

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7月14日,《远近月贴水,拉高结算?—股指期货交易分析》,高子剑

2015年7月2日,《股指期货告诉你,这里是底部—股指期货交易分析》,高子剑

2015年6月30日,《期指跌停之后:IF、IC表现不同—股指期货交易分析》,高子剑

2015年6月23日,《后半周基差回升,空方杀跌力量减弱》,高子剑

报告摘要

- 拉高结算之后:买入了这么多现货,会不会在结算后砸盘?恰恰不会。结算后,股价还要继续往上,手中的股票才会持续盈利。
- 贴水是利好的理由:
 - A股市场长期以来,期指升贴水是由散户决定,买进或卖出完全跟着大盘走,这样情绪化的基差,肯定是反指标。
 - 从机制上,贴水也是利好,因为贴水相当于给多方让分,今天的贴水,就是明天的买气。
- 综合以上,贴水是利好,无需恐惧,这是机遇,不是风险。

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

上一篇报告提示大家，远近月贴水，是拉高结算的征兆。从上周 IF1507 的结算周四来看，还真如此。

拉高结算了，然后呢？

拉高结算后，市场常讨论的是，买入了这么多现货，会不会在结算后砸盘？恰恰不会。拉高结算的人，一定是看好市场，把买气稍微集中在结算附近。结算后，股价还要继续往上，手中的股票才会持续盈利。

详细的分析，请各位参考高某 2013 年 12 月 17 日写的-《偶一为之不可不知—沪深 300 期货结算行情》。

大幅贴水，后续上涨

目前另外一个被市场关注的话题是，大幅贴水。以本周二 7 月 21 日 15 点 15 分为准，

- IF1508 贴水 4.73%，IH1508 贴水 3.85%，IC1508 贴水 6.15%。

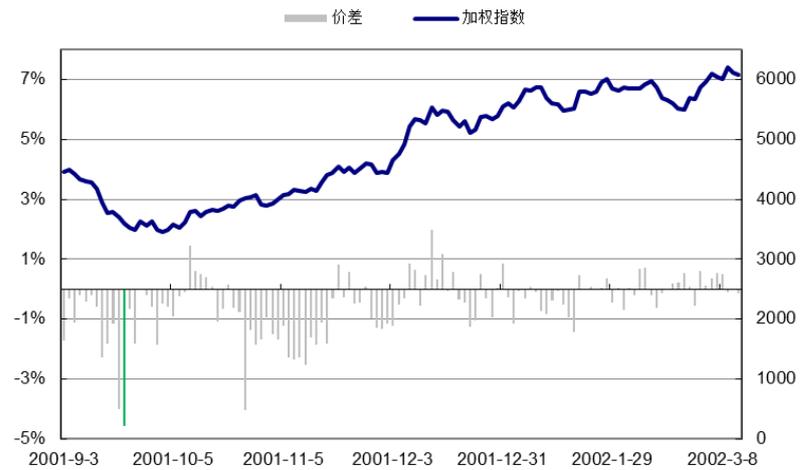
这还不算大的，如果找 7 月 20 日和 21 日，5 分钟为频率，盘中贴水的最大值是，

- IF1508 贴水 6.04%，IH1508 贴水 4.71%，IC1508 贴水 7.38%。

这样的贴水，市场讨论很多，主要看法偏向负面。从 A 股和海外的经验来看，大幅贴水，后续会上涨。举例如下，

2001 年 9 月 21 日，台湾的股指期货贴水幅度高达 4.59%，历史最大。后市跌了吗？没有，这里是市场底部。后面 1 个月上涨 8.6%，3 个月涨了 42.2%，7 个月涨了 79.9%。

附图：台湾股指期货大幅升贴水案例



资料来源：Reuters，方正证券研究所整理

沪深 300 期货 2010 年 4 月 16 日上市后，大盘一路走低，至 7 月 5 日收盘，已经下跌 25.97%。7 月 6 日，重要的转折来了，收盘升水只剩 0.08%；7 月 7 日，全天 70.1%的时间基差为负。这个情况蔓延到 7 月 8 日，全天 91.8%的时间贴水。结果，这确定了 7 月 5 日是 2010 年全年最低点。

