

酝酿牛市！

摘要

- 反腐倡廉不仅影响着中国的政治生态，而且对中国经济的结构产生了深远的影响，统计显示，餐饮行业在反腐倡廉的影响下所出现的调整已经接近尾声，大众餐饮业的蓬勃发展，反映在三季度餐饮指数上，三季度餐饮指数相对二季度末上涨了 46.80%，排在本报告分析的 58 个指数的第 1 位。
- 统计显示，2013 年以来，银行板块和保险行业有大资金建仓的迹象，说明蓝筹行情的酝酿自 2013 年初已经开始，由此可以判断，7 月以来的牛市行情只是一波更大级别牛市的序幕。
- 从央行的实际操作中，我们可以看出在货币增速上升的二季度期间，央行在货币政策上执行的是不断展期的正回购，而一季度曾经实行的 SLO 二季度再无出现。三季度已知的数据显示货币增速回落，体现了货币政策中“收”的一面，对冲二季度的货币增速上升。与此同时，央行亦放出 5000 亿元 SLF，在压抑货币增速的期限内做暂时性反向对冲，消除月末大量新股申购引起的暂时性资金需求激增现象。
- 从各期限利率走势当中，我们可以发现期限长的国债到期收益率有下行的倾向，而期限过于短的国债到期收益率则有上行风险。
- 研究显示，市盈率降序排名前 300 和市盈率降序排名后 300 的股票活跃度成明显的负相关，上综指低位盘整的时候，高市盈率的股票活跃度非常强，也就是说明此时资金操作主要是那些市场题材股，活跃度较大的高风险高收益的股票，反而上综指大幅上涨的时候，低市盈率的股票活跃度大幅上升，而高市盈率股票刚好形成跷跷板，说明市场资金转换特别快，对高估值和低估值股票轮番炒作。

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

第 1 章	云开雾散.....	3
1.1.	三季度指数强弱分析	3
1.2.	政策动向综合分析	4
1.3.	市场交易热度分析	5
第 2 章	资金流向.....	9
2.1.	净流入金额与市场波动特征	9
2.2.	行业资金流向特点及解读	10
第 3 章	货币政策的影响.....	13
3.1.	利率走势预期	13
3.2.	大金融市场资金流向概述	14
第 4 章	估值取向.....	17
4.1.	市盈率取向监控分析	17
4.2.	市净率取向监控分析	20
4.3.	市销率取向监控分析	22
第 5 章	南华分级对冲 1 号运行概况	25
5.1.	策略简介.....	25
5.2.	产品发行概述	25
5.3.	产品运行情况	25
5.4.	优先、劣后及投顾收益.....	27
第 6 章	四季度投资策略.....	28
6.1.	沪深 300 指数走势推演	28
6.2.	股指期货投资策略	28

第1章 云开雾散

1.1. 三季度指数强弱解析

2014 年三季度，A 股市场压抑已久的做多能量终于释放，与 6 月底指数点位相比，上证指数 14.62%，深证综指上证 19.68%，A 股市场终于云开雾散，迎来一波较大的中级牛市，是否能够演化成为历史上令人记忆深刻的牛市，仍然需要进行观察，并需要得到基本面的支持。

从分类指数的角度看，三季度，餐饮指数异军突起，在我们统计分析的 59 只指数中涨幅位列第一，涨幅达到 46.80%，交运指数排名第二，石化指数排名第三，三季度涨幅分别为 45.38%和 38.47%。

餐饮指数的崛起，反映的是经济微观层面的好转，在反腐抑制了高端餐饮的市场后，大众餐饮的发展不仅弥补了高端餐饮萧条的负面影响，而且增速强劲，这说明经济转型及简政放权对经济的积极影响已经从宏观层面体现出来，并给微观层面民众的收入带来显著的增收效应，从而刺激了大众餐饮行业的发展。

与餐饮行业更多地是反映经济微观层面状态不同，交运行业更多地是反映经济的宏观层面的状态，与物流指数不同，交运指数主要反映的是客流方面的流动状态，三季度交运行业的股票受到市场的追捧，显然说明市场认同目前的经济政策并给与了积极的预期，其重要影响的背景是政府公务用车的大幅压缩以及相关用车需求的外包。

石油是工业的血液，石化指数的恢复性上涨，从一个侧面可以看出中国经济已经从经济转型的困境中走出，新的需求开始增长，从而拉动了石油类产品的需求，导致相关公司业绩的增长潜力得到放大，投资者开始给予石化类股票正面的评价。

与经济宏观面状态有密切关系的行业指数还有水电指数、化纤指数、批零指数，这类指数在三季度均有较好的表现。

近年来非常风光的文化产业因为反腐力度的加大和节俭风气的兴起而受到非常大的负面影响，财政出资组织大型文艺活动的情况大幅下降，导致组织这些活动的相关公司的业绩大幅萎缩，市场前景的黯淡导致投资者的远离。三季度，文化指数的涨幅仅有 4.04%，不到排名第一位餐饮指数的 10%，明显可见资金流入和流出的宏观状态。

类似的指数还有文教指数，三季度涨幅只有 5.69%，反腐抑制了教育行业资源的浪费（各种培训大幅减少、课外收费活动受到限制），相关公司的业绩受到非常大的负面影响，导致投资者的远离。与此关联的行业有印刷指数，三季度印刷指数的涨幅只有 7.65%。因为文教活动的萎缩，印刷需求量锐减，相关产品的需求也大幅下降，导致印刷行业整体的低迷。

综合分析，三季度各类指数的涨幅排名，基本上反映出经济结构的变化和趋势，反映经济活力的行业指数均有较好的表现，例如餐饮指数、交运指数、水电指数、批零指数、纺织指数、服装指数等，这说明市场投资者认同经济转型的效果。

表 1.1-1: 三季度涨幅前 20 名指数

序号	指数名称	20140630	20140926	三季度涨幅
1	餐饮指数	964.23	1415.49	46.80%
2	交运指数	1125.88	1636.83	45.38%
3	石化指数	830.54	1150.07	38.47%

4	综企指数	610.81	832.49	36.29%
5	水电指数	611.93	812.4	32.76%
6	化纤指数	1034.68	1336.42	29.16%
7	橡胶指数	1162.96	1496.72	28.70%
8	批零指数	1156.24	1478.77	27.89%
9	化学指数	979.41	1240.95	26.70%
10	中型综指	883.64	1118.27	26.55%
11	钢铁指数	814.47	1023.57	25.67%
12	仪表指数	1513.35	1900.33	25.57%
13	纺织指数	1028.24	1288.21	25.28%
14	农林指数	769.06	962.09	25.10%
15	服装指数	956.36	1196.04	25.06%
16	运输指数	875.3	1086.39	24.12%
17	有色指数	773.42	955.16	23.50%
18	通用指数	1273.45	1567.54	23.09%
19	地产指数	1217.05	1496.11	22.93%
20	矿物指数	956.18	1175.25	22.91%

资料来源：wind & 南华研究

1.2. 政策动向简析

● 政府购买服务

随着财政部《关于推进和完善服务项目政府采购有关问题的通知》的公布，政府购买服务工作已进入细化和完善阶段。分析受此项政策影响的行业，有助于分析 A 股市场板块强弱的变化动态，对 Alpha 套利策略的选股有较大的价值。

从 GPA（《政府采购协定》简称，WTO 法律框架下的协议之一）情况看，多数服务项目被列入出价清单，例外的并不多。GPA 列入开放范围的服务类别包括商务服务、通信、分销、教育、环境、金融、医疗和社会服务、旅游、运输、娱乐、文化和体育服务、其他服务等。以美国为例，作为例外的项目主要有所有的运输服务，包括发射服务；与政府设施或用于政府目的的私人所有设施，包括联邦资助的研发中心的管理与运营服务、公共设施服务、研究与开发。

就目前的情况看，政府采购的重点是用车服务的外包，因为习李新政以来的一个重要的政府行为是公务用车政策的调整，这将直接导致商务服务和运输需求的增长。

● 煤炭资源税将从价计征

2014 年 9 月 29 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定实施煤炭资源税改革，推进清费立税、减轻企业负担。按照国务院部署，从 2014 年 12 月 1 日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。资源税的这个重大调整，必将导致煤炭价格上涨，从而对能耗成本较大的商品具有利多的效应。

从商品期货市场的角度看，商品的价格主要由成本和供求关系所决定，因此，螺纹钢、线材等耗煤量较大的商品会有较大的成本推动上升空间，此外，由于煤炭价格的上涨导致钢

铁产业链对煤炭需求的减少倾向（因为螺纹限售会受到影响而减少），因此会导致螺纹钢的供应缓慢下降，从而影响螺纹钢的供求关系，对螺纹钢也有长期的利多影响。

从股票市场的角度看，股票的价格主要由盈利水平及增长潜力所决定，相关股价所受到的影响是复杂的，也许煤炭成本的上涨会导致企业的经营成本上升，但考虑到成本的上升与利润的增加并非是线性关系，也可能出现煤炭价格上涨，但用煤企业借助这个题材夸大成本上升的幅度，因而借此将商品的销售价格提高更大幅度，从而导致利润不降反升的情况。

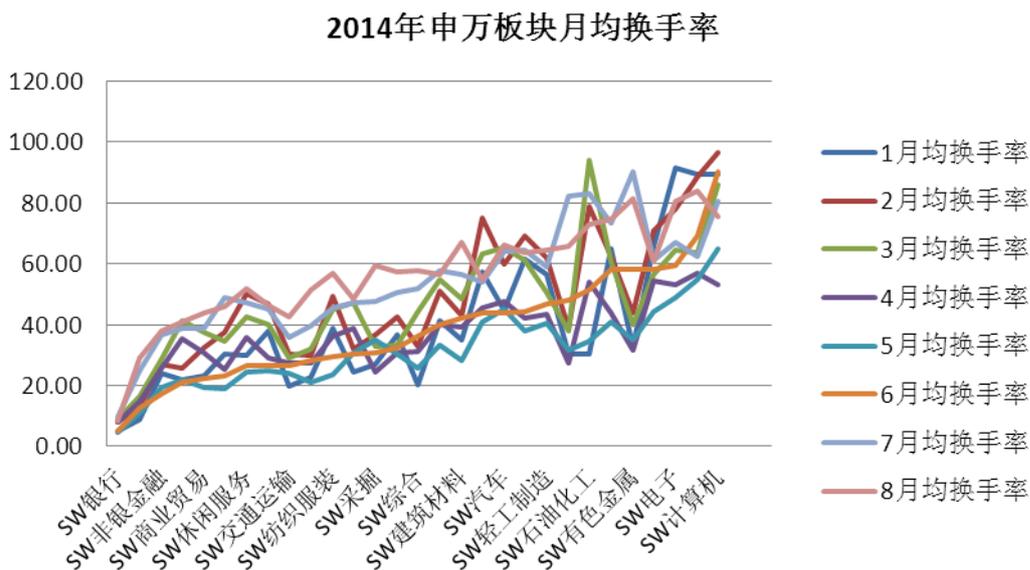
1.3. 市场交易热度分析

在 alpha 套利策略中，一般条件下，选股技巧是提高收益率的主要途径，通常都会选择涨幅相对大盘强势的股票为主，强势股票通常都比较活跃，换手率相对较高，所以用换手率和涨幅可以表示股票的活跃度，如果是某一板块整体比较活跃，便形成一个交易热点板块，而热点是经常在轮换的，所以如果在选股时，能踏准节奏，每次都抓住热点板块，则在套利策略中将会得到更好的收益。本文将根据换手率和股票的涨幅来研究热点板块的转换规律，板块分类以 Wind 申万分类为主。

月均换手率月均涨幅板块热度分析：

换手率统计用板块月均换手率，板块涨幅用月平均涨幅，因为均值可以看出整体走势，如果整体指标稍微好一点，其中特别活跃的股票的数量相对会多一些，这样据此选股会有针对性。申万各板块在 2014 年的月均换手率如下图 1.3-1：

