

研究员：

 王 旺

☎：(027) 65799660

✉：wangwang@cjfco.com.cn

联系人：

 李 佳

☎：(027) 65799950

✉：Lij@cjfco.com.cn

## 救市启示录

我们预计后市，不再是“疯牛”市场中所有股票的齐涨，强烈差异同样意味着不是所有的股票同跌。指数的变动掩盖了股价变化的差异，实际上股票内部已呈现明显的分化。我们认为，当前对于大势多空方向的判断与选择将不再是重点，投资者更应注重选股，利用股指期货采用阿尔法对冲策略或许将适合下半年的市场模式。同时，把握市场内部大小盘的风格特征较判断整体市场涨跌更重要，运用中证 500 指数期货与上证 50、沪深 300 的配对交易也是不错的选择。

相关报告

6月28日，央行的“双降”正式开启了救市大幕。自2015年6月28日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。并对三类金融机构进行相应定向降准操作。

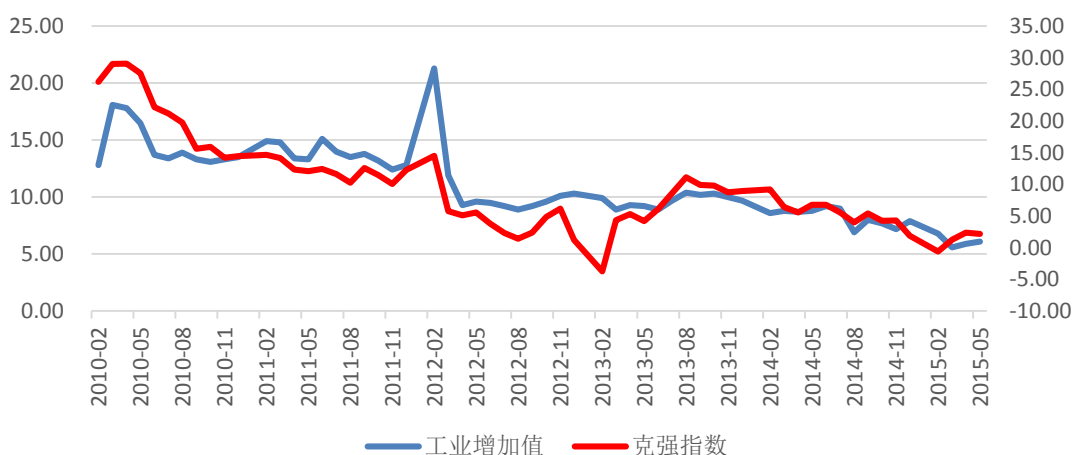
## 一、货币放松需求放缓，却罕见集中宽松

### （一）货币放松的必要性放缓

此前连续实行宽松的货币政策（包括降准降息以及各种货币市场工具）的动用并不是目的，而只是手段。实行宽松的货币政策旨在为疲软的经济兜底，或者说是减缓实体经济快速下行的压力。而随着连续的宽松政策实施，与经济自身内在的调整，虽然经济整体仍处于疲弱格局，但已有边际改善的迹象。5月份的诸项经济数据的回升即能显示经济短期回稳的状态。

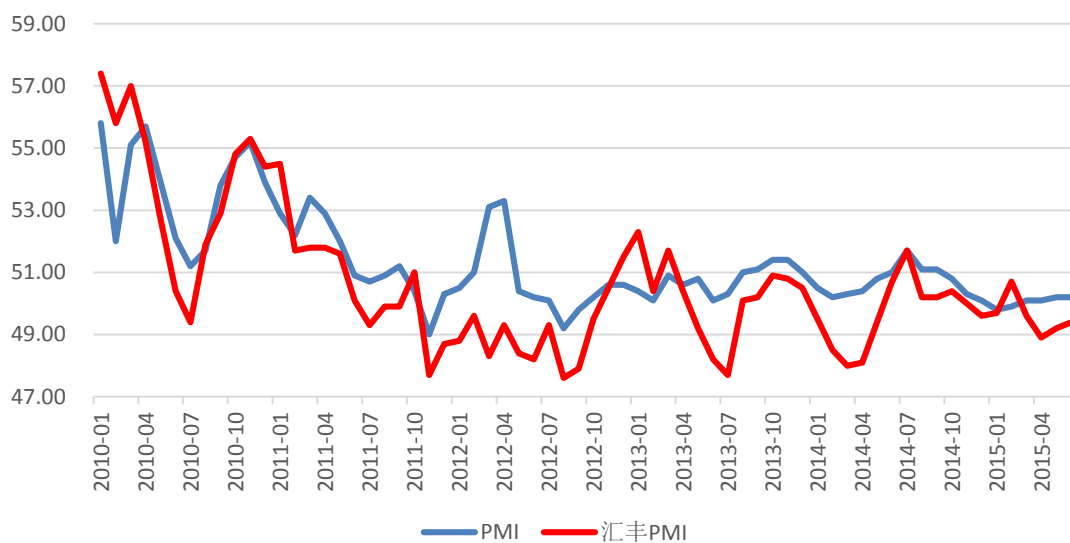
宏观数据上，5月的工业增加值、PMI、克强指数均有不同程度回升。而与之相印证的中观、微观数据来看也同步出现好转，例如价格指数、发电量数据。值得一提的是，房地产市场在近期的复苏迹象尤为突出，房价近期连续数月已出现明显复苏，房价开始步入上升周期，房地产销售也随之大幅增长。在诸多数据相互验证的情况下，经济虽然整体仍处于疲软区间，但已出现边际改善。在此情况下，货币放松对冲经济下行压力的必要性放缓。毕竟本轮货币的放松的意图在于兜底经济，而不是搞刺激。

