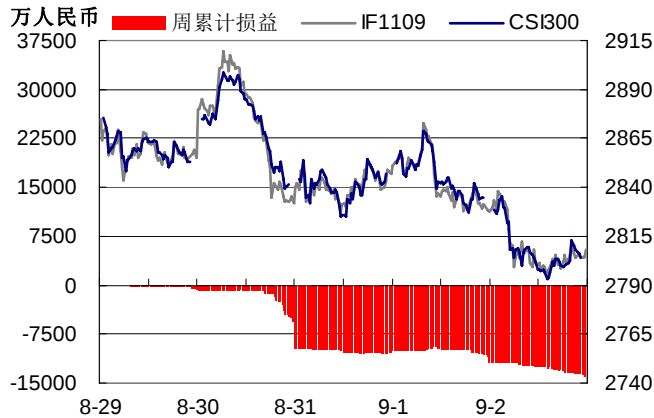


多方折腾的后果

研究结论

- 自从 8 月 25 日 10 点 50 分，多方追涨后，不断重复追涨杀跌的游戏。从价差图可知，除了周三，其余交易日价格与价差同向，又以周二为甚。开盘到 10 点 30 分，大盘涨了 1.71%，价差一路增加；10 点 30 分跳水 0.39%，全天最高。10 点 30 分到收盘，大盘下跌 2.07%，价差一路下跌，13 点 45 分后从未升水。
- 如此折腾的后果，就是多方亏损。以 5 分钟频率测算，收盘价等于进场价，持仓量变化视为多方加减仓。本周多方累计亏损 1.451 亿元人民币，所有交易日无一获利，又以周二亏损 0.903 亿元人民币最多。以期指持仓量 3 万手，每手准备 20 万保证金估算，本周多方亏损 2.42%。不是巨亏，但是钱流进空方口袋总不是好事。
- 这不能视为狭幅整理格局，因为持仓量在 3 万手，不是低位。多方准备了不少的弹药，深怕大行情会出现。然而，不断的追涨杀跌，让钱流入空方的口袋，长此以往，必然让多方处于弱势。因此，现在的市场，应该视为震荡偏跌。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

孟卓群

执业证书编号：S0860510120014

联系人

高子剑

021-63325888-6115

gaozijian@orientsec.com.cn

报告发布日期

2011 年 9 月 5 日

相关研究报告

《沪深 300 指数期货动态跟

踪—多方开始进场》

2011 年 8 月 26 日

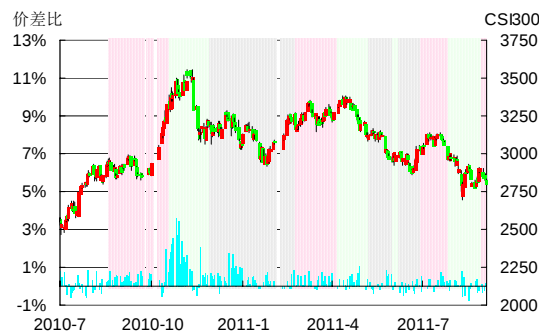
《沪深 300 指数期货动态跟

踪—关注多方下一步》

2011 年 8 月 29 日

观点转折

日期	观点	沪深 300 现货	领先性
2010 年 8 月 20 日	上涨	2943.33	左侧
2010 年 10 月 20 日	下跌	3304.22	左侧
2010 年 11 月 29 日	盘整	3183.54	右侧
2011 年 2 月 21 日	上涨	3192.15	右侧
2011 年 4 月 7 日	下跌	3321.10	左侧
2011 年 5 月 9 日	止跌	3126.26	同步
2011 年 5 月 30 日	下跌	2956.57	右侧
2011 年 6 月 7 日	止跌	2977.68	左侧
2011 年 6 月 27 日	上涨	3028.50	右侧
2011 年 7 月 28 日	下跌	2973.64	右侧
2011 年 8 月 26 日	上涨	2889.38	右侧
2011 年 9 月 4 日	不涨		



东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

周 K 线阴阳交错

本周（8月29日至9月2日）大盘呈现阴跌格局，5个交易日跌了4天，总计下跌3.36%。从7月29日以后，周K线一阴一阳，交错排列，从不连续。

日K线继续保持在60日均线以下，季均线斜率也向下，仍为偏空格局。

附表：沪深300指数每日行情

日期	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅
11-8-29	2875.78	2875.78	2847.48	2852.81	-48.41	-1.67%
11-8-30	2875.14	2901.73	2838.33	2841.74	-11.07	-0.39%
11-8-31	2843.99	2855.30	2823.77	2846.78	5.04	0.18%
11-9-1	2852.39	2869.25	2825.96	2834.54	-12.24	-0.43%
11-9-2	2828.84	2836.62	2790.77	2803.85	-30.69	-1.08%

