

二八风格切换不易 空头不发力 “慢牛”望续前缘

□本报实习记者 叶斯琦

大起大落之后，期指市场开始出现观望心态。昨日，在金融权重板块休整的影响下，期指震荡走弱，成交量和持仓量有所减少。不过，主力席位方面，多头表现依然略显强势，显示空头打压意愿并不坚决。分析人士认为，期指短线的调整，既是对前期快速大涨行情的技术性休整，也是对利空因素进行消化。在市场对政策预期支撑下，中期有望继续上涨，不过“快牛”变“慢牛”或是大势所趋。

期指震荡 风格会否切换

昨日，期指显现疲弱态势。早盘低开于3209点之后，期指主力合约IF1412全天维持弱势震荡，最终报收于3207.8点，下跌64.4点或1.97%。远月合约跌幅逐渐缩小，IF1501、IF1503和IF1506合约跌幅分别为1.81%、1.46%和1.23%。现货方面，沪深300指数全天下跌38.54点或1.2%。截至收盘，IF1412合约的基本差为24.79点，升水幅度较上一交易日有所扩大。

成交量方面，截至收盘，期指四合约总成交量为204.1万手，较上一交易日减少46万手，观望情绪有所增强。

值得注意的是，昨日大盘中，前期表现强势的非金融板块大幅走弱。截至收盘，中信非银金融指数下跌6.81%，排名跌幅榜首位，多只券商股触及或接近跌停板，此外银行板块也处于领跌位置。就在权重股走弱之际，小盘股的表现却相对强势。昨日，中小板和创业板指数分别上涨0.43%和0.95%。由于金融是沪深300指数的权重板块，其下挫成为期指走弱的重要原因。

“金融板块大幅走弱的原因有两点。首先，券商两融业务发展过快，随着券商两融资金的紧张和对两融业务是否非标的讨论，券商业务短期去杠杆的预期增加。其次，金融板块前期涨幅过大，积累的获利盘在市场放量震荡后，有回吐的需求。”私募人士曾先生告诉中国证券报记者。

新时代证券研发中心研究总监刘光桓也表示，昨日金融板块走弱，获利回吐是主要原因。“近期券商股涨得太高、太快了，许多券商个股涨幅基本都实现翻番，甚至更多，累积大量获利盘。这些获利筹码出货坚决，所以出现大面积回落。”

“未来券商可能在监管层要求下上调两融保证金比例，而金融股是两融、特别

是融资的主要标的之一，以券商为首的金融股因此承压下行。”国泰君安期货金融衍生品研究所副所长陶金峰表示。

大盘二八风格转换，是否会对期指走势产生影响呢？对此，分析人士表示，一般而言，指数放量后会导致新热点产生，前期流入金融板块的游资已有流向中小市值股票的驱动。虽然热点正在转向，但全部转向小盘股也比较难，反倒是转向有主题或实质性成长的二线蓝筹概率较大。因此，中期来看，板块轮动不会对沪深300及股指期货产生转向影响。

“在A股市场，主板与中小板、创业板历来存在一定跷跷板关系，此起彼伏是板块轮动的结果。昨日市场活跃资金开始腾挪转战，原本就驻扎其中的资金也借机拉抬。但从中长期来看，以金融股为代表的蓝筹股流动性好，估值水平仍然比较低，市场二八风格不会轻易转换。”刘光桓说。

中期“快牛”变“慢牛”

随着股指弱势震荡，期指持仓量也有所回落。截至收盘，期指四合约总持仓量共减少7841手至227781手。其中，主力合约IF1412的持仓量大幅减少30764手，次月合约IF1501的持仓量则增加18022手。

主力席位方面，中金所公布的持仓数据显示，虽然昨日指数出现下跌，但多头总体仍处于强势。在IF1412中，多头前20席位减仓194300手，相比之下，空头前20席位大幅减仓24500手；在IF1501合约中，多头前20席位增仓14669手，略胜于空头前20席位13946手的增仓幅度。其中，“持仓司令”中信期货席位总体减仓，在IF1412合约中，减少多单5222手，减少空单5708手；在IF1501合约中，增加多单4822手，而空单只增加3966手。

