

金融工程首席分析师：高子剑  
执业证书编号：S1220514090003  
TEL：021-68386225  
E-mail：[gaozijian@foundersc.com](mailto:gaozijian@foundersc.com)

金融工程分析师：陈杨城  
执业证书编号：S1220515040003  
TEL：021-50460365  
E-mail：[chenyangcheng@foundersc.com](mailto:chenyangcheng@foundersc.com)

联系人：陶勤英  
TEL：021-58435536  
E-mail：[taoqinying@foundersc.com](mailto:taoqinying@foundersc.com)

## 相关研究

2015 年 5 月 8 日,《三大指数期货基差同时扩大, 大盘应声反弹》

2015 年 5 月 18 日,《IF、IH 指标偏空, IC 指标看好》

2015 年 5 月 25 日,《我欲乘风向蓝筹-IF、IH 指标转多, IC 看多指标松动》

# 大跌前夜 IF 多方减仓撤离

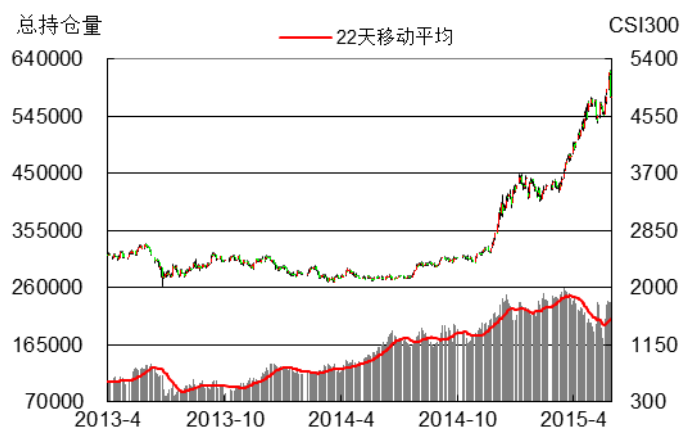
## 股指期货交易分析

金融工程定期报告  
2015. 06. 01

## 报告摘要

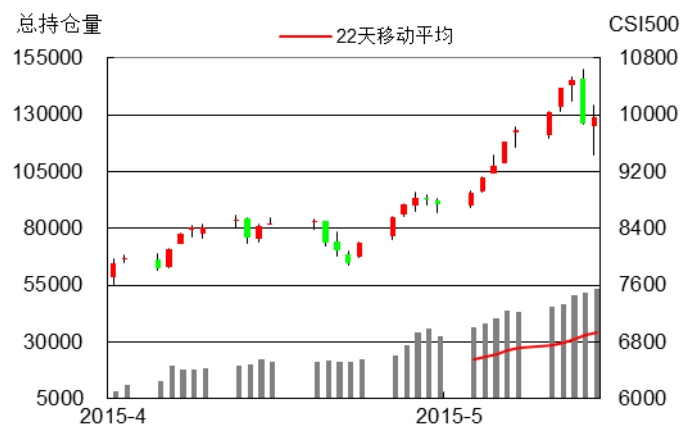
- IF：在大跌之前的周三，多方大笔减仓，顺利逃顶，同时持续减仓；价差在日内逐步降低，周三和周五多次出现看空背离，后市不容乐观。
- IH：大跌之后持仓下降，空头杀跌动能减弱；但价差逐级回落，周五的背离偏空，后续发展有待观察。
- IC：周四下跌过程中 IC1506 持仓下降而总持仓上升，出现短多长空讯号；全周价差逐步上升，短期价差强势亦偏多。

附图：沪深 300 期货 4 个合约总持仓量图



数据来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：中证 500 期货 4 个合约总持仓量图



数据来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 沪深 300 及上证 50 冲高回落，中证 500 指数继续上扬：

本周（5 月 25 日至 5 月 29 日）三大股指冲高回落，其中沪深 300 指数全周累计下跌 2.23%，上证 50 指数全周累计下跌 4.23%，中证 500 指数全周累计上涨 1.93%，有所分化。

周四的大跌使得沪深 300 连续跌穿 5 日及 10 日均线，刚刚修复的多头形态再次被破坏。上证 50 的走势更弱，周四跌穿 20 日均线之后，周五的反弹再度受到 20 日线压制。中证 500 受到的影响更小，周四及周五收盘均站在 10 日均线上方，各条均线仍处于上升过程之中。

