



# 红利之年！

## 摘要

2014 年沪深 300 指数整体走势呈现大 U 型形态，上半年底部盘整，下半年大幅上涨，呈现较大的触底反弹至单边上涨趋势，并且大盘蓝筹股与中小板块股票的轮动非常明显，赚钱效应不够明显。这种轮动走势给我们在 2015 年的投资思路什么启示？本报告主要从估值及资金流向的角度分析，对未来的市场走向进行了深度的信息挖掘。

如果说今年是“改革元年”，那么明年将是全面深化改革的关键之年，改革已从方案准备期迈入落地攻坚期，比如中央经济工作会议提出的“要加快行政审批、投资、价格、垄断行业、特许经营、政府购买服务、资本市场、民营银行准入、对外投资等领域改革”、“推进国企改革要奔着问题去，以增强企业活力、提高效率为中心，提高国企核心竞争力，建立产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。”，所以我们可以说，2015 年将是改革的红利之年，市场资金也将会贯穿整个改革的红利点。

统计和分析显示，目前整体 A 股市场的估值比较低，但不同的行业差别比较大，目前银行业最具潜力，其次饮料行业，再次汽车行业。从货币政策及利率分析来看，未来肯定是不断宽松的，并且资金受股市行情影响提高了对收益率的要求，基于市场盲目原因，无风险收益率的升高将令企业的融资成本升高，流动性流失更加严重。对流动性的吸引力、诱惑力空前之大，各路资金包括多年不景气的实体企业都很大可能将资金转移到股市，再加上 RQFII 额度不断增加，沪港通的开启，海外资金进入股市，所以我们判断未来还是牛市。2015 年是机会之年，因为改革就是一个风口，大家都在寻找下一个风口，你能把握这样的一个投资风口，应该在未来的投资里会有一个比较大的收益，这里我们提出投资风口在于金融、民营金融跟互联网金融、新能源、环境治理和土地改革。

从技术分析的角度看，沪深 300 指数 2015 年年初的关键压力位在 3800 点附近，支撑位在 2800 点附近，随后会有一次回落，下半年上涨是否能突破 3800 点以上，就需要基本面是否有更好的改观，至少要靠企业盈利能力的恢复，通过基本面支撑虚拟经济的增长。

第 1 章	市场回顾	3
1.1.	2014 年走势回顾	3
1.2.	股指期货数据特征分析	5
1.3.	股指期货套利机会分析	6
第 2 章	股市供需分析	9
2.1.	从供给角度来看	9
2.2.	从需求角度来看	11
2.3.	2015 年股市供需变化总结	12
第 3 章	货币政策及利率分析	14
3.1.	利率走势分析	14
3.2.	宏观资金流向	16
第 4 章	A 股市场估值分析	19
4.1.	市场估值与指数顶底位置判断	19
4.2.	公司盈利分析	22
第 5 章	资金流向分析	25
5.1.	净流入金额与市场波动特征	25
5.2.	基金仓位变动分析	28
第 6 章	股指行情展望及策略	32
6.1.	沪深 300 指数走势推演	32
6.2.	股指期货投资策略	32

## 第1章 市场回顾

### 1.1. 2014 年走势回顾

#### 1.1.1. 沪深 300 指数行情回顾

2014 年整体走势呈现大 U 型形态，但是下半年指数上涨的幅度比上半年下跌的幅度大，并且年中盘整的时间也较长，可谓是较大的触底反弹至单边上涨形态。截止 12 月 2 日，上证综指年度表现为，我们认为全年走势的基本划分为以下三个阶段：

第一阶段：1-4 月份的宽幅震荡走势，趋势不明朗，区间涨幅为-7.03%，主要是受到宏观经济不确定因素而导致的。我们知道，2012 年中央政府开始把经济增长预期目标下调至 7.5%，并且 2013-2014 年中央政府政策继续维持这一预期增长目标，在这一增长预期目标下，2012 年以来中国 GDP 当季同比增速一致保持运行于[7.3%，7.9%]区间。2012 年以来，当 GDP 增速上行至接近 7.9% 这一上轨时，接下来是拐头进入下行过程；当 GDP 增速下行至接近 7.3% 这一下轨时，接下来是拐头进入上行过程，这就是过去几年中国经济区间运行模式。所以今年 4 月份之前的行情一直保持宽幅震荡，受到去年的经济因素影响较大，但是又受到股市周期性波动的影响，即每年的春季上涨行情，还有在李克强总理改革的呼声越来越强烈，实际行动越来越明显，预期今年货币政策宽松力度将要加大。

第二阶段：5-7 月狭幅盘整行情，但整体走势重心节节向上，区间涨幅为 8.99%，从技术分析看，指数出现该跌不跌的局面，主力多头做多意愿非常强烈，并且个股分化较大，热点板块股票大幅上涨，呈现指数滞涨个股疯涨的局面，此时也是期现套利的大好时机。在这一阶段，管理层稳增长的政策措施频频出台，是全年出台稳增长最多的月份区间，比如从 4 月至 6 月，共出现 5 次定向降准，9 次出台促进加大投资力度，6 次出台支持外贸政策，1 次出台鼓励消费，特别重要的是美联储明确今年 10 月份退出 QE，预期全球宽松货币政策的终止，房地产资金回流股市非常明显。

第三阶段：8-11 月底大幅震荡上涨行情，区间涨幅为 21.05%，美国 QE 明确退出计划后，美元指数大幅上涨，大宗商品暴跌，A 股资金回流明显，并且“沪港通”即将启动，而 A 股估值非常低，预期场外资金大量流入 A 股，股票周期性板块大幅上涨。从基本面上看，推动三季度市场上涨的一个重要原因是流动性改善、增量资金流入股市，可以从以下几个方面进行解读：一是央行货币政策维持中性、局部放松，利率维持低位；二是部分楼市资金进入股市，出现存款搬家现象，这一点可以从新增人民币存款来看，7 月减少 1.98 万亿，8 月仅增 1080 亿；三是 RQFII 额度继续增加，截止 9 月底，RQFII 总额度达到 2833 亿元人民币，其中给香港地区 2700 亿元额度已全部批出；四是基金持续加仓非常明显，在 7 月 31 日，经测算基金仓位均值只有 73.26%，然后仓位稳步上涨，最高到 9 月 19 日的 79.60%，虽然现在有所回落，但基金仓位依旧明显增长，可见，基金加仓也是本来上涨的推动因素之一。

图 1.1.1 2014 年行情及观点回顾

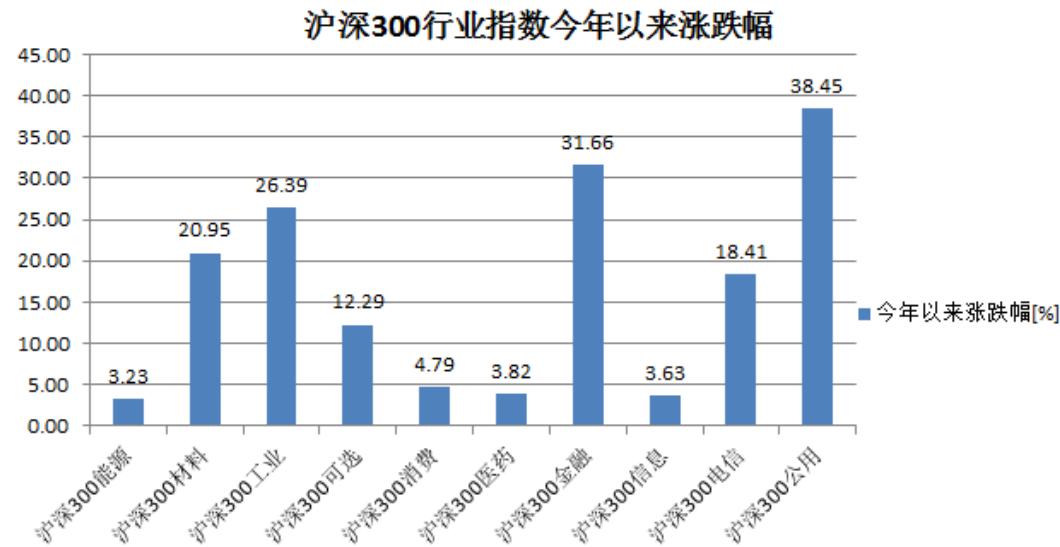


资料来源：博弈大师&amp;南华研究

### 1.1.2. 沪深 300 板块涨跌概况

截止 2014 年 12 月 1 日，图 1.1.2 为沪深 300 十大板块指数的涨跌情况。从图中各板块涨跌情况来看，十大板块全部上涨。其中，公用和金融上涨幅度最大，分别为 38.45% 和 31.66%，我们分析其原因主要是因为基本面政策的因素，因为自从 2012 年定调 GDP 增长目标调为 7.5% 后，2013 年、2014 年基本上都维持在该目标上下波动，三季度 GDP 创年内新低，预期宽松货币政策力度加大，并且银行、券商等金融板块估值非常低，房地产资金的转移股市都导致金融板块大幅上涨，而 APEC 经济会议提出的中国版的马歇尔计划更是提升了公用板块股票的上涨。能源、信息板块涨幅最小，分别为 3.23% 和 3.63%，主要因为美元指数大幅上涨，大宗商品暴跌特别是原油创 40 个月新低，所以煤炭等能源板块替代原油就相对较弱，并且能源板块的企业利润一直没有得到明显的好转，所以企业经营受挫，预期利润进一步下滑。

图 1.1.2 沪深 300 行业指数今年以来涨跌幅



资料来源：wind &amp; 南华研究

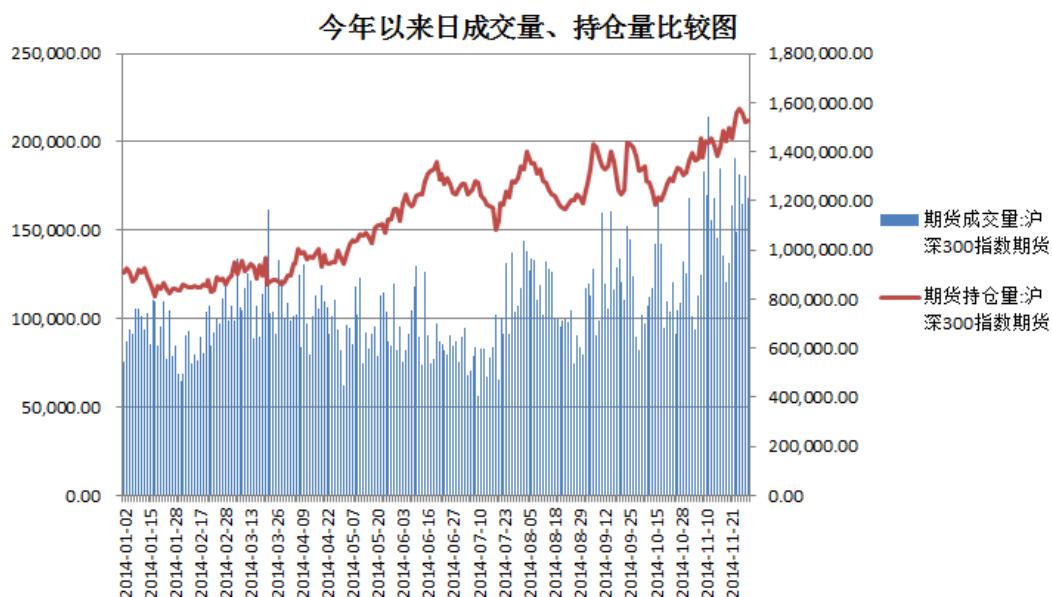
## 1.2. 股指期货数据特征分析

### 1.2.1. 成交持仓量全年稳步上涨

成交量和持仓量是期货行情的两大表现特征，其长期趋势和大小影响到期货是否健康发展，成交量越大说明市场投机者较多，他们愿意为行情的波动承担一定的风险，持仓量大说明参与套利的较多，特别是机构投资者充分利用对冲工具降低其投资产品的风险。

