

文件(F) 编辑(E) 查看(V) 收藏(A) 工具(T) 帮助(H)

后退 搜索 收藏夹 更多精彩文章请见中国证券网股票频道 http://www.cnstock.com/gppd/

转到 链接

## 2007年度股市投资策略报告之国泰君安篇

## 大博弈：围绕股指期货展开

## 一、本轮“话语权”行情因何而起？

## 1、股指期货诱发本轮“话语权”行情

(1) 本轮“话语权”行情特征：大盘股领涨市场

对于本轮行情，我们考察样本区间为2006年9月1日-12月29日，其中，9月1日-10月下旬为行情前期阶段，10月下旬-12月29日为大盘股行情阶段。分析表明，本轮上涨行情均由大盘股启动，并引领主要成分股指数、A股市场整体上涨，大盘股相对于成分股以及A股指数的相对涨幅呈不断扩大之势。本轮行情中，大盘股涨势惊人，而且大盘股涨势明显强于其他板块，体现了本轮大盘股受追捧程度的强烈。

(2) 驱动力：相对估值优势VS股指期货预期助推

2006年大盘股行情的驱动因素中，虽然包含相对低估因素，但更多由股指期货推出预期所诱发。按照2006年PE，在本轮行情启动阶段，大盘股虽然相对沪深300、A股整体具有相对估值优势，但估值水平相当接近；如按照2007年PE，这一估值优势甚至不复存在。因此，我们认为，对本轮行情能给予更合理解释的是股指期货的预期推出；虽然我们认为是基于股指期货推出的战略性配置需求而导致的本轮抢筹大盘股行情还显稍早与过度，但无可否认的是，股指期货预期提供了很好的理由或称概念，这构成了促发本次大盘股上涨的契机。根据我们前期对美国、日本、韩国、印度等市场的实证研究表明，无论成熟或新兴市场，股指期货推出前（约半年、一年），标的指数成分股存在阶段性估值溢价。

当前，大盘股相对于沪深300指数、以及大盘的估值优势已不明显。当前行情中，如果大盘股估值优势不再，则大盘股前期所累积相对于其他板块的相对涨幅将难以保持，除非估值优势再次凸现！

## 2、沪深300权重股在未来是否还具有潜在上涨的估值支撑？

根据对国泰君安2007年策略报告中给出的沪深300指数核心成分股进行分析，我们发现，核心股票大多集中在沪深300指数中权重相对较小的股票，目前大多处于低估或合理区间。按照权重划分，权重相对较小的股票被低估的程度较高，而大权重股票的高估程度较为严重。按照行业划分，银行股明显被高估，房地产、饮料行业有少数股票高估，其他行业被低估。

我们进一步对前30大权重股进行的分析表明，虽然低估股票数量多于高估股票数量，但权重占比相对较低，这表明大权重股已有高估迹象。从前10大权重股来看，招商银行、民生银行被高估，宝钢股份、中国石化、长江电力被低估，其他则估值合理，这进一步揭示了“权重越大的股票越被高估”的特征。

## 3、结论：“争夺话语权”诱发本轮权重股加速上涨行情，大权重股票估值吸引力趋降

综合来看，争夺“话语权”的确可能是引发本轮权重股行情的主要原因，其估值优势在行情启动阶段并不明显，而在当前，大权重股票估值吸引力已明显下降。2007年主流机构仍然看好沪深300成分股，但不同板块（如按行业或权重分类）已有所分化。但大权重股票（尤其其相对合理）已被高估，其他板块则相对合理。

## 二、股指期货时代掌握“话语权”至关重要

## 1、权重股“话语权”重要性一窥：基于对个股、板块操纵需求的角度

沪深300指数成份股权重相对比较均衡，通过个股操纵指数难度较大。截至12月29日，招商银行权重最大，为5.52%。但由于沪

自2006年10月下旬至今，沪深两市大盘股涨幅惊人。本轮大盘股上涨行情主要源于股指期货推出预期诱发。2007年主流机构仍然看好沪深300成分股，但不同板块已有所分化。