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
15-5-25	4949.1	5099.8	4949.1	5099.5	148.2	2.99%
15-5-26	5140.8	5199.3	5063.1	5198.9	99.4	1.95%
15-5-27	5216.2	5226.8	5126.9	5181.4	-17.5	-0.34%
15-5-28	5174.1	5213.2	4831.3	4834.0	-347.4	-6.71%
15-5-29	4839.5	4924.3	4665.5	4840.8	6.8	0.14%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附表：上证 50 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
15-5-25	3264.0	3350.5	3264.0	3349.9	101.1	3.11%
15-5-26	3382.8	3390.3	3320.2	3386.6	36.6	1.09%
15-5-27	3391.0	3404.8	3327.2	3344.7	-41.9	-1.24%
15-5-28	3336.7	3350.2	3121.0	3124.6	-220.1	-6.58%
15-5-29	3127.6	3161.6	3037.0	3111.3	-13.3	-0.43%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附表：中证 500 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
15-5-25	9717.5	10040.7	9659.3	10040.1	261.9	2.68%
15-5-26	10117.7	10373.8	10046.2	10373.6	333.5	3.32%
15-5-27	10421.3	10539.8	10192.2	10497.3	123.8	1.19%
15-5-28	10501.4	10637.9	9860.6	9868.4	-628.9	-5.99%
15-5-29	9846.4	10140.1	9433.1	9966.8	98.4	1.00%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：沪深 300 指数与 IF1506 日线图（价差基准为 IF1506 合约）



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：上证 50 指数与 IH1506 日线图（价差基准为 IH1506 合约）



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：中证 500 指数与 IC1506 日线图（价差基准为 IC1506 合约）



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

## IF 持仓本周偏空，IH、IC 多空难辨：

### ➤ 持仓量：

#### 1. 变盘前夜 IF 持仓量大量减少，多头顺利逃顶

本周的 5 个交易日，4 个合约持仓量与沪深 300 涨跌幅分别为：

-2281 手、-499 手、-15760 手、+4032 手、-1503 手

+2.99%、+1.95%、-0.34%、-6.71%、-0.14%

总计全周持仓量减少 16011 手，但减少的程度一般。如我们上周所料，持仓量 22 日移动平均值仍在上升。

全周最大的减仓来自周三，几乎相当于全周的减仓量。周三指数横盘震荡，仅观察当日日线无法判定这是多方还是空方主动的行为。但基于以下两点，方正金工认为多方在周三采取了主动的行动：

- 从周三的五分钟数据看，我们在盘中多次观察到了上涨减仓、下跌加仓的情况（我们将在后文详细分析）；
- 周一及周二多方在上涨过程中逐步减磅，周三更可能是多方减仓行为的延续。

总体来看，多方顺利逃顶，同时持续减仓，IF 后市仍不乐观。

附表：沪深 300 期货 1506 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
15-5-25	4993.2	5190.0	4985.0	5156.4	1300551	195999	133.6	2.66%	56.9	1.12%
15-5-26	5170.2	5287.4	5150.0	5274.2	1542497	193918	117.8	2.28%	75.3	1.45%
15-5-27	5304.0	5370.0	5205.4	5290.0	1579474	178924	15.8	0.30%	108.6	2.10%
15-5-28	5309.0	5328.0	4851.2	4943.2	1835645	182766	-346.8	-6.56%	109.2	2.26%
15-5-29	4969.6	5025.0	4800.2	4897.0	1867516	179652	-46.2	-0.93%	56.2	1.16%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

#### 2. IH 持仓量连续下降，处于空头市场

本周的 5 个交易日，4 个合约持仓量与上证 50 涨跌幅分别为：

-4440 手、-2879 手、-656 手、-1659 手、-2285 手

+1.89%、+0.61%、-1.47%、-0.41%、-2.18%

总计全周持仓量减少 11919 手，降幅达 23.99%。

与 IF 不同，IH 的减仓主要发生在周四和周五，在杀跌过程中空头有所减仓。但其是否为见底的信号，还需结合价差继续观察。

总体来看，杀跌动能有所减弱，未来走向需继续观察。

附表：上证 50 期货 1506 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
15-5-25	3298.6	3435.4	3280.0	3413.6	294392	58985	110.6	3.35%	63.7	1.90%
15-5-26	3426.0	3458.0	3377.8	3417.8	346109	60316	4.2	0.12%	31.2	0.92%
15-5-27	3453.8	3507.0	3351.8	3396.8	342601	58323	-21.0	-0.61%	52.1	1.56%
15-5-28	3411.6	3419.0	3121.2	3164.6	385437	47345	-232.2	-6.84%	40.0	1.28%
15-5-29	3179.4	3194.8	3060.6	3118.6	371616	37538	-46.0	-1.45%	7.3	0.23%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

