

新“国九条”有望推动股指长牛

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

“国九条”发布有望带来股指长牛，以史为鉴，政策发布点并不一定是牛市“起点”，需要时间消化政策，叠加当前外围环境扰动较大，建议逢低买入远月股指期货。

核心观点

■ 市场分析

2024年4月12日，我国再度出台“国九条”，该指导性文件均发布在宏观经济和资本市场发展的关键时点。前两次主旨分别为2004年的“改革开放和稳定发展”，和2014年的“健康发展”，本次为“强监管、防风险、促高质量发展”，表明了国家在不同阶段对资本市场指导政策的变化，意在完善金融市场制度，推动资本市场稳健发展。

“国九条”对权益市场的影响较为积极，提高上市公司质量和强化分红，将提升公司分红比例，预计2023年上证50、沪深300、中证500、中证1000指数的分红比例分别达到45%、41%、47%、42%，较上一年度增加4.1%、3.3%、2.8%、3.9%。资金面上，严把发行上市准入关、完善减持制度等，意味着A股IPO和整体融资规模将继续受限，叠加产业资金回归，将从资金供需面上带来持续净流入。大力推动中长期资金入市，引导险资、社保等大资金提升股票仓位。

以史为鉴，“国九条”发布后的一周和一个月内，主要股票指数和行业指数大多上涨。需要注意的是，尽管政策公布的时点并不是长牛的“起点”，但带来“新质”利好。此次“国九条”发布，正值外围环境扰动较大，当前国内把握时机完善制度，有助于吸引海内外资金入市，长期来看，A股正值重要节点，股指涨势可期。

股指期货策略上，指数分红比例的提高将导致基差水平走低，尤其是在6-7月的分红高峰期，期指的贴水程度将明显加深。海外指数股息率与相应期货基差率同样呈现负相关关系，尤其是日经225指数的股息率和基差率相关性达到-0.86。基于当前上市合约，目前IF、IH、IM下季合约与其他合约的价差均处在较低的分位数水平，配置下季合约获得超额收益的概率较高。

■ 策略

单边：IF2409、IH2409、IM2409 逢低买入套保

■ 风险

若政策效果不及预期、海外超预期紧缩、地缘风险升级，股指有下行风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
“国九条”的意义	3
此次“国九条”的核心内容.....	4
“国九条”对权益市场的影响.....	7
“国九条”对行情的影响.....	10
股指期货策略	13

图表

图 1: 四大指数分红比例 单位: %.....	8
图 2: A 股市场退市公司数量 单位: 个	8
图 3: IPO 募集资金 单位: 亿元	8
图 4: A 股市场融资规模 单位: 亿元	8
图 5: 二级市场重要股东减持金额 单位: 亿元	9
图 6: A 股市场股票回购累计金额 单位: 亿元	9
图 7: 股票型 ETF 数量和资产净值 单位: 个, 亿元	9
图 8: 规模指数 ETF 数量和资产净值 单位: 个, 亿元	9
图 9: 保险公司股票和基金投资比例 单位: 亿元, %.....	9
图 10: 开放式基金股票投资比例 单位: %.....	9
图 11: 上证综指走势 单位: 点.....	11
图 12: 当季合约年化基差率 单位: %	13
图 13: 标普 500 指数股息率和基差率 单位: %.....	14
图 14: 道指股息率和基差率 单位: %	14
图 15: 纳斯达克 100 股息率和基差率 单位: %.....	14
图 16: 日经 225 股息率和基差率 单位: %.....	14
表 1: 证监会配套政策.....	3
表 2: “国九条”具体内容	4
表 3: 2004 年“国九条”发布后四大指数表现.....	11
表 4: 2004 年“国九条”发布后行业指数表现 (万得一级行业指数)	11
表 5: 2014 年“国九条”发布后四大指数表现.....	12
表 6: 2014 年“国九条”发布后行业指数表现 (万得一级行业指数)	12
表 7: 海外股指股息率和基差率相关性	14
表 8: 股指期货跨期价差.....	15

“国九条”的意义

2024年4月12日，国务院发布了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》），就“强监管、防风险、促高质量发展”颁布指导性文件，《意见》共9个部分，是以国务院名义发布有关推动资本市场发展的“九条”意见内容，被称为“国九条”。A股三十余年的发展历史上，国务院共三次发布“国九条”。

2004年1月，“国九条”首次出台，将资本市场发展提升到国家战略任务的高度，奠定了资本市场长期发展的基石。2005年开启了股权分置改革，主要通过引入对价机制，平衡了流通股股东与非流通股股东的权益，保护流通股股东的利益，一定程度上解决了不同股东之间利益不一致的问题。

