

正式启动股指期货

——交易而非趋势性机会的隐现

[相关图表、数据](#)

报告要点

■ 中金所公布 2 月 22 日 9 时正式启动股指期货开户

中国证券监督管理委员会于 2010 年 2 月 20 日批复同意中国金融期货交易所沪深 300 股指期货合约和修改《交易规则》、《违规违约处理办法》，并要求中金所切实做好相关宣传和培训工作。在上市股指期货的各项准备工作完成后，上报上市沪深 300 股指期货合约的申请。同时中金所发布了《中国金融期货交易所交易规则》及相关细则、办法和沪深 300 股指期货合约，并公布于 2 月 22 日 9 时正式启动股指期货开户。

■ 股指期货完成制度性准备工作

股指期货作为 2010 年我国金融体系创新的重要部分，证监会也曾表示，股指期货的筹备工作需要 3 个月时间，那么从其于 20 日对中金所的批复来看，此番合约和业务规则的发布工作标志着在制度层面上的准备工作已经完成，那么接下来就要进入实质性的第一步，股指期货开户过程。

■ 套期保值制度更加灵活

此次调整将原有的套期保值申请和审批单位由分合约审批改为按照品种审批，同时规定套期保值额度自获批之日起 6 个月内有效，有效期内可以重复使用。获批套期保值额度可以在多个月份合约使用，各合约同一方向套期保值持仓合计不得超过该方向获批的套期保值额度。这样使得套期保值的投资者可以在不同月份的股指期货合约上按照自身需求动态分配套期保值额度。

■ 市场短期影响存在交易性机会

中国市场目前不属于熊市或者牛市，市场处于经济复苏的前期，未来市场走向要看经济结构调整是否成功，其效果最快要到 2011 年才能显现，所以现在市场牛皮市特征明显。股指期货推出后市场走势还需看推出前市场表现，如果推出前市场涨幅明显，则推出后一段时间内市场将会有迅速调整，如果推出前市场没有出现大幅上涨，那么推出后可能仍将维持震荡格局，等待经济前景明朗，市场将会出现牛市格局。由于节前市场出现了调整，而且股指期货概念类股也调整幅度不小，尤其是券商股，加上目前估值较低，因此股指期货对这类股票有催化作用，将存在交易性机会。我们认为在目前政策退出和紧缩的大背景下，权重股和股指期货概念类股票整体没有趋势机会，个别受益于此类概念的股票可能会有突出表现。

分析师：张凡

8621-68751691

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖风

8621- 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

事件：中金所公布 2 月 22 日 9 时正式启动股指期货开户

中国证券监督管理委员会于 2010 年 2 月 20 日批复同意中国金融期货交易所沪深 300 股指期货合约和修改《交易规则》、《违规违约处理办法》，并要求中金所切实做好相关宣传和培训工作。在上市股指期货的各项准备工作完成后，上报上市沪深 300 股指期货合约的申请。同时中金所发布了《中国金融期货交易所交易规则》及相关细则、办法和沪深 300 股指期货合约，并公布于 2 月 22 日 9 时正式启动股指期货开户。

点评

股指期货作为 2010 年我国金融体系创新的重要部分，证监会也曾表示，股指期货的筹备工作需要 3 个月时间，那么从其于 20 日对中金所的批复来看，此番合约和业务规则的发布工作标志着在制度层面上的准备工作已经完成，那么接下来就要进入实质性的第一步，股指期货开户过程。

表：沪深 300 合约

沪深 300 合约	
合约标的	沪深 300 指数
合约乘数	每点 300 元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2 点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
交易时间	上午：9:15-11:30，下午：13:00-15:15
最后交易日交易时间	上午：9:15-11:30，下午：13:00-15:00
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算价的 $\pm 10\%$
最低交易保证金	合约价值的 12%
最后交易日	合约到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延
交割日期	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	IF
上市交易所	中国金融期货交易所

资料来源：长江证券研究部

我们认为由于沪深 300 指数市场覆盖率高，主要成份股权重比较分散，有利于防范指数操纵行为，并且沪深 300 指数行业分布相对均衡，能够较好的对抗特定行业的周期性波动，各行业公司流通市值覆盖率相对均衡，从而实现较佳的套期保值效果，满足投资者的风险管理需求。

