

外稳内虚调结构

股指期货陷震荡

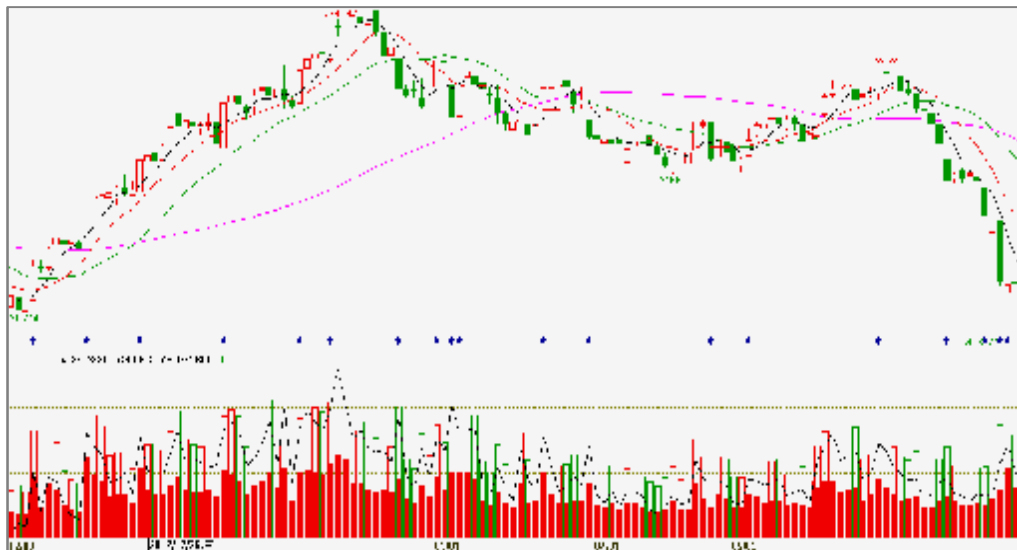
一、沪深 300 指数与股指期货走势回顾

时光如梭，转眼间 2013 年已经过半，在这半年中沪深 300 指数与股指期货即经历了喜悦也遭遇了挫折，在起起伏伏中又一次回到了起点。

从整体走势看，第一季度的前半段时间，沪深 300 指数与股指期货延续了去年 12 月开始的权重股走强行情，在银行、保险、证券、地产等权重板块的拉动下，沪深 300 指数从 1 月 4 日 2551.38 点的开盘价一路冲高至 2 月 8 日的 2791.30 点，上涨了 240 点，涨幅接近 10%。这一轮股市上涨似乎逐渐有脱离实体经济的迹象，伴随市场对于未来宏观数据尤其是 PMI 数据预期的悲观，大盘逐渐开始了长达三个月的缓慢回调。直到五月份，随着技术面上的双底形成，大盘才又一次出现反弹。但是 6 月 1 日公布的 5 月 PMI 数据虽然出现反弹，但是依旧不容乐观，沪深 300 指数出现了罕见的 7 连阴，一度低至 2400 关口才得到支撑。但是，突然爆发的银行间市场资金紧张事件，无疑成为压断骆驼脊背的最后一根稻草，在三天之内，指数暴跌 300 点，

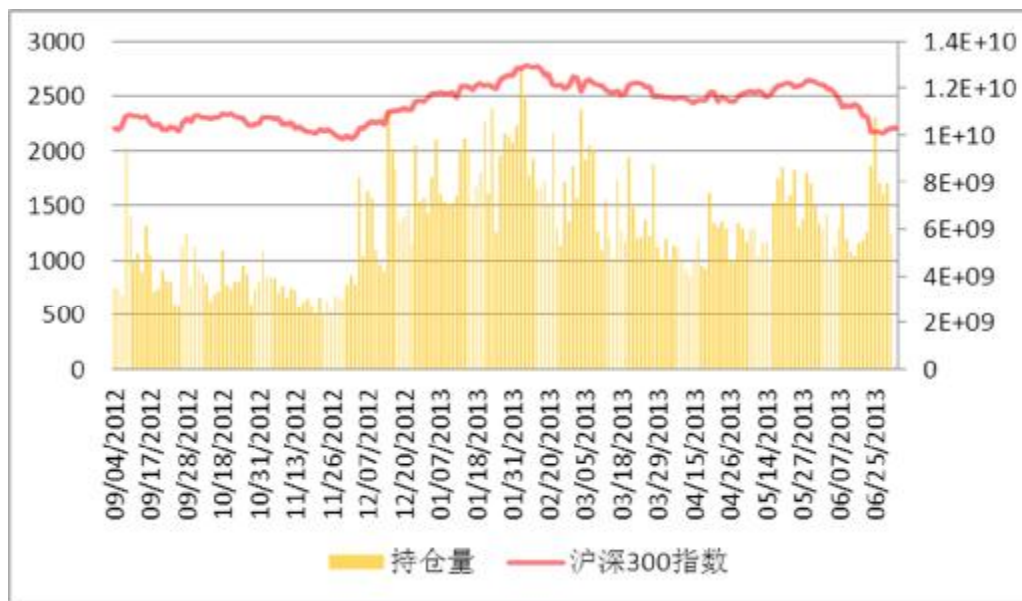
从 5 月 29 日的 2661 到 6 月 28 日的 2200.64，一个月内沪深 300 指数与股指期货下跌了 400 点，重新回到去年 12 月大盘反弹的起点。

