

## A股面临新经济战略机遇

华安基金 翁启森

过去的一年，A股的利好因素在利率市场反映得比较充分。从整体上看，今年各大市场有望稳步复苏，中国将是全球关注的焦点，这是从海外各大市场情况总结得出的判断。

但是，仍旧有很多人无法理解，当宏观经济下行压力增大之时，缘何资本市场能有如此表现？这一点，从2009年的美国可以找到参考。那时的华尔街，面临美国宏观经济“成绩单”并不好的局面，在用了几乎所有可用的货币工具之后，在实体经济尚未复苏的情况下，美国资本市场从2009年“走牛”至今，经历了约6年的牛市，打破过去几十年的纪录。

投资者惯常的思维一般是实体经济

资本市场更看重实体经济中长期的表现。从整体上看，今年各大市场有望稳步复苏，中国将是全球关注的焦点。未来中国8年到10年的改革前景，将是投资者在A股市场的信心和动力之源

不好，资本市场没有机会。但是不要忘记，资本市场的眼光更看重实体经济中长期的表现，未来中国8年到10年的改革前景，将是投资者在A股市场的信心和动力之源，这一点至关重要。今年开年以来，新经济尤其互联网金融概念板块的表现可圈可点，说明新经济发展未来还有很大空间。

从过去我国的负债结构看，中央

政府的负债率不高，大概只有30%至40%，我国的居民负债率也不高，这一点从我国的消费型贷款规模很小就能看出。因而，在推动财政改革和负债改革的进程中，资本市场将扮演非常关键的角色。2014年中国证监会、中国银监会、中国保监会不断推出新举措，推动金融市场的多样化并不断完善多层次资本市场。未来促进资本

市场改革，将对其他各个层面的改革起到关键作用。

从海外资金的态度看，在去年开通沪港通之后，海外资金快速反应，QFII、RQFII加速进场，充分说明海外资金对A股市场的信心。如果未来MSCI把A股指数纳入新兴市场指数，这对各类海外投资者的影响将更为巨大和深远。

从改革红利释放看，无论是国企改革还是其他层面的改革推进，都值得投资者关注。尤其是物联网的发展，未来生活将再无线上线下之分，几乎一切都被网络所联接。投资者应抓住这个巨大的机会，从这一技术跃迁中有所收获。

## 债市活跃犹存风险

中信建投证券股份有限公司 云清泉

“春节前后是货币政策变化的敏感时点，市场预期乐观或将为现券带来支撑

上周受新股集中发行及春节假日效应等因素影响，资金面偏紧，央行公开市场净投放2050亿元，创逾一年新高，债市收益率下行，现券上涨。

从宏观层面看，受益于降准降息，当前社会融资成本有所下行，但总体仍在高位，特别是与较低的通胀水平相比，实际利率仍偏高，这意味着降息的条件和必要性依然存在。与此同时，当前我国仍处于降息、降准周期内，市场普遍预期年后仍有货币宽松举措，支撑债券市场继续走强。

因此，短期资金面偏紧对债券市场影响不大，上周债券市场延续牛市行情，虽然利率债、信用债等券种收益率回落，但市场成交依然活跃，显示出理财配置盘需求较为旺盛。由于春节前后是货币政策变化的敏感时点，市场预期乐观或将为现券带来支撑。

不过，一些不确定事件也给市场投下阴影。年初以来，陆续有“12东飞债”、“12致富债”、“12蓝博债”3只中小企业私募债发生兑付危机，2015年中小企业私募债也将迎来兑付高峰。在公募债券市场上，内蒙古奈伦集团所发债券也因级别下调而遭遇ST。在宏观经济下行背景下，部分企业将面临经营困难局面，违约事件仍可能发生。虽然2014年被称为“中国信用违约元年”，但债券市场的刚性兑付并未实质性打破。市场普遍担忧2015年私募债风险将集中爆发。

