



2014年12月01日

期指月报

风险偏好渐失，多头止盈

股指分析师：

许统钊

联系方式：

xutongzhao@szjqh.com
0755—83472566 转 132

观点综述：

- 11月，国内股市在流动性宽松的背景下大幅拉升，市场成交量也因火爆的人气而创下历史新高。截止至11月28日，沪深300指数收报2808.82，全月累计上涨11.98%，成交3.96万亿元。期指方面，主力合约1412合约收报2826，较现货指数升水17.2个点。
- 总体上，我们认为当前国内经济仍然难言企稳，经济整体依然面临进一步下行的考验，而在这一过程中，政府所能起到的作用，只是防止下行风险过度放大。
- 在内部需求未能有效企稳前，国内物价形势依然会维持低位徘徊，我们预计，11月份国内CPI指数增速依然维持在1.6%，PPI同比跌幅则将扩大至-2.5%。
- 央行已经开启了货币刺激的道路，未来，如果经济依然未能实现有效企稳，相信央行会继续采取降息，乃至降准的动作。
- 综合来看，当前国内经济依然维持着下行的态势，未有明显改善，市场依托对流动性宽松的预期，不断提高风险偏好，推动股市上行。而目前，这一行为却在发生悄然的变化，这暗示着本轮行情即将面临终结。操作上，建议前期入场的多头头寸以止盈离场为主。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

网址www.szjqh.com



一、行情回顾

11月，国内股市在流动性宽松的背景下大幅拉升，市场成交量也因火爆的人气而创下历史新高。截止至11月28日，沪深300指数收报2808.82，全月累计上涨11.98%，成交3.96万亿元。期指方面，主力合约1412合约收报2826，较现货指数升水17.2个点。

图1 11月沪深300指数走势图



11月，国内股市上涨的主因在于货币宽松加码，市场风险偏好进一步提升。可以看到，11月全月的市场涨幅主要来自于下旬阶段，也就是央行宣布降息之后开展的。央行的举动促使市场预期未来政策层面将会全面转向，流动性的宽松将会再度托起经济，并为股市带来持续的增量资金。

二、经济仍下行，政策仅缓阻

10月规模以上工业增加值同比增长7.7%，不及此前市场一致预期的8%，也低于9月份0.3个百分点。这一数据表明，当前国内经济尚未能有效企稳。下游需求不足以及经济结构问题，依然是掣肘国内经济企稳的主要因素。

1-10月份，国内固定资产投资增速继续维持下行态势，达到15.9%。分行业来看，我们发现，10月份，国内基础设施建设投资增速已经较1-9月份回升了0.43个百分点，这说明面临当前的经济形势，政府部门已经采取相应的措施了。至于房地产方面，其增速达到12.4%，其下行趋势并没有改变，只是降幅较之前几个月缩窄到了0.1个百分点。从短周期角度来看，在政府连续松绑房地产政策之后，促使部分购房者对后市房价产生向好预期，导致近来国内商品房成交有所改善，这有利于缓和当前持续下滑的房地产开发投资。但是，从长周期角度来看，在国内人口拐点已过的背景下，国内房地产投资长期仍将维持下行态势。制造业投资这一块，淘汰过剩产能是当前国内经济主要矛盾之一，短期内，其难以发生实质性转变。而近来，国家在加快推进“一带一路”发展规划，希望能与周边国家实现互利共赢。倘若这一规划真能得到落实，对于当前国内制造业严重过剩的产能，确实能够起到缓和作用，但却不会逆转。主要原因在于国家经济发展规划已经转变，过剩落后的产能已经不适应新的发展形势。