### 3. IC 总持仓量继续增加，远月合约加仓尤多

IC 的表现与 IF 及 IH 大相径庭。本周的 5 个交易日，4 个合约持仓量与中证 500 涨跌幅分别为：

+2113 手、+1556 手、+3747 手、+830 手、+1703 手

+2.68%、+3.32%、+1.19%、-5.99%、+1.00%

总计全周持仓量增加 9949 手，增幅为 23.04%。

事实上，在周四及周五 IC1506 合约的持仓量还是下降的，然而远月合约的增仓使得总持仓量继续上升。换言之，在周四的大跌过程中，空方在近月合约减磅 2651 手，而在远月合约加码 3481 手。至此，前三日指数上涨持仓上升的多头格局被打破。

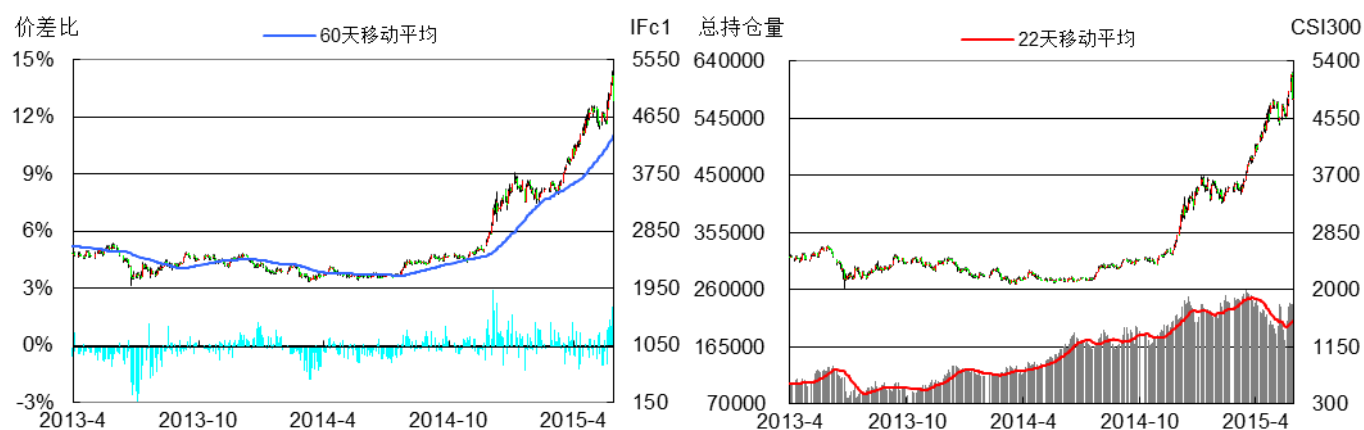
总体来看，本周下跌过程中远月合约空方加码，IC 持仓讯号短多长空。

附表：中证 500 期货 1506 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
15-5-25	9610.0	10020.8	9455.4	9966.6	262755	39837	225.4	2.31%	-73.5	-0.73%
15-5-26	9988.0	10535.0	9986.2	10532.2	258963	40848	565.6	5.67%	158.6	1.53%
15-5-27	10598.4	10718.0	10366.0	10552.0	307346	42800	19.8	0.19%	54.7	0.52%
15-5-28	10580.0	10758.8	9818.0	9977.2	360766	40149	-574.8	-5.45%	108.8	1.10%
15-5-29	10126.8	10370.0	9901.0	10121.0	354628	40059	143.8	1.44%	154.2	1.55%