慢牛格局  
有望延续

中航证券有限公司 符昶

随着节日气氛渐浓，上周股市交投逐渐清淡，大盘单日振幅明显收窄，但节前沪深指数大概率上涨的历史经验再次应验，两市结束了连续3周的回调，上演温和上涨的春节行情。

1月份经济数据的公布是影响上周大盘走势的重要因素之一。数据显示，1月CPI数据表现明显弱于往年同期，而此前公布的PMI和进出口数据也均低于预期，这无疑提升了稳增长的政策压力。本月初央行早于市场预期实施降准即可看做是对经济数据的提前反应。

由于流动性是推动本轮行情的核心动力，因此相较于经济数据本身，其所引发的对后续降准降息预期的加强对股市的影响则更为直接与显著，这可能是推动上周金融股乃至大盘出现反弹的重要原因之一。

为应对节前资金需求提升、流动性偏紧的局面，央行在公开市场上的货币投放力度不断加码，上周二和周四，央行分别进行了800亿元和1600亿元的逆回购操作，一周净投放2050亿元，创2014年1月以来单周净投放量新高。此外，央行决定在全国推广分支机构SLF，设定了利率走廊的上限，进一步保障了节前流动性无忧，也有利于股市的平稳运行。

另外，上周新股大量发行，但并未对大盘资金面形成明显冲击。由于新股发行节奏明显加快，数量的增多导致打新资金相对分散，新股平均超额认购倍数已由去年年末批次的200倍左右降至150倍左右，中签率相应有所提升，但参考此前几轮新股上市后的表现，本轮新股上市后打开涨停板的平均涨幅也将相应收窄。

展望后市，对今年慢牛行情的判断不变，节后行情继续看好。

## 就市论势

## 节前行情挂起红灯笼

江帆



上周是2015年春节前最后一个完整的交易周。上证综指连续拉出5根阳线，虽然K线实体都不大，但却宛如一小串红色的“灯笼”，从此前市场下跌位3075.91点不断向上点亮，最终站上3200点。

算起来，上证综指自1月27日下挫以来已有十数日，整体交投趋于清淡。但值得一看的是局部的热络状态始终保持高调，无论是热点板块还是热点股票都不鲜见。上周板块涨幅统计上，计算机、传媒、通信位列板块涨幅前三名，分别上涨7.1%、6.57%和6.22%。特别是上周五，涨停个股数量掀起小高潮，达到43家且无一跌，市场赚钱效应比较明显。看来，节前A股行情相当应和春节的喜庆气氛。

细看热点板块，计算机无疑最值得一说。在中万一级28个行业分类中，计算机不仅夺得涨幅第一，同时也是今年涨幅最大的板块，幅度为33.4%。中万的计算机行业分类涵盖的是互联网、大数据、云计算等最具潜力和爆发力的概念领域。

计算机板块持续亮眼的表现，不仅

是一种看得见的赚钱效应，更是一种投资思路。作为占据互联网经济龙头地位的信息平台，依靠的是有效的数据提取和精准的数据分析，计算机行业自然是当仁不让的主力。正如马云上周在中国证监会演讲时所言：“十年以后，这个世界上最大的资源不是石油，而是数据。谁拥有更多的数据，谁能够把数据处理得速度更快，能够把数据产生出价值，这是一个国家的竞争力。”基于互联网领域的计算机行业，无疑是今后很长一段时间投资的热点之一。

不过，再诱人的行业前景没有资金助推也不会有行情，上周市场五个小连阳背后的最终推动力还在资金面。一方面，1月份的CPI数据强化了市场对于未来央行货币政策的预期；另一方面，较低的通胀压力为央行出台宽松货币政策提供了空间。上周三，央行宣布在全国推广分支机构常备借贷便利，相当于向市场传递了“流动性会保持适度宽松”的信号；上周四，央行又以利率招标方式开展了800亿元14天和800亿元21天逆回购操作。