分析人士指出，期指减仓回调，暗示期指回调的压力较小，后市下调空间有

限。而移仓换月趋势中，多头变动更显积极，表明空头打压并不坚决。期指短线的调整，既是对前期快速大涨行情的技术性休整，也是对利空因素进行消化。

展望后市，中信期货研究员戴宏浩说，从期指的走势来说，只要货币宽松的这一预期不发生改变，近几日的整理都只能视为是对指标的修复，短期内大盘不具备大幅下跌的基础。

“近期公布PPI和CPI双双回落，经济惯性下滑增强了市场降准降息窗口临近的预期。在多空参半的基本面和消息面背景下，期指整固需求更大，有望形成小幅箱体波动形式。”海通期货股指期货研究员颜伟说。

中期来看，期指有望继续上涨，只是将由“快牛”变“慢牛”。陶金峰分析，当前市场对再次全面降准和全面降息的预期增强，无风险利率有望继续下降，因此市场对风险资产的投资偏好将进一步提升，有助于期指中期再度上行。

融资净买入PK资金净流出

“融”“现”分歧暗示行情波动加大

□本报记者 徐伟平

12月以来，沪深两市大盘开启一波强势逼空行情，融资杠杆交易大潮随之兴起，融资余额快速攀升。期间，除休闲服务外，28个申万一级行业均实现融资净买入，非银金融和银行的融资净买入额超过百亿元，分别为387.40亿元和166.70亿元。不过值得注意的是，在融资加杠杆的背后，却是场内资金的快速入场。12月以来，28个申万一级行业板块均出现资金流出。“融”“现”分歧可能暗示后市行情波动将加大。

融资净买入PK资金净流出

12月以来，沪深两市大盘开启一波强势逼空行情，沪指一度强势攻上3000点大关，12月4日上涨超百点；深成指涨幅更甚，突破万点大关。值得注意的是，期间融资余额快速增长，融资加杠杆是本轮股指上攻的重要推手之一。12月1日融资余额为8315.63亿元，12月10日融资余额已经攀升至9288.85亿元，仅7个交易日融资余额增幅接近1000亿元。其中12月8日的融资净买入额高达269.18亿元，刷新历史新高。由此来看，融资杠杆交易的大潮快速兴起，两融资金与市场活跃资金的分歧可

能意味着市场尚未达成一致预期，这可能暗示后市行情的波动幅度将放大，不过投资者也不用太过空幻，股指宽幅震荡期间，个股的机会反而会增多。

一方面，市场对于做多着力点尚未达成一致预期。11月底以来，券商股开启一波强势上攻行情，成为股指逼空上涨的助推器，券商股上涨所引发的赚钱效应也提升了该板块的自我强化能力，市场的焦点主要集中在券商股中。不过伴随着过度炒作后，券商股股价逐渐基本面，昨日西部证券、方正证券和海通证券三只券商股涨停，显示短期该板块回调整理的压力开始释放。从目前来看，在券商股固期间，市场需要找到新的着力点，对于布局方向的模糊可能引发行情的大幅波动。

另一方面，市场对于新股的影响存有疑虑。一方面，市场期盼新鲜血液进入，为市场带来更好的公司，更多的选择机会；另一方面，下周将有多只新股开始申购，此前新股扎堆申购期间，市场往往遭遇资金分流，出现大幅调整，而当新股申购完毕，资金回流入场则会带动市场上行。由此来看，新股申购可能会加大市场的波动幅度，这使得资金更倾向于“等等看”的态度来面对当前的行情。

资金分歧暗示行情波动加大

本周二，沪指单日下跌超过160点，一度引发投资者恐慌情绪，随后大盘重拾升势，但并未完全收复失地。市场人士指出，两融资金与市场活跃资金的分歧可

情绪谨慎回升 期债全线下跌

□本报记者 葛春晖

经过连续两日回升之后，国债期货周四再现全线下跌，主力合约TF1503全天下跌0.42%，将上日涨幅悉数吞噬。市场人士指出，年末资金面预期偏紧、信贷额度放宽传闻，都令投资者本来就较为谨慎的情绪继续承压，期债短期依然偏空，但考虑到利率债牛市基础仍存，在重磅金融经济数据即将公布之际，操作上建议以观望为主。

