

方正证券研究所证券研究报告

股指期货交易分析

金融工程定期报告
2015. 5. 4

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

相关研究

2015 年 4 月 7 日,《留意回调风险—沪深 300 指数期货交易分析》,高子剑

2015 年 4 月 13 日,《等待预言实现—沪深 300 指数期货交易分析》,高子剑

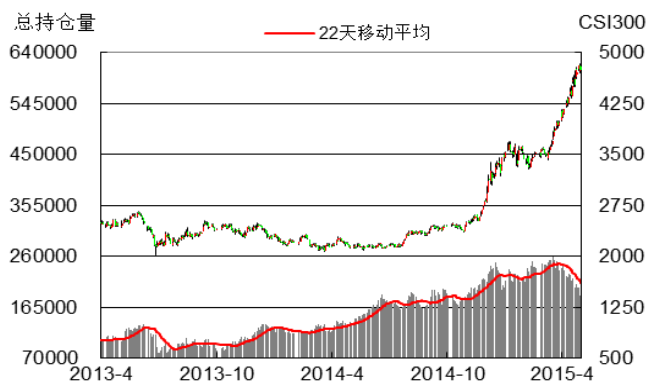
2015 年 4 月 20 日,《指标很坚决》,高子剑

2015 年 4 月 27 日,《IC 相对强势,IF、IH 指标偏空》,高子剑

报告摘要

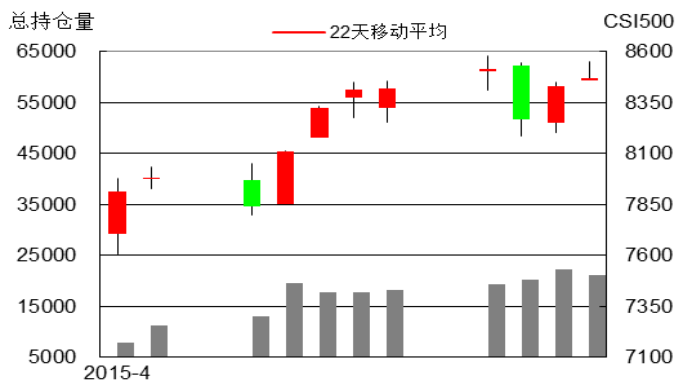
- 上周三大股指期货走势延续分化格局,IF 和 IC 先抑后扬,但 IH 冲高回落。
- IF 持仓量继续明确下降,且无探底迹象;IH 多方持仓不够坚定,而空方在下半周“后来者居上”;IC 持仓连续扩大,多方坚定、执着,聪明人的游戏还在继续。
- 从期现价差来看,IC 是唯一贴水的品种,期货交割机制保证期现到期收敛,买 IC 卖 IF (或 IH) 有较高的安全边际。
- 综上所述,建议投资者继续“买 IC1505, 卖 IF1505 (或 IH1505)”。

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

三大股指表现有分化：

➤ 沪深 300 指数冲高震荡

本周(4月27日至4月30日)现货涨跌互现, 全周累计上涨 1.00%。

周二创历史新高后回落, 此后横盘震荡。

日 K 线自 3 月 12 日以来始终维持在 10 日均线之上, 均线系统多头排列, 大盘维持偏多格局。

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
15-4-27	4753.9	4810.5	4735.3	4807.6	105.0	2.23%
15-4-28	4811.3	4839.1	4703.6	4741.9	-65.7	-1.37%
15-4-29	4722.9	4797.9	4695.8	4774.3	32.5	0.68%
15-4-30	4788.4	4818.7	4749.5	4749.9	-24.4	-0.51%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：沪深 300 指数与 IF1505 日线图（价差基准为 IF1505 合约）



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

➤ 上证 50 指数冲高回落

本周(4月27日至4月30日)现货 2 涨 2 跌, 全周累计微涨 0.82%;

