

通货膨胀 VS 经济转型 2011 股指期货有波澜

摘要



张雷

金融分析师

从业资格证： F0264563

010-84473841

zhanglei@neweraqh.com.cn

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。

- ◆ 2010年4月16日股指正式上市，8个月来运行平稳，交割正常。沪深300指数与股指期货相关度极高，但仍然存在较多的套利机会。
- ◆ 主要经济指标中 Shibor 与沪深300指数高度正相关，且变化领先于指数。M1、M2增速与指数呈一定正相关性；近段时间美元指数与沪深300指数呈负相关性。
- ◆ 从宏观经济形式分析，欧美经济复苏迟缓，美国量化宽松政策和欧债危机致使国际经济金融环境较为严酷，包括中国在内的新兴经济体通货膨胀压力较大。这一切或在2011年二季度前后出现转折。“积极稳健、审慎灵活”的财政货币政策表明在应对国内通货膨胀、人民币升值双重压力中需要更加灵活的政策。2011年内通货膨胀有望得到有效控制，积极进行产业转型，GDP保持较快增长，整体呈现前低后高的态势。
- ◆ 2011年国际经济形式或将出现转折，国内面临通胀、人民币升值和产业转型等多重压力，全年股指期货走势不会是一帆风顺的，全年将会大幅震荡，基本可以分为“震荡—下跌—调整—上扬”四个阶段。

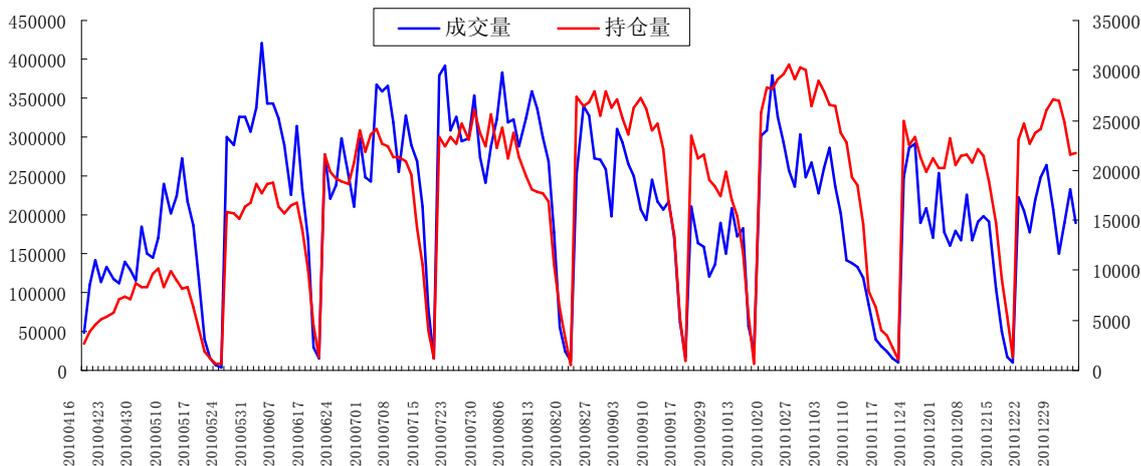
一、市场回顾

即将过去的 2010 年，对于中国经济来说，是形式最为复杂的一年。国外货币量化宽松，国内政策由松到紧。经济“过热”是一季度的忧虑，经济“二次探底”是第二季度的担心；三季度经济企稳，第二季度的担心逐渐淡去，市场也逐步回升；然而四季度风云再起，通胀压力引发政府强力宏观调控，突如其来的加息、一月三次上调存款准备金率、控制物价的“国 16 条”出台。政策方向的改变左右着国内的 A 股市场。

（一）股指期货回顾

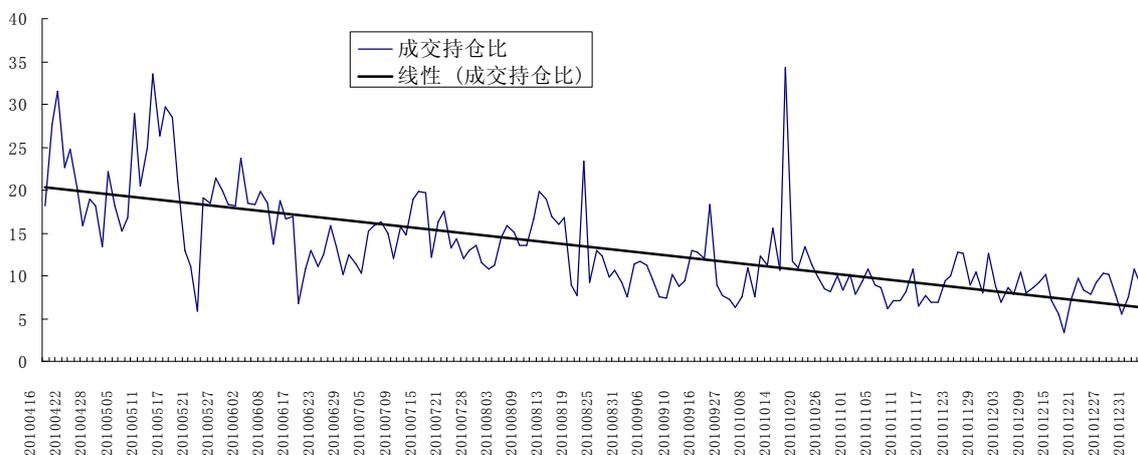
1、股指期货运行平稳，交割正常

沪深 300 股指期货自从 4 月 16 日正式上市交易以来，经历了近 8 个月的风风雨雨。从 4 月到 12 月累计成交量为 91266446 手，累计成交额为 816885.37 亿元。股指期货的持仓量逐渐上升，并维持在 20000-30000 之间的水平。除 IF1005 合约外，各合约的日成交量逐渐回落到 25 万手左右。总体上，从股指期货当月合约成交持仓比来看看，成交持仓比逐渐降低，交易者日趋理性。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 1：股指期货当月合约成交量和持仓量



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 2：股指期货成交量持仓比

2010 年，股指期货共完成了 8 次交割。5 月 21 日，第一个股指期货合约 IF1005 合约迎来交割日，交割量为 640 手，交割金额为 5.28 亿元，交割结算价为 2749.46 点，收盘价为 2749.8 点。IF1005 合约平稳到期，顺利实现了股指期货市场的首次交割，未发生所谓的“到期日魔咒”。之后的合约交割除 IF1101 合约由于市场波动剧烈，交割点差为 1.07 点较大外外，其他合约交割点差均不足 0.5 点。尤其是刚刚交割的 IF1012 合约，交割点差创历史最低，仅差 0.05 点。

表 1: 股指期货各合约交割情况

合约	交割差价 (点)	交割手数 (手)	成交金额 (万元)
IF1005	0.34	3765	306937.62
IF1006	-0.7	14919	1224463
IF1007	0.21	15142	1178297.7
IF1008	-0.15	12736	1118093.5
IF1009	-0.43	16907	1454360.5
IF1010	-0.09	24387	2395983.1
IF1011	1.07	10471	982807.46
IF1012	-0.05	9782	945322.7

数据来源: WIND 资讯, 中国金融期货交易所

2、2010 年股指期货市场的走势与政策息息相关

股指期货正式上市以来，大致经历了下跌——上升和盘整——快速拉升——崩塌式下跌和区间震荡四个主要阶段。而这四个阶段的形成于宏观经济金融环境的变化和政府出台的政策密切相关。下面就一一进行回顾。