鉴于当周公开市场共有350亿元逆回购到期，没有正回购和央票资金到期，央行最终实现资金净投放2050亿元。同时，上周还有打新资金集中回归，也为市场带来了宽裕的资金空间。

资金宽裕，热点不断，节前行情挂起红灯笼当在情理之中。相关统计显示，1991年至2014年的24年中，春节前一周，大盘有20次上涨，仅4次下跌，上涨概率达83.3%。

政策面也明显支持这种“挂灯笼”的行情。2月12日中共中央政治局召开会议，明确指出我国经济发展进入新常态，经济发展基本没有改变，必须毫不动摇坚持以经济建设为中心，实现有质量有效益可持续发展。会议对完成今年经济社会发展的主要预期目标和任务有信心有措施，明显有助于缓解市场对经济形势的担忧，这也成为上周大盘走稳的重要因素。

不过，上周沪深两市日均成交额明显缩小，且有超过250亿元的大单资金净流出，加上大盘已经连续五日翻红，市场波动的风险也不可防。

## 铜价上涨寄望节后

中钢期货有限公司 霍建强

“3月下旬开始将进入消费旺季，生产商将在春节后加大补库存力度，需求增长将支撑铜价

上周沪铜1504合约呈现窄幅整理走势，加之远月合约较近月合约的负价差出现缩小的趋势，短期铜价或已见底，春节后随着国内铜消费旺季来临，需求将显著改善，铜价反弹的概率较高。

宏观面消息对铜市偏空。从国际上看，1月底举行的美联储议息会议声明中，保留了“对加息保持耐心”的措辞，未给加息列出明确的时间表，但美联储收紧流动性的大方向是明确的，美元指数维持强势将是大概率事件。在国内方面，1月官方制造业采购经理人指数回落至荣枯分界线下方，表明国内宏观经济增速仍处于放缓过程之中。从库存周期来看，原材料库存指标三月均值连续4个月回落，产成品库存指标三月均值连续3个月回升，表明制造业行业处于明显的被动补库存阶段。

从基本面看，铜精矿减产与消费旺季将至短期支撑铜价。根据国际铜业研究小组的数据，2014年8月以来，全球铜精矿产量同比开始负增长，累计增速也持续下滑，但产能增长率维持稳定，表明在铜价大幅下跌背景下，品位低、成本高的矿山开始减产。但是铜精矿的加工费目前仍处于127.5美元的高位，表明铜精矿供给充裕，对铜价的影响仍需观察。由于近两年以来全球铜精矿供给快速增长，未来铜精矿减产幅度及持续时间需要重点关注。

从国内铜下游消费的季节性规律来看，3月下旬开始将进入消费旺季，生产商也将在春节后加大补库存的力度，需求增长将支撑铜价。

## 黄金避险因素弱化

顶金贵金属经营有限公司 夏宇飞

“全球央行几乎都在实施宽松货币政策，特别是欧版QE即将实施，市场预期黄金还将承压

俄乌德法四国首脑经过16个小时谈判在明斯克达成的停火协议，使乌克兰危机露出曙光，也使金价暂时少了一条支撑上涨的避险因素。希腊债务问题虽然悬而未决，但并未引起国际市场过多忧虑。

汇丰银行最新发布的报告显示，目前黄金市场正在失去避险需求的推动，由于没有避险需求带来的买盘，金价在近期有进一步下行的风险。

同时，美元因加息预期再度升温而回归强势，成为金价再度下探的重要推手。2月6日公布的美国非农数据，美国1月新增非农就业人数为25.7万人，高于预期的22.8万人，这是该数据连续12个月在20万人以上。据统计，美国非农就业数据和美国股指呈现高达0.88的正相关性，因此就业数据好转，一方面意味着美国经济持续复苏，另一方面意味着市场风险偏好升温，避险需求下降，从而带动金价大幅下跌。