我们看到，虽然政府在通过基建投资支撑经济，但却难以完全抵消房地产以及制造业共同下滑所带来的压力。接下来，我们认为国内固定资产投资仍有进一

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



步下行的风险。

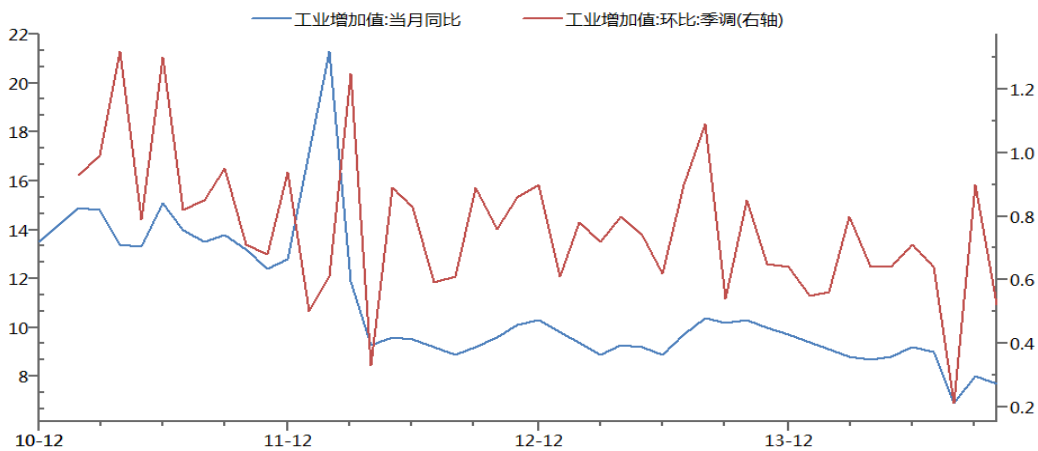
消费方面，10月份国内整体消费形势并没有出现好转，名义增速下滑至11.5%。从各分项指标来看，餐饮消费在10月份有所好转，相信这是受到十一长假的影响。但汽车、石油制品、家用电器以及服装等方面的情况，却依然呈现低迷的形势。这一方面与国内经济弱势有关，另一方面，是受到房地产市场景气的影响。不过，考虑11月份国内“双十一”消费日的影响，我们认为11月份这一数据将会有所好转。

外贸方面，10月份国内出口数据再度出现回落，其主要来源在于欧盟与香港地区。至于东南亚国家以及美国方面，则继续保持稳定增长。欧盟地区的情况，主要在于该地区至今经济复苏态势尚未稳定，导致其实际需求容易出现变化。至于香港地区，前期其数据的大幅上升本来就带有一部分虚假贸易，此次再度回落，应与政府重新严厉监管有关。

未来时段，我们认为国内出口形势仍然不容乐观。根据刚刚闭幕的广交会情况，此届广交会成交总额为291.6亿美元，比春季会议下降了6%，而比去年同期下降了8%。作为国内出口的晴雨表，广交会的成交情况一般会领先于实际出口3-6个月，这意味着未来一段时间内，国内出口形势仍有进一步回落的风险。

总体上，我们认为当前国内经济仍然难言企稳，经济整体依然面临进一步下行的考验，而在这一过程中，政府所能起到的作用，只是防止下行风险过度放大。

图2 规模以上工业增加值走势



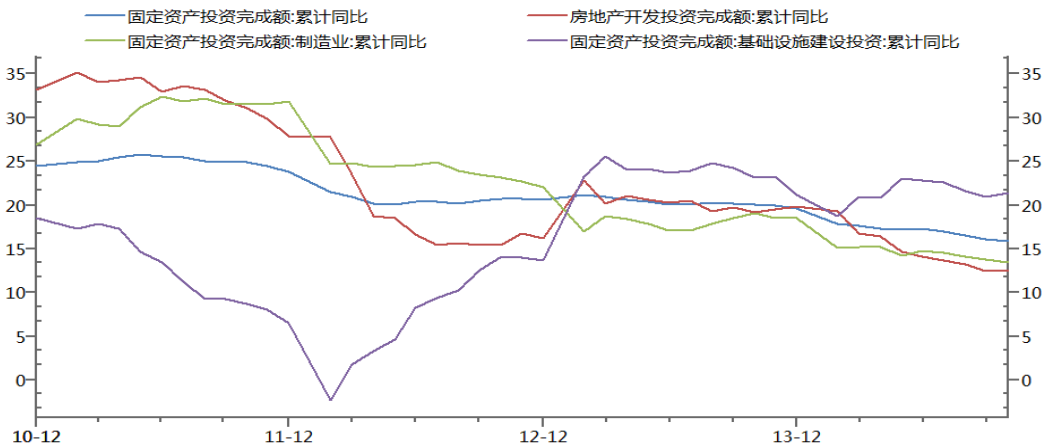
10月份，国内规模以上工业增加值同比下滑至7.7%，较上月回落了0.3个百分点。而其季调之后的环比增速同样出现回落，至0.52%，幅度为0.38个百分点。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图3 国内固定资产投资增速形势



1-10月份国内固定资产投资同比增速下滑到了15.9%，下滑了0.2个百分点；房地产开发投资为12.4%，下滑了0.1个百分点；制造业投资增速为13.5%，9月份该数据为13.8%；基建投资增速为21.38%，回升0.33个百分点。