图 1：沪深 300 指数走势图（2012 年 12 月-2013 年 6 月）



资料来源：通联期货研究发展中心、文华财经

图 2：沪深 300 指数收盘价与持仓量对比图



资料来源：通联期货研究发展中心、文华财经

二、沪深 300 指数与股指期货的综合分析

一、宏观基本面概述

1、美国复苏有望，但年底前不会退出 QE 计划

自 6 月 20 日 FOMC 召开利率会议，美联储主席伯南克发表讲话，金融市场出现较大波动，首先以金、银、铜为主的大宗商品价格大幅下挫；其次，美债收益率飙升而美元

逐步走强。虽然在伯南克讲话中表述较为婉转，强调在失业率低于 6.5% 之后，低利率可能仍然维持一段时间，且今年年底前不会退出 QE 计划，但是其讲话的主基调已经确定美联储以及计划和准备退出量化宽松计划。

而美国目前的经济数据也确如所言，不断向好。以美联储关注度最高的就业数据看，6 月第二周初申失业人数为 354000 人，比上一周略有反弹，但依旧处于近 5 年来的低点，而续请失业人数则连续 4 周好转，减少至 2951000 人，也处于 5 年低点。非农就业人数在经历 2010 年缓慢增长后目前已经进入持续增长阶段，基本接近金融危机前的水平。

而从房地产数据看，新建私人住宅以及已批准新建私人住宅的数量大幅反弹，但是在销售数据上增幅并没有新建数量那么大，显然随着市场逐渐确认复苏，中长期国债价格承压，远端利率水平逐步的抬升也反过来压制了购房者的热情。

根据美国一季度公布的 GDP 数据看，小幅下修至 2.4%，其中，个人消费支出获得了明显的增长，经济增长主要归功于私人投资以及消费的增加。但是由于受到自动减赤方案的影响，政府支出明显缩减，净出口也表现疲弱。

2、欧洲经济下滑暂缓，复苏依旧无望

欧元区最新公布数据显示，一季度 GDP 年率修正为下降 1.1%，初值及预期为下滑 1.0%，季率下降 0.2%，符合市场预期并与初值一致。其中，家庭最终消费季率上升 0.1%，固定资产投资下降 1.6%，为 2012 年二季度以来最大降幅，出口下降 0.8%，进口下降 1.1%，其中主要拖累 GDP 的指标是固定资产投资。分国家来看，德国第一季度 GDP 季率增长 0.1%，西班牙、意大利下降 0.5%，法国下降 0.2%。显然欧洲核心的德法两国表现出现了预期中的分化，德国依旧是中流砥柱，而法国则步履蹒跚。而其他如西班牙、意大利等国则下降幅度趋缓。这一切也可以从各国长期政府债券的收益率中找到佐证。

一方面来说经过欧洲央行这半年来的努力，欧盟各国尤其是希腊、西班牙等问题国家的银行负债情况普遍得到好转，欧洲央行通过购买债券输出大量流动性，控制住了制造业急速下滑的局面，稳定了投资者信心。虽然 5 月欧元区 PMI 终值为 48.3，依旧低于 50 这条分水岭，但是该值高于 47.8 的初值，也远高于 46.7 的上月值。