图 1.3-1 2014 月均换手率图

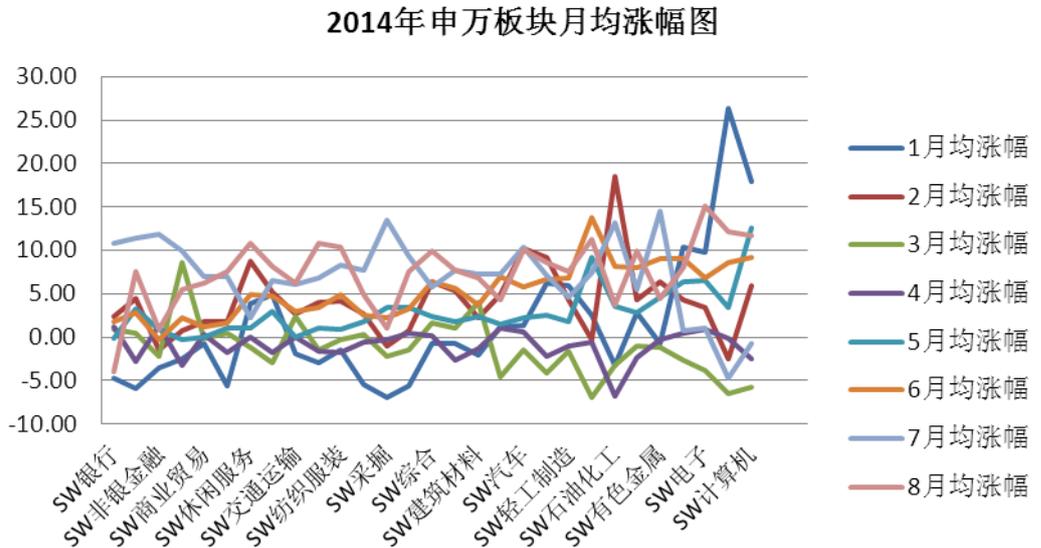


资料来源：wind&南华研究

从图可以看出，在横轴右段的石油化工，机械设备有色，通讯，电子传媒，计算机等板块 2014 年各月的平均换手率较高，而这些板块集中在创业板和中小板块。而横轴左端的银行，钢铁，金融，房地产等换手率最低，而这些板块都属于权重股。这也从前半年权重股涨幅小而中小板和创业板涨幅较大得到验证，所以整体来看，月均换手率可以基本标示板块的活跃程度。其中 5，6，7，8 月换手率基本匀速放大。

2014 年各板块月均涨幅如下图 1.3-2:

图 1.3-2 2014 月均涨幅图

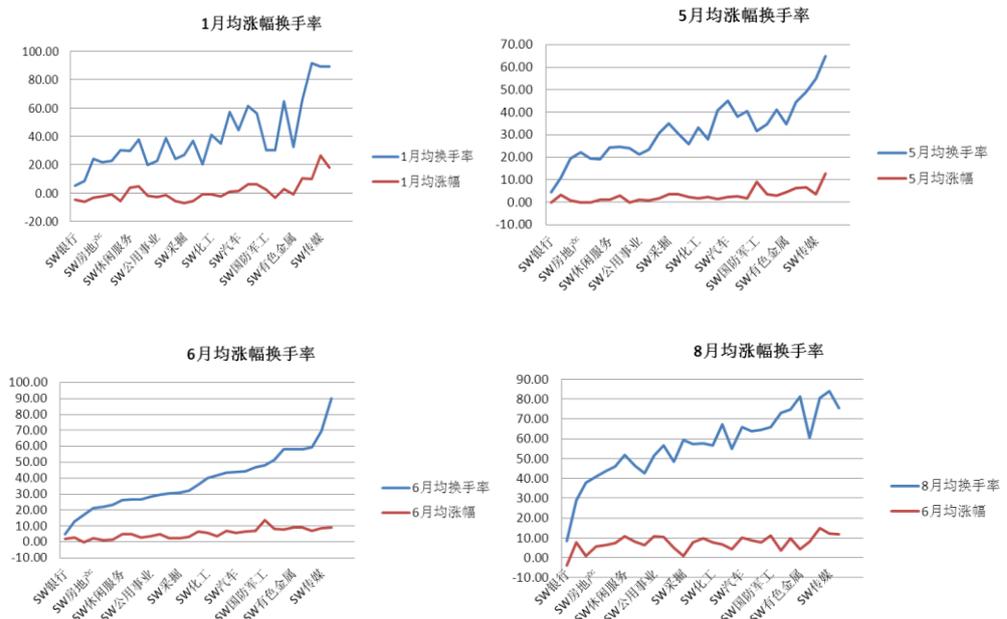


资料来源: wind&南华研究

从图 1.3-2 中可以看出横轴右段各板块的平均涨幅稍大, 平均涨幅最大超过 10%, 而左端平均最大涨幅较小, 在 5%左右, 因为是均值, 所以差别较小, 但如果在套利产品中配合选股策略, 缩小选股的范围, 效果会比较明显。其中 5, 6, 7, 8 月的平均涨幅稍大。从前图可知, 涨幅大的板块基本是换手率较大的板块。

下图 1.3-3 为 2014 年各月, 板块平均涨幅和平均换手率关系图:

图 1.3-3 2014 年月均换手率涨幅对比图

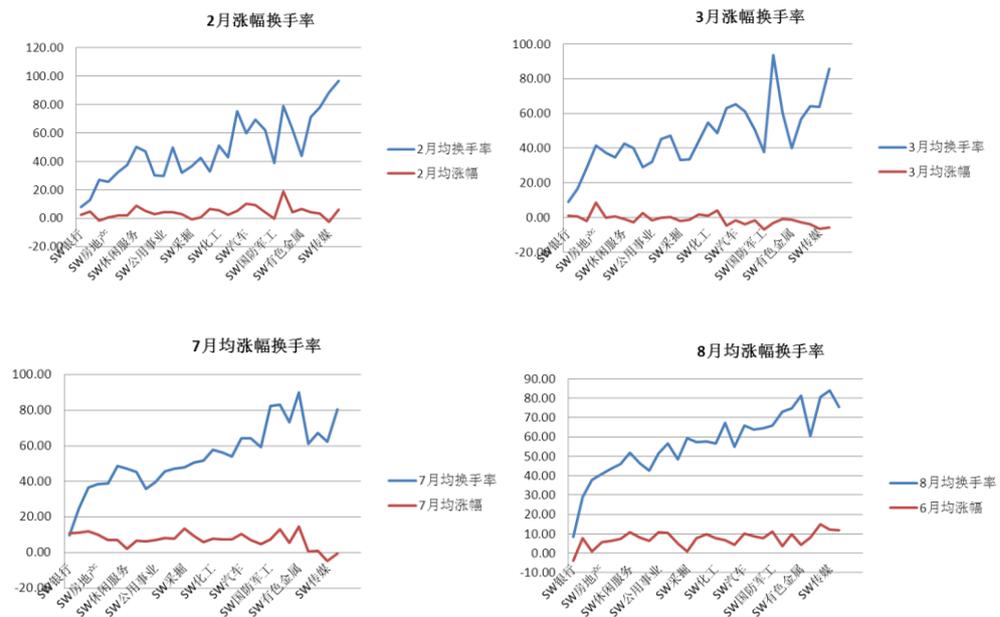


资料来源: wind&南华研究

从图 1.3-3 中可以看到，在相同时间段内，如果各板块间的换手率变化均匀，没有突然间的变大或者变小，则当月均换手率从 40%以下上升到 40%以上时，也就是说在一个月将内将近一半的流通股已经换手后，交易频繁度将加速上升，随之股票价格开始快速上涨，交易热度开始增加，一直会持续到月均换手率达到超过 80%，开始减弱，在这期间股价一直处于上涨阶段，股票交易十分活跃，有的板块平均涨幅超过 20%。目前来看，非银行金融，商业贸易，休闲服务等图中左侧的板块，月均换手率刚刚超过 40%，后市交投可能会开始趋于活跃，会涨幅较大，后市选股偏重这些板块可能效果较好。

下图 1.3-4 为 2014 年各月板块平均涨幅和平均换手率关系图：

图 1.3-4 2014 月均换手率涨幅对比图



资料来源：wind&南华研究

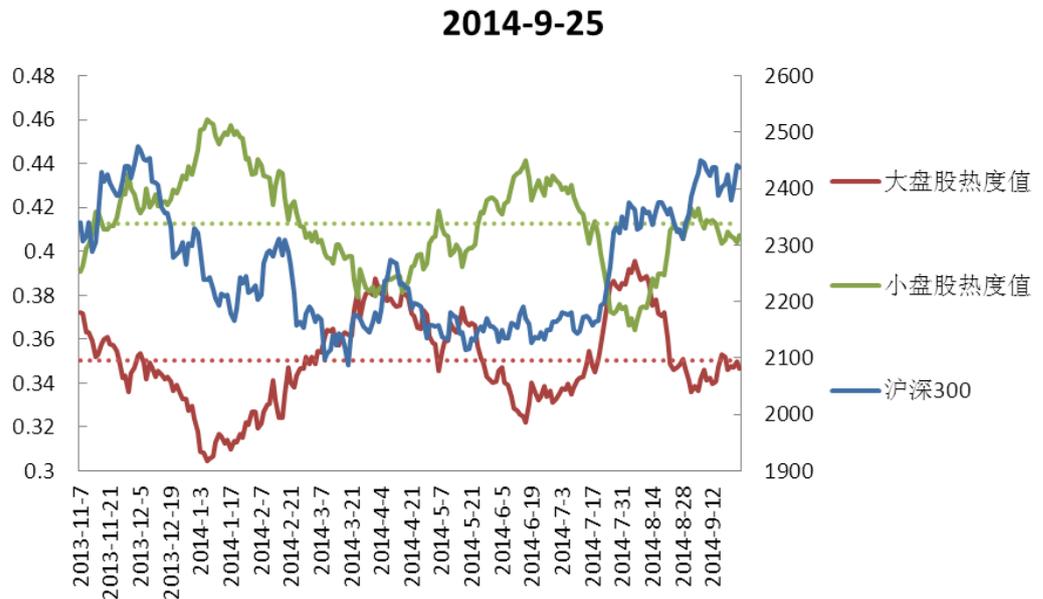
从上图 1.3-4 中可以看到当月均换手率超过 80%后，前期炙热的交易程度达到峰值，原来上涨的板块的涨幅将会开始出现回吐。相当于在一个月股票所有的流通股都换手一次，显然是由于前期交易出现狂热的过程中，有人可能在进行筹码的派发，等派发完成后，交易换手率回归到正常的 40%左右，而股价在这过程中回落到一个均衡状态，将再为下一次的狂热积蓄力量。从上图可以看出，目前计算机，有色，石油化工等板块月均换手超过 80%，应注意之后的回落。

板块月均换手率反映了板块股票交易的频繁程度，我们也从历史行情中看到，当板块的月均换手率从小增加到超 40%时，将会是一个临界点，此后该板块的交易程度将开始更加活跃，涨幅开始扩大，直到月均换手率超过 80%时，交易活跃度到达顶峰，板块的涨幅此后可能将会开始回落。这样这个指标可以作为一个选股的参考指标。

大小盘股热度分析：

由于 alpha 套利策略中，用股指进行对冲，而沪深 300 指数基本上是大盘股，如果市场存在结构性机会，即指数为代表的大盘股上涨幅度很小或者下跌，而中小盘股可能一直处于持续上涨之中，这样用分析大小盘股的走势情况，也就大小盘股的热度值，来选股和调整对冲比例，可以提高 alpha 套利策略收益。下图中大小盘股热度分析用《南华市场监测报告》中的定义模式和内容。下图 1.3-5 为大小盘股热度分析图

