250左右。
- 鉴于年底资金面偏紧、限售股解禁压力较为空前的因素，依然难言乐观。操作上建议空头思路，但勿重仓。密切关注定调会议，关注市场动能。总体会议前夕密切关注政府言论，可抓住短线做多机会。

### 行情回顾

2012年11月的股指在月初两日小幅上攻后，5日收十字星后掉头向下，呈现单边下挫的态势，后半月日线系统持续处于空头状态。上证2000点的心理支撑位一再展开争夺，但持续地量显示的低迷人气，拖累指数最终被1时代代替。前低后更是频现新低，日线布林通道下轨持续被破，低低不断。

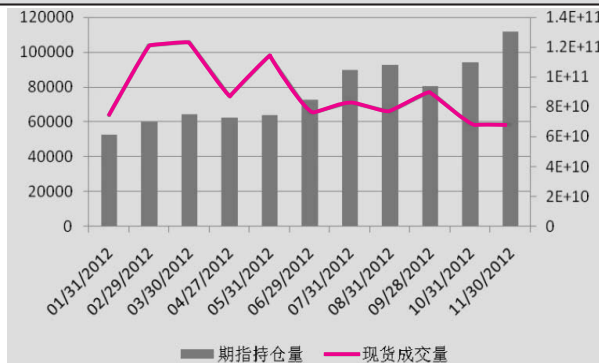
十八大召开月份，国内经济数据频频发出经济企稳的信号，股指却连连新低。投资者对于明年的经济运行情况存在着分歧，不确定性导致的较悲观情绪在股市上持续展现着。沪深300指数在11月跌幅5.11%。成交持续低迷。日成交依然只维持在300亿元左右。期指成交量放大相对明显，持仓亦是稳中有增，临近月尾日持仓更是突破了10万手的持仓量，创历史新高。

图3 期、现价格11月均新低



数据来源：wind资讯、广发期货发展研究中心

图4 现货成交量持续低迷、持仓量创新高



数据来源：wind资讯、广发期货发展研究中心

### 宏观分析

11月堪称是全球多事之秋，焦点连连。国内十八大召开，美国大选后财政悬崖备受瞩目，希腊援助计划纠结中终于获批，西班牙银行危机频现，全球经济增速遭下调，种种事件牵动着投资者的神经。

国内方面，各领先指标和宏观数据纷纷释放着经济企稳的信号，也曾一度为市场带来较强的心理支撑，然而，在限售股解禁压力、欧美焦点轮换的影响下，市场连连下挫，并持续滋生出对明年经济的预期的不确定和谨慎观望的态度。接下来我们将结合近期宏观面需要关注的热点，对12月份股指的行情进行简单的预测和分析。

### 政策效果有所显现，经济频现企稳信号

工业企业运营良好。最新数据显示，1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润40240亿元，同比增长0.5%。10月当月实现利润5001亿元，同比增长20.5%。这与此前财政部公布的1至10月全国国有及国有控股企业经济运行情况显示的国有企业营业总收入、应交税费同比仍处在增长区间，实现利润降幅进一步收窄的结论一致，前期的政策效果进一步显现。

11月份居民消费物价和生产资料价格指数环比上升的态势进一步明显，而投资增速也在不断回升。从货币信贷的数据看，11月份新增贷款可能与上月持平。

11月汇丰PMI初值为50.4，创13个月以来新高，重返50荣枯分界线以上，且当月中国制造业指数初值为51.3，同样创13个月以来最高，显示中国经济触底回升之势。按以往规律来看，官方PMI数据应该也会再次验证着国内经济企稳信号。我们用汇丰PMI数据与官方PMI数据进行简单回归预测，11月官方PMI数据预测值为51.5，明显高于荣枯线。预期较好。

