

股指期货见底之后稳步向上

5月,股指期货在月初创出调整新低后一路震荡反弹,投资者情绪转向乐观,在股票市场小盘股疯狂表演之后使市场又现变数,但我们认为趋势已经出现,股指期货稳步向上的格局不会轻易改变。

一、持仓上升、趋势反转

5月的股指期货再次验证了“持仓上升、趋势反转”的规律。在4月最后一个交易日,市场总持仓不足10万手后,持仓开始慢慢上升,于5月8日大增至12万手的水平,之后保持高位。持仓的变化显示了资金介入,市场反弹也就再次出现。从历史规律看,1月末的持仓天量之后市场的反弹就宣告结束,而去年11月末也是持仓大增出现了见底反弹,所以“持仓上升、趋势反转”规律继续有效,投资者应注意这一规律。

图1:近期股指期货持仓和当月合约走势图

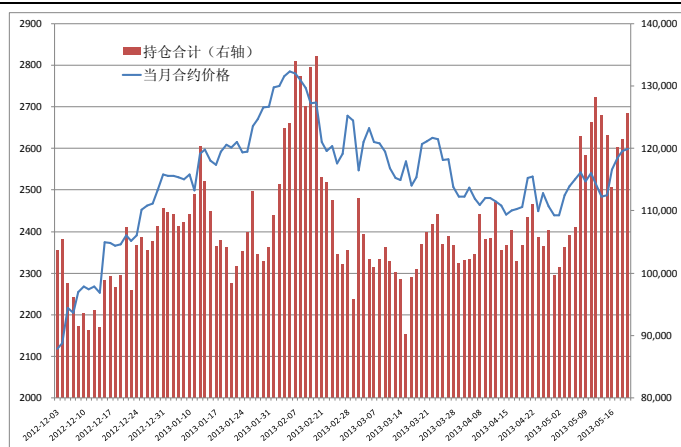
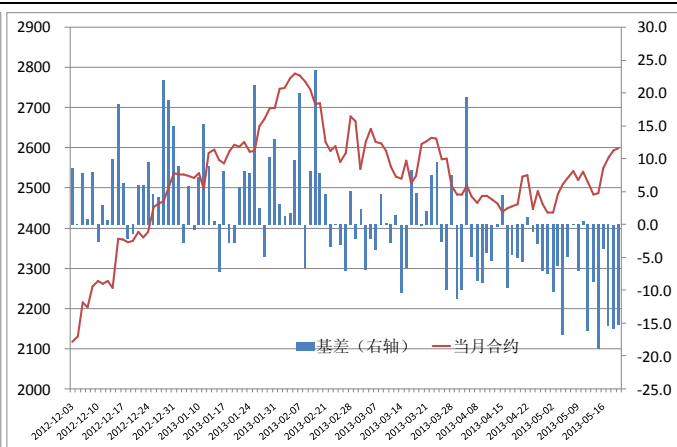


图2:近期股指期货当月合约走势和价差图



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

从基差情况看,分红对股指的影响继续扩大,主力合约与现货的贴水也在增加。进入5月后,主力合约与现货的贴水扩大至10-15个点,这与此前5-10个点的幅度扩大,而市场在反弹,这样的趋势似乎并不正常。但我们认为主要是分红的确定性正在提高决定的。由于权重公司和高分红公司基本集中在6-7月间进行分红,从期现套利的角度看,IF1306、IF1307、IF1309和IF1312合约基本都能拿到主要公司的分红,其中分红对后三个合约的影响更大,投资者在投资者应对分红问题加以参考。

表1: 分红因素对股指期货的影响

	IF1306	IF1307	IF1308	IF1309	IF1312
预测影响点数	29.4	44.7	16.8	46.1	46.1
预测影响比例	1.132%	1.723%	0.645%	1.777%	1.777%

资料来源:银河期货研究中心

二、改革红利与小盘股疯狂

近期，市场出现了小盘股疯狂表现的情况，而沪深 300 指数是以大盘股为代表的，两者之间是否会有风格转换，我们认为目前还看不到这样的迹象，指数的运行节奏没有变化。

1、最大的红利是改革

5 月 16 日，关于政府将深化改革的消息在市场传播，消息称中国政府已成立了 7 个不同的高层工作小组，负责起草 7 大领域改革方案，改革将涵盖金融部门、财政体系、土地使用权、生产要素价格、简化行政审批程序、社会收入不公，以及户籍制度等领域。更引人关注的是此次改革由习近平总书记亲自主持，希望看到一些真正的改革。而同日，A 股一改之前的平淡走势放量上行，地产银行等权重股再次成为主攻力量，4 日内上证指数突破 2300 点。