图 1.3-5 大小盘股热度分析



资料来源：wind&南华研究

从图 1.3-5 中的大小盘股热度值可以看出，在 2014 年 4 月 21 日开始，沪深 300 指数开始下跌，如果此时根据大小盘股热度值，选股尽量选择热度值较高的小盘股股票，同时卖出股指，便会出现股票盈利同时期货也盈利的最佳 alpha 套利策略模式；而从 2014 年 7 月 17 日开始，如果股票一直还持有小盘股股票，这时小盘股快速下跌，同时股指大幅上涨，就会出现股票和期货同时亏损的最差 alpha 套利策略模式。但是如果根据大小盘股热度值图，从 2014 年 7 月 17 日开始，如果股票选择热度值较高的大盘股的话，便会出现股票上涨，股指也上涨的模式，这样 alpha 套利策略将会避免大幅亏损，可能净值会基本保持不变。从以上两个例子可以看出，从大小盘股热度值的图中可以将套利策略的最佳模式和最差模式识别出来，以提高套利收益和避免资金的大幅回撤。

第2章 资金流向

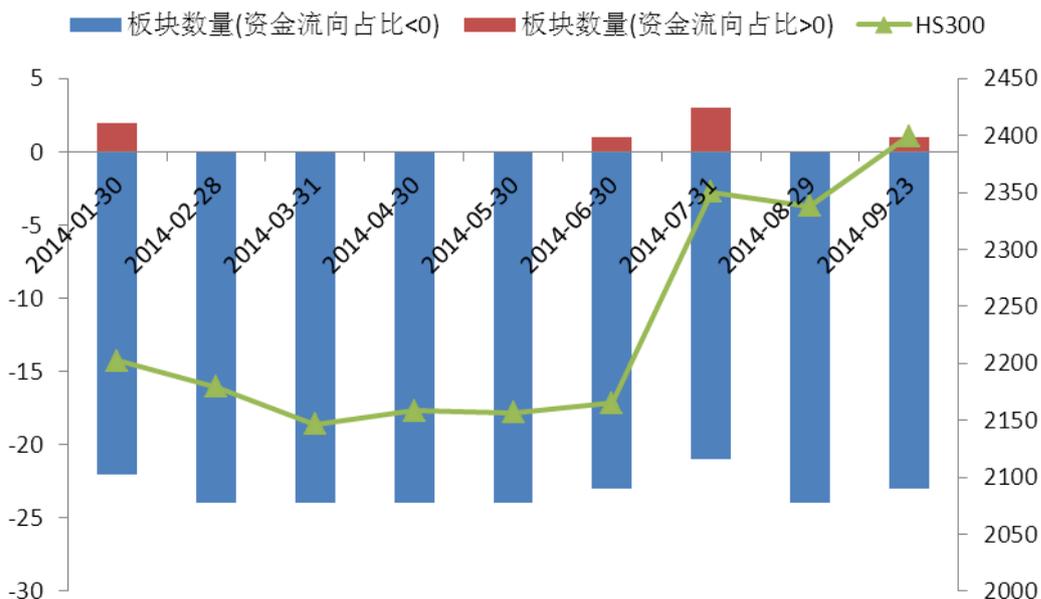
2.1. 净流入金额与市场波动特征

资金是证券市场的血液，资金流动与市场波动息息相关、互相照应。本文采用了“资金流向占比”这一指标来监测或反映 A 股市场的资金流动。针对个股，“资金流向占比”定义为某个周期内大单资金净流入量占流通股本的比率，大单资金净流入量为当周期大单资金流入股数与当周期大单资金流出股数的差值。对于某个板块，我们计算的是当周期内成分股净流入量加总与成分股流通股数加总二者的比值，称为整体法的资金流向占比，计算公式如下：

$$\text{资金流向占比(整体法)} = \frac{\sum \text{成分股} \cdot (\text{日}) \text{净流入量}}{\sum \text{成分股} \cdot \text{当日流通股数}}$$

数据提供商 WIND 资讯将 A 股所有股票划分到了不同等级的行业中，一级行业有 10 个，二级行业 24 个，三级行业 62 个，四级行业 135 个。本节我们查看了 2014 年初以来，24 个 WIND 二级行业板块各个月度的资金流动情况，称为“资金流动点值”，下图给出了各个月份资金流入/流出板块的数量。

图 2.1-1：2014 年 A 股市场资金流动点值与 HS300 指数波动图



资料来源：wind 资讯&南华研究

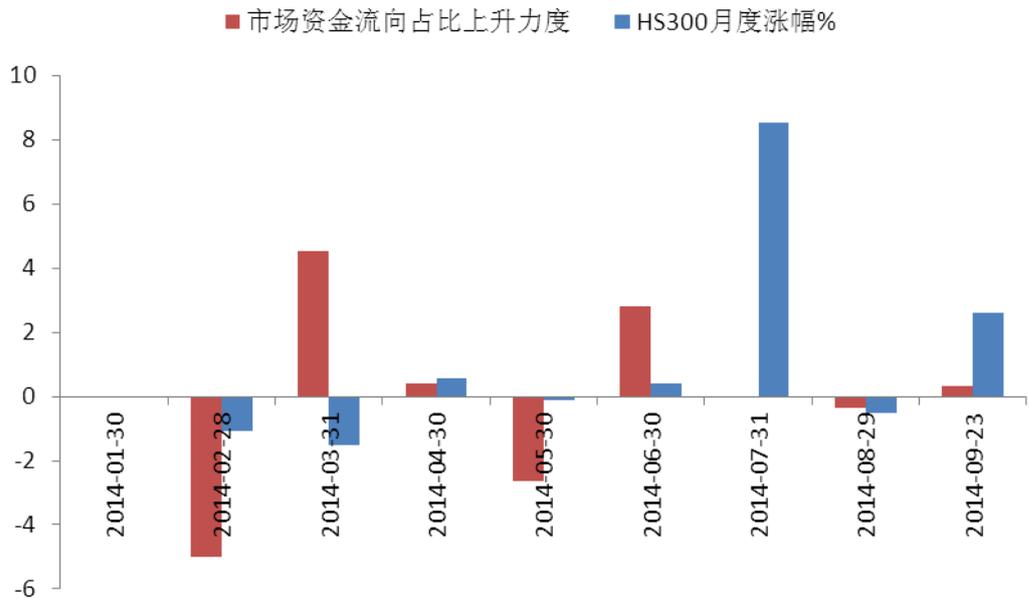
板块资金流向占比大于零，我们理解为有资金流入该板块，相反则理解为该板块资金在流出。上图显示，截止 9.23 日的前 9 个月份中，资金流入板块数量仅在 1、6、7 及 9 月份大于零，资金流出板块数量在 7 月份最低，但仍有 21 个；总体来看，资金流入板块数量增加的月份指数出现了上涨。

因而，板块资金流动点值与市场波动呈现出一定的同步性，下面我们将查看板块资金流

动的变动是否也与市场波动相称，或是先于市场波动，进而可以考虑通过查看资金净流入的速度来帮助研判未来市场的波动。板块资金净流入有两种变动状态，一种是加速，另一种则为减速，我们用“资金流向占比上升力度”来衡量整个 A 股市场资金净流入所处的状态，这一指标的定义如下：

$$\text{资金流向占比上升力度} = \frac{\sum \text{wind 二级行业} \cdot (\text{当期}) \text{资金流向占比增量}}{(\text{当期}) \text{资金流向占比增量大于零的 wind 二级行业个数}}$$

图 2.1-2：2014 年 A 股市场资金流向占比上升力度与 HS300 指数波动图



资料来源：wind 资讯&南华研究

上图显示，在 3 月份和 6 月份市场资金流向占比上升力度较强，说明在这期间股市资金净流出速度在放缓，随后的两个月份 HS300 指数出现了上涨；2 月份市场资金流向占比下降，3 月份指数便出现了下调。因而，以上分析可见，A 股资金净流入与市场的波动关系非常密切。

2.2. 行业资金流向特点及解读

为查看资金在各行业间的流动，本节依旧采用资金流向占比(整体法)这一指标来度量资金的净流入。下表统计的是 2013 年以来 24 个 wind 二级行业板块每个季度资金的净流入情况。

表 2.2-1：2013 年初以来各行业板块的季度资金流向占比(整体法)

wind 二级行业	资金流向占比(整体法)						
	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
WIND 能源 II	-0.36	-0.32	-0.22	-0.26	-0.26	-0.27	-0.53
WIND 材料 II	-1.98	-1.37	-1.20	-1.24	-1.39	-1.25	-2.22
WIND 资本货物	-2.02	-1.29	-1.42	-1.41	-1.54	-1.43	-1.71

WIND 商业和专业服务	-3.51	-2.37	-4.61	-4.80	-4.96	-2.17	-5.14
WIND 运输	-0.57	-0.67	-0.71	-0.79	-0.70	-0.88	-0.72
WIND 汽车与汽车零部件	-1.30	-1.43	-1.17	-1.12	-1.49	-1.24	-2.03
WIND 耐用消费品与服装	-0.84	-1.79	-1.65	-1.77	-1.87	-1.83	-1.97
WIND 消费者服务 II	-3.16	-1.10	-0.43	-2.07	-0.93	-0.95	-2.10
WIND 媒体 II	-2.59	-1.32	-3.73	-6.43	-2.61	-2.46	-5.08
WIND 零售业	-2.77	-1.19	-0.85	-3.08	-2.41	-1.56	-2.34
WIND 食品与主要用品零售 II	-3.27	-1.17	-0.72	-2.34	-1.61	-1.84	-2.15
WIND 食品、饮料与烟草	-2.97	-1.71	-1.26	-2.70	-2.05	-1.21	-1.46
WIND 家庭与个人用品	-4.37	-3.23	-2.46	-2.64	-3.22	-1.27	-1.71
WIND 医疗保健设备与服务	-1.07	-1.61	-1.07	-1.95	-1.60	-1.62	-2.52
WIND 制药、生物科技与生命科学	-1.88	-2.87	-1.69	-2.67	-2.47	-1.50	-2.73
WIND 银行	-0.15	-0.04	-0.04	-0.13	-0.08	-0.08	-0.09
WIND 多元金融	-2.65	-2.26	-1.44	-1.80	-2.37	-1.38	-1.03
WIND 保险 II	-0.50	-0.42	-0.04	-0.02	-0.16	-0.04	-0.17
WIND 房地产	-2.35	-0.95	-1.43	-1.33	-0.90	-1.30	-1.23
WIND 软件与服务	-2.58	-2.73	-4.21	-4.76	-3.35	-3.57	-5.46
WIND 技术硬件与设备	-2.11	-2.24	-2.51	-2.58	-3.05	-2.13	-3.74
WIND 半导体与半导体生产设备	-3.52	-2.09	-4.25	-3.40	-3.80	-2.32	-5.01
WIND 电信服务 II	-0.94	-0.82	-1.79	-2.17	-1.55	-0.24	-0.80
WIND 公用事业 II	-0.80	-1.45	-1.09	-1.05	-1.10	-0.90	-0.50

资料来源：wind 资讯&南华研究

观察上表可见，2013 年至今的多个季度，每个行业的资金流向占比指标值均低于零，反映出最近两年股市各行业板块的资金均在持续流出；其中，银行板块在这 7 个季度中资金净流出幅度持续保持着较低水平，其次是保险行业，自 2013 年 3 季度以来该行业板块的资金净流出量一直处于相对低位，再有 2014 年 2 季度电信服务行业的资金净流出速度明显下降。商业和专业服务该行业板块股票资金在多个季度出现了大量净流出，媒体、软件与服务两个行业板块同时在 2013 年 4 季度和今年 3 季度出现大量资金净流出，今年 3 季度资金净流出力度较明显的另一个行业是半导体与半导体生产设备。

