

2014年12月19日星期五

---市场利率走高，期指短期面临回调压力

【周报摘要】

期指本周（12月15日-12月19日）延续上行走势，但日内走弱偏弱，主要受消息面推动。

站在当前的市场环境来看，我们认为期指下行风险大于上行风险。主要基于以下理由：1) 市场缺乏板块轮动效应；2) 市场利率短期大幅上扬；3) 远期合约高升水对预期存在过度的透支；较好的策略是暂时观望，等待回调到位后买入，较为激进的投资者可以选择在前期高点附近做空，但是需要设置好止损，并且控制好仓位。

中国11月金融机构外汇占款环比增加22亿元，相较上月增加661亿元的规模大幅下滑。外汇占款降低，被动型货币投放减少，资金面的紧张将对期指形成扰动。

汇丰12月中国制造业PMI创7个月新低，但市场反应偏多，主要原因在于对宽松政策的预期。我们看来，股指走势虽然难以通过基本面进行解释，但是现在的经济情况还不足以支撑牛市的到来，需要静待经济出现明显复苏迹象。

本周（12月15日-12月19日）市场利率出现明显回升，央行继续暂停公开市场操作。

本周当月合约和下月合约均出正向套利机会，下月合约全周运行在套利区间之外，未回落至无套利区间之内；本周出现跨期套利机会。

风险提示：

- 1) 如果市场利率短期明显走低，将导致我们做空逻辑失效；
- 2) 如果央行释放进一步宽松信号使得市场预期加强，也会推动股指上行。



国都期货研发中心

廖鹏程

电话：010-84180311

邮件：

liaopengcheng@guodu.cc

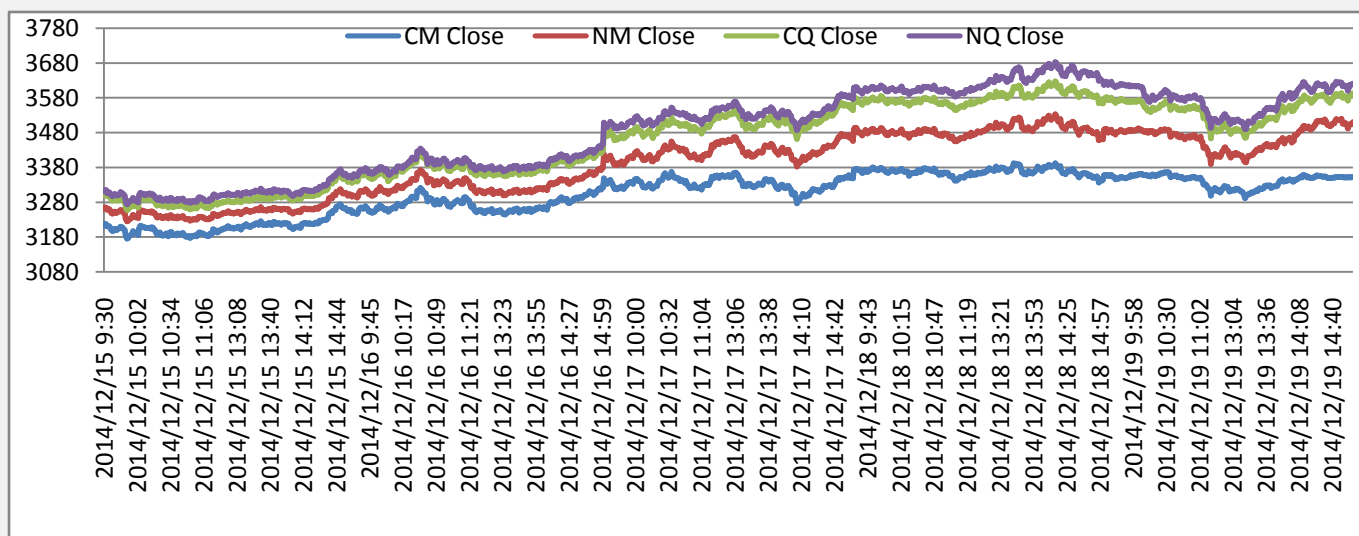
执业证书编号：F0306044

【行情回顾】

期指本周（12月15日-12月19日）延续上行走势，但日内走弱偏弱，主要受消息面推动。本周前三个交易日均呈现日内弱势震荡，但尾盘大幅拉升的特点，且上行板块多为金融板块，主要受央行续作MLF等信息影响，且远月开始出现高升水，周四大幅高开后小幅走低，但是远月升水进一步拉大，周五开盘后股指明显回落，但随后回升收高，我们的看法是周五市场预期加重对期指形成支撑，如果本周末没有预期兑现，周一可能重回调整走势。