数据来源: 新纪元·经典期货版

图 3: 2010 年股指期货走势图

(1) 四月中旬到七月初

就在年初突然上调存款准备金率的影响逐渐减小、对经济过热的担忧刚刚有所缓解的 3、4 月份，当市场震荡上升的时候，2010 年首季度经济数据公布，GDP 增幅达到 11.9%，是 2008 年经济危机以来，GDP 增幅的最大值，也是首次回到了两位数的增速。但是，伴随着经济数据的公布，政府开始出台一系列针对房地

产市场的调控政策——“国十条”及相关细则。这一系列政策在力度上比历史上任何一次房地产调控政策都更严厉、更具体，严重影响了市场预期。在对宏观调控的担忧和经济二次探底的担忧中，股指期货正式上市了。在悲观预期的影响下，股指期货正式交易的第二个交易日就出现了跌幅达6.81%的巨阴线，进一步损伤了市场多头人气。后在5月份再次提高存款准备金率0.5个百分点、清理地方融资平台等宏观政策的影响下，股指期货一路震荡下行，并且这种态势持续了整个第二季度。

（2）七月初到九月底

当二季度的政策阴影逐渐淡去之后，市场从底部逐渐震荡回升，对前期的跌幅进行了小幅的修正。之后从7月底到9月底，市场开始了长达2个多月的盘整。期间，政府又发布了“新国五条”并且各地方政府相继出台实施细则，同时国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定。市场内多空消息交杂。虽然市场震荡重心在逐步提高，除了中小板个股和创业板个股之外，整体市场的成交并不活跃。

（3）九月底到十一月上旬

9月份出台的第二轮“史上最严厉的调控政策”并没有像第一阶段一样引发市场的下跌。9月底时国外环境发生了较大的变化，尤其是美国面临通货紧缩的压力，失业率维持在9%以上的高位。为了应对这一危机，美联储启动了第二轮“量化宽松”的方案，期望通过向市场注资的方式来刺激其国内通胀率的上升，进而刺激经济的复苏。但是美国的这一举措并没有如事前设想的改变美国国内通货紧缩的困境，而是把通胀预期推向了美国、印度等新兴发展中国家。受国外热钱大量涌入、国内通货膨胀预期强烈的影响，股指期货市场出现了逼空式的上涨，股指期货出现了7连阳。这波上涨幅度达到了25%，是股指期货正式上市以来最为有力的一次上涨。中间10月19日突然公布加息的消息也并没有阻挡市场上涨的脚步。

到10月底的时候，股指期货已经运行到了相对高位，市场上压力开始逐步显现出来。股指期货在3600一线附近震荡整理。

（4）十一月上旬至今

期指在高位平台整理之后，由较高通胀引发的对货币政策和财政政策从紧的担忧情绪在市场中不断滋生。市场开始下行，不断收出小阴线。11月11日，盘中“石化双雄”急速拉升，导致市场恐慌情绪急速释放，股指期货创造了最深单日跌幅7.31%，下跌近260点。隔日11月13日，期指再次下挫128.2点，跌幅3.89%。最终，期指以8连阴结束了这一轮跳水，十月份的上涨成果大部分被吞没。

这段时间，CPI连连上升，破4破5。国务院为控制物价过快上涨，从财政手段和行政手段上双管齐下。央行在30日内连续3次上调存款准备金率，大型金融机构的存款准备金率上涨到了18.5%，货币政策逐步收紧，市场反弹的势头被明显遏制。加之年末市场资金面偏紧，股指期货价格在百点范围内震荡。

12月16日，中央经济工作会议闭幕，明年宏观经济政策的基本取向要“积极稳健、审慎灵活”。明年中国的经济将面临更加复杂的国际国内环境，财政、货币政策将对明年市场的走势带来方向性的影响。

（二）股指期货与沪深300指数高度相关，但套利机会大量存在

从图3和图4的对照来看，股指期货和沪深300指数的走势几乎一致，两者之间的关系比较紧密。但是股指期货的价格是现货指数的预期，当市场对未来指数强烈看涨时，其价格相对沪深300指数的价格就会略高，期货和现货之间的价差就较高；当市场对未来指数看跌时，其价格也相对表现弱势，期货和现货之间的价差就会减小，甚至是负值。

图 5 是股指期货正式上市以来，当月合约的走势以及当月合约与沪深 300 指数的差值走势图。为了能够使价差情况完整的表示出来，周期选择为 30 分钟。

从当月合约期现价差的走势图来看，价差大部分时间运行在-20 至+30 之间的区域中。当进行股指期货的期现套利交易时，一般合约上市之初的无风险套利区间的边界较宽，大概在 35 至 40 点左右。按照这个成本来计算，期现套利交易的交易机会是随时存在的，利润空间也能够保持 10 个点左右。考虑到市场异常变化，按照每笔交易 2000 元左右的净利润计算，大致每笔交易的收益率能够维持在 0.15%-0.2% 之间。

2010 年的行情中，股指期货当月合约期现价差有两个比较特殊的时段。第一个时段是股指期货刚刚正式上市到 5 月上旬（5 月 10 日）的近一个月的时间里。这段时间股指期货当月合约的期现价差从 90 点附近开始迅速回落到 20 点附近后又拉起至 90 点附近。这段时间是股指期货上市之初，价差走势还不十分稳定。期价虽然快速回落但是期现价差并没有同步回落而是高位震荡。

第二个时间段是从 10 月中旬到 11 月中旬，这段时间，股指期货当月合约的期现价差出现了从底部急速拉高后又快速回落的走势，形成了一个倒 V 字型。期现价差的低点从-20 点左右到高点 130 以上，上下价差振幅达到了 150 点。这段时间股指期货价格也处在急速拉升的阶段，市场多头人气较旺；在股指期货价格高位盘整的时候，大量的期现套利带来的期指空单打压期价，期现价差由高位回落。之后由于股指期货在高位压力较大，股指期货的多方人气也逐渐开始退去，随着市场的崩塌式下跌，股指期货当月合约的期现价差再次回探到-15 的低位。



数据来源：新纪元·经典期货版

图 6：股指期货当月合约与沪深 300 指数价差（5 分钟周期）

从这幅 5 分钟股指期货当月合约期现价差的走势图（图 6）能够更明显的看到，11 月初时期现价差一度高达 170 以上。在从股指期货大跌后的震荡盘整中，期现价差一直维持在一个较为平稳的范围内，基本围绕着无风险套利区间的成本带上下震动。最近的主力合约 IF1101 的期现价差较前期主力合约的表现较高，大部分时间处在升水状态，表明短期市场对后市还是看好的。

次月合约的期现价差走势与当月合约的期现价差走势差别较大。在股指期货上市之初，股指期货次月合约的期现价差曾一度逆着合约价格的下跌而上升，峰值也达到了 310 以上的高点。这种情况的出现有两种原因：一是沪深 300 指数受到主力的打压，二是市场对未来的预期较好，次月合约价格维持在高位。随着次月合约价格的进一步回落，市场对期货前景逐渐看淡，价差回落到较为合理的区域中。次月合约的期现价差 20-80 之间，现对于当月合约，一直处于较为强势的位置。