2014年5月，“国九条”再度发布，对资本市场的中长期发展做出规划，旨在通过全面改革，促进资本市场健康发展。当时资本市场已初步形成了股票、债券、期货的体系，明确了“建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，场内场外和公募私募协调发展”，提出了鼓励上市公司实施市值管理，以及允许按规定通过多种形式开展员工持股计划。2014年和2016年分别开通沪港通、深港通，2015年上证50、中证500股指期货挂牌上市，逐步深化多层次、开放性的资本市场改革。

与前两次相比，此次发布的“国九条”，突出了资本市场的政治性、人民性，体现了强监管、防风险、促高质量发展的主线。随后证监会、交易所为深入贯彻落实《意见》精神，推动资本市场“1+N”政策体系形成和落地实施，制定并陆续出台相关配套政策文件和制度规则。证监会就涉及发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管等方面的6项规则草案公开征求意见，沪深证券交易所同步就《股票发行上市审核规则》、《股票上市规则》等具体业务规则向社会公开征求意见，涉及提高上市条件、规范减持、严格退市标准等方面。

表1：证监会配套政策

主要举措	具体内容
发行监管	将《指引》第一条第一项“最近三年研发投入金额”由“累计在6000万元以上”调整为“累计在8000万元以上”，将第三项“应用于公司主营业务的发明专利”数量由“5项以上”调整为“7项以上”，将第四项“最近三年营业收入复合增长率”由“达到20%”调整为“达到25%”。
	修订《中国证监会随机抽查事项清单》
	将首发企业随机抽取检查的比例由5%大幅提升至20%

上市公司监管	制定《上市公司股东减持股份管理办法》	将原有的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》上升为《上市公司股东减持股份管理办法》，以证监会规章的形式发布。
	修订《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》	吸收整合原减持规定中有关规范董监高减持股份的要求，进一步明确规定离婚分割股票后各方共同遵守原有减持限制。
证券公司监管	修订《关于加强上市证券公司监管的规定》	督促公司端正经营理念，把功能性放在首要位置，聚焦服务实体经济和居民财富管理主责主业；发挥现代企业治理的有效性，强化内部制衡，完善人员管理，优化激励约束，加强对境内外子公司的管控；落实全面风险管理和全员合规要求，强化风控指标信息披露；合理审慎开展融资，提高资金运用效率，提升投资者回报。
交易监管	制定《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	明确程序化交易的定义和总体要求；明确报告要求；明确交易监测和风险控制要求；加强信息系统管理；加强高频交易监管；明确监督管理安排；明确北向程序化交易按照内外资一致的原则，纳入报告管理。

资料来源：证监会 华泰期货研究院

此次“国九条”的核心内容

2024年“国九条”提出了未来3个时期的阶段性目标，分别为未来5年、2035年和本世纪中叶，前两个时期注重制度的完善和参与者能力的提升，到中叶提高整体水平，均立足于高质量发展。

核心内容主要涵盖9个部分：一、资本市场高质量发展要坚持“五个必须”；二、发行上市制度迭代升级；三、制定上市公司市值管理指引；四、健全退市过程中投资者赔偿救济机制；五、完善证券基金行业薪酬管理制度；六、加强战略性力量储备和稳定机制建设；七、优化保险资金权益投资政策环境；八、促进新质生产力发展；九、资本市场法治建设有望提速。

表2：“国九条”具体内容

	具体内容
总体要求	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架 投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。

	<p>到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场</p> <p>到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。</p>	<p>投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。</p>
<p>严把发行上市准入关</p>	<p>进一步完善发行上市制度</p> <p>强化发行上市全链条责任</p> <p>加大发行承销监管力度</p>	<p>提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准。提高发行上市辅导质效，扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面。明确上市时要披露分红政策。将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。从严监管分拆上市。严格再融资审核把关。</p> <p>进一步压实交易所审核主体责任，完善股票上市委员会组建方式和运行机制，加强对委员履职的全过程监督。建立审核回溯问责追责机制。进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。坚持“申报即担责”，严查欺诈发行等违法违规问题。</p> <p>强化新股发行询价定价配售各环节监管，整治高价超募、抱团压价等市场乱象。从严加强募投项目信息披露监管。依法规范和引导资本健康发展，加强穿透式监管和监管协同，严厉打击违规代持、以异常价格突击入股、利益输送等行为。</p>
<p>严格上市公司持续监管</p>	<p>加强信息披露和公司治理监管</p> <p>全面完善减持规则体系</p> <p>强化上市公司现金分红监管</p> <p>推动上市公司提升投资价值</p> <p>加大退市监管力度</p>	<p>构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假、资金占用等重点领域违法违规行为。督促上市公司完善内控体系。切实发挥独立董事监督作用，强化履职保障约束。</p> <p>出台上市公司减持管理办法，对不同类型股东分类施策。严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持。责令违规主体购回违规减持股份并上缴价差。严厉打击各类违规减持。</p> <p>对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。</p> <p>制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。</p> <p>进一步严格强制退市标准。建立健全不同板块差异化的退市标准体系。科学设置重大违法退市适用范围。收紧财务类退市指标。完善市值标准等交易类退市指标。加大规范类退市实施力度。进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度。进一步削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。进一步强化退市监管。严格退市</p>