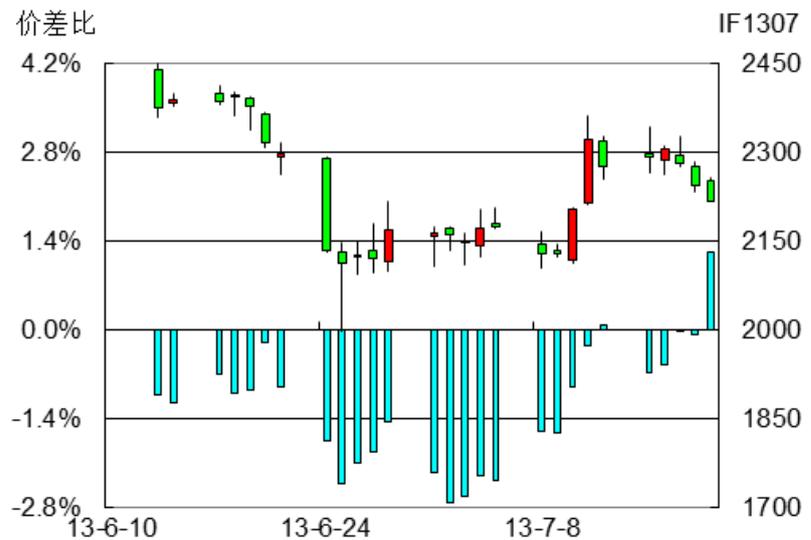
附图：沪深 300 期货贴水案例



资料来源：Wind，方正证券研究所整理

这是 2013 年 6 月底的“钱荒”，也是大幅贴水。结果是，2013 年 6 月 25 日，是过去 6 年的大底部。

附图：沪深 300 期货贴水案例



资料来源：Wind，方正证券研究所整理

贴水是利好

上面所述是现象，那么，贴水是利好的理由在哪里？

首先，A股市场长期以来，期指升贴水是由散户决定，而不是站在对冲这一边的机构决定。我们曾经做过一份统计，7天逆回购利率和期指基差的关系。如果从对冲套利的角度，应该是正相关，因为7天逆回购利率高，套利者容忍的基差更高。然而统计结果是负相关，这就说明，基差是受到市场情绪的影响（逆回购利率高→景气不好→基差下降）。

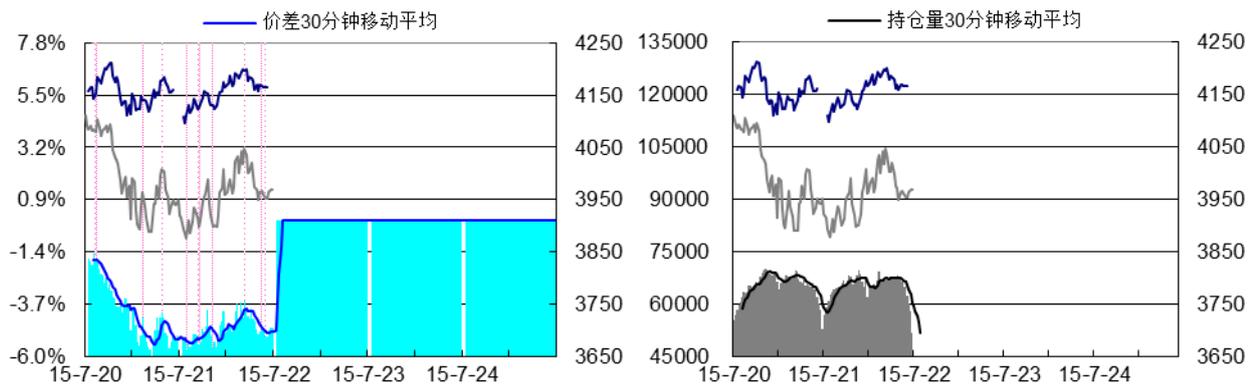
再看目前的基差趋势，3个期指都一样，大盘涨、基差高，大盘跌、基差低。买进或卖出完全跟着大盘走，这样情绪化的基差，肯定是反指标。

