交割日终止七连涨

期指“开门绿”未改长期慢牛格局

□本报记者 叶斯琦

2月25日是羊年首个交易日，也是期指IF1502合约的交割日。虽然期指在节前已经走出七连涨的强劲势头，但却未能实现羊年的“开门红”。昨日，期指主力合约IF1503下跌1.97%，跌幅大于沪深300指数和上证综指。

对此，接受中国证券报记者采访的分析人士普遍认为，IF1502合约昨日交割，主力移仓至IF1503合约，导致IF1502合约跌幅大于现货指数。此外下跌中有空头加仓和多头平仓两股力量的叠加，导致期指下跌速度略快。“开门绿”可能对期指短期上涨形成抑制，但长周期上涨的主要驱动力仍是改革和无风险利率下降周期，大方向没有改变，因此预计总趋势还是会延续向上格局。

期指未迎“开门红”

昨日，期指主力合约IF1503小幅高开于3564点后震荡走低，盘中几度反弹未果，最终下跌70点或1.97%，报收于3487.8点。四合约总成交量为96.6万手，较上一交易日增93945手。

现货方面，沪深300指数下跌43.59点或1.24%，表现较为抗跌。上证综指昨日仅下跌18.07点或0.56%，跌幅更是明显小于期指。截至收盘，IF1503合约升水幅度缩小至9.07点，远月IF1509合约升水幅度也缩至77.07点。

对于期指羊年的“开盘绿”，方正中期期货研究员彭博表示，原因主要有两方面。首先，经济基本面情况不仅没有改善，反而有恶化的迹象，通缩的风险正在加剧。市场预计经济仍将继续萎靡，在蓝筹股已经估值回归的情况下，宏观经济基本面目前已经成为制约股指涨幅的重要因素。其次，春节前的上涨行情过于迅猛，透支了股指上升动能。目前上证指数面临上方较大套牢盘的影响，上涨难以为继。巨大的抛盘以及春节前的获利盘出逃也使得昨日的股指期货出现了下跌行情。

“昨日期指跌幅大于上证综指和沪深300指数，主要是IF1502合约交割后，移仓换月，基差有回归的需求，新当月合约1503的理论基差在20-30点，超出了就存在套利空间。另外，期指具有价格领先功能，上涨时候涨幅可能大于现货指数，而下跌时也可能跌幅大于现货指数。此外，也有下跌中有空方加仓和多头平仓两股力量的叠加，导致下跌速度略快的因素。”中信期货投资咨询部副总经理刘宾认为。

至于昨日远月合约跌幅大于近月合约，刘宾分析，昨日是1502合约的交割日，因此其价格是比照现货指数，由于现货跌幅较小，所以1502合约的跌幅偏小。远月合约一方面有基差回归需求，另一方面也显示“开门绿”削弱了投资者对未来上涨的信心，所以远月合约跌幅较大。

长期上涨逻辑仍在

展望后市，分析人士指出，期指“开门绿”的走势，短线可能对上攻形成抑制，存在承压回调的可能，但是中长期不宜过分悲观。

“从本轮驱动力量看，由于中周期市场还在等待继续对去杠杆的消化，因此还难以摆脱震荡调整的局面，但长周期向上的主要驱动力改革和无风险利率下降周期的大方向没有改变，因此预计总趋势还是会延续向上格局。”刘宾认为，预计期指在3400点附近有较强支撑，而从元旦节后调整的形态看，略微呈现三角形形态，因此下方3320点附近将是强支撑位置。

不过，彭博分析，受制于宏观经济基本面疲弱的影响，股指期货短期面临下跌的可能性较大。整体而言，由于春节的影响，1-2月经济数据可能相对较差，疲弱的经济数据可能将进一步打击股指，造成股指进一步走低。

期指面临方向选择

□海通期货研究所所长 高上

羊年开门黑，表面上遭遇了期指交割日，其实还是因为降息预期迟迟不能兑现，而注册制提速、沪港通做空机制启动以及春节消费增速下滑、楼市冷清开场等利空消息接二连三导致的，这与2015年的首个交易日的阳线以及元月的月度阴线，共同作用预示着羊年市场将会出现的十分复杂的运行格局。