谨慎抬头 期债午后跳水

周四，国债期货市场高开低走、午后跳水，三个合约收盘全线下跌。其中，主力合约TF1503全天下跌0.42%至95.518元，将周三0.36%的涨幅全部吞没；成交10963手，连续第二个交易日缩量，持仓22224手、增仓397手。

银行间货币市场资金面总体宽松，隔

夜资金供给充足，质押式隔夜回购加权平均利率下跌2BP，暗示周三市场上关于央行通过大行放水4000亿元的传闻并非空穴来风。不过，7天及以上期限资金利率多数上行，特别是跨年品种需求较多，反映机构对于下半月资金面预期较为谨慎。

有关央行调整信贷总量控制的消息，也令市场上本来较为谨慎的情绪再次承压。有消息称，央行要求全年新增信贷控制在10万亿元人民币以内，最近已大幅调整合意贷款规模。广发期货发展研究中心王荆杰表示，这意味着12月将要至少放贷1万亿元才能达到目标，这与往年12月通常信贷规模收缩有非常大的差别。大规模的信贷投放，将给经济基本面带来提振，对债券市场不利。受此影响，国债期现货市场联袂跳水。银行间市场上，现券收益率纷纷震荡走高，重要可交割券中，14附息国债26收益率上行2BP，14附息国债24上行1BP。

短期偏空 观望为主

周四期价重新回落，显示当前市场整体仍笼罩在谨慎氛围之中。短期来看，能够促使期债做多情绪重新高涨的因素确实不多，相反，多个负面因素导致期价继续弱势震荡。除了上述信贷规模放宽引发的基本面支撑动摇以外，市场近期一度升温的货币政策和资金面乐观预期也产生些许变化。

货币政策方面，有机构指出，鉴于11月降息后出现了一些副作用，如国债收益率上行、人民币快速贬值、杠杆操作推动股市暴涨等，短期内货币政策放松力度或不如预期，周三央行定向放水以及周四逆回购仍未重启便是佐证。而资金面方面，IPO申购、商业银行考核、中证登提高质押门槛冲击释放等多重压力，将持续考验年底之前的市场流动性，下半月资金利率可能仍将上行，进而阻碍利率债收益率下行。另外，

对于即将出炉的11月工业增加值等经济数据，由于机构此前已经预期将在10月份基础上继续回落，除非实际数据大幅低于预期，其给市场带来的影响也可能有限。

不过，短期压力偏多不代表利率债从此趋势性走熊，在多家机构看来，债券牛市的基础依然牢固。广发期货发展研究中心王荆杰指出，无论是11月CPI、PPI同比和环比双双下滑，还是周四公布的财政收入增速放缓，都显示出实体经济依然较弱，而且财政支出也处于低位，显示财政政策对经济支撑的作用在减弱。而对于信贷额度宽松传闻，王荆杰认为，从信贷到实体经济的传导需要较长的时间，短期实际影响有限。

综合多家观点来看，期债市场短期将进入区间震荡格局。具体操作上，有市场人士表示，考虑到中期牛市未变、短期技术上偏空，建议继续以观望为主，若遇盘中大幅震荡可尝试轻仓短线做多。

多角度理解期权delta

意味着上证50ETF的价格上涨1个点，该期权的价格上涨0.5个点，看涨期权（买方）的delta为正，看跌期权（买方）的delta为负，负数表示期权价格涨跌与标的的价格涨跌方向相反。另外，在数学上，delta可表示为期权价格曲线在某一点的斜率，若熟悉到期前期权价格与其标的的价格之间的关系曲线，很容易判断delta的变化过程以及正负情况。

Delta的绝对值还表示期权到期成为实值的可能性，这一点的理论依据仍然是来自BS模型计算得到的公式。看涨期权的delta为累积分布函数N(d1)，数值越大表示标的资产价格正向偏离行权价越远，到期时处于实值的可能性也就越大，看跌期权可同理理解。这一点可帮助投资者更深层次的理解delta的变动过程，实际交易中，delta是在时变，随着标的资产的价格及波