### 市场聚焦中央经济工作会议 明年经济增速成焦点

依照历史规律，历年中央经济工作会议都是明确宏观政策取向的关键会议。如2011年关键词是“稳增长”、“稳中求进”；2010年关键词是“稳经济、调结构、控通胀”；2009年关键词是“保持经济平稳较快发展”。本月将召开2012年中央经济工作会议，市场对此关注迅速升级。目前指数的犹豫也彰显了投资者的谨慎观望态度。

综合来看，市场对明年经济多数抱着谨慎乐观的态度，但均强调前提是需要宏观政策配合。中金公司和美银美林纷纷预测2013年中国经济增速在8.1%和8%；有国内研究机构预测2013年中国经济将重返9时代，增速将达到9.3%；花旗集团根据十八大提出的明确目标，从2010年到2020年实现国内生产总值（GDP）和城乡居民收入比2010年翻一番中国政府可接受的GDP最低增速或为7%。然而必须关注的是，各机构纷纷表示实现上述目标的前提是宏观政策切实配合，主要是要有相对宽松的资金环境。中央经济工作会议的“定调”备受关注。

### 期待宽松，又担心通胀

根据商务部、农业部和国家统计局监测数据，进入11月份以来，由于气温降低，蔬菜生长周期延长，市场供应量减少，使得蔬菜价格本月持续四周上涨，累计涨幅超过13%。同时，由于天气转冷，肉类消费需求增加，猪肉价格开始止跌回升。因此，预计11月食品价格环比可能有较大幅度上涨，而在生产资料价格方面，10月份PMI较上月继续大幅反弹，原材料购进价格环比连续两个月为正。

投资者在全力聚焦经济增速焦点的同时，相关就业目标、通货膨胀目标、M2和信贷增长目标以及财政赤字目标等等也未被忽视。从目前的M2规模及M2历史增速等角度预计，2013年中国广义货币供应量M2总规模几乎可以肯定的是一定能达到100万亿元人民币。由此引发的投资者对于通胀压力的担忧，无疑将约束货币政策的宽松程度。

综合来看，指数走势上也将是期待与担忧并存，不确定性彰显。

### OECD预计中国的经济增速不算悲观，但提及的欧美威胁也成国内担忧

11月27日，OECD发布报告调降全球经济增长速度的同时，也预计了中国2012年和2013年的经济增速，分别为7.5%和8.5%。报告中称全球经济下降的主要威胁是欧元区经济难提振和美财政悬崖的威胁。虽然OECD对中国的经济预期依然处于相对乐观的态度，但报告中所提到的欧美的威胁也依然是国内无法回避的负面影响因素。

### 希腊危机依然未止

在经过13个小时的谈判后，欧元区和IMF同意向希腊发放437亿欧元贷款，并就今后几十年减免希腊巨额债务的必要性达成一致。希腊如期迎来了喘息的机会。然而市场对于希腊最终的结局依然心存担忧。救助计划中承诺到2020年把希腊债务占国内生产总值（GDP）的比例从当前的

170%以上降到124%，并在两年后进一步降到远低于110%的水平，希望通过下调欧元区发放给希腊的救助贷款的利率、把欧洲央行所持希腊国债的收益返还给希腊，可能还包括让希腊按远低于面值的价格回购该国国债等手段完成。总体上该救助计划只能算作是一个初步框架，相关细节的制定中依然有障碍存在。穆迪称希腊获得援助后仍不能实现债务可持续性，该国违约的可能性仍很高，且很可能对私人持有债务违约的结论再次警示着希腊风险。另外，适度注意的是，德国媒体纷纷向默克尔政府发出质疑，公开诘责政府的希腊债务危机救助政策。希腊前景依然堪忧。

### 美财政悬崖牵动神经

财政悬崖形成是冰冻三尺，非一日之寒，同样地，解决此问题也非一朝一夕的问题。虽然美国众议院议长伯纳以及总统奥巴马均对财政悬崖前景表态乐观，但参议院民主党领袖里德则对磋商进展表示出忧心的悲观态度。圣诞节前能否达成采取均衡举措避免财政悬崖的磋商引起投资者的关注。结合股市对国外事件反应规律，磋商过程中的风吹草动影响市场的程度有限，相对结果起作用更为明显，但通常结果影响往往提前消化，宣布结果后效应未必能延续。