股指期货自上市以来总体上呈现稳步增长的势头，但局部也有一定的波动，尤其上市初期从 5 万手迅速上升到 30 万手的交易水平，但随后出现回落态势，到 2011 年中最低到 16 万手/日的水平，之后则震荡回升，到 2012 年年底则达到 68 万手的高位，成交金额则约合 4500 亿左右，2013 年以来基本上保持以中轴 80 万手附近波动，最高可以达到 150 多万手，成交的活跃，说明市场上愿意承担风险的投资者较多，从而给套期保值的机构投资者较好的风险对冲对象，有利于中国金融市场的健康发展。相比成交量的波动，持仓量则相对平稳，几乎呈现单边震荡上扬的格局，不过在 2012 年之前上升速度较慢，基本在 3-4 万手维持了接近 1 年的时间，但 2012 年增仓明显提速，到 4 季度多次超过 10 万手，最高点到 105486 手，而 2014 年以来，上涨速度更快，目前最高达到 218901 手。在此，我们只是列举了 2014 年以来的股指期货成交量及持仓量的变化，图 1.2.1 所示。

图 1.2.1 今年以来日成交量、持仓量比较图



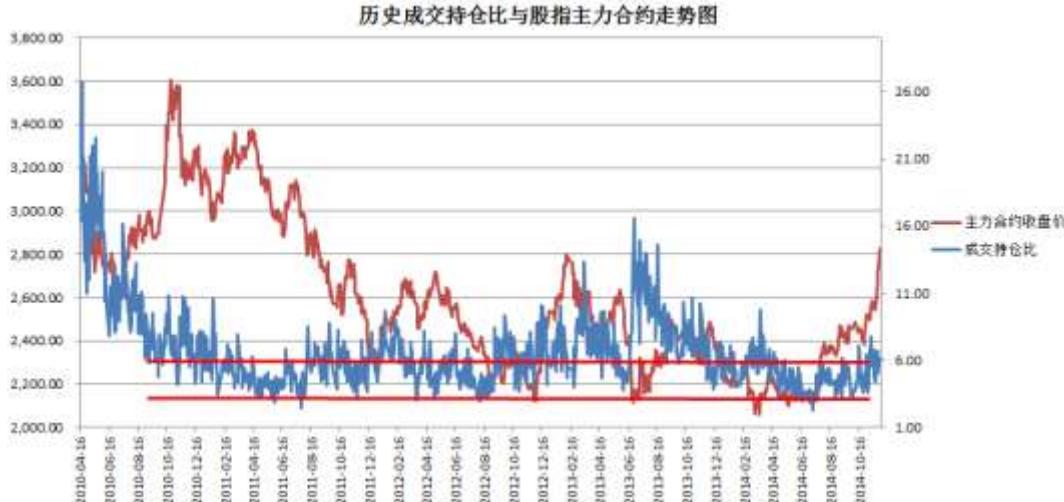
资料来源：wind & 南华研究

由图 1.2.1 我们可以知道，今年以来持仓量一直稳步增长，成交量一直维持在 80 万手手附近，近期成交活跃度更大，进一步分析我们就知道，2014 年(截止 12 月 1 日)，沪深 300 股指期货共成交量约 1.7 亿手，总成交金额约 123.08 万亿元，日均成交达 76.6 万手，日均成交金额 5470.42 亿元，但分别较去年全年均出现负增长，分别增长率为 -10.78%、-10.78%、-12.52% 和 -7.47%。

### 1.2.2. 成交持仓比基本稳定

成交持仓比就是股指合约总成交量与总持仓量的比值，是衡量股指期货健康运行的重要指标之一，一般而言，低成交持仓比是表明股指期货成熟度较高。股指期货刚上市不久，因为规定大机构不能参与，主要是投机者参与度较多，所以当时成交持仓比很高，随着政策的开放，大机构套利投资者准许参与，股指持仓量稳步上升，成交持仓比逐渐降低并一直保持在6附近上下波动，如图1.2. 2，体现了我国股指期货成熟发展的一面。

图 1.2. 2 历史成交持仓比与股指主力合约走势图



资料来源：wind & 南华研究

对于成熟稳定的市场中，成交持仓比集中在某个区间内波动，从其原理上讲波动高、低点可以作为投资交易的参考，因为股指的阶段性高点或低点基本都对应着成交持仓比的阶段性低点，我们可以从以下两方面进行分析：

第一、成交持仓比处于阶段性低点，此时假设持仓量上升，但成交量没有相应幅度扩大或甚至出现成交量萎缩，表明当前头寸有利方其进攻动能开始走弱，从而预示着原有趋势或将结束。

第二、成交持仓比处于阶段性低点，此时假设持仓量下降，但成交量萎缩程度更剧烈，表明当前头寸不利方逐步退出市场但其退出市场的步伐开始减速是，从而预示着原有趋势或将遭到破坏。

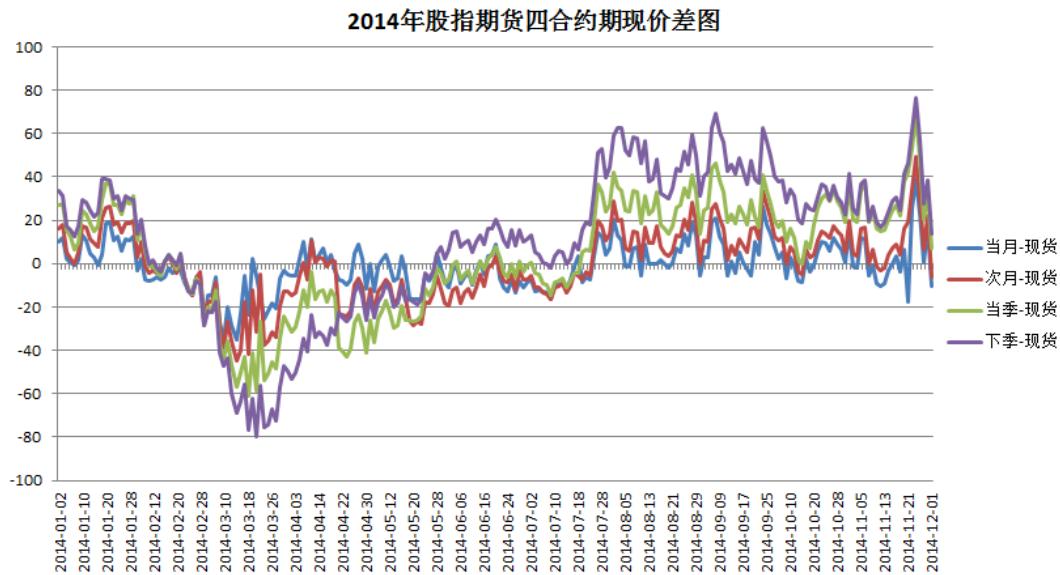
由此可见，将成交持仓比作为判断股指反转的指标具有一定的参考意义，也就是说，当成交持仓比进入低位时，投资者需要开始警惕股指表现有趋势或将结束，反转行情或将开始。以图 1.2.1 中两条红线所示，自 2011 年以来成交持仓比维持在低位，波动比较稳定，当其出现明显回落，甚至多次成交持仓比回落到 4 以下时，随后股指期货出现冲高回落或者触底反弹。因此在发现成交持仓比有显著回落的时候，投资者不宜再追涨杀跌，而原盈利头寸也应该适当减少以应对“突于其来”的反转行情。

### 1.3. 股指期货套利机会分析

2014 年整体基差(取基差=期货-现货)波动比较大，最低值-80 出现在 2014-3-20，最高值 76.6 出现在 2014-11-25，假如按全年做长线的期现套利，最高获利也能达到 160 个点/手。对于局部的价差波动还是挺稳定的，比如 8 月份以来期现价差的波动都是平

稳横向震荡，波动区间在 0 到 60 点之间，大部份运行在-20 到 40 点之间，均值在 30 点，上半年期现价差形成一个比较大的 V 型，整体波动比较大，如下图 1.3. 1。

图 1.3. 1 2014 年股指期货四合约期现价差图



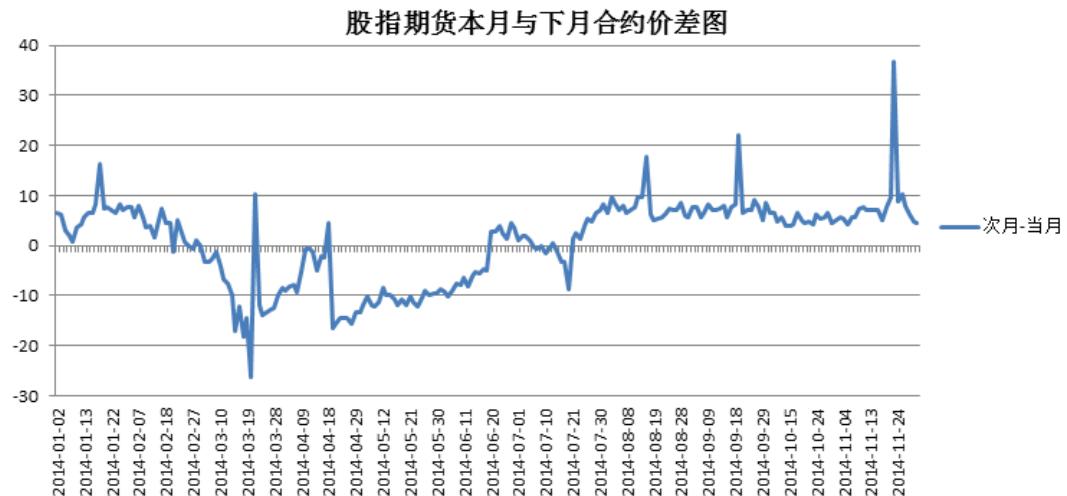
资料来源: wind & 南华研究

由图 1.3. 1 中我们可以看到，今年以来期现套利机会还是非常客观的，但是今年的期现价差波动有趋势状态，如上半年的 V 型基差走势，也有协整型盘整的，如 8 月份以来的基差横盘波动，假如对股指期货行情未来趋势把握好，可以分两种策略进行分别套利，比如上半年做趋势价差套利，下半年做协整价差套利，即可获得比较满意的套利成果。2014 年的基差走势与沪深 300 指数的走势相关比较大，上半年因为基本面的不确定性因素较大，指数震荡下跌，股指期货合约(特别远月合约)作为现货的预测品种，下跌幅度更大，从而导致出现明显的贴水现象，而当现货指数开始走强时候，股指期货与现货的价差开始上涨，直至达到平稳的期现价差。

