

## 两融万亿之后:筹码稳定 热点扩散

证券时报记者 谭恕

两融进入后万亿时代,尽管心态发生微妙变化,但投资者的筹码锁定仍然稳定。

数据显示,首破万亿元后,近16个交易日两融余额保持震荡爬升势头。但随着融资净买入的犹疑和融券净卖出之间的微量移位,融资净买入等指标提前震荡成为股指调整的先行指标。而融资买入的焦点品种也由券商股向以整个金融板块、一带一路及国企改革为代表的主流权重股扩散,融券交易热点则高度聚焦银行股。

### 两融余额震荡爬升 融资筹码锁定良好

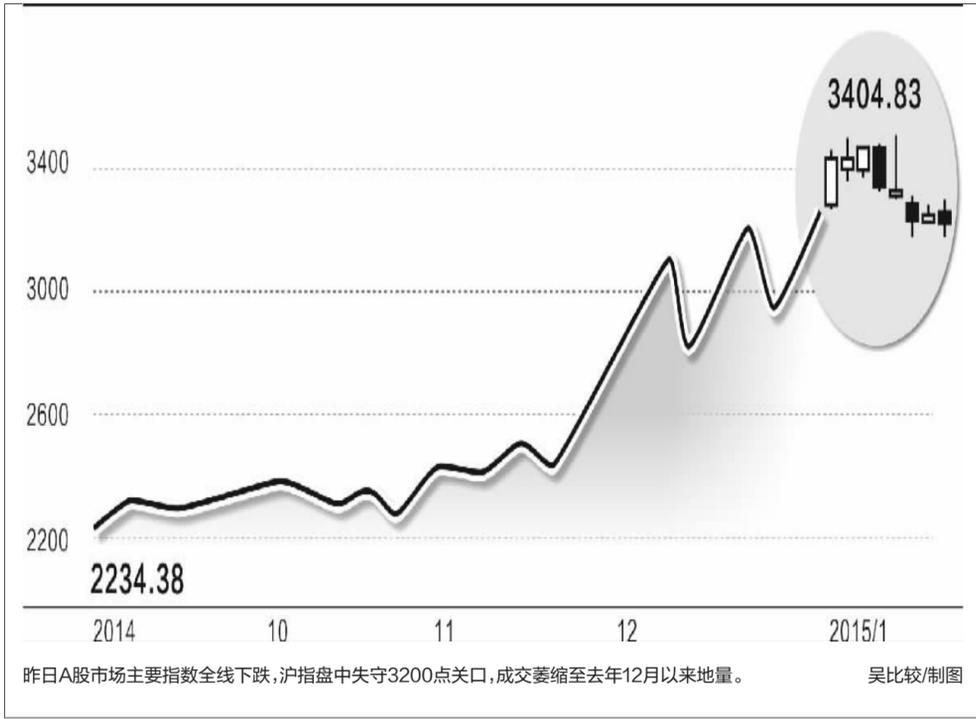
去年12月19日,融资融券余额首次突破万亿元,A股股指站上3100点整数关口。此后两融余额缓步震荡走高。截至1月13日,融资融券余额达到10850.58亿元历史新高。

作为重要指标,单日融资净买入”在两融余额首破万亿之后两次出现负值。第一次缩量出现在12月23日、24日两个交易日,上证指数盘中震荡,日K线连收两阴。两天单日融资净买入额为-38.74亿和-40.69亿元。第二次负值则出现在12月31日,单日融资净买入额为-36.64亿元。两融后万亿时代的单日融资净买入额最高时达122.1亿元。

另一个指标”期间买入额”则两度缩量,且都与股指震荡同步。第一次缩量是今年1月9日,上证指数创出3404.83点反弹新高后,期间融资买入由单日1165.64亿元迅速滑落,1月12日、13日买入逐步萎缩至单日931.87亿元、755.17亿元,而之前一日买入1325.85亿元,单日缩量400亿元,显示两融余额首破万亿之后,两融投资者首度进入谨慎状态。不过,之后随着股指重拾升势,单日融资买入重回千亿元级别,最高在1月5日出现1400亿元的峰值。

第二次缩量则出现在1月12日、13日。今年1月9日,上证指数创出3404.83点反弹新高后,融资买入由单日1165.64亿元迅速滑落下来,1月12日、13日净买入逐步萎缩至单日931.87亿元、755.17亿元,同日融资买入偿还额也由前日的千亿元下降到817.34亿元和693.48亿元。

值得注意的是,虽然单日融资净买入额随着股指的节奏有所震荡反复,但期间单日融资偿还额却一直在千亿元水平线附近波动。在股指调整的1月13日,单日偿还额为693.48亿元。理论上说,这一数据显示,股指的震荡目前并没有带来偿还额的巨量增加,融资买入的筹码锁定较为稳定。