图4 30大中城市商品房成交情况

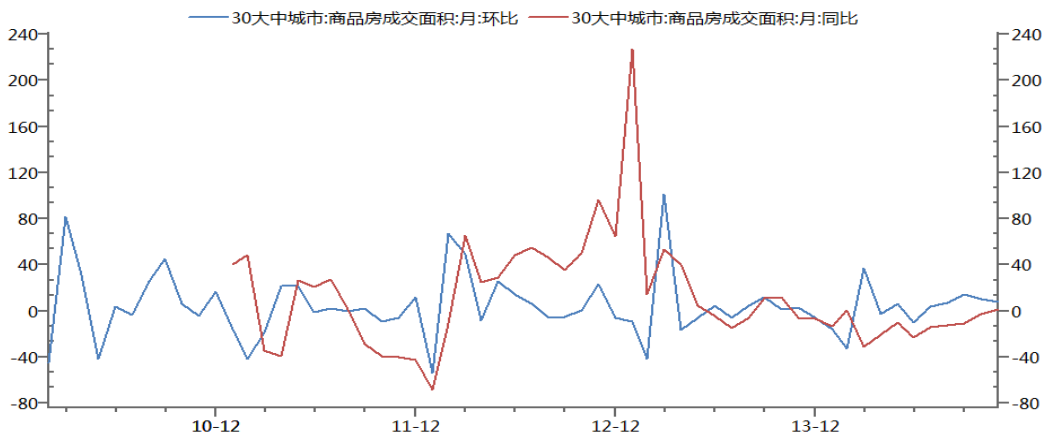
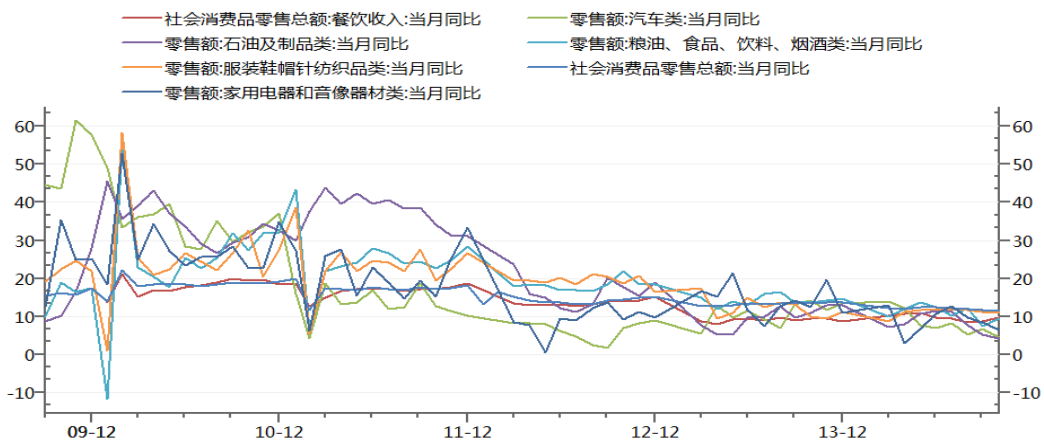


图5 国内社会消费品零售总额变化情况



10月份国内社会消费品零售总额同比增速为11.5%，下滑了0.1个百分点；餐饮收入同比增长9.7%，回升了1个百分点；汽车类消费下滑了2.2个点至4.5%；

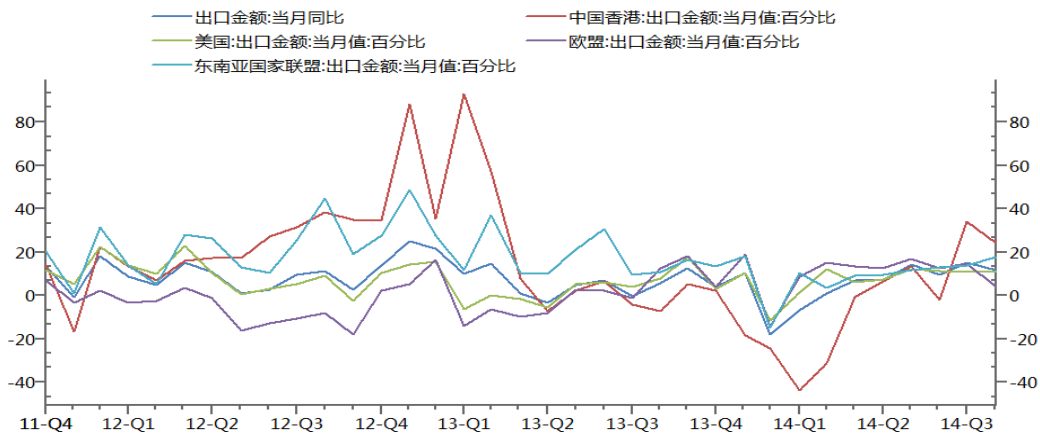
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