图5 CPI与PPI

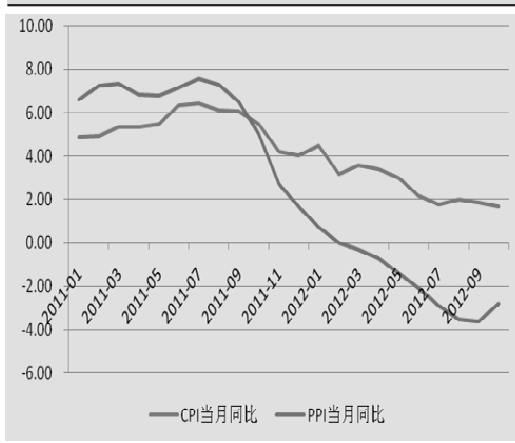


图6 PMI显示经济企稳倾向



数据来源：wind、广发期货发展研究中心

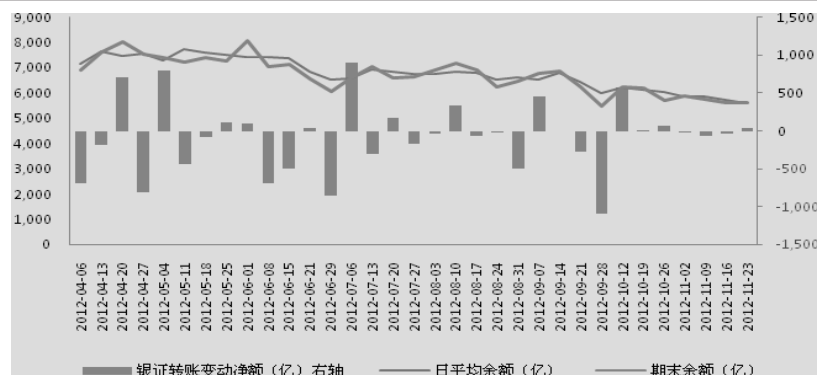
12月欧美风波继续，虽然市场均报以相对良好预期，但病来如山倒，祛病如抽丝的规律，难以迅速豁然开朗，始终有乌云笼罩的感觉。国内也是经历着经济企稳的良好预期与明年经济增速与政策的不确定性猜测交织在一起，投资者投鼠忌器。定调会议中良好预期实现的期待、宽松政策的配合和CPI的担忧同时存在，犹豫异常。总体来看，12月的全球宏观环境依然阴霾。

### 资金流向何方

岁末将至，A股市场也像扶不起的阿斗，反弹力度越来越小，沪指从偶尔触及2000点变成完全跌破2000点，在悲观经济预期下，A股如此下跌，资金究竟流往何处，何时会流回股票市场。

沪指成交额萎缩至离2008年最黑暗的231亿元仅有一步之遥。股票市场的资金在不断流出。截止到发稿时，A股流通市值已经从年初的16.36万亿元下跌到15.43万亿元；证券市场交易基金余额从4月份的6946亿元下降到5602亿元，日均余额从7165亿元下降到5590亿元，而银证转账变动净额无论是活跃程度还是净转入都在持续萎缩。截止到11月底，A股流通市值的净减少0.93亿元，这其中包含IPO带来的1350亿元流通市值和增发带来的2645亿元流通市值，从流通市值角度衡量的A股资金实际流出达1.33万亿元。