<p>加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强</p>	<p>推动证券基金机构高质量发展</p>	<p>执行，严厉打击财务造假、操纵市场等恶意规避退市的违法行为。健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失。</p>
<p>加强交易监管，增强资本市场内在稳定性</p>	<p>积极培育良好的行业文化和投资文化</p>	<p>引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系。加强行业机构股东、业务准入管理，完善高管人员任职条件与备案管理制度。完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度。推动行业机构加强投行业能力和财富管理能力建设。支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。</p>
<p>加强交易监管，增强资本市场内在稳定性</p>	<p>促进市场平稳运行</p>	<p>完善与经营绩效、业务性质、贡献水平、合规风控、社会文化相适应的证券基金行业薪酬管理制度。持续开展行业文化综合治理，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制，坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气。</p>
<p>大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量</p>	<p>加强交易监管</p>	<p>强化股市风险综合研判。加强战略性力量储备和稳定机制建设。集中整治私募基金领域突出风险隐患。完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为。探索适应中国发展阶段的期货监管制度和业务模式。做好跨市场跨行业跨境风险监测应对。</p>
<p>大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量</p>	<p>健全预期管理机制</p>	<p>完善对异常交易、操纵市场的监管标准。出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。制定私募证券基金运作规则。强化底线思维，完善极端情形的应对措施。严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，强化震慑警示。</p>
<p>进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展</p>	<p>建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系</p>	<p>将重大经济或非经济政策对资本市场的影响评估内容纳入宏观政策取向一致性评估框架，建立重大政策信息发布协调机制。</p>
<p>进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展</p>	<p>优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资</p>	<p>大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。全面加强基金公司投研能力建设，丰富公募基金可投资产类别和投资组合，从规模导向向投资者回报导向转变。稳步降低公募基金行业综合费率，研究规范基金经理薪酬制度。修订基金管理人分类评价制度，督促树牢理性投资、价值投资、长期投资理念。支持私募证券投资基金和私募资管业务稳健发展，提升投资行为稳定性。</p>
<p>进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展</p>	<p>着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章</p>	<p>完善保险资金权益投资监管制度，优化上市保险公司信息披露要求。完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活性。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。</p>
<p>进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展</p>	<p></p>	<p>推动股票发行注册制走深走实，增强资本市场制度竞争力，提升对新产业新业态新技术的包容性，更好服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略实施和中小企业、民营企业发展壮大，促进新质生产力发展。加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持。加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。健全上市公司可持续信息披露制度。</p>

	完善多层次资本市场体系	坚持主板、科创板、创业板和北交所错位发展，深化新三板改革，促进区域性股权市场规范发展。进一步畅通“募投管退”循环，发挥好创业投资、私募股权投资支持科技创新作用。推动债券和不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展。稳慎有序发展期货和衍生品市场。
	坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全	拓展优化资本市场跨境互联互通机制。拓宽企业境外上市融资渠道，提升境外上市备案管理质效。加强开放条件下的监管能力建设。深化国际证券监管合作。
	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本	出台上市公司监督管理条例，修订证券公司监督管理条例，加快制定公司债券管理条例，研究制定不动产投资信托基金管理条例。推动出台背信损害上市公司利益罪的司法解释、内幕交易和操纵市场等民事赔偿的司法解释，以及打击挪用私募基金资金、背信运用受托财产等犯罪行为的司法文件。
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度	健全线索发现、举报奖励等机制。完善证券执法司法体制机制，提高行政刑事衔接效率。强化行政监管、行政审判、行政检察之间的高效协同。加大行政、民事、刑事立体化追责力度，依法从严查处各类违法违规行。加大证券纠纷特别代表人诉讼制度适用力度，完善行政执法当事人承诺制度。探索开展检察机关提起证券民事公益诉讼试点。进一步加强资本市场诚信体系建设。
	深化央地、部际协调联动	强化宏观政策协同，促进实体经济和产业高质量发展，为资本市场健康发展营造良好的环境。落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策，健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系。建立央地和跨部门监管数据信息共享机制。压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面的责任。
	打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军	把政治建设放在更加突出位置，深入推进全面从严治党，锻造忠诚干净担当的高素质专业化的资本市场干部人才队伍。坚决破除“例外论”、“精英论”、“特殊论”等错误思想。从严从紧完善离职人员管理，整治“影子股东”、不当入股、政商“旋转门”、“逃逸式辞职”等问题。铲除腐败问题产生的土壤和条件，坚决惩治腐败与风险交织、资本与权力勾连等腐败问题，营造风清气正的政治生态。

