

## 振荡筑底！

### 摘要

- 统计显示，主力机构仍然在场外观望，但打压市场的力度已经大大减弱。大单净买入金额 12 日累计值是观察未来主力机构是否入场的重要指标。
- 从深证分类指数的涨跌幅情况看，最近 30 个交易日，金融保险类指数排名第 1 位，但作为沪深 300 指数主要成份股的金融保险股的上涨，仍然未能整体带动沪深 300 指数出现较大的上涨，说明市场波动的结构发生的明显的变化，地产股、钢铁水泥等建材股的低迷拖累了沪深 300 指数的上涨，从而影响了股指期货的走势。
- 综合上综指成分股、创业板指数成分股和中小板指数成分股的分析，对于结构性行情，传统的持有低估值股票策略是否行得通值得进一步思考。对于大盘股而言，买入低估值绩优股是一个不错的选择，并且要多关注小盘中高市盈率的股票，因为资金操作这种股票很多，获利机会很大。
- 基于市场波动率不断收窄的情况，我们预期三季度初期沪深 300 指数维持低位振荡的可能性较大，但 7 月底市场进入一个重要的时间之窗，多空力量有可能在此阶段展开决定未来半年走势的决战。

智慧创造奇迹  
一流的咨询，卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

王兆先

姚永源

严兰兰

谢蒙捷

赵鹏涛

顾 蔚

第 1 章	振荡筑底.....	3
1.1.	达摩克利斯之剑：IPO 重启 .....	3
1.2.	A 股市场交易热度分析 .....	3
第 2 章	资金流向.....	6
2.1.	上半年板块交易特征分析 .....	6
2.2.	上半年板块收益特征分析 .....	7
2.3.	不同级别成交单资金净流入分析 .....	8
第 3 章	持仓分析.....	10
3.1.	拐点持仓分析 .....	10
3.2.	调仓准确度分析.....	12
第 4 章	货币政策的影响.....	15
4.1.	利率走势预期 .....	15
4.2.	大金融市场资金流向概述 .....	19
第 5 章	估值取向.....	20
5.1.	市盈率取向监控分析 .....	21
5.2.	市净率取向监控分析 .....	24
5.3.	市销率取向监控分析 .....	25
第 6 章	南华对冲分级 1 号运行概况 .....	28
6.1.	策略简介.....	28
6.2.	产品发行概况 .....	28
6.3.	产品运行最新概况.....	28
6.4.	产品策略效率评估：已平仓组合 .....	30
6.5.	产品策略效率评估：持仓组合.....	32
6.6.	优先和劣后收益对比 .....	32
第 7 章	三季度市场展望.....	33
7.1.	沪深 300 指数三季度走势推演 .....	33
7.2.	股指期货投资策略.....	34

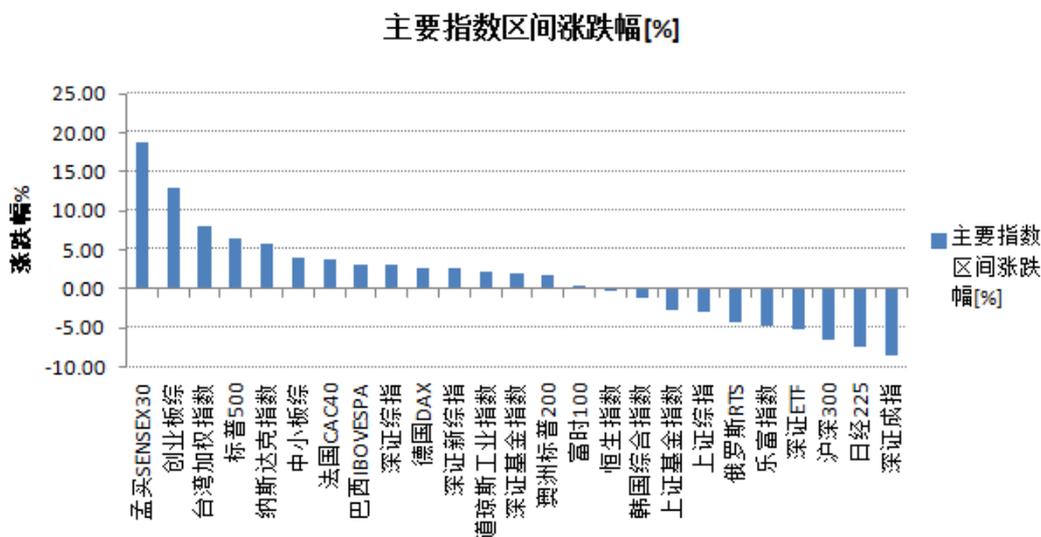
## 第1章 振荡筑底

### 1.1. 达摩克利斯之剑：IPO 重启

2014 年上半年的 A 股市场，迷雾重重，市场对 IPO 市场化可能引发的创业板股票上市狂潮一直心存忌惮，IPO 重启犹如达摩克利斯之剑悬挂在投资者的头上，导致投资低迷，指数的波动率一直呈现收窄的态势，显示资金流出观望的态势。

A 股市场的疲软是结构化的，A 股市场中的创业板和小盘股，年初以来均有较好的市场表现，其中创业板指数上涨 13.00%，中小板指数上涨 3.88%，分别位于图 1 统计的 25 个指数的第 2 和第 6 位，而反映股指期货走势的沪深 300 指数，则排在倒数第 3 位，这显示蓝筹和指标股的疲弱态势。

图 1.1-1 全球主要指数及国内主要股票指数半年涨跌幅对比图



资料来源：wind & 南华研究

从新股发行的数据分析可见，市场对创业板股票仍然寄予较高的预期，这间接地说明大市目前的运行并不存在非常大的风险，低位振荡仍然是市场未来一个季度的主基调，除非成交量能够创出一年新高。因此，我们倾向于认为，三季度，甚至四季度，指数会维持在一个相对狭窄的空间内振荡，但个股行情会按照其自身的运行节奏展开。

从长期的角度看，个股的分化将是 A 股市场的主基调，认真研究个股，把握个股的投资机会，是未来 5 年，甚至更长时间，在中国股市获得好的投资收益的必经之路。大盘不涨就不敢入市的投资者，可能会再次失去 2013 年 A 股市场结构化牛市的机会。

### 1.2. A 股市场交易热度分析

交易热度，就是量价短期波动超出长期均值，能吸引更多投资者进入并跟随原来方向进行交易，尤其价格短期的大幅波动，更能吸引投资者追随，趋势继续的可能性将大增。我们将交易热度分为多方热度和空方热度，如果 60 日内股票的上涨最大幅度超过 30%，我们认为是多方热度较大，如果 60 日内股票最大跌幅超过 30%，我们认为空方

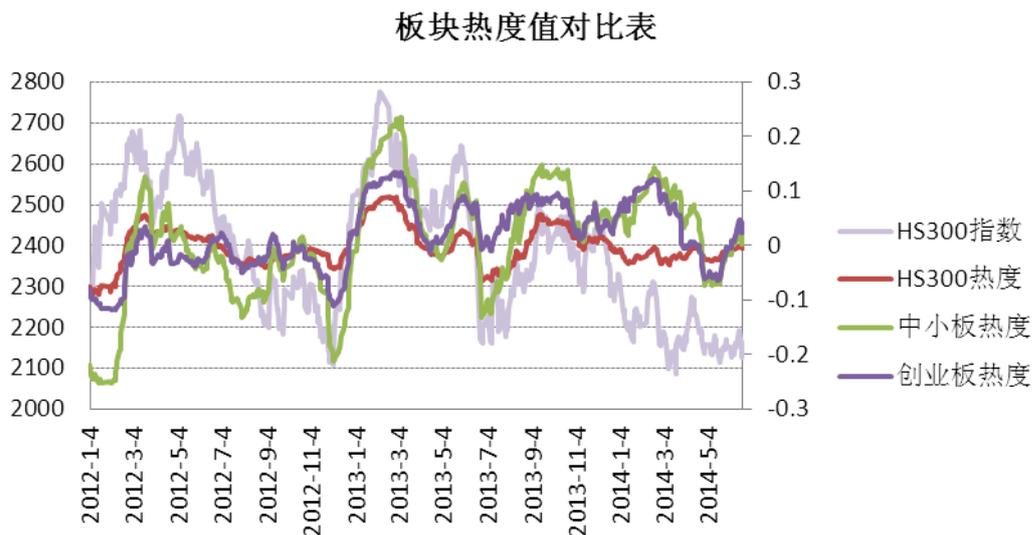
热度较大，涨跌幅处于 30% 以内的股票，我们认为此股票不活跃，不具有吸引大批投资者跟踪的力度，不能表现出趋势走势，所以不具有交易热度。以上是从相对角度对交易热度的定义，如果从价格的绝对方向考虑，将股票的 60 日均线做为多空标准，股票在 60 日均线上方则认为多方交易热度较大，如果股票处于 60 日均线下方，则空方热度较大。综合，我们将 60 日内涨幅超过 30% 并且目前处于 60 日均线上方股票定义为多方热度较大的股票，将 60 日内跌幅超过 30% 并且目前处于 60 日均线下方股票，定义为空方热度较大的股票。

对整个市场而言，如果算出所有股票的多空交易热度状态，然后统计出处于多方交易热度状态的股票数量，再统计出处于空方交易热度状态的股票数量，求出他们的差值，将该差值除以当时上市交易的所有股票总数量，就可以得到一个相对值，这个相对值就可以标示出目前市场的活跃程度，我们将此值称作交易热度值。这个交易热度值以 0 轴为对称，上方表示多方热度值，下方表示空方热度值。

交易热度指标是用来发现活跃板块和提前发现可能将会是活跃的板块，以供缩小选股范围。如果将交易热度的定义应用到不同的板块的分类中，比如中小板，创业板，沪深 300 成份股；高价股，中价股，低价股；用这些条件的交集，便可以得那些股票处于交易活跃状态，或即将成为活跃股票，对选股提供一个大的方向性指引。另外可以发现结构性行情，可以为套利性产品发现独立与指数走势的股票板块。

将沪深 300 指数与沪深 300 成份股热度值，中小板热度值，创业板热度值进行对比，得到统计结果图，如图 1.2-1。

图 1.2-2：板块热度值对比图



资料来源：Wind&南华研究

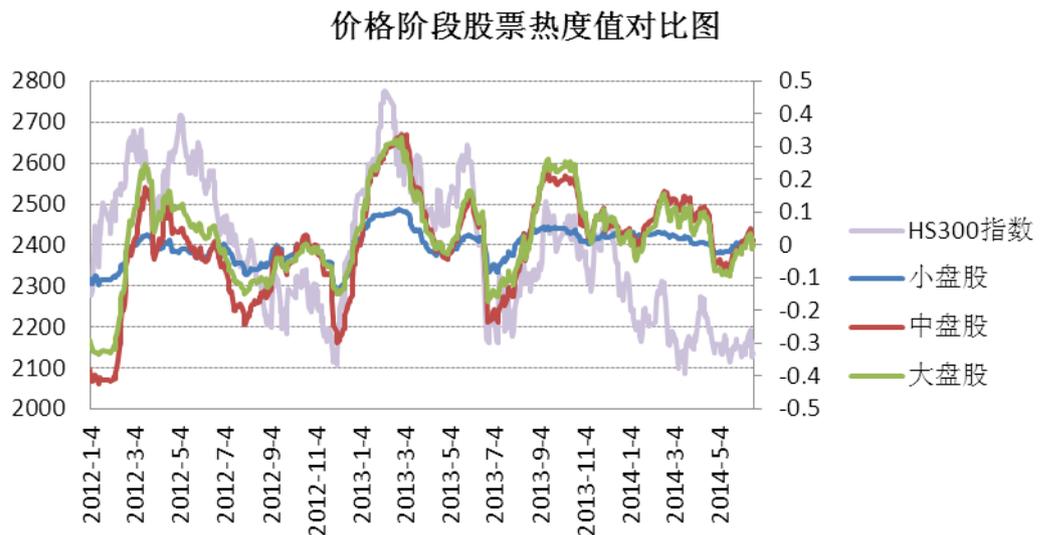
可以看出：

- 沪深 300 指数转折点和各板块热度值的转折点基本一致。
- 热度值在极限位置转折之后，都会形成行情的转折点。比如 2012 年 1 月 4 日，7 月 30 日，11 月 30 日附近，2013 年 7 月 1 日附近，都出现较大的转折点。
- 比较确定的是，各板块热度值站上 0 轴后，都会有一段上涨行情，只是维持时间和幅度不定。

- 0 轴上方，热度值没有走平之前，该板块都将会继续上涨，比如 2013 年 12 月 20 日，中小板和创业板热度值在 0 轴上方，而且向上，所以这两个板块都处于上涨阶段，但同期沪深 300 指数下跌，沪深 300 成份股热度也是下跌的。所以此时选股应避免沪深 300 成份股。此时成为套利策略的最佳时机，中小板和创业板股票在沪深 300 指数下跌的情况下，还一直处于上涨之中，出现套利策略两方同时盈利的最佳状态。
- 率先启动或者初期热度值较强的板块，之后会涨幅较大，持续时间较长，比如 2013 年 7 月 16 日，中小板热度值和沪深 300 成份股热度值向上交叉，中小板热度值表现较强，那么选股就应以中小板为主，可以看出之后中小板上涨持续时间较长。相同情况，在 2014 年 1 月 4 日开始，创业板热度值上穿中小板热度值，此时选股应倾向于创业板股票，同时看到沪深 300 成份股热度值一直在减小。
- 目前创业板和中小版板热度值率先站上 0 轴，出现震荡，如果再次向上，短期可能会有一段上涨行情。而且创业板热度值强于中小板，沪深 300 成份股热度值最小。所以现在选股，仍然偏向于创业板和中小板股票。

如果将股票按价格分为小于 8 元为低价股，小于 16 元大于 8 元为中价股，大于 16 元为高价股，分别计算各价格段股票的热度值，得到图 1.2.2，股票价格阶段热度值对比图。