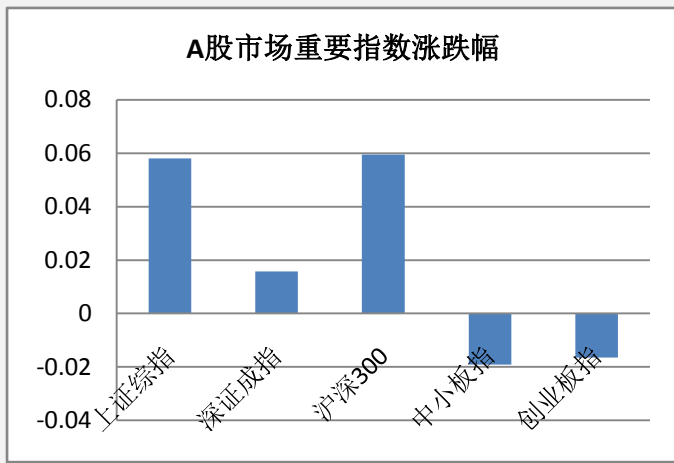
现货指数方面，上证综指和沪深300指数涨幅接近6%，深证成指小幅上涨，中小板和创业板小幅回落；板块方面，金融、工业和公用等板块涨幅居前，医药、消费和信息板块小幅回落。

图 1: IF 四合约一周走势



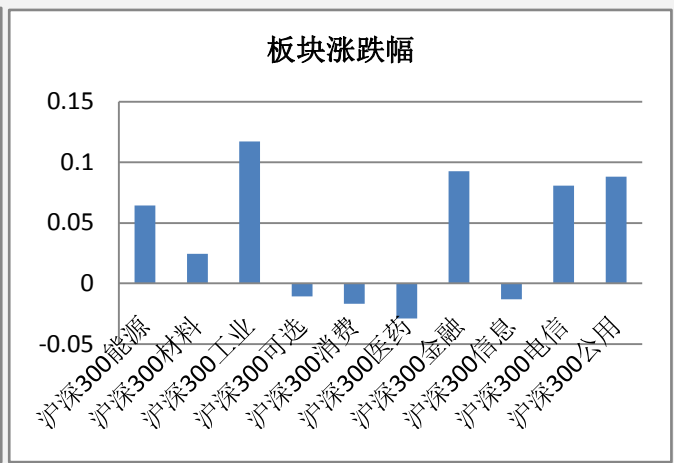
数据来源: wind, 国都期货

图 2: A 股各指数涨跌幅



数据来源: wind, 国都期货

图 3: A 股各板块涨跌幅



数据来源: wind, 国都期货

【本周要闻】

1、中国 11 月金融机构外汇占款环比增加 22 亿元，相较上月增加 661 亿元的规模大幅下滑。

市场前期上涨重要的推动力来自市场流动性宽松，因此流动性的变动对市场的影响也是最大的。一方面当前资金面逐渐偏紧，两周前市场利率就开始了小幅回升，本周更是回升明显；另一方面人民币持续大幅贬值，资金可能流出国内，外汇占款降低，未来被动型货币投放减少；此外本周四开始 IPO 发行，对短期资金面形成扰动，资金面的紧张会扰动期指走势。

2、汇丰 12 月中国制造业 PMI 创 7 个月新低 陷入萎缩

汇丰中国 12 月制造业 PMI 初值 49.5，预期 49.8，为 7 个月来首次低于 50 的枯荣线。计算在央行 11 月 21 日降息的背景下，经济状况依旧没有出现回升的迹象，产出、新订单和就业指数均有所下降。