资料来源：国务院 华泰期货研究院

“国九条”对权益市场的影响

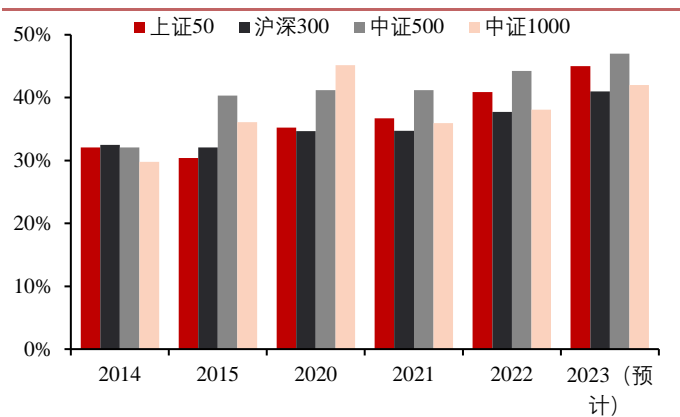
此次意见强调提高上市公司质量和强化分红，有利于改善投资者的实际回报。截至4月中旬，沪深两市已有上千家上市公司发布分红预案，总额超万亿元，其中国企分红意愿较高，现金分红比例普遍超过30%。由于监管强化分红要求，我们预测指数分红比例将进一步提升，2023年上证50、沪深300、中证500、中证1000指数的分红比例分别

达到 45%、41%、47%、42%，较上一年度增加 4.1%、3.3%、2.8%、3.9%。

同时加大退市监管力度，近两年退市公司数量有所上升，注册制下，A 股上市公司净增长数量也并未给市场造成较大压力，有助于提升 A 股上市公司质量，随着退市机制完善，预计 2024 年退市公司数量保持前两年的水平。

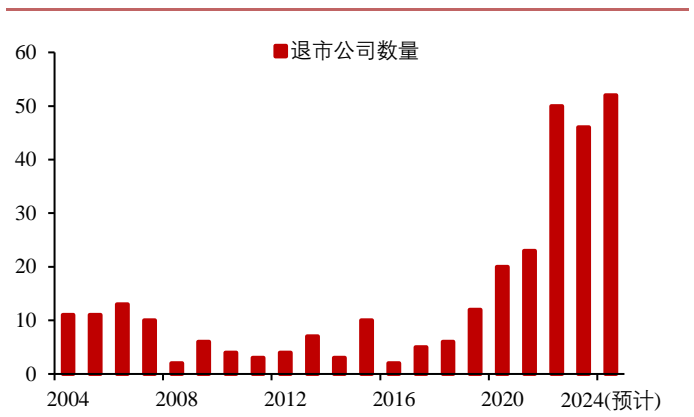
此外对权益市场的影响更多体现在资金面上，严把发行上市准入关、完善减持制度等，意味着 A 股 IPO 和整体融资规模将继续受限，股东二级市场减持压力持续减弱，公司回购力度空前，且有望继续增大。大力推动中长期资金入市，或能带动 ETF 规模提升，尤其是大资金青睐的宽基指数 ETF，同时在政策的大力推动下，保险、社保等长线资金的股票仓位也能再上一个台阶，有助于稳定市场。

图1： 四大指数分红比例 | 单位：%



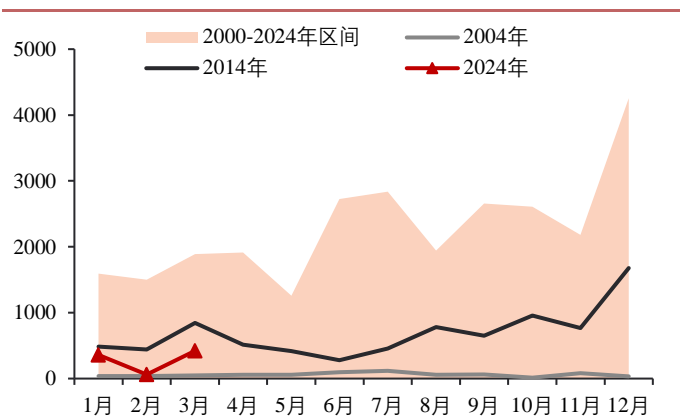
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2： A股市场退市公司数量 | 单位：个