图 1.2.2：价格阶段股票热度值对比图



资料来源：Wind&南华研究

由图可以看出：

- 各价格阶段股票的热度值转折点和沪深 300 指数转折点基本一致。
- 热度值拐头或者走平，都将是行情转折迹象的标志。
- 热度值站上 0 轴上方后，都会有一段行情出现，但维持长短和幅度不确定。比如 2013 年 12 月 9 日，低价股跌破 0 轴。中价股高价股并未跌破 0 轴，并且之后向上运行，此时 HS300 指数下跌，如果此时选择买入中高价位股，卖出指数来做套利策略，将会出现两边都盈利的绝好机会。

- 在热度值运动到一个方向的极限值附近转头后，都会形成顶底部信号。比如几次明显的顶底，都是热度值拐头或者走平。
- 热度值率先形成顶底信号的股票之后的涨幅较大，也会率先启动。比如 2012 年 7 月 31 日附近的低点，低价股和中价股热度开始转头向上，此后指数上涨持续一段时间，但高价股的热度值一直处于下跌走势，所以此时选股应该避开高价股。
- 指数如果新高，但热度值都没有新高，并且有走平的迹象，可能将预示着大的转折点来临，应特别留意，比如 2012 年 5 月 4 日，指数出现新高，但热度值并未新高，而且向下运行。之后沪深 300 指数大幅下跌，所有股票都开始大幅下跌，而且持续时间长。
- 目前中价股和高价股已经先期站上 0 轴，但出现震荡状态，如果再次向上，中高价股将会先有一段上涨行情，所以目前选股应以中高价股为主。

由上述分析得出，市场交易热度值能表示市场活跃的板块，市场交易热度值指标在应用时需注意：

1. 该指标主要用于发现交易活跃板块，也可判断指数走势。
2. 该指标的判断依据为：
  - a. 极限位置转头后走平或者反向，标志原来趋势有结束迹象。
  - b. 该指标在上涨或者下跌途中出现走平迹象，走势可能会随时结束。
  - c. 该指标站上 0 轴，出现行情的可能性较大。
  - d. 热度值率先转头，或者走势最强的板块后期走势较强。
  - e. 指数下跌时，如果出现热度值上涨的板块，可能将出现局部行情，将是绝好的套利机会。
3. 该指标是趋势指标，对短期波动指导性不强，

由热度值指标就目前行情来看：中小板和创业板热度值站上 0 轴，但目前处于震荡回调之中。就价格来看，中高价股热度值站上 0 轴，目前也出现震荡走势。后市如果能站稳 0 轴，则创业板及中小板的中高价股可能将会率先有一段行情出现。

## 第2章 资金流向

### 2.1. 上半年板块交易特征分析

从深证分类指数的涨跌幅情况看，最近 30 个交易日，金融保险类指数排名第 1 位，但作为沪深 300 指数主要成份股的金融保险股的上涨，仍然未能整体带动沪深 300 指数出现较大的上涨，说明市场波动的结构发生的明显的变化，地产股、钢铁水泥等建材股的低迷拖累了沪深 300 指数的上涨，从而影响了股指期货的走势。

分类指数中排名第 2 位的是传播文化指数，30 个交易日上涨了 19.90%，其次是仪表指数 19.57%。

整体来看，服务类行业指数涨幅靠前，唯一例外的是餐饮行业指数排名位居 64 个统计指数的最后 1 位，显示反腐和倡导节俭的工作和生活模式对该行业的深度影响仍在发酵中。与地产有关的房地产业指数、建筑指数、地产指数、采掘业指数、采矿指数、矿物指数、金

属指数、钢铁指数普遍排名在后 1/3 的范围，仅有建筑业指数排名第 11 位，这反映出城镇化建设的拉动影响仍在。

医药生物指数排名第 4 位，从宏观角度看并不是好事，反映中国 30 年经济快速发展所产生的对民众身体健康的负面影响已经进入到高发期。而基于国家安全向国产软件倾斜的国家政策刺激了 IT 业的发展，IT 指数排名位居第 6 位，相关的电子指数、信息技术指数亦收益而排名靠前。

表 2.1-1：深证分类指数最近 30 个交易日的涨跌幅排序

深证分类指数			深证分类指数			深证分类指数		
排序	指数名称	30 日涨跌幅[%]	排序	指数名称	30 日涨跌幅[%]	排序	指数名称	30 日涨跌幅[%]
1	金融保险指数	22.41	23	运输仓储指数	9.59	45	矿物指数	4.29
2	传播文化指数	19.90	24	其他指数	9.22	46	金属指数	4.18
3	仪表指数	19.57	25	电气指数	8.34	47	批零指数	3.89
4	医药生物指数	18.20	26	纺织服装指数	7.91	48	钢铁指数	3.60
5	文教指数	15.50	27	公共指数	7.29	49	医药指数	3.36
6	IT 指数	14.26	28	电子指数	7.17	50	纺织指数	3.11
7	社会服务指数	14.08	29	文化指数	7.10	51	水电指数	3.03
8	机械设备指数	13.53	30	印刷指数	7.02	52	木材指数	2.76
9	石化塑胶指数	13.30	31	制造指数	6.79	53	运输指数	2.54
10	造纸印刷指数	12.72	32	房地产业指数	6.29	54	石化指数	2.47
11	通用指数	12.26	33	农林牧渔指数	6.11	55	农副指数	2.26
12	建筑业指数	11.93	34	交运指数	5.87	56	饮料指数	2.13
13	综合类指数	11.75	35	建筑指数	5.80	57	农林指数	1.02
14	电子指数	11.33	36	服装指数	5.67	58	化纤指数	0.54
15	造纸指数	10.83	37	商务指数	5.11	59	食品指数	0.38
16	橡胶指数	10.66	38	金属非金属指数	5.03	60	综企指数	0.25
17	信息技术指数	10.65	39	化学指数	4.89	61	金融指数	-0.42
18	汽车指数	10.64	40	有色指数	4.89	62	木材家具指数	-1.51
19	专用指数	10.22	41	地产指数	4.69	63	食品饮料指数	-3.02
20	制造业指数	10.04	42	采掘业指数	4.58	64	餐饮指数	-7.04
21	水电煤气指数	10.04	43	批发零售指数	4.40			
22	科研指数	9.61	44	采矿指数	4.33			

资料来源：wind & 南华研究

## 2.2. 上半年板块收益特征分析

从分类指数上半年的年化收益率的情况看，木材指数以 140.40% 的年化收益率傲视众指数，比排名第 2 位的印刷指数 102.64% 的年化收益率高了约 38 个百分点，反映出环境保护和生态保护政策对木材价格的影响。虽然从微观的情况看对民众的消费会有一定的负面影响，但对国家整体生态的保护具有深远的积极影响。值得指出的是，木材家具指数的年化收益率只有 1.47%，排名第 52 位，这说明一方面生态保护的政策导致木材价格的上涨，但同时木

材加工的家具的销售则疲软,说明房地产销售几乎处在停滞状态,导致新增木材家具的锐减。

印刷指数的升高则间接反映出经济转型的影响,这是在政府层面公务支出减少背景下出现的,应该主要是文教、文化两个行业的发展拉动的,服务类商务活动的增加也对印刷指数的增长有较大的积极影响。

建筑指数的年化收益率排名垫底,其次是批发零售指数,第三是食品饮料指数。批发零售指数的下跌,主要是经济发展减速以及网购开始盛行的综合影响导致的。

虽然餐饮指数最近 30 个交易日的涨幅垫底,但其上半年的年化收益率则达到 27.64%,64 个指数中排名第 26 位。

表 2.2-1: 深证分类指数年化收益率排序

深证分类指数			深证分类指数			深证分类指数		
排序	指数名称	年化收益率[%]	排序	指数名称	年化收益率[%]	排序	指数名称	年化收益率[%]
1	木材指数	140.40	23	服装指数	29.73	45	金融指数	9.55
2	印刷指数	102.64	24	交运指数	28.80	46	钢铁指数	9.46
3	文教指数	99.70	25	农林指数	28.75	47	运输仓储指数	9.42
4	IT 指数	67.96	26	餐饮指数	27.64	48	机械设备指数	7.26
5	仪表指数	65.32	27	电子指数	27.15	49	信息技术指数	6.13
6	文化指数	62.34	28	制造指数	25.57	50	制造业指数	4.96
7	其他指数	50.06	29	综企指数	23.12	51	农林牧渔指数	4.74
8	建筑业指数	47.90	30	传播文化指数	22.09	52	木材家具指数	1.47
9	金融保险指数	47.72	31	化学指数	19.71	53	采矿指数	1.22
10	造纸指数	46.03	32	医药指数	19.48	54	石化塑胶指数	0.18
11	汽车指数	41.58	33	电子指数	19.25	55	综合类指数	-1.35
12	通用指数	40.80	34	化纤指数	18.47	56	地产指数	-1.87
13	商务指数	39.60	35	橡胶指数	18.33	57	采掘业指数	-1.97
14	房地产业指数	39.40	36	食品指数	17.51	58	造纸印刷指数	-2.13
15	运输指数	38.73	37	农副指数	14.19	59	纺织服装指数	-6.14
16	科研指数	38.19	38	公共指数	12.59	60	饮料指数	-6.34
17	医药生物指数	37.07	39	纺织指数	12.31	61	金属非金属指数	-6.78
18	电气指数	36.32	40	石化指数	12.04	62	食品饮料指数	-8.05
19	批零指数	36.19	41	水电煤气指数	11.93	63	批发零售指数	-8.92
20	专用指数	33.88	42	矿物指数	11.44	64	建筑指数	-14.20
21	社会服务指数	31.24	43	有色指数	10.31			
22	金属指数	29.89	44	水电指数	9.64			

资料来源: wind & 南华研究

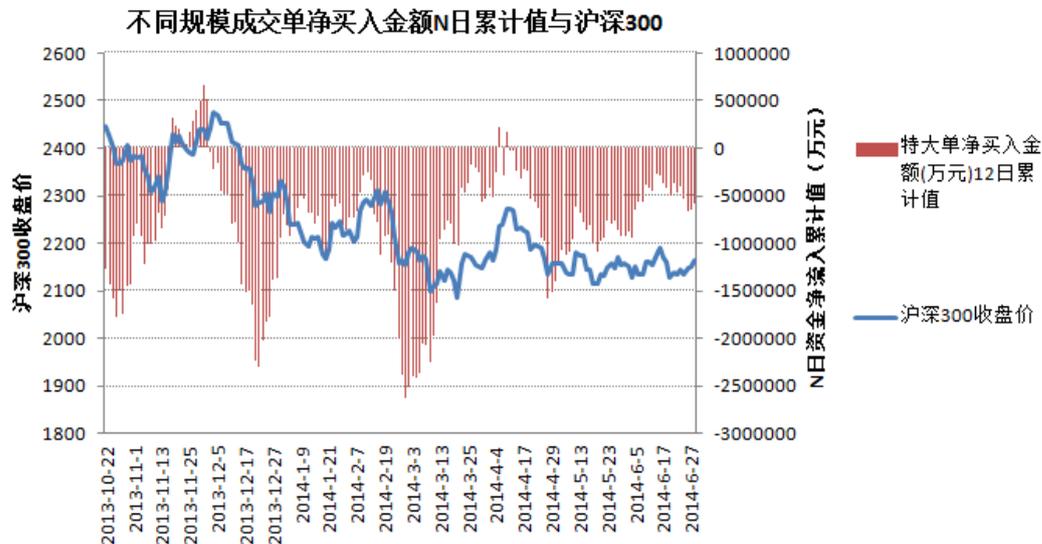
## 2.3. 不同级别成交单资金净流入分析

统计每天资金净流入是跟踪资金流向的主流研究方法,但目前的研究仅仅是局限于每天该指标的起伏,而没有从区间的角度进行跟踪分析。研究显示,区间内不同级别成交单资金净流入累计值与指数的高低点有着比较精准的对应关系,从而能够帮助我们判

断市场的状态。

图 2.3-1 是特大单净买入金额 12 日累计值与沪深 300 走势对比图，从该图可见，反映主力机构交易行为的特大单净买入金额 12 日累计值仍然呈现负值递增趋势，也就是说，主力机构还没有主动性建仓的行为，但大单打压的力度较前期几次下跌要弱，由此可以推导出这样的结论：底部正在构筑中，但短期内难以大涨。

图 2.3-1：特大单净买入金额 12 日累计值



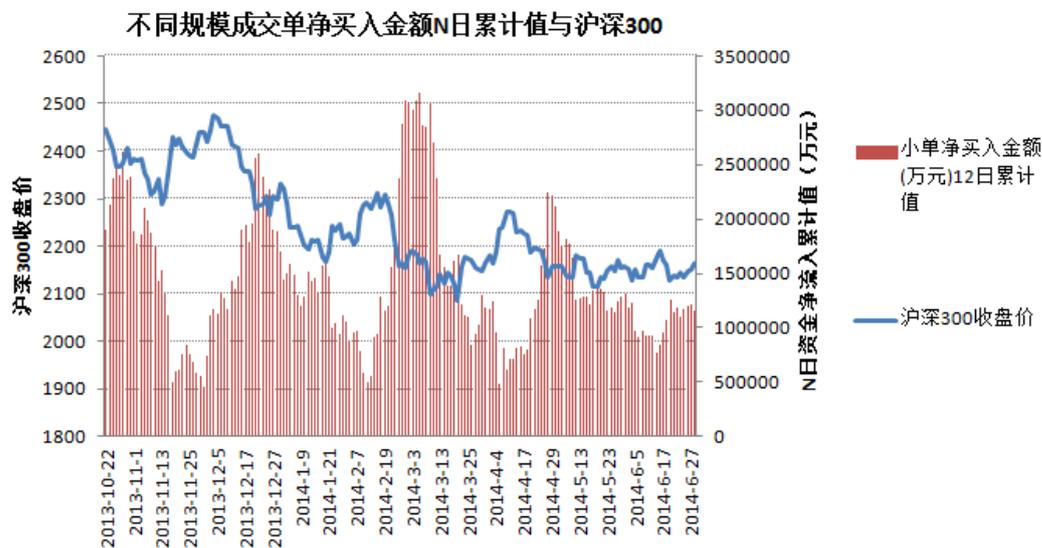
资料来源：wind & 南华研究

上述基于主力机构交易特征推导出的结论还要得到交易对手行为的印证，也就是要从散户的交易行为看是否能够推出同样的结论。

图 2.3-2 是小单净买入金额 12 日累计值与沪深 300 指数走势对比图。从该图可见，散户近期有抄底的行为，但抄底的力度前期同样指数价格水平时的力度，这显示散户抄底的信心不足，但该图也显示，散户在指数的高点附近入市不积极，也就是说，散户上当受骗的概率降低了，这对主力机构不是好事，因为他们要骗的就是散户，希望打压和拉抬的行为让散户上当，从而为实施自己的战略意图创造有利的市场环境。