数据来源：新纪元·经典期货版

图 7：股指期货次月合约与沪深 300 指数价差（30 分钟周期）

从股指期货当月合约与次月合约之间的价差图（图 8）也可以看出，当月合约与次月合约的价差一直维持在一个较高的水平上。这个数值较两合约之间的理论价格差要更大一些，可以说次月合约相对于当月合约基本是一直处于升水状态的。



数据来源：新纪元·经典期货版

图 8：股指期货当月合约与次月合约价差（30 分钟周期）

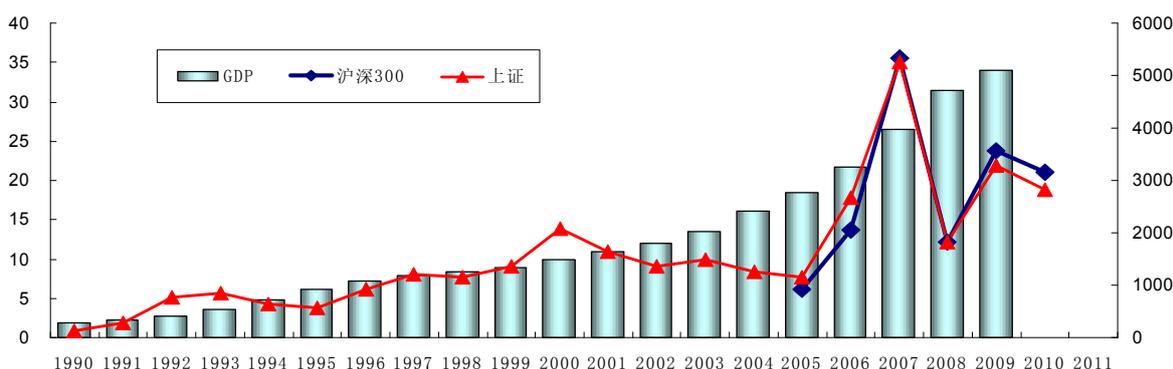
二、主要经济指标对沪深 300 指数的影响

股指期货的价格变化的动力表面上是买卖双方博弈的结果，实际上是市场对宏观经济运行状况的认知和反馈，国内外宏观经济的变化是其变动根源。下面就根据各主要经济指标的历史数据与沪深 300 指数、上证指数之间的关系，来分析其对沪深 300 指数的影响。

（一）国内宏观经济指标走势与沪深 300 的关系

1、GDP 走势与沪深 300 指数的关系

今年 GDP 增速有所回升，1-3 季度 GDP 增速达到 10.6%。预计全年 GDP 增速为 10%，GDP 总额达到 37 万亿元。



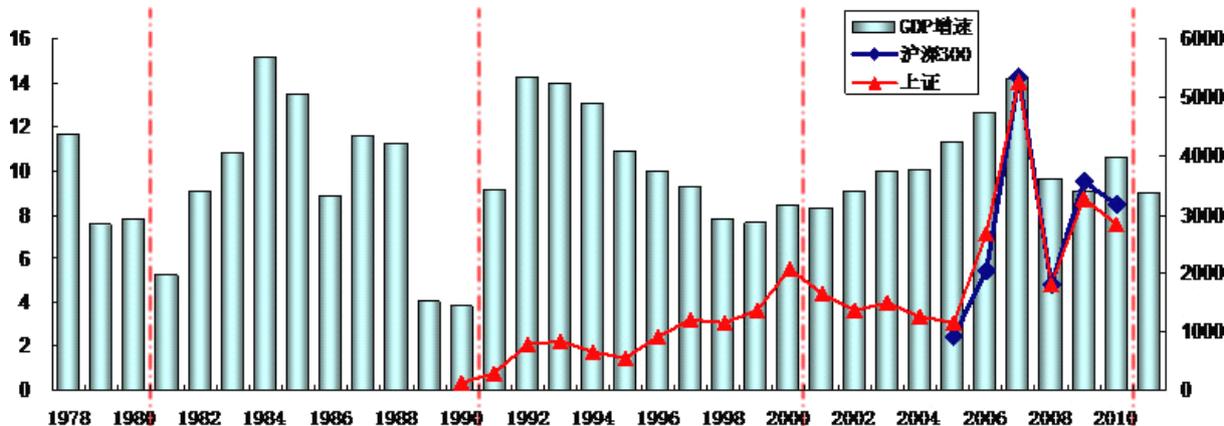
数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 9：GDP 总量、沪深 300 指数、上证指数关系图

图 9 是从 1990 年以来 GDP 总量与上证指数年底收盘价、沪深 300 指数年底收盘价之间的关系（数据截至 2010 年 12 月 24 日）。从图像上来看，上证指数的点数与 GDP 总量大体上呈现正向相关关系，但在局部时间，受到经济过热推动和全球经济危机的影响，股市出现较为异常的波动。但从总趋势上没有改变。

从 GDP 的增速上来看，近 30 多年以来，中国经济发展的周期性还是十分明显的，基本上以 10 年为

一个周期。股市运行 20 年间，从 GDP 的增速与上证指数年末收盘价、沪深 300 指数收盘价（数据截至 2010 年 12 月 24 日）之间的关系来看，其间的关系并不十分直观。甚至在 1995 年到 2005 年这 10 年间，上证指数的收盘价与 GDP 的增速之间还形成了负相关的走势。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 10: GDP 增速、沪深 300 指数、上证指数关系图

2、货币供应量与沪深 300 指数的关系

货币供应量，是指一国在某一时期内为社会经济运转服务的货币存量，它由包括中央银行在内的金融机构供应的存款货币和现金货币两部分构成。我国从 1994 年三季度起由中国人民银行按季向社会公布货币供应量统计监测指标。参照国际通用原则，根据我国实际情况，中国人民银行将我国货币供应量指标分为以下四个层次：

M0：流通中的现金；

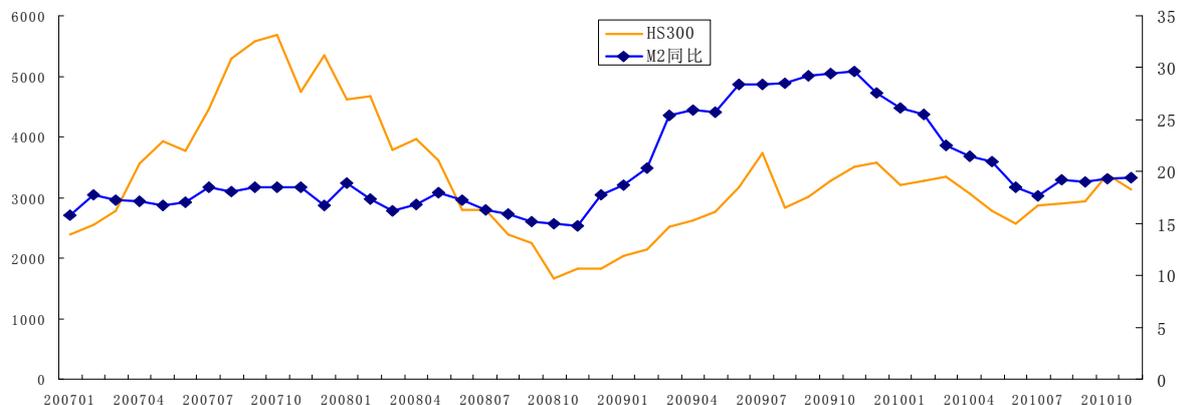
M1：M0+企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款；