数据出来之后，股指止跌回升，市场对此反应偏多的主要原因在于对宽松政策的预期。我们看来，股指走势虽然难以通过基本面对进行解释，但是现在的经济情况还不足以支撑牛市的到来，仍然需要静待经济出现明显复苏迹象。

3、乌鲁木齐撤销 10 亿政府债 地方债“变脸”不断

本周地方债关注有所提升：继常州 14 天宁债被提出政府债务的队伍之后，乌鲁木齐财政局周一发文撤销 12 月 10 日印发的《关于将 2014 年乌鲁木齐国有资产投资有限公司公司债券纳入政府专项债务有关事项的通知》，此外山东明确不救助市县级政府债。

对于地方债务的问题关注可能会在明年上半年再次升温，这可能是成为未来拖累市场的不确定因素，一方面随着经济减速，债务到期，地方债违约风险加大，另外一方面也使得明年基建投资等项目的资金来源受到限制，投资增速存在进一步回落的可能。

4、SLO、MLF 双管齐下 央行再放流动性

据路透引述两位消息人士称，中国央行通过短期流动性调节工具（SLO）向部分银行提供短期资金。此外，央行今日还对部分到期的中期借贷便利（MLF）进行了续做。

我们对此的理解是央行只是维持了当前的流动性状况，而没有进一步宽松的措施；此外上一次降息后市场利率不跌反涨，也会使得央行在后续的货币政策中更加审慎。后市的看法是市场宽松预期依然存在，但是短期内央行降准可能性有所下降。

【市场流动性】

本周(12月15日-12月19日)上海银行间同业拆放利率(Shibor)涨幅较大，O/N 上涨 95 个基点收于 3.606%，1W 上涨 178 个基点收于 5.367%，2W 上涨 111 个基点收于 5.32%。（见图 4）

半年期国债收益率、一年期收益率上涨幅度较大。（见图 5）

存贷款方面，11 月新增人民币贷款 8527 亿元，前值为增加 5483 亿元；新增人民币存款增加 6711 亿元，前值为减少 1866 亿元，外汇占款余额增加 21.66 亿元，前值为 660.75 亿元。（见图 6、图 7）。

本周（12月15日-12月19日）央行继续暂停公开市场操作。

图 4：SHIBOR 利率走势

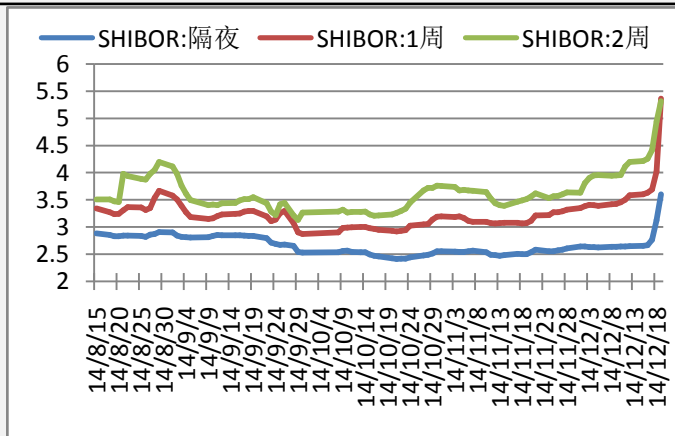
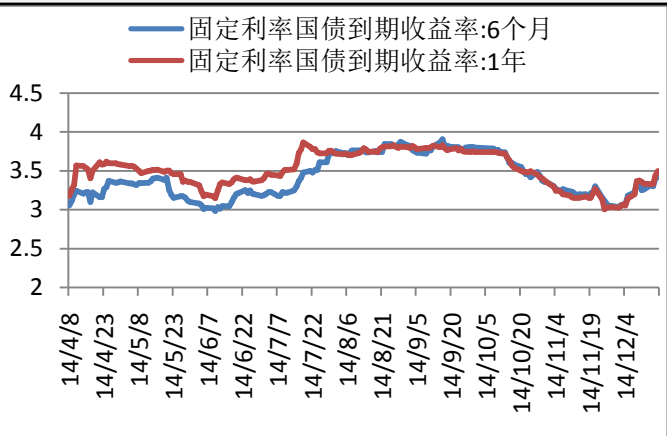