28 日创 3370.02 点历史新高, 随后冲高回落。

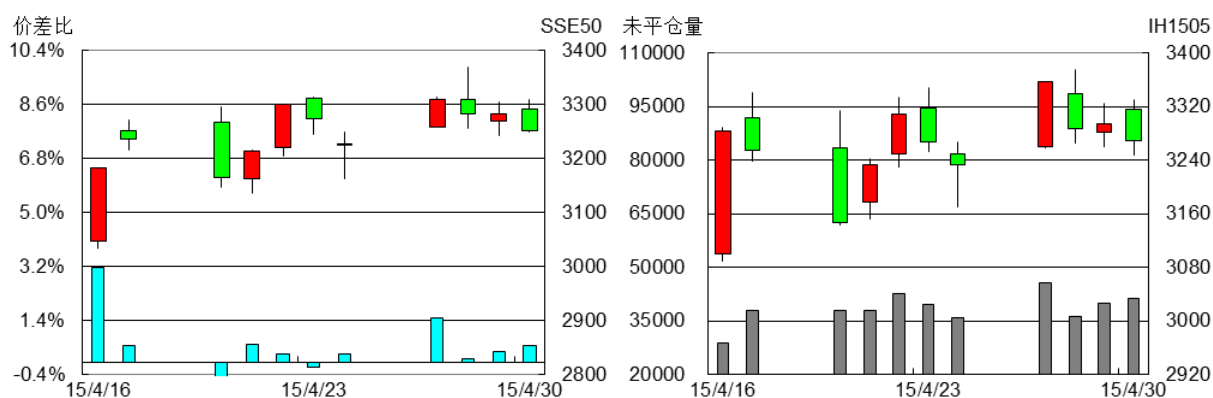
本周日 K 线均线依旧维持多头排列, 季均线斜率向上, 维持技术型偏多格局。

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
15-4-27	3258.0	3313.3	3258.0	3308.5	84.5	2.62%
15-4-28	3309.5	3370.0	3255.8	3282.3	-26.1	-0.79%
15-4-29	3268.5	3304.7	3243.5	3283.3	1.0	0.03%
15-4-30	3290.6	3309.4	3249.2	3250.5	-32.8	-1.00%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：上证 50 指数与 IH1505 日线图（价差基准为 IH1505 合约）



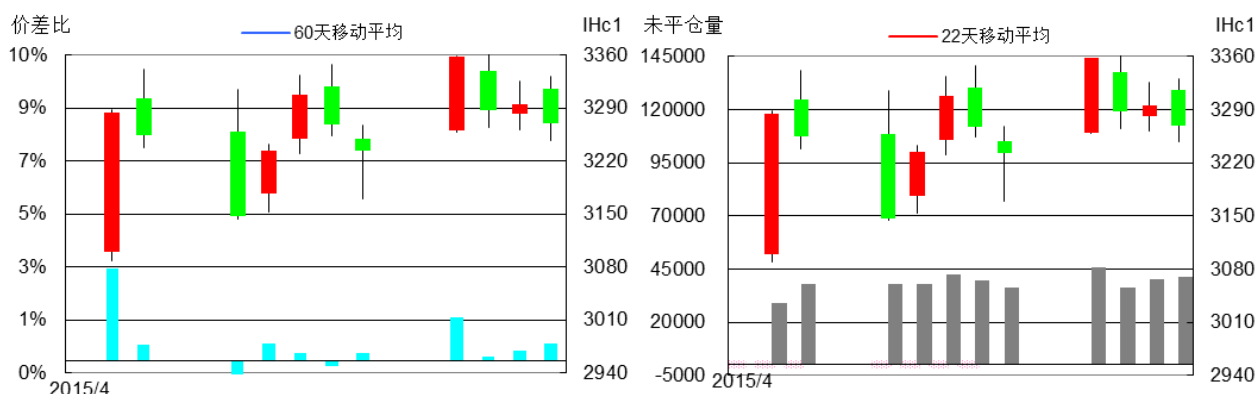
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附表：上证 50 期货 1505 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
15-4-27	3260.0	3358.0	3257.8	3357.6	259172	45698	124.6	3.85%	49.1	1.49%
15-4-28	3339.0	3376.0	3265.0	3286.8	329692	36374	-70.8	-2.11%	4.5	0.14%
15-4-29	3282.0	3325.6	3261.0	3295.2	242567	39968	8.4	0.26%	11.9	0.36%
15-4-30	3315.2	3331.2	3247.2	3269.4	202408	41181	-25.8	-0.78%	18.9	0.58%