另一方面，从上述数据看，欧洲离复苏依旧遥远，下半年还是要谨防希腊政局的改变造成的不稳定性事件。

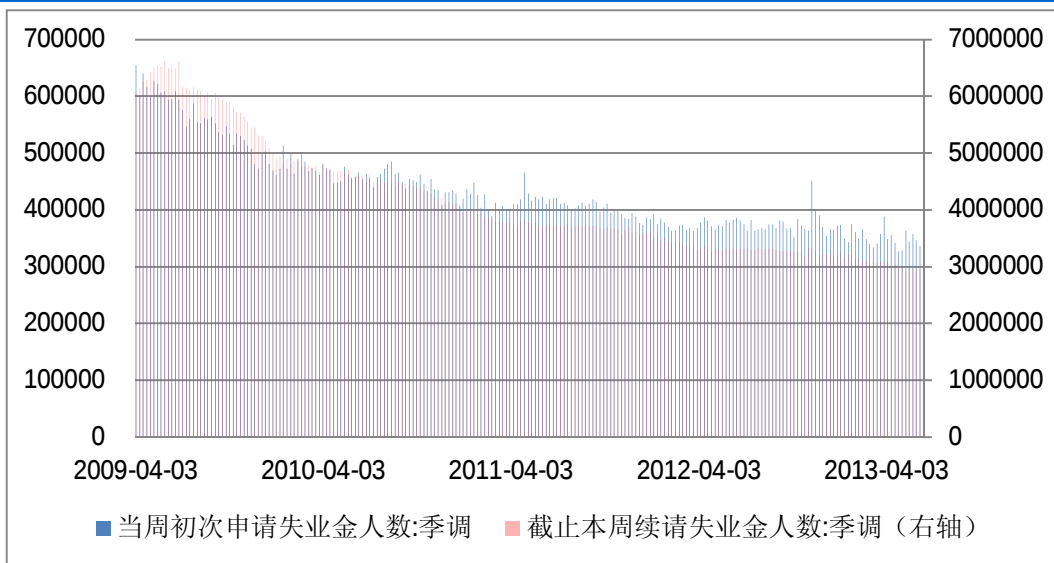
3、国内经济高增长不在，结构调整成为关键

从国内新一届领导班子上台伊始，就一再强调将 7.5% 的 GDP 增速视为一个可以接受的实际目标，而以往，这个增长目标一般视作可容忍区间的下限。从最新的国务院工作会议报告看，“保持政策连续性和稳定性，盘活存量资金”是下半年的工作重点。这些措施即重申了新班子之前确定的工作目标，也加入了应对 6 月底银行间拆借市场资金紧

缺等一系列问题的应对措施。

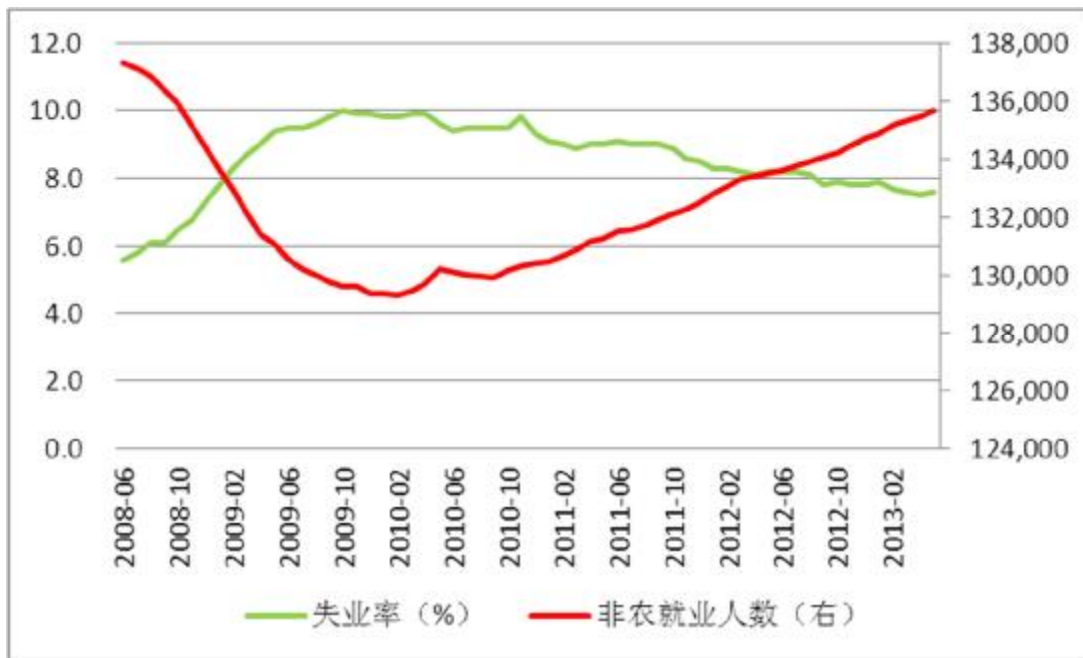
同时国务院还强调“要积极采取既稳增长，又调结构的一举多得的有效措施”。而推进城镇化建设则通过棚户区改造来实现以进一步有效拉动经济增长。