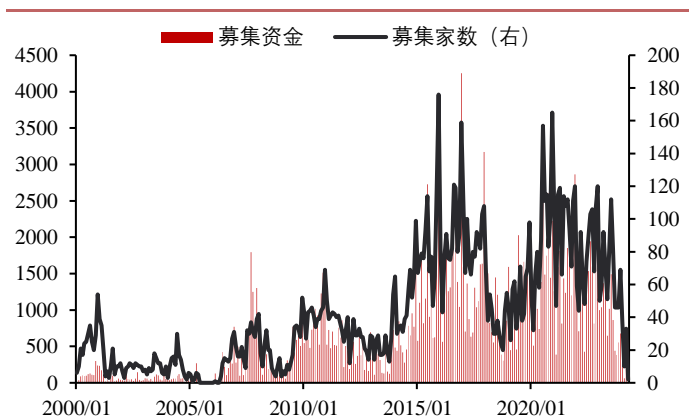
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3： IPO 募集资金 | 单位：亿元



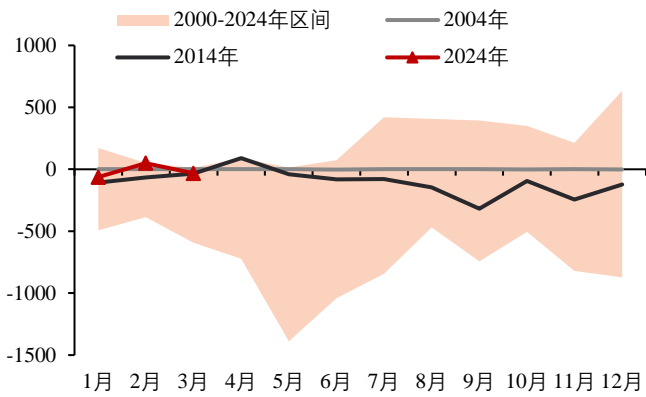
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4： A股市场融资规模 | 单位：亿元



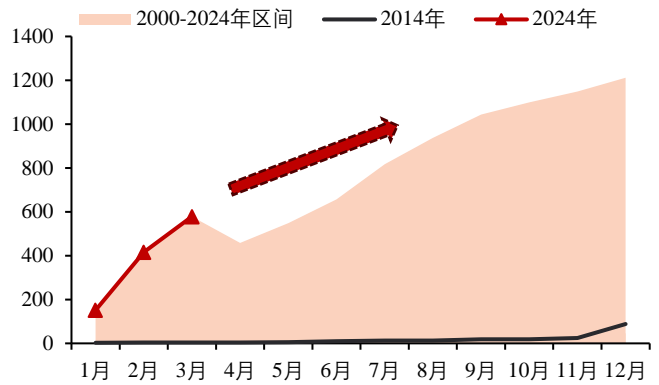
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 二级市场重要股东减持金额 | 单位：亿元



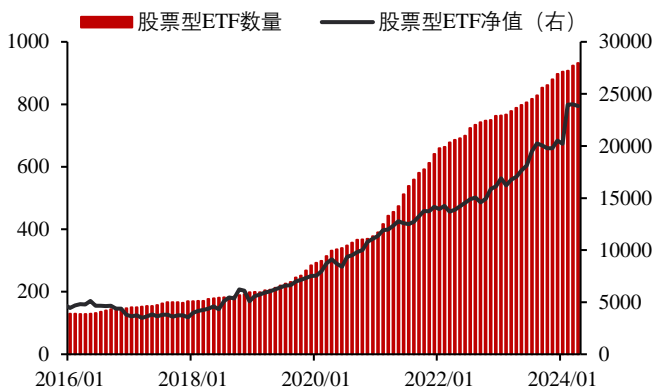
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： A股市场股票回购累计金额 | 单位：亿元



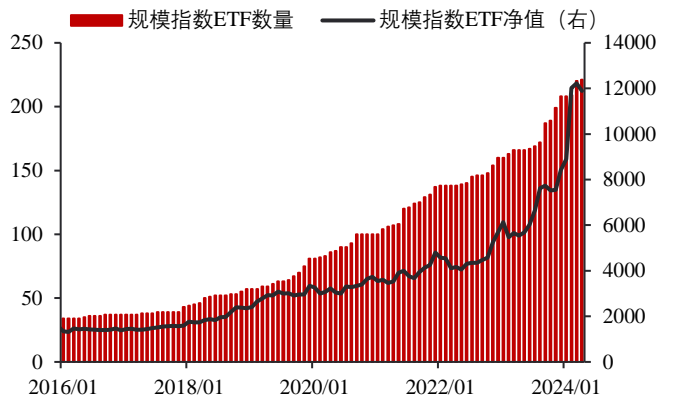
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 股票型ETF数量和资产净值 | 单位：个，亿元