M2：M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款；

M3：M2+金融债券+商业票据+大额可转让存单等。

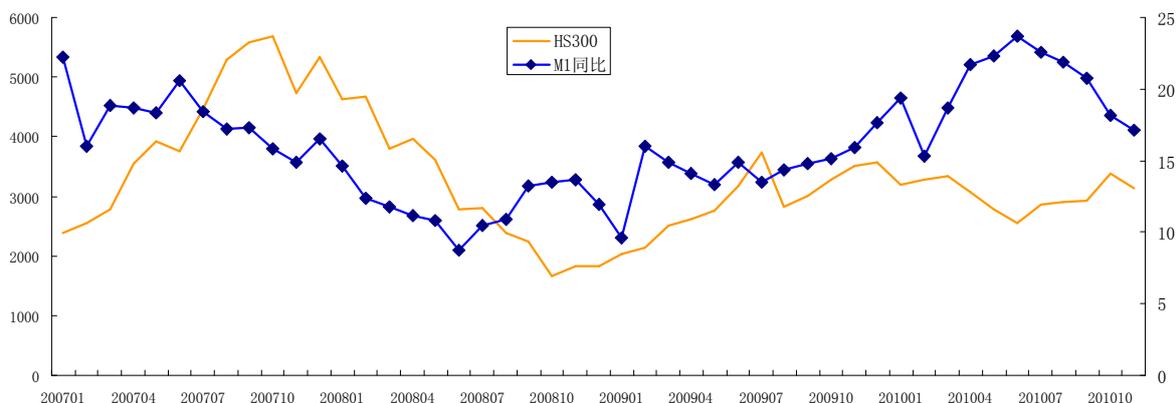
其中，M1 是通常所说的狭义货币量，流动性较强；M2 是广义货币量，M2 与 M1，的差额是准货币，流动性较弱；M3 是考虑到金融创新的现状而设立的，暂未测算。

下面两幅图分别是广义货币量的增速与沪深 300 指数之间的关系图以及狭义货币量的增速与沪深 300 指数之间的关系图。从图像上来看，M1 和 M2 的走势与沪深 300 指数之间的契合度较高。在 M2 的增速较为稳定的时候，M1 增速的变化方向与沪深 300 指数的变化趋势较为一致，大致领先 3 个月左右。当 M2 的增速增加时，沪深 300 指数也呈现上升趋势；当 M2 的增速下降时，沪深 300 指数也开始回落。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 11: 沪深 300 指数与 M2 同比增速关系图



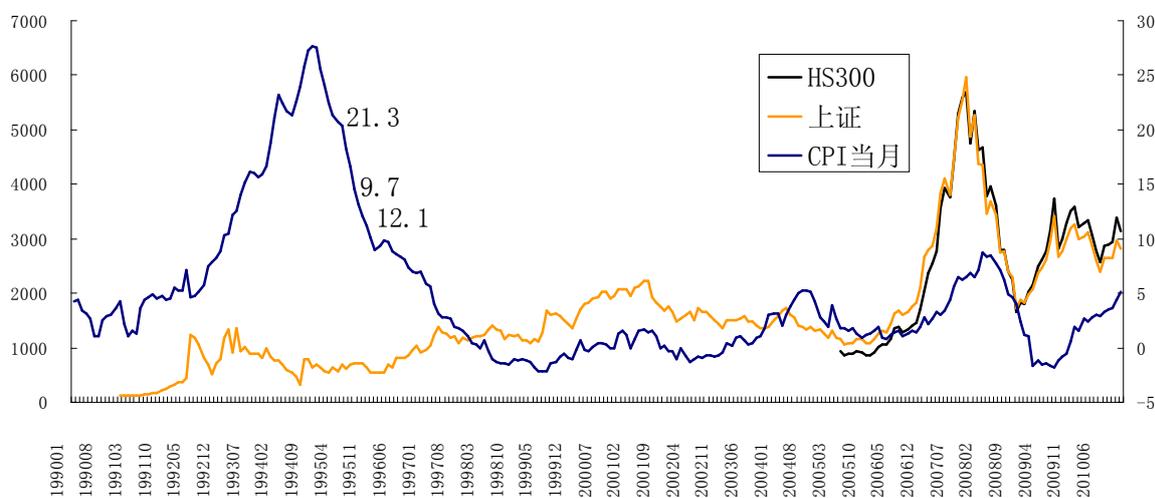
数据来源: WIND 资讯, 截至 2010 年 12 月 24 日

图 12: 沪深 300 指数与 M1 同比增速关系图

3、消费物价指数与沪深 300 指数的关系

居民消费指数是反映与居民生活有关的商品及劳务价格统计出来的物价变动指标,通常作为观察通货膨胀水平的重要指标。CPI 是一个滞后性的数据,但它往往是市场经济活动与政府货币政策的一个重要参考指标。

单纯的看 CPI 和沪深 300 指数之间的变化关系,沪深 300 指数与其联系并不十分明显,考虑到政策面的因素,当 CPI 没有就进入下降通道时,上证指数和沪深 300 指数难以有效的从下降趋势中缓解出来。