表 2.2-2: 各行业板块的月度资金流向占比(整体法)

wind 二级行业	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
WIND 能源 II	-0.08	-0.93	-0.12	-0.10	-0.67	-0.10	-0.07	-0.26	-0.17
WIND 材料 II	-0.49	-4.36	-0.50	-0.53	-2.97	-0.33	-0.39	-1.05	-0.76
WIND 资本货物	-0.44	-4.36	-0.62	-0.66	-2.63	-0.38	-0.30	-0.89	-0.56
WIND 商业和专业服务	-1.46	-12.96	-2.28	-1.26	-7.89	-0.24	-2.05	-2.14	-1.16
WIND 运输	-0.23	-2.10	-0.20	-0.40	-1.22	-0.23	-0.10	-0.35	-0.24
WIND 汽车与汽车零部件	-0.42	-4.47	-0.71	-0.50	-2.90	-0.33	-0.44	-0.93	-0.69
WIND 耐用消费品与服装	-0.45	-5.49	-0.87	-0.81	-3.18	-0.47	-0.60	-0.82	-0.55
WIND 消费者服务 II	-0.09	-3.44	-0.36	-0.62	-1.92	-0.29	-0.64	-0.85	-0.44
WIND 媒体 II	0.24	-11.17	-1.44	-1.00	-7.48	-0.98	-1.92	-1.82	-1.51
WIND 零售业	-0.58	-5.86	-1.09	-0.78	-3.31	-0.53	-0.43	-0.87	-1.03

WIND 食品与主要用品零售 II	-0.17	-6.44	-0.69	-0.46	-4.40	-0.94	-0.47	-0.88	-0.83
WIND 食品、饮料与烟草	-0.77	-4.04	-0.61	-0.52	-2.22	-0.36	-0.28	-0.69	-0.49
WIND 家庭与个人用品	-1.02	-5.10	-1.55	-0.75	-2.14	-0.72	-0.80	-0.46	-0.40
WIND 医疗保健设备与服务	-0.45	-5.69	-0.81	-0.96	-3.64	-0.42	-0.87	-1.04	-0.61
WIND 制药、生物科技与生命科学	-0.73	-6.35	-1.14	-0.84	-3.68	-0.43	-0.69	-1.23	-0.79
WIND 银行	-0.04	-0.21	-0.03	-0.02	-0.14	-0.03	0.01	-0.09	0.00
WIND 多元金融	-0.59	-4.47	-0.55	-0.27	-2.44	-0.53	0.32	-1.03	-0.39
WIND 保险 II	-0.09	-0.30	-0.05	-0.01	-0.22	0.03	0.07	-0.14	-0.11
WIND 房地产	-0.36	-2.86	-0.04	-0.62	-1.91	-0.41	-0.07	-0.60	-0.46
WIND 软件与服务	0.22	-15.04	-2.18	-1.34	-10.11	-1.93	-2.64	-1.64	-1.72
WIND 技术硬件与设备	-0.36	-9.07	-1.59	-0.95	-5.54	-0.78	-1.26	-1.18	-1.33
WIND 半导体与半导体生产设备	-0.35	-10.39	-1.84	-1.28	-6.15	-0.94	-2.26	-1.01	-1.84
WIND 电信服务 II	-0.50	-2.18	-0.56	-0.12	-1.01	-0.26	-0.04	-0.90	0.06
WIND 公用事业 II	-0.39	-2.11	-0.42	-0.41	-0.97	-0.24	-0.07	-0.26	-0.13

资料来源：wind 资讯&南华研究

缩短统计周期发现，今年以来仅有少数行业板块的资金出现了净流入，如 1 月份的媒体 II 和软件服务两个行业，6 月份的保险 II 行业，7 月份的银行、多元金融、保险 II 这三个行业，以及 9 月份的电信服务 II 行业。

各行业资金的流动与国家各项经济政策的出台有着密切的关系。新一届政府成立以来，明确提出了调结构转方式的经济改革路线，以化解产能过剩为“抓手”，着力调整经济结构。11 个部门联手用土地、财税、金融、价格等多个杠杆优化产业结构，严峻的市场环境和严厉的调控措施也“倒逼”企业加快了转型发展的步伐。结构调整既要加快淘汰落后产能，倒逼经济转型升级，更要积极扶持服务业、高科技产业等第三产业的发展，为先进产能开拓市场空间。在这方面，新一届政府也出台了多项新政，包括在全国范围内推广交通运输业和部分现代服务业“营改增”试点；民营资本进入垄断行业迈出新步伐，今年首批虚拟运营商已开始提供服务。

现今社会处在一个信息大爆炸的时代，为适应时代的发展，电信运营商近年已增加资本开支，不断扩大网络覆盖范围及发展 4G 网络，并由三家电信运营商共同成立网络设备公司以协调的方式更好地分配资源、发展和扩大电信网络设施。同时，由于国家政策转变，虚拟运营商已正式登台亮相，可以说 2014 年是我国电信行业变革的一年。因而，今年 2 季度开始，电信服务行业资金净流出开始放缓并在 9 月出现了资金净流入，这一现象与时代的发展和政策的转变有着非常紧密的关系。

第3章 货币政策的影响

3.1. 利率走势预期

在中国，货币的数量涨跌与股市牛熊虽然没什么必然的关系，然而货币充盈依然是资产牛市的一个必要条件。中国 M2 供应量从 2001 年初的 15.8 万亿增长至 2014 年 8 月的 119.7 万亿，不足 13 年我国 M2 货币供应量增加超过 7.5 倍，而在这过程中，沪深 300 指数仅从 1316.46 点上升至 2400 附近，上升幅度不超过 6 成。08 年以前，股市的上涨下行与 M2 货币供应量联动性小，而 08 年后，货币供应量与股指的走势关联度日益渐高，驱动股市涨跌的逻辑已由市场上的资金供应把控。

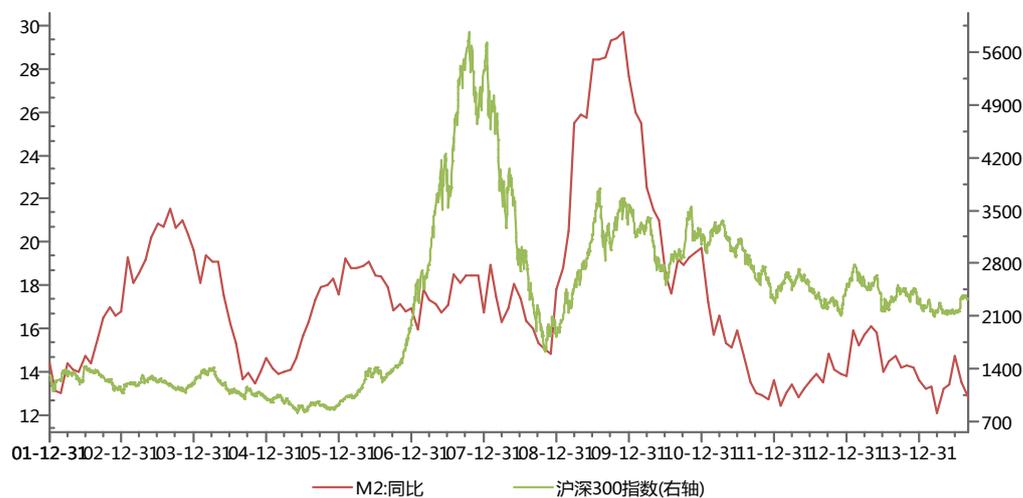
过往中国的货币创造机制是由“贷款密集型”的经济以及央行被动收队外币来置换出基础货币引发 M2 的自发膨胀，目前由于地方债务过于膨胀以及实体经济的不乐观，“贷款密集型”的膨胀面临瓶颈，以及由于外围经济不明朗而增速放缓的“外汇占款”令基础货币增速下降，我国的货币创造机制正倍另一套机制所替代。随着新的《预算法》将“经理”国库的权力复归央行，央行在货币管理上拥有更全面的力量。央行从被动化“外汇占款”为基础货币转变为主动用新的、更有掌控性的货币工具，在必要时主动创造基础货币，如近两年开设的常备借贷便利（SLF）、短期流动性调节工具（SLO）以及意图指导中长端利率的抵押补充贷款（PSL）等，意味着央行能随时、以更低的成本及利率创造出更多的货币，驱动市场平稳过度。

二季度货币总量增速明显回升，同时金融机构存款增长加快，社会融资规模创历史最高水平，而金融机构贷款利率总体有所下行。三季度明显可以看出对二季度的过快增长进行修正。当前中国经济正处在增速换挡和转变发展方式的阶段，结构调整的阵痛以及调整和改革所激发的活力是目前国内经济矛盾并统一之处，传统行业增长引擎减弱而新兴产业蓬勃发展，经济运行呈现出阶段性特点和新常态。削减、升级传统行业及调整经济结构成为国内经济指导方针，在现代信息带来的大数据及精准信息的便利下，定向调控、精准发力与及短期需求调节成为管理者的操控思路。根据中央及国务院战略部署，央行选择“总量稳定、结构优化”的取向，表明央行在货币增速的操作思路持有一种回归的思想，针对某些行业进行收紧而另一些放松，某些时期货币增速加快而某些时期压缩。《国富论》作者亚当斯密发现各地区利率有一个有趣的现象，经济发达的英格兰地区的借贷利率低于经济相对欠发达的苏格兰低。利率高暗含系统风险溢价高（risk premium）。利率市场化作为央行的一个目标，其作用能有效分辨风险，令系统无风险利率降低，从而带动整个社会效益的提升。国内债务融资贵有多方面原因，一方面企业债务率较高，债务负担与融资需求互相推动；另一方面“财务软约束”拉高融资利率，一些对资金价格不敏感的部门及部分低效企业占据大量信贷资源，挤压其他实体经济尤其是小微企业的融资机会。据此央行推出了定向降准政策以图解决贷款的结构问题。

从央行的实际操作中，我们可以看出在货币增速上升的二季度期间，央行在货币政策上执行的是不断展期的正回购，而一季度曾经实行的 SLO 二季度再无出现。三季度已知的数据显示货币增速回落，体现了货币政策中“收”的一面，对冲二季度的货币增速上升。与此同时，央行亦放出 5000 亿元 SLF，在压抑货币增速的期限内做暂时性反向对冲，消除月末大量新股申购引起的暂时性资金需求激增现象。根据经济数据的显示，9 月份货币增速预期增速好于 7、8 月份，四季度的货币政策更倾向于中性，需留意的是 12 月底当 5000 亿元 SLF

到期后面临的资金抽起问题，4 季度货币增速均衡处在 13.5%左右。

图 3.1-1 沪深 300 指数（日）与 M2 同比（月）增速走势（2001.01~2014.08）



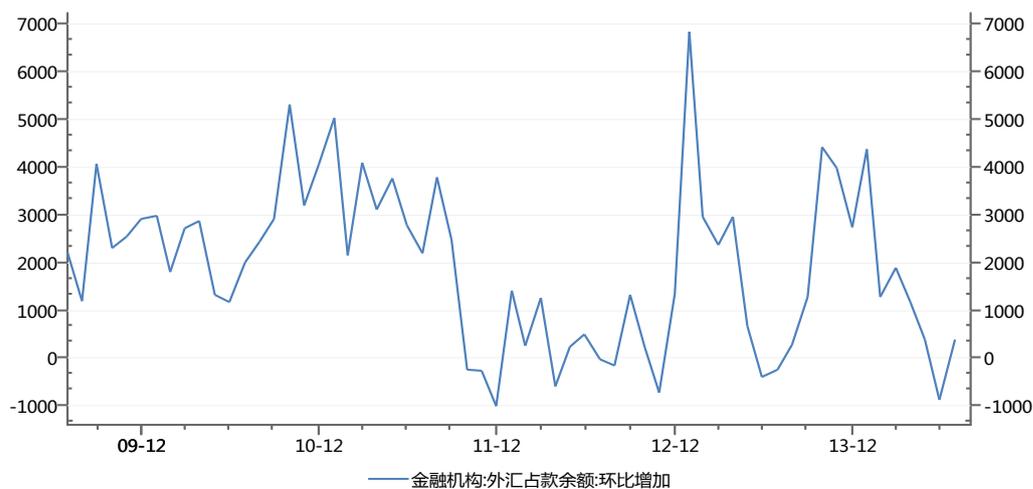
数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，南华研究