资料来源：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

➤ 中证 500 指数高位横盘

本周（4 月 20 日至 4 月 24 日）现货 3 涨 1 跌，全周微涨 0.60%；中证 500 期货全周累计上涨 0.14%。

27 日现货创 8576 点历史新高，继续维持牛市格局。

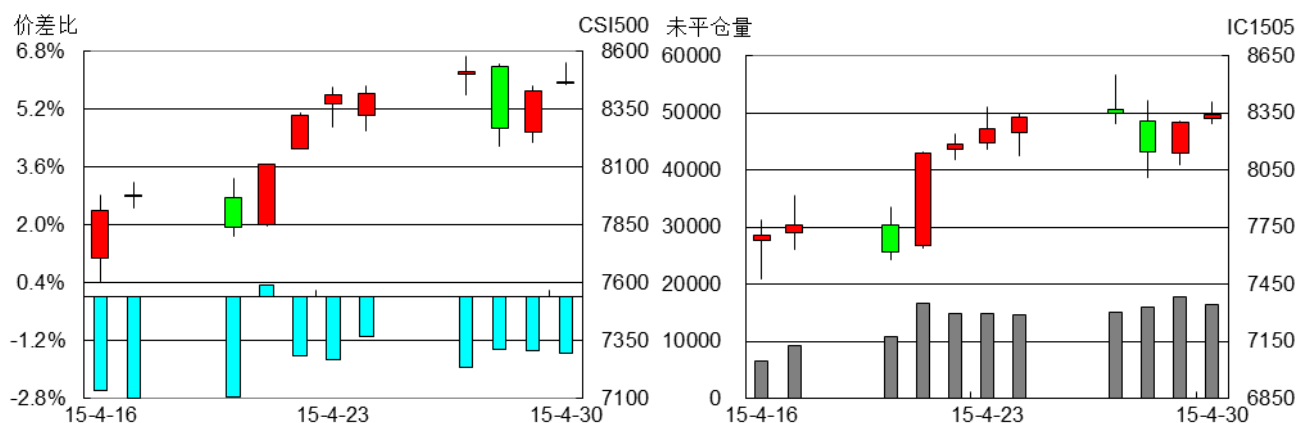
本周现货高位横盘，5 日均线走平，季均线斜率向上，维持偏多格局。

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
15-4-27	8503.6	8576.5	8413.2	8513.0	93.9	1.12%
15-4-28	8533.7	8543.3	8187.2	8266.5	-246.5	-2.90%
15-4-29	8248.3	8449.7	8204.7	8428.3	161.8	1.96%
15-4-30	8460.4	8551.5	8458.6	8469.7	41.4	0.49%

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

附图：中证 500 指数与 IC1505 日线图（价差基准为 IC1505 合约）



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

IF、IH 延续偏空格局，IC 游戏中聪明人居多：

➤ IF 指标继续偏空

上篇报告的标题为《IC 相对强势，IF、IH 指标偏空》，主要内容为：

- IF 持仓量继续下降，指标看空非常明确；IH 上半周指标表现尚可，但下半周多方持仓不坚决，指标由强趋弱；IC 多方上涨加仓下跌减仓，交易节奏亦佳，相对其他两大股指有望表现强势。

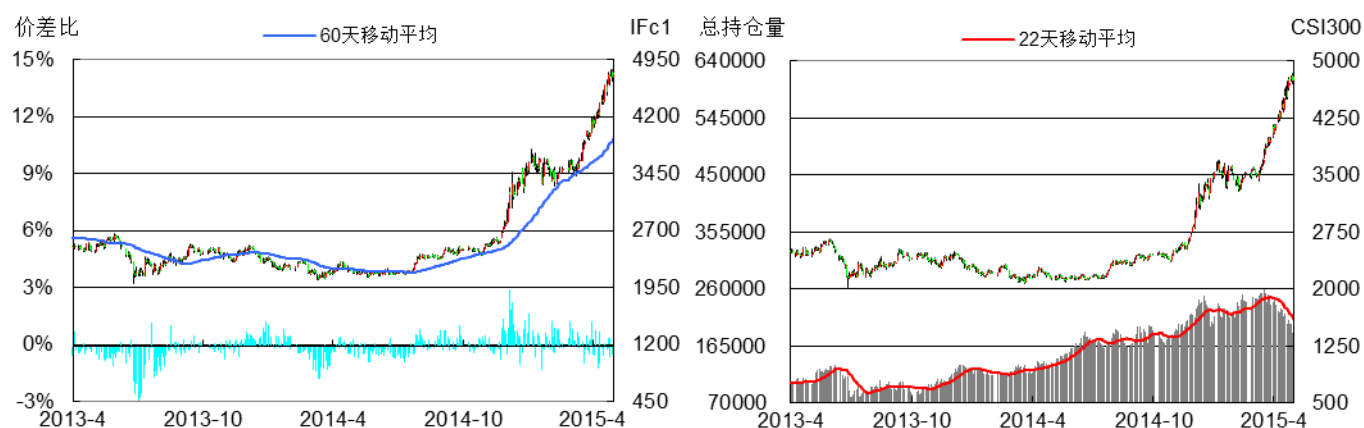
本周微涨，上述看空的观点需要继续观察。

附表：沪深 300 期货 1505 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
15-4-27	4742.0	4824.6	4737.0	4804.0	1326364	102486	82.0	1.74%	15-4-27	4742.0
15-4-28	4791.2	4811.0	4660.0	4721.0	1438546	89600	-83.0	-1.73%	15-4-28	4791.2
15-4-29	4701.8	4806.2	4700.4	4771.0	1203575	101301	50.0	1.06%	15-4-29	4701.8
15-4-30	4777.8	4826.8	4733.6	4767.8	1208777	92597	-3.2	-0.07%	15-4-30	4777.8