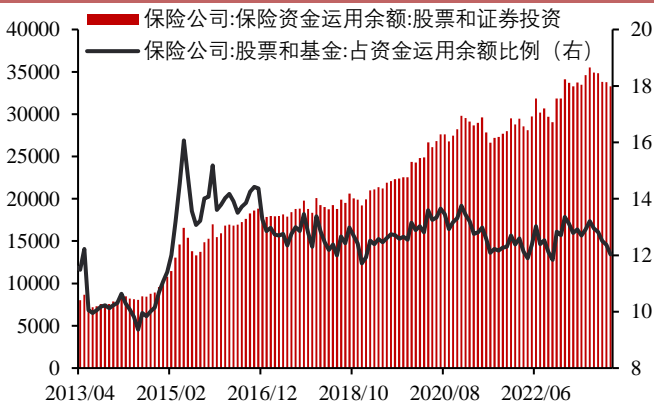
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 规模指数ETF数量和资产净值 | 单位：个，亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 保险公司股票和基金投资比例 | 单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 开放式基金股票投资比例 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

“国九条”对行情的影响

回顾前两次“国九条”发布后，对权益市场的影响。整体来看，“国九条”出台的时间，都处在股市的关键时点。2004年正值股市多年低迷，2014年上证指数处在2000点附近，目前在沪指3000点的拉锯战中，均位于市场低谷。短期来看，“国九条”发布后的1、7、30日内沪指均收涨，其他主要股票指数和行业指数也大多上涨。长期来看，尽管公布的时点并不是长牛的“起爆点”，但无疑有助资本市场的长远发展。

由于“国九条”是对资本市场体制的改革和完善，对权益市场的影响是深远的，或许并不能在发布后的第一时间带动股市持续上涨，但给予了盘面长期上行的内生动力，行情启动后，上涨斜率较大，持续时间较长。随着制度的逐步完善，市场对政策的响应时间也逐渐缩短。

从2004年那一轮来看，“国九条”首次发布后，并未立即带来股市的持续上涨，而是在短期上行后，经历了长达两年的震荡调整。主要因为彼时资本市场初建，对新政策的出台需要时间落地和消化，但这期间的蓄能，为2005年末启动的近2年牛市打下了坚实基础，那轮沪指上涨至6092点的历史新高水平，累计涨幅高达465%。

随着时间的推移，市场对积极信息的反应越来越迅速，到第二次“国九条”发布后，市场仅用约2个月时间，就走出了一段行情。于2014年7月中旬开启了近1年的牛市，沪指和创业板指涨幅分别达到153%、186%。

此次“国九条”发布，正值外围环境扰动大的时点，海外货币政策的不确定性越来越大，地缘冲突升级，当前国内把握时机完善制度，有助于吸引海内外资金，对我国权益市场而言，不仅是挑战，更是机遇。长期来看，A股正处在重要节点，本轮股指行情可期。

图11: 上证综指走势 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表3: 2004年“国九条”发布后四大指数表现

	T+1	T+7	T+30	牛市涨幅
上证 50	2.3%	6.3%	2.5%	529.8%
沪深 300	2.0%	6.8%	6.7%	583.7%
中证 500	/	/	/	520.3%
中证 1000	/	/	/	454.4%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表4: 2004年“国九条”发布后行业指数表现 (万得一级行业指数)

	T+1	T+7	T+30	牛市涨幅
房地产	3.0%	9.7%	10.7%	763.6%
金融	3.6%	10.6%	7.4%	742.2%
能源	1.6%	7.3%	5.7%	711.7%
材料	1.6%	8.2%	12.1%	639.1%
日常消费	2.6%	7.8%	9.8%	545.0%
可选消费	2.6%	8.7%	9.5%	517.2%

工业	1.9%	6.3%	9.0%	512.1%
医疗保健	2.2%	7.2%	9.9%	402.7%
电信服务	6.2%	4.7%	-1.6%	383.0%
公用事业	2.0%	7.4%	5.1%	351.7%
信息技术	2.5%	6.3%	9.5%	255.9%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表5: 2014年“国九条”发布后四大指数表现