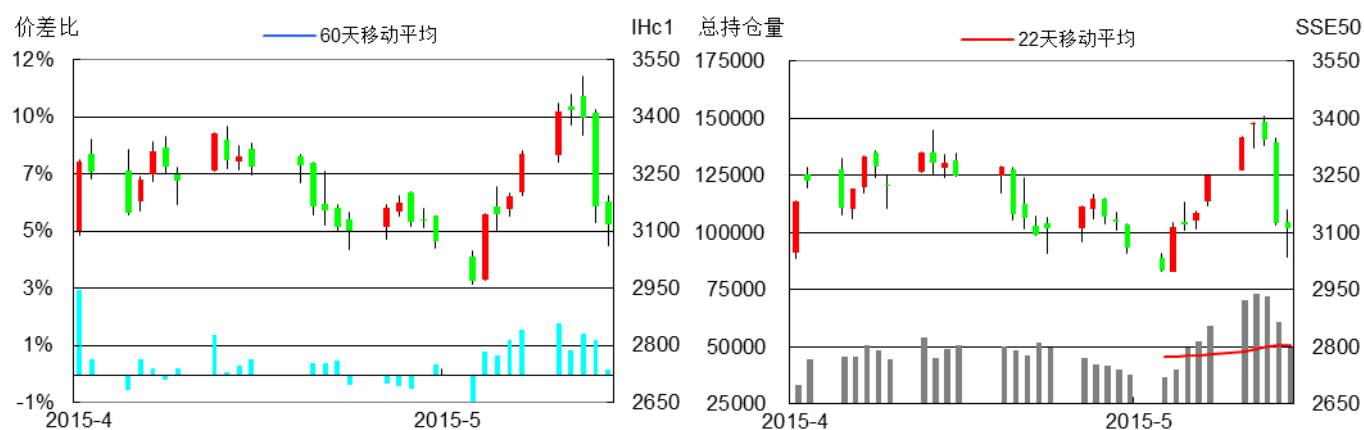
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：IF 连续合约价差图与 IF 总合约持仓量图



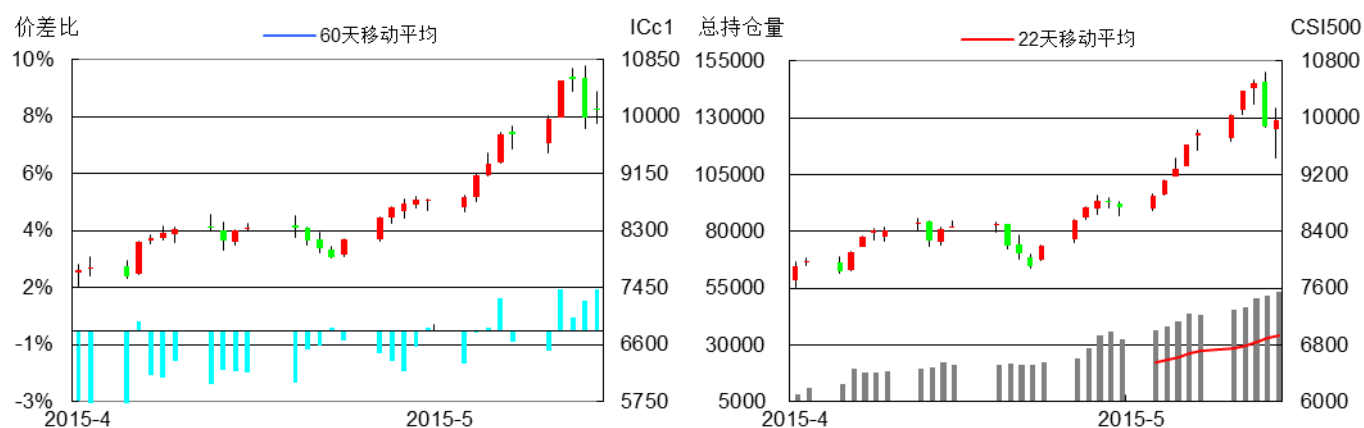
来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：IH 连续合约价差图与 IH 总合约持仓量图