改革一定是最好的红利，前证监会主席郭树清的改革引发的股市行情已经证明了这一点，此次更高层面的改革无疑使投资者报有更高的期盼。资本市场的投资者所关注的金融改革，包括利率、汇率市场化、资本项目开放以及资本市场 IPO 等，虽然目前仍无法得知详情，但改革总希望越改越好。以利率市场化为例，去年央行分两次扩大金融机构存贷款利率浮动区间，标志着新一轮利率市场化改革正式启动。改革近一年来，存贷款利率市场化的冲击快速显现，银行业普遍出现息差缩窄、业绩增速下滑，部分商业银行开始作出调整，以应对传统业务空间压缩的新局面。但这对投资者而言不是坏事，银行股的一大利空因素被淡化，长期低估值的银行股甚至出现了一轮较有力度的行情。而放眼全社会，息差收窄有利于非金融企业的成本下降，有利于财富从银行转向企业、居民，是实实在在的大利好。未来，利率市场化改革的进一步深化，可能先取消贷款利率浮动下限，将贷款风险定价自主权交给银行，再逐渐放宽对存款利率上限的控制，这样对银行业将是利好，而资金配置将有效。

总之，深化改革的消息已经使投资者再度可以从战略上关注对市场的利好作用，特别是对银行、地产等权重重大、受政策影响也大的行业而言，改革使之市场化将有利于减少政策对行业、公司的影响，有利于行业、公司的估值提高，政策红利并不为过。

2、小盘股疯狂的变数影响

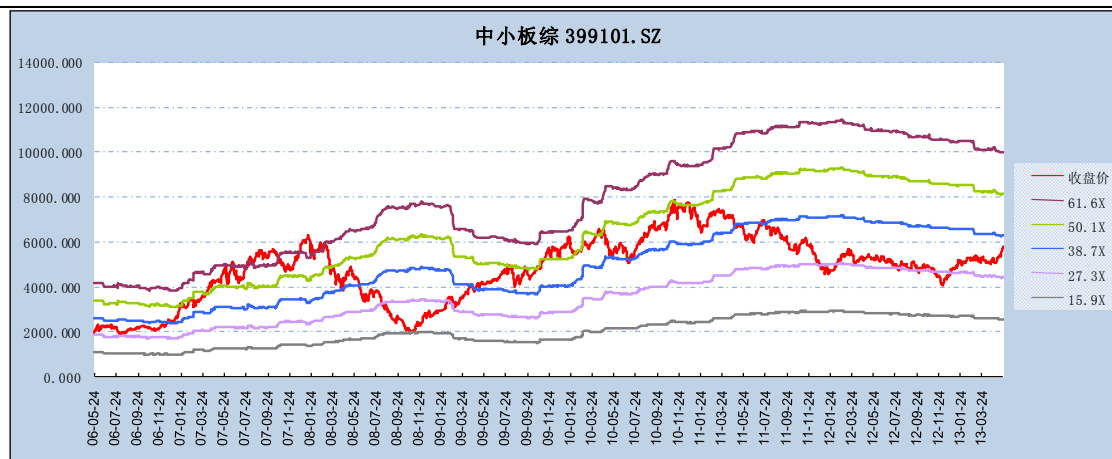
今年以来 A 股市场虽然总体表现平平，至 5 月 22 日沪深 300 指数仅上涨 3.77%，但结构性牛市已经出现，创业板指数同期上涨 45%，创业板综合指数有也 37% 的涨幅。不少小盘股股价翻倍，使得市场再度出现赚钱效应。而在 5 月 22 日，行政监管开始出现，8 家创业板公司进行风险提示，1 家公司停牌核查。市场的惯性出现变化会有什么影响呢？

我们先来看看与今年行情有一分相似 5·30。2007 年上半年，小盘股炒作盛行市场疯涨，5 月 30 日上调印花税、政策调控打压，受之影响当日指数跌幅近 7%，5 个交易日内股指大跌超 2 成，之后调整近 2 个月再度走强，市场热点从小盘股变为大盘蓝筹股。