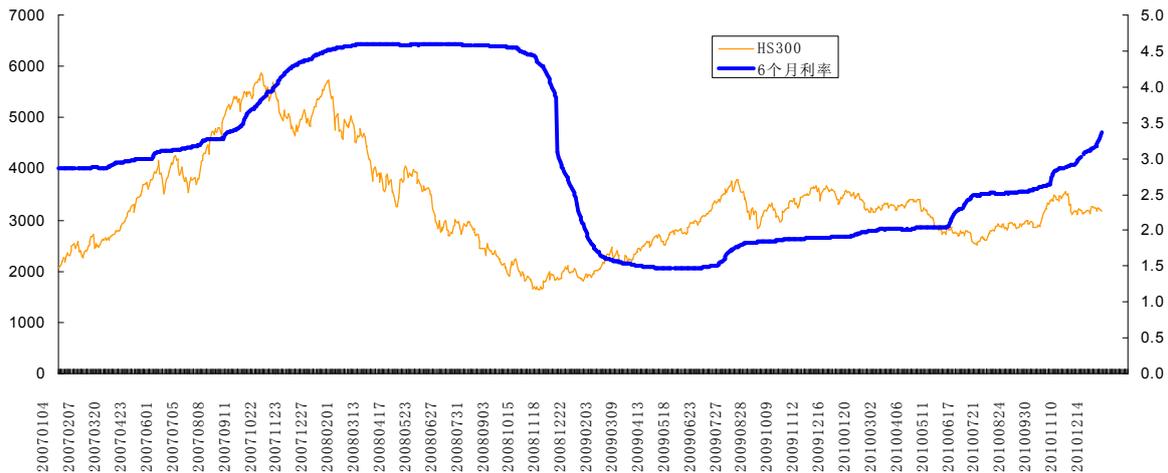


数据来源: WIND 资讯, 截至 2010 年 12 月 24 日

图 13: CPI 指数、沪深 300 指数、上证指数关系图

4、上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 与沪深 300 指数的关系

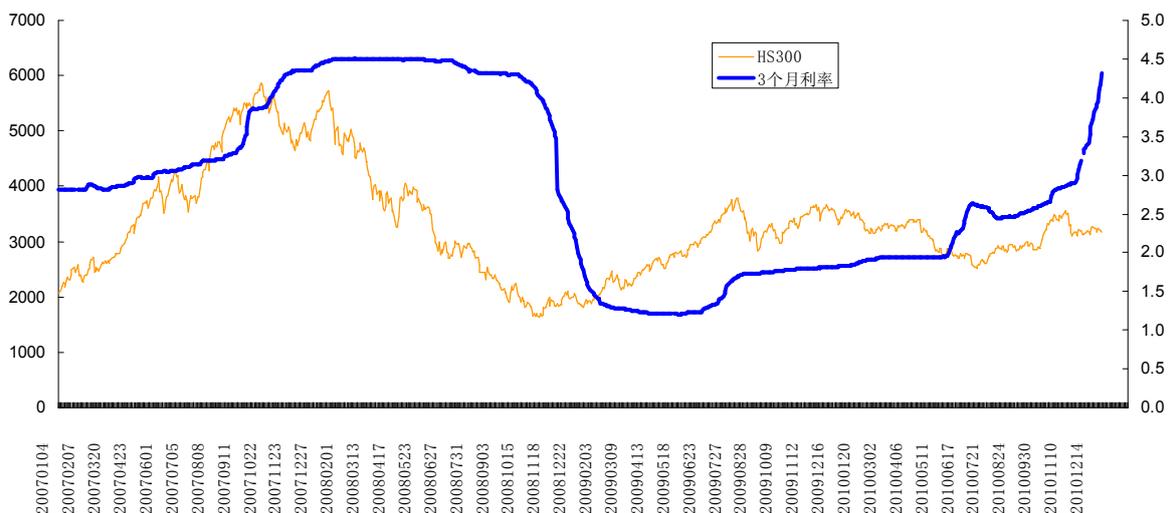
股市涨跌的动力是股票的买卖,股票的买卖与国内资金充裕与否有着密切的关系。反映资金宽裕程度的关键指标就是银行同业拆放利率,它是对资金使用成本的衡量。当市场资金较为宽裕的时候,资金的拆借比较容易,Shibor 就相对较低;当市场资金较为紧张的时候,资金的拆借比较困难,Shibor 就是相对较高。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

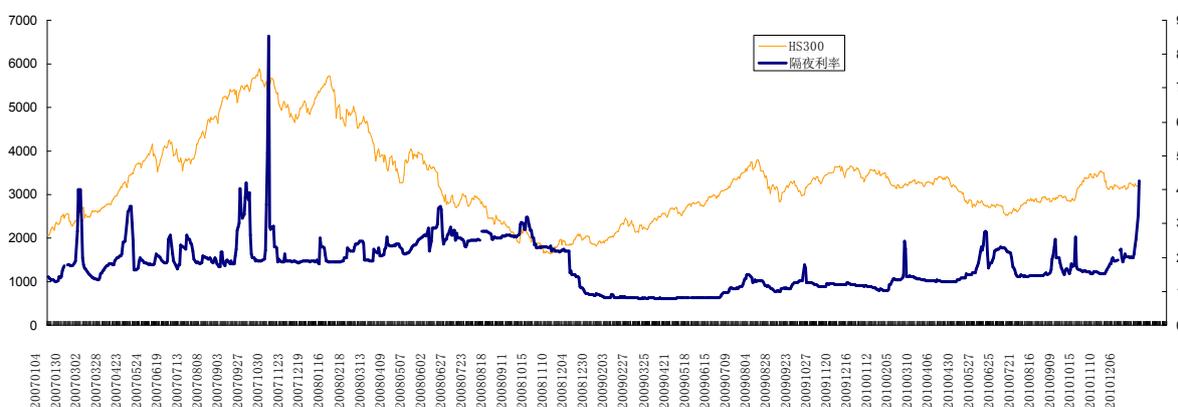
图 14: 6 个月周期 Shibor 与上证指数之间的关系图

从上图可以明显的发现，每当利率有所上升的时候，不久都会伴随着市场的一次下跌尤其是以 2007 年底开始的一次大幅的调整，同业拆借利率一直处于高位运行。近期 6 个月同业拆借利率快速上升，表示市场资金面开始紧张，后市不容乐观。从 3 个月和隔夜拆借率的变化上这种规律也是十分明显的。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 15: 3 个月周期 Shibor 与上证指数之间的关系图



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 16: O/N 周期 Shibor 与上证指数之间的关系图

（二）国外宏观经济指标走势与股指期货、沪深 300 指数之间的关系

1、美元指数与沪深 300 指数的关系

美元指数（US Dollar Index®即 USDX），是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。

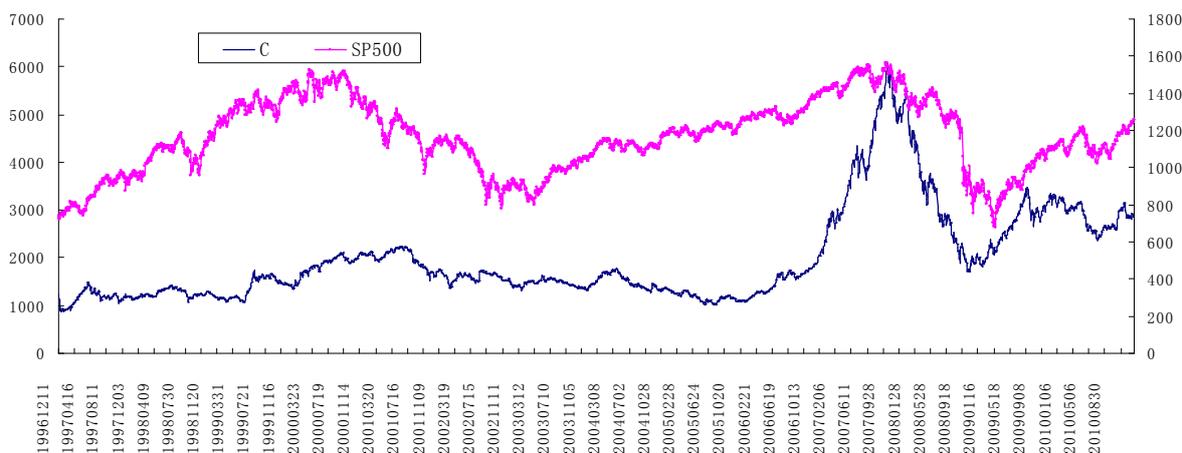
中美之间互为最大的贸易伙伴，美元指数的变化会对国内大宗商品市场、我国的进出口都有较大的影响，将会间接的作用于股市。但从美元指数和沪深 300 指数的走势图来看，1990 年到 2006 年之间的 16 年间，美元指数与沪深 300 指数的走势基本表现为正相关；而在 06 年股市开始大涨时开始，美元指数与沪深 300 指数基本呈现负相关的情形。从近期美元指数和沪深 300 指数之间的关系分析，明年如果美元反弹，对沪深 300 指数有不利的影响。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 17：美元指数与沪深 300 指数的关系

2、美国股市与沪深 300 指数的关系



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 18：标准普尔指数与沪深 300 指数的关系

从标准普尔指数与沪深 300 指数的关系图来看，两者之间的关系并不是十分的密切，近期的相关度不高。两国股市的走势之间的规律性不强。但是近一段时间，标准普尔指数与沪深 300 指数的相关度较高，对我国股市有一定的影响，在今后的市场中有一定的指导作用。