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

持仓量还在下降

过去几周看空的最重要依据，就是持仓量 22 日移动平均值下降。IH 和 IC 合约上市已逾 11 个交易日，但总持仓量下降的趋势仍在延续，这也从一个侧面支持了我们先前的判断，即持仓量的主要原因并非 IH 和 IC 的分流，而是行情自身的规律。本周的 4 个交易日，4 个合约持仓量与大盘涨跌幅分别为，

+227 手、-14725 手、+9795 手、-9407 手

+2.23%、-1.37%、+0.68%、-0.51%

总计全周持仓量减少 14110 手，持仓量 22 日移动平均值当然继续下降。本周末持仓量相比于 3 月 16 日的持仓量高点，降幅达 28%，总持仓量的头部已可确认。

价差的叹息

再看价差。

本周沪深300的行情大致可分为三个阶段：周一至周二早盘的上涨、周二早盘至周三早盘的下跌、周三盘中及周四的震荡整理。相对而言，前两个阶段是更加重要，让我们来看看价差在此二阶段的表现。

上涨：举步维艰

在上涨的阶段，我们在五分钟线的级别上观察到七次现货的新高，但这七个高点的价差并不如人意：

- 4-27, 10 点 0 分, 4791.9 点, +0.48%
- 4-27, 10 点 10 分, 4804.8 点, +0.25%
- 4-27, 14 点 50 分, 4809.9 点, +0.22%
- 4-28, 9 点 30 分, 4811.3 点, -0.49%
- 4-28, 9 点 35 分, 4816.9 点, -0.22%
- 4-28, 10 点 55 分, 4821.5 点, -0.60%
- 4-28, 11 点 10 分, 4838.6 点, -0.93%

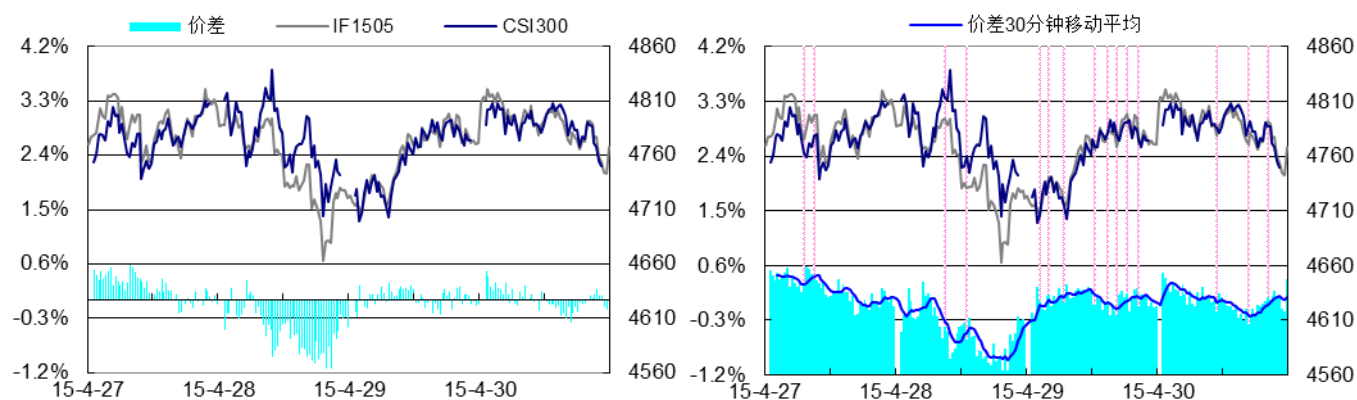
在 40 余点的上涨过程中，价差竟下降了 1.41%，犹如一匹疲惫的老马，再也拉不动上涨的车轮。

下跌：低接无力

下跌过程中，周二下午 14 点 30 分产生了全周价差的低点-1.13%，此时 IF1505 刚刚创出 4680.4 的本周低点。在此过程中，价差一路扩大，多方毫无招架之力。