### 融资买入热点扩散 融券卖出聚焦银行

尽管两融余额达到万亿元后稳中有升且筹码较为稳定,但两融投资者的心态在股指和两融创出阶段新高前后出现了微妙变化。这一变化最直观地体现在两融热门品种发生的变化。在两融余额首破万亿至今的16个交易日里,两融投资品种中,融资净买入和融券净卖出的主力品种出现了

明显变化。金融股、国企改革概念股成为期间融资买入主力品种,银行股成为期间融券卖出主力品种。

期间单日前十大融资买入数据显示,融资买入品种由之前的券商股、银行股向保险股和中字系为代表的一带一路和国企改革概念股转移。期间单日融资净买入最多的三个个股为中国平安、中信证券和中国南车,单日融资买入额为17.50亿元、17.36万元和16.06亿元。单日前十大融资净买入个股中,民生银行、中国银行、招商银行并列累

计买入最多的个股之中。此外,中国平安、中国建筑、中国重工、海通证券等个券成为热门成交单品,与前期的个股发生较大改变。

期间单日前十大融券卖出数据显示,融券净卖出主力品种为银行股。期间单日融券净卖出最多的三个个股为国电电力、招商银行和中国银行,融券卖出量为692.29万股、632.12万股和540.65万股。单日前十大融券净卖出个股中,除国电电力和海通证券外,其他都是银行股。

## 延续震荡等待资金面回暖

严晓鸥

周三,两市缩量调整,各指数全线收跌。利好政策支持下大金融板块略有表现,但受累于新股集中申购,股指未能走强。后续股指料延续震荡格局,等待资金面的回暖。

政策面向好仍是当前行情的最大推动力因素,资本市场重要性提升的逻辑并未转变。在新管理层以市场化、法制化为导向,变需求调控为供给控制的新思路下,逐步放开专营、理顺价格机制和引入民营资本上升到战略高度。就这个角度看,存在迫切转型要求的权重板块在此轮行情中获得更多

政策扶持和资金青睐就不难理解了。消息面上仍不乏“27家银行获业务资格,信贷资产证券化备案制启动”之类的消息,金融机构继续通过多种渠道提升杠杆。但就市场表现看,昨日早盘的走高动力还是逐步趋于疲弱,前期二八格局强势带动指数的景象未能重现。显然,经过前期的大幅上涨后,市场情绪进一步趋于谨慎。不过,从成分B指数创新高的强势走势看,在政策偏暖的大环境下,市场仍存在一定的可操作性,后续将继续关注前期累计涨幅不大的改革相关领域在扶持政策下的轮番表现。此外,在市场风格趋于保守后,业绩稳

定增长的中小盘品种重获关注。不过,小市值成长品种的炒作要注意注册制加速推行和管理层对内幕交易等打击力度超预期的风险。

资金面短期负面因素有所叠加。随着年底财政存款集中下发、年初银行的放贷冲动,以及387号文后货币式基金等吸引力的下降,资金面整体出现回暖迹象。但就资本市场的存量资金情况看,短期存在融资买盘力量衰竭和新股申购资金分流的影响。周三是新股申购最为集中的交易日之一,对于盘面表现的拖累作用显著。后续需密切关注申购资金解冻后市场的表现情况。(作者单位:申银万国证券研究所)

## 焦点事件压力叠加 考验A股牛市成色

证券时报记者 汤亚平

经济数据发布,22家新股密集发行、股指期货1501合约最后交割、股票期权试点进入倒计时、经济数据公布迎来窗口期……方方面面的重磅信息,使得本周成为考验A股牛市成色的关键一周。

**其一,经济数据不理想。**1月9日公布的2014年12月居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.5%,工业生产者出厂价格指数(PI)同比下降3.3%,PPI月度数据同比下降的持续时间已增加到34个月。但上周末并未出现货币政策利好。此外,1月20日的国民经济运行情况新闻发布会将公布第四季度国内生产总值以及12月份的主要经济数据。总的看,经济在新常态下继续运行在合理区间。经济基本面并未走坏,而经济数据的不理想,使市场存在春节前降准和上半年第二次降息预期。与此相对应,多数分析师认为股市运行总体平稳。

**其二,股票期权试点倒计时。**证监会1月9日宣布批准上海证交所开展股票期权试点,试点产品为上证

50ETF期权,该期权将于2月9日正式上市。此次试点的上证50ETF,是以上证50指数成分股为标的的开放式指数基金,50只标的股中有70%是蓝筹金融股,因此多数分析认为金融股、期货公司等将提升流动性溢价。