图1：经济有短期企稳迹象



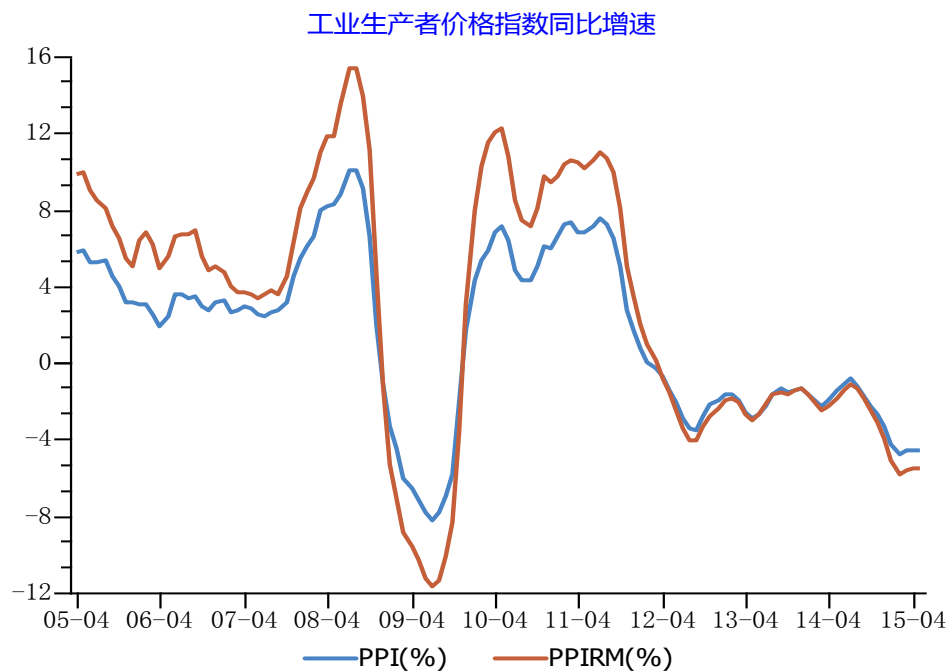
数据来源：WIND 长江期货

图 2：PMI 短期回升



数据来源：WIND 长江期货

图 3：价格跌幅收窄



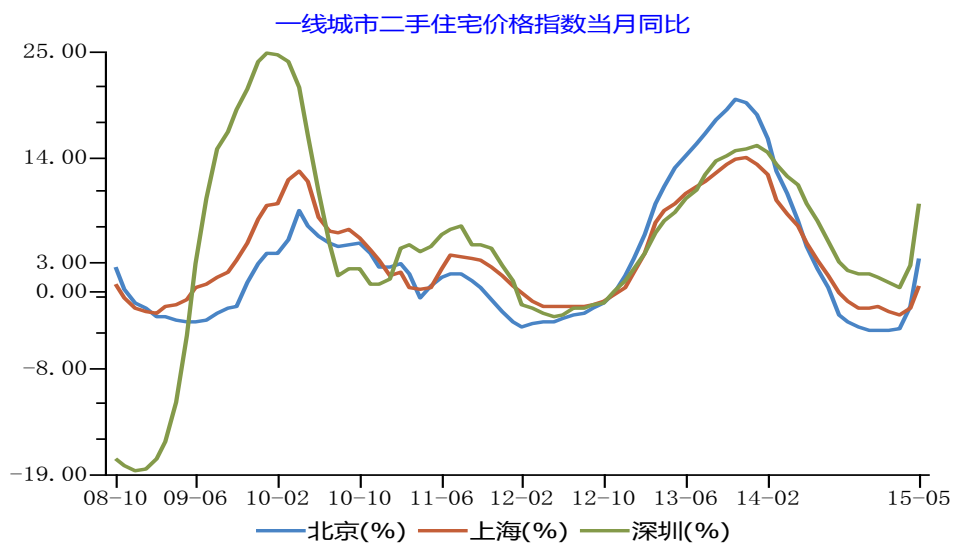
数据来源：WIND 长江期货

图 4：地产销售回暖明显



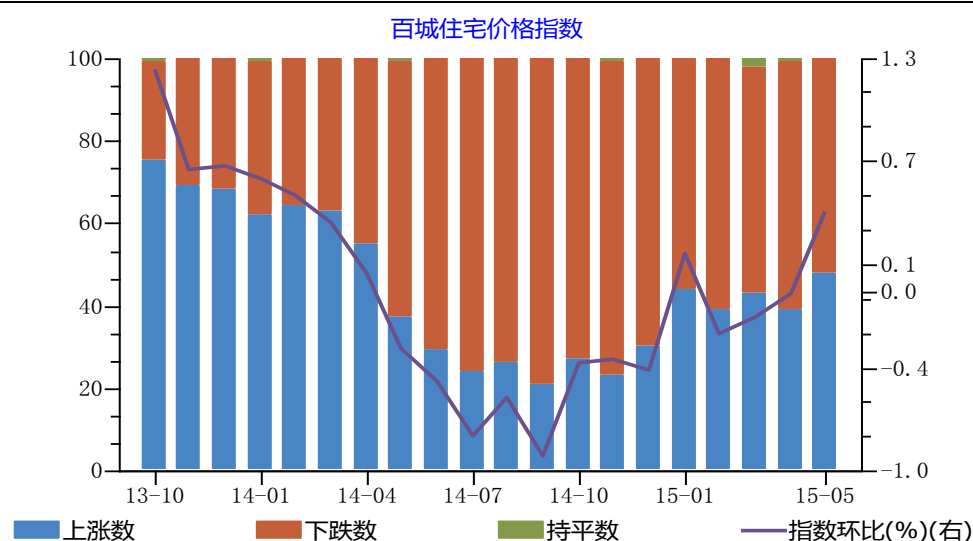
数据来源：WIND 长江期货

图 5：地产价格复苏



数据来源：WIND 长江期货

图 6：地产价格复苏

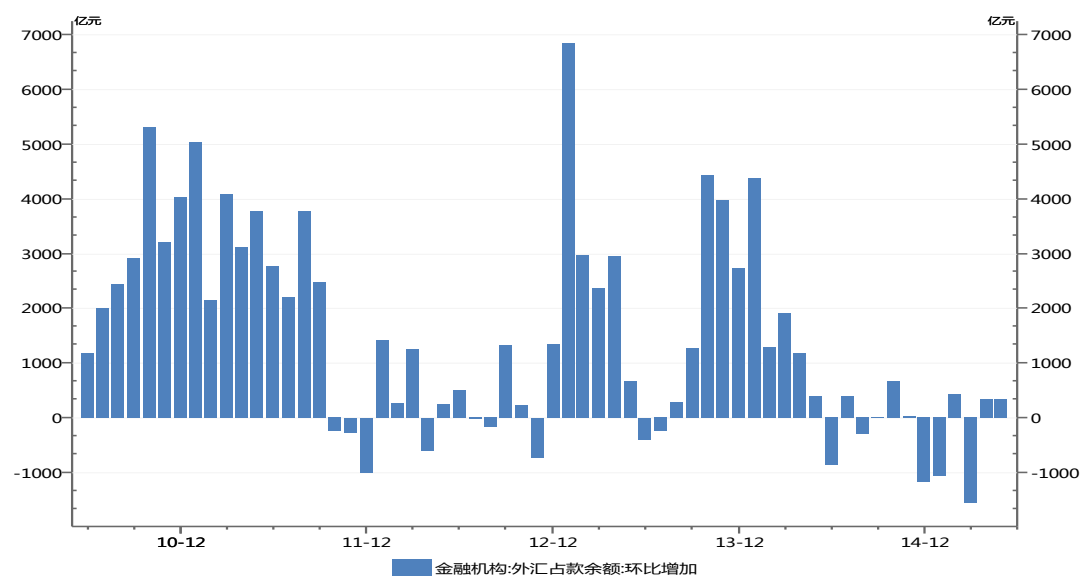


数据来源：WIND 长江期货

## （二）货币放松的可行性减弱

此前连续降准不仅存在必要性，可行性也不可少。前几月中国外汇占款连续出现下降，多年来通过对外贸易等形成的外汇占款是我国货币创造的主要途径之一。而从实际的历史情形来看，存款准备金率的变动往往具有与外汇占款对冲的目的，往往在外汇占款激增的阶段通过提高存准率避免短期流动性释放过大，在外汇占款下降的时候降低存准率释放资金。

图 7：外汇占款连续两月回升



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND 长江期货

4月、5月我国外汇占款出现回升，因此从这一点来看，货币放松的可行性也减

弱了。既然货币放松的必要性与可行性都放缓，那么货币政策更应步入观察阶段。然而在这种情况下，央行并不非暂停宽松步伐，反而罕见地联合动用了利率与存款准备金率，双杆齐下的案例前一次还得追溯至 2008 年 10 月。这充分显示了，央行纯粹对资本市场的呵护，拉起了救市大旗。