	T+1	T+7	T+30	牛市涨幅
上证 50	1.9%	0.5%	-0.4%	127.7%
沪深 300	2.2%	0.6%	0.0%	149.0%
中证 500	2.6%	0.3%	2.2%	189.9%
中证 1000	2.1%	-0.2%	3.2%	204.0%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表6: 2014年“国九条”发布后行业指数表现（万得一级行业指数）

	T+1	T+7	T+30	牛市涨幅
信息技术	2.5%	-0.4%	7.0%	264.8%
工业	2.3%	0.6%	1.6%	260.9%
房地产	1.4%	2.1%	4.6%	223.6%
公用事业	2.0%	0.6%	1.2%	217.6%
可选消费	2.2%	-0.1%	2.5%	215.5%
材料	3.9%	0.8%	0.9%	210.9%
电信服务	1.2%	0.3%	-1.2%	207.8%
医疗保健	1.4%	-1.0%	2.7%	167.8%
金融	1.8%	0.8%	0.8%	165.4%
日常消费	1.8%	-0.3%	-2.1%	151.4%
能源	4.9%	2.2%	1.4%	125.9%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

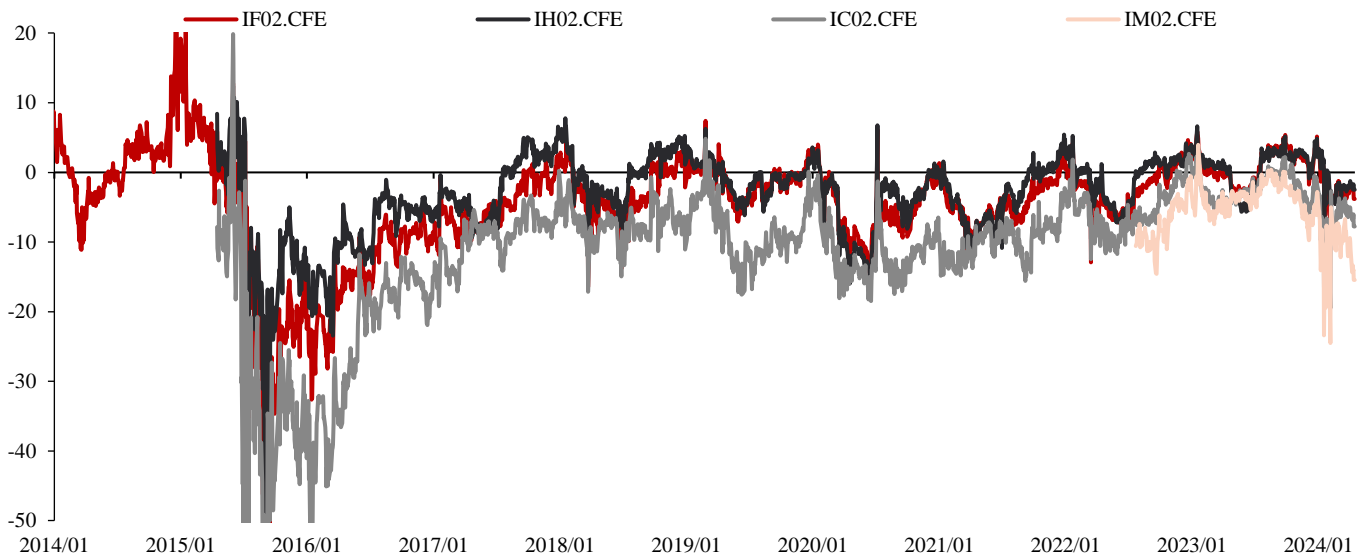
股指期货策略

根据上述分析，在“国九条”的政策推动下，指数整体分红比例有望提升，将导致股指期货价格相对于现货价格越低，预计未来股指期货的整体基差水平将走低。一般分红从3月下旬开始，10月完成，高峰期为6-7月，所以6-7月期指的贴水程度将明显加深。海外股指期货也有存在类似现象，指数股息率与股指期货基差率呈现负相关关系，尤其是日经225指数的股息率和基差率相关性达到-0.86。