图 3: 美国初请失业人数与续请失业人数持续走低



资料来源: wind、通联期货研究发展中心

图 4: 美国失业率与非农就业人数一降一升



资料来源: wind、通联期货研究发展中心

图 5: 美国新屋销售、新建私人住宅与获批新建私人住宅数据持续走高



资料来源: wind、通联期货研究发展中心

图 6: 美国国债收益率中短期走高



资料来源: wind、通联期货研究发展中心

表 1: 美国 GDP 同比变化与各分项指标数据

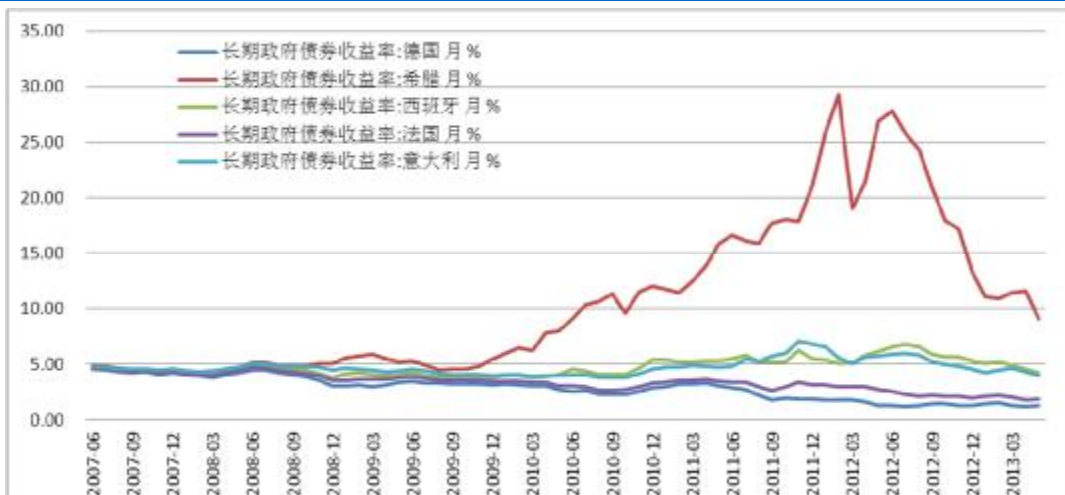
日期	GDP 同比	个人消费支出:同比	国内私人投资总额:同比	商品和服务出口:同比	商品和服务进口:同比	政府消费支出和投资总额:同比
----	--------	-----------	-------------	------------	------------	----------------

请务必阅读免责声明

2013 一季度	1.80	2.10	4.30	1.20	-0.10	-2.30
----------	------	------	------	------	-------	-------

资料来源: wind、通联期货研究发展中心

图 7: 欧盟主要国家国债收益率



资料来源: wind、通联期货研究发展中心

图 8: 欧盟 PMI 数据、投资信心指数与经济景气指数跌幅走缓



资料来源: wind、通联期货研究发展中心

二、股指期货特性分析

1、沪深 300 指数估值水平

经过 6 月的大幅回落，目前，沪深 300 指数的平均估值水平全面回落，动态市盈率跌至 8.88 倍，市净率 1.3 倍，与年初 10.96 与 1.63 值相比分别下跌了 18.9%和 20.2%，

而与年内最高值 10.69 和 1.72 相比跌幅更大。

分板块看，金融板块估值最低，仅为 6.91，由于 6 月份银行间市场资金紧张引起的对于银行金融系统风险的担忧，使得银行股指被大幅压低。而排名第二的能源板块动态市盈率为 10.33，随着美国退出 QE 计划的逐渐明朗，大宗商品价格将逐步步入熊市，也是的这一部分股票价格受压。而另一方面，信息技术板块与材料板块估值依旧维持高位，超过 50 的市盈率令这两个板块还存在下跌的可能。