## 二、央行不孤单，多部委联合救市

7 月 4 日，中国证券业协会决定 21 家证券公司以 2015 年 6 月底净资产 15% 出资，合计不低于 1200 亿元，用于投资蓝筹股 ETF；中国证监会决定暂缓 IPO 发行已经缴款的 IPO 退款，且晚 7 点前需将公告发给交易所；中国证券投资基金业协会决定 25 家公募基金公司联手救市，打开前期限购基金的申购；中央汇金公告已于近期在二级市场买入 ETF，并将继续相关操作；央行将协助通过多种形式给予中国证券金融股份有限公司流动性支持。基金业协会也收到各基金公司增持本公司基金的方案，合计超过 20 亿元。

交易所方面，中金所依照《中国金融期货交易所违规违约处理办法》，对交易股指期货合约特别是中证 500 股指期货合约的部分账户采取了限制开仓等监管措施。证监会要求中金所继续实施前期有效措施，加大力度，扩大检查范围，对恶意做空、利用股指期货进行跨期限市场操作等违法行为，一经查实，将严惩。

此次证监会通过联合 21 家券商，共计筹集资金 1200 亿元，用于投资蓝筹 ETF 基金，表达了证监会对于维护市场稳定的决心，也彰显了券商对于后市的信心。证监会联合各家券商共同救市这一壮举，不仅是在中国金融史上是绝无仅有的，即使放眼海外也是不多见的。通过这样一种制度安排，对于维护市场稳定具有积极作用。

IPO 发行暂缓，从供给端减少了对资金的消耗，有助于缓解资金供求的压力，增强了投资者的信心。

央行给予证金公司流动性支持，不仅为资本市场注入了流动性，更是给市场提供了极大地信心，维护资本市场的稳定也成为央行的目标之一。

本次救市政策力度超市场预期，缓解了市场的恐慌情绪，股指期货持仓量下降，救市政策重拾市场信心。短期的暴跌源自于年初至今涨幅过大，获利盘过大，前期杠杆太大，但短期暴跌并未动摇市场长期信心，央行降息定向降准确认了流动性进一步边际改善的信号，中国经济增速相比世界其他国家依旧保持在较高增速，中国制造业

依旧保持全球竞争力优势。

### 三、救市启示录

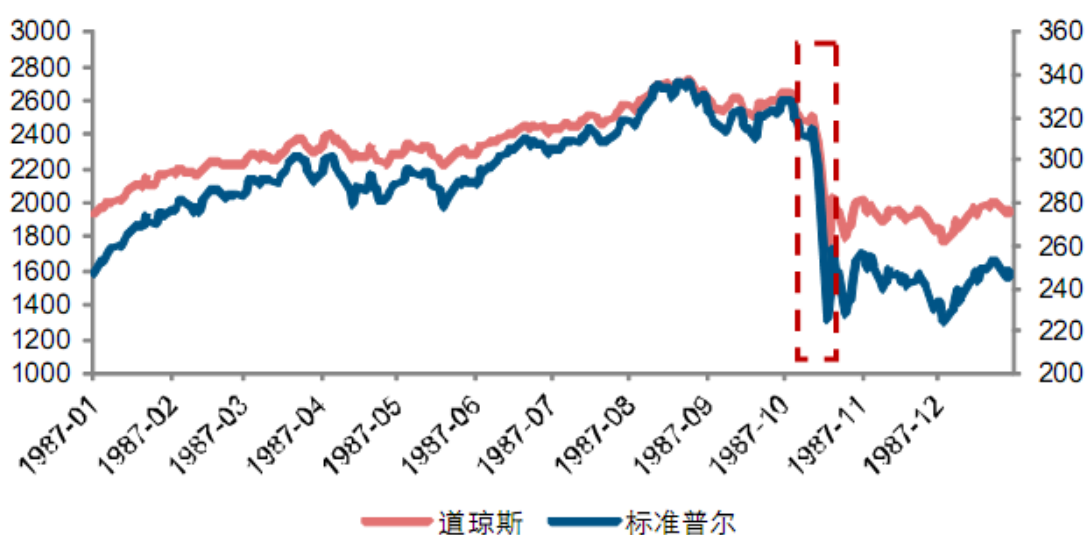
本轮股市自 2015 年 6 月 12 日至 2015 年 7 月 3 日已调整千点。上证综指下跌 29%，创业板指下跌 33%，中小板指下跌 33%，沪深 300 下跌 27%，上证 50 下跌 23%，中证 500 下跌 36%。成长股代表性行业调整幅度更大，计算机行业下跌 46%，传媒行业下跌 42%，通信行业下跌 41%，机械行业下跌 41%。短短 14 个交易日，跌幅如此巨大，幅度已经大于 1987 年美国股灾跌幅。