综上所述，上涨价差逐级走低，下跌多方低接无力，期指偏空。

附图：沪深 300 期货 1505 合约 5 分钟价差图

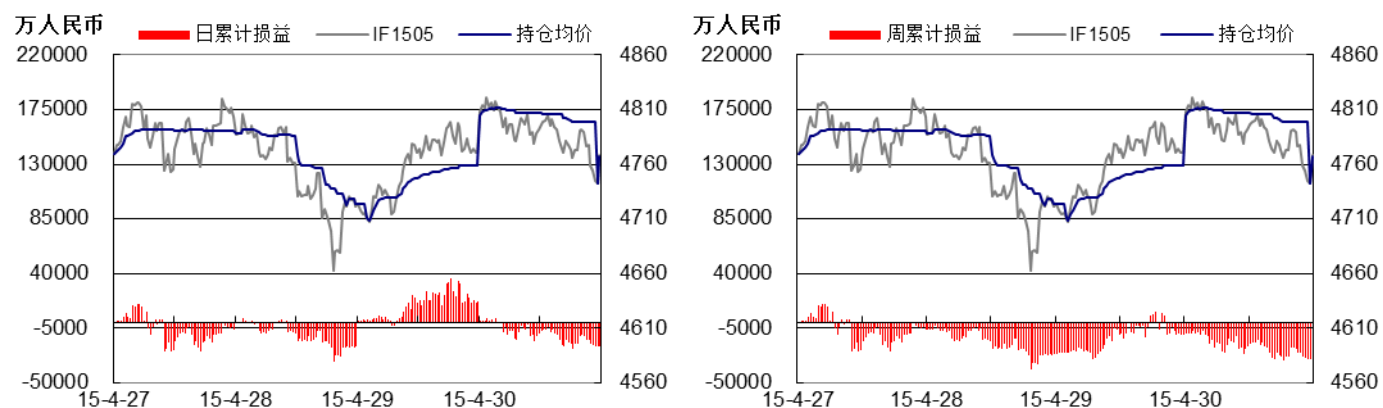


来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

上涨，多方亏损

本周依然上演近期常见的“上涨，多方亏损”剧情，多方全周亏损 30696 万元。持仓量下降和低位的杀跌扩大了多方的亏损。

附图：沪深 300 期货 1505 合约多方损益



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

指标继续偏空

综合以上，持仓量继续明确下降，且无探底迹象。价差方面，上涨价差逐级走低，下跌多方低接无力，期指偏空。

➤ IH 指标未能转强

多方信心不够坚定，空方在下半场略占优势

上周四个交易日上证 50 期货四个合约持仓量与现货标的涨跌幅分别为，

+9235 手、-8876 手、+3888 手、1889 手

+2.62%、-0.79%、+0.03%、-1.00%

总计全周四个合约持仓量增仓 6136 手，现货指数相较前一周收盘价微涨 0.82%。

大幅增仓发生在周一，当日指数高开高走，几乎以最高点收盘，多方信心充足。

然而周二持仓量几乎回吐了上一日的涨幅，而当日指数也是冲高回落，多方明显离场，其持仓意愿不够坚定。

随后两个交易日，期指持仓量缓慢上升，指数则延续冲高回落态势。

从持仓量变化来看，上周多方信心不够坚定，空方在下半场略占优势。

交易节奏乏善可陈

周一价差与现货走势同步性较强，多方倾向于追涨杀跌。周一 5 次拐点均领先，效率极佳。

周二多方表现可褒可贬。当日日内指数的高点几乎对应价差的低点，多方逢高出货迹象明显，这也导致当日高点成了上周上证 50 指数的一周高点。尾盘时，指数连续创新低，但价差不再创新低，表明多方有一定低接意愿，但未来几个交易日指数表现差强人意，因此多方低接的并不成功。拐点方面，3 次领先，2 次落后。

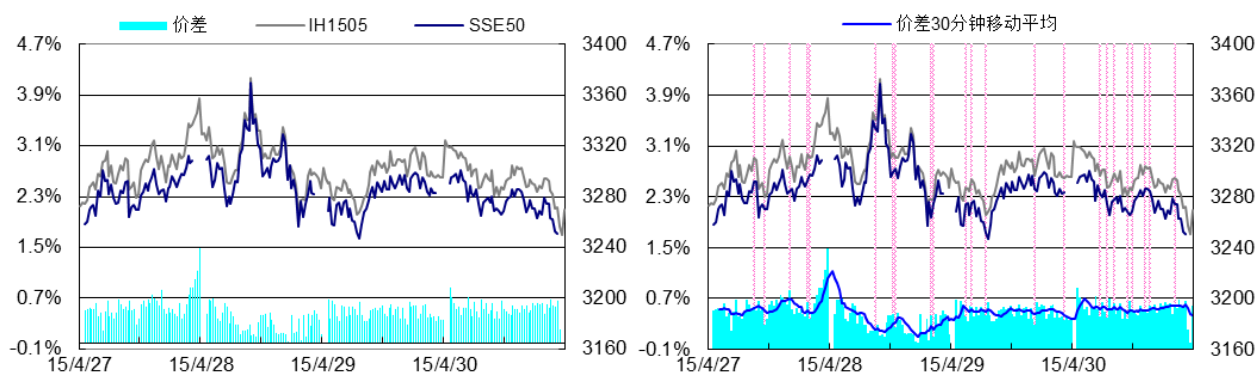
随后两个交易日，期指价差总体表现的较为稳定。拐点方面，9 次领先，4 次落后，效率较佳。