图7 证券市场交易结算资金



数据来源：中国证券投资者保护网、广发期货发展研究中心

股票市场曾是投资者争取财产性收入的主要来源。如今这部分用来“利滚利”的资金从股票市场流出，具体到了何方？在我国，能够获取财产性收入的资金投向主要为金融市场和房地产市场。由于持续两年多的地产调控，房地产市场已不再是资金追逐的香饽饽，而愈加艰辛的实体经济也不会是这部分逐利资金的新去处，我们判断，资金依旧留在金融市场，主要流向是信托资产，以及以债券型基金为主的其他固定收益类产品。2012年三季度末的信托资金总额为5.96万亿元，比去年同期增长51.29%，比去年年末也增长28.5%，共1.32万亿元，这不由得让人联想到股票市场流通市值的1.33万亿的流出。另一方面，今年每个月末的存款余额的增长率都在14%以下，为2001年以来最低位，这从侧面验证了我们对资金流向的看法。

图8 信托资金余额

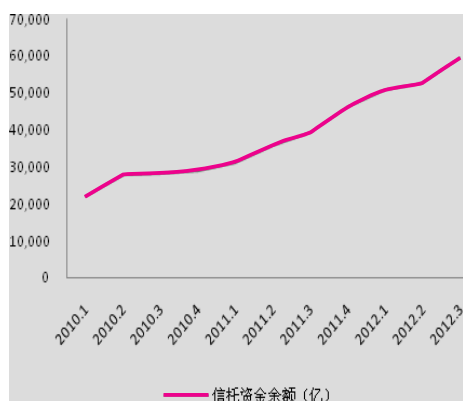
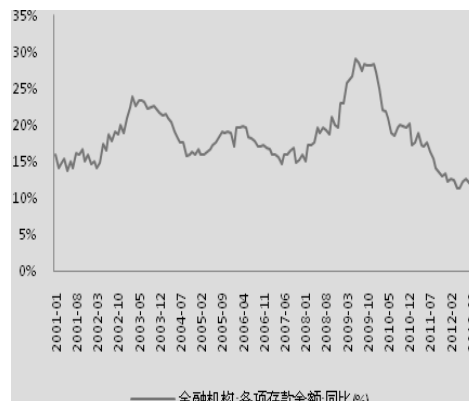


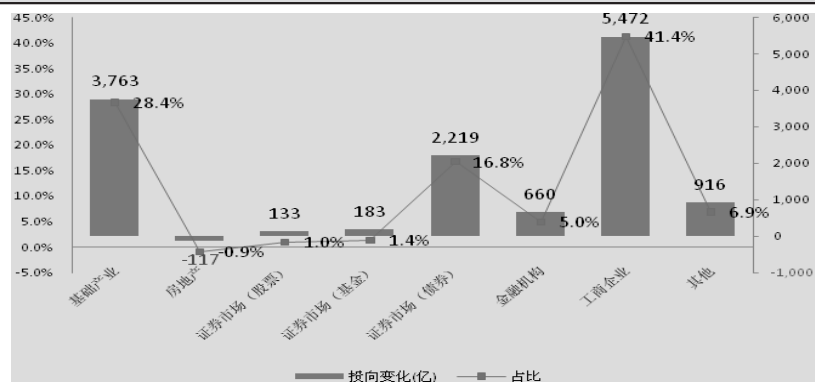
图9 金融机构存款余额



数据来源：wind、广发期货发展研究中心

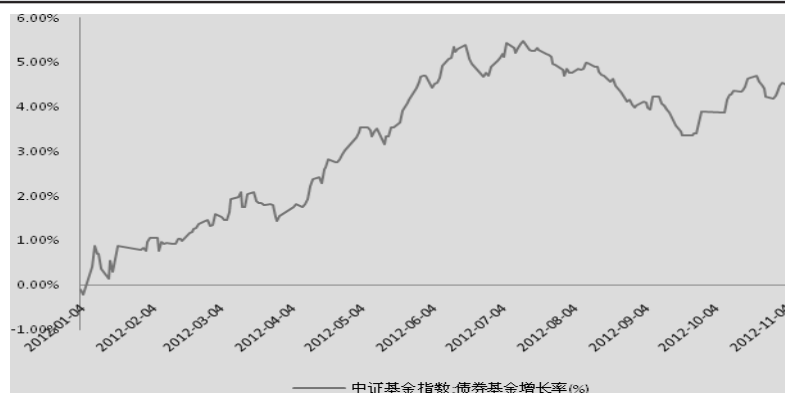
为什么有此现象，我们认为，让人看不到头的经济环境是客观原因，而资本的逐利性是内因。从信托资产的投向变动我们可以看到，大部分新增信托资产投到了工商企业、基础产业和债券市场。其中，工商企业是常规增加，但基础产业和债券市场是大幅增加，特别是债券市场，2012Q3较2011Q4已经翻倍增长。2011年以来，债券投资的收益率大好，甚至好得让人流口水。到今年年中，中证债基指数的绝对收益率（非年化）已超过5%，目前稳定在4.5%左右。投向债券的信托资产增加2219亿，而到目前为止，今年新发债基达1193亿份，11月15日成立的建信纯债债券型基金首发募集达创纪录的168.6亿。资金的大类配置移动已经非常明显。