动率和时间的变动而改变，所以，通过delta所指示的这种含义可作为判断delta动态趋势判断的简单依据。比如波动率对delta的影响，波动率越大，那么期权到期为实值还是虚值的不确定性也越大，Delta会越接近0.5。再比如到期时间，如果离到期时间越远，那么标的资产区间在到期时的不确定性也越大，Delta也会接近0.5。

Delta是对冲所标的的数量计算依据。以个股期权为例，Delta是连接正股与其期权的桥梁。如果某股票期权的Delta为0.75，合约规模假设为100股，那么要对冲一手期权合约需要做空75股正股，这样操作后不管标的的价格怎么变动，理论上投资者的盈利都不会因为正股价格的变动而改变，整体盈利为0。不过，需要注意的是，正如文中提到的，Delta是动态变化的，实际操作中Delta为0的中性状态能维持的时间

很短暂，这就需要投资者适时将对冲策略进行调整以实现再平衡。比如，股价在10元时，对应的某看涨期权合约delta为0.75，投资者需要用75股来对冲，一天后该合约delta下降为0.6，那么只需要60股来对冲，若是期权买方，最初卖空75股（假设可以做空）后，需要平掉15股。

Delta无论是在对冲还是对冲组合策略进行分析时，都是很好的工具。比如，期权的组合可以很复杂，主要根据投资者对后市研判而制定，在看涨与看跌混合、多头与空头混合或者期货与期权混合时，投资者需要借助delta这一风险指标，因为delta至少能让我们知道标的资产涨了赚钱还是跌了赚钱。并且，在运用期权对标的进行风险对冲时，delta也是绕不过的话题。后期期权上市，交易逐渐深入后，相信会感受到希腊字母的功能。

■ 指数成分股异动扫描

苏宁环球复牌涨停

停牌三日的苏宁环球12月10日晚间公布了2014年度员工持股计划（草案），在此利好提振下，公司股票11日复牌强势涨停。在沪深300成分股中，苏宁环球的权重占比仅为0.07%。昨日该股开盘报5.95元，不到10时即封涨停板，截至收盘，日涨0.58元，报6.33元，日成交额为2.77亿元。

据苏宁环球10日晚公告，总人数不超过76人的苏宁环球员工拟通过大宗交易的方式定向受让大股东苏宁环球集团有限公司所持苏宁环球股票4000万股，股票数量占公司现有股本总额的1.96%，累计不超过公司股本总额的10%。

分析人士认为，上述员工持股计划针对公司高管相对集中，主要面向现有团队中的地产业务部门核心骨干激励，有助于提升员工积极性，进而加速项目去化和转让，为公司转型保驾护航。从基本面来看，一方面其南京江北项目“天润城”和“威尼斯水城”集中在2014年四季度交付，业绩有所保障；另一方面，公司转型影视传媒行业极具增长潜力，在大文化及大健康的转型方向日益清晰，具备中长期投资价值。（王姣）

东方航空创历史天量

因12月10日美原油价格再次重挫4.5%跌至5年低位，加之今年全年航空业利润将创纪录，航空概念再次闻声而动。昨日申银万国航空运输板块以高达9.58%的涨幅领涨沪深两市，其中东方航空涨停，中国国航、南方航空、海南航空涨幅皆在9.9%及以上。

在沪深300成分股中，东方航空的权重占比为0.21%。昨日该股高开于5.63元，开盘后震荡走平，10时后放量走高直奔涨停，此后经历高位窄幅调整，13:30左右封涨停至收盘，最终日涨0.54元，报5.89元。其昨日成交亦创出天量，日成交额高达20.68亿元，接近前一交易日7.24亿元的3倍。

消息面上，受美国原油库存和产量上升，加上预期全球需求增速放缓，国际油价12月10日大幅下跌至2009年7月以来的低位。而11日国际航协宣布上调全球航空业盈利预期进一步利好航空板块，该协会表示，受经济增长和燃油价格下降提振，预计2014年全球航空业净利润将达到199亿美元，高于今年6月预计的180亿美元，明年或还将实现25%的涨幅。