（三）主要宏观指标与沪深 300 指数之间的关系总结

从四个国内的宏观经济指标和两个国外的宏观经济指标的分析中，Shibor 与沪深 300 指数的关系最为密切。可用资金是否充足直接影响着沪深 300 指数的高低。当短期 Shibor 升高时，市场往往会出现短期的下跌，当中长期 Shibor 升高时，市场会在一个较长的周期内出现下跌走势。同时 Shibor 的变化往往会领先于市场的变化，可以作为大盘变化的晴雨表。

M1、M2 指标虽然也是表示资金量的宏观经济指标，但是由于 M1、M2 代表的资金含义比较广泛，并非全部都与资本市场相关，因此在关系上与沪深 300 指数的关系表现的不如 Shibor 与沪深 300 指数之间的关系紧密。同时 M1、M2 的数据是每月公布一次，有一定的滞后性，只能在较大周期范围内对市场的变化予以把握。

CPI 的变化相对来说，较为滞后。当市场中资金量较为宽松、市场过热时，CPI 值较高；而市场中资金量较为紧张、市场过冷时，CPI 值较低。因此 CPI 是反映宏观经济状态的一个窗口，是政府进行宏观调控的一个重要依据。当 CPI 出现异常变化时，也意味着宏观经济政策也会进行相应的调整，整个市场环境就会出现根本的变化，影响未来的走势。进而间接对 Shibor、M1、M2 等指标进行影响。

美元指数、标准普尔指数与沪深 300 指数之间的关系不是一成不变的，而是在不同的时期表现出的相关性不同。在现阶段，美元指数表现的与沪深 300 指数走势相背，而标准普尔指数走势与沪深 300 指数呈现弱相关。据此分析，一旦美元指数大幅反弹，将对沪深 300 指数产生较大的负面冲击。

三、2010 年宏观经济形式政策回顾及 2011 年展望

单一的经济指标只是一个度量，是对经济运行状况的表征，不是引起沪深 300 指数变化的根本原因。很明显的，沪深 300 指数的变化对于政策的变化更加敏感。国际政治、经济环境和国内政策的变化会对沪深 300 指数的变化产生深刻的影响。

（一）国际环境

1、两轮量化宽松货币政策之后，美国明年二季度或会开始收紧

为了应对相比 2010 年上半年骤然减缓的经济复苏势头以及居高不下的失业率和通货紧缩的风险，美联储在 11 月推出第二轮量化宽松货币政策。在高失业、弱复苏、低通胀的国内经济情况，量化宽松政策有其合理性。但由于美元的世界货币的性质，此举对全球来说却有着巨大副作用：可能扭曲全球金融市场，加大美元贬值预期，导致热钱流向新兴经济体。今年 10 月份我国股市和大宗商品价格的爆发式上涨与此密切相关。

从总体上说，尽管 2010 年由于爱尔兰债务危机引发了美元的小幅反弹，但这种反弹是短期的难以持续，在明年美国经济步入强劲复苏轨道之前，美元都会受到压制。

今年 10 月，美国的失业率依然高达 9.6%，美国的失业率保持在 1883 年以来的历史高位。目前来看，新增非农就业人口在连续四个月回落之后 10 月再次转增，QE2 的实施还将继续改善就业市场，甚至有可能进一步实施 QE3。

同时 2010 年度财政赤字高达 1.3 万亿元、以及较低的通货膨胀率，都使的美元走势在短期内难以形成有效反弹。

但值得注意的是，美元的贬值时间已经持续了 8 年之久，已经达到了历史上的最长记录。中期内，不宜过分看空美元。如果今年二季度美元经济的复苏势头强劲，非农人口失业率下降 4-5 个百分点，美元加息的预期会更强烈，美元可能会形成一次较为有效的反弹。到时会发展中国家的资本市场和大宗商品市场带来不小的冲击。

2、欧债危机扩散，财政紧缩计划影响增长

欧债危机始于 2010 年年初的希腊债务危机，虽然在欧盟与国际货币基金组织联合下得以控制，建立了 7500 亿欧元的稳定基金。但是严重阻碍对欧盟各国的经济复苏势头，影响了各国的信心。然而，2010 年第四季度，爱尔兰也爆发了债务危机，进而引发了市场对葡萄牙、西班牙等国的担忧。债务危机暴露出欧元区存在严重问题，市场对欧元信心受到了严重的损害，同时也使得市场对全球经济复苏的前景产生了忧虑。这种忧虑也成为 11 月 11 日股市大跌的导火索之一。

欧元区各个国家对紧缩计划给予了越来越多的重视。尽管政府正严肃地解决债务问题以及 4400 亿欧元的稳定机制的出台，但周边国家仍受到市场缺乏信息的不利影响。由于欧洲各国债务处在一个长期的可持续性的情况下，当稳定机制在 2013 年终止，这些受到债务危机影响的国家的竞争力将减弱，财政紧缩的负面影响也将使其经济增长受到重大影响。

由于欧元区内各成员国处在不同的经济周期中，各个国家在经济增长、就业、通胀、信贷、房地产市场以及进出口等不同层面的表现差别较大，单一的货币政策难以实施。激进的货币政策一是会与部分国家紧缩的财政政策冲突，二是可能引起德国等出口导向型国家的经济过热，欧洲央行出台新定量宽松政策的可能性较小，明年世界资本对新兴经济体的冲击将会逐渐减弱。

3、新兴经济体的通货膨胀加剧，2011 年或有转折

今年的全球经济，过热和过冷同时存在。对于美日欧等发达经济体来说，即便不能说有通缩之虞，至少也远看不到通胀威胁。但对许多新兴经济体来说，通胀威胁则已然降临。中国、韩国、巴西、印度今年的通胀率均超过政府设定的上限。

印度年内 6 次上调利率，回购和反向回购利率提高到了 6.25% 和 5.25%。巴西也年内 3 度加息，将基准利率从历史最低水平的 8.75% 上调至 10.75%。2010 年中国从 2007 年以后的 3 年来重启加息进程，分别于 10 月 20 日和 12 月 26 日两次上调人民币存贷款利率，同时 2010 年 6 调存款准备金率，存款准备金率已经达到了历史最高水平。

货币政策转向成为这些国家的共同选择。无一例外，眼下出现通胀威胁的国家均认为明年通胀可控。但应对通胀的宏观调控手段则带来了新的不确定因素，收缩过紧将会影响经济的可持续性发展，会阻碍新兴经济的正常发展。同时，如果美国经济复苏进程正常，2011 年二季度前后开始有计划的加息和刺激美元反弹，新兴经济体流入的外国资本将会向发达国家回流，这对由于热钱流入引发经济过热的新兴经济体来说是一种较大的打击，主要新兴经济体要防范市场由热转冷的风险。

4、中美汇率之争将继续，人民币升值压力较大

在经济复苏乏力、失业率居高不下以及国会中期选举的政治压力下，美国近期贸易保护主义行动进一步升温，美国会众议院 29 日以 348 比 79 的投票结果通过《汇率改革促进公平贸易法案》，旨在对所谓低估本币汇率的国家征收特别关税，赋予美国商务部更大权限。实际上，这项法案的矛头直指中国人民币汇率。

事实上，今年以来人民币汇率已然步入了升值的通道，不仅人民币汇率始终与美元汇率保持着近年来的最高值，而且在美元对西方主要货币不断升值的情况下，由于目前人民币汇率与美元汇率实行单一挂钩，今年以来美元在西方货币市场的反弹，也导致人民币对其他西方主要货币不断升值，其中对欧元和英镑分别升值了 5.22% 和 7.47%，造成了人民币有效汇率新一轮的升值。2010 年度人民币汇率升值幅度已逾 3%。