3.2. 大金融市场资金流向概述

三季度货币增速放缓，新增人民币贷款从 6 月高位回落，7 月份跌至谷底后 8 月份略微反弹。三季度贸易差额好于预期，8 月份顺差接近 500 亿美元，处于近年来的高位，按理大量外汇资产进入国内转化为基础货币。然而从金融机构外汇占款余额环比增量的走势来看，可以发现外汇占款的增量反而由正转负，显示资金外流。

图 3.2-1 金融机构外汇占款余额环比（2009.07~2014.08）



数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，南华研究

一个资源配置合理且高效的经济体，其无风险利率及存贷款利差应该低廉且价差小。但当经济体的资源配置不合理或出现结构性问题时，其无风险利率无形中将金融市场中未能识别的风险“并入”无风险利率中，令无风险利率高于原有水平，成为“系统风险”。由于部分低效企业将其风险转嫁入“系统风险”中，因此金融资源由于价格的不当而令到资源错配，损失结构调整的动力。在大数据年代，数据细节以及风险相对以为能更容易分辨出，如何差别化对待不同产业进行不同的利率引导成为国家调整经济结构的重要步骤之一。

我们将剩余期限为 1 年的不同债券的到期收益率进行比较，发现国债的到期收益率最低，地方政府债券收益率仅次于国债到期收益率排第二低，国开行债券与进出口和农发行的到期收益率在伯仲间，AAA 级的企业债券收益率明显廉于 AA- 的级别。从走势中我们可以发现，地方政府债券自 2012 年 6 月份便拉开与国债到期收益率的水平，与国债的利差明显扩大，暗示着地方政府所背负的“系统风险”增大。其次，AAA 级别的债券与 AA- 级别的债券利差在 12 年达到最大，但目前市场上的利差走势明显稳定，显示有等量的资金涌入该等级的债券，在货币政策定向支持下两者利差有望进一步收窄。

图 3.2-2 不同 1 年期债券到期收益率走势 (2011.01~2014.09)



数据来源：WIND，南华研究

我们将近十年的国债到期收益率列出来，可以发现近期的利率水平与 11 年上半年相当，略低于 07 年牛市末期引发的滞涨阶段利率。就过往 1 年的利率水平看来，本年度的利率水平可不算低，如果以回归的思想来说，就是目前利率水平有相当的下行空间。但实际上与理论上并不经常一致，目前国内的目的是调整经济结构，中央以“盘活存量、优化增量”的思路进行一系列改革。央行在“总量稳定，结构优化”的思路下，会为货币增速设下管卡，同时为了解决一些临时性的紧张或宽松问题而进行公开及半公开的操作，对冲突发流动性风险。从目前各期限的利率价差来说，不同期限的利率价差正处于一个收窄阶段，利率难以长期维持在这一水平上。国债天然拥有国家的担保，在大多数情况下属于无风险利率。但在金融资源未能完善合理配置及完全风险识别的情况下，个体风险转化为系统风险部分并入无风险利率中，因此显得市场上无风险利率高。从各期限利率走势当中，我们可以发现期限长的国债到期收益率有下行的倾向，而期限过于短的国债到期收益率则有上行风险。央行目前手

中已有指引短中期利率的工具，正逆回购以及 SLF 指导短中期利率，而指导长期利率的抵押补充贷款（PSL）并未实际中出现。央行在以某个较新的工具进行操作时，更新或影响更大的工具将会推后执行。由于 9 月底央行通过 SLF 放出 5000 亿元，因此第四季度降息降准的可能性被打破吗，短期利率倾向于针对略向上。在市场资金引发短期流动性问题是，具有指导长期利率的 PSL 等工具将会推出，预料届时 10 年期国债到期收益率将有进一步下行空间。

图 3.2-3 3 个月~10 年期国债到期收益率走势（2005.06~2014.09）



数据来源：WIND，南华研究

第4章 估值取向

在股票投资中，投资者面临的最重要的两件事：一是评估所投资的公司有无投资价值，二是判断当前是否适合投资。这两件事都会涉及到公司股票的定价问题。对于股票如何定价，传统的现金流贴现法虽能较为精确地揭示出股票价值，但是如何准确地预测公司未来的现金流水平以及选择合适的折现率，对于普通投资者来说是一个难题，因而一般投资者很难做到准确的上述分析，并且不同投资者使用的方法有所不同，得到的结论会有所差别。本文介绍三个最常用的估值方法，市盈率估值法、市净率估值法和市销率估值法，并且通过分析过去一年来市场对估值偏好的资金操作，挖掘未来一段时间资金炒作的动向。

4.1. 市盈率取向监控分析

市盈率概念的提出最早可要追溯到 1934 年，当时美国金融分析大师本杰明·格雷厄姆提与大卫·多德合著的《证券分析》一书中第一次提到了市盈率这一概念。他们认为，一只股票的价值是其当期收益的一定倍数，这个倍数一部分决定于当时的人气，即市场预期，另一部分决定于企业的性质与记录，而倍数正是现在我们所谈的市盈率大小。

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，它是一个将股票价格与上市公司当前的盈利状况联系在一起的直观统计比率，其计算公式为：市盈率=股票市价/每股收益。对于目前的我国的金融市场数据现状，大部分上市公司都会公布以上两组数据，容易得到并且方便计算，使得股票之间市盈率的比较变得十分简单，而且还能表达上市公司的一些其他特征，比如风险性、成长性，因此在股市投资中，市盈率成为十分便捷且具有吸引力的分析工具。

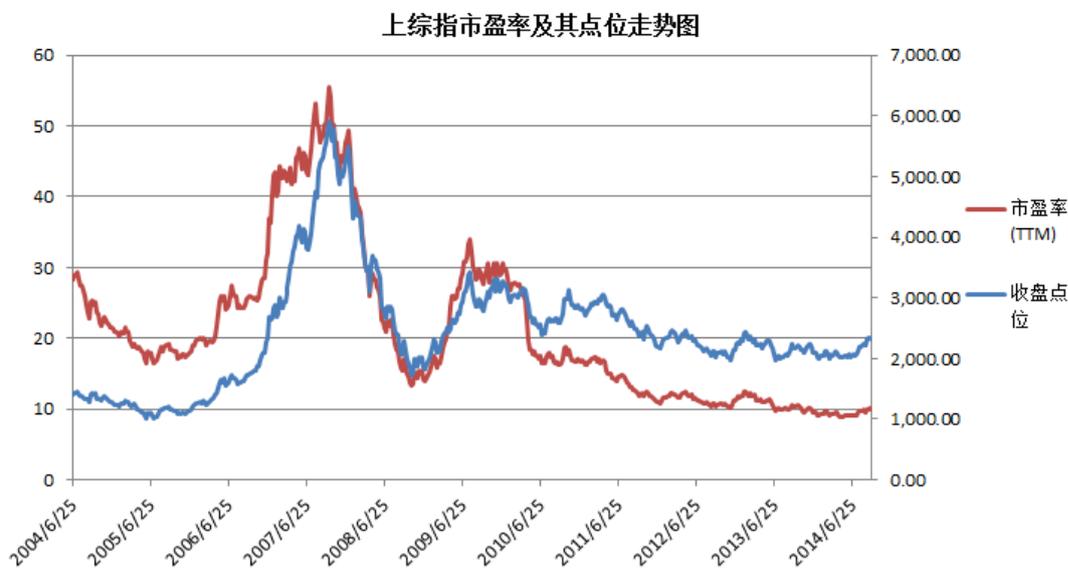
一般情况，市盈率有两种计算方法，一是股价同过去一年每股盈利的比率，二是股价同本年度每股盈利的比率。假如以上年度的每股收益作为计算市盈率的标准，不能反映股票因本年度及未来每股收益的变化而使股票投资价值发生变化这一情况，所以具有一定滞后性。以本年度预期每股收益作为计算市盈率的计算标准，反映了股票现实的投资价值，因为投资股票是投资公司的未来，但是每股收益的预期数据带有很大的不确定性，并且披露也不会完整，隐含着非常大的主观性，所以我们一般采用最近 12 个月动态调整的每股收益，这样计算出来的市盈率(TTM)更客观的接近于实际。

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 4.1-4.1-1。

从图 4.1-4.1-1 中我们可以看出，目前 A 股的市盈率已经脱离了最低值，并且已经开始延续上涨，从整个市场周期的市盈率估值来看，目前 A 股的估值依旧非常低，依然处于安全边界之内，所以我们认为具有非常高的投资价值，关键的问题就在于择时了。

图 4.1-4.1-1 上综指市盈率与指数走势图



资料来源：wind&南华研究

市盈率估值法可以比较单个股票历史和现在的估值高低情况，也可以反映同行业不同股票之间的估值高低，但是不适用于任意股票进行估值比对，因为不同行业或股票其盈利水平是有差别的，任意公司市盈率估值比较不具有参考意义，这样就出现了有些股票估值很低，有甚者不少跌破净资产，而有些股票估值很高，但是市场人气依旧很旺，这些都是投资者对公司未来收益的预期不同造成的。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。

模型算法步骤：

1. 将所选样本股票按市盈率降序排列，取前(后)N 名股票；
2. 计算 N 个股票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；
3. 计算该百分比数值的 21 日累计值。

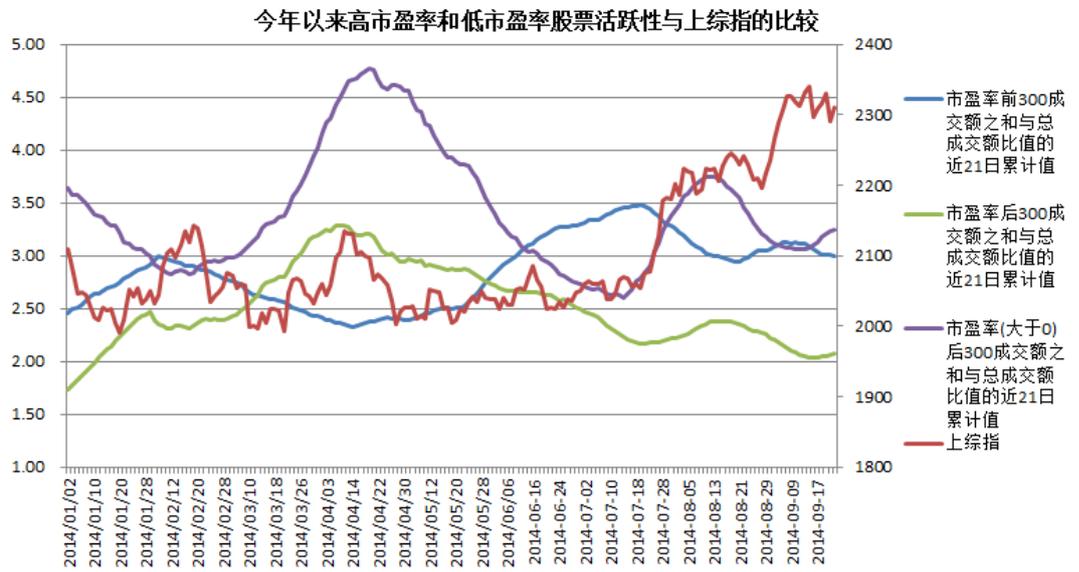
注意：对于 N 的取值，我们根据自然法则，全 A 股共 2546 个股票，取 300，中小板指数成分股共 711 个股票，N 取 89，创业板指数成分股共 392 个股票，N 取 49。