同时从中金所以对套期保值制度的修改来看，此次调整将原有的套期保值申请和审批单位由分合约审批改为按照品种审批，同时规定套期保值额度自获批之日起 6 个月内有效，有效期内可以重复使用。获批套期保值额度可以在多个月份合约使用，各合约同一方向套期保值持仓合计不得超过该方向获批的套期保值额度。这样使得套期保值的投资者可以在不同月份的股指期货合约上按照自身需求动态分配套期保值额度。

而对于市场普遍关心的保证金标准以及持仓限额来讲，我们有以下观点。对于保证金标准而言，由于前期市场已经传言保证金标准由原有的 10% 上调至 12%，市场现在对此已经存在较强的预期，中金所给出的解释是由于沪深 300 指数在 6% 的涨跌幅度内变动的概率约为 97%，那么相对而言 12% 的保证金标准可以安全覆盖连续两日价格单边波动的风险。同时相对沪深 300 合约 10% 的涨跌停板限幅而言，12% 的最低保证金标准为市场超常规波动预留了空间，并且较高的保证金标准相当于较低的杠杆幅度，提高股指期货准入门槛的同时降

低杠杆效应产生过度波动的可能性。

对于持仓限额而言，将持仓限额的标准由 600 手降低到 100 手，同时为适应交易编码制度变化，将持仓限额的限仓单位进一步明确为以客户号为单位。我们认为本条规则的实施切实出乎市场预料，也确实压缩了市场投机的情绪和空间。按照沪深 300 最新收盘点位 3251.28 点计算，那么每手沪深 300 合约价值 11.7 万元，而原有的 600 手持仓限额大约相当于人民币 7000 万元，而降低至 100 手后，仅能持有 1170 万单边头寸。如果把期货交易看作为金融中的杠杆作用，那么保证金标准就相当于杠杆的大小，而单边持仓限额则可以视为对杠杆端施加的外力，现今将持仓限额的最大额度大幅降低之后那么杠杆所能撬起的物体重量也相应变小。从这一点上也可以看出管理层对于防止股指期货出台前后指数大幅波动的用意。

同时我们要在此提醒投资者的是，对于股指期货而言，收盘价是指合约当日交易的最后一笔成交价格，而结算价是指某一期期货合约最后一小时成交价格按照成交量的加权平均价，这一点与普通的股票交易是不同的。

市场影响

我们前期曾经在多篇报告中讨论过股指期货对市场的短期影响，主要结论是在牛市中推出股指期货的市场，股指对股指期货均有正面反应，一般上涨幅度在 15% 左右，在推出股指期货 15-20 个交易日以后，市场会出现下跌。结合中国市场目前的特点，我们有以下几个观点：

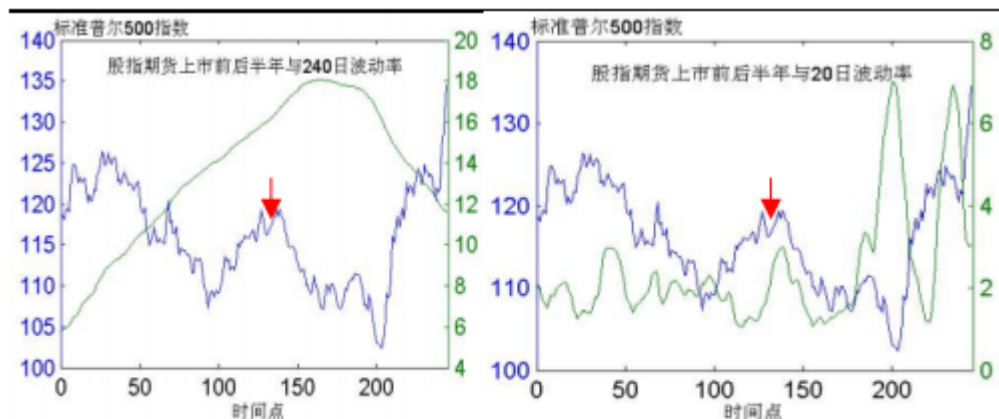
第一，中国市场目前不属于熊市或者牛市，市场处于经济复苏的前期，未来市场走向要看经济结构调整是否成功，其效果最快要到 2011 年才能显现，所以现在市场基本上处于焦灼状态，牛皮市特征明显。虽然不同于我们研究的 9 个市场，但是我们认为有经济基本面支撑，市场不会出现深幅调整。