总的来看，如果股市不出现大的涨幅，市场整体估值水平将维持在 10 左右，金融行业中的银行、证券等板块严重低估，大宗商品有关的能源板块中部分股票也存在低估的迹象。

2、板块权重分析

截止 6 月 27 日，根据中证公司公布的沪深 300 分行业板块的权重变化表来看，300 金融板块所占权重依然是最大的，以 40.43% 排名第一。300 工业板块和 300 材料板块分列第二和第三，权重分别为 13.69% 和 10.13%。经过近期的大跌，虽然金融板块回落明显，但是由于其估值水平偏低，下跌幅度小于其他板块，因此反而权重占比不断抬升，由去年的 33% 上升到了目前的 40%，而反观高估值的材料板块，在下跌过程中权重越来越小，对于沪深 300 指数的影响力也越来越弱。

从中我们可以得出这样一个结论，在熊市中金融地产板块等低估值板块对于沪深 300 指数影响力大，而在牛市中高估值板块影响力大。

从各板块今年以来的涨跌幅也可以发现，高估值板块跌幅一般高于低估值板块。另一方面，资金在板块配置中更多的是关注医疗、电信以及信息技术这类新兴行业，因此在大盘整体下跌的行情中该类板块出现了逆势上涨。

3、市场波动情况

从以周为单位的波动情况看，长期波动率继续在缓慢下移，在经历 08 年金融危机后，这个市场的波动率在趋于平稳，但是中短期波动率却在逐步攀升，尤其是短期波动率，在经历了 6 月大跌后波动率急速攀升至近半年的高点。

从近半年的直方图也可以看到，虽然中值偏右，但是整个市场在左侧有厚尾迹象，整体呈现左偏。且无论左侧还是右侧，有大量样本存在于一个标准差之外，说明市场波动性较大。

4、权重股情况

按照指数编制规则，每月 7 月 1 日都将对沪深 300 指数样本股进行调整。本次调整更换 16 只样本股，洛阳钼业、广州药业等股票进入指数，华锐风电、山东钢铁等被调出指数。一般来说，权重股的调整有利于沪深 300 指数的市场代表性，其财务指标代表

性进一步提高。以 6 月 28 日收盘后数据统计，调整后，沪深 300 指数总市值占沪深 A 股比例较调样前提高 0.92%，自由流通调整市值占比较调样前提高 0.55%。

根据 2012 年年报，沪深 300 指数本次调样后，营业收入占比下降 0.49%，但净利润占比上升 1.37%，分红总额占比上升 0.48%，净资产收益率上升 0.27%

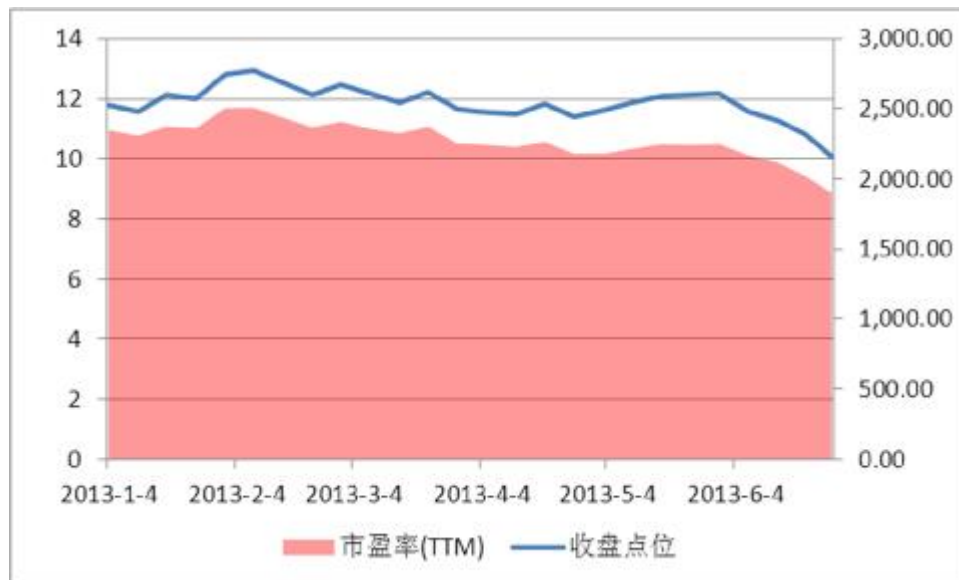
从估值水平来看，截止到 6 月 28 日收盘，本次调样后，最新沪深 300 指数的滚动市盈率为 9.17，市净率为 1.32，均较调样前略有上升。