图10 2012Q3较2011Q4信托资金变化情况



数据来源：中国信托业协会、广发期货发展研究中心

图11 中证基金指数增长率



数据来源：wind、广发期货发展研究中心

不容忽视的是，今年真正迈开大步的金融改革，将从本质上改变各类资金心目中对“投资”的理解。在金融改革的大旗下，无论是各类证券化的市场，还是各层次的信贷类市场，都将大大分流股票市场的潜在资金。自今年6月7日由东吴证券承销的苏州华东镀膜玻璃有限公司5000万元中小企业私募债券的发行开始，已上市和待上市的私募债共70.53亿元；目前挂牌了的新三板股票总市值302亿元，星星之火，渐次燎原。这是市场经济发展的必然规律，也是无奈的事实。

随着A股行情持续将近2年的低迷，债券投资收益率的上扬，以及多层次资本市场的慢慢形成和多角度金融改革的纵深推进，投资人在国内的投资方式越来越多元化，温总理在2007年提出的“财产性收入”，其内涵已经羽翼渐满，逐渐从单纯的股票、银行存款和理财产品、房地产投资过渡到更加广泛的金融市场中来。整个过程受到客观经济环境的挤压，有主观金融创新的拉动，也有以70后有着理性投资意识和视野的新一代投资者登上舞台等各种因素的影响——2007年后开户的占40%的投资者经历了大牛市和大熊市，对财产性收入看法更加理性。宏观经济已经几乎压倒性地战胜了过去20年以来屡试不爽的市场监管政策，真正左右股市的走动。

### 资金动向跟踪

11月股票型和偏股混合型基金发行依然表现不佳（见图12）。虽然十月份的股票发行基金数有小幅回升，但是仍维持下半年以来的低水平，并没有太大的改观，而货币型基金则大展宏图，

发行数量大幅增加。在股市弱势难改的情况下，股票型基金发行继续受阻，维持在低位状态。

10月参与交易账户数继续维持小幅下落的趋势，新增A股表现则相对稳定，而新增基金开户数则出现一定幅度的回升，但是整个市场人气依然处于相对低迷的总体态势当中，投资者信心明显不足，且参与市场的热情已经消退殆尽。见图13到图15。

图12 股票型基金发行情况

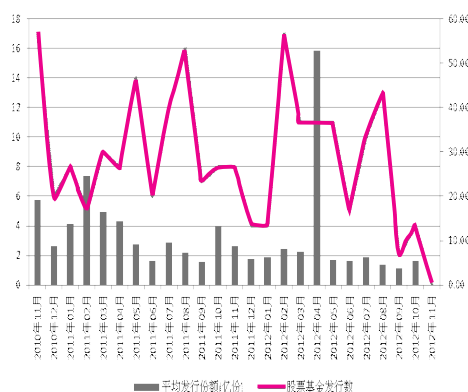
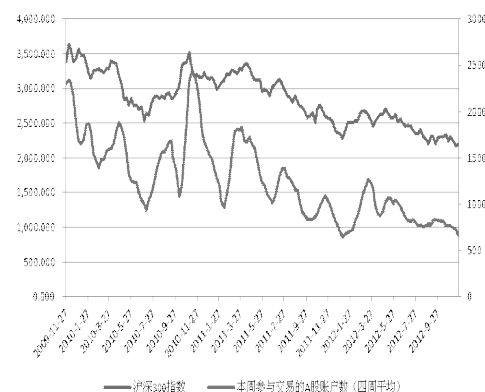