综合分析可见，A 股市场目前确实在构筑底部，但还不是拉升的时间，耐心等待大单净买入金额 12 日累计值出现回升，或等待市场单日成交金额创出 1 年以来的天量，只有这两个信号出现后，才是形成中级上升趋势的序幕。

图 2.3-2: 小单净买入金额 12 日累计值



资料来源: wind & 南华研究

## 第3章 持仓分析

### 3.1. 拐点持仓分析

2014 上半年, A 股处于底部震荡期, 纵观 HS300 指数 K 线形态图可见, 走势形如“圆弧底”, 期间出现了几个震荡高点与低点, 而 3 月 21 日出现的低点处在圆弧底的底部, 可看做一个重要价格拐点, 称之为“拐点 A”。接下来, 我们将查看拐点 A 附近, 股指期货市场上多、空持仓发生了哪些变化, 从而引起了双方力量对比发生变化, 最终导致价格拐头。

为此, 针对股指期货主力合约, 我们首先计算了两个量化指标 Long 和 Short, 分别为持多单量排名前 N 家席位的多单占比与持空单量排名前 N 家席位的空单占比。其次, 以 Long 和 Short 为基础, 计算了两个多空力量对比的衡量指标 Netting 和 Ratio, 分别为 Short 与 Long 的差值和二者的比值。在获得这 4 组数据之后, 分别计算了它们与期指价格变动的相关系数, 详见下表。

表 3.1-1: 2014 上半年股指期货主力合约收盘价与 4 个衡量多空力量指标间的相关系数

	P to Netting	P to Ratio	P to Long	P to Short
N=1	-0.2863	-0.2822	0.0059	-0.3382
N=2	-0.2708	-0.2542	0.0314	-0.3149
N=3	-0.2378	-0.2171	0.0691	-0.2779
N=4	-0.1331	-0.1193	0.0515	-0.1527
N=5	-0.0520	-0.0535	0.0532	-0.0273
N=10	0.0512	0.0180	0.1500	0.2178

资料来源: 中金所 & 南华研究

上表显示, 反映市场多头力量的指标 Long 与期指价格波动基本不相关, 二者的相

关系数接近 0，不论 N 取何值（即不论 Long 计算的是持多排名靠前多少家席位的多单占比和），这组数值揭示出期指市场上，多头对于价格的影响力非常弱。反映市场空头力量的指标 Short 与期指价格波动存在较弱的负相关，N 取 1 时，即首家持空席位的空单占比变动与期指价格波动的负相关性最强，两者的相关系数为-0.3382。反映多空力量对比的两个指标 Netting、Ratio 与期指价格波动都有着微弱的负相关性，前者与期指价格间的负相关性稍强。

下面将查看拐点 A 附近，首家持空席位的空单占比变动情况。如下图显示，排除 1 月底 2 月初的“春节因素”，在拐点 A 附近，首家空头席位的市场占比处于非常低的水平，约为 0.13。

图 3.1-1：2014 上半年股指首家空头席位的持仓占比变动



资料来源：中金所 & 南华研究

拐点 A 附近，多空力量对比又有什么变化呢？我们观察下指标 Netting (N=2) 的变动图 3.1.2，可以看到，在拐点 A 的前几天，指标 Netting 触及了最低点并出现反转，反映出拐点前市场空头优势已降至极点，空方力量优势已近衰竭。

因而，总体来看，市场多空力量对比的变动有助于判断期指价格的拐点，投资者可以适当参考。

图 3.1-2: 2014 上半年股指多空前 2 家席位持仓力量差异的变动



资料来源: 中金所 & 南华研究

### 3.2. 调仓准确度分析

任一交易市场上, 价格涨跌均是多空双方合力推动的结果, 价格波动与各股分力不无关系, 若某几股分力能多次与合力方向一致, 则应为企业所重视。因此, 我们计算了股指期货市场上, 各席位多头 (或空头) 增减与下一日收盘涨跌一致 (或相反) 的概率, 称之为多头 (或空头) 调仓准确率——调仓准确率 Long (或 Short)。

下表列出了今年上半年股指头寸 (包含多头、空头、净头寸=多仓-空仓) 调仓准确率最高的 5 家席位。观察表中 3 列数值可见, 15 家席位相应的调仓准确率指标值均在 50% 之上; 海通期货席位多单增减与下一日期指收盘涨跌一致的概率最高, 达到 56%; 光大期货席位空头增减与下一日期指收盘涨跌方向相反的概率最高, 也达到了 56%; 从净头寸的变动来看, 永安期货的调仓准确率最高, 为 56%。

表 3.2-1: 2014 上半年席位多头、空头、净持仓调仓准确率靠前的几家席位。

调仓准确率 Long		调仓准确率 Short		调仓准确率 Net	
海通期货	56.0%	光大期货	56.0%	永安期货	56.0%
国泰君安	53.0%	国信期货	55.0%	国泰君安	55.0%
中信期货	53.0%	申银万国	54.0%	鲁证期货	53.0%
永安期货	51.0%	广发期货	53.0%	华泰长城	52.0%
华泰长城	51.0%	银河期货	53.0%	广发期货	52.0%

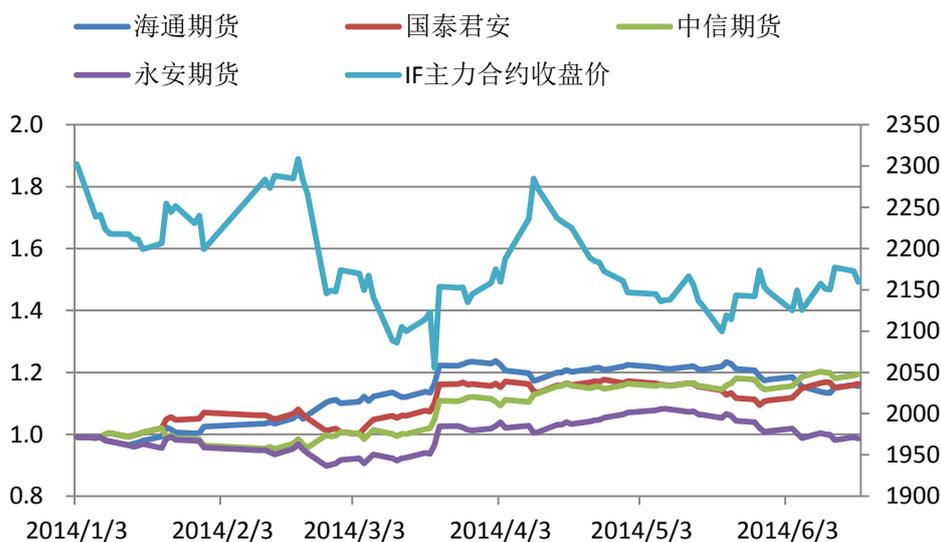
资料来源: 中金所 & 南华研究

无独有偶, 以上期货公司不仅在调仓准确率上位列前茅, 2013 年它们的股指成交份额也非常靠前, 华泰长城、海通期货、国泰君安占据了前三甲, 调仓准确率、市场份额均能拔尖与其过硬的股东背景不无关系。华泰证券是华泰长城的全资股东, 该公司旗下拥有南方基金、华泰柏瑞基金、华泰联合证券等企业, 同时该公司还是江苏银行的第二大股东, 华泰证券 2013 年的营业收入及净利润均排第 7, 其子公司华泰联合证券则分别位列第 54、第 52。海通期货的大股东为海通证券, 2013 年海通证券的营业收入、

净利润分别排第 2 和第 1。国泰君安期货是国泰君安证券的全资子公司，国泰君安证券 2013 年的营业收入、净利润排名均位列第三。

“抱大腿”思维方式在期货市场同样流行，不少投资者抱有这样一种投资思路：依据重要席位头寸变动来判定下一日的开仓方向。下面我们将通过回溯测试来检验这一投资方式的有效性。回测时假设，初始资金为 50 万，每天进行一手股指期货交易，手续费比例为 0.5%%，开仓方向依据所跟踪期货席位头寸上一日的变动而定。例如，跟踪海通期货席位多头（空头）时，当 T0 日收盘后海通期货所持多单相对 T-1 日增加（或空单减少），则在 T1 日开盘买入 1 手多单，当天收盘时卖出平仓。

图 3.2-1: 跟踪几家调仓准确率 Long 值高的多头席位进行回测的单位净值

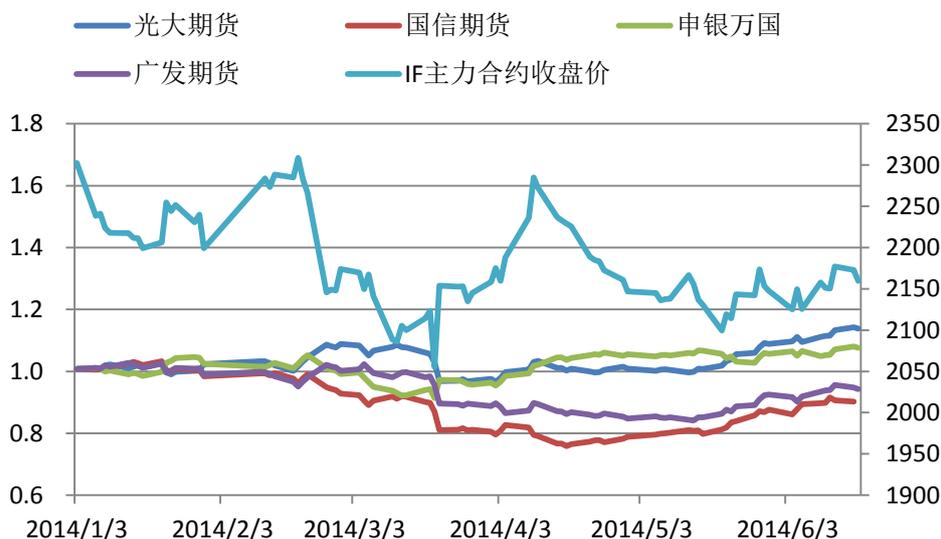


资料来源：中金所 & 南华研究

上图是跟踪海通期货、国泰君安、中信期货以及永安期货四家席位多头所进行的回溯测试收益曲线。从图形上来看，2014 上半年，跟踪海通、国泰君安、中信 3 家席位多头进行交易时能取得 15% 以上的收益，跟踪永安期货席位多头进行交易的收益并不理想，单位净值持续围绕 1 上下波动。值得注意的是在价格拐点 3 月 21 日前，以上四家席位多头均出现了增仓。

跟踪几家空头调仓准确率高的席位进行回测的收益情况如下图。观察该图可见，跟踪光大、国信、申银万国、广发 4 家席位空头进行交易的收益均不甚理想，单位净值长时间处在 1 附近或其下方。跟踪光大、申银万国席位空头时，回溯截止日期的单位净值虽在 1 之上，但前期处于 1 附近的波动时间过长。在价格拐点 3 月 21 日前一交易日，唯有申银万国一家席位减持了空仓，避免了隔日价格大幅上涨所带来的损失。

图 3.2-2: 跟踪几家调仓准确率 Short 值高的空头席位进行回测的单位净值变动



资料来源: 中金所 & 南华研究

拉长回溯测试时段, 深入测试跟踪海通、国泰君安、中信 3 家席位多头进行交易的收益情况。下图可见, 跟踪这几家席位多头达 1 年半之后, 回溯收益明显拉开, 跟踪国泰君安席位的回测收益最大, 超出 60%, 单位净值曲线的最大回撤也较小。

图 3.2-3: 2013 年初以来, 跟踪海通、国泰君安、中信 3 家席位多头回测交易的单位净值



资料来源: 中金所 & 南华研究

下表是针对跟踪国泰君安多头回测交易所做的绩效分析, 观察这些分析指标可见, 2013 年初以来, 50 万资金跟踪国泰君安席位的多单变动进行 1 手日内交易, 累计实现了 66.12% 的收益, 期间最高收益率为 67.45%, 年化收益为 45.91%, 最大回撤仅有 9.35%, Sharp 比率达到 2.52, 在 53.31% 的交易时段内有盈利, 收益曲线的年化波动率为 19%, 表现较 HS300 平稳。

表 3.2-2: 跟踪国泰君安席位多头交易策略的绩效表现。

	策略表现	沪深 300 表现
累计收益率	66.12%	-14.82%
年化收益率	45.91%	-10.29%
最高收益率	67.45%	9.46%
最大回撤	-9.35%	-24.82%
单日最大回撤	-3.22%	-6.56%
年化波动率	19.36%	23.34%
Sharp 比率	2.5257	-0.5207
胜率(日)	53.31%	44.49%