基于以上的计算规则，我们将其与上综指、中小板指数、创业板指数分别进行叠加比较，如图 4.1-2、图 4.1-3、图 4.1-4。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。

从图 4.1-2 中我们可以看到，大半年的时间上证指数基本上维持在 2050 点至 2100 之间狭幅震荡，储蓄上涨量能，截止 7 月中旬才开始大幅上涨，而在此波动过程中，市盈率前 300 和市盈率后 300 的股票活跃性成明显的负相关，从上面的指标显示看，上综指低位盘整的时候，高市盈率的股票活跃性非常强，也就是说明此时资金操作主要是那些市场题材股，活跃性较大的高风险高收益的股票，反而上综指大幅上涨的时候，低市盈率的股票活跃性大幅上升，而高市盈率股票刚好形成跷跷板，说明市场资金转换特别快，对高估值和低估值股票轮番炒作。

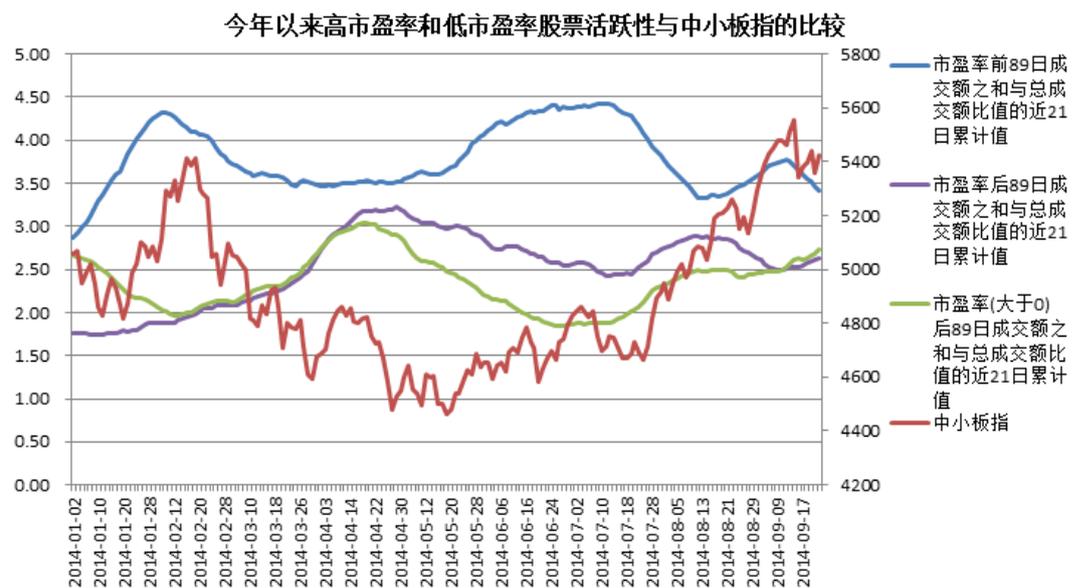
同样的模型理念，我们分别用在创业板指数和中小板指数上，如图 4.1-3、图 4.1-4。

图 4.1-2 今年以来高市盈率和低市盈率股票活跃性与上综指比较



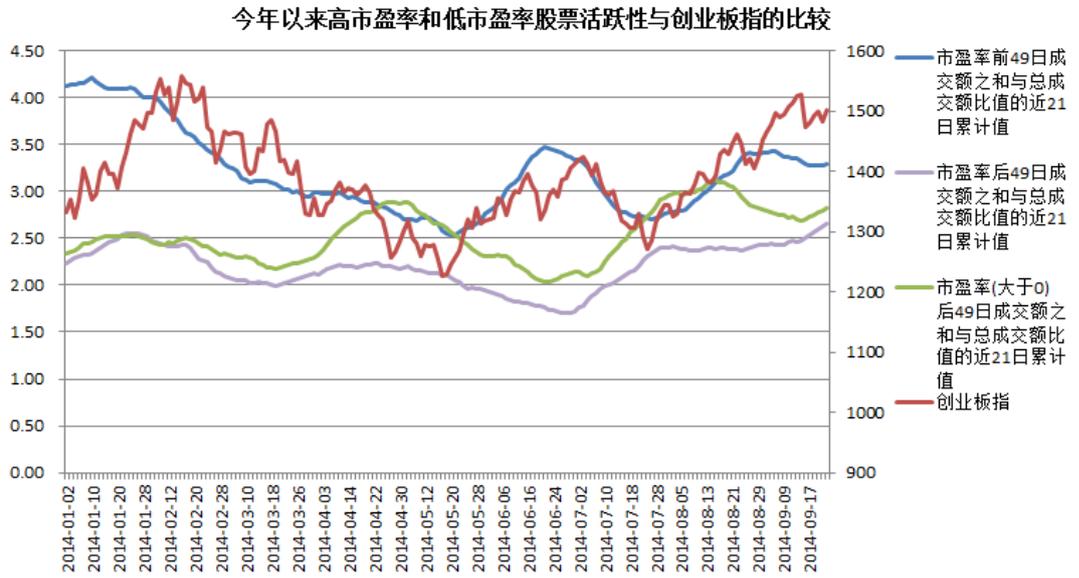
资料来源: TINYsoft&南华研究

图 4.1-3 今年以来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 4.1-4 今年以来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: Tinyssoft&南华研究

从图 4.1-3、图 4.1-4 中我们可以看到，今年以来中小板指数和创业板指数的走势比较类似，呈现 U 型特征，高市盈率与低市盈率股票也具有明显的跷跷板效应，不过与整个 A 股市场中比较不同的是，上涨行情时候高市盈率股票活跃性比较大，而下跌的时候低市盈率股票的活跃性更大。

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，需要更多的关注高市盈率、低市盈率之间的活跃度转换，对于上综指而言，当指数大幅上涨是应该多配置低市盈率股票，当指数横盘或下跌时应该多配置高市盈率股票，而对于中小板和创业板，当指数上涨时应多配置市盈率高的股票，当回调下跌时应配置低市盈率股票。

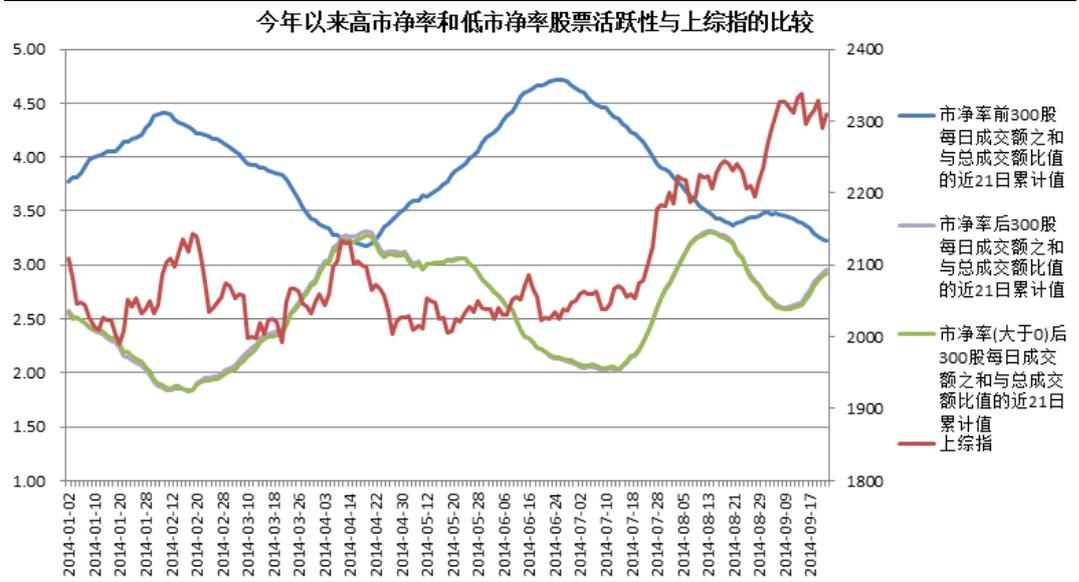
4.2. 市净率取向监控分析

第一节我们讨论了市盈率的使用，但是在某些情况(如不同行业比较、公司利润亏损等)市盈率估值比较就无从谈起，这时候作为补充的估值指标——市净率估值法，就可以作为更可靠的评判指标之一，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。

无论行业景气与否，上市公司的每股净资产一般不会出现大幅波动，盈利多则每股净资产也增加多一些，盈利少时每股净资产增加慢一些，亏损则每股净资产也不过小幅下降，并且净资产不会出现负值，这样利于不同股票之间比较。理论上当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，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。

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 4.2-1、图 4.2-2、图 4.2-3。

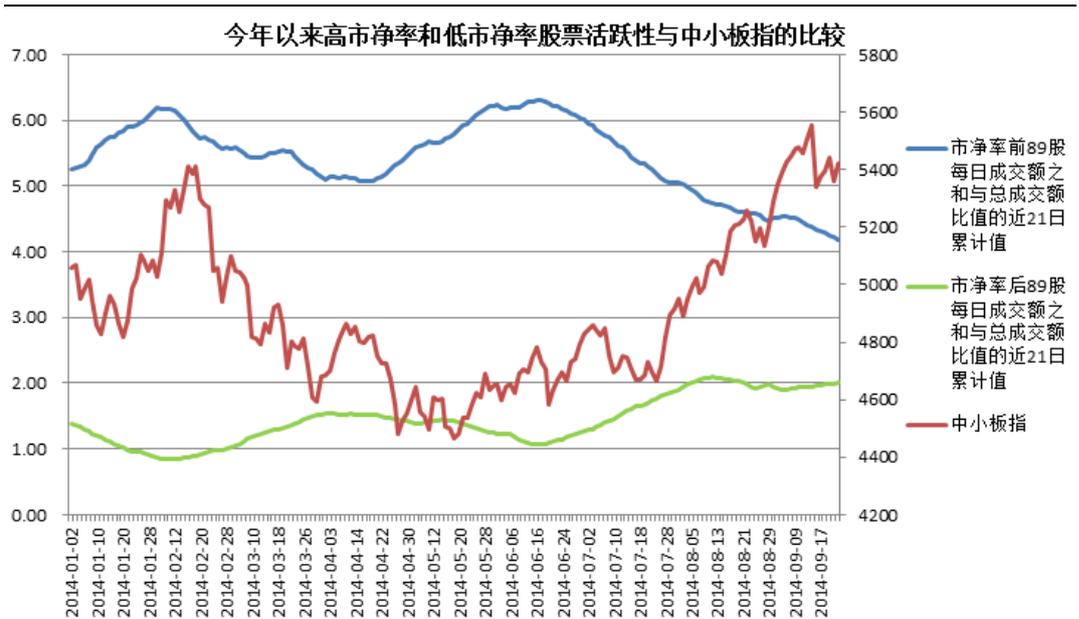
图 4.2-1 今年以来高市盈率和低市盈率股票活跃性与中小板指比较



资料来源：Tinysoft&南华研究

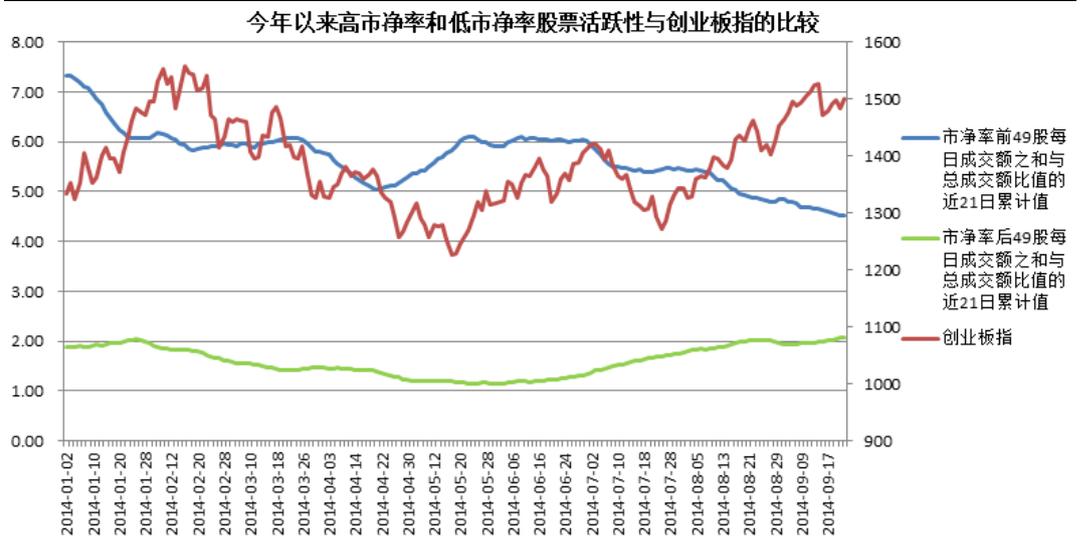
由图 4.2-1 中我们可以看出，对于全部 A 股而言，今年以来市场资金对高估值、低估值的股票轮番炒作，当指数上涨是，主要推动力量是高市盈率股票，而此时低市盈率的股票明显不受资金关注，当指数回调时，低市净率的股票活跃性比较大，高市净率股票开始走低，整体上上证指数却节节走高，假如节奏没有把握好，今年的赚钱效应不是很理想，假如拥有我们这个监控跟踪模型，对选股投资有很大的帮助。