从历史上看，美国在股灾发生后积极采取救市政策，值得我国借鉴。

#### （一）美国成功化解 1987 年股灾

1987 年 10 月 19 日，美国纽约交易所出现恐慌性下跌，这一天被华尔街称为“黑色星期一”，《纽约时报》将这一天称为“华尔街历史上最坏的日子”。在这一个交易日内，标准普尔指数从 282.7 点一路下跌到 224.8 点，单日下跌幅度达到 20.5%，而道琼斯指数则是从 2246.7 点下跌到 1738.7 点，跌幅达到 22.6%，均创下了二战以来的单日跌幅纪录。

图 8：1987 年“黑色星期一”创造二战以来最大单日跌幅

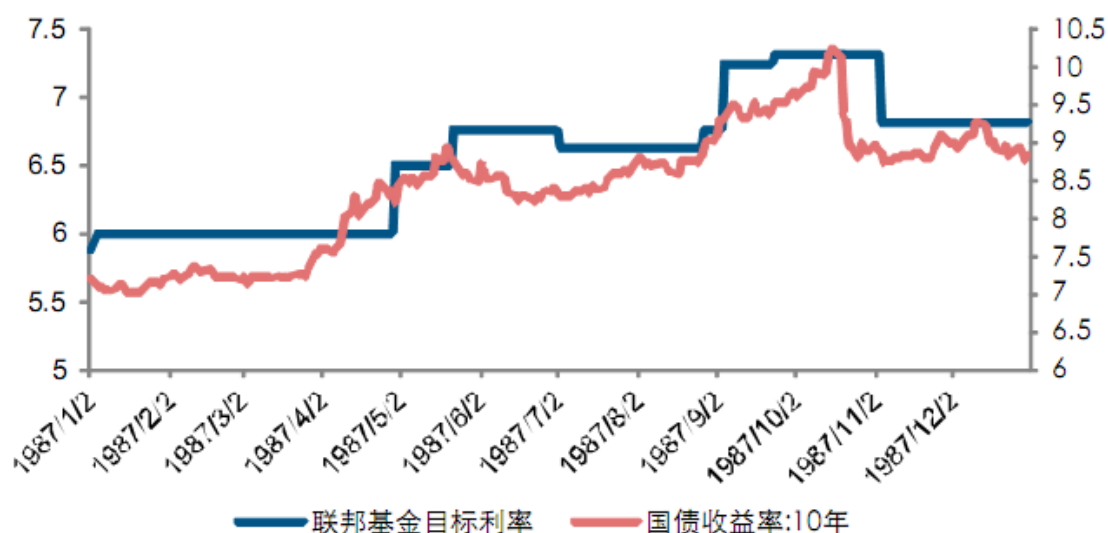


数据来源：长江证券研究部 长江期货

促成此次美股暴跌的原因的多方面的。从基本面上来看，虽然短期美国经济并未发生大幅波动，但是随着美联储自 1987 年 3 月以来采取紧缩的货币政策，使得市场的流动性迅速收缩，十年期国债利率从 1987 年初的 7.18% 迅速上升至 10 月 15 日

的 10.18%，上升 300 个基点，达到年内高点。

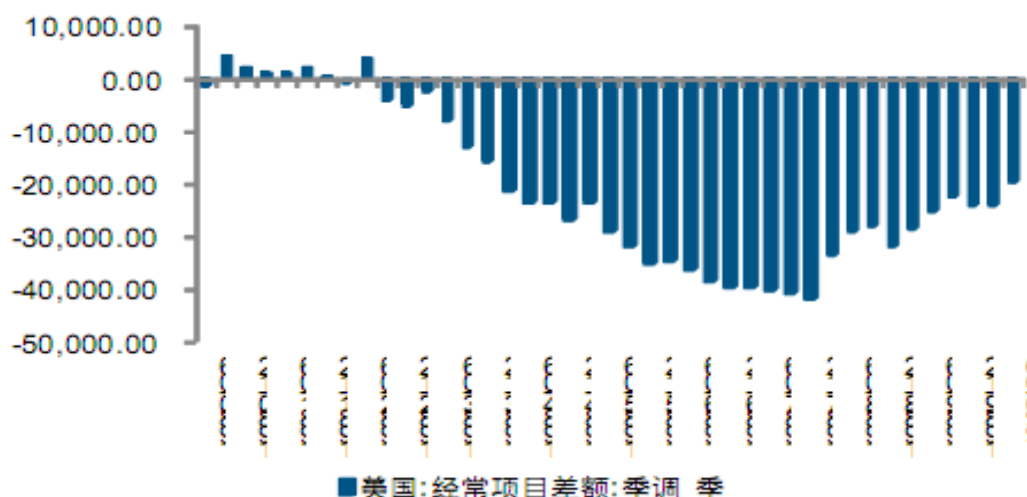
图 9：1987 年市场流动性逐渐趋紧



数据来源：长江证券研究部 长江期货

另外一方面，美国经常项在这一时期出现了巨额逆差，使得市场进一步强化了后期通胀上行的预期。此外，随着 1987 年末中东局势进一步陷入胶着状态，也使得市场普遍预期油价仍可能出现如前两次“石油危机”一样的巨幅上涨，从而对企业盈利造成巨大冲击，使得市场情绪异常悲观。