资料来源: 中金所 &amp; 南华研究

总而言之, 跟踪某个席位头寸变动进行买卖, 或是以某个席位的调仓作为量化模型交易方向的判断标准等交易思路都并非不可行, 选择所跟踪的席位是关键。

## 第4章 货币政策的影响

### 4.1. 利率走势预期

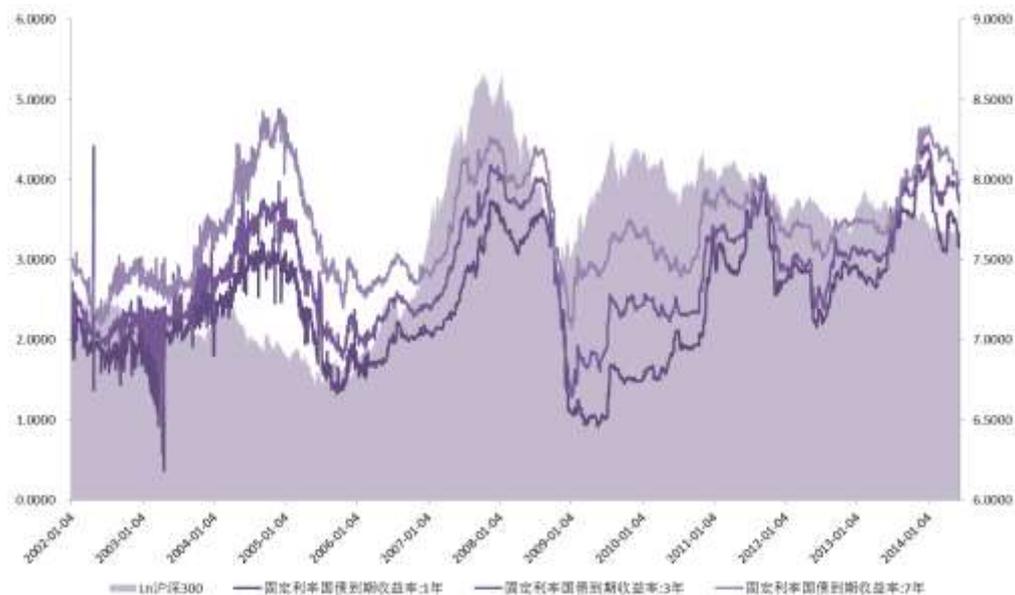
#### 4.11 指数与利率关系

股票的定价模型是指根据现值理论, 把股票将来各期的收入现金流按一定的贴现率, 折合成现值的价值模型。大多数市场人士认为, 模型中的收入现金流应是股息, 因为从投资者长期持有公司股票的角度看, 股息是其唯一的收入来源。由于我国股票市场开设较晚, 证券市场融资的目的远大于回赠股东, 投机理念盛行, 上市公司并无固定的派息比率及时间, 根据股息而定价的模型不适合国内。相对于股息定价模型, 贴现现金流模型运用收入的资本化定价方法来决定普通股票的内在价值, 按照收入的资本化定价方法, 任何资产的内在价值是由拥有这种资产的投资者在未来时期中所接受的现金流决定的, 也就是说, 一种资产的内在价值等于预期现金流的“贴现值”。

沪深 300 指数是由 300 家股票构成的, 而股票价值的计算方式之一-贴现现金流模型中, 在“贴现”系列定价模型中, 利率(资金成本)的大小与价值成反比。一般情况下, 融资成本越高, 投资要求的回报率就越高, 在资金紧张的情况下股市难以有大的起色; 同理, 当融资成本极低、资金泛滥的时候, 大量资金寻找能增值的品种, 房屋、股票、大宗商品、黄金等的价格就被抬高。一般情况下, 当时下融资成本过高时, 损害企业的盈利能力, 令股价难以上行。

但实际情况却往往不如此般。经济周期理论和投资时钟理论将经济划分为四个周期, 在衰退和过热阶段经济与通胀增减方向呈同向, 而复苏及滞胀阶段则呈反向。我们将国内利率走势(国债 1、3、7 年期利率)与沪深 300 指数走势进行对比, 同样发现利率与股票关系部分时期呈正相关, 而部分时期呈负相关, 符合周期理论的规律。

图 4.1-1 沪深 300 与 1、3、7 年期国债收益率走势 (2002.01~2014.06)



数据来源：WIND，南华研究

在股票估值的角度上，当企业利润增长速度高于融资成本增速时，股票的价值继续上行；而当利润的减速高于融资成本的减速时，即使企业借贷成本不断下降，由于业绩不理想，股票的价值也是继续往下滑。鉴于我国现状处于经济增速减缓（经济体实际产出低于潜在产出）及通胀下行的局面，我国仍处于非传统性的衰退阶段的可能性较大。在衰退走向复苏的过程中，其表现特征之一为社会融资成本持续降低。因此从经济规律的角度上分析，为了逆转经济增速下行的格局，政府通过货币政策及财政政策促使经济向上的可能性增大，中长期借贷利率水平将持续下降。

#### 4.1.2 货币信贷状况

基础货币增速回落，流通效率提高。5 月份数据显示 M0 水平处于今年以来最低位，而 M2 则略微回升，反映总体货币需求量在提高。一季度货币乘数上升至 4.22，货币流通效率增加，显示市场的活跃度有所提升及内生障碍有所减少。金融机构存款增长有所放缓，3 月份全部金融机构本外币各项存款余额为 112.2 万亿元，同比增长 11.5%，外币存款余额的增速高于人民币增速，国际收支账户得到改善。从人民币存款部分分布分析，住户存款和非金融企业存款增长放缓，而非存款类今日机构存款增长加快，主要受商业银行表外理财、发展较快的货币市场基金和证券及交易结算类金融机构、保险公司存款增加较多影响。

在贷款方面，一季度中长期贷款比重提高，住户贷款保持较快增长，但 30 大中房地产成交面积同比下滑严重，本年度交收面积同比一直处于负值，而一季度数据显示个人住房贷款比年初增加 4500 亿元，已连续 11 个月超过 20%，单纯的价格上涨难以解释数据背离现象。从期限看，中长期贷款比年初增长 1.8 万亿元，增量占比 58.2%，长期贷款增多表明企业认可经济发展前景，显示经济逐步靠稳的可能性增大。在人民币贷

出结构方面，主要贷出机构为中资全国性大型银行和中小型银行，大行新增额同比减少，而中小型银行贷出量有明显升势，小型农村金融机构则持续萎缩，但萎缩量减少，国家有可能投放给多资源定向给中小型银行和小型农村金融机构以支持小微企业及“三农”经济。

#### 4.1.3 央行货币政策操作分析

本年度央行货币政策坚持以稳健的货币政策为基调，不放松亦不收紧银根，必要时使用新的调控思路和方式，精准乏力，适时适度进行微调。央行目前的货币政策工具主要有：公开市场业务（正逆回购、央行票据、短期流动性条件工具、国库现金定存）、存款准备金、中央银行贷款（再贷款、再贴现）、利率政策和常备借贷便利。

相对于欧美央行以“价”操控经济为手段，中国央行操作方法更多的是侧重“量”，公开市场业务是其通过“量”控“价”来影响经济为主要手段。2013 年 6 月份资金市场的紧张状况令机构大受影响，融资利率过高引发平头寸出现困难。去年“钱荒”迫使央行祭出了 SLF、SLF 等创新法宝，通过私下定向注资大行解决市场上暂时性的流动性紧张。因此，我们预料在经济衰退期~复苏期这个阶段，或有债券、信托等产品违约引起暂时性的资金错期到位发生，但央行目前具有的工具已能应付短暂性的流动性紧张问题。

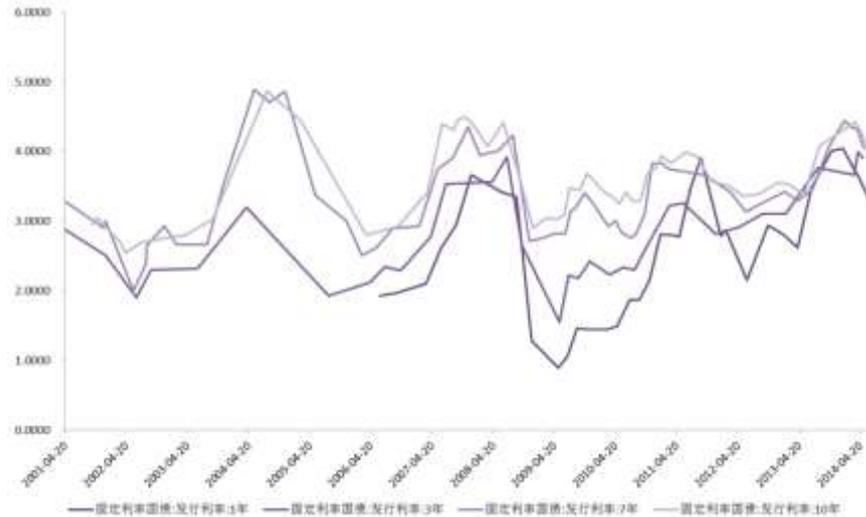
根据目前的公开市场操作方式，作央行已经拥有指导短期政策利率的工具。近期，央行希望通过创设新的基础投放工具——抵押补充贷款（PSL）来指导新的中期政策利率。这一工具最大的突破在于将商业银行贷款纳入用于基础货币投放的合格抵押品，摆脱再贷款的信用风险问题，创造一个新的低鬼基础货币投放渠道。在外汇占款减少、央票自然到期萎缩的背景下，可用于大规模基础货币投放的抵押品数量减少，而再抵押属于信用贷款，不需要抵押。在缺乏抵押品的情况下，无疑会将风险转移到央行身上。通过对商业银行贷款进行内部及外部评级纳入抵押品中，将为我国金融体系带来更大的稳定性，并埋入更大的系统性风险，即若非全面性、无可换回地风险爆发，一般的个性风险爆发危害程度将会降低。

#### 4.14 下半年利率走势预期

自 90 年中期发生恶性通胀引发发债利率升至双位数后，于 2000 年起我国国债发行利率基本上在 6% 以下徘徊。银行间债券市场 2001 年开始实施做市商制度，为中国培育了更市场化的债券市场，令债券市场得到了更好的发展。

2001 年至今的固定利率国债发行利率走势显示 13 年底及 14 年初的国债发行利率处于近 14 年来的高位平台。第一次高位横跨 04 年全年，对于 A 股市场绵绵不断的熊市；第二次高位从 07 年初徘徊至 08 年三季度，历经 A 股市场由大牛转大熊阶段；第三次高位处于 10 年~11 年的滞胀周期期间，但高位水平叫其余几个平台低；第四次发债利率高位平台位于 13 年底前后一个季度，目前对于 A 股属于一个很低的位置，反映的关系是融资成本越高，股市越难有起色。

图 4.1-2 中国固定利率国债发行利率 (2011~2014)



数据源：WIND，南华研究

鉴于年初时候国债发行利率高企，无论是中央还是地方政府抑或是民间企业都增加了负担，无风险利率高企，对于企业来说还要支付一个额外的风险溢价，对企业经营及利润率有极大的考验。二季度中国经济增长放缓程度有所加深，许多人将经济增速放缓归咎于房地产投资下降，但实际上资本支出方面显现出疲弱态势、企业借贷缩小是主要原因。

李总理外访英国时表示中国经济有信心达到 7.5% 的增长目标，并不会出现硬着陆。这一表态增加了市场对国内出台更多的刺激经济增长政策预期，央行一系列定向降准亦展示了迷你刺激陆续有来。国内面临的重大问题不是缺乏信贷增长，而是缺乏投资机会，令投资意图大为减少。在政府控制基建的步伐下，国内主要增长动力之一——基础设施建设投资减少了社会需求。目前央行所进行的定向降准打算将某些领域的资金成本降低，促使投资人发掘该方面潜在的机会，对经济发展产生正回馈。微刺激效果已经出现，6 月份汇丰制造业 PMI 初值明显上行，但仍存在就业下滑和利润下降的问题。中国已经成为全球第二经济体，就容量而言，在全球经济处于不明朗时期，以往单靠从外部吸血（对外贸易顺差）难以满足维持高增长的需要，提高社会生产力及效率成为破除中等收入陷阱的关键。就经济形势而言，降低生产成本、提高效率及发掘新需求更符合现状。由于本身存在较大的结构性问题，以来原有的生产关系破除层层障碍需要十分大的动能，相比之下“跨界”将原有的利益格局改变，从而形成新的经营模式和生产关系，例如电商的出现侵蚀商业零售的发展，压迫商业地产的利润空间。

对于下半年的利率走势，更多的是依赖于央行思路上的变化。1、为确保经济增速能达预期，财政上的微刺激及和货币上的定向宽松是十分有必要，因此受政策影响利率水平整体趋势下行的概率较大；2、利率市场化后金融机构争夺资金将短暂拉抬存款利率，但在最终影响全体金融机构利润率的情况下将顺应市场波动，在大方向下行的趋势下将出现反复震荡；3、改变经济结构非一朝一夕的事情，这一过程可能会较漫长，衰退期或会延续数月至一年半。

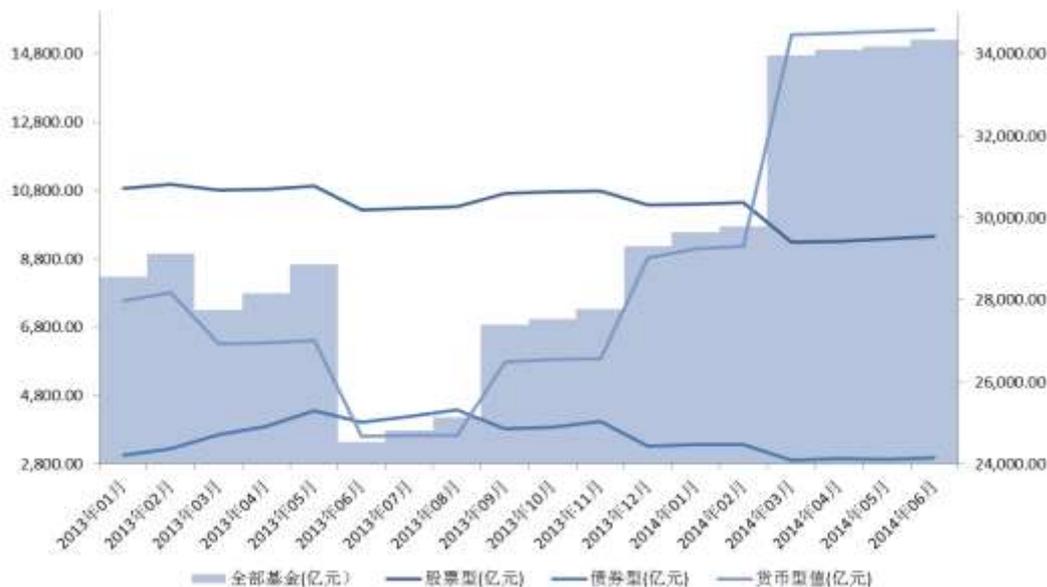
在经济周期未走出衰退期之前，利率突然升高代表市场上资金紧缺，或是对风险的担忧加大，此时无论股市抑或是债市都将受压。由于微刺激及定向宽松的政策陆续有来，资金或政策针对的并非整个大盘而是细分行业，受到持续定向刺激及宽松的行业将获得更多资金的流入，从而促使其回报超越整体过市场回报。