5、股指期货套利情况

截止 6 月 28 日沪深 300 指数收盘，IF1307 合约低于沪深 300 指数达 44 点之多，处于近 3 个月来最高点。从 6 月开始上市企业逐步开始分红，股指期货受此影响将出现对沪深 300 指数贴水的情况，理论来根据到期合约的不同以及企业经营业绩的不同，跌水幅度大概在 10 点至 30 点之间。例如 5 月中旬的 1306 合约上曾出现大约 30 点左右的贴水，但是时至今日，沪深 300 指数中大约有 200 家已经分红或确定分红金额，而贴水值却不降反升。唯一合理的解释是投资者依旧看空后市，因此做空力量使得股指期货价格远低于理论价格，这一价差除了分红以外也暗含了市场对于后市的担忧与预期。

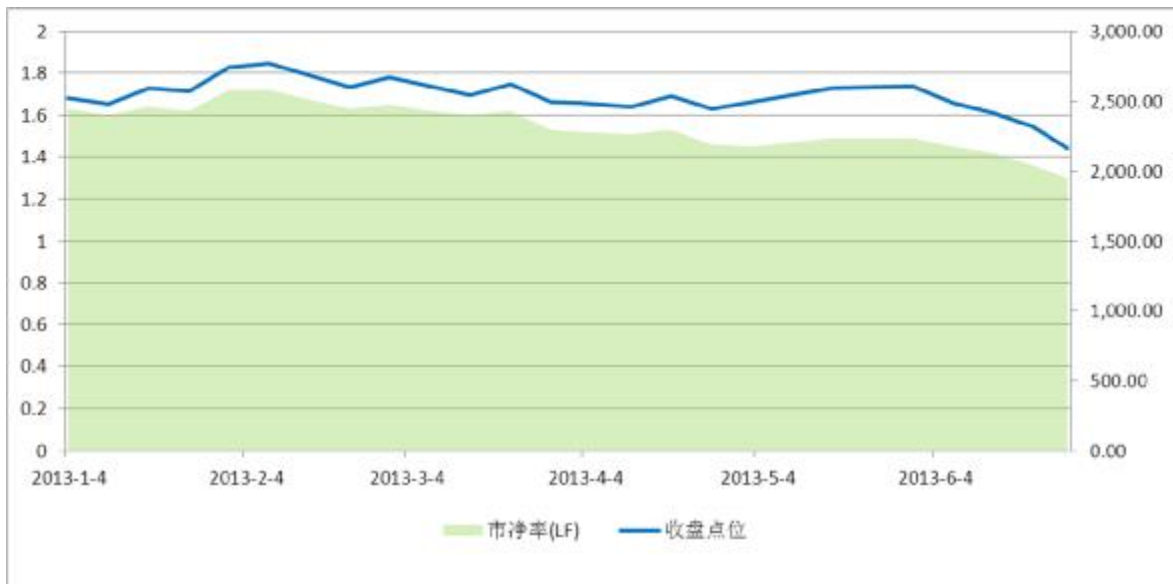
而在远月合约上，虽然也受到分红的影响，但是股指期货对于现货的贴水远没有那么严重，相对于近月合约逐步升水，说明市场主要还是对短期市场较为担忧，而对于中长期来说，并没有太多悲观成分。

图 9：沪深 300 指数市盈率



资料来源：wind、通联期货研究发展中心

图 10：沪深 300 指数市净率



资料来源：wind、通联期货研究发展中心

表 2: 沪深 300 指数十大行业板块市盈率与市净率

排名	简称	更新日期	市盈率 PE	市净率 PB
1	金融指数	2013-06-27	6.91	1.12
2	工业指数	2013-06-27	19.32	1.51
3	能源指数	2013-06-27	10.33	1.22
4	材料指数	2013-06-27	55.91	1.61
5	可选消费指数	2013-06-27	19.14	2.05
6	信息技术指数	2013-06-27	67.90	3.15
7	医疗保健指数	2013-06-27	34.93	3.79
8	日常消费指数	2013-06-27	20.26	3.12
9	公用事业指数	2013-06-27	16.7	1.6
10	电信服务指数	2013-06-27	31.70	1.17