局部来看，周三上证 50 指数的最低点出现在 10:40 (3247.0)，而价差的也在该时刻达到了局部高点，这一波多方的低接高抛做的较为漂亮。

周四尾盘指数跳水，价差也同时跳水，多方有一定出逃迹象。

全周来看，拐点 17 次领先 6 次落后，交易节奏较佳。

附图：上证 50 期货 1505 合约 5 分钟价差图

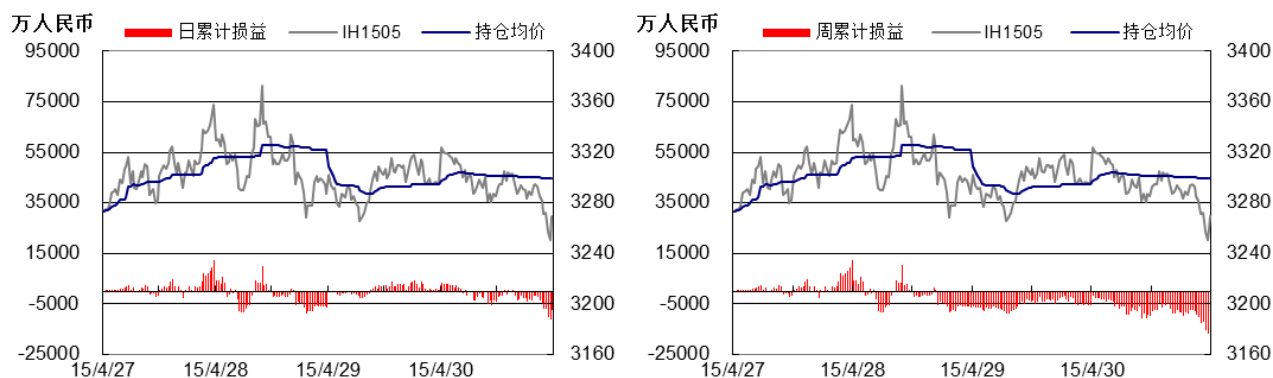


来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

冲高回落，多方亏损

上周多方追涨杀跌，全周缺乏亮眼的表现，总体依然维持亏损状态，IH1505 多方全周亏损 7644 万元。

附图：上证 50 期货 1505 合约多方损益



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

IH 指标维持偏空

综合以上，多方持仓不够坚定，而空方在下半周有“后来者居上”之嫌，同时多方交易节奏把握欠佳，IH 指标维持偏空。

➤ IC 指标相对强势

上篇报告的标题为《IC 相对强势，IF、IH 指标偏空》，主要内容为：

- IC 多方上涨加仓下跌减仓，交易节奏亦佳，相对其他两大股指

有望表现强势。

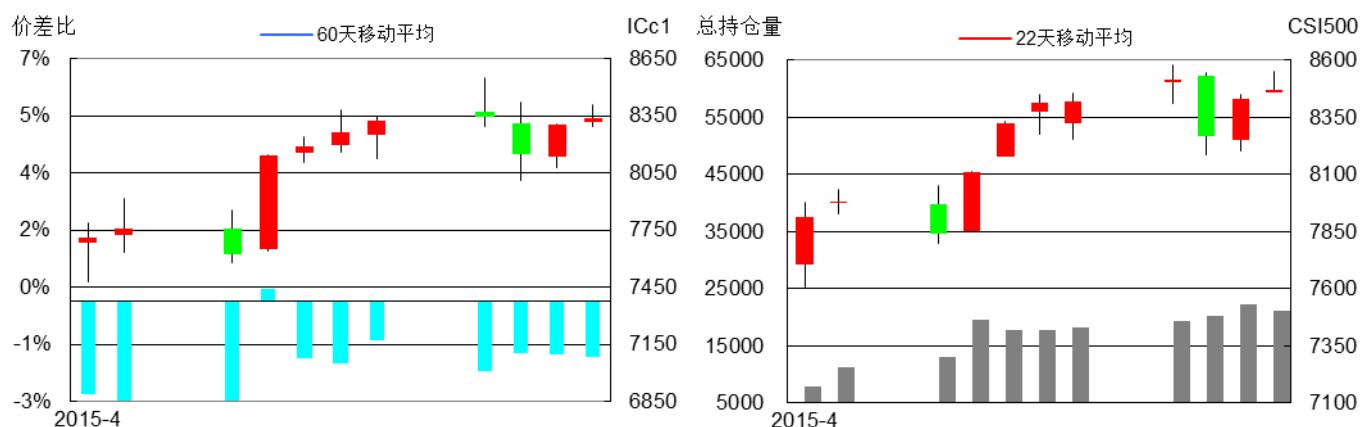
本周微涨，IC 强于 IH，我们的观点得到验证。

附表：中证 500 期货 1505 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
15-4-27	8368.0	8548.0	8292.0	8347.2	125335	15187	20.0	0.24%	15-4-27	8368.0
15-4-28	8308.0	8419.0	8011.6	8147.0	164120	15900	-200.2	-2.40%	15-4-28	8308.0
15-4-29	8138.0	8309.0	8079.0	8302.2	134158	17677	155.2	1.90%	15-4-29	8138.0
15-4-30	8320.0	8408.0	8291.2	8338.8	120118	16354	36.6	0.44%	15-4-30	8320.0

资料来源：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

加仓：多方有主张

本周 4 个交易日，4 个合约持仓量与现货涨跌幅分别为，