## 4.2. 大金融市场资金流向概述

资源聚集的地方上升的趋向性就越高，代表机会亦越多。价格是有供求关系决定的，主力资源所流向的方向，供给有限而需求不断增多，无论事物最终是否产生实质利润，在中段的持有者大多得到至少是账面价值上升的回报。经济本身存在周期，主力资金在不同区域的流走造就不同板块的繁荣。要把握价格的波动就要看清供求关系的变化，供求关系的直接表现是资金方向的变化。因此，能从资金游走方向上把握牛熊方向，对市场中长期趋势有更清晰的认识，亦能把握价格的运行规律。

按投资产品分类，有股票、债券、现金、固定资产以及另类投资等。我们以基金为代表，按照基金分类选取股票型基金、债券型基金和货币基金进行对比，发掘最近一年多来的资金走势。

图 4.2-1 国内基金规模走势（2013~2014）



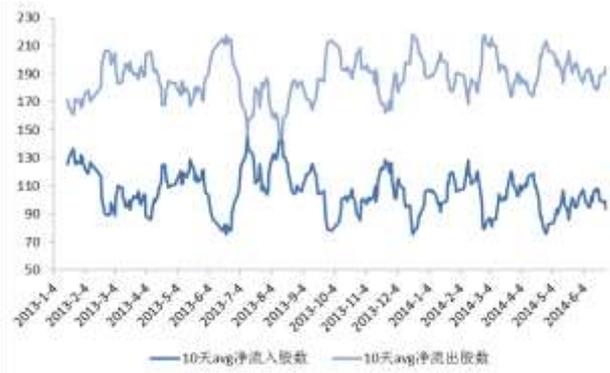
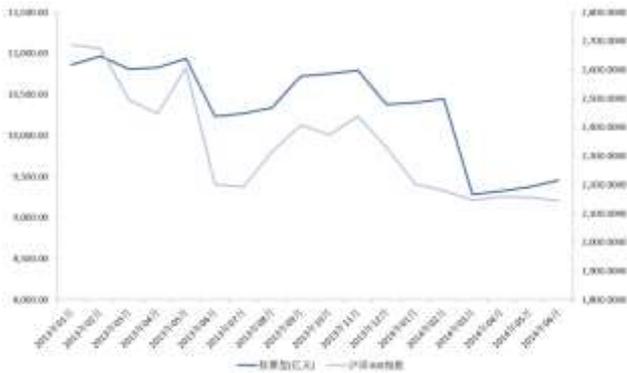
数据源：WIND，南华研究

从图 4.2-1 国内基金规模走势（2013~2014）中，我们可以看出自 13 年期，基金规模总体属于震荡上行格局。在 13 年 6 月份，由于市场上流动性突然紧缺，金融机构纷纷借入头寸应对流动性危机，基金公司被迫抛售股票、债券，回吐上半年利润，整个基金规模蒸发了约 4000 亿元。6 月份的融资利率疯狂引起了市场对货币基金的兴趣，风波平息后货币基金规模呈断层式上涨，目前货币基金规模已经是去年低点的 4.3 倍，无论是从基金规模或是货币基金规模，目前已经在这数量级的平台上处于瓶颈位已久，

极有可能处于规模高点。基金持债在去年 6~8 月间达到高点，之后趋势一直处于下行状态。由于去年 6 月份资金利率大幅上升，更兼各种“宝”吸引市场注意力，货币基金规模出现了明显扩张。在“钱荒”时期，由于流动性紧缺，债券出现较大折价，债券基金趁机吸纳扩充规模，13 年 6~8 月期间债券型基金规模呈现顶坡。随后债券到期收益率不断下降，债券价格出现明显的上升，债券型基金规模逐渐缩小。股票型基金规模则一直呈下行趋势，近期股市波动率下降亦减少主动管理的基金套利的机会，股票型基金整体处于萎靡不振的格局。

图 4.2.2 股票型基金规模与沪深 300 指数

图 4.2.3 资金流入股数与流出股数走势图



资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2.2 和图 4.2.3 表明，过去一年中，股票市场大部分时间处于弱势，股票市场的弱势导致股票基金进一步缩水。从资金流入股数与流出股数目走势得出，流出的股数明显多于资金流入的股数，因此，被动型指数的策略不适合用于看多策略。即使在 13 年 7~8 月间，资金流入的股市亦难以超越流出股数，表明整个证券市场处于中期看空趋势。就目前形势而言，市场处于一个摇摆不定的局面，货币基金规模面临瓶颈，而债券基金的规模平缓递减，股市资金大部分时间处于净流出，金融市场面临波动率不足的困境，需要新鲜血液注入。

根据分析的结论，我们认为市场改变的着力点在于“fresh blood”，需要密切关注受惠于负利率的欧洲资金及廉价的美、新、港资金。目前，RQFII 试点已经扩大到香港地区、伦敦、新加坡和法国，投资额度合计达 4800 亿元人民币。RQFII 目前额度使用率偏低，5 月 25 日使用率仅 29.52%，个别闲置超过 80%，未能有效支撑大市。IPO 重启对资金的吸纳能力强，若无源源不断的资金进入股市，大盘及沪深 300 指数难以有很大的升幅。

## 第5章 估值取向

回顾 2013 年 A 股市场走过的历程，我们发现，A 股市场有欢乐，有悲苦，更有无尽的无奈和希望。打开盘面我们就清晰的看到，大盘在去年的 2 月份冲高到 2444 点后开始震荡调整，最低下探到 1849 点，然后再反弹到 2270 点附近，随后一直维持震荡整理，虽然指数上下大幅波动，但是结构性行情一直贯穿全年走势，题材股、权重股等

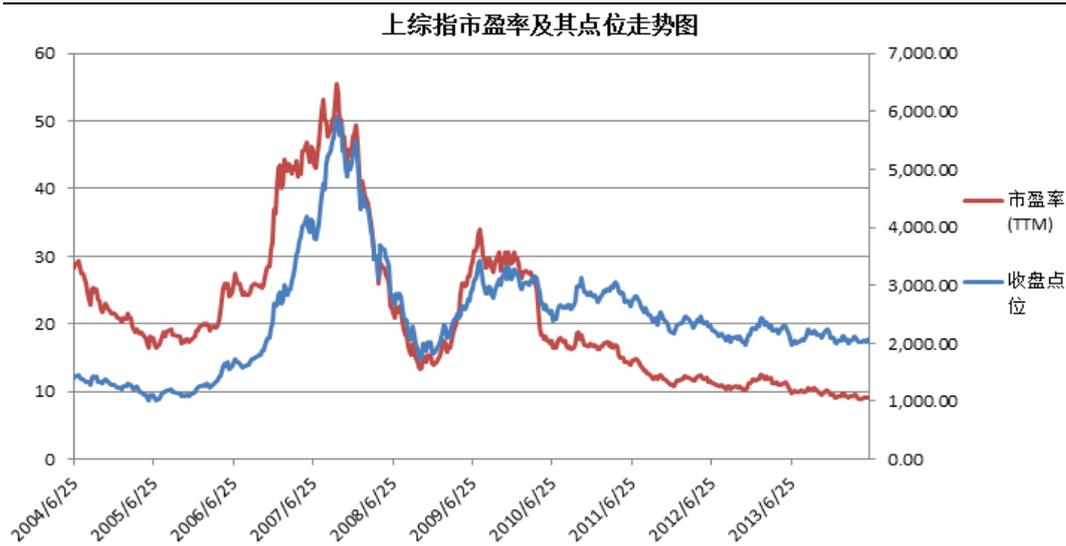
热点板块共同轮回演绎，新兴行业板块的估值泡沫和传统行业的估值抑制同时存在，估值体系整体的结构性变动较快，经典的、单向的价值定义的局限性凸显，值得我们进一步思考，而本文就在此基础上，通过分析过去一年来市场对估值偏好的资金操作，挖掘资金炒作动向。

## 5.1. 市盈率取向监控分析

市盈率是目前市场最流行的用以定义股票投资价值的动态指标，它是指在一个考察期(通常为 12 个月)内，股票的价格和每股收益的比值。投资者通常利用该比值估量某公司的投资价值，或者用该指标在不同公司股票之间进行比较，体现了价值投资派的投资理念。这里所说的价值投资者，主要是指看重安全边际、强调合理估值水平的投资者，包括强调合理估值水平的成长股投资。我也认同这类投资方法，但认为对投资价值的内涵可做进一步延伸性的理解，因为在 A 股市场，某些股票虽然具有一定的投资价值，是否买入持有，但还需要看时机。

回顾历史是为了更好的分析当前和未来的投资，我们获取了 2004 年以来的上综指指数及其市盈率(TTM)，做出如下图 5.1-1。

图 5.1-1 上综指市盈率与指数走势图



资料来源：Tinysoft&南华研究

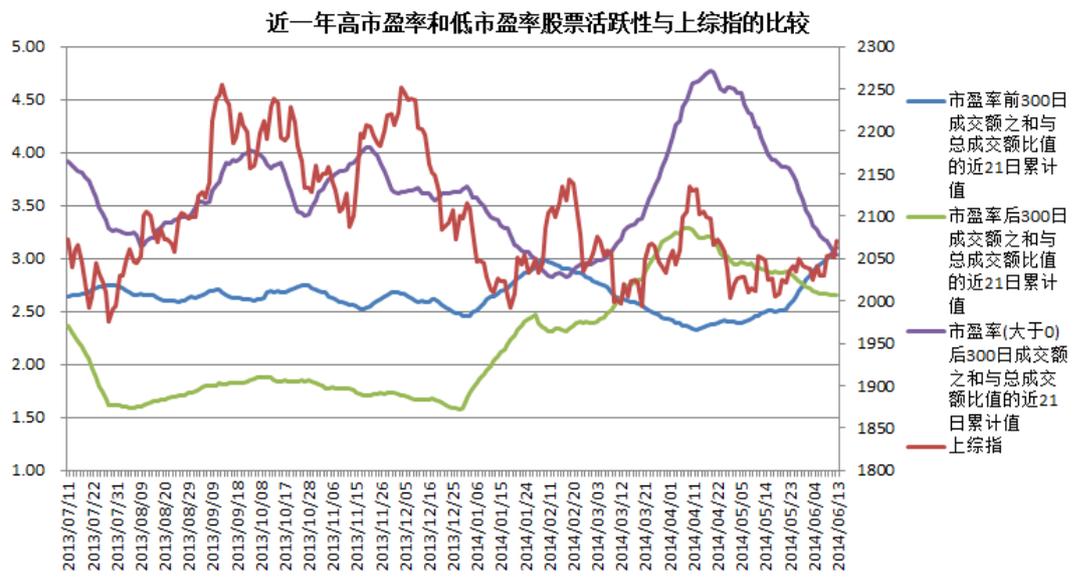
从图 5.1-1 中我们可以看出，目前 A 股的市盈率创历史新低，假如按市盈率的边界投资方式，说明目前 A 股非常便宜，具有非常好的投资价值，给长线投资者一个最简单而盈利的策略，就是现在买入股票或者指数 ETF，长期持有 3-5 年，预期未来会得到非常好的回报。

对于短期投机客来讲，更多的想在波段交易中获取最大的收益，所以通过市场不同阶段对行情估值的判断，并且结合媒体的广告舆论，轮流炒作不同估值阶段的股票，以达到诱敌深入、敌退我进、我进敌退的赚钱策略。

传统度量市场资金操作的活跃度指标很多，并且根据不同投资者的偏好会选择不同的度量方式，而本文选择将市盈率通过给定的模型转化后，计算资金炒作活跃度，以此来跟踪度量不同阶段市场的估值炒作风格。具体理念大致如下：首先将所选样本股票按市盈率降序排列，取前(后)N 名股票，然后计算其每天的成交金额之和，再与市场总成

交金额比值，得到一个百分比数值，最后计算该百分比数值的 21 日累计值。而对于 N 的取值，我们根据自然法则，全 A 股共 2510 个股票，取 300。基于以上的计算规则，我们将其与上综指进行叠加比较，如图 5.1-2、图 5.1-3、图 5.1-4。在这里还需要另外提出的是，因为数据源中存在市盈率小于 0 的情况，也就是对于亏损的企业也计算了其市盈率，所以低市盈率的股票组我们分成两个指标，一个只考虑市盈率大于零的情况，另外一个不考虑市盈率是否大于零。

图 5.1-2 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与上综指比较

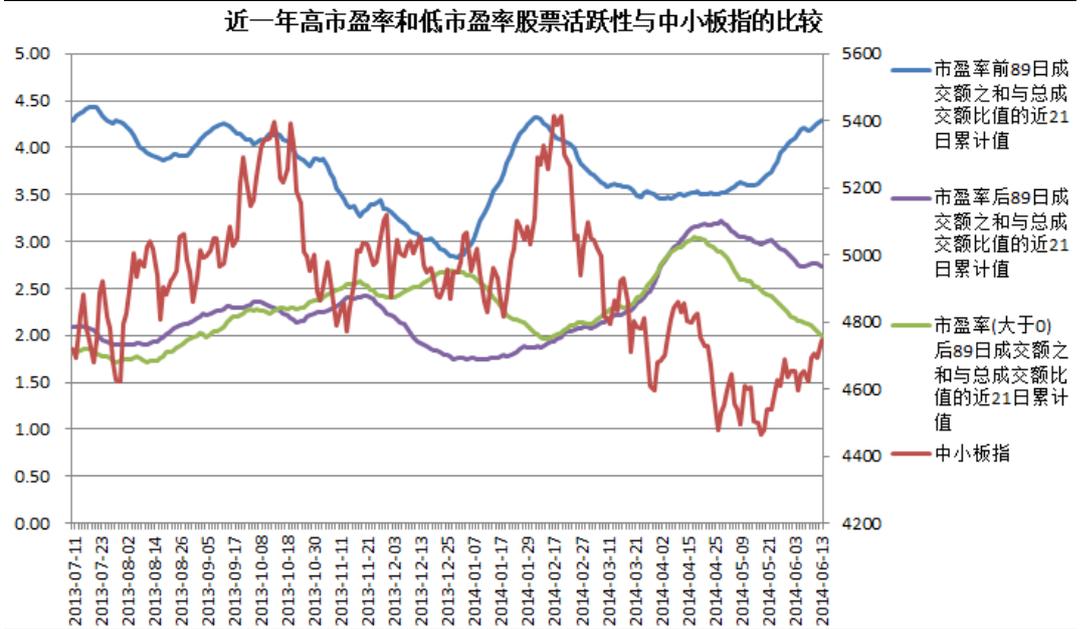


资料来源：Tinysoft&南华研究

从图 5.1-2 中我们可以看到，最近一年上证指数基本上在 2000 点至 2250 点之间震荡，整体上看，对于只能做多的 A 股市场赚钱效应非常差。但是我们还发现市场对于公司业绩较好并且估值较低的股票操作很大，如指标市盈率(大于 0)后 300 日成交额之和与总成交额比值的近 21 日累计值，该指标随着上综指上涨，其活跃度也上涨特别快，显示了其受资金炒作的热度，而对于高市盈率的股票，随着指数的波动，其活跃度相对比较稳定。