资料来源：wind、通联期货研究发展中心

表 3: 沪深 300 指数十大行业板块成分股数量与权重

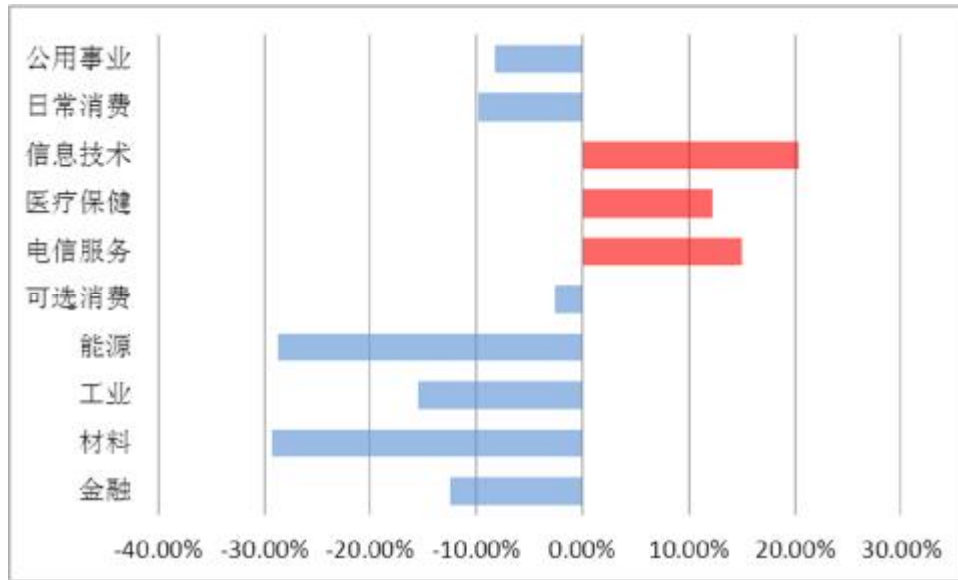
行业名称	成份个数	权重
金融	53	40.43
材料	51	10.13
工业	62	13.69
能源	28	6.82
可选消费	35	9.69
电信服务	2	0.92
医疗保健	21	5.43
信息技术	13	3.23

请务必阅读免责声明

日常消费	26	7.22
公用事业	9	2.44

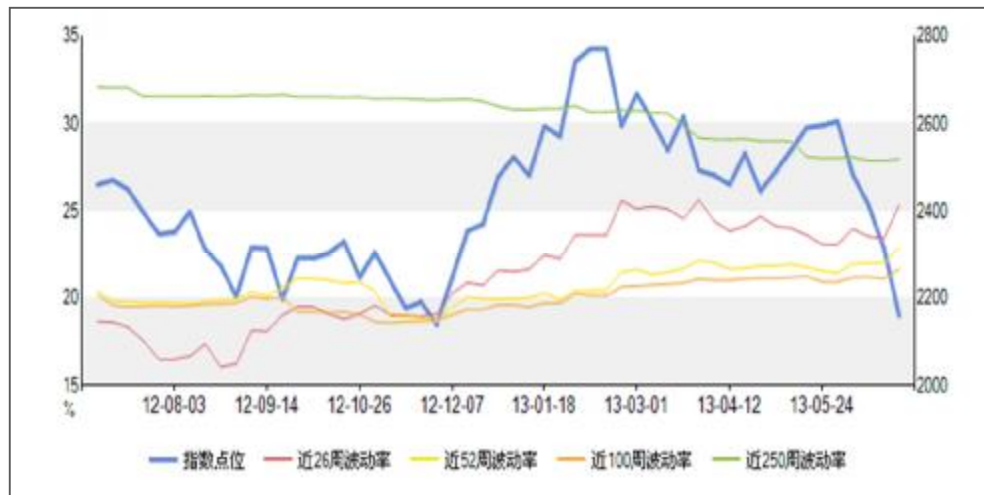
资料来源：wind、通联期货研究发展中心

图 11: 沪深 300 指数十大行业板块今年走势 (2013 年 01 月-2013 年 6 月)