图 5：国债到期收益率走势



数据来源：wind, 国都期货

数据来源：wind, 国都期货

图 6：当月存贷款情况

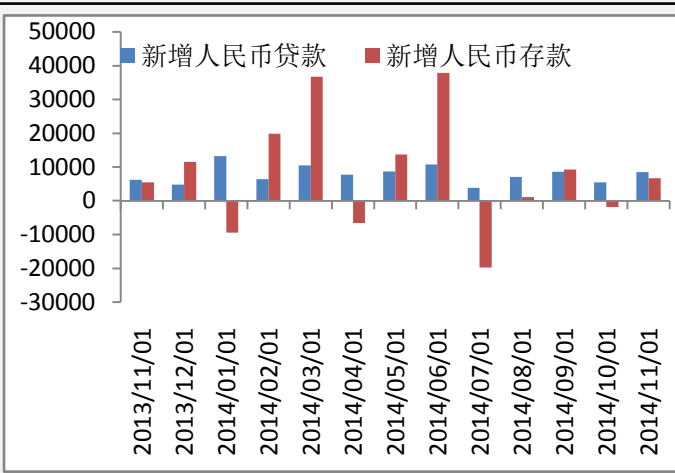
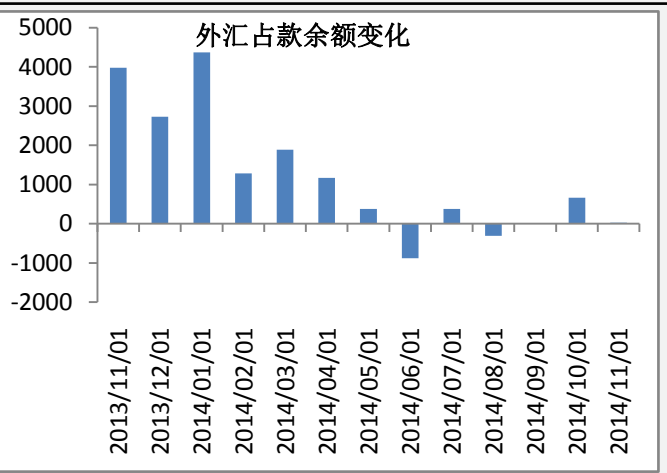