石油及制品类则下行至 4.3%；家用电器类为 6.5%，下滑 2 个点；服装类下滑 0.2 个点至 10.9%；粮油食品类则上升至 9.5%。

图 6 国内出口贸易形势



10 月份国内出口增速再度回落，至 11.6%，回落了 3.71 个百分点；其中，美国和欧盟地区的出口增速分别为 10.85% 和 4.06%，幅度分别为 0.1 和 -10.82 个百分点；香港地区为 24.02%，回落 9.96 个百分点；东南亚国家联盟为 17.96%，上升了 4.16 个百分点。

图 7 广交会成交数据

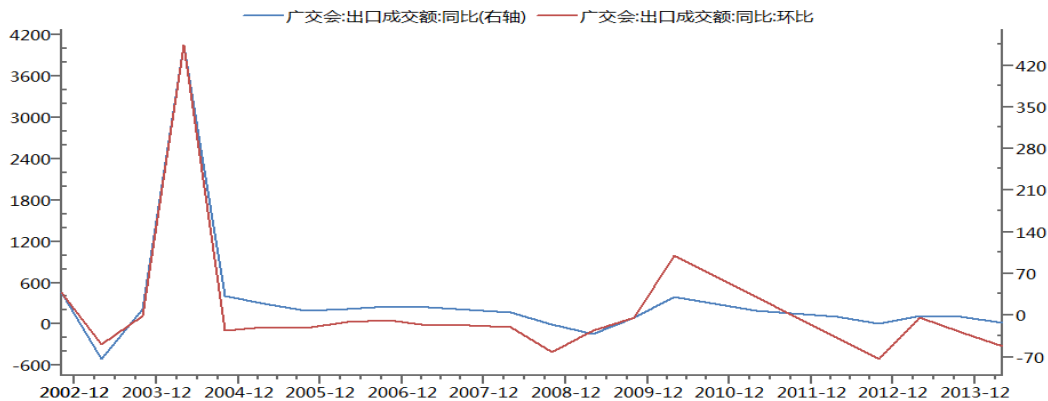
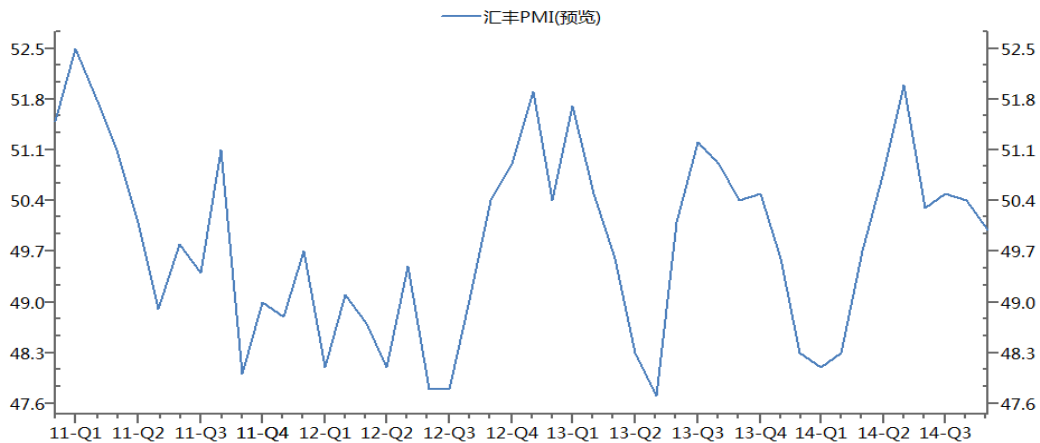


图 8 汇丰中国制造业 PMI 预览值



以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



三、需求不足，物价低迷

国家统计局公布了10月份国内CPI和PPI数据。10月份CPI同比增长1.6%，与9月份持平；PPI同比增长-2.2%，跌幅较9月份扩大了0.4个百分点。在居民物价方面，由于食品价格整体表现温和，并没有表现出大幅的波动，因而没有对整体指数形成太多负面的影响；而非食品价格方面，由于国内工业品出厂价格持续弱势，导致非食品价格亦受影响，进而进一步压制着整体的居民物价指数。