资料来源：文华财经

附图：沪深300指数日线图（价差基准为IF1109合约）



来源：文华财经

混沌的市场

从8月26日，现货大涨3.34%，价差和持仓量同时明显放大，多方开始进场后，期指的动态就一直值得玩味。本周每天收盘后，笔者都把当天的价差和持仓量走势图拿出来，跟同事进行“每日一图”的“智力测验”。不是我们闲着没事，而是近期走的很怪异。

首先，价差异常的小，5个交易日的平均值为-0.03%、+0.02%、0.00%、-0.05%、+0.03%。最高减最低，差距仅0.08%。

其次，持仓量的变化也不大，5个交易日的变化为-539手、+1408手、-760手、+612手、-303手。全周累计增减418手，等于跟上周持平。

如此走势，应该看盘整。然而，持仓量在3万手附近，不算少。22日移动平均线还连续7个交易日上升。

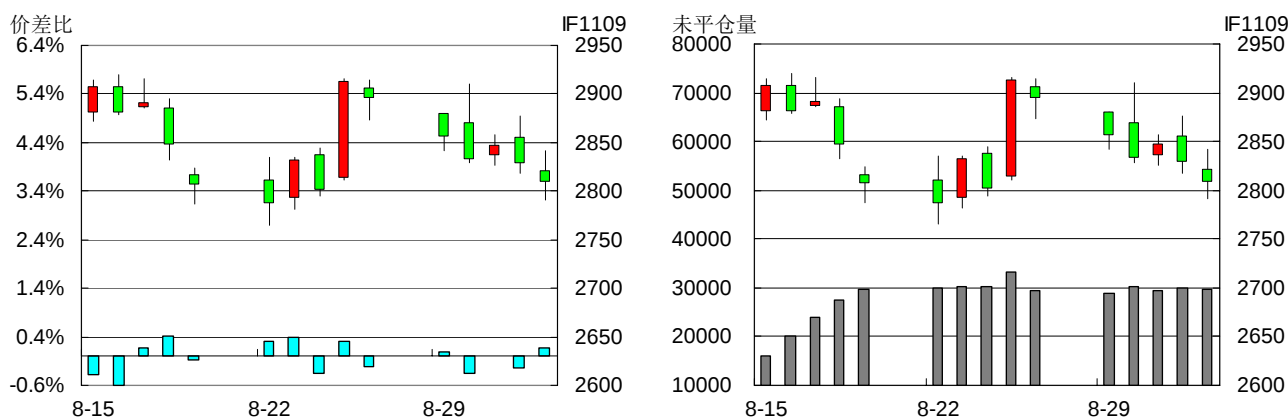
有量，说明期指把子弹上膛候着，但是却不知道往哪个方向打……。

附表：沪深300期货1109合约每日行情

日期	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交量	未平仓量	涨跌	涨跌幅	价差	价差比
11-8-29	2879.6	2880.0	2841.6	2855.4	207234	28821	-39.2	-1.35%	2.6	0.09%
11-8-30	2870.0	2910.6	2829.0	2831.8	240543	30229	-23.6	-0.83%	-9.9	-0.35%
11-8-31	2835.6	2857.6	2825.8	2846.8	216290	29469	15.0	0.53%	0.0	0.00%
11-9-1	2855.0	2876.8	2818.0	2828.0	235944	30081	-18.8	-0.66%	-6.5	-0.23%
11-9-2	2821.0	2842.0	2791.0	2808.4	222157	29778	-19.6	-0.69%	4.6	0.16%

资料来源：文华财经

附图：沪深300期货1109合约日K线图



来源：文华财经

躁郁的多方

还好，我们东方证券分析师的智力还算及格，看明白了，多方得了躁郁症，经常性的追涨杀跌。

最明显的就是周二，这一天现货的震荡幅度勇冠全周。请看价差图，开盘到10点30分，大盘涨了1.71%，价差一路增加，10点30分也是最高值，升水0.39%。10点30分到收盘，大盘下跌2.07%，价差一路下跌，13点45分后从未升水。

价差与价格同步，上涨看涨、下跌看跌。

这种情况不是只发生在周二，其他交易日也如此，只是幅度较小。周一，价差的最低点在10点25分，现货的最低点在10点30分。随着现货反弹，价差扩大。11点25分，抵达相对高点后开始下跌，价差又缩小。

周四，10点45分是现货最高点。开盘到10点45分，价差平均值为+0.03%。10点45分以后，大盘开始下跌，价差跟着跌，13点40分写下全天价差最小值0.32%。