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：IC 连续合约价差图与 IC 总合约持仓量图



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

## ➤ 五分钟价差及持仓指标

### 1. IF 周三多方上涨减仓，变盘前夜两度出现关键背离

本周 IF1506 价差先升后降，周三和周五是全周的两大要点。虽然周三大跌前夜的顺利逃顶使得多方的损失有所减小，但周五价差的下降说明多方仍未完全恢复元气。

#### 周三：变盘前夜多方的“敦克尔克大撤退”

本周 IF 最大的减仓来自周三。从盘口上看，周三窄幅振荡波澜不惊，但在五分钟尺度的“放大镜”上，我们可以清晰地观察到多方撤退的诸多细节。

周三盘中的多个上涨阶段，我们都观察到了价差和持仓量下降、多方减磅的信号：

- 早盘 10:00 至 10:20, IF1506 价差由 3.00% 迅速下降至 2.25%，持仓量也由 193867 手下降至 191761 手，但此期间现货由 5284.6 上升至 5292.2；
- 早盘 11:00 至 11:15，价差由 2.18% 下降至 1.97%，持仓量由 194096 手下降至 192835 手，期间现货由 5291.0 上涨至 5297.4；
- 午盘 13:25 至 13:40，现货由 5138.2 上升至 5176.2，期间价差基本平稳（由 1.65% 小幅上升至 1.76%），但期指持仓由 195217 手下降至 193416 手，下降明显；
- 午盘 13:45 至 14:05，现货小幅回调后再度上攻，由 5170.4 上涨至 5198.9，期间持仓量基本平稳（由 194523 手小幅上升至 194714 手），但价差由 1.98% 回落至 1.80%；

- 大跌之前最后的逃命机会：午盘 14:25 至 14:40，现货由 5176.7 上升至 5203.3，但期间价差由 1.94% 下降至 1.81%，持仓量由 193806 手下降至 193224 手。

下跌阶段，空方也有主动加码的行为：

- 早盘 9:30 至 10:00，现货高开低走，由 5216.2 下跌至 5130.7，但持仓量由 190268 手上升至 193867 手；
- 早盘 10:35 至 10:50，现货由 5182.7 下跌至 5163.0，但持仓量由 193721 手上升至 195006 手；
- 早盘 11:15 至午盘 13:30，持仓量迎来了一波上涨，但现货由 5195.2 下跌至 5149.9。

此外，周三盘中两度出现关键背离，同样预示着风险的来临：

- 早盘 10:00 及 10:50，现货分别见低点 5130.7 及 5163.0，而对应的期货低点分别为 5284.6 及 5274.4，现货低点抬高而期货低点降低 → 期指看空；
- 午盘 14:25 及 14:55，现货分别见低点 5176.7 及 5180.2，而对应的期货低点分别为 5277.4 及 5270.2（此低点出现于 15:05）→ 期指看空。

周三盘中出现多次看空信号，多方在现货不到 100 点的空间内成功撤退。如果投资人能够参透盘中五分钟数据暗含的玄机的话，想来周四的大跌应可避开。

### 周五盘中价差下降且再现背离，多方元气尚未恢复

全周价差的最高点出现于周五 9:45，价差高达 4.33%，出现了明显的溢价套利机会。此时也是现货的全周低点，现货市场上融资止损盘和恐慌盘夺门而出，此刻期指投资人保持理性，并未跟随杀跌。但随后的反弹过程中现货下跌，做多动能不足：

- 早盘 9:45 至 10:30，现货的第一波上涨，由 4672.3 大幅反弹至 4881.4，而价差由 4.33% 下降至 2.07%，已被腰斩；
- 早盘 11:05 至午盘 13:45，现货再度由 4935.8 上扬至 5011.6，但价差由 2.46% 下降至 1.78%。