图9 国内CPI价格走势

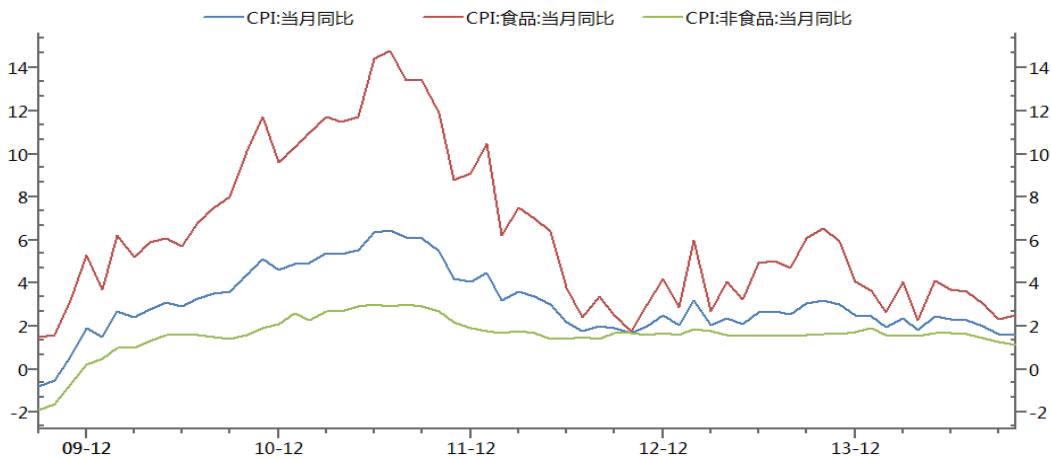


图10 农产品批发价格总指数

图11 农产品批发价格总指数月度同比

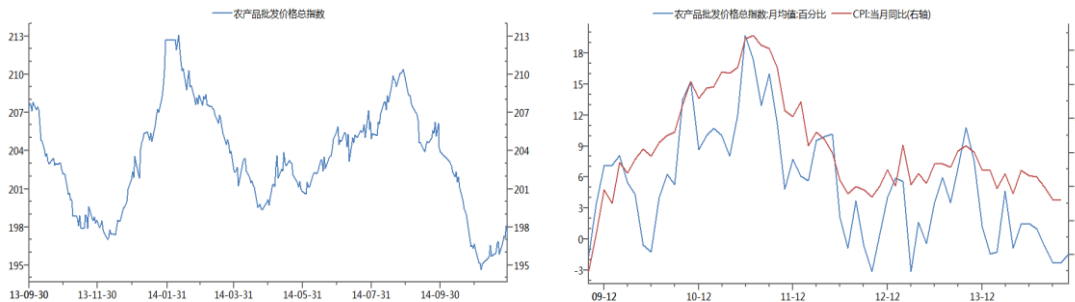
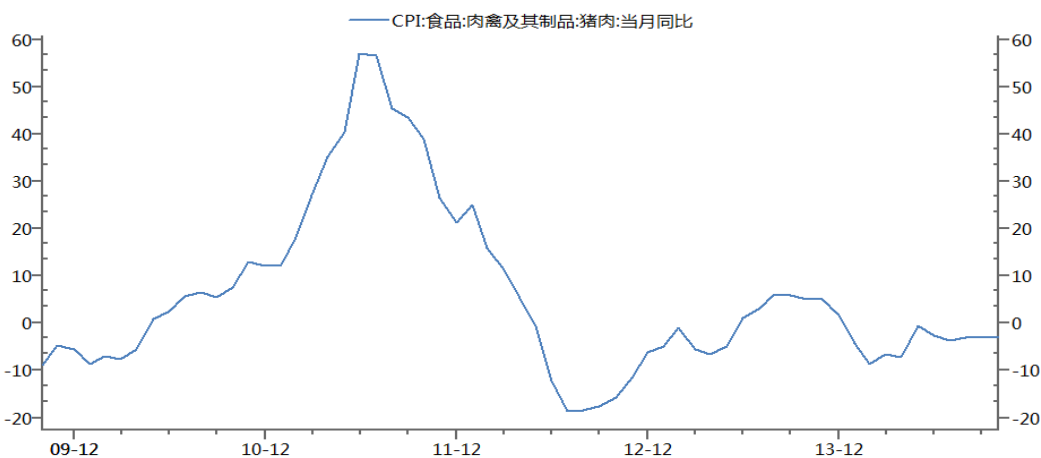