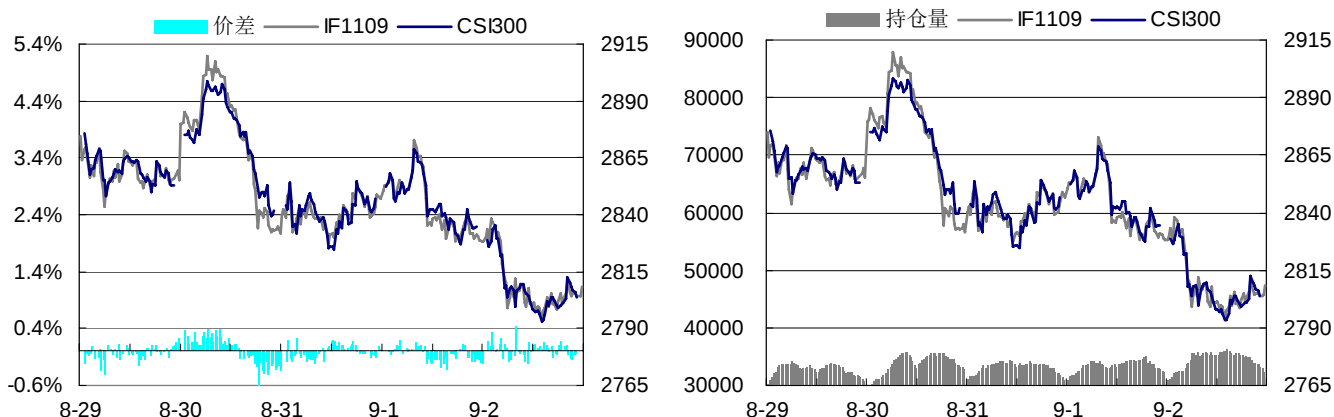
连续折腾了一周，到了周五，力气小了，价差波动幅度偏低。但还是追涨杀跌。例如，9点40分，现货2828.29点，价差+0.34%；11点15分，现货2805.56点，价差-0.22%。又是价格越低，价差越低。

唯一的稳健

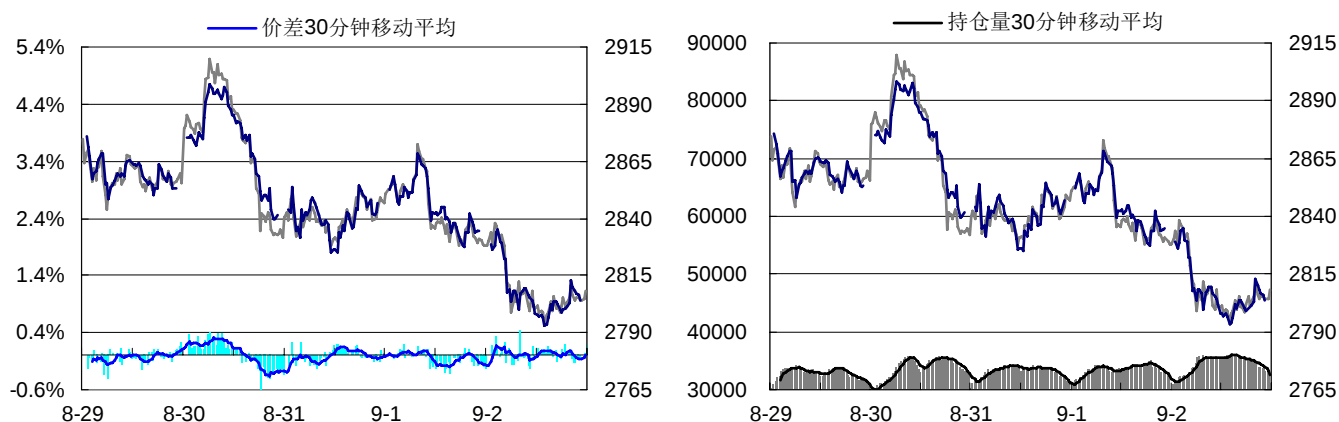
周三是本周唯一的“买低卖高”，价差就像现货的湖中倒影—价格高，价差低；价格低，价差高。但是这唯一的浮木不足以支撑漂流的多方。

例如，周三13点5分，价差+0.20%，相对高点；5分钟后，全天价格最低。非常好，抓住现货的低点。但是往前看，周二10点30分，价差+0.39%，现货价格全周最高。你在全天最低点看涨的幅度，不如我在全周最高点看多的热情。这是小巫见大巫，瑜不掩瑕。