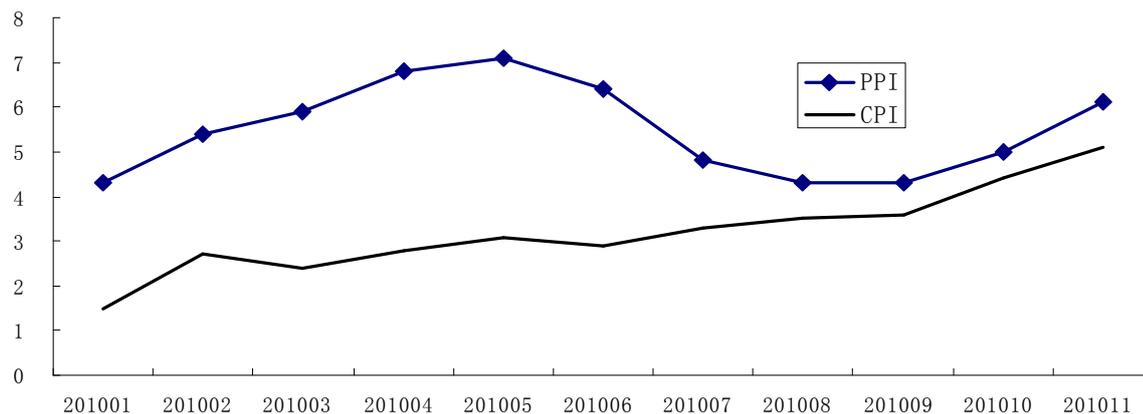
虽然人民币的升值能够增强国内对人民币资产价格的信心、缓解通胀预期的压力、人民币国际化进程也会随之市场的需要进一步加快，但是面临当前过度宽松的国际环境，国外投机性热钱通过各种方式隐蔽的流入国内，影响国内经济运行的稳定，给政府带来了两难的抉择。

然而，近期两次的加息，表明政府在对通胀问题的高度重视，相较加息对热钱的吸引，预防通胀是更为紧急的事情。可以通过“池子”储存热钱，通过其他手段加强监管。人民币的升值是必然的趋势，是世界货币多元化的必然要求，是人民币成为国际货币的必经之路，但快速升值、过高的估值人民币是对中国经济有害的。中美之间的汇率之争还将持续下去。

（二）国内环境

1、通胀苗头初起，2011 年将遭“严控”

由于 2008 年金融危机之后，世界各国为了应对危机对国内经济的影响，刺激国内经济的发展，纷纷出台各种措施。以美国为代表的两轮大规模的量化宽松政策，导致了世界上各国的货币大量发行，形成了全球范围的流动性泛滥。而在国内，2009 年以来的货币政策现对宽松，7.5 亿元的信贷规模、四万亿规模的经济刺激计划、十万亿规模的地方融资信贷，以及应对国际热钱涌入而增发的对冲货币，均使得国内的货币总量大大超出的市场实际需求。通货膨胀不可避免的有抬头之势。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

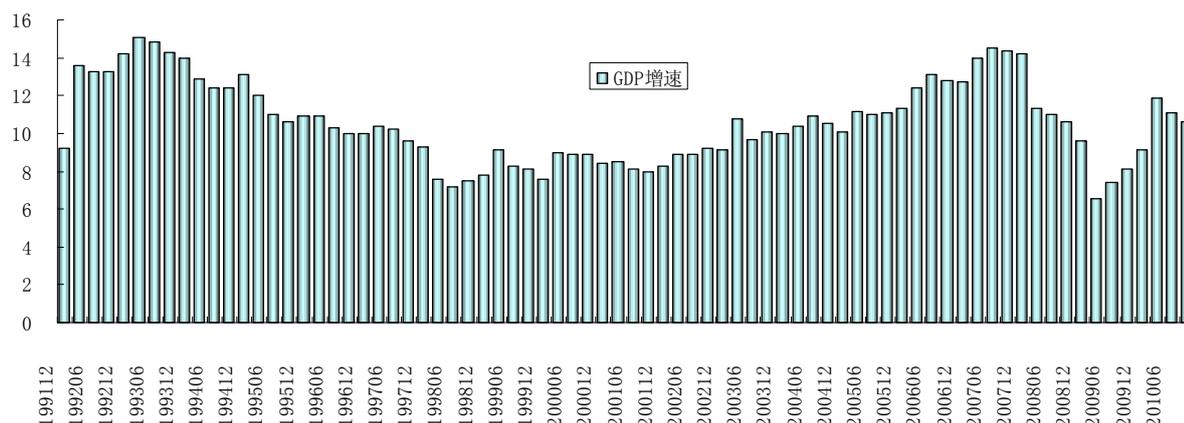
图 19: 2010 年 PPI 和 CPI 序列图

今年高企的 PPI 指数本有从高处回落之势，但今年后半年，CPI 的节节高升使得 PPI 指数再次冲高。为了严控通货膨胀，在起发展为恶性之前将其扼杀，中央政府出台了一系列的政策。11 月 17 日，温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署稳定物价的政策措施，提出要在必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施。11 月 19 日，国务院下发了控制物价的 40 号文件，各地各部门纷纷制定相应措施贯彻落实国务院 40 号文件的 16 项要求。11 月 29 日国务院总理温家宝昨天主持召开国务院常务会议，决定对《价格违法行为行政处罚规定》作出修改，修改后的规定草案将相互串通、恶意囤积、捏造散布涨价信息以哄抬价格、牟取暴利的行为作为惩处重点，加大了处罚力度。同时，10 月 20 日和 12 月 26 日两次上调人民币存贷款利率 25 个基点，年内 6 次上调金融机构存款准备金率至 18.5%，已经达到了历史最高水平。

在严厉的行政手段和货币政策的双重调整下，物价已经逐步趋稳，蔬菜价格明显下降，粮食猪肉价格也回落。两节期间是严控物价的重点时期，短期内 CPI 过快上涨的势头有望得到遏制。虽然明年上半年还会受到美国量化宽松政策的冲击，对国内稳健的货币政策有一定的影响，但是从最近政府显示出的治理通货膨胀的决心来看以及今年后半年 CPI 的高企，明年的 CPI 走势将呈现前高后低的走势。届时货币政策或会有适当的调整。

2、GDP 保持较快发展，明年呈现前低后高

从之前 GDP 增速的年度数据中，能够明显的看出我国 GDP 的增长大致以 10 年为一个周期。2010 年是这个周期的尾声，经济的增速从 2008 年金融危机带来的不利影响中恢复了过来。2010 年 1-3 季度 GDP 累积同比增长约 10.6%。随着上一个 10 年发展周期的即将结束以及十一五规划的步入尾声，经济发展方式的转变的要求越来越迫切，加上国际主要经济体经济复苏的步伐的延缓，国际经济形势不利的因素，2010 年的各季度的 GDP 增速逐渐降低。



数据来源：WIND 资讯，截至 2010 年 12 月 24 日

图 20: GDP 季度数据序列图

2011 年是十二五规划实施的开局之年，是新型产业的布局之年，基础建设投将会再度成为短期 GDP 增长的动力。但是由于为了抑制通货膨胀，将会在一定程度上“牺牲”经济的增长速度。一季度 GDP 或将与今年 4 季度持平或略低。二季度随着通胀压力的降低，以及外围经济环境的回暖，GDP 的增速将会逐渐回升。若前两个季度的经济发展水平较高，三、四季度或将出台或落实一系列的产业调整措施，这将对 GDP 的增速有一定程度的影响，但是世界经济都处在复苏之中，相交 2 季度，GDP 增速将持平或略微上扬。整体上，2011 年 GDP 增速将会呈现前低后高的态势。