图 7：外汇占款余额变化



数据来源：wind, 国都期货

数据来源：wind, 国都期货

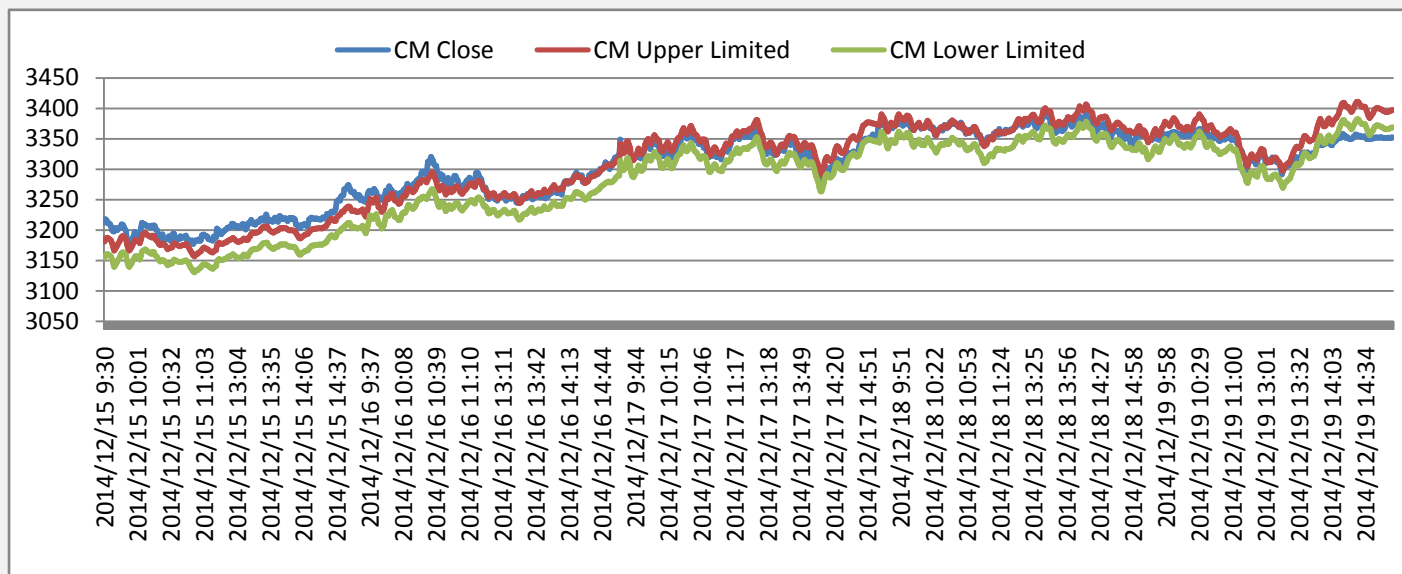
【套利机会回顾】

本周当月合约和下月合约均出正向套利机会，下月合约全周运行在套利区间之外，未回落至无套利区间之内；本周出现跨期套利机会。

提示：图 8 与图 9 描述的是期现套利机会，若蓝线穿越红线代表有正向套利机会（卖出期指合约同时买入现货组合），蓝线穿越绿线代表有反向套利机会（买入期指合约同时卖出现货组合）。图 10 描述的是当月合约与下月合约的跨期套利机会，据我们的测算，目前跨期套利的成本为一个点，价差超

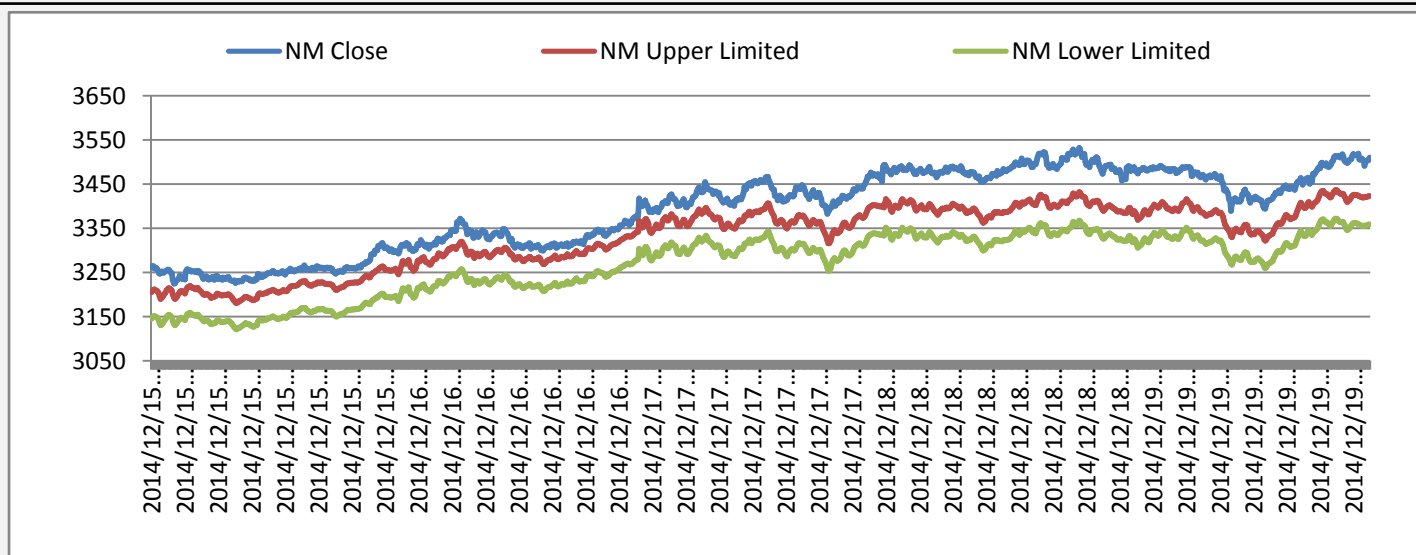
过核心波动区间一个点以上便有套利机会。即蓝线在红线上1个点以上时卖出下月合约同时买入当月合约，蓝线在红线下一个点以上时，买入下月合约同时卖出当月合约。