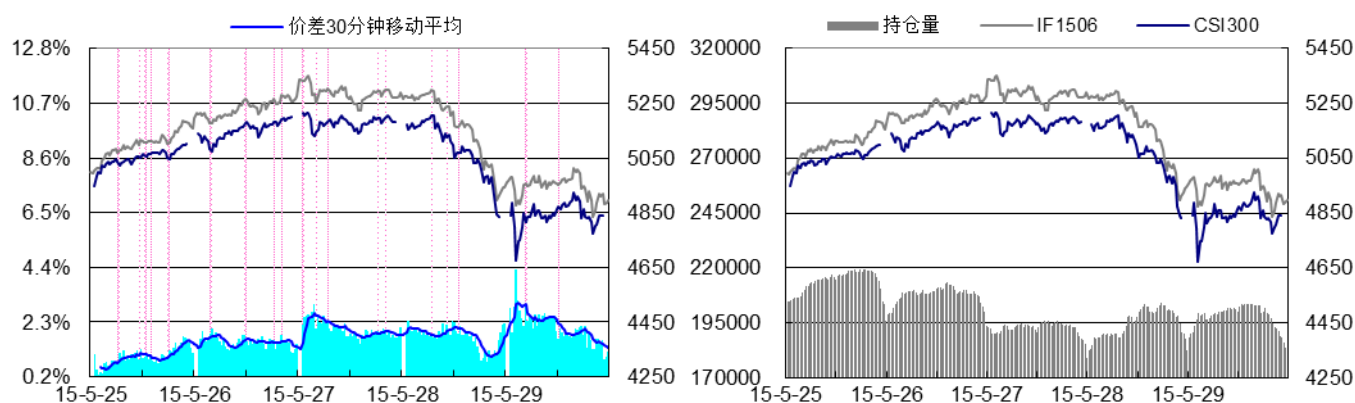
周五的低点处也出现明显的背离：

- 早盘 9:45 现货及期货分别位于 4672.3 及 4876.4 的低点，至午盘 14:35，现货及期货再度见到了 4775.1 及 4834.6 的低点，现货低点大幅抬升而期货低点下降。

上涨价差无力，显示多方追涨意愿不强。



附图：沪深 300 期货 1506 合约 5 分钟价差图



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

## 2. IH 价差逐级回落，周五盘中也出现背离

全周 IH 收盘价差逐步回落。全周价差高点出现在周三早盘 9:45(价差 2.79%)，此时期货与现货均到达全周高点。此后周三及周四全天价差逐步下降，至周四下午 14:15 到达 0.23%。周五 9:45 现货出现全周低点时，价差也反弹至 2.62%，但仍低于周三高点的水平。

同样，周五盘中也出现了背离：

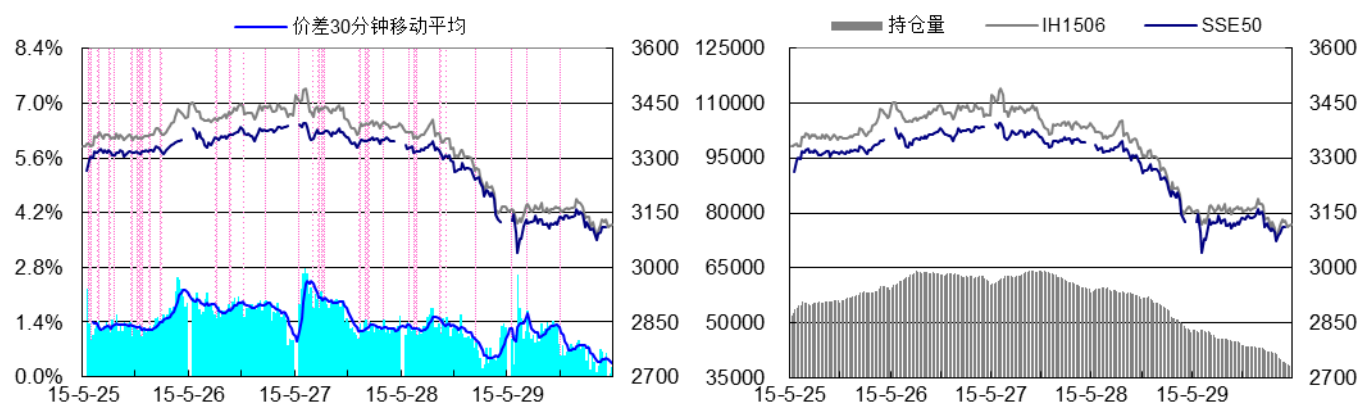
- 早盘 9:45 现货及期货分别位于 3040.4 及 3114.8 的低点，至午盘 14:35，现货及期货再度见到了 3074.9 及 3067.4 的低点，现货低点抬升而期货低点下降。