图 10：巨额经常项目逆差带来通胀预期



数据来源：长江证券研究部 长江期货

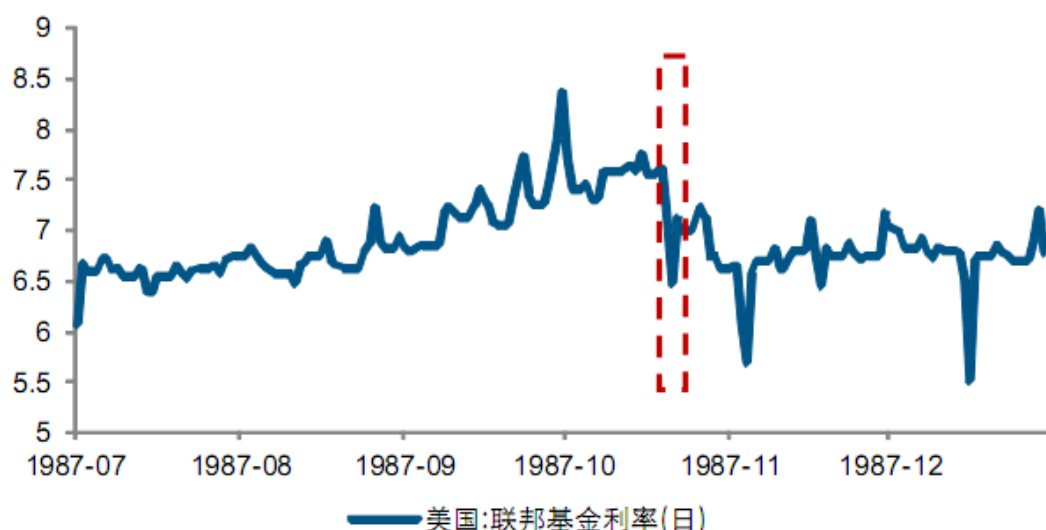
面对这样的恐慌性下跌，美国政府作出了迅速的反应，从多方面开展了救市工作。



首先是通过各种媒体渠道，向市场传播积极信号。里根总统和财政部长贝克分别表示，宣称美国经济是非常稳定的，19 日的股市暴跌并不是经济基本面的反应。而刚刚担任美联储主席不久的格林斯潘也发表声明，指出美联储将采取更加宽松的货币政策，来为金融体系提供流动性。同时，作为主流媒体的《纽约时报》也刊登了题为《1987 年等于 1929 年吗？》的文章，表示目前的政府更愿意使经济保持增长。

其次，美联储通过公开市场操作，在二级市场上大量购入联邦债券，为市场提供流动性，使得联邦基金利率从 10 月 19 日的 7.61% 下降到 21 日的 6.47%，在短短两个交易日内下降了 114 个基点。美联储通过迅速注入流动性，使得市场的交易得以迅速恢复。

图 11：美联储通过公开市场操作提供流动性



数据来源：长江证券研究部 长江期货

第三，上市公司层面来看，上市公司主动宣布回购公司股票，也提升了市场的信心。在股灾发生的一周时间内，共有 650 多家上市公司宣布回购公司股票，最初宣布回购股权的都是一些小公司，如 G.A.F 等，其市值仅为 3000 万美元。随后福特、霍尼韦尔等大公司也纷纷加入到股权回购的行列中。虽然真正实施回购的公司并没有这么多，但是上市公司大规模回购股权确实对于恢复市场信心起到了积极作用。

## (2) 2008 年美国救市

随着联储加息，美国抵押贷款浮动利率跟随上升，房价停止上涨，房屋断供比例开始显著提升，ALT-A 级贷款违约率从 2006 年 12 月 1.01% 提高至 2008 年 12 月 1.66%。次级债违约风险显现，价格下跌，导致持有次级债及相关衍生品的大型金融

机构损失严重，造成了巨大的亏损，影响到金融体系流动性，危机爆发。2007年3月，新世界金融宣布破产，2007年6月，贝尔斯登出现投资损失，2008年1月花旗银行宣布2007年4季度因房地产市场坏账亏损100亿美元，2008年9月，雷曼宣布破产，危机持续发酵，美股受影响暴跌，从2007年10月高点1576下跌至2009年3月666，跌幅达到58%。

从2007年9月至2008年10月，美联储8次下调联邦基金利率，将联邦基金利率从5.25%降至0.25%，降幅达到500个基点。

美联储通过一系列货币政策工具创新向金融市场注入流动性，以提供资金来源。例如放款存款机构在贴现窗口的借款的条件，降低贴现贷款利率，延长贷款期限。创设定期拍卖便利这是一种新型的贴现窗口，通过招标方式向财务健康的存款类金融机构提供贷款，操作上由合格的储蓄机构根据规定程序向所在地联储银行提交利率报价和竞拍额，有联储决定拍卖结果，截止到2008年10月，TAF总额达到4500亿美元，有效地解决了传统贴现窗口借款不活跃的问题。