此外，当前市场上除了美联储外，全球央行几乎都在实施宽松的货币政策，特别是欧版QE将从3月开始全面实施，使得欧元汇率将持续偏弱，美元也将因此更为强势，市场预期金价还将因此而承压。

提示：本版投资建议仅供参考

本版编辑 姜楠 牛仲逸

## 三因素制约期权套利机会

一德期货有限公司 翁维谦

价指令报单最多10张合约，因而在熔断机制启动后，中信证券撤回了未成交的错单，避免了其他错单继续成交。

交易所的熔断机制在市场出现突变甚至错误报单时，很好地保护了投资者。但与此同时，交易所非常严格的限持仓、限开仓及开户要求使得期权市场交易冷清。从近一周的成交情况看，日均成交2万张合约，其中认沽期权与认购期权(P/C)的成交比例约为0.68，说明市场的成交大部分集中在认购期权上，对后市上涨的预期较强。

期权市场成交低迷导致包含PCP平价套利和盒式套利的机会无处可寻。2月9日上市初期，偶尔会出现反转换套利机会，但折合上证50指数也不超过15个点。但是，即便这仅有的15个点，也能够套取到也是几乎不可能的。首先，50ETF无法做空，即使融券做空，也要等到3月份期权到期交割实现利润，持有期间的融券利息都不能涵盖；其次，由

于目前市场成交极不活跃，即使有进场的机会，也未必有平仓机会；最后，当然还有不算高昂的手续费。因此，期权平价关系得到的“利润”其实只是镜中花。但出乎意料的是，如此微小的空间也仅仅存在了一个上午。截至周五，反转换套利的机会再也没有出现过，市场的平稳表现得淋漓尽致。

期权低迷的成交水平使得套利机会难寻踪迹，而之前呼声很高的用以对冲沪深300股指期货的功能由于目前严格的限仓制度，也将普通个人与机构投资者挡在门外。按照股指期货主力合约IF1502当前3500的点位，50ETF按照2.42元来测算，对冲价值约105万的股指期货大约需要现货50ETF约43.4万份，由于期权合约的合约乘数是10000，意味着需要单方向期权的持仓达到43张，这已经基本达到个人或机构持仓的上限。另外持仓单个合约不超过20张，如此一来，将并不算多的43张合约分到

不同执行价格的合约里，对冲效果实在是难以保证。

从上周期权的综合成交价来看，其价格呈下降趋势，这从全部期权合约的隐含波动率就可看出端倪。周一期权开始交易时，隐含波动率还在30%以上，到了周五，隐含波动率回落至22%，说明市场对于“权利”的认可度偏低，主动去买入权利的投资者仍然很少。因此，卖出期权同时用现货进行动态对冲的套利方法是无法实施的。同时，一级投资者只能交易的备兑开仓策略也毫无用武之地，目前平值期权仅有3.3%的溢价率实在是不值得投资者去冒这个险。

鉴于当前的市场的隐含波动率基本处于极低的水平，毕竟最近1个月市场已实现平均历史波动率还在近50%的相对高位，近期投资者可以考虑做多波动率策略，也即买入跨式或宽跨式套利组合，用目前较低的风险去博取无上限的利润。

## 每周市场观察

上周是期权上市交易第一周，期权品种从无到有，标志着A股市场进入“立体交易时代”。周三，中信证券由于其做市商模式计算而产生的报价错误上演“乌龙指”，导致两期权合约在盘中曾一度出现瞬间暴跌99%并触发熔断机制。这既使投资者领略到了期权的魅力，也让投资者充分体验到了期权隐含的风险。

“乌龙指”让大家忆起2007年2月28日，南京投资者以1厘钱的价格买到于上海证券交易场所挂牌交易的收盘价约0.7元的海尔认沽权证(580991)，当日该投资者820元变56万，获得超过700倍的收益。8年后，戏剧性的一幕再次上演。幸而，在目前交易规则下，单笔限