图 4.2-2 今年以来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

图 4.2-3 今年以来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

从中小板、创业板成分股的角度来看, 即图 4.2-2、图 4.2-3 中所体现出来的, 我们可以看到, 对于小盘股而言, 今年以来, 资金轮番炒作高市盈率股票和低市盈率股票, 并且形成明显的跷跷板效应, 除此之外, 我们还发现高市净率的股票活跃度节节走低, 而低市净率的股票活跃度慢慢升高, 这样体现了价值回归的投资。

4.3. 市销率取向监控分析

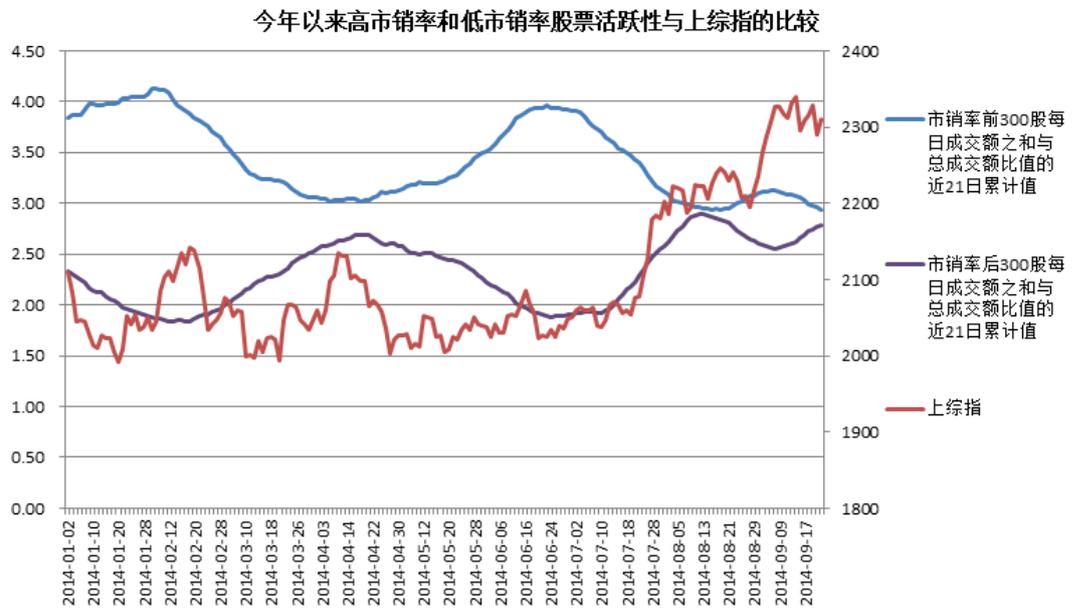
市销率作为评估公司价值的使用比市盈率指标要晚几十年, 这个概念是肯尼斯·L.费希尔 (Kenneth L. Fisher) 提出的, 在他 1984 年的道琼斯图书《超级强势股》中详述了他关于市销率的发明和实证的理论工作, 被认为是第一个定义和使用市销率来识别被低估股票的人。市销率的计算公式为股票市价/每股销售额, 衡量某一上市公司相对于其每股所产生销售收入的每股价格。

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, 影响销售收入的因素不多, 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。

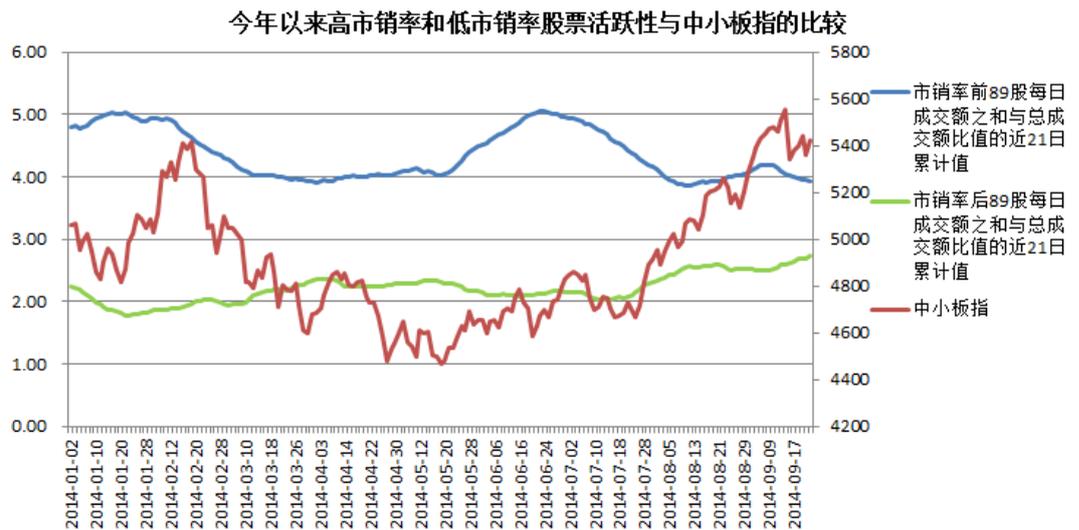
根据上一节通过市盈率衍生模型计算活跃度的思路, 平移计算市销率, 得到如下图 4.3-1、图 4.3-2、图 4.3-3 所示。

图 4.3-1 今年以来高市盈率和低市盈率股票活跃性与中小板指比较



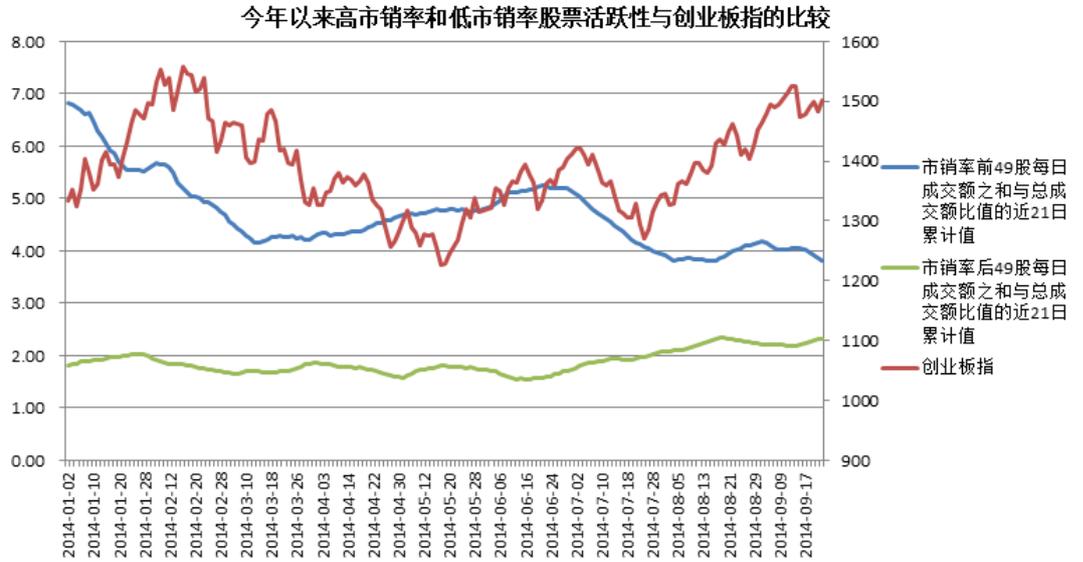
资料来源: TINYsoft&南华研究

图 4.3-2 今年以来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

图 4.3-3 今年以来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

由图 4.3-1、图 4.3-2、图 4.3-3 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), 在今年以来的结构性行情表现中, 资金对高市销率股票和低市销率股票的炒作轮番上阵, 并且整体上看高市销率股票活跃度波动性较大, 呈现慢慢下降的趋势, 而市销率低的股票活跃度慢慢上升, 价值投资回归明显。

第5章 南华分级对冲 1 号运行概况

5.1. 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。

5.2. 产品发行概述

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%。
- 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。

5.3. 产品运行情况

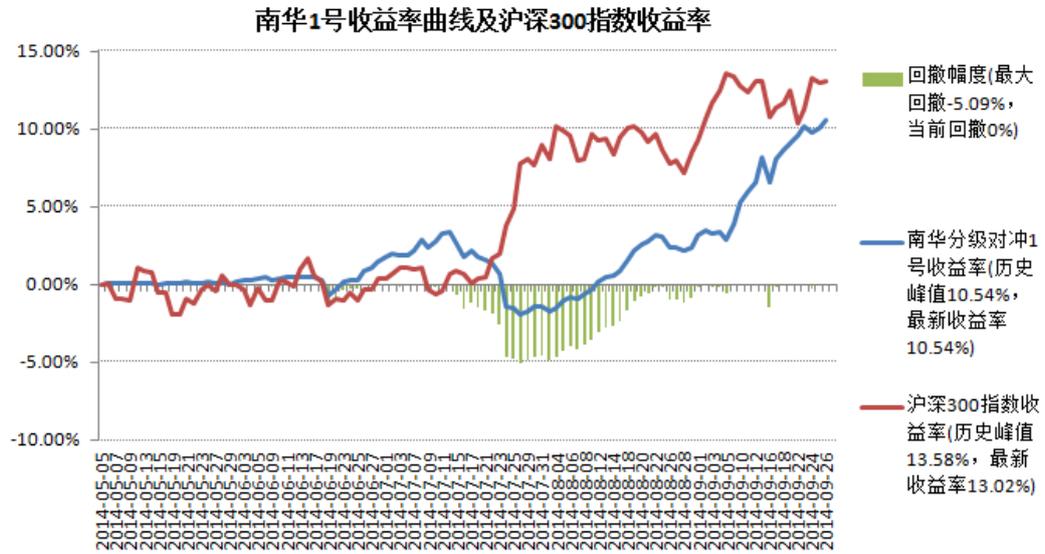
截止到 2014 年 9 月 26 日，南华对冲分级 1 号账户净资产 55270580.15 元，相对于发行成立时的 50001200.00 元，盈利 5269380.15 元。图 5.3-1 是基金投资管理系统资产信息查询窗口截图，图 5.3-2 是产品的收益率曲线，表 5.3-1 是产品主要指标的历史数据，其中期货持仓资金占比是期货占用保证金与期货账户权益之比。

图 5.3-1: 基金投资管理系统 2013 年版资产信息查询窗口截图

数据行明细		常用视图		资产		占净资产(%)		占总资产(%)		期货信息	
基金信息	基金名称	前海开源-光大银行-	股票	44,783,299.88	81.03	80.71	期初余额	5,621,377.06	出入金	0.00	期货信息
	基金总资产	55,486,722.56	债券	0.00	0.00	0.00	交易费用	0.00	平仓盈亏	0.00	
	基金净资产	55,270,462.81	权证	0.00	0.00	0.00	现金资产	5,621,377.06	浮动盈亏	28,800.00	
	基金份额	50,001,200.00	基金	0.00	0.00	0.00	期货权益	5,650,177.06	期货权益	3,826,680.00	
	单位净值	1.105	融资回购	0.00	0.00	0.00	保证金	0.00	保底价	0.00	
	上日单位净值	1.100	融券回购	800,000.00	1.45	1.44	挂单冻结	0.00	手工冻结	0.00	
	单位净值涨跌(%)	0.45	银行存款	0.00	0.00	0.00	可用	1,823,497.06	现金余额	1,794,697.06	
	上日基金净资产	55,012,081.16	汇总	45,583,299.88	17.86	17.80	多头价值	0.00	(-)空头价值	29,436,000.00	
	累计单位净值	1.105	流动性资产	-5,621,377.06	0.00	0.00	(=)轧差价值	-29,436,000.00			
	期初现金余额	9,873,674.12	国债类	0.00	0.00	0.00					
	当前现金余额	6,047,294.12	期初余额	4,252,297.06	当日调整	0.00					
	应付累计	216,289.75	现金余额	4,252,597.06	手工冻结	0.00					
	应收累计	648.56	基础冻结	1,691,045.94	T1可用冻结	0.00					
	上一日申购款	0.00	T0可用冻结	0.00	T1指令可用	2,561,551.12					
上一日赎回款	0.00	T0指令可用	2,561,251.12	T1交易可用	2,561,551.12						
可用对账	4,385,048.18	T0交易可用	2,561,251.12								

资料来源：前海开源基金

图 5.3-2: 南华分级对冲 1 号收益率曲线图



资料来源：前海开源基金、南华研究

表 5.3-1: 产品运行概况表（资产及盈亏单位：元，截止到 2014 年 9 月 26 日）

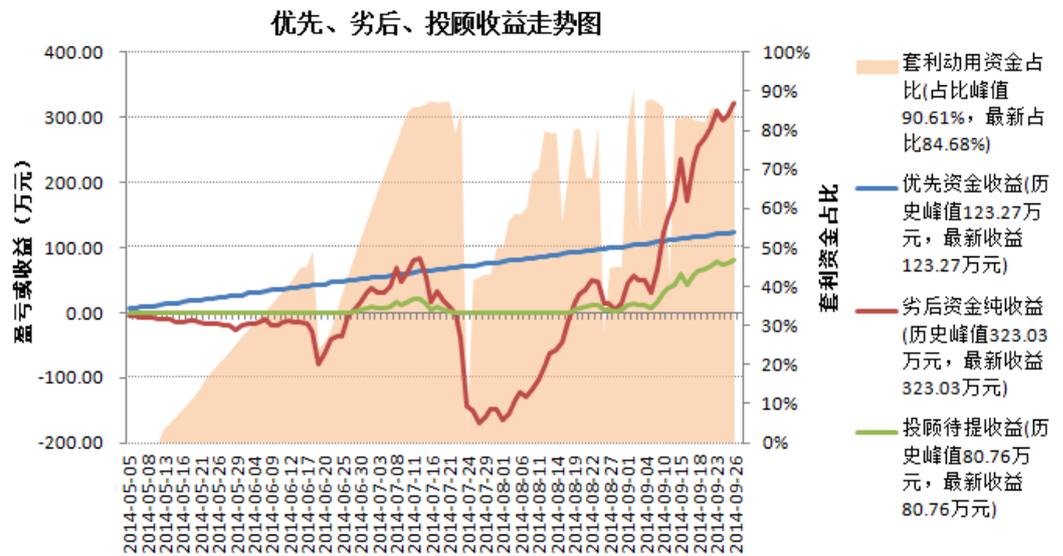
日期	资产净值	A 股市值	股指期货对冲比例	期货持仓资金占比	应付及已付费用			收益	
					管理人累计报酬	累计托管费	费用之和	实现	实现及浮动之和
2014-8-29	51194900.92	20998947.24	70.22%	36.50%	67235.94	33617.96	100853.90	993354.61	1193700.92
2014-9-1	51602316.97	38656724.72	70.98%	59.22%	67796.96	33898.47	101695.43	981436.27	1601116.97
2014-9-2	51756441.32	44033585.34	70.34%	73.28%	68362.46	34181.22	102543.68	979001.26	1755241.32
2014-9-3	51654785.27	26324961.29	72.20%	48.57%	68929.65	34464.82	103394.47	1272444.41	1653585.27
2014-9-4	51663475.13	42246910.72	70.82%	80.13%	69495.73	34747.86	104243.59	1263681.53	1662275.13
2014-9-5	51436186.92	42393270.65	70.57%	87.66%	70061.91	35030.95	105092.86	1262993.39	1434986.92
2014-9-9	51912941.72	42739157.20	70.00%	84.83%	72316.60	36158.29	108474.89	1260301.64	1911741.72
2014-9-10	52654868.97	43297805.24	69.10%	81.17%	72885.51	36442.74	109328.25	1259620.85	2653668.97
2014-9-11	52962168.57	20811803.26	68.50%	38.67%	73462.55	36731.26	110193.81	2232836.99	2960968.57
2014-9-12	53296444.38	42339785.36	68.20%	79.97%	74042.96	37021.46	111064.42	2222430.20	3295244.38
2014-9-15	54102040.05	43084912.13	67.02%	78.77%	75795.15	37897.56	113692.71	2220499.10	4100840.05
2014-9-16	53306745.02	41860549.03	68.98%	71.26%	76388.05	38194.01	114582.06	2219967.17	3305545.02
2014-9-17	54008228.75	42572162.69	67.83%	71.42%	76972.23	38486.10	115458.33	2219437.24	4007028.75
2014-9-18	54351192.54	42950686.95	67.23%	72.19%	77564.10	38782.04	116346.14	2300293.76	4349992.54
2014-9-19	54524198.92	43469808.62	66.43%	78.25%	78159.73	39079.85	117239.58	2299778.47	4522998.92
2014-9-22	54760455.84	45098626.61	67.20%	70.48%	79952.29	39976.13	119928.42	2296620.06	4759255.84
2014-9-23	55076679.72	45848376.42	66.10%	75.51%	80552.40	40276.19	120828.59	2442120.57	5075479.72
2014-9-24	54901751.07	44268477.35	65.20%	85.34%	81155.98	40577.98	121733.96	2546504.63	4900551.07
2014-9-25	55012081.16	44553123.92	64.78%	68.14%	81757.64	40878.81	122636.45	3959928.70	5010881.16
2014-9-26	55270580.15	44783299.88	64.45%	67.73%	82360.51	41180.25	123540.76	3959451.73	5269380.15

资料来源：前海开源基金、南华研究

5.4. 优先、劣后及投顾收益

截止到 2014 年 9 月 26 日，526.94 万的收益中，归属优先资金的收益为 123.27 万元，剩余收益为 403.79 万元，其中归属劣后的收益为 323.03 万元，当期收益率为 32.30%，年化收益率为 77.56%，投顾待提收益为 80.76 万元，预期全年投顾提成收益可达到接近 200 万。

图 5.4-1：优先、劣后及投顾收益走势图



资料来源：前海开源基金、南华研究

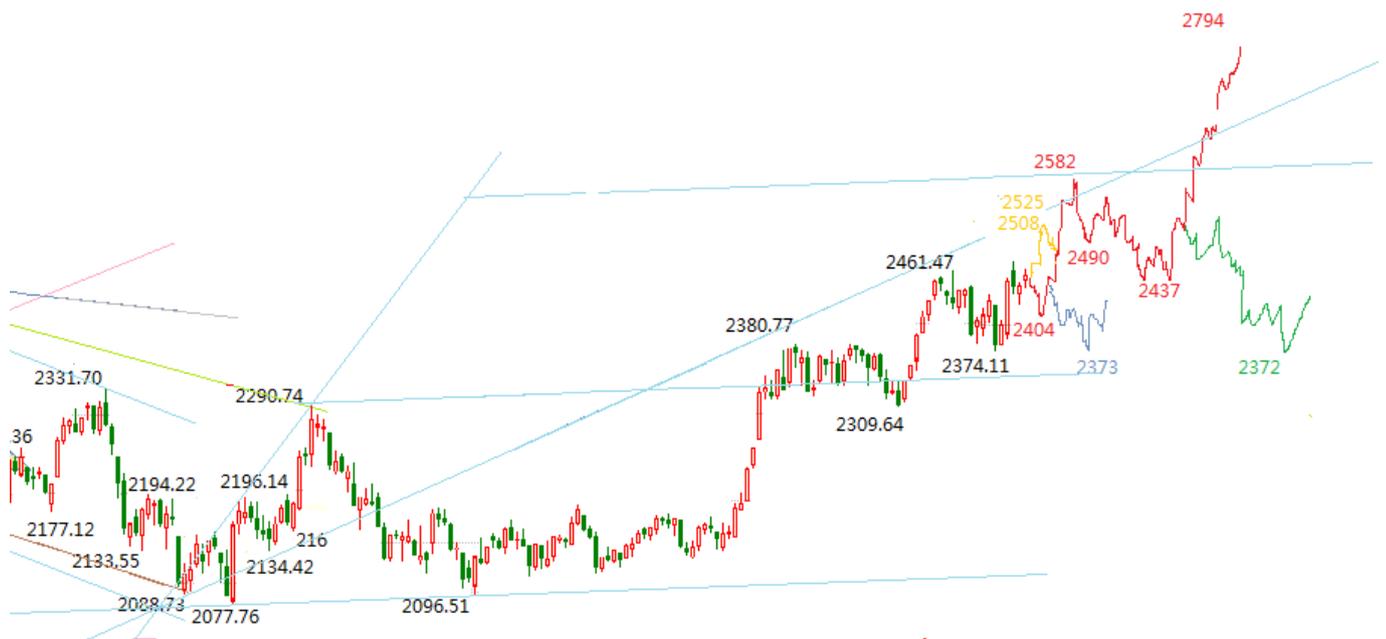
第6章 四季度投资策略

6.1. 沪深 300 指数走势推演

三季度股市的走势相当关键,若提前发动攻势而后续量能无法有效放大,则将前功尽弃,不仅 7 月下旬发动强攻收复的高地无法坚守,而且可能在量能萎缩的背景下回踩到 2300 点附近寻求支持。

从自然法则的角度看,我们倾向于 10 月初会发动一波上攻,目标看到 2582 点,中途会在 2508-2525 点区间遇到空头阻力的阻击,但最终走到 2582 点的概率较大。若 2582 点受阻,构筑出小双头形态,则可能调整到 2372 点附近,有将近 200 点的跌幅。但也可可能守稳 2437 点后出现主升浪,目标至少看到 2794 点附近。

图 6.1-1: 沪深 300 指数三季度走势推演图



资料来源：南华研究

6.2. 股指期货投资策略

中线多头建议轻仓持有,等待调整到 2373 点附近加码,持有到 2582 点附近减磅,随后若出现双头结构,则大幅减磅观望。中线空头建议 2582 点轻仓介入,沽空到 2437 点平仓观望,若守稳 2437 点后的反弹无力,则可再次介入,持有到 2373 点附近平仓。

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