3、产业转型，新兴产业或将受益

“十二五”规划的主基调就是“加快转变经济发展方式”，以改革为主题，以创新为内容，“加快”是关键，“转变”是成败。十二五规划中，发展仍然是第一要务，但在世情、国情和社情的大发展、大调整、大变革中，“不得不全面调整，走‘坚持以人为本，坚持全面、协调、可持续，坚持统筹兼顾’的道路”。“十二五”期间，我国将下大力气，推进自主创新与产业升级，提升发展品质和产业竞争力，推动产业由规模优势向技术优势转变。“加快转变、赢得先机，最根本的依靠是科技，最关键的措施是大力提升自主创新能力。”

我国“十二五”规划加快发展战略性新兴产业，在节能、环保、新能源、生物等领域重点突破，“战略性新兴产业代表了科技创新和产业发展的方向，可以带动新一轮的技术革命，是现在全球都在抢占的未来经济发展的制高点。”

表 2: 十二五规划提出的战略新兴产业

新兴产业	重点领域
高端装备制造业（支柱产业）	航空航天、海洋工程装备、高端智能装备
节能环保（支柱产业）	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业（支柱产业）	下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路、高端软件
生物产业（支柱产业）	生物医药、生物农业、生物制药
新能源（先导产业）	核能、太阳能、风能、生物质能
新能源汽车（先导产业）	插电式混合动力汽车、纯电动汽车

但从沪深 300 指数结构的结构上来分析，新兴战略产业的发展，无法对沪深 300 指数的上升起到应有的作用。由于投资将向新兴产业倾斜，原有的传统产业、权重板块的上升力量有所减弱。市场转型之初，由于发展力量的摊薄，也不利于沪深 300 指数各板块的上涨，沪深 300 指数将会保持相对的弱势。

4、“积极稳健、审慎灵活”政策对 2011 年中国资本市场的影响

一年一度的中央经济工作会议于 12 月 10 日到 12 日在北京召开。经历了经济形势“最复杂”的一年，如何为应对 2010 年遗留的难题迎接 2011 年即将到来的挑战，愈发使 2010 年的会议更加重要。中央经济工作会议确定了 2011 年一年的宏观经济政策的基调，是影响 2011 年经济走势、资本市场变化的重要因素。

会议提出，明年经济工作的总体要求是：以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性，加快推进经济结构调整，大力加强自主创新，切实抓好节能减排，不断深化改革开放，着力保障和改善民生，巩固和扩大应对国际金融危机冲击成果，保持经济平稳较快发展，促进社会和谐稳定。

宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活，就是要继续实施积极的财政政策，发挥财政政策在稳定增长、改善结构、调节分配、促进和谐等方面的作用；保持财政收入稳定增长，优化财政支出结构，下决心压缩一般性支出，厉行节约；加强地方政府性债务管理，坚决防止借“十二五”开局时期盲目铺摊子、上项目。

宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活，就是要实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，更好地服务于保持经济平稳较快发展；进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

积极的财政政策、稳健的货币政策是继 1998 年后第二次采取这种“一松一紧”的政策取向。面临当前人民币对外升值对内贬值、国际主要经济体复苏步伐缓慢以及国内经济发展结构失衡的问题，这是较为稳妥的解决办法。积极的财政政策表明明年政府对经济发展的投资刺激不会停止，尤其是“十二五”规划的头一年，按照我国历来经济发展的规律，GDP 的增速会稳定上升，在五年规划的前两、三年完成目标，对股市的发展是一种利好。稳定的货币政策出自于对全球流动性过剩以及国内预防通货膨胀的考虑，能够投入股市的流动资本将会受到抑制，对股市走势起到不利的作用。

综观 2011 年的宏观经济，上半年将主要以“稳健”为核心，下半年以“积极”为核心。

四、2011 年股指期货走势展望

在综合前面对经济指标与沪深 300 指数关系的分析和对 2011 年国内外主要宏观经济因素的分析的基础上，我们可以得出这样一个结论，2011 年股指期货走势不会是一帆风顺的，全年将会大幅震荡。结合前面的分析，2011 年股指期货的走势可以大致分为“震荡——下跌——调整——上扬”四个阶段。

第一个阶段是今年一季度，由于通货膨胀压力的存在，年初以“牺牲”部分经济增长速度为代价来控制通货膨胀向恶性方向发展。但是，这一阶段全球流动性泛滥的外部环境没有改变，同时行业政策因素的防通胀政策与防热钱投机政策之间相互博弈，这决定这一阶段将不会平静，股指期货年初的反弹将受到抑制，以震荡态势为主。

第二个阶段阶段以一季度末到二季度为主，这一阶段国内的“稳健”货币政策带来了的利空效果继续释放，而美国经济复苏势头或会出现好转，国际流动资本有回流发达国家之势。这对国内的股市来说无异于釜底抽薪。同时产业转型也处在起步阶段，“八”方高估值的股票的表现未必持续强势，而“二八”风格难以有效转化，内外交困的情况下股指期货将进入一个较大的下跌过程。

第三个阶段在年中以后，市场从下跌中逐渐企稳，进行自我调整。通货膨胀的压力也在半年左右的治理中逐渐缓和，较为严厉的货币紧缩政策将逐渐减少，市场的偏空氛围将淡化，市场各方力量再次博弈平衡，此阶段以股市的调整为主。

第四个阶段在年末，在经历了前三个阶段的调整之后，股市逐渐步入上升通道。虽然年末是政策出台较为密集的时期，也是经济发展调控的主要阶段，对上升有一定的抑制作用，但是总体趋势应以上扬为主。

2011 年或会是世界经济发生转折的一年，世界主要经济体的经济将加速复苏；2011 年是防通胀的关键一年，是体现政策审慎灵活的关键一年；2011 年也是股指期货从出生转向成长的一年，股指期货市场规避系统风险、服务经济稳定的功能将更加突出，套期保值、期现套利、跨期套利等操作也将更加成熟，我们期待着 2011 年股指期货市场的不凡表现！

免责声明

本研究报告由新纪元期货有限公司撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本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, 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。

联系我们

总 部

地址: 江苏省徐州市淮海东路 153 号新纪元期货大厦

电话: 0516 - 83831105 83831109

北京东四十条营业部

地址: 北京市东城区东四十条 68 号平安发展大厦 403、407 室

电话: 010 - 84263809 84263892

南京营业部

地址: 南京市北门桥路 10 号 3 楼

电话: 025-84787996 84787997 84787998

广州营业部

地址: 广州市越秀区东风东路 703 号粤剧院文化大楼 11 层

电话: 020 - 87750882 87750827 87750826

苏州营业部

地址: 苏州工业园区苏华路 2 号国际大厦六层

电话: 0512 - 69560998 69560988 69560990

常州营业部

地址: 常州市武进区延政中路 2 号世贸中心 B 座 2008-2009

电话: 0519 - 88059972 88059971 88059978

杭州营业部 (筹)

地址: 杭州市上城区江城路 889 号香榭商务大厦 7-E

全国客服电话: 0516-83831105 83831109