基差水平走低将增加空头的展期成本，或在一定程度上抑制长期资金的套保需求，为缓解这一现象，可以通过扩大结构化产品如雪球的市场规模，来提升期指多头需求。

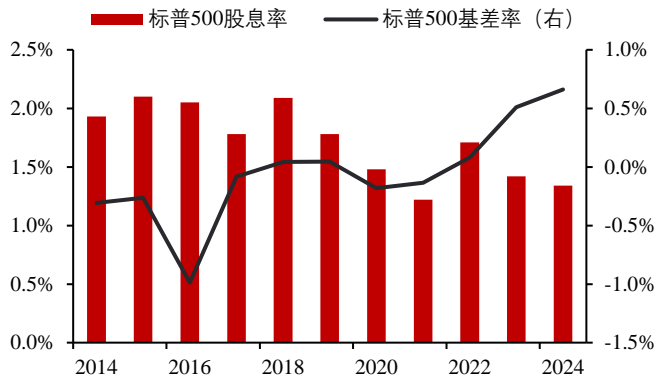
除IC外，当前IF、IH、IM下季合约与其他合约的价差均处在较低的分位数水平，配置下季合约的收益率大概率将高于其他合约，单边买入套保策略的标的可选择IF2409、IH2409、IM2409。

图12： 当季合约年化基差率 | 单位：%



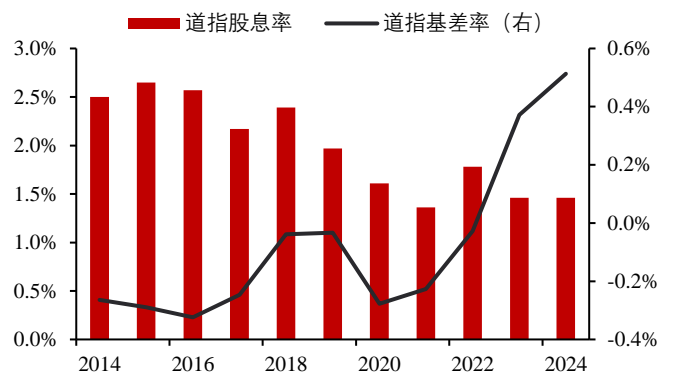
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13: 标普 500 指数股息率和基差率 | 单位: %



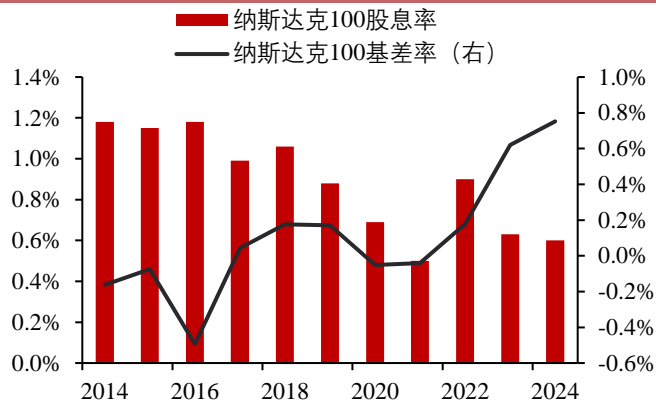
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图14: 道指股息率和基差率 | 单位: %



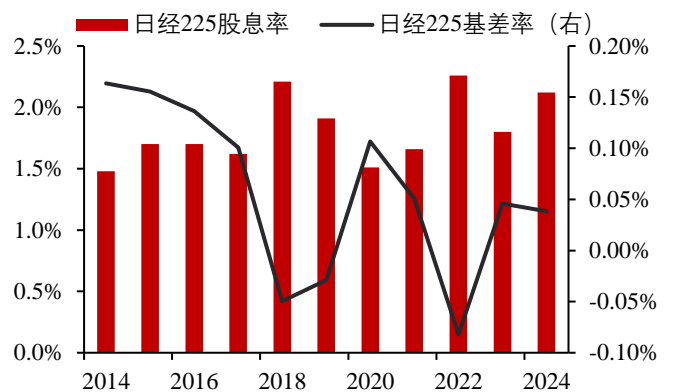
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图15: 纳斯达克 100 股息率和基差率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图16: 日经 225 股息率和基差率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表7: 海外股指股息率和基差率相关性

	相关性
标普 500 指数	-0.57
纳斯达克 100 指数	-0.61
道琼斯工业平均指数	-0.57
日经 225 指数	-0.86

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表8： 股指期货跨期价差

		IF	IH	IC	IM
次月-当月	当日值	-4.00	-1.40	-19.20	-56.00
	分位数	57%	53%	70%	13%
当季-当月	当日值	-21.60	-13.40	-63.20	-125.20
	分位数	49%	41%	72%	42%
下季-当月	当日值	-63.20	-48.00	-123.20	-233.00
	分位数	37%	20%	77%	28%
当季-次月	当日值	-17.60	-12.00	-44.00	-69.20
	分位数	42%	31%	68%	66%
下季-次月	当日值	-59.20	-46.60	-104.00	-177.00
	分位数	33%	17%	78%	43%
下季-当季	当日值	-41.60	-34.60	-60.00	-107.80
	分位数	22%	10%	83%	2%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com