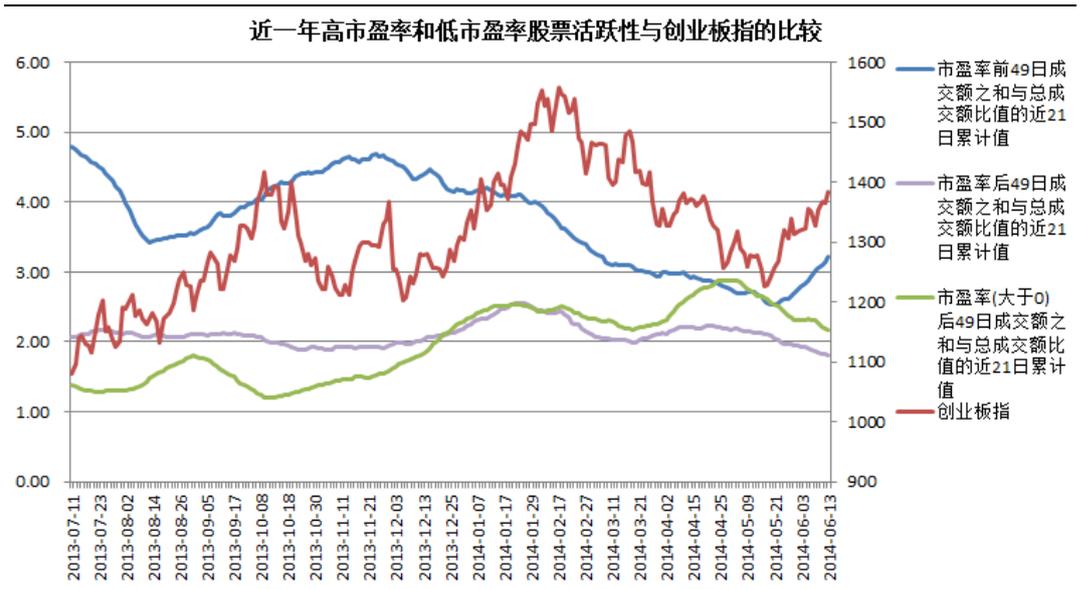
同样的模型理念，我们分别用在创业板指数和中小板指数上，如图 5.1-3、图 5.1-4，但是 N 的取值分别为创业板共 379 个股票，取 49，中小板共 718 股票，取 89。

图 5.1-3 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与创业板指比较



资料来源: Tinysoft&南华研究

图 5.1-4 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与中小板指比较



资料来源: Tinysoft&南华研究

从图 5.1-3、图 5.1-4 中我们可以看到,最近一年创业板指数曾经有一波持续时间较长的上涨行情,而中小板指数依旧维持在低位,这两个指数体现了两种不同的行情表现,但是我们惊讶的发现它们存在一个非常吻合的共同点,就是高市盈率的股票不断地被资金炒作,一直活跃的贯穿全年,而低市盈率股票则波动都相对很小,这样给我们体现的一种特征,对于小盘股,风险越大,收益也会越大。

综合上述上综指成分股、创业板指数成分股和中小板指数成分股的分析,对于结构性行情,传统的持有低估值股票策略是否行得通值得进一步思考。对于大盘股而言,买入低估值绩优股是一个不错的选择,并且要多关注小盘股中高市盈率的股票,因为资金

操作这种股票很多，获利机会很大。

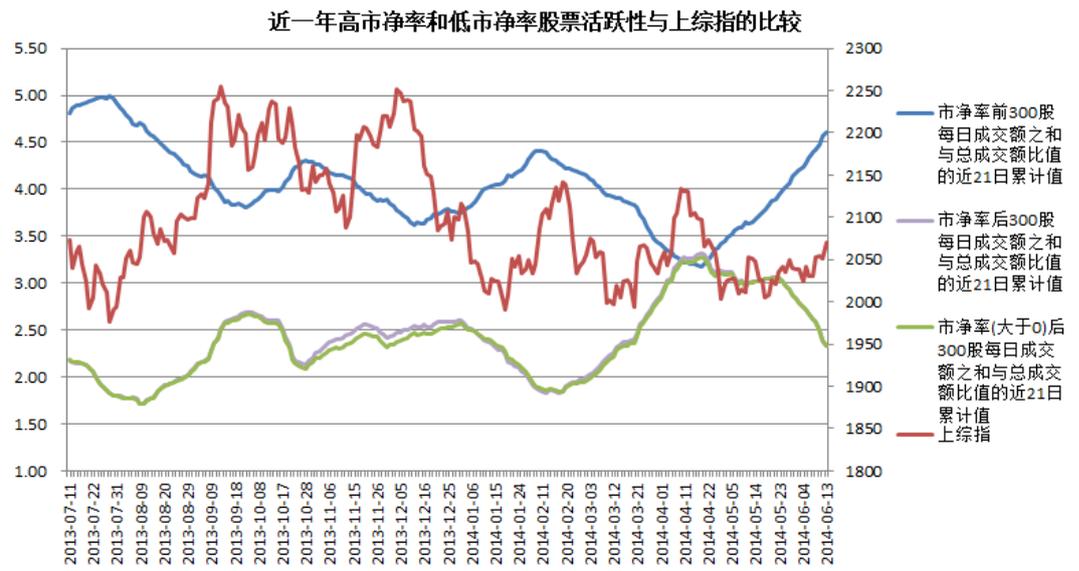
## 5.2. 市净率取向监控分析

市净率也是衡量公司价值的评判指标之一，其计算公司为股票市价/每股净资产。净资产就是公司资本金、资金公积金、资本公益金、法定公积金、任意公积金、未分配盈余等项目的合计，它代表全体股东共同享有的权益，是由股份公司经营状况决定的，经营业绩越好，其资产增值越快，股票净值就越高，而此时股东所拥有的权益也就越多。

公司净资产的高低是决定对应股票价格走向的主要依据。假如上市公司的每股内含净资产很高而每股市价较低，即市净率越低，理论上其投资价值较高，相反的，其投资价值较低。市净率能较好的反映出“有所付出，即有回报”，能够帮助投资者寻找哪个上市公司以较少的投入得到较高的产出，对于大的机构投资者，它能帮助其判别投资风险。

不过这里特别提出的是市净率不适用于股票短线炒作以提高获利能力，它只能用于投资分析，因为判断一家公司是否具有投资价值，何时达到最佳投资边界，还需要考虑当时的市场环境以及公司经营情况、盈利能力等因素。根据上一节通过市盈率衍生模型计算活跃度的思路，平移计算市净率，得到如下图 5.2-1、图 5.2-2、图 5.2-3。

图 5.2-1 近一年高市净率和低市净率股票活跃性与中小板指比较



资料来源：Tinysoft&南华研究

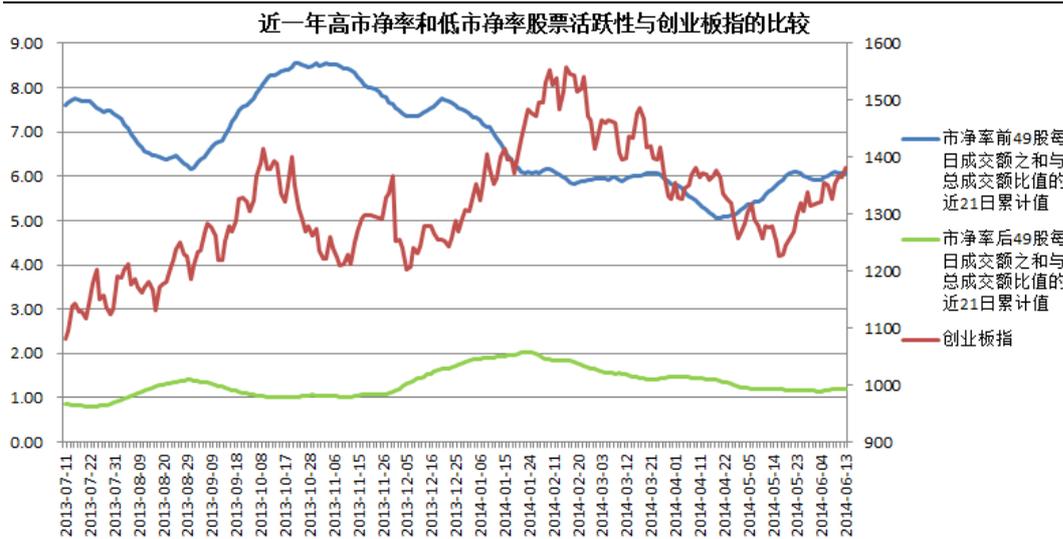
由图 5.2-1 中我们可以看出，对于全部 A 股而言，近一年市净率高的股票更获得资金的追捧，波动较大，从中获利机会更多一些，而低市净率的股票活跃度较低，赚钱效应没有那么明显。其实这种现象跟目前的经济环境是息息相关的，高市净率的股票比较活跃，是因为市场资金已经在炒作了，整体主力控盘度较高，形成了一种炒作活跃氛围，而没有大牛市的背景下，资金想全部出手很难，只靠不断的炒作同一股票从中获利，而对于市净率较低的股票，因为原本主力资金介入较少，套牢盘太多，那么未来想进去接盘的更少，所以导致其股票交易不活跃。同时我们也看到目前传统行业，比如金融、有色金属、煤炭等，破净资产的股票非常多，虽然理论上它们有非常好的投资价值，但是投资时点上还需要细化分析。

图 5.2-2 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与中小板指比较



资料来源: Tinysoft&amp;南华研究

图 5.2-3 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与创业板指比较



资料来源: Tinysoft&amp;南华研究

我们再从中小板、创业板成分股的角度来看, 即图 5.2-2、图 5.2-3 中所体现出来的, 我们可以看到, 对于小盘股而言, 最近一年来, 市净率高的股票受到资金追捧的力度比市净率较低的股票要高很多。可见, 在当前国内股票市场的运作规律, 具有较强投资价值的股票不一定是投资首选, 还需要考虑投资时点。

### 5.3. 市销率取向监控分析

市销率是用来衡量某一上市公司相对于其每股所产生销售收入的每股价格, 其计算公式就是为股票市价/每股销售额。在众多比率型价值评估指标中, 市销率是评价上市公司投资价值指标中使用不多, 但却是最管用的一个, 因为该指标跟公司的销售收入直接

相关，而公司的销售收入能够更清晰的反映上市公司的真实情况，利润可以用不同的折旧、存货、研究与开发、并购、重组、对外投资等会计处理方法进行调节，从而粉饰会计报表，这在我国的上市公司中是一种普遍现象，而销售收入受人为操纵的难度更大，相关会计准则可利用的空间较小，影响销售收入的因索不多，这样以销售收入为基础的市销率指标，更有利于让广大投资者了解上市公司实际的经营能力、发展能力和盈利能力。

一般来说，低市销率的股票显示出较强的市场表现，市销率越低，超额涨幅越大，但是与市净率类似，市销率也不适用于股票短线炒作以提高获利能力，它只能用于投资分析，因为我国的股票市场中市销率的内在结构差异巨大，市销率的业绩特征、规模特征、行业特征和风格特征十分明显，因此，在把市销率作为投资指标时，应该结合考虑各种因素对市销率的影响来分析股票的投资价值。

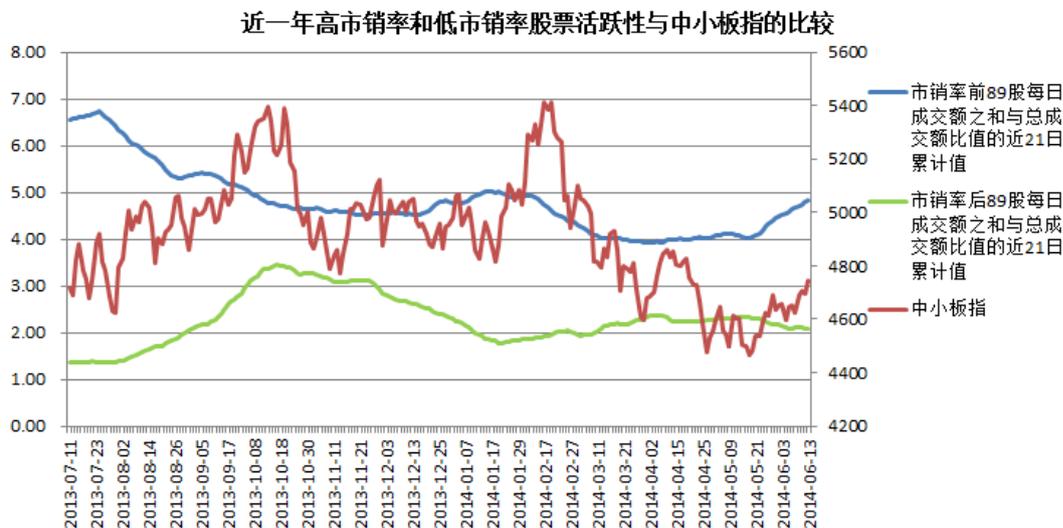
根据上一节通过市盈率衍生模型计算活跃度的思路，平移计算市销率，得到如下图 5.3-1、图 5.3-2、图 5.3-3 所示。