第二，股指期货推出后市场走势还需看推出前市场表现，如果推出前市场涨幅明显，则推出后可能延续我们之前的研究观点，推出后一段时间内市场将会有迅速调整，如果推出前市场没有出现大幅上涨，那么推出后可能仍将维持震荡格局，等待经济前景明朗，市场将会出现牛市格局。

第三，由于节前市场出现了调整，而且股指期货概念类股也调整幅度不小，尤其是券商股，加上目前估值较低，因此股指期货对这类股票有催化作用，将存在交易性机会。我们认为在目前政策退出和紧缩的大背景下，权重股和股指期货概念类股票整体没有趋势机会，个别受益于此类概念的股票可能会有突出表现。

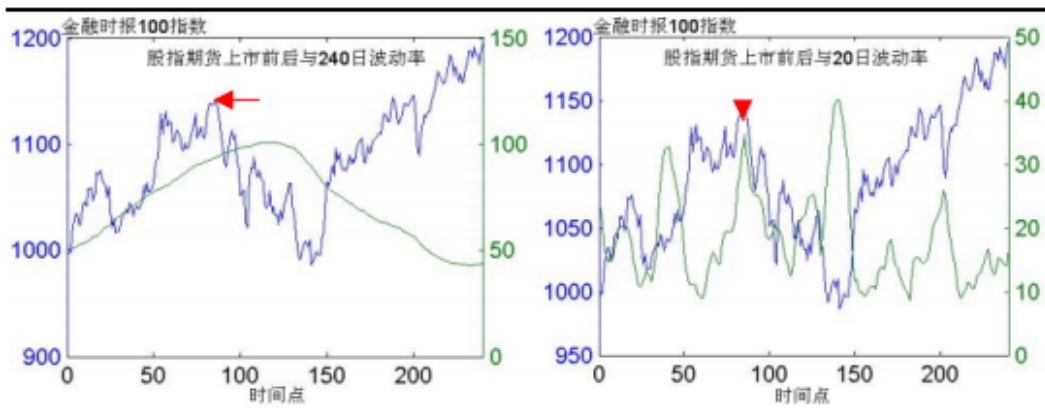
第四，市场操纵可能性降低。我们曾经在研究报告中提到空头陷阱一词，空头陷阱的出现要求多空双方有一方占据主导地位，但是根据目前股指期货的交易规则，很难出现操纵市场的行为，因此多方博弈的焦点仍在基本面上，技术性因素的反向走势不会长远。

图：标普 500 指数在推出股指期货前后的走势



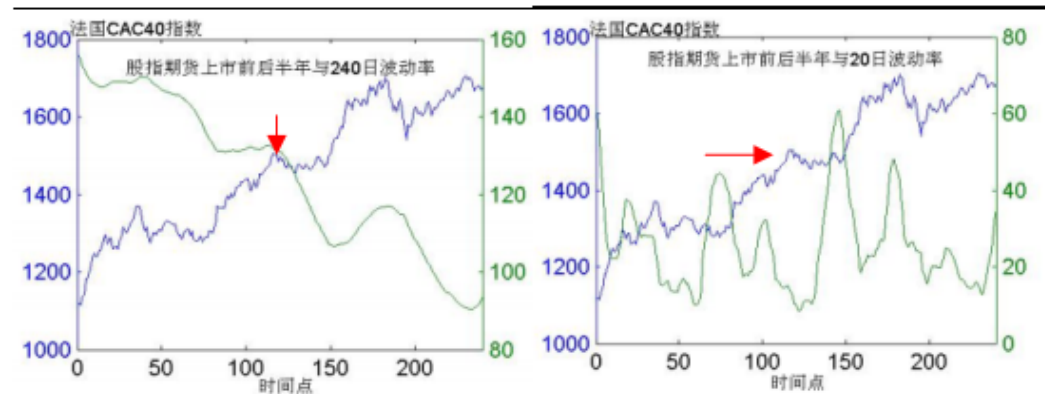
数据来源：Bloomberg。

图：英国金融时报 100 指数在推出股指期货前后的走势



数据来源：Bloomberg。

图：法国 CAC40 指数在推出股指期货前后的走势



数据来源：Bloomberg。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。