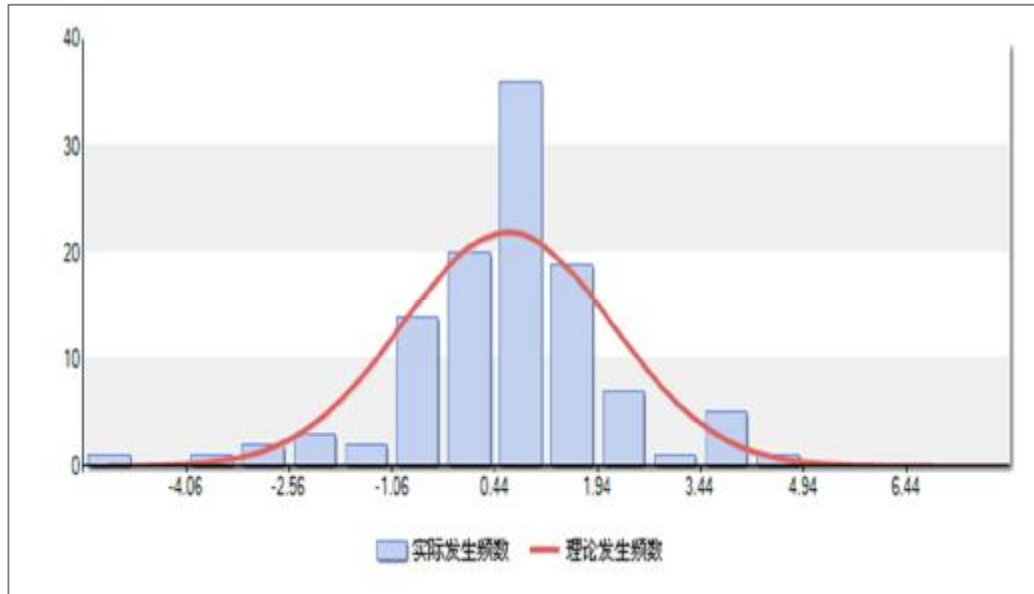
资料来源：wind、通联期货研究发展中心

图 12: 沪深 300 指数波动率



资料来源：wind、通联期货研究发展中心

图 13: 沪深 300 指数波动率分布图



资料来源：wind、通联期货研究发展中心

表 4: 沪深 300 指数下半年权重股调整

日期	纳入		剔除	
2013-07-01	000963	华东医药	000559	万向钱潮
2013-07-01	600060	海信电器	601216	内蒙君正
2013-07-01	002269	美邦服饰	002073	软控股份
2013-07-01	601991	大唐发电	600456	宝钛股份
2013-07-01	000027	深圳能源	601233	桐昆股份
2013-07-01	002294	信立泰	000825	太钢不锈
2013-07-01	600436	片仔癀	000968	煤气化
2013-07-01	601139	深圳燃气	600770	综艺股份
2013-07-01	000539	粤电力 A	601179	中国西电
2013-07-01	600332	广州药业	600331	宏达股份
2013-07-01	603993	洛阳钼业	002122	天马股份
2013-07-01	000156	华数传媒	601558	华锐风电
2013-07-01	000656	金科股份	600022	山东钢铁
2013-07-01	002450	康得新	600037	歌华有线
2013-07-01	600403	大有能源	000898	*ST 鞍钢
2013-07-01	002051	中工国际	002405	四维图新

资料来源：wind、通联期货研究发展中心

三、行情展望与操作建议

从技术面看，沪深 300 指数以及股指期货虽然在 6 月 24 日的大 V 字反转过程中重

新巩固了去年 12 月 4 日出现的 2100 点的最低点，但是这个双底并不是牢不可破的。考虑到下半年美国复苏，欧洲震荡而中国调结构的情况下，预计国内股票市场难有上佳表现。

尤其是由于短期资金紧张引起的利率曲线倒置现象，很可能拉升远期利率，增加企业借贷成本更不利于企业尤其是制造企业的经营活动。

预计下半年沪深 300 指数与股指期货可能面临一个宽幅震荡的行情，大致区间在 2000 至 2400 之间。

操作上，我们认为在这种震荡盘整行情中投资者操作相对困难。建议投资者依托重要支撑和压力位，对行情做出一定的超前判断，之后可轻仓入场观望，然后严格执行止损止赢，期待在震荡市中获取稳健的收益。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归通联期货研究发展中心所有。未获得通联期货研究发展中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“通联期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。