价差并未给出乐观的结论。

遗憾的是，在逐步降低的价差面前，多方周三并未选择减仓，以致在后续的下跌中蒙受了较大的损失。

坐味先几之兆，必貽后至之诛。

附图：上证 50 期货 1506 合约 5 分钟价差图



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

### 3. IC 价差逐步回升，短期维持相对强势

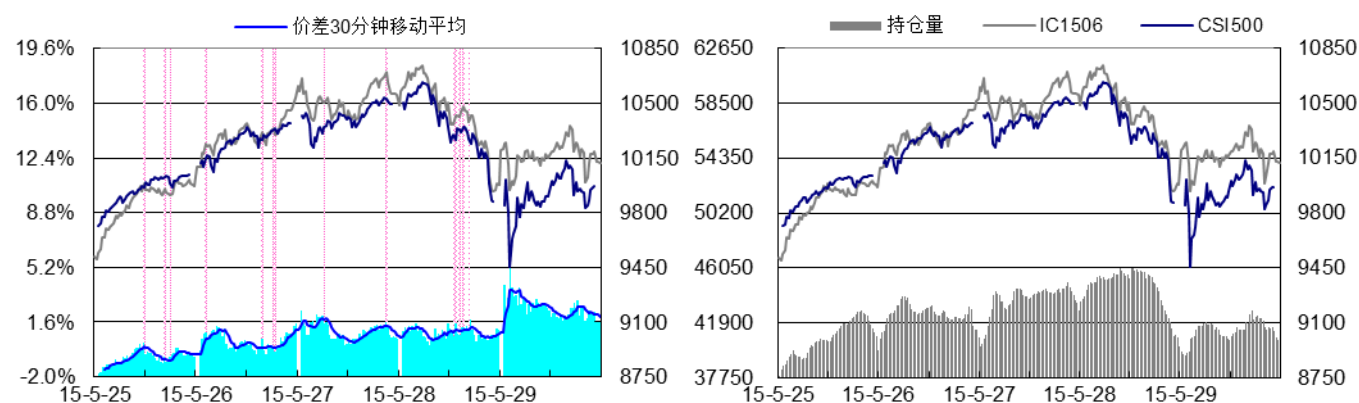
IC 全周走势同 IF 类似，但明显更强。

IC 价差全周处在稳步上升的过程中，全周价差高点出现在周五 9:45，出现了高达 5.15% 的溢价。此后溢价虽然回落，但周五 2.54% 的平均价差远高于周四的水平。

与 IF 及 IH 不同，周五 IC 并未空头的背离，期货与现货的高点同时抬高。

虽然周四及周五近月合约持仓减少，但远月合约上持仓更大规模的增加可能意味着短多长空的格局。

附图：中证 500 期货 1506 合约 5 分钟价差图



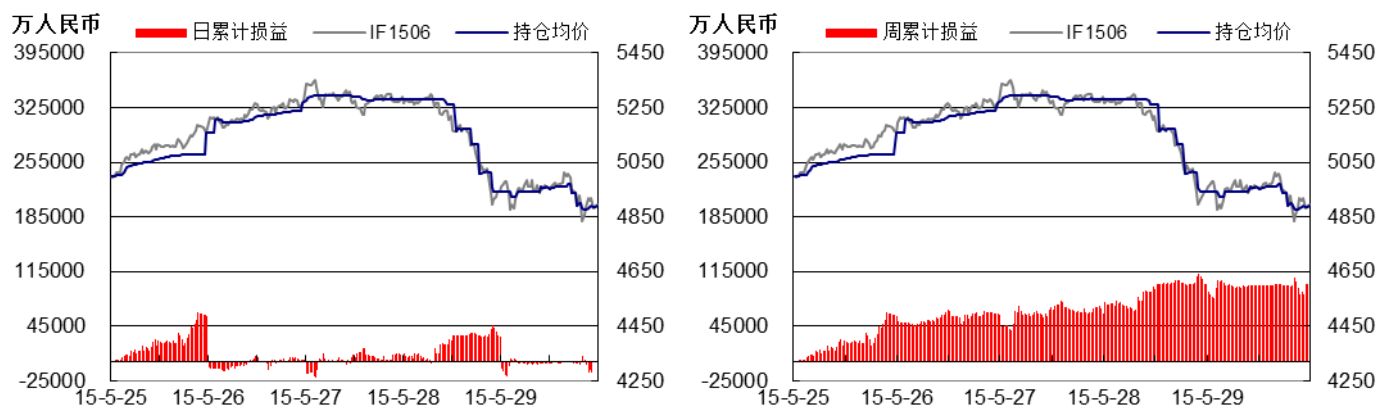
来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