由于经济下行压力加大、创业板迎来年报季报证伪窗口、注册制扩大供给，春季行情能否上演仍存在较大的不确定性。当前沪指突破3000-3400点箱体运行的难度较大。在经济下行和通缩的背景下，货币政策存在进一步放松的空间，降息可能会改变节前“失盘股搭台小盘股唱戏”格局，市场的天平有可能再次偏向权重股。短期看，七连阳之后，期指在3300-3800点形成格局难以打破，市场面临较强的节后筹码回吐压力。

降息可期 警惕创业板加速赶顶

节前央行通过降准、公开市场操作等手段向市场注入万亿元流动性。1月金融机构新增贷款1.47万亿元，同比多增2899亿元。但货币供应量增速却创28年新低，拉响流动性警钟。经济数据不佳，货币政策宽松加大，央行降息可能性进一步加大，但人民币贬值，资本外逃，加大了货币政策“刀尖上的平衡”难度。我们认为，降息将刺激权重股行情再次爆发，并成为沪指越过3478点的重要推手。

预计春季行情A股震荡上行可能性较大，大小盘翘翘板效应仍将显现，但2015年双方交替上行或许是市场的主要特征。基于主板的估值优势，羊年在春节后现金回流，资金面将相对宽松的情况下，春季行情上演的概率依然较大。我们注意到，此轮去年7月爆发的牛市行情，主要还是资金驱动下的“杠杆牛市”，自12月下旬以来权重股的调整已有两月，目前沪指市盈率13.8倍，深成指20.9倍，创业板70倍。权重股估值不高，尤其是大盘股调整的空间与时间逐渐到位，相反，“70倍见顶”的规律可能助推创业板加速赶顶，尤其是随着年报季报的证伪窗口打开，缺乏业绩增长的题材股与小盘股可能再次面临考验。

注册制提速 市场运行轨迹或将改变

短期看，尽管市场在3000-3400点箱体运行的格局难以打破。中长期看，此轮行情沪指突破3478点将成大概率事件。但随着注册制临近股指运行空间可能会被压缩。若没有注册制供给扩大对市场的影响，我们比较看好今年的股指行情，尤其经济破荣枯线，货币政策进入加息周期，国企与金融改革提速，资本市场重回国家地位。经济下行的这道坎市场容易过去，但监管政策的坎市场不容易跨过。市场与经济下行的博弈将演变成市场与管理层或准确地说与注册制的博弈。对投资者而言注册制是悬在市场头上的达摩克利斯之剑，因供给急剧扩大，是过去20多年中国股改启动后国有股减持，对市场造成的第二次重大影响，对监管层而言是双刃剑，即可以解决企业融资难又可以调节股指，化无形之手为有形，改变市场运行节奏，股指的运行轨迹可能发生重大变化，股指的运行空间可能被压缩，个人认为上半年是全年行情重点表现的时间窗口，下半年国内降息可能会因美加息而截止，宏观经济下行压力犹存，注册制开启后市场供给平衡将被打破，或许将颠覆过去传统的市场投资模式，为此，沪指突破4000点的可能性迅速降低。

此外，我们注意到，新三板起步一年多，挂牌公司接近2000家，2015年将是新三板快速发展的一年，随着新三板投资门槛的下降，或将成为资金追逐利益的“新风口”，也成为资金分流的一个新方向，与注册制共同作用，改变主板市场的运行轨迹。

期指震荡格局难破 市场方向面临重新选择

由于权重股下跌空间有限，市场通过期指做空对冲风险的需求逐渐下降，而基本面与流动性决定市场“跑差价”模式，短线难以突破“五年大顶”，期指近期仍然呈现3300-3800点区间箱体运行的格局。从节前期指的7连阳来看，尽管市场呈现多头行情，MACD形成金叉，但量能不足，多头格局节后随时可能会被打破，观察节前IF1502与IF1503合约间的移仓动作，主力多方在移仓过程中有止盈离场迹象，而主力空方在移仓中略有加仓，卖空套保较集中的几家券商系席位净空持仓量有所增加，成交持仓比连续下降，净空单增加，反映了市场多空分歧开始加大，面临着节后筹码回吐压力，市场将重新选择方向。

两融余额四连降 金融股成偿还“重灾区”