分析人士指出，国际原油价格持续走低并逼近60美元/桶大关，对航空、海运等燃油消耗大户业绩产生直接利好，加之上海迪士尼乐园（2015下半年开园）和上海自贸区有望给东方航空带来积极贡献的预期，料公司股票仍有升值空间。（王姣）

■ 融资融券标的的追踪

中国交建连续涨停

近期金融股“歇脚”回调，交通运输股则趁势而上，频频吸引主力资金关注。昨日，随着中国和巴基斯坦洽淡基础设施建设的利好消息传来，中国交建收获本周第三个涨停板，截至收盘，该股报9.91元，成交额为33.72亿元。

消息显示，中国交建本周三与巴基斯坦官员就“中巴经济走廊”公路、铁路等基础设施建设等细节进行洽谈。巴基斯坦为建设“中巴经济走廊”出海口瓜达尔港制定好了总体规划，而上述基建项目均为促进瓜达尔港建设的配套工程。

作为“中巴经济走廊”的境外起点，瓜达尔港的开发起着核心作用，而且预计将成为陆上新丝绸之路与二十一世纪海上丝绸之路的交汇点。由此，中国交建昨日大幅跳空高开，上午持续运行在5%涨幅附近，午后虽有小幅下滑，但很快企稳，之后随着买盘力量的显著增强，股价强势封上涨停。环比前一日，昨日中国交建成交额放大至33.72亿元。

事实上，“中巴经济走廊”是中央高层于2013年5月访问巴基斯坦时提出的，北起新疆喀什，南至巴基斯坦境内的印度洋出海口瓜达尔港，走廊涉及公路、铁路、油气和光缆通道等建设。考虑到近期A股“一带一路”概念火热，预计后市中国交建大概率继续受捧，建议投资者暂时保留该股融资仓位。（叶涛）

高管增持2000万元

獐子岛“起死回生”

复牌后连连跌停的獐子岛昨日上演大逆转，受高管逆势增持2000万元刺激，抄底资金大肆进入，致使该股在成交额放大至12.86亿元天量的基础上，股价强势封上涨停。截至收盘，獐子岛每股价上涨1.23元，报13.57元。

从分时图上看，獐子岛昨日低开后维持小幅震荡休整，上午10时30分左右股价强势拉升，短短十数分钟即触及涨停；午盘经过高位震荡后，13时30分后再次攻上涨停，直至收盘，中间再未打开。高管增持自救引发部分投资者抄底情绪是重要原因。

本周三晚间，獐子岛发布公告称，公司总裁办公会11名成员于当天以自有资金从二级市场买入公司股票179.10万股，成交价格为跌停价11.27元，买入总金额为2018.46万元。受扇贝事件余震影响，獐子岛8日复牌后连续跌停，本周二开盘后再次牢牢封在跌停板上，股价距离历史最低位置只有一步之遥。在此背景下，10月26日有神秘资金大举“扫货”，使得獐子岛跌停板被打开，股价盘中陡然上涨近9个百分点。从中嗅出机遇的抄底资金，昨日更加码介入该股，由此獐子岛昨日成交额录得历史天量。

鉴于獐子岛近日换手率较高，昨日更达到14.81%，显示市场交投较为活跃，预计伴随资金情绪转暖，短期獐子岛还将延续升势。（叶涛）

东方财富融资热度骤降

继8日和9日获得融资盘大幅净买入之后，10日，融资盘对东方财富的买入力度骤降，导致其融资净买入额变为-2.66亿元，位居所有两融标的的净买入额排行榜末端。

据Wind数据，12月10日，东方财富的融资净买入额为-2.66亿元，较上个交易日的2.42亿元大幅降低。这主要是由于融资买入热情的减弱和偿还升温所致，数据显示，10日的融资偿还额达到4.77亿元，较上个交易日的3.91亿元有所增长。实际上，12月8日和9日的融资买入额均超过了6.33亿元，净买入额也均超过了2亿元，迭创单日历史新高。

随着金融股