图 5.3-1 近一年高市销率和低市销率股票活跃性与上综指比较



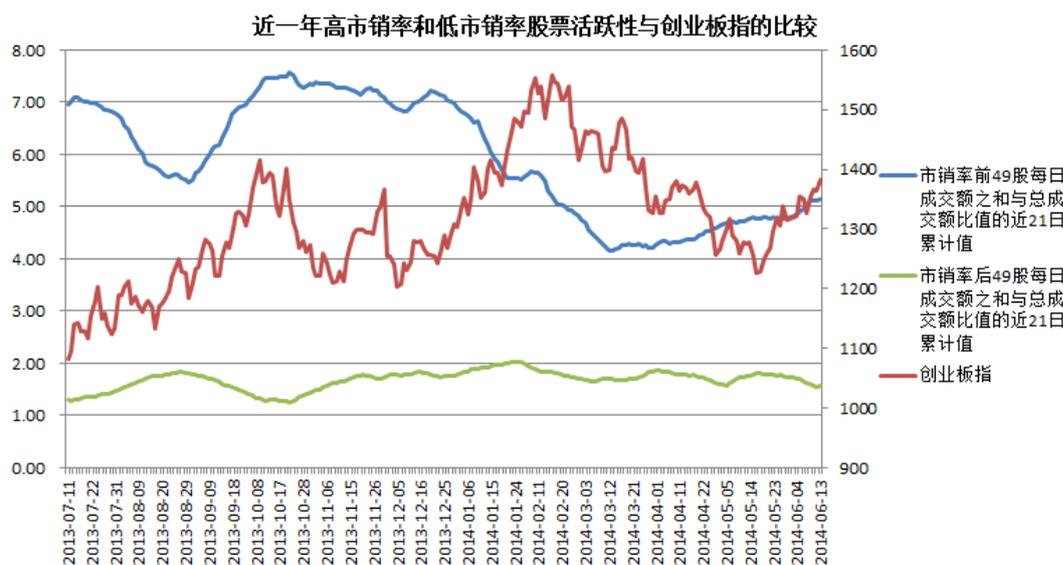
资料来源：TINYsoft&南华研究

图 5.3-2 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与中小板指比较



资料来源: Tinysoft&amp;南华研究

图 5.3-3 近一年高市盈率和低市盈率股票活跃性与创业板指比较



资料来源: Tinysoft&amp;南华研究

由图 5.3-1、图 5.3-2、图 5.3-3 所示, 我们可以看到, 对于整个 A 股市场来讲(无论是小盘股还是大盘股市场成分), 在过去一年的市场结构性行情表现, 高市销率长期受到资金的追捧, 体现出较高的活跃度, 随着指数趋势上涨, 高市销率股票活跃度越大, 趋势向下时活跃度趋势向下, 但是资金对市净率高、低板块的股票追捧并没有表现出精准的规律性, 也就验证了该指标不适合短线炒作的依旧, 但可以作为中长线投资分析的参考。

## 第6章 南华对冲分级 1 号运行概况

### 6.1. 策略简介

前海开源-光大银行-南华对冲分级 1 号（以下简称南华对冲分级 1 号）采用的是一种基于技术派技术理念及学院派财务概念进行 Alpha 二级筛选的择时套利策略。该策略创新地引入了二级筛选、技术与财务融合、客观择时等全新的套利策略元素，并在建立模型的过程中，提出了判断 Alpha 套利策略优劣的宏观指标和蝴蝶效应指标，基于这些创新指标的评判标准对模型的调试，奠定了模型适用性的坚守基础。研究显示，这种新的套利策略能够在比较大的概率水平上获得超越市场平均水平的 Alpha。

### 6.2. 产品发行概况

南华对冲分级 1 号成立于 2014 年 4 月 29 日，因通道方的原因，直到 5 月 13 日才能进行套利交易，也就是说产品的运行周期损失了半个月。该产品的要素主要包括：

- 1) 杠杆比例：4:1
- 2) 分级：优先保年化 7.4%，劣后承担风险，但享受优先提取收益后剩余收益的 80%，其余 20%由投顾提取。
- 3) 募集规模：5000 万，其中优先 4000 万，劣后 1000 万。
- 4) 清盘线：0.95
- 5) 产品运行周期：1 年
- 6) 投资范围：全 A 股和股指期货，选择可能具有 Alpha 的股票与股指期货对冲。

### 6.3. 产品运行最新概况

截止到 2014 年 6 月 27 日，账户总资产 50599234.01 元，净资产 50546833.40 元，净资产相对上期报告增加了 736867.39 元，产品净资产相对于发行成立时的 50001200.00 元，盈利 545633.40 元。

图 6.3-1 是基金投资管理系统资产信息查询窗口截图，图 6.3-2 是产品的收益率曲线，表 6.3-1 是产品主要指标的历史数据，其中期货持仓资金占比是期货占用保证金与期货账户权益之比。

图 6.3-1: 基金投资管理系统 2013 年版资产信息查阅窗口截图

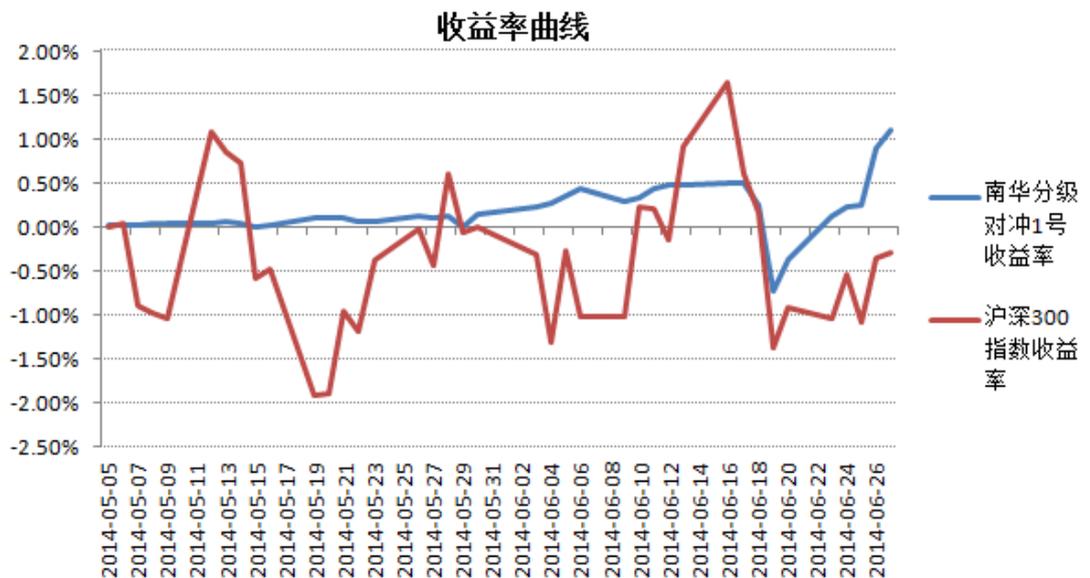
基金资产	基金持仓	组合资产	组合持仓	持仓汇总	项目资产	质押券	标准券												
业务日期	基金代码	基金名称		基金总资产	基金净资产	单位净值	单位净值涨跌 (%)	股票占净资产 (%)	存款净值										
		合计		50,599,234.01	50,546,833.40														

基金名称	前海开源-光大银行-1	资产	占净资产 (%)	占总资产 (%)	期初余额
基金总资产	50,599,234.01	股票	21,733,908.60	43.00	3,352,009.82
基金净资产	50,546,833.40	债券	0.00	0.00	1,000,000.00
基金前额	50,001,200.00	权证	0.00	0.00	73.33
单位净值	1.011	基金	0.00	0.00	0.00
上日单位净值	1.009	融资回购	0.00	0.00	4,351,936.49
单位净值涨跌 (%)	0.20	融券回购	19,200,000.00	37.98	-54,900.00
上日基金净资产	50,445,000.41	银行存款	0.00	0.00	4,297,036.49
累计单位净值	1.011	汇总	40,933,906.60		保证金
期初现金余额	8,733,772.20	流动性资产	-4,351,936.49	19.23	2,903,850.00
当前现金余额	6,814,856.35	国债类	0.00	0.00	0.00
应付累计	62,400.61	期初余额	5,381,762.38		0.00
应收累计	1,519.06	现金余额	5,386,769.86		0.00
上一日申购款	0.00	基础冻结	2,661,190.70		0.00
上一日赎回款	0.00	T0可用冻结	0.00		0.00
可用对账	4,098,765.65	T0指令可用	1,724,867.88		0.00
		T0交易可用	1,724,867.88		0.00
					可用
					1,393,186.49
					现金余额
					1,443,096.49
					多头价值
					0.00
					(-)空头价值
					19,389,000.00
					(-)轧差价值
					-19,389,000.00

资料来源：前海开源基金

图 6.3-2: 南华分级对冲 1 号收益率曲线图



资料来源：wind & 南华研究

表 6.3-1: 产品运行概况表 (资产及盈亏单位: 元, 注: 资产净值已经扣除当月的管理及托管费用)

日期	资产净值 (最新市值)	A 股市值	股指期 货对冲 比例	期货持 仓资金 占比	应付及已付费用			收益	
					管理人 累计报酬	累计 托管费	费用 之和	实现	实现及浮动 之和
2014-5-30	50073011.45	12052908.66	79.65%	52.93%	17542.94	8771.46	26314.40	112172.65	71811.45
2014-6-3	50119852.68	12829284.96	79.86%	55.46%	19189.21	9594.60	28783.81	113502.86	118652.68
2014-6-4	50142208.05	13590249.60	80.08%	56.07%	19738.47	9869.23	29607.70	115280.52	141008.05

2014-6-5	50174144.72	14478868.10	79.57%	62.88%	20287.97	10143.98	30431.95	119994.22	172944.72
2014-6-6	50217649.25	15164933.98	80.20%	63.51%	20837.82	10418.91	31256.73	123355.01	216449.25
2014-6-9	50142779.31	15644633.44	81.85%	66.59%	22488.82	11244.42	33733.24	123734.39	141579.31
2014-6-10	50169241.52	16696480.88	80.52%	75.49%	23038.33	11519.17	34557.50	126434.43	168041.52
2014-6-11	50220937.47	17515681.54	80.45%	78.62%	23588.13	11794.07	35382.20	134004.66	219737.47
2014-6-12	50242269.14	18290939.10	80.56%	59.71%	24138.50	12069.25	36207.75	138394.37	241069.14
2014-6-13	50243673.77	19471560.28	79.04%	66.28%	24689.10	12344.55	37033.65	141277.42	242473.77
2014-6-16	50250109.24	20601833.76	77.88%	55.61%	26340.96	13170.48	39511.44	144153.02	248909.24
2014-6-17	50252731.07	20458683.50	78.42%	53.46%	26891.65	13445.82	40337.47	150425.11	251531.07
2014-6-18	50126310.09	22079912.42	78.58%	56.63%	27442.36	13721.18	41163.54	148320.77	125110.09
2014-6-19	49635586.79	10255615.02	93.98%	29.31%	27991.69	13995.84	41987.53	-124100.76	-365613.21
2014-6-20	49809966.01	11092600.92	92.52%	64.12%	28535.64	14267.82	42803.46	-78532.01	-191233.99
2014-6-23	50061560.20	12670920.06	91.12%	70.74%	30173.30	15086.64	45259.94	-69384.38	60360.20
2014-6-24	50117442.74	14909311.48	90.33%	59.73%	30721.92	15360.95	46082.87	-65613.41	116242.74
2014-6-25	50125668.09	16986771.60	90.57%	66.93%	31271.15	15635.57	46906.72	-62940.93	124468.09
2014-6-26	50446020.43	19549271.90	88.59%	77.75%	31820.47	15910.23	47730.70	-58043.17	444820.43
2014-6-27	50548252.75	21733908.60	88.56%	67.54%	32373.30	16186.65	48559.95	-51799.81	547052.75

## 6.4. 产品策略效率评估：已平仓组合

为了评估产品的运行效率，我们对本产品运行以来建立的各个组合进行一览子对比分析，以便从总体上评估产品所采用的选股策略的效率，或者策略扑捉 Alpha 的效率。

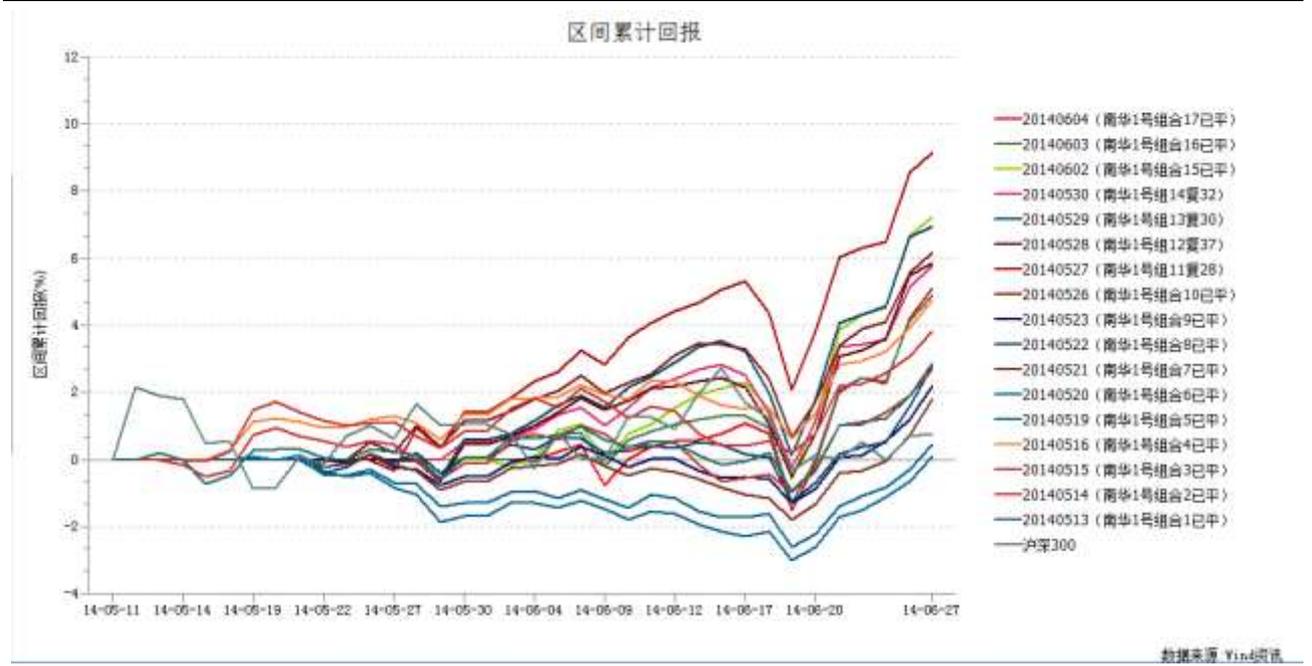
图 6.4-1 是产品运行以来所建立的第 1 至第 17 组合的收益率走势图（指股票和期货对冲后的套利收益率，以下类同），这 17 个组合都在前期或因评估系统给出负面评价而平仓，或因 6 月 19 日所出现风险，基于风控原因主动减持而平仓，其中组合名称括号前面的日期是建立组合的日期，组合名称中“复”后面的数字是后面建立的组合号，也就是基于评估系统给出正面评价，我们又近似复制了该组合，所谓近似复制是，在重新建立组合时，基于当日停牌或涨停因素而替换了少量股票（替换股票也是从原有组合的备用股票中选择的）。