此外，美联储还推出定期回购协议和定期证券借贷工具，将注资对象从商业银行扩展到以贝尔斯登为代表的投资银行及“房地美”与“房利美”。

最终，美联储于2008年11月25日，开始首轮量化宽松政策（QE1），直接购买机构债与MBS，规模达到1.7万亿美元，并随后分别推出QE2与QE3。

同时行政方面，2008年2月，美国政府出台1680亿美元规模的经济刺激计划，使得1.17亿户美国家庭获得退税支持；2008年9月7日，美国财政部宣布由FHFA接管房地美与房利美，并且签订购买优先股追加证券协议，确保两房净资产为正；为两房和联邦住房贷款银行设立新的贷款平台；财政部出台MBS购买计划，持有至到期；2008年10月3日，最终通过保尔森7000亿美元救市计划，分为5项子计划，即抵押支持证券购买计划、批发贷款购买计划、保险计划、股权收购计划、房屋产权保全计划，其中2500亿美元购买金融机构的优先股，以补充金融机构的资本。

总体而言，两轮股灾中美国的救市政策货币政策与行政政策齐出手，救市政策出台较为及时，缓解了市场恐慌情绪，阻止了危机进一步蔓延。

#### 四、下半年策略选择

虽然立体化全方位救市行动已展开，然而市场对此的解读存在强烈的差异与矛

盾。有的选择大幅减仓离场，有的选择继续坚定看涨，有的快速止损，有的迅速抄底。因此，我们看到大盘近期的波动极不平稳，即使日内振幅也相当大。

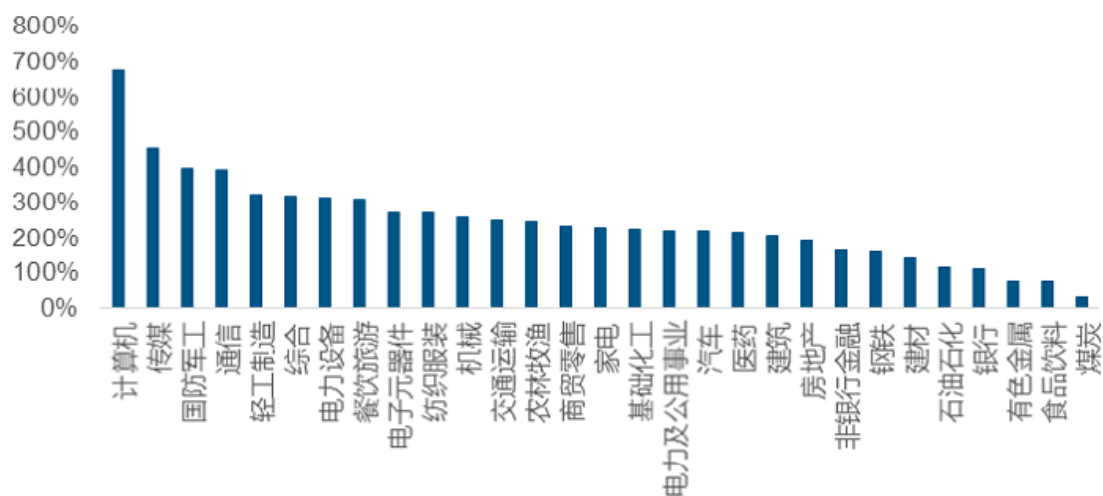
市场普遍存在泾渭分明的两种操作思路，一种是趋势策略，另一种是震荡策略。从本质上说，前者属于高买低卖的追涨杀跌型操作，后者属于低买高卖的价值回归型操作，两者相互矛盾。一般而言，在“疯牛”格局中赚钱的更多是趋势策略，越涨越买。其结果是不仅在价格上获得收益，同时由于不断的加仓，仓位的增长让收益增长更快。而对于震荡策略，在“疯牛”中往往出现因提前下车后，再难找到好的入场机会而踏空。

期货市场中，投资者更多地选择趋势策略。然而，当前对于股指期货的趋势型投资者，市场波动剧烈，无论多空方向如何选择，都可能面临亏损的风险，同时严格的止损使得后市反转行情价格向有利方向变化却享受不到。在这种情况下，投资者首先应该严格控制仓位，过高的杠杆使用会进一步加剧此类短期风险。其次，对于趋势策略投资者不妨调节周期，在日线级别上的震荡，或许在相对较短的分钟周期上将呈现较好的趋势行情的交替交易机会。

虽然通过技术手段的调节，能在震荡市场中改善趋势策略的风险与收益，然而本质上震荡的上下两难走势依然不可避免地强烈制约着多空单边投机的获利空间。在单边多空股指期货难度较大的情况下，投资者不妨换一种股指期货的运用方式。当前市场的急剧波动格局仍将持续。我们预计后市，不再是“疯牛”市场中所有股票的齐涨，强烈差异同样意味着不是所有的股票同跌。指数的变动掩盖了股价变化的差异，实际上股票内部已呈现明显的分化。我们认为，当前对于大势多空方向的判断与选择将不再是重点，投资者更应注重选股，利用股指期货采用阿尔法对冲策略或许将适合下半年的市场模式。同时，把握市场内部大小盘的风格特征较判断整体市场涨跌更重要，运用中证 500 指数期货与上证 50、沪深 300 的配对交易也是不错的选择。