+1185 手、+889 手、+2046 手、-1135 手

+1.12%、-2.90%、+1.96%、+0.49%

总计全周持仓量增加 2985 手。周二的大跌中多方逆市加仓，周三乘胜追击扩大战果，并于周四部分兑现手中的浮盈。在此过程中，多方并不随波逐流，完全掌握主动。

价差：低点有抵抗

全周价差的低点出现于周二的 11 点 15 分，期货贴水 2.66%。期货和现货仍在继续下跌，直至 14 点 25 分才到达全周低点，但见底时贴水已缩小至 2.10%。在下跌的过程中，低点多方的抵抗并未缺席。

先知的背离

本周最令人印象深刻的一幕，是 IC 行情中多次出现了期指上市以来罕见的大级别背离：

- 周一午盘 13 点 15 分，现货到达 8480.7 的局部高点，此后继续上扬，收盘上涨至 8513.0；相反，期货提前 10 分钟即已到达 8399.4 的拐点后即返身向下，15 点时跌至 8361.2，15 点 15 分收于 8347.2。次日现货暴跌 2.90%，期指投资人的判断惊人地准确。
- 周三午盘 13 点 40 分，现货到达 8446.8 的全日高点后掉头向下，至收盘下跌至 8428.3；相反，期货 13 点 40 分时位于 8270.2，15 点时上涨至 8270.2，15 点 15 分涨收于 8302.2。次日现货上涨，期指投资人再次做出正确判断。
- 周四早盘，现货跳空高开于 8460.4 后继续上扬，直至午后 13 点 20 分到达 8549.0 的全日高点；相反，期货于早盘 9 点 35 分即已见全天高点 8394.0，13 点 20 分已跌至 8375.6。此后至收盘，现货下跌至 8469.7，期指的观点三度应验。

以上三个特大背离，期货投资人的判断均告正确，聪明程度爆表。

有趣的是，周四在午后现货连续下跌之时，期指却于 14 点 35 分上涨至 8393.6 的全日次高点；换言之，13 点 20 分至 14 点 35 分，现货由 8549.0 跌至 8526.8，而期货由 8375.6 涨至 8393.6，这似乎又是一次背离。此次背离鹿死谁手，我们拭目以待。

远见的拐点

再看拐点。

全周拐点出现 5 次 15 分钟级别的领先和落后情况，这在股指期货上市以来也是罕见的。

4 次领先出现在周一和周三的早盘：

- 周一 10 点，期货到达高点 8543.4；10 点 15 分，现货的高点姗姗来迟；
- 周三早盘，市场走出了“涨-跌-涨”的波段，在三个小波段的起点 9 点 25 分、9 点 40 分及 10 点整，期货均出现了 15 分钟级别的拐点领先，此后继续上涨，期指投资人的精明令人印象深刻。