## 期指多空损益分析：

### 1. IF：下跌但多方盈利

周三持仓的下降使多方逃过一劫，全周 IF1506 合约多方盈利 92416 万元。

附图：沪深 300 期货 1506 合约多方损益

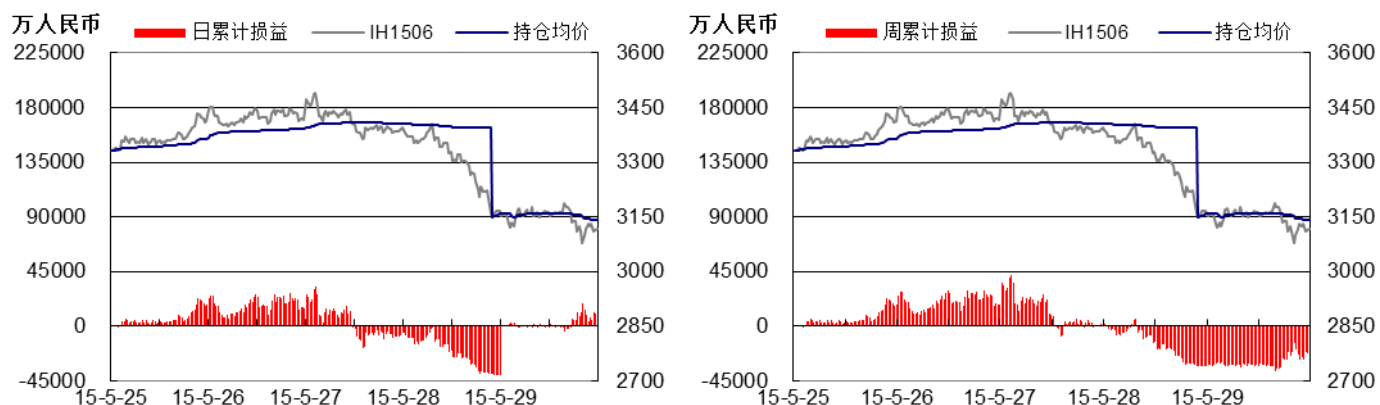


来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

### 2. IH：下跌，多方亏损

IH 合约在大跌之前并未减仓，周四蒙受了较大的损失，全周 IH1506 合约多方亏损 23944 万元。

附图：上证 50 期货 1506 合约多方损益

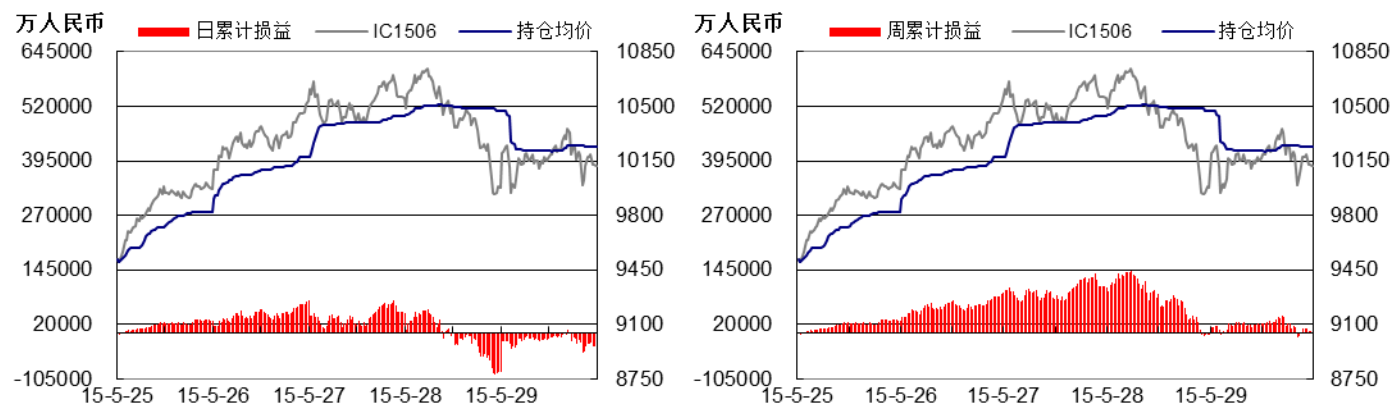


来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

### 3. IC：上涨，多方盈利

虽然周四有所亏损，但总体价差水平尚佳，IC1506 合约多方全周微赚 3940 万元。

附图：中证 500 期货 1506 合约多方损益



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；  
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；  
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com