图 8：IF 当月合约套利机会



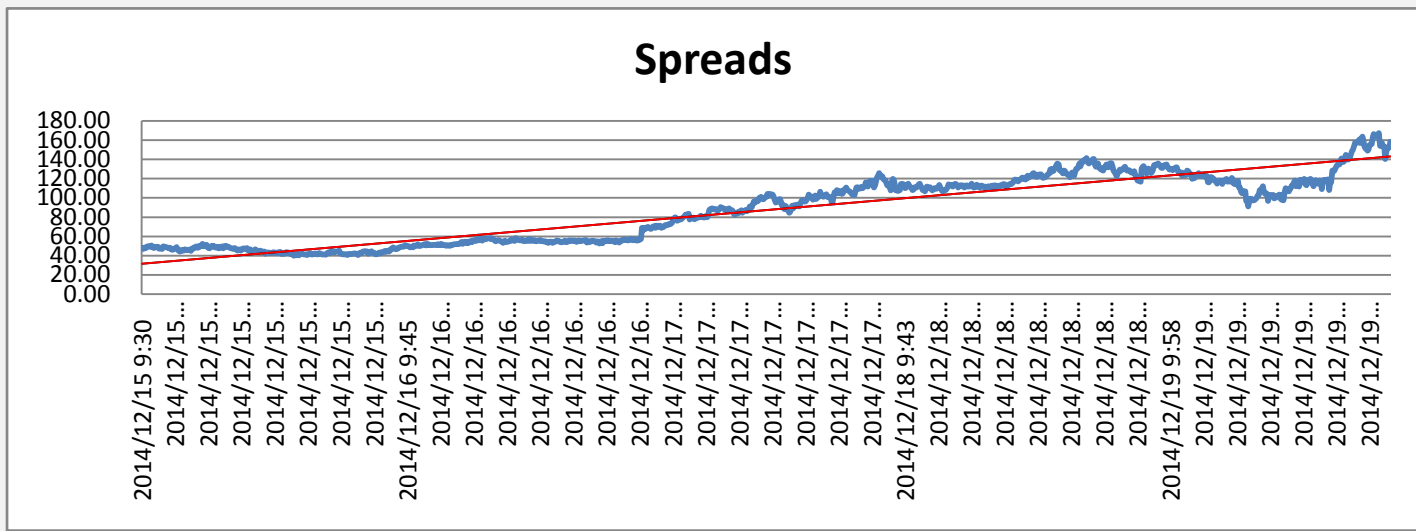
数据来源：wind, 国都期货

图 9：IF 下月合约套利机会



数据来源：wind, 国都期货

图 10: IF 主力合约跨期套利机会



数据来源: wind, 国都期货

【后市研判】

期指本周日内走势均呈现尾盘拉升的情况，市场上涨的动力主要来自消息面：

- 1) 两融风险可控，修复部分上周跌幅；
- 2) 央行通过 SLO 向部分银行提供短期资金，续作 MLF；
- 3) 市场传闻商业银行法修改存贷比。但是这个是需要通过立法程序来实现的，即便事实，也是要在明年三月人大会议之后的事情。

总体来看，这些都是对现有预期的维持，并没有新的可以改变市场格局的预期。站在当前的市场环境来看，下行风险大于上行风险。主要基于以下理由：

- 1) 指数上扬，但是主要是银行等金融板块拉动，没有形成板块轮动效应，难以支撑指数大幅上行；
- 2) 当前的市场流动性环境与之前有所不同，虽然降准预期存在，但是市场利率确实在走高；
- 3) 远期合约高升水对预期存在过度的透支；

我们认为在当前的价位，继续做多的收益风险比较低，较好的策略是暂时观望，等待回调到位后买入，较为激进的投资人可以选择在前期高点附近做空，但是需要设置好止损，并且控制好仓位。

图 11: IF 主力连续合约



图表来源：文华财经，国都期货

【风险提示】

- 3) 如果市场利率短期明显走低，将导致我们做空逻辑失效；
- 4) 如果央行释放进一步宽松信号，也将使得市场预期加强，从而推动股指上行。

免责声明：

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱 (yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。