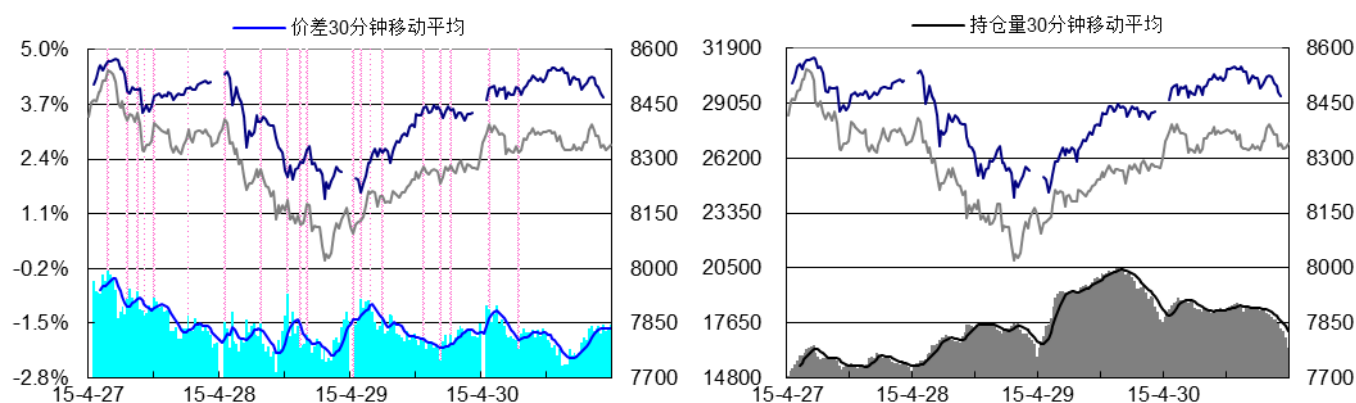
1 次落后出现在周二下午，但其中也有可商榷之处：

- 周二 13 点 20 分，现货跌至 8244.8 的拐点后反弹；13 点 35

分，期货跌至 8120.6 后方的反弹。事实上，此轮反弹并非下跌趋势的结束，13 点 55 分后现货继续下跌，创下全周新低。此轮反弹期指投资人并未深度参与，反弹高点处期货也领先，预测到了后续的下跌。

全周期货 17 次领先 3 次落后，且有 4 次大级别领先，期指投资人再显灵通，上涨多方占优。

附图：中证 500 期货 1505 合约 5 分钟价差图

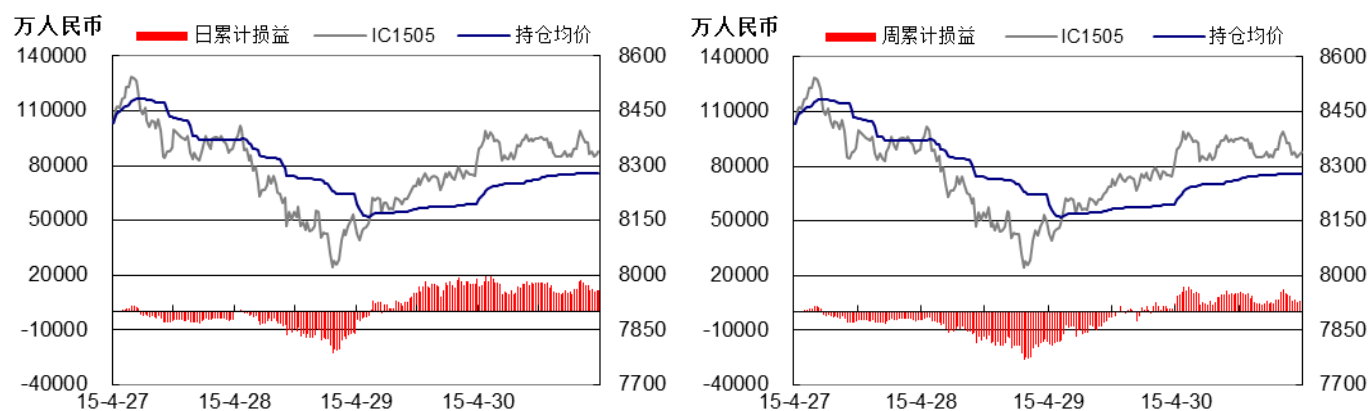


来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

上涨多方获利

虽然多方逢低加仓带来了暂时性的亏损，但此后现货的上涨印证了多方的远见卓识。IC1505 多方全周获利 6615 万元。

附图：中证 500 期货 1505 合约多方损益



来源：Wind 资讯，方正证券研究所整理

IC：聪明人的游戏

本周 IC 投资人的聪明程度远远出乎了我们的意料，盘中多次出现史诗级的大背离和大拐点领先，并且期货投资人多次做出正确判断。低点的贴水未创新高，持仓连续扩大，我们看到了多方的坚定与执着。聪明人的游戏还在继续，目前多方暂时领先。

投资建议：

从期现价差来看，IC 是唯一贴水的品种，期货交割机制保证期现到期收敛，买 IC 卖 IH（或 IF）有较高的安全边际。

结合上文，我们建议投资者：“买 IC1505、卖 IF1505 或 IH1505”。

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：	http点 //www.foundersc.com	http点 //www.foundersc.com	http点 //www.foundersc.com	http点 //www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com