最后，从机制上，贴水也是利好。

第一种情况，如果找来一位投资经理，对A股没有任何记忆，也没有任何仓位。当他站在现在的期指面前，大概率事件，他会选择做多，因为贴水相当于给多方让分。

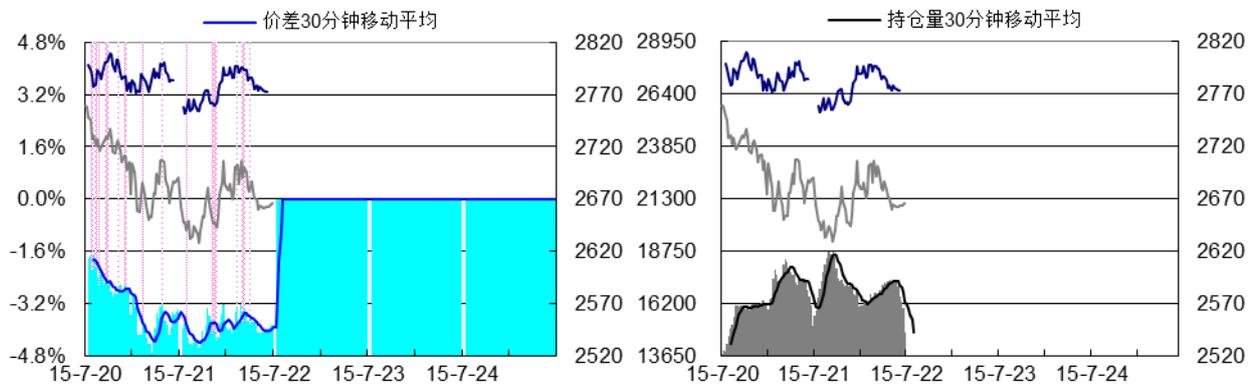
第二种情况，如果一位投资经理手上有持股，面对大幅贴水，合理的做法（排出限制开仓的情况），卖出手上和指数相同的成分股，然后以做多股指期货替代，赚取贴水。那么，当基差归零，或是结算时，他会把持股再买回来以跟踪指数（这就是上周拉高结算的机理之一）。所以，今天的贴水，就是明天的买气。

附图：沪深 300 期货基差持仓量图



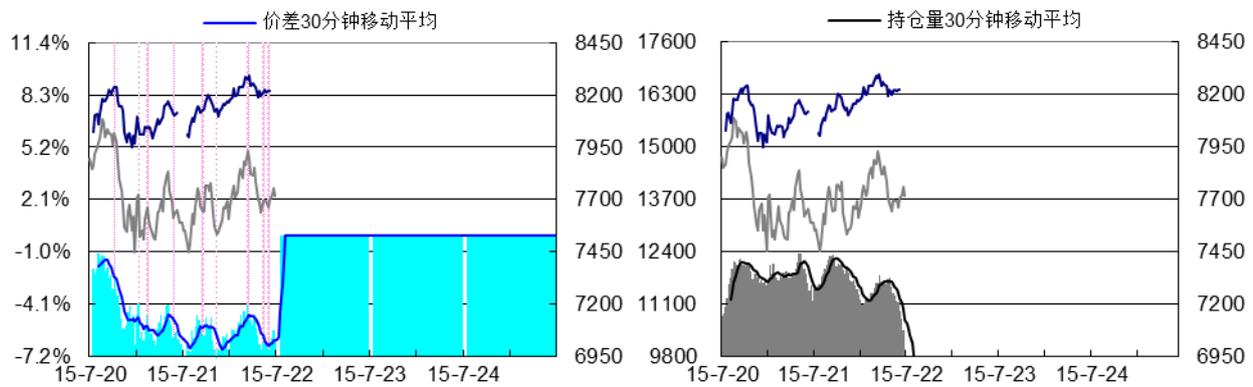
来源：Wind，方正证券研究所整理

附图：上证 50 期货基差持仓量图



来源：Wind，方正证券研究所整理

附图：中证 500 期货基差持仓量图



来源：Wind，方正证券研究所整理

结论

综合以上，贴水是利好，无需恐惧，这是机遇，不是风险。

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