今年的情况与 5·30 不同之处在于：1、虽然创业板涨幅大，但市场整

体较平稳,而2007年的行情是全面火爆特别是中小板指数前5个月就翻倍;
 2、此次行政调控力度不大,仅8家公司进行了风险提示,1家公司停牌核
 查,而2007年时调控是大幅提高印花税,力度猛烈得多;3、走势背后的支
 撑因素不同,2007年小盘股的行情仅是炒作,静态市盈率在当时已突破60
 倍(如图),而今年以来的行情主要针对新兴经济的公司未来可能高成长而
 持续走强,目前市盈率35倍左右,虽略高但也仅是历史均值水平。因此,
 此次小盘股的调整不会如2007年5·30般猛烈。

图3:汇丰中国PMI预览



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

对于股指期货,投资者更关注小盘股中的资金流出后是否会进入大盘
 权重股,在我们看来可能有部分但未到权重股大行情之时。首先,上述分
 析说明小盘股的活跃有基本面的支撑,也未过度高估,因此流出资金会较
 为缓和;其次,经济弱复苏决定了背景与2005-2007年大牛市完全不同,也
 就是权重股整体没有业绩大增,权重股吸引资金、持续走强难度大。

表2:行业指数排名(截止2013-5-22)

行业指数名称	近20日(%)	年初起(%)
沪深300 信息	18.47	31.76
沪深300 电信	18.15	36.15
沪深300 可选	9.25	12.56
沪深300 工业	8.87	0.97
300 非周	8.75	9.03
300 基建	8.26	5.64
沪深300 消费	7.18	0.14
沪深300	6.98	3.77
沪深300 金融	6.63	5.46
300 沪市	6.21	2.30
沪深300 公用	5.86	6.43
300 周期	5.75	0.33
沪深300 材料	3.89	-9.80
沪深300 医药	3.51	19.22
沪深300 能源	2.93	-10.23

资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

3、IPO 重启的影响

时至年中，对于 IPO 重启的影响又有必要分析一下，而且无论是官方还是媒体相关的信息也开始增多。

最新的官方讲话是，证监会副主席刘新华上 22 日表示，要进一步深化以信息披露为中心的新股发行体制改革，提高定价效率，促进市场各方归位尽责。结合之前平安证券的保荐万福生科的处罚，可以看到新股发行一定会促进新上市公司的质量，这将有利于市场。

除此之外，我们可以对 IPO 进行一下情景假设：首先，经过严格的财务自查和审查，上市公司情况将比较好，可能出现一批优秀公司，有利于投资；其次，发行方式一定会有打包发行，但打包能否改变上市爆炒的情况还有待检验，毕竟创业板首批也是 28 家打包上，但仍是爆炒了一把；最后，重启 IPO 对二级市场的影响会是怎么样的，是与二级市场相互拉高估值良性互动还是相互挤出资金形成恶性循环，现在看在市场活跃的气氛下前者的可能性更大。从历史规律（如表 1）看，也能得到短期利好的结论，之前新股发行重启多在行情反弹一段时间之后，且重启后大盘还能延续走高。

表3：近年历次IPO暂停与重启情况（以招股书披露日为准）

	时间	情况简述
1) 本次新股暂停	2012.9.28-	暂停之前两家 H 股回归被指导定价，浙江世宝创 IPO 募资缩水规模、超额认购倍数中签率、上市首日开盘涨幅，以及开盘后 1 秒即被停牌等多项纪录
2) 大熊市暂停新股	2008.9.5—2009.6.19	四万亿投资启动行情，新股恢复后股指继续冲高近 1 个月，之后创业板开启
3) 为股改而暂停新股	2005.5.25—2006.5.25	股改启动新股发行暂停一年，大盘开始迎来大牛市，之后新股“新老划断”
4) 大熊市暂停新股	2004.8.26—2005.1.23	市场短暂反弹后再创新低

资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

综上所述，小盘股的疯狂表现会出现震荡，但诸多因素决定从小盘股流出的资金并不会大规模流入大盘权重股，而 IPO 重启的影响并不会太大，因此股指还是会按 5 月见底之后的走势震荡上行，稳步反弹格局暂不会改变。

■ 近期相关研究报告

1) 股指期货将重现箱体震荡	2013.4.23
2) 股指期货调整将继续	2013.3.25
3) 股指期货大涨大跌后将收敛	2013.2.25

4) 股指期货急涨之后需震荡	2013.1.23
5) 股指期货 2013 年年报	2012.12.20

*如需参考以上近期相关研究内容的报告 请随时与我们联系

■ 免责声明 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。