□本报记者 王威

继2月13日的337.54亿元的历史单日最大净偿还后，节前最后一个交易日的268.98亿元的净偿还额紧随其后，创下了历史第二高位。值得注意的是，无论是从17日当天亦或是12日至17日这连续净偿还的4个交易日区间内，非银金融和银行板块及个股都是融资撤离的“重灾区”。

鉴于当前市场已经从流动性推升的估值行情向基本面回归，中小板、创业板呈现出盈利加速特征，因而代表着经济转型方向，具备政策扶持的新兴产业板块料将成为融资客操作的重点。

单日净偿还269亿元 两融余额四连降

自2月12日起，沪深两市融资余额实现了年内首次四连降，2月13日和17日分别以337.54亿元和268.98亿元的净偿还额，位居历史单日净偿还的前两名，且四个交易日5.72%的降幅也刷新了历史记录。

据Wind数据，2月17日沪深股市融资融券余额报收11104.91亿元，较上个交易日大幅减少271.48亿元，降幅达2.39%。融券方面，当日的融券余额报收47.14亿元，较前一交易日降低了2.50亿元，其中，融券卖出额和融券偿还额分别报收70.76亿元和73.69亿元，较前一交易日分别下降了9.93亿元和7.27亿元。

融资方面，当日的融资余额报11057.77亿元，较上个交易日减少了268.98亿元。其中，融资买入额为807.15亿元，较上个交易日减少了91.26亿元；但同时，融资偿还额大幅增加112.81亿元至11076.13亿元。由此，当日的融资净偿还额达268.98亿元，仅次于2月13日337.54亿元的净偿还的单日历史新高，位居第二。

至此，沪深两市融资融券余额自2月12日起实现了年内首次四连降，减少了673.42亿元，阶段降幅达5.72%。从历史上看，两融余额连续四日以上下降并不多见，且无论从减少的规模亦或是两融余额降幅来看，今年这次都为历史上最大规模。

金融股成融资撤离“重灾区”

在融资资金大举撤离的背景下，行业板块呈现出大规模净偿还特征，这其中，非银金融和银行板块又成为了融资大举撤离的“重灾区”。

2月17日，28个申万一级行业板块均遭遇了不同程度的融资净偿还。其中，非银金融、银行、建筑装饰、房地产、计算机、公用事业、电子和电气设备的融资净偿还额均在10亿元以上，且非银金融和银行板块的融资净偿还额分别高达54.07亿元和38.97亿元，居于行业板块的前两位，同时也是当日仅有的两个净偿还额高于15亿元的板块。

而这仅仅是2月12日两融余额四连降过程行业板块表现的一个缩影。2月12日至17日期间，仅有通信和轻工制造板块获得了4.11亿元和944.55万元的融资净买入，有多达26个行业板块遭遇了不同程度的融资净偿还。其中，非银金融和银行板块的融资净偿还额分别高达141.36亿元和86.98亿元，居于行业净偿还额的前两位，紧随其后的建筑装饰、有色金属、化工、公用事业和房地产的融资净偿还额则在26亿元和30亿元之间。

多空分歧加大 期债持仓创新高

□本报记者 葛春晖

昨日国债期货总持仓量再创历史新高，显示投资者分歧加大、短期观望情绪较浓。分析人士指出，短期而言，考虑到当前期价已经反映了一定程度的宽松预期、短期内资金面难破紧平衡、2月数据披露窗口开启等因素，期债市场仍存在一定调整压力，投资者短线宜以观望为主。

持仓量创历史新高

25日，国债期货市场早盘一度延续了节前的做多热情，主力合约TF1506盘中创下99.498的历史新高，但在汇丰中国2月份PMI初值公布后，期价快速跳水，TF1506最低探至99.25，之后随着PMI数据消化以及7年期续发国债招标结果向好而逐波反弹。截至收盘，三个期债合约全线小幅下跌，其中TF1506收报99.392，微跌0.028或0.03%。

从成交和持仓情况看，三个合约共成交7405手，较节前最后一个交易日微增139手；持仓合计32666手，增仓1230手，再创5年期国债期货合约上市以来的最高水平。中金所数据显示，截至25日收盘，主力合约TF1506的前二十大多空席位中，多方席位增仓1458手，空方席位增仓1314手，显示多方有逢低加仓迹象。