从已经平仓的 17 个组合的收益率情况看，截止到 6 月 27 日，最高收益率达到 9%，最低收益率为零，从图中收益率的中值看，平均收益率约为 4%，即使按照两个月的周期计算，全年的收益率也有 24%，与我们实战产品前的模拟测试以及公开展示所获得的平均收益率 23% 接近，这说明产品的运行完全符合模拟测试的结果。

仅就这 17 个组合的情况看，即使在 6 月 19 日当日大跌的情况下，平均收益率也只是稍微亏损，对整个产品的风险冲击主要是第 18 组合后的组合收益率的大幅回撤导致的，这也说明，在 6 月 19 日的匆忙平仓减持中，我们没有仔细地评估各个组合的优劣，而是按照建仓的序号一组一组进行叠加形成一份总的平仓指令发送基金，导致第 11、12、13、14 较好的组合匆忙平掉。

这个运行漏洞在 6 月 19 日风险出现后已经补上，未来出现类似风险时，我们会根据系统的评估按照评估序号进行平仓。

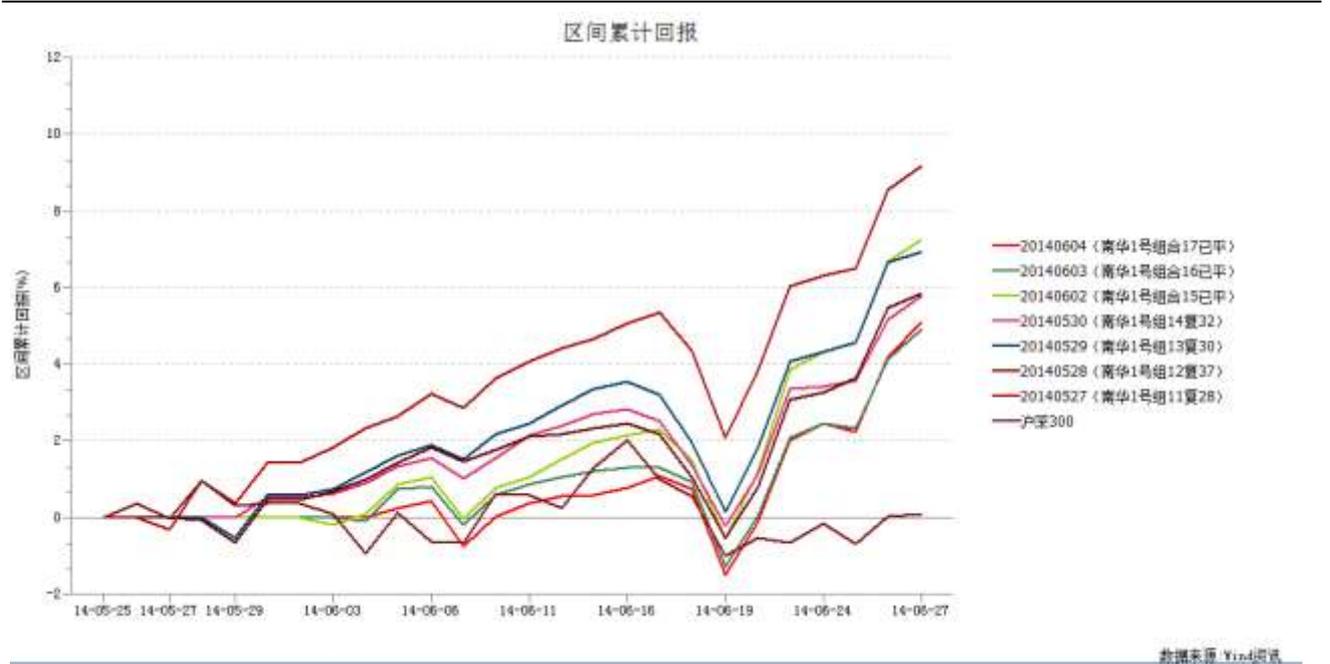
图 6.4-1：已经平仓的 17 组套利组合的收益率曲线对比



资料来源：wind & 南华研究

第 11-17 号组合均是比较好的组合，这 7 个组合自 2014 年 5 月 27 日第 11 组合建立后，截止到 6 月 27 日的收益率参见图 6.4-2。从该图可见，这 7 个组合的平仓收益率稍大于 6%，最长的运行周期为 1 个月，全年算术年化收益率约为 72%，收益率是相当高的，这说明策略是有效的，如果提高平仓效率，收益率还会有更好的表现。当然，如果对投资周期进行加权处理，这 7 个组合的理论收益率会更高。

图 6.4-2：已经补回或拟补回的 7 个组合的收益率

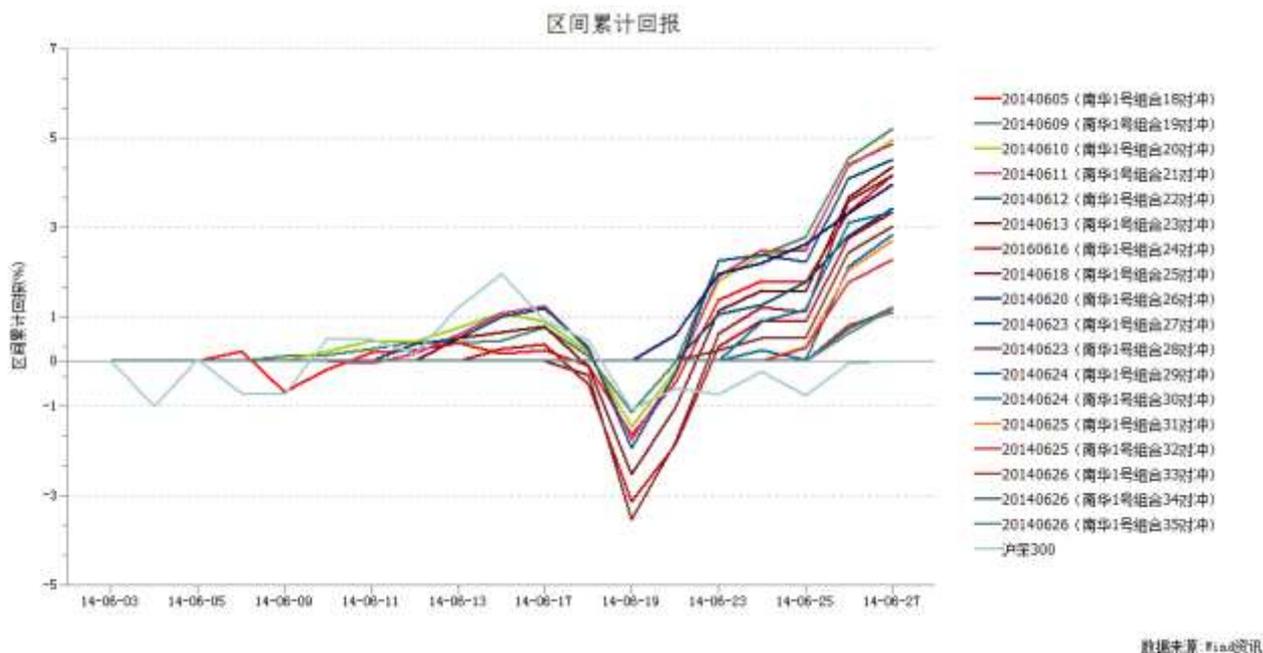


资料来源：wind & 南华研究

## 6.5. 产品策略效率评估：持仓组合

目前持有第 18 至第 38 号组合，其中 36-38 号组合是 6 月 27 日建仓的，时间太短不做分析，仅分析第 18 至第 35 号组合的收益率。这 18 个组合的收益率走势图参见图 6.5-1，不考虑投资周期的不同，这 18 个组合的平均收益率约为 3%，最早的建仓日期是 6 月 5 日，也就是说，保守估计，我们的 Alpha 策略的月收益率也有 3%，但同时我们也看到，平均的最大风险约为 1.5%。考虑到逐日建仓的影响，产品全年年化收益率预估约  $30\%=10\times 3\%$ 。

图 6.5-1：第 18 至 35 号套利组合的收益率曲线对比

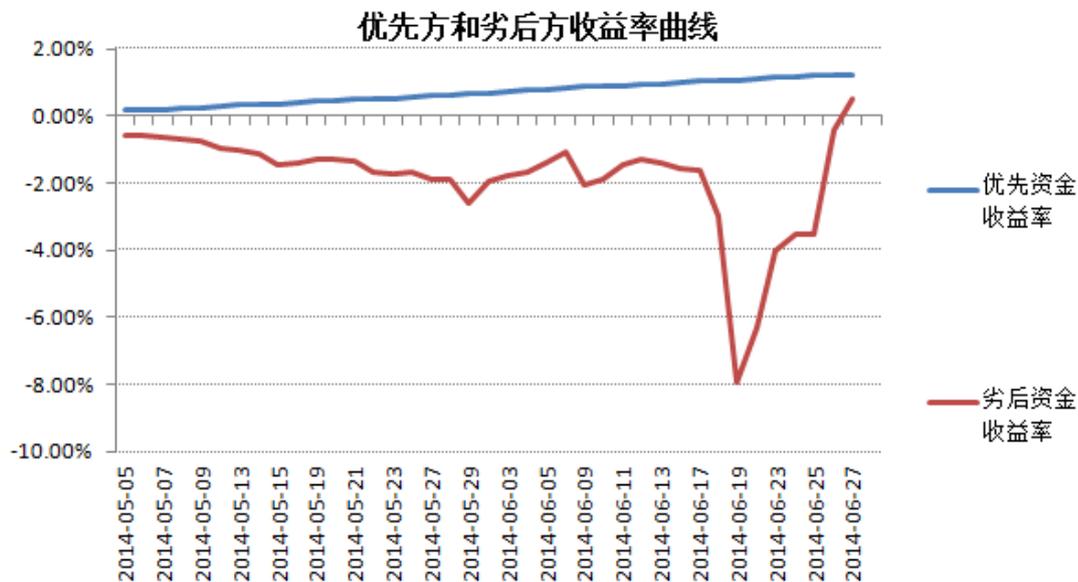


资料来源：wind & 南华研究

## 6.6. 优先和劣后收益对比

优先资金保年化 7.4% 的收益，其收益率曲线以直线递增，平均每天扣除 8109 元，平均每个交易日扣除 11353 元（考虑基金通道费及银行托管费，每天扣除 12504 元），劣后资金的收益率随产品收益率波动，如果产品每天的收益低于 12504 元，则劣后的收益率是递减的，只有每天的套利收益大于 12504 元，劣后的收益率才是递增的。

图 6.6-1：优先方和劣后方收益率走势对比



资料来源：wind & 南华研究

## 第7章 三季度市场展望

### 7.1. 沪深 300 指数三季度走势推演

基于市场波动率不断收窄的情况，我们预期三季度初期沪深 300 指数维持低位振荡的可能性较大，但 7 月底市场进入一个重要的时间之窗，多空力量有可能在此阶段展开决定未来半年走势的决战。

从自然法则的角度看，7 月初的关键压力位在 2177-2195 点之间，可能会经过反复拉锯争夺。形态上看，若 7 月初受阻 2177 点后下跌击穿 2119 点，则将在 7 月 24 日前后见到 2002 点并形成中级底部，反弹初期的关键压力位在 2129 点附近。

若 7 月初拉锯争夺，则将在 7 月 24 日前后瞬间下探 2118 点后拉起。反弹的初期目标在 2309 点附近。

若 7 月 24 日前后市场异动获得成交量的配合，则形成中级底部的可能性非常大。若反弹无量配合，则仍然会维持低位振荡拉锯的走势格局，等待下个时间窗口的到来。

图 7.1-1: 沪深 300 指数三季度走势推演



资料来源：南华研究

## 7.2. 股指期货投资策略

三季度股指期货的投资策略应维持高抛低吸的交易策略,但在放量拉升突破 2300 点后,应以做多趋势交易为主。操作上,若沪深 300 指数下跌到 2002 点附近,股指中线多头可以谨慎入场吸纳中线筹码。或者,市场再次出现暴跌走势,中线多头入场。

对于空头来说,在目前的低位区间,出现暴跌应及时套现,等待反弹到前期高点附近伺机沽空。若 7 月 24 日前后一天下跌到 2002 点,建议中线空头平仓。

**杭州总部**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

**嘉兴营业部**

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)  
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

**宁波营业部**

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)  
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

**郑州营业部**

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)  
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

**温州营业部**

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)  
 电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

**北京营业部**

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
 电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

**深圳营业部**

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

**萧山营业部**

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

**天津营业部**

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室  
 电话: 022-88371080; 88371089

**南华期货(香港)有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号  
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

**广州营业部**

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室  
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

**永康营业部**

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼  
 电话: 0579-89292768

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室  
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
 电话: 0592-2120370

**上海营业部**

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

**台州营业部**

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)  
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

**大连营业部**

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)  
 电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

**兰州营业部**

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)  
 电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

**成都营业部**

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)  
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

**绍兴营业部**

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室  
 电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

**慈溪营业部**

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室  
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

**青岛营业部**

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)  
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

**上海虹桥营业部**

上海虹桥路 663 号 3 楼  
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层  
 电话: 024-22566699

**芜湖营业部**

芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室  
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

**重庆营业部**

重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20  
 电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层  
 电话: 0351-2118016

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室  
 电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

**普宁营业部**

广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号  
 电话 0663-2663886

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)