图12 猪肉价格同比涨幅



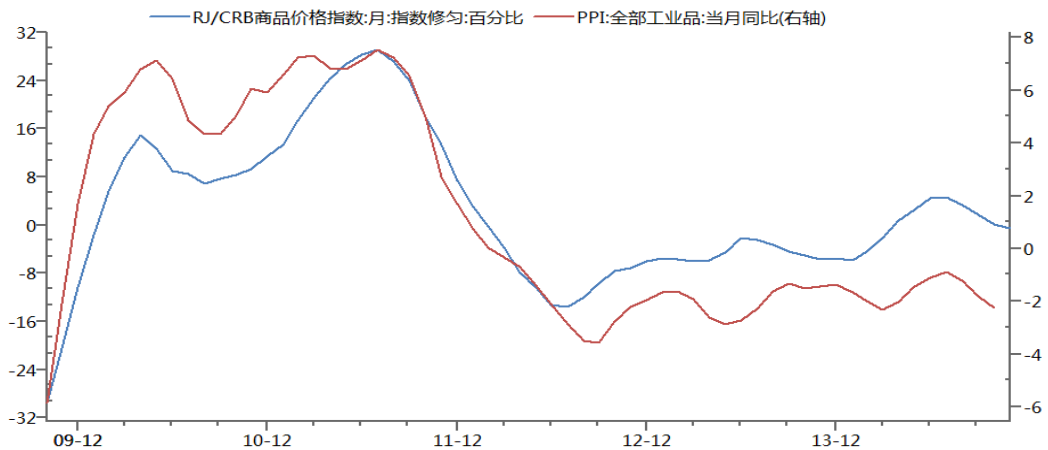
至于PPI方面，其同比跌幅延续扩大走势，其根本原因在于，国内制造业产能过剩的背景下，下游需求并未有效复苏，导致销售端价格难以提升；其次，国际原材料价格持续回落，促使成本端同样下行。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 13 PPI 与 RJ/CRB 指数走势对比



总体上,在内部需求未能有效企稳前,国内物价形势依然会维持低位徘徊,我们预计,11月份国内CPI指数增速依然维持在1.6%,PPI同比跌幅则将扩大至-2.5%。

四、政策转向,宽松持续

10月M2同比上涨12.6%,较9月份小幅下滑了0.3个百分点;M1同比增长3.2%,较9月份回落了1.6个百分点。10月份社会融资规模6627亿元,环比减少了4728亿元;新增人民币信贷5483亿元,环比减少了3089亿元。10月份,国内货币供应数据再次大幅锐减,针对这一情况,我们认为,主要是受到实体经济需求下滑的影响。从供给端来看,央行9、10月份一直通过不同的政策工具向市场注入资金,但这一行为却能传导到整个经济体系中,说明当前实体经济对于资金的需求并不强烈。

11月21日,中国人民银行宣布,自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率:金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%,同时结合推进利率市场化改革,将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍;其他各档次贷款和存款基准利率相应调整,并对基准利率期限档次作适当简并。央行此次下调利率,原因在于响应国务院的决定,意图降低中小企业融资成本。然而,中小企业的融资成本问题并没有那么简单,一方面,国内三大资金黑洞:房地产、地方政府融资平台以及低效率国有企业至今仍在顽抗,银行系统内的资金仍有大部分被其占用,进而导致利率维持高位;另一方面,出于对中小企业本身风险系数的考虑,银行在给其进行定价时,势必提高资金成本。两者是目前中小企业融资成本高企的主要因素。而后,倘若融资成本仍未能回落,央行则可能会有更进一步的动作。我们认为,此次降息表明货币政策的方向已经转变,其是起点,而非终点。

整体上,央行已经开启了货币刺激的道路,未来,如果经济依然未能实现有效企稳,相信央行会继续采取降息,乃至降准的动作。

以上资料仅用作实际交易之参考,本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 14 国内货币供应增速