图13 一周参与交易账户数

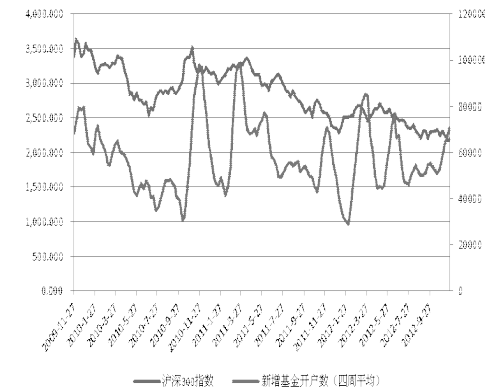


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图14 新增A股开户数



图15 新增基金开户数



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图16 IPO和再融资压力

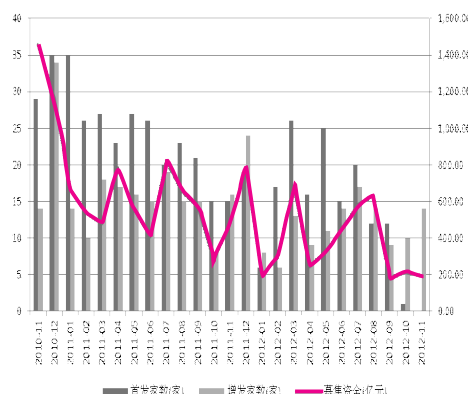
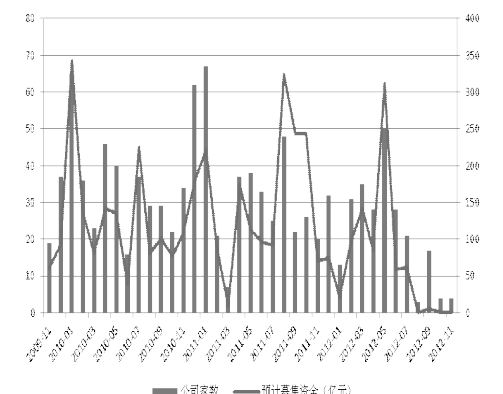


图17 融资发行过会速度



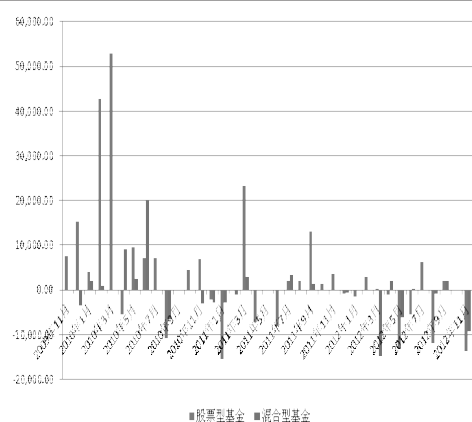
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

IPO在11月已然偃旗息鼓，没有再继续增发，对市场的压力大幅减小，另外有14家公司再融资，数量开始有所回升，总融资量为190多亿，基本与十月份持平，整体水平依然较低。过会数量方面，过会数量非常少，11月仅有4家公司通过过会审核，且均为增发股票，较去年同期大幅下降。见图16和图17。

图 18 小非当月减持数量



图 19 股票型和混合型基金净申购金额



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

小非减持力度有下滑趋势，依然维持较低水平，远远低于高位（见图18）。据统计，今年全年A股限售股的解禁数量和解禁金额分别为1693.0亿股及12489.3亿元，解禁压力主要集中在7月份和12月份，尤其是12月份，该月解禁数量和金额分别为337.6亿股及2301.4亿元，分别占全年解禁规模的19.94%及18.43%。以解禁市值计算，12月份的解禁市值为年内单月的最高值，也是2011年9月份以来的单月解禁最高水平。在本已疲弱不堪的市场情况下，大幅度的解禁可谓雪山加霜。