本轮牛市自 2012 年 12 月启动以来，银行、非银涨幅靠后，估值依旧较低。本轮调整后，上证综指估值降到 17 倍，沪深 300 降到 15 倍，创业板指降到 87 倍，中证 500 降到 51 倍，中小板指降到 43 倍，上证 50 降到 11 倍，考虑到 10 年期国债利率水平为 3.62%，对应 PE 水平为 28 倍，因此，我们认为调整后以上证 50 为代表的蓝筹股估值降至 11 倍，低估值吸引力显现。

图 12：2012 年 12 月至今行业涨跌幅



数据来源：长江证券研究部 长江期货

经历了千点大幅调整，市场风险得到较大程度释放，以上证 50 为代表的蓝筹股估值降至 11 倍，低估值吸引力显现，我们认为在持续有力的救市政策刺激与流动性依旧宽松的背景下，后市反转可期，后市相对看好 IH。激进型投资者以做多为主，保守型投资者可以采取多 IH 或 IF，空 IC 的配对交易。

## 长江期货业务受理机构

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号 8 楼 01-02 单元

Tel: 021-61683728 Fax: 021- 61683728-817

### 上海北京西路营业部

上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 3 楼 A 座

Tel: 021-62898366 Fax: 021-62898711

### 北京建国门营业部

北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦一层 103 单元

Tel: 010-84683288 Fax: 010-84682176

### 北京建国路营业部

北京市朝阳区建国路 108 号丰树大厦 1402 室

Tel: 010-59817097 Fax: 010-59817088

### 广州营业部

广州市海珠区琶洲大道琶洲国际采购中心 A-1 栋 1608

Tel: 020-28087800 Fax: 020-28087816

### 成都营业部

成都市青羊区白丝街 56 号棉麻大厦 3 楼

Tel: 028-86512266 Fax: 028-86679150

### 长沙营业部

长沙市雨花区芙蓉中路佳天国际新城北栋 21B

0731-85302660 Fax: 0731-85302656

### 郑州营业部

郑州市未来路 69 号未来大厦 1916 室

Tel: 0371-65665721 Fax: 65665722

### 福州营业部

福州市鼓楼区湖东路 168 号宏利大厦 21 层 B3

Tel: 0591-87270809 Fax: 0591-87270809

### 深圳营业部

深圳市福田区东北深圳国际商会中心 0606- 0608

Tel: 0755-82835766 Fax: 0755-82835701

### 太原营业部

太原市小店区金茂国际数码中心大厦 1 幢 A 座 17 层 A

Tel: 0351-8721093 Fax: 0351-8721091

### 江汉营业部

湖北武汉市汉口解放大道国际大厦 A 座三楼

Tel: 027-85865598 Fax: 027-85840749

### 江岸营业部

湖北武汉市汉口沿江大道 160 号时代广场 1 座 8 楼

Tel: 027-85868896 Fax: 027- 85853870

### 硚口营业部

湖北省武汉市硚口区解放大道 1007 号兴隆大厦第 9 层

Tel: 027-85860129 Fax: 027-83310031

### 青山营业部

湖北武汉市青山区友谊大道 999 号武钢大楼 B 座 705-707

Tel: 027-86740469 Fax: 027-86740455

### 武昌营业部

湖北省武汉市武昌区洪山路 81 号洪山礼堂一层

Tel: 027-85499321 Fax: 027-85556075

### 黄石营业部

湖北黄石市桂林南路 1 号团城山中行附 2 楼

Tel: 0714-6351518 Fax: 0714-6351718

### 客户服务中心

027-85861133 95579

## 研究员介绍

王旺：现任长江期货股指期货研究员。主要研究领域为宏观策略与股指期货，形成多套中短期指交易策略，持续稳定超越市场表现。主流报刊媒体发文近三百篇，参与编著《国债期货》（2013年6月出版）、《期权基础与交易》（2015年5月出版），中国证券业协会行业培训师。2014年获第七届最佳股指期货分析师第4名。

## 研究咨询部介绍

长江期货研究咨询部，多年来始终以“客户资产增值为己任”作为终极使命，与投资者风雨同舟，帮助投资者发现机会，规避投资风险，是投资者值得信赖的投资决策参谋。

在多年的投资实践中，我们确立了“专业化、系统化、个性化、可操作化”的研发模式，开发了一整套服务于各类投资者的研发产品系列：专业化的研发信息，系统化的趋势研究，个性化的交易诊断，可操作化的投资及保值建议。为投资者构建了全方位、立体化的研发支持系统。

## 免责声明

---

长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---