相对于期债市场而言，昨日现券表现显得更为乐观。重要可交割券中，15附息国债03收益率下行1.48BP，14附息国债24下行4BP。

短线回调压力犹存

目前来看，研究机构和投资者普遍对债券中长期行情的看法仍较为乐观。如海通证券指出，相关部门最新公布的春节期间消费和新房销量等数据显示当前经济通胀仍低迷，2015年上半年经济预计仍难有起色，在经济低迷、通缩加剧的背景下，宽松货币政策仍将是主基调，因此利率债慢牛仍有支撑。

不过，经过了2月初降准到春节前的一轮连续创新高走势之后，期债市场短期上攻动能日趋衰减，调整压力则逐渐显现。首先，虽然春节已过，但市场资金面并未出现立竿见影式的好转，且紧平衡局面短期内有望延续。究其原因，一方面，本周公开市场有1800亿元逆回购和国库现金定存到期，造成资金大量抽离银行体系；另一方面，节后现金回流通常会制约央行节后对资金面的扶持力度，而现金回流银行体系又会有一定的时滞效应。再加上月末将至，导致资金面持续承压；其次，当前中长端利率和期债价格水平已经反映了相当程度的政策宽松预期，若政策预期迟迟不能兑现或兑现不及预期，则存在短期价格修复的可能；第三，汇丰PMI初值开启了2月份数据披露窗口，未来随着进入数据密集披露期，市场谨慎情绪将持续升温，在当前市场积累大量多头获利盘的情况下，期价短期波动的风险也随之加大。

时间价值流逝拖累 认购期权价格大幅下跌

受标的合约大幅下跌及期权时间价值流逝影响，25日认购期权价格收盘均大幅下跌，跌幅最大的为50ETF购3月2500虚值合约，达到40.23%，跌幅最小的为50ETF购6月2250实值合约，跌幅为6.02%。

认沽期权尽管时间价值也有流逝，但得益于标的合约的大幅下跌，认沽期权收盘普遍出现较明显上涨，涨幅最大的50ETF沽4月2250虚值合约，达到31.21%，最小的是50ETF沽9月2450实值合约，涨幅为5.52%。

不过，期权成交量逐渐回温。昨日期权市场总成交量为16640手，相比节前最后一个交易日的15321手稳中有升，3月期权成交量为11955手，约占市场总成交量的72%。

而从隐含波动率来看，由于标的上证50ETF出现较大幅度的下跌，市场对后市波动的担忧一定程度上加重，期权的隐含波动率普遍有所升高，但升幅不大，3月合约的隐含波动率平均升幅约在1.5%。

基于期权市场隐含波动率趋于稳定以及标的行情走势不明确的预期，海通期货期权部推荐：

一级投资者：持有现货，伺机构建保护性策略。

二级投资者：考虑买进平值（2.35）跨式。

三级投资者：考虑买进平值（2.35）跨式。

银河期货期权部策略组建议，鉴于行情疲软震荡，持有50ETF现货的投资者建议伺机介入卖出认购期权的备兑开仓策略；另外，积极投资者也可尝试盘中逢高构建卖出宽跨式组合策略，获取行情盘整时的收益。（王超）

掌趣科技开门“喜洋洋”

昨天是A股羊年第一个交易日，虽然市场整体呈现调整格局，但全天仍有50余只股票逆势涨停，这其中就包括成交放出历史天量的掌趣科技，而就在前一日，掌趣科技刚刚发布公告称，自本月26日起公司将有4437万限售股解禁。截至昨日收盘，掌趣科技成交额录得29.41亿元，环比节前最后一个交易日2365万元的成交量大幅增长。

根据掌趣科技最新公告，公司此次解除限售股份数量为4437万股，占公司总股本的3.42%，此次解除限售股份实际可上市流通日起为2015年26日。不过，面对大额筹码有可能冲击股价的局面，掌趣科技昨日不跌反涨，早盘股价震荡走高，午后更曾数次冲上涨停板，最终下午两点过后强势封死涨停。而就在春节前夕，由于掌趣科技公告将斥资43亿元并购3家游戏公司，该公司股价曾连续两个交易日录得“一”字涨停板，由此掌趣科技当前已经形成“三连阳”强势形态。（叶涛）