近几个月净申购连续出现负值，虽然9月及10月数据有所好转，但是在11月恶化的非常明显，可见目前对于股票型及混合型基金的未来预期并不是太好。见图19。

图 20 高管增减持

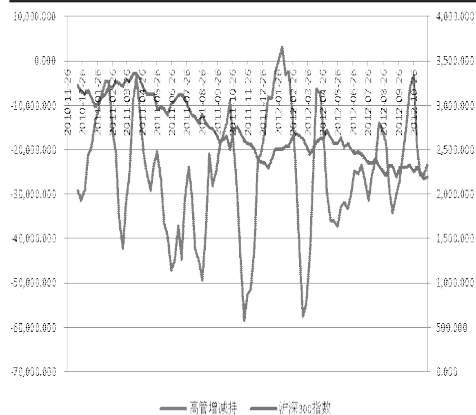
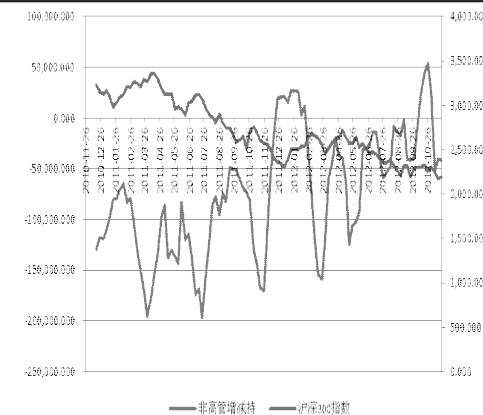


图 21 非高管重要股东增减持



数据来源：Wind、广发期货发展研究中心

从具体数据看，11月高管重要股东合计减持金额为9.4亿元，较上月出现大幅增加，虽然依然处于较低位置，但是股东的态度已经出现了一定程度的转变；非高管重要股东11月减持金额为16.4亿元，较上月情况同样有所恶化；重要股东对市场信心似乎不足，大幅减持的可能在增加。



从资金供应来看，一周SHIBOR较之前有轻微的回升，且一个月、三个月的SHIBOR有翘头迹象，尤其在年底这个敏感的时点，银行回笼资金的力度较大，可能会存在资金紧张的情况。从月度资金净投放量来看，近几个月央行虽然在不断加大资金的投放，但是由于前期投放资金到期因素的影响，净投放量依然是在不断下降的，因此年底需要关注央行政策是否会变得更为宽松。见图22与图23。

图 22 短期资金供应情况

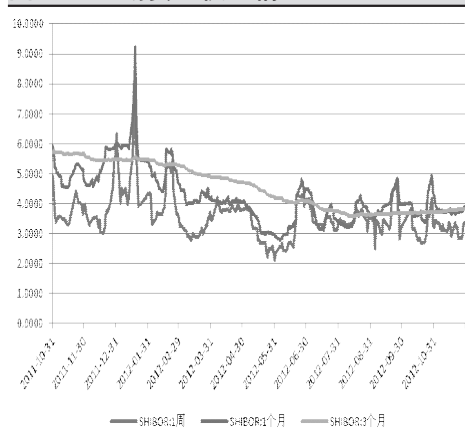
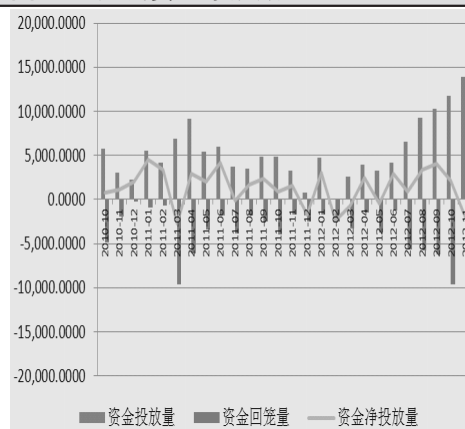