长期看，指数“话语权”至关重要。指数操纵可通过两种方式：操纵A股权重股板块、通过H股间接影响A股以操纵指数及期货价格。

当前“话语权”行情难以持续。当前高估值将诱发“话语权”行情短期内出现调整，但不会跌破其估值下限。

预计股指期货推出后，受估值因素影响，短期股票市场走势难以判断。我们认为，股指期货的推出时机，应选择在股市资金充裕且具有一定估值优势之时。

深300指数中，银行等行业板块权重突出，加之A股市场强烈的板块联动效应，使一些具有资金实力的机构为获得有利的期货价格，通过权重板块操纵指数及期货成为可能。

(1) 操纵A股权重股板块（如银行板块等）以操纵指数及期货价格

A. 当前银行等行业板块权重突出  
截至06年12月29日，沪深300指数中权重最大的行业板块分别为是银行业(17.59%)，其次是金属、非金属与采矿业(11.93%)、房地产(6.42%)、公用事业(5.82%)。由于指数操纵通常通过权重股带动板块的方式进行，从而权重股的行业板块分布更值得关注。

B. 2007年权重股“话语权”可能更替，银行板块权重进一步提升

随着新上市大盘股限售股上市流通、已完成股改股票“小非”与“大非”逐渐解禁，未来更多大盘股上市，权重股的地位与作用也将发生变更。我们对2007年沪深300权重股的可能权重变化与地位进行了测算。

从行业分布来看，随着大量的小非解禁与限售股上市流通，2007年行业集中度可能提升，沪深300中银行业、能源、公用事业权重还将有一定幅度的上升，由此，利用银行等板块操纵指数的可能性进一步提高。

从权重股排序来看，2007年小非与限售股上市使权重股的相对地位可能发生较大变化。从权重股地位变化来看，民生银行权重可能超越招商银行成为第一大权重股，工商银行、中国石化、浦发银行权重排序可能有较大提升，而中信证券、万科A、宝钢股份权重排序可能下降。尤其值得注意的是，银行板块中的工商银行、浦发银行、以及民生银行的权重可能大幅提升，这提高了利用其操纵指数的战略价值。

(2) 通过H股间接影响A股（如金融板块等）以操纵指数及期货价格  
沪深300指数中有部分权重成份股，同时为H股上市公司，由于H股股票价格经常是A股股票运行的风向标，这使得操纵H股价格从而间接操纵A股同类股票及行业板块价格、从而带动指数走势具有相当可行性。

我们对H股指数中成份股的行业分布的考察表明，H股指数中，金融行业权重最高(46.21%)，其次分别是能源(29.96%)、材料(7.49%)等。值得注意的是，H股指数中金融行业分布权重较高，通过操纵H股银行板块来撬动内地市场是可能的。

(3) 操纵A股、抑或H股权重股板块的选择

大资金机构投资者是否采用通过操纵现货的方式，以获取期货部位超额收益，取决于市场环境的配合、以及机构投资者操纵价格的成本、风险与收益的对比关系。对于机构而言，操纵是可能的，但也存在操纵失败的风险。

第一种方式是比较容易实现的方式。例如，在市场快速拉升背

景下，如机构投资者认为短期A股市场存在调整压力，而且银行股成本稍高，但在某些情况下仍是可用策略。首先，对于持有大量H股股票、但A股持股较少、并持有沪深300期指的投资（如QFII等）。其次，甚至更多国外大，使之提高或降低某些权重股票或行业评级，以较低成本实现引导沪深300指数的目的。例如，进入2006年9月份后，花旗、汇丰、瑞银等国际大行相继不断提升招商银行、中国银行等银行股的评级与目标价，对H股银行、和内地银行股的上涨行情起到了相当大的促进作用。

在第二种方式下，通过H股影响A股、再影响期指的方式似乎可能更替，银行板块权重进一步提升

随着新上市大盘股限售股上市流通、已完成股改股票“小非”与“大非”逐渐解禁，未来更多大盘股上市，权重股的地位与作用也将发生变更。我们对2007年沪深300权重股的可能权重变化与地位进行了测算。

从行业分布来看，随着大量的小非解禁与限售股上市流通，2007年行业集中度可能提升，沪深300中银行业、能源、公用事业权重还将有一定幅度的上升，由此，利用银行等板块操纵指数的可能性进一步提高。

从权重股排序来看，2007年小非与限售股上市使权重股的相对地位可能发生较大变化。从权重股地位变化来看，民生银行权重可能超越招商银行成为第一大权重股，工商银行、中国石化、浦发银行权重排序可能有较大提升，而中信证券、万科A、宝钢股份权重排序可能下降。尤其值得注意的是，银行板块中的工商银行、浦发银行、以及民生银行的权重可能大幅提升，这提高了利用其操纵指数的战略价值。

(2) 通过H股间接影响A股（如金融板块等）以操纵指数及期货价格  
沪深300指数中有部分权重成份股，同时为H股上市公司，由于H股股票价格经常是A股股票运行的风向标，这使得操纵H股价格从而间接操纵A股同类股票及行业板块价格、从而带动指数走势具有相当可行性。

我们对H股指数中成份股的行业分布的考察表明，H股指数中，金融行业权重最高(46.21%)，其次分别是能源(29.96%)、材料(7.49%)等。值得注意的是，H股指数中金融行业分布权重较高，通过操纵H股银行板块来撬动内地市场是可能的。

(3) 操纵A股、抑或H股权重股板块的选择  
大资金机构投资者是否采用通过操纵现货的方式，以获取期货部位超额收益，取决于市场环境的配合、以及机构投资者操纵价格的成本、风险与收益的对比关系。对于机构而言，操纵是可能的，但也存在操纵失败的风险。

第一种方式是比较容易实现的方式。例如，在市场快速拉升背景下，如机构投资者认为短期A股市场存在调整压力，而且银行股成本稍高，但在某些情况下仍是可用策略。首先，对于持有大量H股股票、但A股持股较少、并持有沪深300期指的投资（如QFII等）。其次，甚至更多国外大，使之提高或降低某些权重股票或行业评级，以较低成本实现引导沪深300指数的目的。例如，进入2006年9月份后，花旗、汇丰、瑞银等国际大行相继不断提升招商银行、中国银行等银行股的评级与目标价，对H股银行、和内地银行股的上涨行情起到了相当大的促进作用。

## 2、结论：“话语权”赋予权重股以战略地位

从长期战略地位来看，权重股“话语权”至关重要，应选择具有估值优势之时战略介入权重股。权重股重要性从对个股、板块操纵需求的角度就可见一斑。指数操纵可通过两种方式进行：操纵A股权重股板块以操纵指数及期货价格；通过H股间接影响A股以操纵指数及期货价格。

目前A股市场银行等行业板块权重突出，利用银行等行业板块操纵指数具有强操作性。2007年，随着限售股流通、“小非”与“大非”逐渐解禁、更多大盘股上市，权重股地位也将发生变更。银行业等板块权重可能将进一步提升，其中，工商银行、浦发银行等个股权重可能大幅提升，这提高了利用银行板块及个股操纵指数的战略价值。

三、近期“话语权”行情如何演绎？  
目前大盘股估值已经不低，那么未来一段时间，是否如市场相当一部分观点所预期的，“大盘股还将继续‘话语权’行情，直至股指期货推出；届时，再通过做空股指期货获利”？我们的观点是，对于股指期货推出前的股票市场走势，高估值将导致“话语权”行情的短期调整。

1、境外市场证据：成分股虽因股指期货推出预期而出现溢价，但仍以估值为基础

根据我们前期对美国、日本、韩国、印度和我国香港、台湾地区等市场股指期货推出前现货市场走势的研究，指数期货推出后，标的指数涨跌并无一致性的结论。股票市场虽然可能因股指期货推出预期在一定程度上加速上涨，

但仍然受到自身估值制约。股指期货可能起到股票市场上涨加速成本稍高，但在某些情况下仍是可用策略。首先，对于持有大量H股股票、但A股持股较少、并持有沪深300期指的投资（如QFII等）。其次，甚至更多国外大，使之提高或降低某些权重股票或行业评级，以较低成本实现引导沪深300指数的目的。例如，进入2006年9月份后，花旗、汇丰、瑞银等国际大行相继不断提升招商银行、中国银行等银行股的评级与目标价，对H股银行、和内地银行股的上涨行情起到了相当大的促进作用。

在第二种方式下，通过H股影响A股、再影响期指的方式似乎可能更替，银行板块权重进一步提升

随着新上市大盘股限售股上市流通、已完成股改股票“小非”与“大非”逐渐解禁，未来更多大盘股上市，权重股的地位与作用也将发生变更。我们对2007年沪深300权重股的可能权重变化与地位进行了测算。

从行业分布来看，随着大量的小非解禁与限售股上市流通，2007年行业集中度可能提升，沪深300中银行业、能源、公用事业权重还将有一定幅度的上升，由此，利用银行等板块操纵指数的可能性进一步提高。

从权重股排序来看，2007年小非与限售股上市使权重股的相对地位可能发生较大变化。从权重股地位变化来看，民生银行权重可能超越招商银行成为第一大权重股，工商银行、中国石化、浦发银行权重排序可能有较大提升，而中信证券、万科A、宝钢股份权重排序可能下降。尤其值得注意的是，银行板块中的工商银行、浦发银行、以及民生银行的权重可能大幅提升，这提高了利用其操纵指数的战略价值。

(2) 通过H股间接影响A股（如金融板块等）以操纵指数及期货价格  
沪深300指数中有部分权重成份股，同时为H股上市公司，由于H股股票价格经常是A股股票运行的风向标，这使得操纵H股价格从而间接操纵A股同类股票及行业板块价格、从而带动指数走势具有相当可行性。

我们对H股指数中成份股的行业分布的考察表明，H股指数中，金融行业权重最高(46.21%)，其次分别是能源(29.96%)、材料(7.49%)等。值得注意的是，H股指数中金融行业分布权重较高，通过操纵H股银行板块来撬动内地市场是可能的。

(3) 操纵A股、抑或H股权重股板块的选择  
大资金机构投资者是否采用通过操纵现货的方式，以获取期货部位超额收益，取决于市场环境的配合、以及机构投资者操纵价格的成本、风险与收益的对比关系。对于机构而言，操纵是可能的，但也存在操纵失败的风险。

第一种方式是比较容易实现的方式。例如，在市场快速拉升背景下，如机构投资者认为短期A股市场存在调整压力，而且银行股成本稍高，但在某些情况下仍是可用策略。首先，对于持有大量H股股票、但A股持股较少、并持有沪深300期指的投资（如QFII等）。其次，甚至更多国外大，使之提高或降低某些权重股票或行业评级，以较低成本实现引导沪深300指数的目的。例如，进入2006年9月份后，花旗、汇丰、瑞银等国际大行相继不断提升招商银行、中国银行等银行股的评级与目标价，对H股银行、和内地银行股的上涨行情起到了相当大的促进作用。

## 2、现阶段投资者结构：机构理性行为不支持权重股长期高估

(1) 理性机构投资者是市场主流

基金当前市场最大的机构投资者，在相当程度上代表市场、主导市场。2006年以来，基金重仓股市值占各类机构持有重仓股市值的比重约为60%，而社保、保险、券商、QFII各占据约10%的比重。此外，从基金持有重仓股市值占A股流通市值的绝对比重看，目前约为16%的水平，如果将基金全部持股、以及其他机构全部持股也统计在内，可以发现，基金等机构持有流通A股市值的绝大部分。

(2) 机构投资者对大盘股的调仓较为灵活并先行于市场  
通过考察机构在2003年五朵金花行情下跌阶段的调仓行为，我们发现，“金花”上涨阶段（2003年底）以及随后逐步走弱阶段（2004年1月份后），基金对“五朵金花”行业的增持持行为明显。这既体现了基金对大盘股的调整相对灵活，另一方面，也充分说明了其先行于市场、引导市场的特征。

3、结论：估值因素将导致其短期调整至合理区间  
关于股指期货推出前的股票市场走势，我们认为，估值因素仍为现货市场根本。海外市场证据、我国市场现阶段机构理性投资行为，都不支持权重股长期高估。因此，当前高估值将诱发“话语权”行情短期内出现调整，但不会跌破其估值下限。

## 四、股指期货推出后股票市场是否会出现短期下跌？

1、期指推出后短期股票市场走势判断：估值而非事件主导

(1) 其他市场证据：期指推出后，现货市场短期涨跌无定论  
我们前期进行的实证研究表明，无论成熟或新兴市场上，在股指期货推出后，短期内指数上涨或下跌并无明显定论，长期走势则不受指数期货的影响。在股指期货推出后短期内，我国香港地区、美国、日本股市呈现总体上涨走势，而韩国、印度、我国台湾地区股市则出现下跌。从长期走势来看，上述指数均呈现稳步上涨的态势。这表明，期指推出后股市的短期走势虽然可能受到外界因素的扰动，但仍主要受市场本身态势及估值的内在影响，长期来看，估值因素的影响更为主导。

(2) 内在估值而非期指推出事件，是决定期指推出初期现货走势的根本动因  
前已指出，现货市场由估值

主导而非期指左右。牛市的趋势性判断、以及板块个股的内在价值，是决定现货走势的根本因素。不考虑现货估值水平而持有“股指期货正式推出时间触发现货市场调整”的观点，单从期指推出事件判断届时走势，未免夸大了新生的小规模期货市场对日趋成熟的现货市场的影响，也过度低估了投资者（尤其机构投资者）的投资能力与资金实力。

因此，目前判断期指推出初期的现货市场究竟是涨或跌还为时尚早。届时，如果估值水平偏高，现货下跌属正常调整；如果估值水平偏低，现货仍具有上涨动力；如果估值水平尚处于合理区间（或称存在分歧），则取决于持有不同策略的投资者之间的博弈。当然，除基本面因素外，估值水平还受到投资者预期、H股等影响，因此合理估值水平的预测是动态的，应根据时间变化而调整估值判断。

(3) 股市合理估值条件下，作为外部诱因的机构行为不会加剧期指推出事件的负面影响

A. 市场主力机构不会成为合理估值条件下的期指作空力量

第一，基金高股票仓位调整难度大。前已指出，基金是市场主力机构，在权重股高估、市场未形成一致下跌预期条件下，基金可以较为灵活的方式减持权重股。但如果市场形成一致下跌预期（假设市场流行的期指推出导致市场下跌的观点成立），基金调仓（系统风险下，重仓股、以及板块可能整体下跌）难度则明显加大。根据我们的测算，对于股票型基金，除2001年3季度减仓幅度接近20%外，10%的幅度成为基金减仓的底线。

此外，与历史各期相比，当前基金减仓意愿进一步减弱，难度更大。我们预测，股票型基金在2006年4季度的持股市值所占市场份额、仓位将高于3季度时的水平。这意味着，当前，如果股指期货在2007年3、4月份推出，同时，基金预期届时市场将由于期指推出而下跌，则基金将面临大幅减仓困难、冲击成本加大的风险。

新基金建仓因素增强市场做多动能。当然，尽管基金对市场一致看多，但仍不乏欲以期指作空获利的空头力量卖出现货。在此情况下，基金存在两种选择：主动或被被动跟随市场下跌；增量资金维持现货价格。虽然基金受目前处于90%高仓位，增仓能力大为减弱，但新基金所持大量现金以及场外新增资金可用以维持价格。测算表明，新基金募集规模与市场上涨的协同效应日渐显著。在牛市预期下，2007年新基金发行、老基金持续营销带来的增量资金仍将保持月均约300亿元的规模，这些资金的理性建仓行为将对股市下跌设定底线。

B. 如果期指推出初期股市估值合理，则期指套保难以成为现货避险流行策略  
我们预计，机构投资者在期指推出初期不会进行大规模的套期保值，除非股票市场已处于高估状态。原因在于：  
● 基金等持有大量现货的主力机构不会成为期货市场的主动作空力量。企图通过打压指数、并在期指上获得的资金，必须符合这样的获利目的：期指盈利能弥补现货损失。对于基金、保险、社保等机构而言，大量持仓现货的损失将是无法预估的，而期指将仅限于保值选择。因此，基金等不会成为主动作空力量。

● 期指推出初期，基金、保险等市场主力投资者参与股指期货、进行套期保值的力度将相当有限。目前管理层对基金、保险等机构参与股指期货交易的形式尚未给出明确规定。预计管理层将对机构投资者投资期指采取谨慎推进、逐步放松限制的态度。  
● 客观上基金缺乏套保动机。这是由于，即便预期短期现货市场出现下跌，但鉴于牛市中进

行套保策略的操作难度较大，加之机构对股指期货的熟悉需要渐进过程。

● 作为基金整体而已，如果仅有小部分机构套保，即使市场如预期下跌，对基金相对业绩的影响也不大，因此基金套期保值的动机可能并不强烈。

C. 做空力量无法主导股市阶段性方向

以上分析表明，基金、保险、社保等机构投资者不会成为期指投机力量，就现货市场投资者而言，期指方向性交易需求将主要来自高风险偏好的私募基金、资金量较大的个人投资者（例如部分权证交易者）。这部分投资者并非现货交易中坚力量，除非股市已处于高估状态，否则其难以操控现货以求做空期指获利、或者在不打压指数的情况下单向作空期指。根据我们的测算，利用权重股拉升或打压指数，需要相当大的资金量。更为关键的是，理性价值投资者的“反操纵”行为，可能使操纵行为面临无法预估的失败风险。

D. 期指推出对股市“利空”影响将被市场逐步消化

目前有相当一部分市场观点认为，期指真正推出时，将构成股市“利空”。我们的观点是，首先，仅凭事件本身、而不考虑股市估值水平来判断届时股市将调整，实是无稽之谈。进一步，即使这一事件真成为“利空消息”，经过较长阶段的仿真交易、投资者教育，

该“利空”也将被市场逐步消化，从而，在期指真正推出时，其对股市的“负面”影响消失。2003年以来历次准备金上调的“利空”对股市影响即为例证，可充分说明在不同市况中，利空消息对股市的影响是不同的，而且，其能被市场消化。

## 2、股指期货推出时机建议

目前，市场上存在一些“股指期货推出前，股市上涨不会停止；推出后，期指作空将导致股市下跌”的言论。前面已分析，我们的观点是，股指期货推出之初，现货市场涨或跌，主要受届时的估值水平决定。股指期货推出时，如果市场估值合理抑或低估，则股指期货推出对股市并无实质性影响。如果股市被高估，届时股市很可能下跌，虽然这本身并不能归因于股指期货，但鉴于市场各方对股指期货还处于接触与认识初期，很可能引起市场对股指期货功能的错误定位，这对作为新生事物的股指期货的发展将是开局不利的。从这种意义上说，股指期货推出时机的选择是很重要的。

我们认为，股指期货推出时机，应选择股市资金充裕且具有一定估值优势之时。在低估值位置的多头买盘形成的价格底线、机构投资者对具有估值优势股票的持有心态，将对短期股市走势形成有力支撑。

（执笔：国泰君安证券研究所 彭彪 蒋蕊琨 孙佳宁 吴天宇）

图1：2006年行情阶段相关指数累计收益率(8.1-12.29)

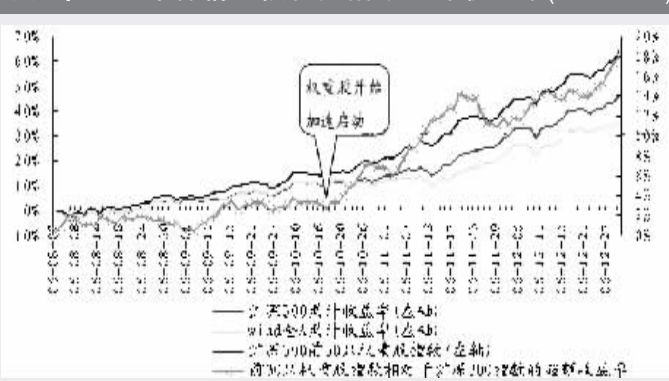


图2：沪深300成分股的行业分布(2006.12.29,按权重排序)

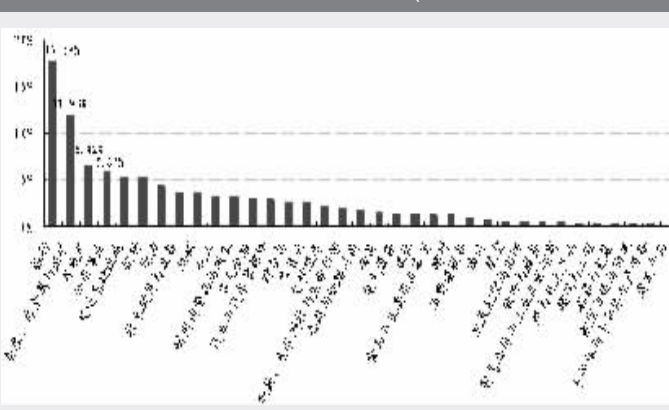


图3：沪深300前20大权重股的权重及变化(2006.12.29,按2006年底权重排序)

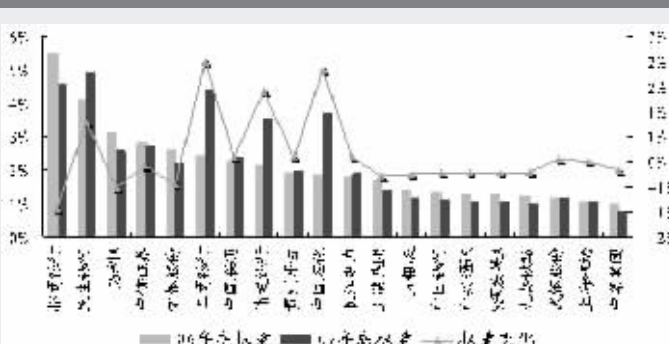


图4：上证A股指数与新基金募集规模的同期相关性(1998年2季度-2006年3季度)