不过,本周一和该消息相关的品种并没有出现异动。以银行股为代表的上证50成分股多数出现下跌,部分银行股盘中跌幅一度超过3%。50ETF期货盘中最大跌幅也超过了2%,且成交放大也不是特别明显,这与多数分析师预计的机构将抢筹的情境有较大出入。金融蓝筹对此反应麻木有何玄机,仍有待观察。

**其三,保险资金输血券商两融未被叫停。**1月9日,一则“保监会急召保险机构周六开会,禁止保险资金为券商融资融券业务提供资金”的传闻震动市场,更被部分业内人士抬升到“A股大利空”的高度。而实际上,1月10日保监会资金运用部另开会议的会议上,保监会并未直接叫停保险资金输血券商两融,而是向与会的保险资产管理公司了解业务情况,并提示相关风险。这一消息在一定程

度上缓解了券商股的压力。

A股本轮牛市行情在很大程度上是“杠杆牛市”,其中推波助澜的莫过于融资融券。最近有新动向值得注意:一是上周两融余额达到10679.57亿。两融个股多空强度整体上升明显,但市场上15只ETF的两融余额近期再次下滑。ETF两融降速与新产品上证50ETF期权即将上市有关。此外,融资融券余额数据在达到1万亿后上升速率明显放缓,场内资金加杠杆的空间有限,对行情推动的边际效用也在降低。

**其四,单周新股发行创纪录。**周三有10只新股发行申购,全周共有22只新股进行网上申购,创下A股史上最密集的发行情。单周发行数量高居榜首。据国泰君安研报,预计本批新股冻结资金总量约2.16万亿元,冻结资金的高峰将出现在1月16日,达到1.8万亿元;而上一批新股冻结高峰日冻结1.2万亿元,本批新股对资金面的冲击将强于上批。新股密集发行有调节指数的意味,发行节奏将根据市场需求有所调节。可见,政策总体上支持A股慢牛运行。

**其五,大宗交易平台换主角。**周三,沪深两市有20只股票参与大宗交易,清一

色为中小盘股,其中中小板股16只占比80%。而去年12月大宗交易单笔成交额位居前十的股票均为金融股,以“60”开头的大盘蓝筹股均在成交额前列。这一趋势在2015年首周得以延续,但昨日的大宗交易平台金融蓝筹平台的只有国元证券。

从历史大宗交易成交情况看,大宗交易市场的活跃度往往与市场行情存在正相关关系。未来大宗交易是大盘股唱主角,还是中小盘成长股唱主角,是资金偏好的观察指标。

**其六,1501合约最后交易。**本周还是期指交割周,1501合约将在周五结束交易。截至昨日,主力合约IF1501已是五连阴,远月合约跌幅大于近月。由于蓝筹股估值基本回归,相对于港股蓝筹,部分A股蓝筹已经出现大幅溢价,有些股票溢价率甚至达到50%以上,这必然吸引套利资金,从而导致国内蓝筹股出现较大幅度的调整。期指交割日临近,且市场处在敏感时段,不少分析师认为本周末市场波动可能加剧。

总体上,本周大盘经历多重考验。沪深两市成交量持续缩减,意味着大盘面临方向选择。下周二为申购资金解冻日,又是宏观经济数据公布日,值得关注。

## 衍生品投资:看上去很美

陈嘉禾

随着ETF期权的推出,A股投资者可以利用的金融衍生品工具越来越多。但是,更多的工具和手段对于投资者来说,真的意味着更多的投资收益吗?

事实上,当大部分投资者在热议金融衍生品的意义时,他们忽视了两个基本原则。

第一,金融衍生品从整体上来说,并不增加投资者能够从市场上获得的价值。相反,由于经纪中介机构需要收取一定的费用,金融衍生品会减少整体投资者所获得的价值。

第二,与股票长期投资不同,判断金融衍生品的价格走向不仅需要考量基本面,还需要考量波动,而资产的波动极难预测。

也就是说,当一个股票投资者看对了公司未来10年的增长,那么他通过长期持有的方式几乎肯定能够获利。但是,一个持有同样观点,却投资了衍生品的投资者,则可能因为期间的价格波动超出预期,反而蒙受损失。

那么,价格波动是否容易预测呢?对于许多投资者来说,这似乎是再浅显不过的问题:价格的波动当然是可以预测的,难道大家每天做的不就是这件事吗?

但是,美国历史上最伟大的股票共同基金经理之一、富达基金的传奇人物彼得·林奇,却不这么认为。

在《彼得·林奇的成功投资一书》中,林奇举了一个自己无力预测的例子(英文2000版第84页)。在1987年的夏天,他和他周围的人完全没有意识到市场有什么异常,而第二天道琼斯指数下跌了大约1000点。事实上,当天的市场经历了整个20世纪最惨烈的日内暴跌,标普500指数单日下跌约27%,而之后开盘的香港恒生指数单日下

跌达到约40%。

如果说世界上最顶尖的公募基金投资者都认为自己不能预测短期的市场波动,那么我们如果希望能够预测资产价格波动,从而使用衍生品获利,不也是很难达到的吗?

事实上,沃伦·巴菲特在许多演讲中反复强调的一个观点就是,流行的期权定价模型,其理论上来说就是错误的,因为这些理论使用过去的价格波动预测未来的价格波动。

也就是说,这些期权定价理论想当然地认为,资产的价格波动是可以预测的,而预测手段就是通过考察过去的价格波动历史。

但是,事实上,价格波动范围之宽广远超出人们的想象。举例来说,2014年许多市场风险中性基金,就因为错误判断了A股蓝筹股突然而来的波动,从而业绩大幅下滑。

不过,期权等衍生品仍然能为十分有准备的投资者带来确定性的收益。这种收益并不来自简单的预测市场波动的方向,而主要来自利用不同产品组合而成的、复杂而精密的套利模型。

这些套利模型如此精密,以至于我们可以认为,它们盈利的概率大于99%。在这种情况下,衍生品成为冷静的、经过精密计算而行动的投资者带来实实在在的收益。

但是,对于大多数投资者来说,通过精密计算进行的套利等盈利模式,不仅研究和执行成本极高,同时收益也并不见得有多丰厚。持有高价值、低估值资产带来的收益,在长期来看,仍然是非常可观的。所以,尽管金融衍生品看上去眼花缭乱,机会多多,但是审慎的投资者在参与之前必须仔细思考:这真的是自己的菜吗?

(作者系信达证券首席宏观策略研究员)

## 一季度攻击3500点 农业高铁潜力大

张刚

2014年A股主要指数实现大逆转,领涨于全球各主要股市。我们认为,2015年A股市场走势将经历深层次的洗礼,震荡幅度将会加大,最高点位虽会继续上行,但板块分化将十分明显。

### 三招应对经济下行

外部经济环境分化加剧,中国经济同样面临结构性问题。面对经济持续下行的新常态,中央经济工作会议提2015年5项任务,归纳为三招应对经济下行,即改革、创新、走出去。

为了应对自然灾害,以及出于战略需要,中国政府一直将粮食安全列为第一重要的位置,并通过土地改革来加快农业现代化和产业化。2014年下半年农业的投资增速显著提高,随着土改试点范围在2015年进一步扩大,仍将保持这一趋势。

除了农业,高铁成为了中国走向世界的一张王牌,也是受益于“一带一路”的主要行业。同时,为了摆脱第一岛链的封锁和加强与第三世界国家的合作,中国需要西进开辟新的进出口通道。高铁将在2015年加快投资并带动诸多附属行业,消化国内过剩产能。

我们认为,农业、高铁有望成为2015年最具发展潜力的两大行业。

### 资本市场国际化加速

伴随着中国加速市场化进程,资本市场监管也加速朝市场化方向发展,简政放权成为大势所趋。为促进人民币国际化,沪深交易所也必须加快各项制度改革,以促成国际金融中心的尽快建立。

资本市场战略地位大幅提升,各项改革措施,加速市场良性运转,

进而重树市场信心,吸引资金加大投资力度。

### 上市公司业绩增幅收窄

数据显示,上市公司2014年三季报加权平均每股收益为0.44元,同比增长2.9%。而2014年半年报上市公司整体加权平均每股收益同比增长幅度为5.2%,整体业绩保持增长趋势,但增幅收窄。我们预计2015年一季度、半年报这一数据同比将转为下降,将对市场形成利空效应。

同时,2015年上市公司限售股解禁压力增大。2015年合计解禁市值为20428.94亿元,比2014年增加4317.6亿元,增加幅度为26.8%,占合计解禁公司A股总市值95813.06亿元的21.3%。2015年单月限售股解禁市值在年内最高的三个月份分别为3月份的3214.37亿元、1月份的2501.93亿元、8月份的2085.23亿元。从解禁压力角度看,2015年3月份或4月份可能形成重要顶部。

### 上半年目标3500点

自去年7月下旬开始,沪深两市成交已经放大至有效水平,可以认为2000点附近的底部有效性较强。若按牛市阶段70%左右的上升幅度保守计算,此波升势在2015年上半年的目标位为3500点附近。

从行情节奏看,春节之后各项改革措施相继付诸实施,年报披露节奏也会加快,有望促成升势延续至3月份或4月份,并在3500点附近形成上半年的高点,而后出现下跌。到了6月份,由于半年报业绩披露临近,有望掀起业绩浪,8月份或9月份会在4000点附近形成全年最高点。限售股解禁的情况,也将佐证这一判断。

(作者单位:西南证券)