图 23 月度资金净投放量



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

总的来看，资金跟踪数据中，多数指标仍表现有继续恶化的现象，市场信心依然在低迷的市場中被缓慢损耗，投资者参与热情不断下降；另一方面，偏股型基金发行面临困境，投资者更青睐于货币型基金；12月将面临限售股大规模解禁，市场或遇巨大压力；从流动性上来看，目前短期流动性依然不算太过紧张，不过年底银行回收资金及央行逆回购不断到期，资金流动性或趋于紧张。因此，从资金面的角度来看，市场的走势仍不容乐观，下方空间也难以预测，但是衰极必盛，相信市场跌入冰窖之时便是崛起之日。

**综述：12月走势基本判断**

美大选尘埃落定，但财政悬崖还是完全没有休止，圣诞节前能否有初步解决方案值得关注。希腊援助计划通过，但此框架背后的细节依然阻力重重，难言平息。西班牙银行问题连连，宏观大背景难言平静。

前期经济政策效果频频被国内公布的数据显示，但却依然难以化解投资者对明年经济走势的分歧，谨慎情绪时时浮现。中金公司和美银美林纷纷预测2013年中国经济增速在8.1%和8%；有国内研究机构预测2013年中国经济将重返9时代，增速将达到9.3%；花旗集团根据十八大提出的明确目标，从2010年到2020年实现国内生产总值（GDP）和城乡居民收入比2010年翻一番中国政府可接受的GDP最低增速或为7%。市场对明年经济多数抱着谨慎乐观的态度，但均强调前提是需要宏观政策配合，主要是要有相对宽松的资金环境。中央经济工作会议的“定调”备受关注。

随着A股行情持续将近2年的低迷，债券投资收益率的上扬，以及多层次资本市场的慢慢形成和多角度金融改革的纵深推进，投资人在国内的投资方式越来越多元化，温总理在2007年提出的“财产性收入”，其内涵已经羽翼渐满，逐渐从单纯的股票、银行存款和理财产品、房地产投资过渡到更加广泛的金融市场中来。整个过程受到客观经济环境的挤压，有主观金融创新的拉动，

也有以70后有着理性投资意识和视野的新一代投资者登上舞台等各种因素的影响——2007年后开户的占40%的投资者经历了大牛市和大熊市，对财产性收入看法更加理性。宏观经济已经几乎压倒性地战胜了过去20年以来屡试不爽的市场监管政策，真正左右股市的走动。

资金跟踪数据中，多数指标仍表现有继续恶化的现象，市场信心依然在低迷的市场中被缓慢损耗，投资者参与热情不断下降；另一方面，偏股型基金发行面临困境，投资者更青睐于货币型基金；12月将面临限售股大规模解禁，市场或遇巨大压力；从流动性上来看，目前短期流动性依然不算太过紧张，不过年底银行回收资金及央行逆回购不断到期，资金流动性或趋于紧张。因此，从资金面的角度来看，市场的走势仍不容乐观，下方空间也难以预测，但是衰极必盛，相信市场跌入冰窖之时便是崛起之日。

技术上，目前沪深300指数继完成月“四连阴”后一小阳后再收两阴，且重心下移。月线、周线、日线均持续在布林通道中下轨道中弱势震荡，跌多涨少。成交量长期处于相对低迷态势。前低心理支撑跌破后的恐慌短期难以恢复，日线持续面临布林通道下轨考验，上方周均线系统有明显压力。第一阻力位2200点，第二阻力位2250左右。

鉴于年底资金面偏紧、限售股解禁压力较为空前的因素，依然难言乐观。操作上建议空头思路，但勿重仓。密切关注定调会议，关注市场动能。总体会议前夕密切关注政府言论，可抓住短线做多机会。