附图：沪深300期货1109合约5分钟图



来源：文华财经

附图：沪深 300 期货 1009 合约 5 分钟价差和持仓量移动平均线


来源：文华财经

谁在折腾

价差的扩大，代表市场买强于卖；价差的缩小，代表市场卖强于买。本周价差的扩大在高位，缩小在低位，所以是买高卖低。

然而，买气不一定来自多方加码，亦可是空方减码；卖压不全是空方加码，亦可是多方减码。界定是何方所为，参考持仓量即可知道。

本周的情况，买高卖低的是多方，因为持仓量在上涨时（价差扩大）扩大，下跌时（价差减小）减小。

例如，周二的持仓量高于周一，但是价格是周一较低。这就相当于，在周一的低位，持仓量偏低，多方没有补充弹药；周二到了高位，才增加补给。多方已经少赚了。更不幸的是，在高位完成给养，价格却直线下落，多方在高位悉数套牢。

折腾的后果

如此折腾的后果，就是多方亏损。

本篇报告增加损益试算，可视为期指的资金流向。方法如下，以 5 分钟为频率，收盘价等于进场价，持仓量变化视为多方加减仓。例如，9 月 2 日 13 点 15 分，收盘价 2799.6 点，持仓量相较 13 点 10 分增加 168 手，我们就将其定义为 2799.6 点，买入 168 手。

持仓量增加，算作多方进场，减少算作多方离场，所以，这是站在多方看的。

上述测算只计算损益，不包含手续费。每一根立柱包含该时刻的实现损益和浮动损益。

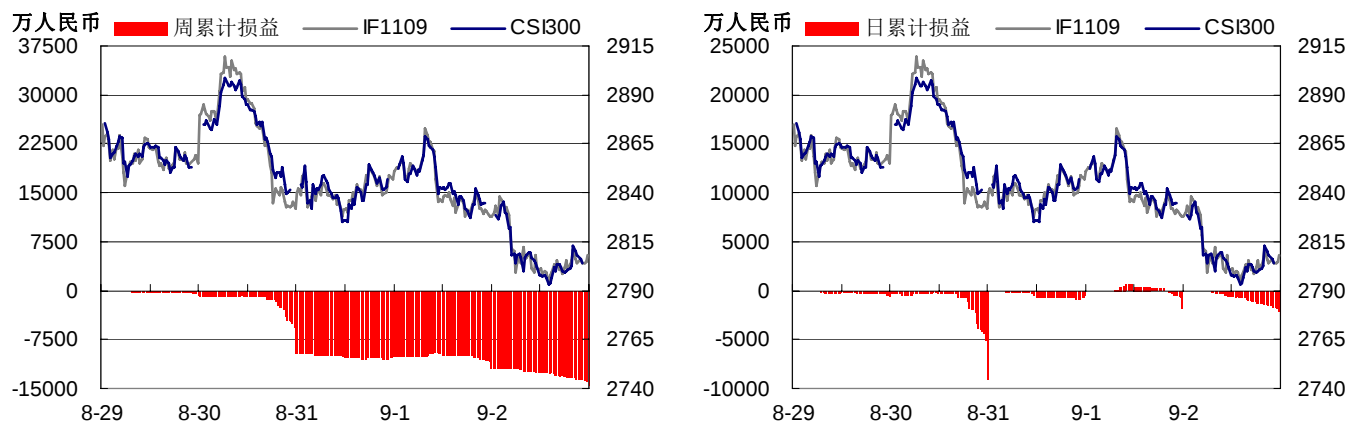
再得出两张图。一是周累计损益，以周一 9 点 15 分为起点，逐笔累计到周五 15 点 15 分。二是日累计损益，每天 9 点 15 分归零，方便观察该交易日的情况。

结果揭晓，本周 5 个交易日，多方累计亏损 1.451 亿元人民币。所有交易日无一获利，又以周二亏损 0.903 亿元人民币最大。周二巨亏的原因在于，周一持仓量减少，相当于多方离场，错失周二的

高开；然后，开盘加码太慢，到了高点才进场，为时已晚，导致持仓均价过高。随后下跌，当然大亏。

以期指持仓量 3 万手，每手准备 20 万保证金估算，本周多方亏损 2.42%。不是巨亏，但是钱流进空方口袋总不是好事。

附图：沪深 300 期货 1009 合约多方损益试算



来源：文华财经

震荡偏跌

从上述分析可知，自从 8 月 25 日 10 点 50 分，期指开始追涨后，多方不断进行追涨杀跌的游戏。这在沪深 300 期货交易的历史上，实属罕见。

这不能视为狭幅整理格局，因为持仓量在 3 万手，不是低位。多方准备了不少的弹药，深怕大行情会出现。然而，不断的追涨杀跌，让钱流入空方的口袋，长此以往，必然让多方处于弱势。因此，现在的市场，应该视为震荡偏跌。

附图：沪深 300 期货近月合约（结算当天换月）日线图



来源：文华财经

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn