

3300点—2800点—继续走牛

——从海外市场股指期货上市效应预测沪深300期指上市前后的市场走势

- 短期来看,股指期货上市前助涨指数,上市后退跌指数;长期来看,股指期货上市前的长期趋势不会在上市后受到影响。
- 中国台湾股市具有明显的股指期货蓝筹股行情。
- 海外股指期货蓝筹股行情已经开始在A股市场上发生了,现在正在上演的就是第一部曲——“上市前上涨”。
- 预计沪深300指数将在股指期货上市时达到2650点(上证综指3300点),股指期货上市后回档至2250点后(上证综指2800点),之后再恢复牛市格局,这是我们认为最有可能的“沪深300三部曲”。

□东方证券研究所 高子剑

2006年10月24日,证监会尚福林主席在2006年中国金融衍生品大会上表示,“股指期货推出时机已经成熟,证监会将在明年初推出股指期货交易。”由于这是市场第一次听到管理层明确说出股指期货上市的时间,当天上证综指大涨2.60%,指数站上1800点,而中国石化、中国联通、中信证券、中国国航、华能国际等大盘股涨幅都超过4%。同样的情况也发生在去年的9月11日和14日,模式都是“监管层针对股指期货讲话——大盘上扬——蓝筹股涨幅大于大盘”,市场从此开始认为股指期货将带动蓝筹股行情。论点不外乎“股指期货引发蓝筹股稀缺性,机构抢进蓝筹股争取话语权”,更激烈的言论有“过去市场的盈利模式只有单边做多,股指期货让机构做空也能获利,所以现在抢进蓝筹股以便将来做空”。实际情况真的会如此吗?

海外市场上股指期货的上市效应

我们对有关市场股指期货上市前后的股指表现进行了相关统计,统计分为短期趋势和长期趋势两部分(见下表)。首先在长期方面,恒生指数与日经225指数都是期货上市前6个月涨,上市6个月后仍然呈涨势;韩国KOSPI200指数与中国台湾加权指数则刚好相反,上市前6个月跌,上市6个月也是跌的。换言之,股指期货上市前的长期趋势不会在上市后受到影响,也就是股指期货不会改变股市长期趋势。但是在短期方面,这4个市场在股指期货上市时,前一个月都是上涨,后一个月都是下跌,而且波段高点都出奇的与股指期货

上市接近,全部是两周内见顶。所以短期来看,股指期货上市前助涨指数,上市后退跌指数。也就是长期虽然没有影响,但是短期还是会产生产指期货效应。

为什么会有这种短期效应?我们的假设是:一、上市前涨,因为机构买进蓝筹股取得话语权;二、上市后退,因为机构观望股市可能会出现的变化,而且参与股指期货交易需要现金,所以调节持股结构;三、长期趋势不改变,因为股指期货不可能改变股市基本面。

要证明这种现象,我们必须进行下列论证:一、指数是否真的上市前溢价,上市后退折价?为此我们将上市指数对比一个参照指数,以研究上市指数的估值水平是否改变?二、如果第一项成立,那么行情主要出现在哪些股票上?蓝筹股还是所有股票?只有大盘股才有指数话语权,所以不应该出现在所有股票上。三、这种现象是谁推动的?机构还是所有的投资人?只有机构才能控制指数,所以行情必须是机构推动的。我们从中国台湾的经验来看上述三个假设是否成立。

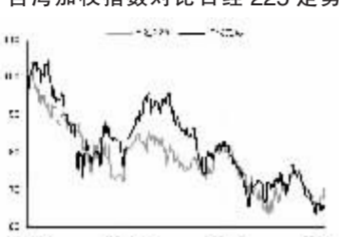
中国台湾的股指期货蓝筹股行情

第一种分析方法是上市指数对比参照指数。我们以加权指数对比日经225指数,可以看到1998年1月以前,二者的走势接近。但是从股指期货推出前半年开始,加权指数拉出一段大幅溢价,上市后又回归一样的水平。以日经225指数作为参照,台湾加权指数“上市前涨上市后退”得到印证。

光看指数表现,可能有人说这是当时对应的基本面就是上市前利好上市后退利空,而市盈率应该可以提供客观的评价。台湾加

权指数的市盈率受金融风暴影响,从1998年初就一路下跌,但是在股指期货效应下,上市前一个月估值水平逆势上扬;从当年6月12日的28.75倍低点,上升到7月20日的32.67倍高点,之后又恢复下跌格局。可见熊市中上市股指期货还是会引起股市买气,但上市后又转为卖出。有

台湾加权指数对比日经225走势



台湾股市总体估值变化情况

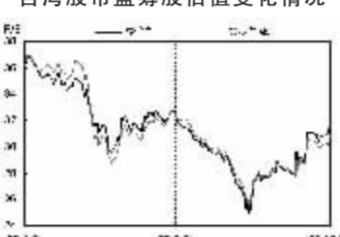


最后一个探讨的话题是,这种股指期货效应是谁推动的?答案是机构。台湾股市的三大机构是QFII、基金、证券自营商。观察最具代表性的QFII持仓情况:在股指期货上市前QFII持仓多,在股指期货上市后QFII持仓少,这种现象特别在上市前半个月达到高潮,10个交易日有8天净买入台股。可以说,机构正是股指期货蓝筹股行情的最大推手。

A股市场沪深300行情呈进行式

虽然管理层和中金所还没有公布股指期货的上市时间,但

台湾股市蓝筹股估值变化情况



沪深300指数与中小板指数走势



有趣的是,市盈率的中期高点出现在加权指数期货上市前一天,时间点非常巧合。从加权指数市盈率角度看,上市前估值水平上升,上市后退。也就是说,在固定的上市公司盈利水平下,指数价格上市前上升,上市后退,显示股指期货对市场买卖意愿的改变可以从市盈率变化中得到客观的回应。

指数是由许多股票的表现组成的,那么股指期货行情是反映在所有的成份股上吗?答案是否定的,行情主要出现在蓝筹股上,因为大盘股才拥有指数话语权。以台湾市值最大的股票台积电(2330.TW)为例,加权指数期货上市前半年开始涨幅就高于大盘指数20%以上,在期指上市时又转变为台积电小幅折价,这是股指期货效应出现在蓝筹股身上的证明之一。另外,如果我们看代表台湾市场蓝筹股的摩台指与加权指数之间的关系,不难发现原本摩台指的市盈率低于加权指数,上市前三个月变成摩台指估值水平高,上市后又

是前面分析过的海外股指期货蓝筹股行情已经开始在A股市场上发生了,现在正在上演的就是第一部曲——“上市前上涨”。同样地,行情主要也发生在蓝筹股身上。以科学角度分析,我们用沪深300指数代表蓝筹股,中小板指数代表非主流股,比较两者之间的走势差异。我们调整两个指数在2006年1月1日都等于100,很明显可以看到,从5月份开始沪深300的表现一直不输于中小板指数,但是“十一”长假之后情势逆转,中小板指数下跌,沪深300指数上涨,市场追捧蓝筹股而放弃其他中小股的投资价值现象一目了然。可能有人说蓝筹股的盈利水平上升,所以股价也上升,相信市盈率是一个中立的评价方法。从沪深300的市盈率来看,从2006年9月1日的21.82倍上升到2006年底的30.9倍。也就是说,市场似乎给蓝筹股更高的估值水平,大盘股的确有流动性溢价现象。

从以上分析可以看出,沪深300期指的蓝筹股行情毋庸置

疑。如果不是机构买进蓝筹股争取指数话语权,就不能说蓝筹股行情是股指期货带来的。我们从上市公司2006年公布的半年报和季报观察QFII和基金持有蓝筹股占流通股的比例,以此检视机构是否增持蓝筹股。从中发现,基金对民生银行的流通股持有比例从10.3%上升到19.7%,招商银行从26.4%上升到34.5%,万科A、中国石化、中国联通的持股比例也有明显增加。QFII也不遑多让,持有招商银行的流通股比例从1.2%大幅上升到6.8%,浦发银行、民生银行、万科A也有明显增持,相信这种现象在年报公布时必定会更明显。如果再看中央登记结算公司的数据,2006年下半年机构持有的债券和基金没有太大变化,持有A股总额却大幅增加。8月到10月分别增加403.5亿元、485.6亿元、629亿元,增持金额越来越高。虽然大盘流通市值也在增加,但是机构仍然愿意吸纳较高比例的筹码。以10月份来看,A股新增流通市值约900亿元,机构A股增持持有量为629亿元,占比高达七成。对比A股被机构持有比例在四成左右,显示机构吸纳新股意愿明显较高。此外,QFII的A股基金也有类似现象,而且增持的就是大盘股。可以说机构近期的确在不断增持持股,而且主要目标就是拥有指数话语权的蓝筹股。

走势预测 沪深300演绎三部曲

根据海外经验,股指期货上市对市场的影晌是“上市前涨,上市后退,长期趋势不改变”,那么,预计未来上市的沪深300股指期货会如何影响A股市场呢?根据我们的预测,今年我国经济形势总体依旧向好,GDP仍然将保持10%以上的高增长,A股依然可以维持牛市格局。既然长期趋势走牛,那么沪深300指数最有可能的走势就是:“上市前涨,上市后退,跌完以后再上涨”。预计沪深300指数将在股指期货上市时达到2650点(上证综指3300点),股指期货上市后开始回档至2250点后(上证综指2800点),之后再恢复牛市格局,这是我们认为最有可能的“沪深300三部曲”。

最后还是要提醒投资人,虽然股指期货存在我们认为的短期效应,但是以金融学角度来看,股指期货不可能长期改变现货趋势,投资人还是应该回到上市公司基本面来分析市场行情走势。

信息评述

央行发布2006年第四季度货币政策执行报告

中国人民银行9日发布的2006年第四季度货币政策执行报告称,对冲过剩流动性仍是央行货币政策的重要任务,未来一段时间可能将不得不继续面对银行体系流动性供给过多的局面。《报告》强调了2006年下半年通货膨胀抬头,原因包括粮价上涨和资源价格改革对物价的影响,四季度居民通货膨胀预期是自1999年来最高。该报告并预测,在国内外经济环境和宏观调控各项政策措施的综合作用下,预计我国经济增长在2007年可能略有放缓。

国泰君安:

1990年以后,我国GDP的潜在增速约为10%,而央行8%的经济增长目标明显低估了中国的经济增长,其目的是改变目前高耗能、高污染的粗放式增长方式。然而经济增长方式的转变是一个长期过程,目前我国经济三驾马车的动力均十分充足,因而实际经济仍将保持强劲增长。我国货币政策并没有以通货膨胀为唯一目标,而是同时考虑

中金公司:

1.我们预计2007年贸易顺差将进一步扩大到2420亿美元,贸易顺差的增长从基本上要求人民币有更大程度的升值,我们判断人民币年底对美元汇率为7.4。2.通胀抬头和对通胀预期的增强与当前低存款利率形成鲜明对照,不利于资本市场的健康可持续发展,今年一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二月份加息的可能性在增大,我们预计2007年基准利率将上调两次。

长江证券:

央行在报告中表示了对通货膨胀压力加大的关注。我们认为,如果是由于成本推动和粮食价格导致的通货膨胀,货币政策的调控作用将会受到很大程度局限,抑制这两种类型通货膨胀还得依赖于供给方面的政策。无论是

国金证券:

受国际农产品价格上涨影响,当前的物价水平确实存在一定的上升压力,这是加息的主要动力。但从长期来看,在国际利率水平保持相对稳定态势下,进一步提高国内利率无疑将加剧外

国信证券:

通胀压力加大使得管理层更倾向于维持当前的宏观调控力度。国内通胀当前主要来自需求和成本两方面压力,为防止投资反弹和由此带来的通胀压

海通证券:

我们认为,2007年中国将继续面临流动性过剩的压力,其中主要来自人民币升值所带来的压

申银万国:

央行货币政策报告的写法使市场再次引发加息预期,其实,借流动性过剩时机加快推进利率市场化也许是更好的选择。有意思的是,报告以专栏形式分析了全

平安证券:

2006年货币政策取向更注重采用数量型工具来进行流动性管理,并认为搭配使用央行票据和存款准备金率两种对冲工具管理流动性的方式是可行的。另外,窗口指导也是2006年货币政策取向中的一个要点,2007年不再提窗口指导也表明央行更注重市

行业评析

1月份汽车产销继续同比高速增长

中国汽车工业协会9日发布的月度汽车产销统计,2007年1月我国汽车销售71.71万辆,同比增长34.27%,环比下降5.47%。在汽车主要品种中,乘用车产销增长仍然高于商用车。乘用车中,基本型乘用车(轿车)和交叉型乘用车产量保持稳定增长。

天相投顾:

1月份销量大幅增长在预期之中,主要原因:一是需求延续了2006年以来的旺盛趋势;二是今年1月份因距离春节较远,成为一个销售旺季,这一点与上年不同。大多数厂商1月份销售同比均大

中信证券:

我们维持汽车行业“强于大市”评级,维持海马股份(000572)、一汽夏利(000927)和长安汽车(000625)的买入评级,上海汽车(600104)、一汽轿车(000800)评级为增持。

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(2月1日至2月12日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告预期净利润(万元)		一致预期净利润(万元)		净利润差异率		报告EPS		一致预期EPS		EPS差异率	
					2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
600117	西宁特钢	联合证券	2007-2-9	增持	23170	42750	18904.61	29617.22	22.56	44.34	0.34	0.48	0.273	0.427	24.67	12.34
000709	唐钢股份	东方证券	2007-2-8	增持	156800	219400	120113.73	129178.92	30.54	69.84	0.69	0.97	0.53	0.57	30.19	70.18
600690	青岛海尔	东方证券	2007-2-8	买入	47010.58	70345.69	35322.13	66759.89	33.09	5.37	0.35	0.53	0.285	0.508	22.95	4.43
600688	S上石化	中金公司	2007-2-6	中性	74600	317300	35724.87	190299.69	108.82	66.74	0.1	0.44	0.05	0.266	101.61	65.19
600150	沪东重机	光大证券	2007-2-6	最优	151400	200500	124403.87	119418.22	21.70	67.90	2.29	3.03	1.898	2.224	20.66	36.22
600875	东方电机	招商证券	2007-2-5	强烈推荐	240000	--	86882.65	94788.57	176.23	--	2.9	--	1.827	2.012	58.76	--
600015	华夏银行	Goldman Sachs	2007-2-5	Sell	170500	216120	155125.65	188752.52	9.91	14.50	0.41	0.51	0.369	0.449	11.06	13.46
000625	长安汽车	中投证券	2007-2-2	观望	81042.46	103734.35	74591.3	95290.23	8.65	8.86	0.5	0.64	0.461	0.588	8.56	8.85
000800	一汽轿车	中投证券	2007-2-2	推荐	45570	58590	40372.59	45179	12.87	29.68	0.28	0.36	0.248	0.278	12.90	29.70
600895	张江高科	国泰君安	2007-2-2	增持	31200	49100	20109.68	29903.7	55.15	64.19	0.26	0.4	0.166	0.246	57.10	62.60
000717	韶钢松山	中信证券	2007-2-1	买入	52310.05	61867	45386.75	63670.04	15.25	-2.83	0.4	0.46	0.338	0.475	18.19	-3.11
600383	金地集团	中信证券	2007-2-1	持有	38000	53000	34087.09	46680.55	11.48	13.54	0.57	0.8	0.518	0.707	10.08	13.09
600150	沪东重机	国泰君安	2007-2-1	增持	150000	--	115095.16	108674.08	30.33	--	2.3	--	1.797	2.145	27.97	--

说明:

1)“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅对同个股票的预测值理论上应该比较接近,只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出现远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究

显著高于一致预期,有可能提前预示股价波动,创造超额利润。2)算法:总市值小于20亿,取净利润差异20%以上,且净利润增加1000万以上;总市值大

于等于20亿,小于100亿,取净利润差异10%以上,且净利润增加3000万以上;总市值大于等于100亿,小于500亿,取净利润差异8%以上,且净利润增加

5000万以上;总市值大于等于500亿,取净利润差异5%以上,且净利润增加1亿以上。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)