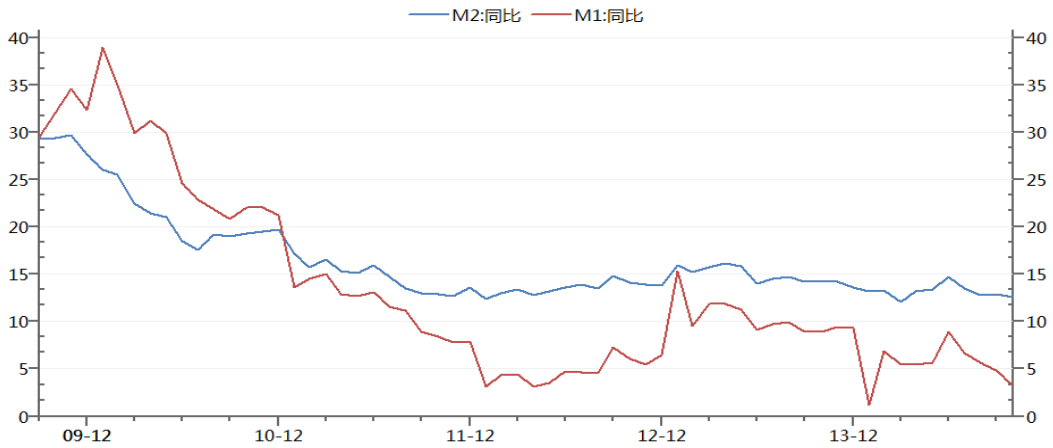


图 15 国内社会融资总量变化

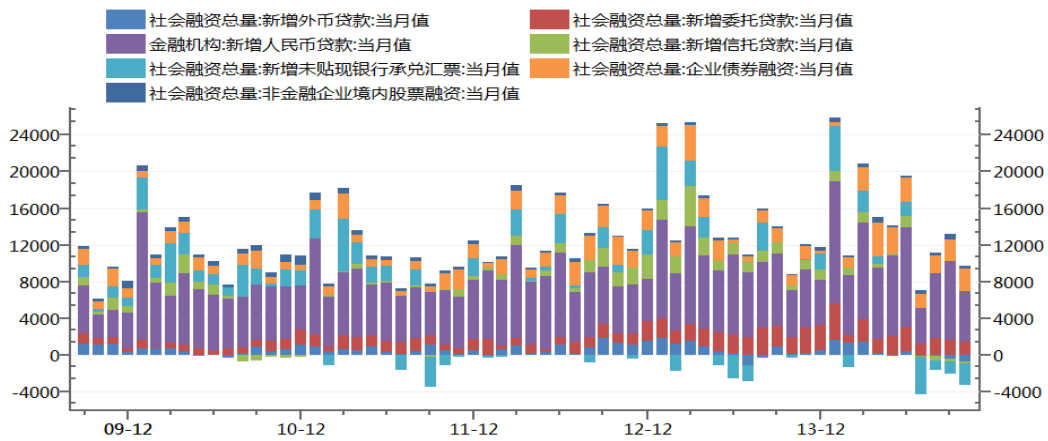
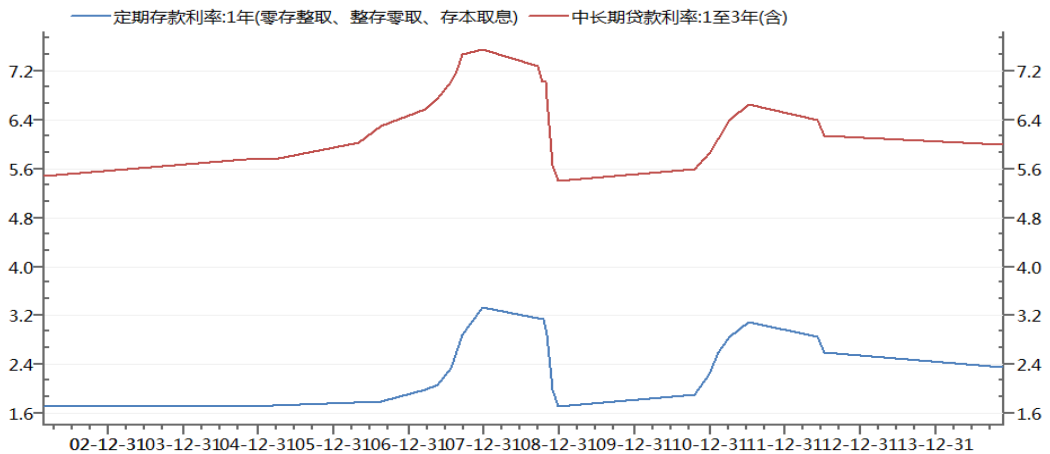