陕西金叶创历史新高

沪深两市大盘昨日震荡下挫，不过个股的活跃度依然较好。受益于大股东股权结构变更，陕西金叶昨日早盘小幅高开，伴随着成交额的放大，股价快速拉升，10点24分封死涨停板至收盘，尾盘报收于8.67元，股价创历史新高。

陕西金叶发布公告称，东万裕文化产业有限公司持有陕西金叶股份7432万股，占公司总股本的16.61%，均为无限售条件流通股，是公司的第一大股东。东万裕文化产业有限公司控股股东香港万裕（集团）发展有限公司的一致行动人深圳万裕源投资咨询有限公司通过网络竞价方式在西部产权交易所受让万裕文化第二大股东陕西省国有资产经营有限公司持有的万裕文化22.05%股权。

分析人士指出，此次大股东股权结构集中化或许意味着其对公司发展充满信心，这也成为陕西金叶昨日涨停的催化剂。不过考虑到该股连续上攻，在刷新历史新高后短期料有回调整固的需要。（徐伟平）

政策预期升温 中铁二局涨停

受益于发改委扩大铁路建设投资的消息，铁路板块昨日表现强势，中铁二局放量涨停，成为投资者关注热点。

中铁二局昨日早盘小幅高开后，震荡上行，此后维持在高位震荡，尾盘成交额突然放大，股价封死涨停板至收盘，报收于18.37元。值得注意的是，该股昨日的成交额为31.70亿元，较前一个交易日增加了7.57亿元。

有消息称，今年发展改革委将推进一批重大交通基础设施项目建设，主抓中西部铁路、城际铁路等新开工重大项目相关工作。同时，创新投融资模式，进一步研究细化鼓励社会资本进入交通基础设施领域的支持政策和保障措施，积极吸引社会资本，用好铁路发展基金平台，扩大铁路建设资本金来源。受益于政策预期升温，中铁二局昨日获得资金热捧。（徐伟平）

■ 融资融券标的追踪

永辉超市九连涨

昨日，永辉超市成功实现九连涨，2月6日以来累计涨幅为7.5%。永辉超市昨日微涨0.05或0.54%，当日对沪深300指数贡献为0.04%，占沪深300指数权重为0.21%。

昨日早盘，永辉超市以9.36元小幅高开，未几震荡走高，最高上探至9.53元。但涨幅很快收窄，一度跌至昨日收盘价以下。午后股价再度回到全日相对高位，但尾盘时涨幅再度收窄。截至收盘，该股全日上涨0.05元或0.54%，收报9.32元。

回顾该股历史走势，自2014年5月19日阶段低点5.79元以来，该股持续反弹，一度触及9.88元（前复权）的历史新高，此后有所回调，但自2月6日以来便重拾升势。2014年5月19日至昨日，累计涨幅为58.5%。

从消息面看，日前，永辉超市与香港怡和集团旗下牛奶有限公司正式签署《认购协议》，牛奶公司将以每股7.00元、共出资57亿元，以非公开发行股票形式(即定向增发)，认购永辉超市股票813100468股。(王朱莹)

中国国旅创历史新高

节后首个交易日，就在沪深两市集体回调的同时，中国国旅盘中却悄然创下了历史新高。昨日，中国国旅全日仅上涨0.26元或0.52%，但早盘最高触及52.18元，创下历史新高，并创下连续四年上涨纪录。该股占沪深300指数权重为0.22%，昨日指数贡献为0.04%。

昨日早盘，中国国旅以51.5元高开，此后迅速拔高至52.18元的历史新高值。但股价未能维持在高位，很快涨幅收窄。午后股价整体维持震荡，尾盘一度翻绿，收盘前顺利翻红，收报50.14元。自2月10日以来，该股已经实现7连涨。而自2014年7月23日的阶段低位以来，该股持续反弹，截至昨日已累计上涨59.53%。

海通证券2月25日发布中国国旅研究报告称，后续仍有不少亮点可提振业绩，包括首都机场免税店经营权招标、国企改革进程的推进、跨境电商业务的持续推进以及海南离岛免税开启网购时代。（王朱莹）

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。