图 16 人民币存贷款基准利率

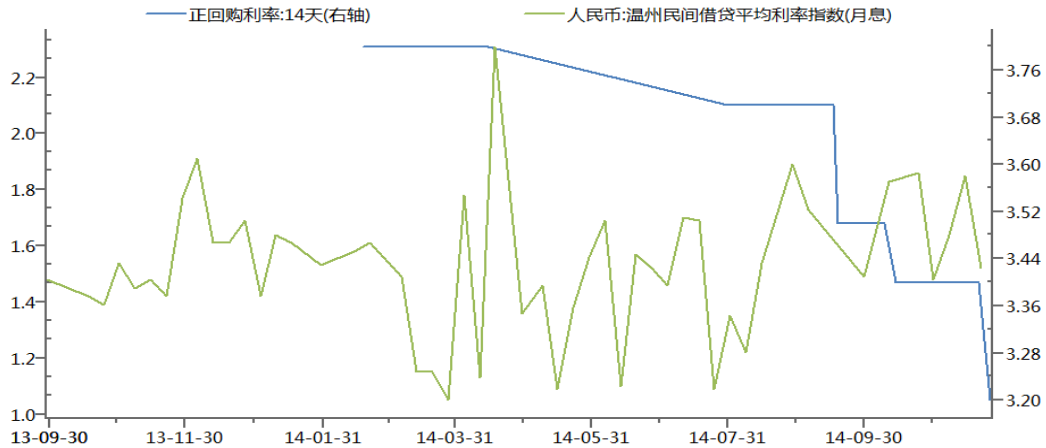


以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 17 央行 14 天期正回购利率与温州民间借贷利率

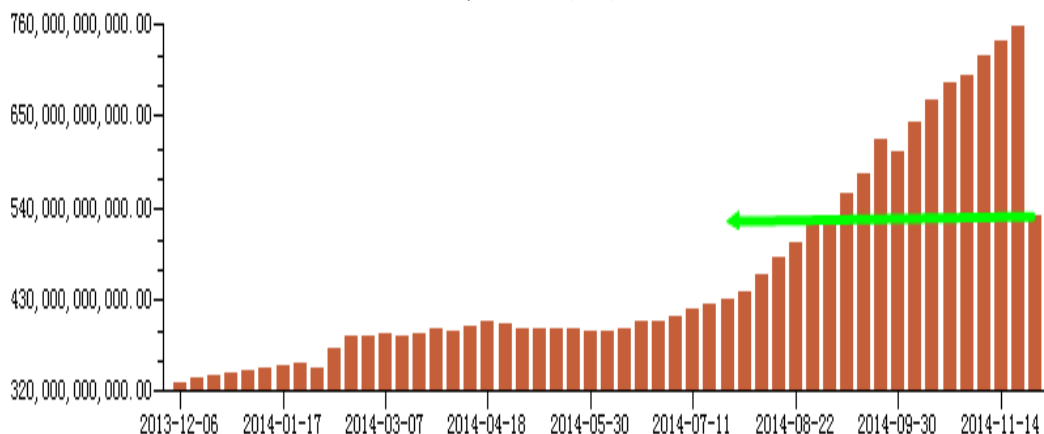


五、A 股市场基本面概览

11 月，市场行情的主线是流动性宽松预期下，市场风险偏好的提升。其实，更确切的说，这一行情主线贯穿了此轮股市的上涨。对于市场风险偏好的程度，我们可以从一个市场指标的表现来进行侧面的观察——融资融券余额。从 7 月底开始，国内 A 股市场融资融券交易便开始急剧增长，其中，以融资买入为主。截止至 11 月 21 日当周，市场融资买入余额约为 7575 亿元，而在 7 月初，该数额仅为 4000 亿元左右。根据从券商方面了解到的信息，目前要在券商那进行融资买入，其资金利率的基准价在 8.5% 左右，而投资者愿意支付高额的资金利息来进行股票买入，正好说明了其风险偏好程度。

不过，目前这一情况似乎正在发生巧妙的转变。11 月 28 日，A 股市场再度大幅拉升，市场成交继续创下历史天量。可是，当日 A 股市场融资买入余额却出现了大幅的锐减，仅为 5290 亿元左右。在市场价格大幅拉升的同时，作为行情主线的市场风险偏好却出现大幅下降，这一现象似乎预示着此轮行情背后的推力已经开始撤退。

图 18 截至日融资余额交易统计



六、后市展望

综合来看，当前国内经济依然维持着下行的态势，未有明显改善，市场依托对流动性宽松的预期，不断提高风险偏好，推动股市上行。而目前，这一行为却

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



在发生悄然的变化，这暗示着本轮行情即将面临终结。操作上，建议前期入场的多头头寸以止盈离场为主。

图 19 沪深 300 指数走势预判



以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。