趋势价差套利主要是针对考察品种的价差波动在一定的区间内具有明显的趋势，比如单边上涨或单边下跌，若预期基差将要缩小，则可以选择做正向套利，即卖出期货同时买入现货，待基差下跌后可获利出局；若预期价差将要上涨，则可以选择做反向套利，即买入期货同时融资卖出现货，待基差扩大后可获利出局。做趋势价差套利，需要投资者对趋势的拐点有比较好的把握。协整价差套利主要是针对所考察品种的价差波动在一定区间内波动曲线具有非常明显的协整特征，这样可以通过数理统计分析计算出无风险套利上限和下限，当基差下穿无风险套利上限时，预期价差将会进一步缩小，可以做正向套利，待基差进入正常区域(或触发无风险套利下限)时获利了结，当基差上穿无风险套利下限时，预期价差将会进一步扩大，可以做反向套利，待基差进入正常区域(或触发无风险套利上限)时获利了结。

基于股指期货合约交易流动性考虑，计算股指跨期套利时我们只分析本月和下月合约的价差，如图 1.3. 2。

图 1.3.2 股指期货本月与下月合约价差图



资料来源: wind & 南华研究

从图 1.3.2 中我们可以看到，整体上有向上或向下非常大芒刺的地方，主要是换月而导致的，鉴于本月合约即将交割，而待换月的合约依旧沿着原来的趋势波动，所以导致交割当天出现比较大的价差，当然了对于交易手数不太高的跨期套利投资者可以考虑利用交割日特征进行套利交易。进一步分析还发现，今年的跨期价差波动也算是比较大，最小回跌到-26.2，最高涨到 36.8，中间的基差波动为 63 点。年初跨期价差趋势性下跌比较明显，最好采用趋势跨期套利，而下半年价差波动比较平缓，可以采用协整价差套利。

## 第2章 股市供需分析

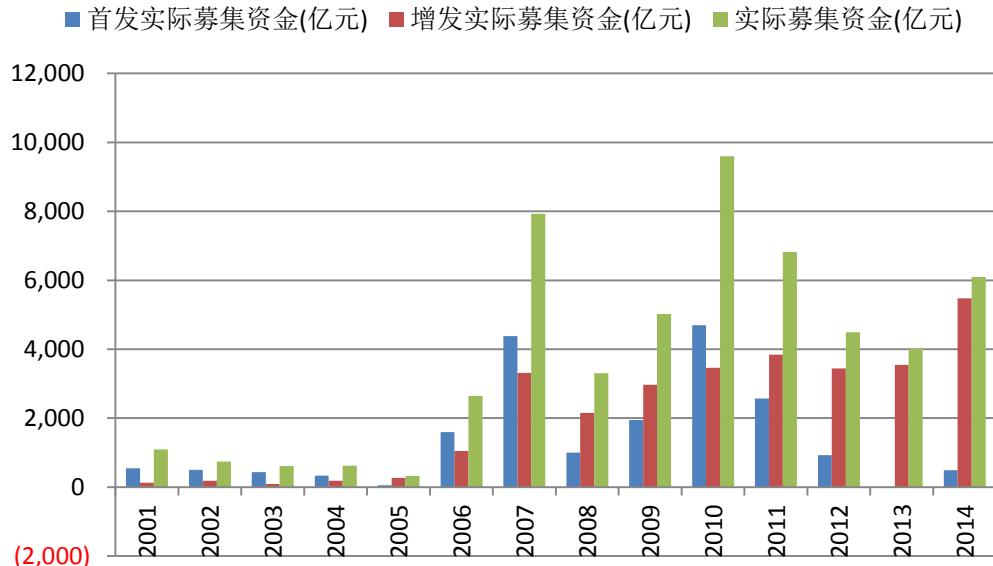
### 2.1. 从供给角度来看

A股市场供给主要包括两部分：A股募集资金（包括IPO、增发和配股）和大小非解禁。

#### 2.1.1. IPO改革及增发

2014年6月，已叫停数月的IPO正式重启，截止11月21日，当年IPO实际募集资金为492亿元，相较增发募集资金而言，规模非常小；当年包括IPO、增发、配股在内的实际募集资金为6100亿元。股市年度实际募集资金于2010年达到最高9594亿元。

图 2.1.1：IPO及增发募集资金（2001—2014.11.21）



资料来源：Wind&南华研究

最近3年，股市实际募集资金占年末股市流通市值均仅略微超出了2%（见下图），处于股改以来的低位。因而，与前些年相比，当前股票市场的新增供应量较低。

这些年我国IPO制度一直饱受争议，甚至几度被叫停，这一制度名称虽经历了从审批制到核准制的演变，“审批”的本质却没有变化。通俗来说，假设市场是条自然流淌的河流，审批制相当于在河上筑起的大坝，一家企业能不能上市，是否符合上市条件，每股卖多少钱，发行规模多大，什么时候发行，基本上都由监管部门确定。正是由于这道“大坝”将河水阻断，才有了“壳价值”、“打新股”这些股民们耳熟能详的词汇。

2014年11月19日召开的国务院常务会议决定，抓紧出台股票发行注册制改革方案，取消股票发行的持续盈利条件，降低小微和创新型企业上市门槛等。据此有机构预计，IPO注册制改革原定的推进节奏丝毫没有推迟，2014年底之前应该能出方案，2015年下半年或2016年年初，IPO注册制将正式出台。

市场普遍预计，IPO注册制出台后，上市门槛和再融资门槛大大降低，股票供应量

急剧增加，市场估值大幅下降，恶炒新股现象将从根本上得到遏制。果真如此，IPO 注册制正式出台后，股票市场的供给压力必然会快速增加。

图 2.1.2：实际募集资金/年末流通 A 股市值（2001—2014.11.21）

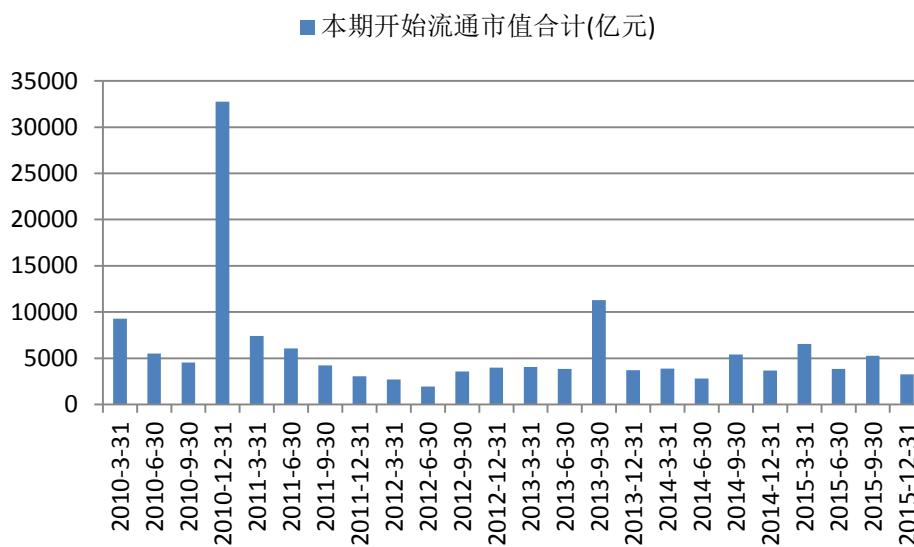


资料来源：Wind&南华研究

### 2.1.2. 限售股解禁

2015 年 A 股限售解禁市值约 1.89 万亿，其中一季度解禁压力稍大，解禁市值为 6540 亿元。2015 全年的限售股解禁市值较前一年的增幅为 20%，这一增速并不大，因而 2015 年限售股解禁给 A 股带来的供给增加压力并不大。

图 2.1.3：限售解禁市值（2001—2014.11.21）



资料来源：Wind&南华研究

## 2.2. 从需求角度来看

股市需求受到货币供应量、经济发展速度、其它资产价格变化等多种因素的影响，2014 年对 A 股需求影响最大的一项制度无疑是沪港交易通的开展。开展沪港通的意义自不必多说，这一交易互联互通机制已于 2014 年底正式开始实施，那么该机制对于 2015 年 A 股市场需求增量将产生多大影响，正是本小节所关心的。

### 2.2.1. 沪港通

沪港通是由 2014 年 4 月 10 日中国证监会正式批复的一种互联互通机制试点，已于同年 11 月 17 日正式实施。它允许上海证券交易所和香港联合交易所的投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市股票。

显而易见，沪港通包括沪股通和港股通两部分。沪股通是指香港投资者可以委托当地经纪商，经由香港联合交易所设立的证券交易服务公司，向上海证券交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的上海证券交易所上市股票；港股通是指内地投资者委托内地证券公司，经由上海证券交易所设立的证券交易服务公司，向香港联合交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的香港联合交易所上市股票。其中，监管层给出的沪股通、港股通额度分别为 3000 亿和 2500 亿元人民币，沪股通的额度更大，额度如完全使用，显然 A 股的需求将净增加。

经监管机构批准，股票范围可由两大交易所双方根据试点情况进行调整。试点初期，沪港通的股票范围是上海证券交易所上证 180 指数、上证 380 指数的成份股，以及上海证券交易所上市的 A+H 股公司股票；港股通的股票范围是香港联合交易所恒生综合大型股指数、恒生综合中型股指数的成份股以及 A+H 股上市公司的 H 股。

试点初期为防止资金大进大出，两大交易在联合公告中给出了每天交易额度这么一个上限，沪股通、港股通的每日交易额度分别为 130 亿和 105 亿元人民币。沪港交易通开闸至今的成交信息显示沪市出现资金净流入。

图 2.2.1 沪港通净买入成交额（亿元 RMB）。

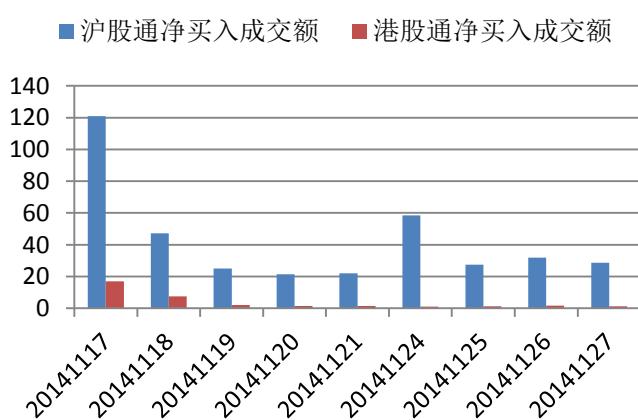
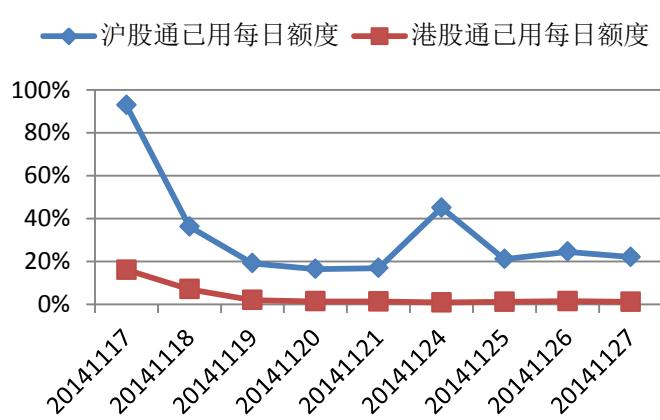


图 2.2.2 沪港通已用每日配额。



数据来源：南华研究

数据来源：南华研究

左上图显示，沪港通开通的前几日，沪市净流入资金均在 20 亿元之上，开通首日沪市净流入资金超出了 100 亿元，当日沪股通额度盘中曾全部用完，由上图显示，截止当天收盘每日额度余额不足 10%。试点初期沪市出现资金净流入，但这种资金流向必定

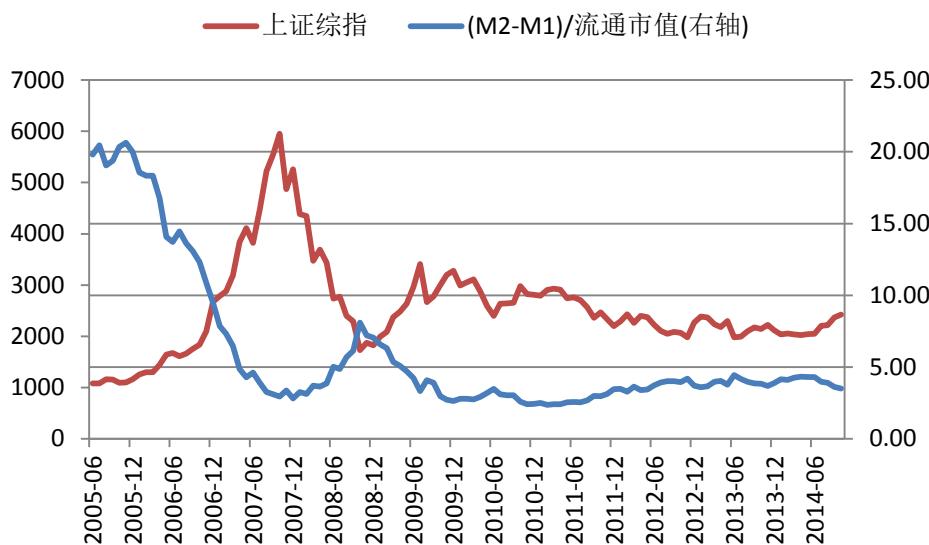
会逐渐缩小沪港两市股价价差，最后达到一种资金流动的动态平衡。

### 2.3. 2015 年股市供需变化总结

经过以上的分析，我们看到，在股市供给方面，2015 年限售股解禁压力增量相对有限，IPO 注册制即便在 2015 年年底能落实，这一政策实施将会在下半年给股市供给带来一定的压力；需求方面，宏观经济、国家财政货币政策等因素的影响是无法预测的，沪港通开展初期增大了 A 股市场的需求，但长期来看，股市需求增长还是依赖于我们经济的发展及金融市场制度的规范程度等等。下面我们将通过生成某个指标来估算近几年 A 股市场的供需关系，查看这一指标变动与股市指数波动是否存在某些规律。

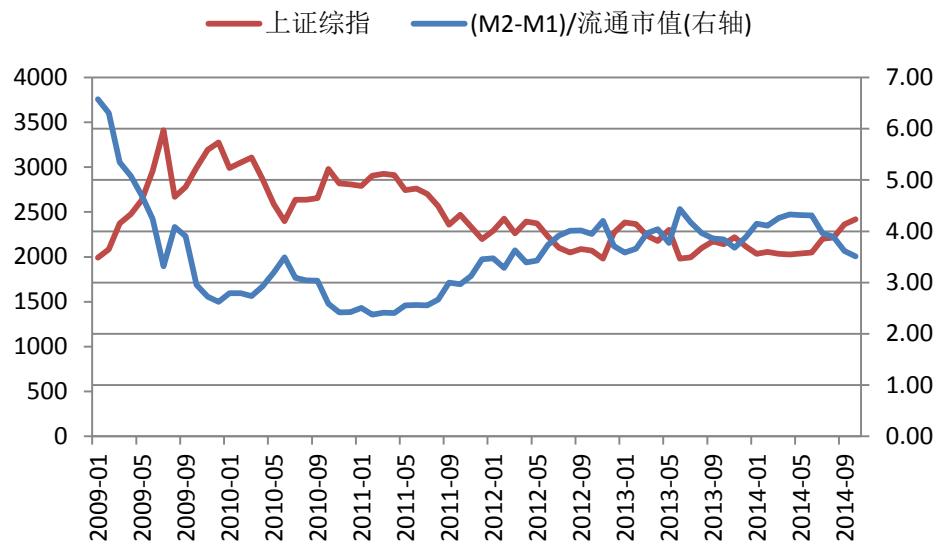
任何一个市场，供需矛盾变动都是市场价格波动的主因。对于 A 股而言，我们可以用流通市值来衡量其市场供给，股市需求则相对较难衡量，前文提到它受到经济发展形势、货币政策、其他资产价格和投资者信心等多种因素的影响，弹性较大，在此我们用广义货币 M2 与狭义货币 M1 的差额来衡量 A 股市场的潜在需求。因而，我们可以用  $(M2-M1)$  与流通市值的比值来大体反映 A 股市场的需求与供给关系。

图 2.3.1:  $(M2-M1)/\text{流通市值}$  (2005.06—2014.10)



资料来源：Wind&南华研究

广义货币与狭义货币的差额又称准货币，包括定期存款、储蓄存款及其它存款。2011 年 10 月起，央行开始将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款纳入到 M2，因而，自当月起准货币中的其它存款包括了以上两项存款。观察上图可见，过去近十年，当“ $(M2-M1)/\text{流通市值}$ ”这一比值触及阶段高点，即需求严重超出供给时，上证综指往往已经见底；该比值持续徘徊在低位，上证综指则相反已见到阶段高点。

图 2.3.2:  $(M2-M1)/\text{流通市值}$  (2009.01—2014.10)

资料来源: Wind&南华研究

缩短观察区间，上图可见，自 2014 年 5 月份起，“ $(M2-M1)/\text{流通市值}$ ”开始下降，反映出股市供需矛盾正逐渐缓和，期间上证综指价格震荡上行；截止 10 月份，该比值向下触及了 2012 年以来的震荡下沿。

11 月份，在沪港通正式开通、央行降准降息等利好消息重磅出击下，上证综指不断刷新新高，截止到 11 月底，上证综指不断创出了 2011 年 9 月以来的新高。即将进入的 2015 年，股市正处在一个指数不断创新高、需求相对供给快速下降的阶段，我们认为，对于 2015 年年初股市走势的预期投资者不宜太过乐观。

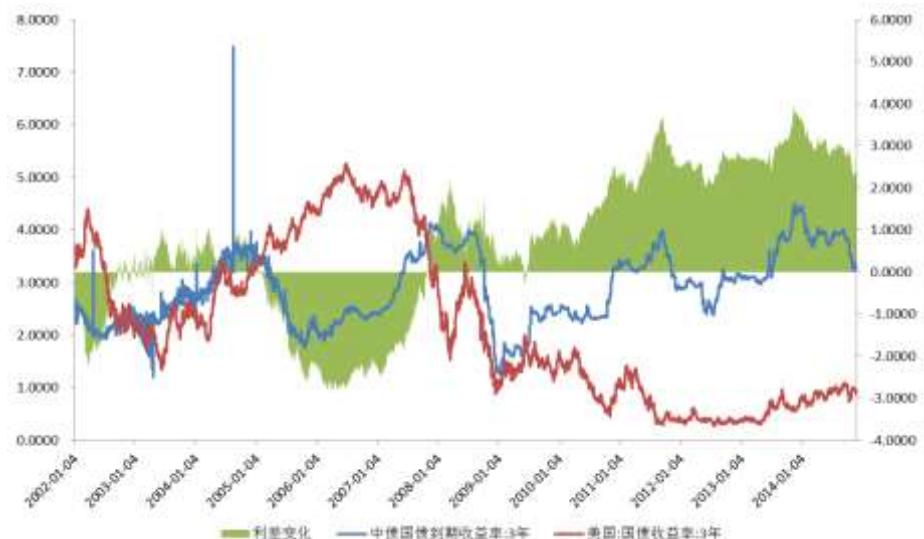
## 第3章 货币政策及利率分析

### 3.1. 利率走势分析

这是最好的年代，央行定向降准，央行主动降息，资本市场表现强势；这是最坏的年代，经济增速下滑，信用风险暗涌，地方债务危机重重。回顾 2014 年，上证指数从 2100 点上几经波折，破 2000 点后终于 7 月中下旬大幅反攻，登上 2600 点的山腰。2 季度是本年度的重要时刻，房地产长周期拐点到来，引起对土地财政坍塌的担忧，固定资产投资持续下滑，证券市场表现弱势，央行一直暗中输血。3 季度经济数据时好时坏，4 季度后明显差强人意，11 月份 PMI 指数进一步下滑，其中汇丰 PMI 指数更处于枯荣线的边界上，显示实体经济中中小企业的活力更弱。政策层面央行举动由暗转明，从处于隐蔽处的 MLF 走向明面的降息通道，表明经济陷入困局，不得不出手相助。

影响利率的变动的主要因素主要有 5 方面。一是利润的平均水平，利息作为利润的一部分，利润本身就是合理利息的最高界限；二是资金的供求状况，供给关系是决定价格的最主要因素；三是借贷风险，一般情况下，风险越大，利率要求则越高；四是国际经济形势，对于资金自由流动的经济体而已，国内外利率差和汇率的变动会平移国内需求曲线，但由于我国是半开放经济体，受国外平均主流利率的影响较小；五是国家的经济政策，由于利率变动对经济活动有很大的影响，国家往往会根据期经济政策来干预利率水平，通过调节利率来影响经济。

图 3.1.1：中美 3 年期国债到期收益率及利差走势



资料来源：Wind&南华研究

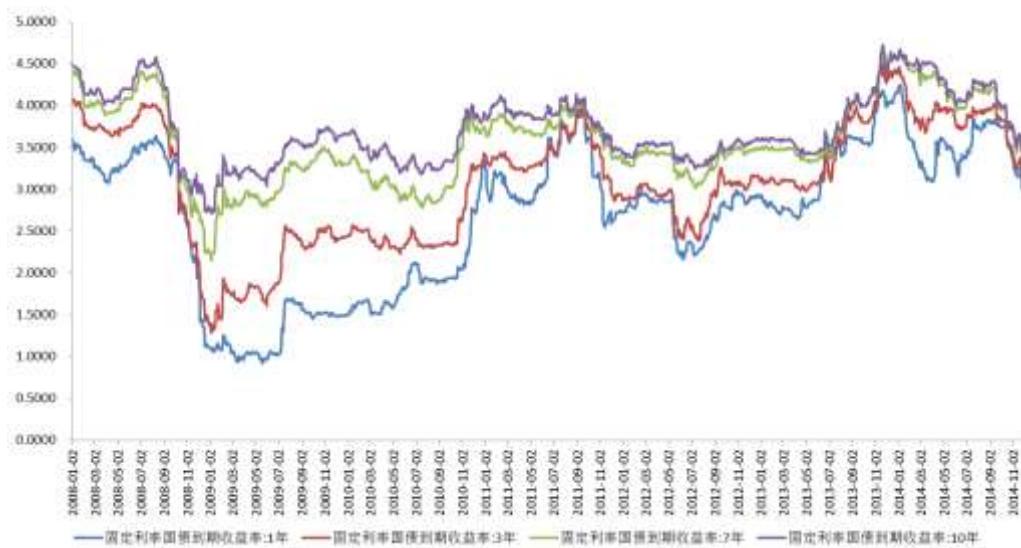
图 3.1.1 中可发现自 2002 年以来，中美 3 年期国债收益率在运行的过程中出现了三种状况：中国国债收益率>美国国债收益率，中国国债收益率≈美国国债收益率，中国国债收益率≈美国国债收益率。但与两个股市行情相结合分析，则可以很容易看出当中美其中一国利率处于明显的低洼地时，股票市场行情将好于另一方。中方在 2009 年利率还很接近美方利率，现已超过美国利率约 2.5% 的水平。同期，中国商业银行贷款

平均利率亦上行，从 5% 的水平升至 7%。

利率实质上反映剔除了通胀因素后的实际资本供求关系，在资本供求平衡为发生改变的情况下，名义利率因通胀而上升。实际上，我国的 CPI 指数低于 2010 年，而 PPI 指数则一直为负值，现实如今实际利率较以往高。在资本需求方面，投资是我国资金需求的大头。近几年来，中国固定资产投资及库存投资占 GDP 比重从 10 年的 48.1% 降至 13 年的 47.8%，鉴于中国固定资产投资自 2011 年 5 月以来累计同比一直下滑，2014 年总投资占 GDP 比重将进一步走低。

从中美利率走势当中可以看出，美国利率在低洼地区已经多年，而中国利率一直在高位震荡。从两国央行的举动可以看出，美国将逐步进入加息周期，而中国则倾向于降低融资成本来减轻社会的借贷压力。

图 3.1.2：中国关键期国债到期收益率走势



资料来源：Wind&南华研究

图 3.1.2 显示，09 年无风险利率是近年来的低点，在货币政策及财政政策双宽的情况下，国内资金面曾出现一段较长时间的低成本。过低的成本及过于泛滥的流动性引发大量愚蠢决策，无效投资及资源错配等大量存在，金融资金落入空转，最终流入房地产及固定资产行业，令其他行业缺乏资金及忍受高成本，不利于经济复苏。

由于国家政策对房地产的持续打压及继续投资房地产的不可持续性，令资金逐渐另寻出路。今年 7 月下旬沪深两市形成升势，一直持续至 11 月中旬，可以判断的是流动性充裕是这波行情的推手，尤其是每当市场流动性偏紧时，央行即利用各种工具释放出流动性。11 月下旬开始沪深两市出现强势爆发，央行主动降息是股市由强转超强的关键点及信号起点。股市的超强势将会出现“赢家通吃”局面，将债市及房市的资金吸引过去，其出现短期流动性紧张。

本轮央行放水行情对其他行业必将带来资金挤出效应，首当其冲的是楼市。按照高盛预测的 4000 亿元和有关机构预测的银行理财产品弃楼市进股市，仅这两项就使上万亿元资金从楼市流出。这对房地产市场的打击之大是空前的。其次本轮股市的疯狂上涨行情导致债券市场血液流失，国债期货 1503 合约从 98 的高位跳水至 95.4 (2014/12/8)，资金受股市行情影响提高了对收益率的要求，基于市场盲目原因，无风险收益率的升高将令企业的融资成本升高，流动性流失更加严重。对流动性的吸引力、诱惑力空前之大，

各路资金包括多年不景气的实体企业都很大可能将资金转移到股市。

鉴于资金首先从房地产行业中挤出，中央可能乐见其成。但另一方面债市及实体经济的失血，必须继续输血才能有效遏制恶化。中央早已就中国版“马歇尔计划”（新丝绸之路）四处经营，期间需要大量的资金支持，因此我认为央行将继续源源不断地供血，为市场提供不断的流动性。短期内资金利率受多种原因影响骤紧（如风险管理收紧、金融机构短期加杠杆过度等因素），但中长期资金依然保持下行趋势。

### 3.2. 宏观资金流向

资金是股市的生命，无资金不成牛市。从地域划分，资金可分为国外资金及国内资金。国外资金流入国内，首先反映在汇率变化上。而国内资金流入股市，则可以从资产配置上寻找迹象。过往十数年由外汇占款主导基础货币的投放，其时央行对基础货币的控制力较弱，外汇占款阶段性脉冲令央行操作上存在困难，银行间利率难以成为显示央行利率信号的政策工具。2008~2010 年间，货币供应量成为判断货币政策松紧的信号。往后，由于提供融资的主体多元化及表外融资的旺盛，令传统的货币供应量等指标钝化，社会融资总量成为焦点。进入 2014 年，随着“央妈”进行干预的工具数量及频率增大，央行的举动已经成为观察资金松紧动向的先行指标。

图 3.2.1：美元兑人民币汇率与沪深 300 指数走势



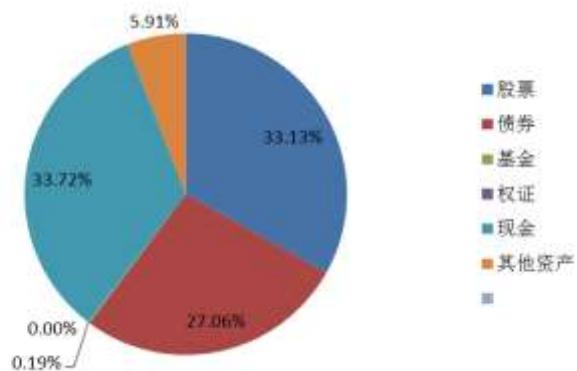
资料来源：Wind&南华研究

2014 年上半年，人民币兑美元处于一个贬值的趋势，表明市场对人民币的需求比美元弱，资金倾向于兑换成美元，流入的资金小于流出的资金，外汇占款的溢出效应呈负面影响。在资金外流的情况下，人民币供应相对减少，对于资金密集型的股票市场来说，无形之中减少了上行的可能性，此段时间沪深 300 指数一直处于震荡下行趋势。6 月底，一路高走的汇率出现了拐点，一路至 11 月中旬人民币都处于升值的状态，表明资金对人民币的渴望高于美元，此段时间沪深 300 指数进入慢牛阶段。11 月底人民币再度贬值，更多的原因在于市场认为中国央行会执行更宽松的货币政策，尤其在央行主动减息之后，2015 年更宽松的预期影响近期汇率走势。2014 年下半年 A 股市场的走势已经惊动国际资金，虽然 12 月中旬进入震荡器，由于波动率增大，再加上央行继续宽

松的预期，QFII 额度的加大以及沪港通令外资进入渠道增多，国际资本进军 A 股的可能性大增。

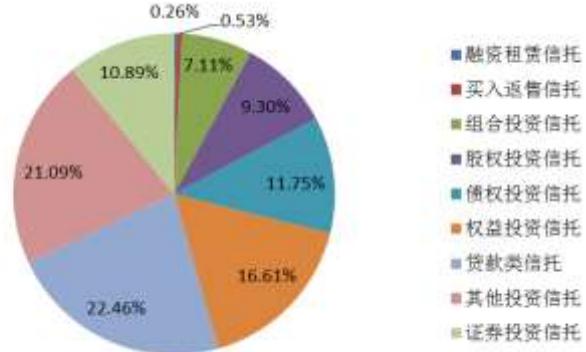
金融市场上，卖方是渠道和资金的供应者，买方则是市场风险的 *takers*，在凶险的金融市场中打败对手存活下来的一批“弄潮儿”。作为资金管理的主动方，基金和信托的资产配置成为观察市场走势的指标。截至 2014 年 12 月 12 日，信托的规模达 1.44 万亿，而公募基金的规模则超越信托达到 4.08 万亿（2014 年 3 季度）。

图 3.2.2: 公募基金资产配置（2014 年 3 季度）



资料来源：WIND、南华研究

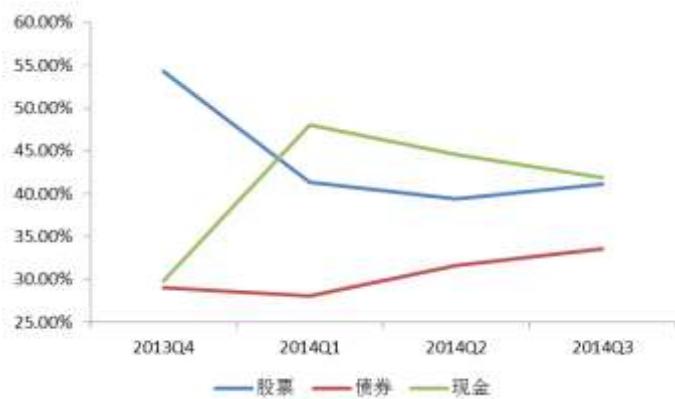
图 3.2.3: 信托产品资产配置比例（2014-12-12）



资料来源：WIND、南华研究

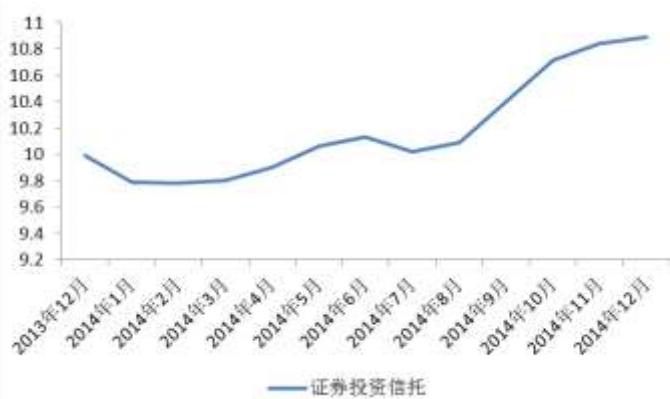
从上图可以看出，2014 年 3 季度，机构还是处于一个较保守的态度，股票占净值只有 41.14%，而持有现金的比例则超过股票占净值的比例。2014 年 12 月份，贷款类信托和其他信托在信托规模占比中不相上下，证券投资信托只有前两者的一半。

图 3.2.4: 公募基金资产配置变化趋势



资料来源：WIND、南华研究

图 3.2.5: 信托产品资产配置变化趋势



资料来源：WIND、南华研究

结合历史走势分析，我们可以从公募基金资产配置的变化趋势中发现，公募基金持有股票的比例逐步上升，从 39.38% 的低点增加至 41.14%，而且这只是这轮 A 股牛市行情前面部分的慢牛阶段，相信 4 季度报告出来后，公募基金持股占比会进一步上升。至于信托的态度更为进取，2013 年 12 月份证券投资信托占总规模的比例不足 10%，2014 年 3 月份更是跌至 9.8% 的低点。但随后逐步反弹，直至 2014 年 12 月上旬末，

证券投资信托的占比提升只 10.89 显示资金从其他方面流入证券市场。鉴于市场认为央行在 2015 年会更为宽松，预料将会有更多的资金流向证券市场。

## 第4章 A股市场估值分析

### 4.1. 市场估值与指数顶底位置判断

对市场的估值是为了找到买卖点区域，而 PE,PB 是市场估值的最基本指标，可以根据市场整体的 PE,PB 值对整个市场进行判断，但由于其是一个区间，很难准确定位市场底部，本文给出一种三步定位方法，可以根据估值配合其他方法来定位市场的高低区域，所有统计以周线为主，股价为不复权数据，对于底部位置如下图：

图 4.1-1 指数底部区域定位图

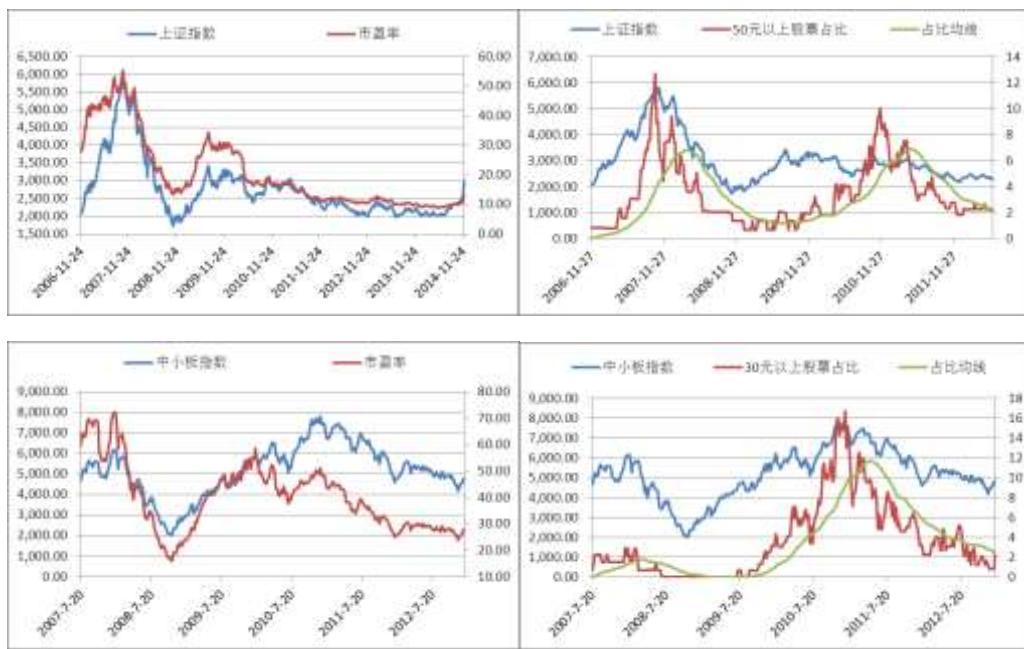


资料来源：wind&南华研究

从图 4.1-1 中可以看出，当上证指数市盈率达到 11 以下时，有可能会形成底部，但时间跨度很长，有时指数下跌范围也还很大，所以引入一个价格的绝对值来进行底部的二次定位，为此我们统计不复权的 A 股市场每周股价在 2 元以下的股票数量占据整个市场股票数量的比重，来定位底部的具体位置，由上图可以看出，当 2 元以下股票数量超过千分之六之后，有可能将形成底部，但这个占比可能超过千分之六很多，于是引入第三次定位，我们算出占比的均线，如果占比值下穿其均线，则认为将会有一段行情出现。对于图中为红线超过千分之六，而之后黄线下穿红线，即为一段上涨行情的开始。同理用在创业板中，也有效，只是参数不同，当创业板市盈率小于 35 时，4 元以下股票占比超过千分之六，占比下穿占比均线时，将会形成比较准确的底部定位点。

对于顶部区域的确立，仍然用此方法，只是股票占比改为股价超过 50 元的股票数量占比。

图 4.1-2 指数顶部区域定位图



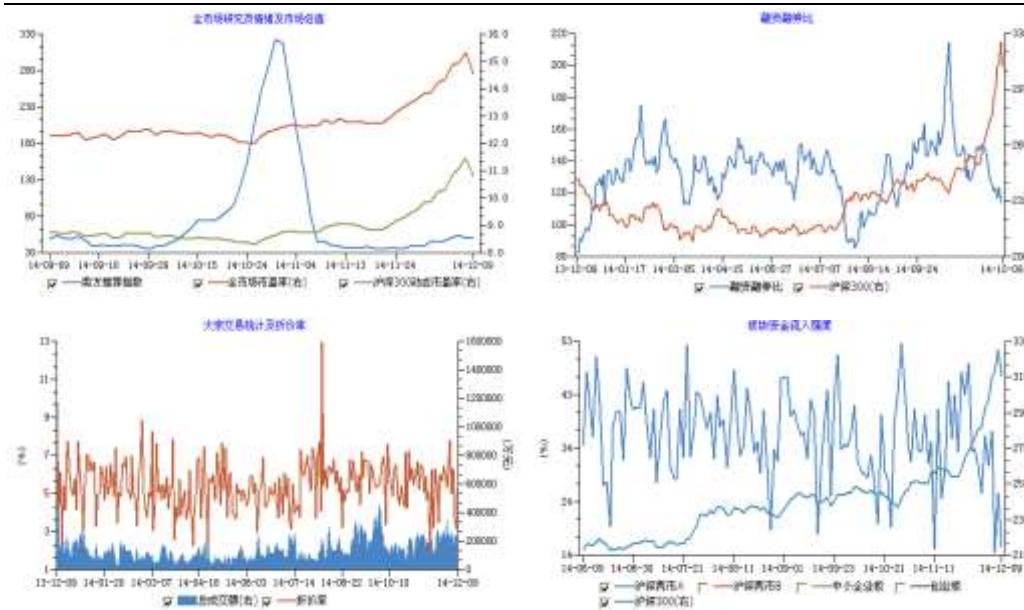
资料来源：wind&南华研究

由图 4.1-2 可以看出，上证指数市盈率超过 30 后有可能形成顶部，而且所有 50 元以上股票的占比达到千分之 8 时，可能会产生顶部，并且当 50 元以上股票占比下穿占比均线时，将会是比较确定的顶部位置。

同理对于中小板，当市盈率超过 50 时可能会形成顶部，但中小板的 30 元以上股票占比超过千分之六有可能形成顶部，并且当 30 元以上股票占比下穿占比均线时，将会是比较确定的中小板顶部位置。

另外市场估值结合市场参与者情绪也可以判断顶底区域

图 4.1-2 指数顶部区域定位图

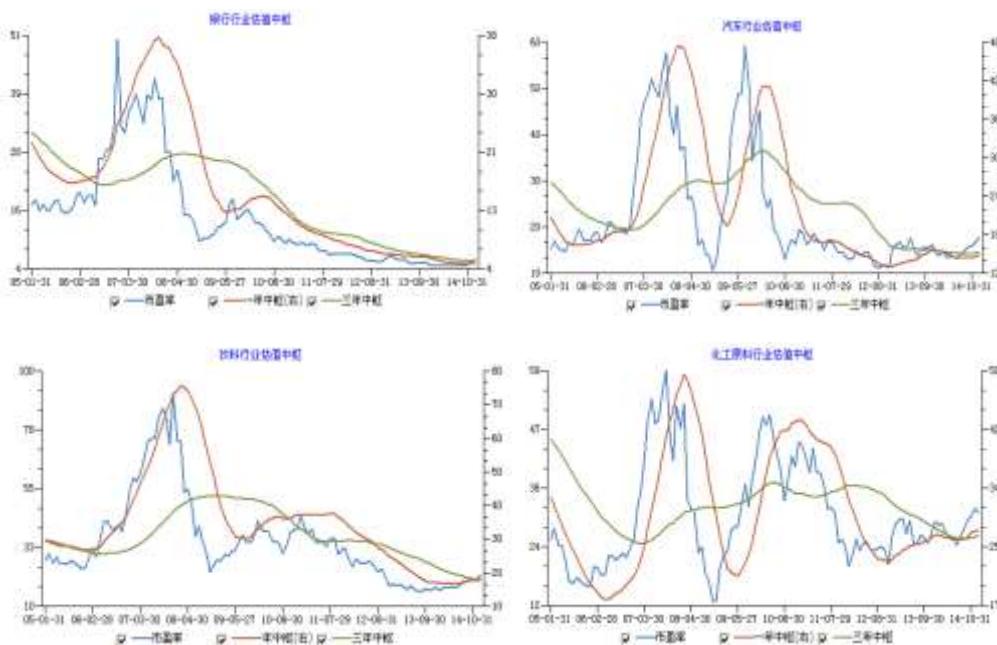


资料来源: wind&南华研究

从图中可以看到, 当全市场市盈率在 13 以下时可能会形成底部。在此条件下, 结合市场中研究员情绪来说, 10 月 30 日反弹到高位后, 研究员卖方推荐指数达到最大值, 但之后行情继续反弹, 卖方指数随即快速大幅下跌, 必定是市场中的专业人员, 根据走势, 对市场的看法调整很快, 认为上涨会一直持续, 所以之后卖方指数一直处于极低的位置, 大家意见比较一致, 可以成为确定市场底部的一个信号; 对融资融券比来说, 在 10 月 23 日回调到底部, 融资融券比达到最大值, 进行融资融券的投资者一般都是比较资深投资者, 对行情的把握比较准确, 成熟投资者在指数回调到低位时进行大幅融资买入, 也可以成为一个底部的信号, 目前融资融券比在指数的高位大幅下跌, 处于历史第二低位, 说明资深投资者对后市行情已经不是很乐观, 所以目前位置应谨慎对待; 对大宗交易的折价率来说, 7 月 30 日, 是折价率最高的时段, 此时反弹到阶段性高点, 此时高折价率可以成功实现套现, 确保成交的前提下价格会比较有利, 可以确定为一个阶段高点, 在 11 月 14 日, 折价率最低, 这里也是指数开始起飞的时候, 这时大家都不愿折价出让, 所以折价率低, 并且成交量小, 预示着底部位置; 板块资金流入强度来说, 在指数每次回调到低位后, 板块资金流入强度都会到达最高点附近, 并且这个相同动作在不同的位置重复 6 次进行, 可以看出资金对低位筹码求之若渴的状态, 但目前位置来看, 指数虽然在目前最高位, 但板块资金流入强度一直持续在减小, 说明后续资金可能将不能和指数保持相同的增速, 所以目前位置不容乐观, 应防止指数大幅回调。

以上是根据指数估值及股票绝对价格及市场参与者情绪来确定市场的顶底位置, 顶底确定之后, 如何根据估值来确定比较有潜力的行业, 下面根据行业估值区间及估值弹性来选择行业

图 4.1-3 行业估值区间图



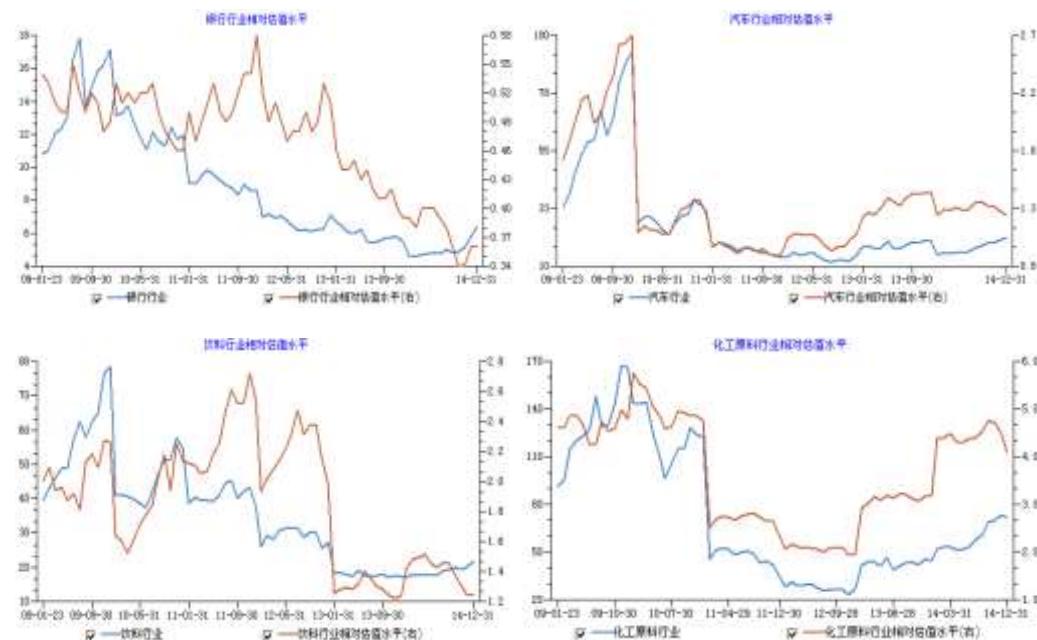
资料来源: wind&南华研究

从图 4.1-3 中可以看出, 这四个行业一年估值中枢, 三年估值中枢非常接近, 而且市盈率都在各自行业历史中的低市盈率区间, 估值有爆发的可能, 所以后市应列为重点

关注行业。

选出上述四个行业后，根据估值弹性，来选择后市相对与大盘可能爆发力度较大或者波动较大的行业。

图 4.1-4 行业估值弹性图



资料来源：wind&南华研究

从图 4.1-4 可以看出，对于银行行业，相对与大盘其估值最小，其绝对估值也最小，其估值上升的区间广阔，所以银行业将是首选行业。其次是饮料行业，再次汽车行业，最后是化工原料行业，但化工原料行业相对估值和绝对估值都比较高，暂时放弃该行业。

综上所述，目前我们认为市场走牛，但短期涨幅过大，有回调需求，在回调之后，牛市还会继续，为此我们精选行业，认为银行业最具潜力，其次饮料行业，再次汽车行业，下文将就公司估值进行研究。

## 4.2. 公司盈利分析

在上文，我们认为目前是牛市，而且给出了其中的三行业最具潜力，那么在这些行业中那些公司最值得投资。净资产收益率是公司盈利能力的指标，总资产周转率是盈利效率的指标，净利润比营业收入是利润质量的指标。用这三个指标对三行业的公司进行筛选，可以得到该行业第三季度盈利能力较强的公司。

表 4.2.1：银行行业盈利能力指标表

证券简称	净资产收益率 ROE (%)	总资产周转率 （次）	净利润/营业 总收入 (%)	综合盈利能力	盈利能 力排序
建设银行	16.81	0.03	44.44	19.95	1
工商银行	16.32	0.03	45.20	18.44	2
民生银行	17.05	0.03	37.46	18.27	3
兴业银行	17.66	0.02	42.45	17.77	4

招商银行	16.15	0.03	36.73	16.96	5
农业银行	16.94	0.03	38.71	16.91	6
浦发银行	15.97	0.02	39.17	14.70	7
宁波银行	15.76	0.02	41.37	14.35	8
光大银行	14.32	0.02	40.33	13.40	9
北京银行	14.82	0.02	45.34	13.24	10
中国银行	13.59	0.02	39.50	12.67	11
南京银行	14.53	0.02	36.38	12.42	12
中信银行	13.57	0.02	35.49	11.61	13
华夏银行	14.51	0.02	32.37	11.08	14
平安银行	13.14	0.03	28.72	10.23	15
交通银行	11.77	0.02	38.24	9.99	16

资料来源：万得&南华研究

表 4.2.2 中，将这三种指标按权重合成一个综合指标后排名，从表中可以看出，建设银行，工商银行，民生银行是银行中最值得投资的银行。

表 4.2.2 为饮料行业盈利能力指标列表，根据盈利能力综合指标，从表中可以看出，承德露露，贵州茅台，洋河股份是饮料行业盈利能力最佳的公司。

表 4.2.2：饮料行业盈利能力指标表

证券简称	净资产收益率 ROE (%)	总资产周转率 (次)	净利润/营业 总收入 (%)	综合盈利能力	盈利能力排序
承德露露	31	1	17	616	1
贵州茅台	23	0	51	467	2
洋河股份	22	0	32	302	3
今世缘	20	1	29	292	4
伊力特	17	1	24	214	5
五粮液	13	0	32	140	6
青青稞酒	13	0	25	138	7
泸州老窖	12	0	28	120	8
张裕 A	12	0	25	119	9
张裕 B	12	0	25	119	10
青岛啤酒	15	1	9	117	11
啤酒花	11	1	13	104	12
古井贡酒	12	1	13	91	13
古井贡 B	12	1	13	91	14
山西汾酒	10	1	14	74	15
燕京啤酒	8	1	8	41	16
兰州黄河	7	0	11	38	17
重庆啤酒	11	1	4	27	18
会稽山	6	0	13	22	19
老白干酒	7	1	4	15	20

资料来源：万得&南华研究

表 4.2.3 为汽车行业盈利能力指标列表, 根据盈利能力综合指标, 从表中可以看出, 长安汽车, 中通客车, 长城汽车是汽车行业盈利能力最佳的公司。

表 4.2.3: 汽车行业盈利能力指标表

证券简称	净资产收益率 ROE (%)	总资产周转率 (次)	净利润/营业 总收 (%)	综合盈利能力	盈利能力排序
长安汽车	25.8471	0.6206	14.7990	237.39	1
长安 B	25.8471	0.6206	14.7990	237.39	2
中通客车	29.8815	0.7358	10.4085	228.85	3
长城汽车	18.9163	0.7967	13.1159	197.66	4
江铃汽车	15.9474	1.0774	8.4601	145.36	5
江铃 B	15.9474	1.0774	8.4601	145.36	6
上汽集团	14.4444	1.2484	6.0489	109.08	7
隆鑫通用	12.3638	0.8796	9.5791	104.17	8
宇通客车	12.5340	0.8679	7.5024	81.61	9
中国汽研	9.3715	0.2454	31.9683	73.52	10
广汽集团	6.7196	0.2638	13.9831	24.79	11
江淮汽车	6.1061	1.0135	1.6935	10.48	12
力帆股份	5.5542	0.3967	4.3208	9.52	13
金龙汽车	5.8741	0.8916	1.7219	9.02	14
中国嘉陵	10.1581	0.4178	1.8594	7.89	15
东风汽车	3.0697	0.6434	1.8045	3.56	16
海马汽车	2.2335	0.5889	2.1579	2.84	17
一汽轿车	2.8249	1.1360	0.5420	1.74	18
福田汽车	2.0132	0.7438	1.0217	1.53	19
比亚迪	1.6534	0.4877	1.5302	1.23	20

资料来源: 万得&南华研究

## 第5章 资金流向分析

### 5.1. 净流入金额与市场波动特征

资金流向就是股市中的资金主动交易选择的方向。从量的角度去分析资金的流向，尤其是如何从净流入金额的角度去分析市场的变化，如何形成相关的策略，是本文主要探讨的问题。

根据中国沪深交易所提供的成交数据，将主动性买盘视为资金流入，主动性买盘代表有场外资金愿意以比当时成交价更高的价格来买入股票。将主动性卖盘视为资金流出，主动性卖盘代表有场内资金愿意以比当时成交价更低的价格来卖出股票。部分交易指令的价格正好同时匹配时，这部分成交量没有买卖标识，可视为中性盘。中性盘在总成交量中仅占很小的比例。将一只股票每日的主动性买盘以及中性盘之和，视为资金流入，将主动性卖盘的汇总之和视为此股票当日的资金流出。

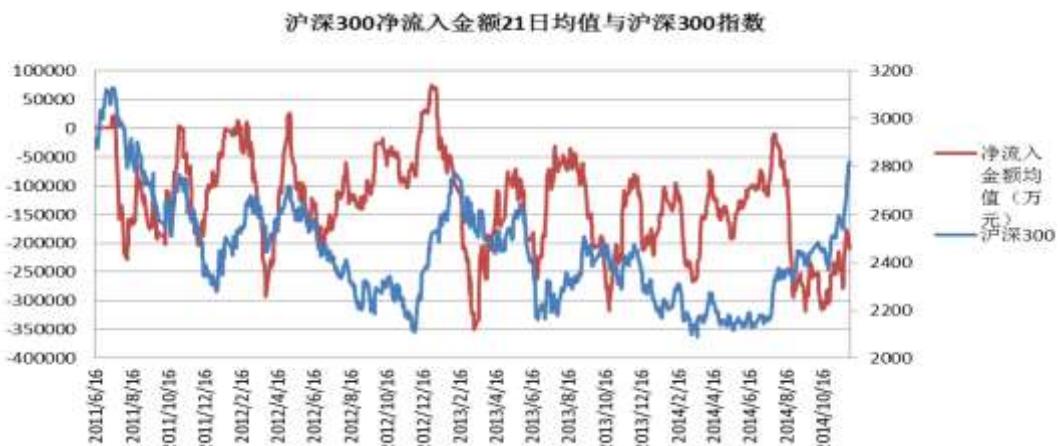
资金流入与资金流出的差值就是资金净流入，资金净流入反映了市场在综合买入和卖出金额后，得到的买卖意愿的方向，一般情况下，资金净流入为正反映了市场做多意愿强，是看涨的力量，反之则是做空意愿强，代表做空的力量。资金净流入的判断无论对于分析股市大盘走势还是对于个股操作上，都起着至关重要的作用。

#### 5.1.1. 运用净流入金额分析市场拐点

本文中的资金流向数据源自 wind 金融终端提供的交易所 level2 资金流向数据，按照日交易汇总后，得到市场的每日净流入数据。先计算每日资金净流入额的 21 日均值，观察净流入金额的变化与市场波动的特点。

如图 5.1.1 中显示的是沪深 300 板块的资金净流入金额 21 日均值变化与沪深 300 指数的变化关系图，图中的波动显示两者有明显的相互影响关系，整体上资金净流入出现峰值时，市场随后也出现阶段高点。但两者也略有差异，首先峰值出现的时间上有差异；其次，即使波动有关联性，但波动的趋势性有时是有差异的。比如 2012 年下半年期间，资金净流入金额持续震荡向上，而沪深 300 指数却继续震荡向下。再次，但当指数呈现持续的横向整理时，两者曲线的波动差异较大。

图 5.1.1：沪深 300 板块净流入金额 21 日均值与沪深 300 指数走势图



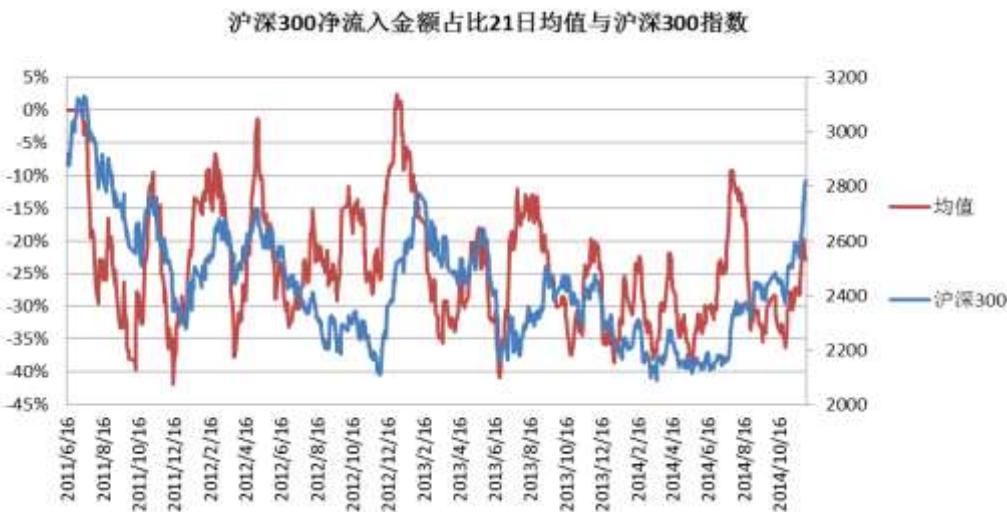
数据来源: wind&南华研究

经笔者分析, 上述差异的主要原因是资金净流入的金额常会出现更大的波动, 市场或因为出现了重大的政策或事件的影响, 导致市场短时间内出现了大量的资金流入或流出现象, 最终导致资金净流入金额的 21 日资金曲线受到影响, 而产生了不同的波动幅度和趋势。因此, 为了屏蔽资金净流入金额绝对值的影响, 将资金流入金额占比减去资金流出金额占比, 得到资金净流入金额占比, 将此占比计算 21 日均值, 得到的曲线与沪深 300 指数波动曲线比较, 如图 5.1.2。

将净流入金额改为净流入金额占比后, 占比的曲线就趋向于一个箱体震荡的曲线, 而从理论上看, 假设市场资金流向全部为流出时, 净流入金额占比为-100%, 反之全部流入时, 净流入金额占比为 100%。这样, 就通过占比的转化, 将净流入金额的变化转化为在 100% 到-100% 波动的指标, 而且通常情况下, 市场也不可能出现一边倒的情况, 所以净流入金额占比指标会在一个更小的区间内波动, 便于在图形中观察。

由于资金净流入占比指标在一个区间内波动, 出现的峰值和谷值趋向一致, 这样就便于形成判断行情的稳定信号。从图 5.1.2 中观察发现, 当净流入金额占比向上突破-15% 后, 在-15%上方形成阶段拐点后, 往往沪深 300 指数也会随后出现阶段高点。而净流入金额占比在低于-35%形成低点并展开反弹后, 也预示的沪深 300 指数将形成阶段低点并将随后企稳反弹。因此, 从占比角度观察资金净流入的变化, 有助于揭示市场的波动规律, 对交易策略的形成有一定的实战意义。

图 5.1.2: 沪深 300 净流入金额占比 21 日均值与沪深 300 指数



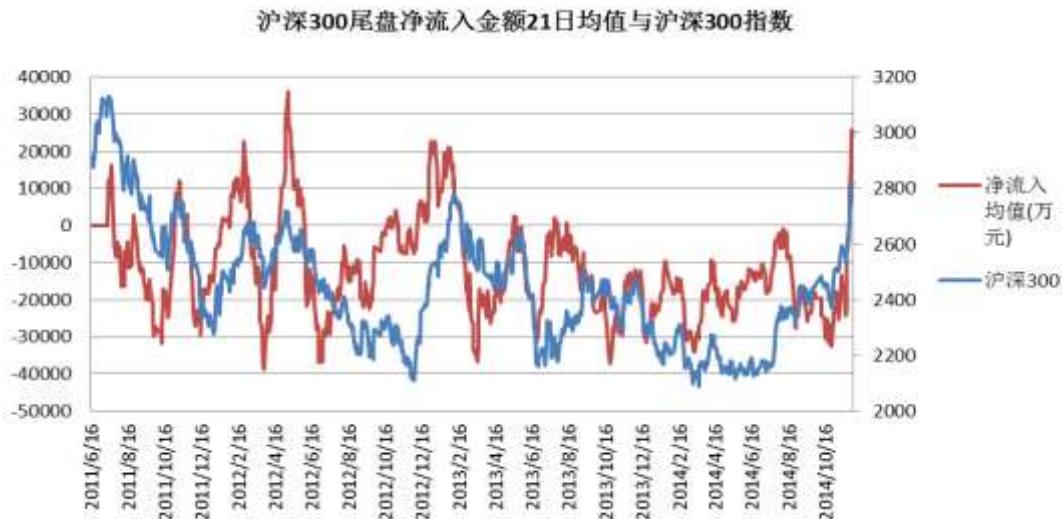
数据来源: wind&南华研究

### 5.1.2. 关注每日尾盘资金流向

经笔者通过多个纬度对资金流向的统计, 发现尾盘资金流向往往能较真实的反映市场参与者的交易意愿。股市在近期出现了波澜壮阔的权重股走势, 但从净流入金额看, 近期反而出现了下降, 资金净流入金额的变动曲线未能随着沪深 300 指数的上涨而同步创出新高。而在分析每日早盘, 盘中和尾盘的资金流向时, 仅发现尾盘的资金净流入金额的变动态吻合近期的行情走势, 出现了大幅上扬。究其原因, 尾盘由于临近收盘, 一天交易的波动风险已经释放, 而由于时间临近收盘, 有买入意向的交易者被迫以更高价买入股票, 以确保当天的交易能成交, 因此, 这时的买卖意向往往是最真实的, 也能正确反

映投资者对后市的看法。

图 5.1.3 沪深 300 尾盘净流入金额 21 日均值与沪深 300 指数



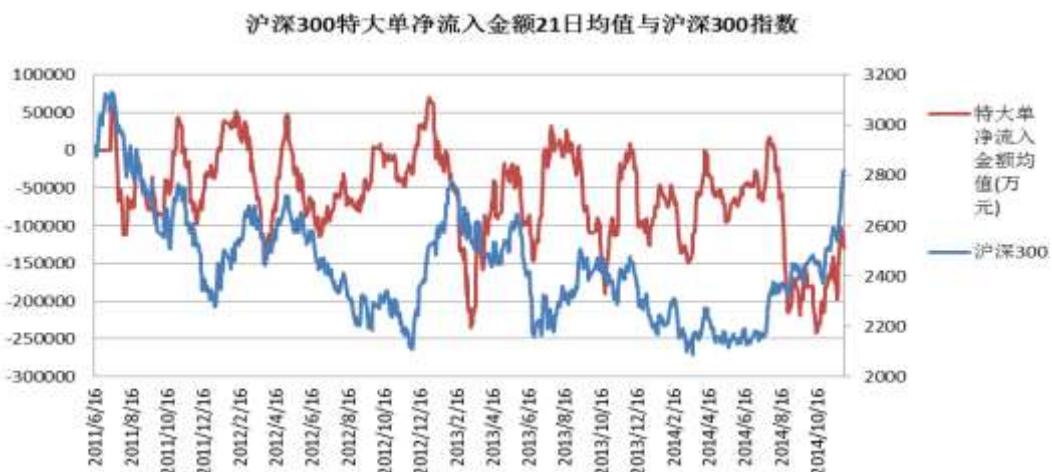
数据来源: wind&南华研究

### 5.1.3. 特大单和小单资金流向与市场波动的关系

证券市场的参与者形形色色，无论从资金实力和投资方法上都有很大的差别。仅从单边成交金额区分，就可以分为特大单和小单。特大单是指单笔交易金额超过 500 万的交易单，从常识看，特大单的出现，往往表示了交易者坚定的买入或者卖出的意愿，因而更能准确的反映市场的交易情绪。也就是说一般认为，当特大单净流入金额出现高峰时，预示市场将展开上涨行情。

将沪深 300 板块的特大单数据取 21 日均值得到变动曲线，再加上沪深 300 指数的变动曲线得到图 5.1.4。但从图 5.1.4 看，特大单净流入金额变动曲线与沪深 300 指数出现了同涨同跌的现象。也就是说，当特大单集中出现时，也往往是行情的高点，这与大多数交易者的日常概念不同。

图 5.1.4: 特大单净流入金额 21 日均值与沪深 300 指数



数据来源: wind&南华研究

同法用小单净流入金额取 21 日均值, 得到图 5.1.5, 图中显示, 当沪深 300 指数出现高点时, 小单净流入金额却出现谷值, 而在沪深 300 处于阶段低点时, 小单净流入出现了峰值。数据显示小单净流入金额更能代表市场中“智慧”投资者的交易。

图 5.1.5: 小单净流入金额 21 日均值与沪深 300 指数



数据来源: wind&南华研究

难道是市场中散户的交易水平普遍出现了大幅的提高? 这个假设应该是不成立的。证券市场如同战场, 成功者永远是少数。市场的主力在布局时, 往往是静悄悄, 避免引起旁人的注意。而在出货时, 为了引起大众跟随买入, 这是才需要用大买单吸引跟风盘, 然后就可以顺利逢高出货。这些就是主力出入市场的主要手段, 这些交易手法的变化, 反而成为我们判断市场走向的有利工具。

纵上所述, 跟踪净流入金额的变化, 能有效的分析市场情况的变化, 结合资金净流入金额的变化, 占比的变化, 以及分析尾盘资金流向变化, 再加上对特大单和小单的分析, 能跟踪市场交易主体的交易信息, 有助于寻找市场的拐点, 通过判断市场的波动在市场中获取利润。

## 5.2. 基金仓位变动分析

中国的证券投资基金初创于 20 世纪 90 年代初期, 规范于 90 年代末期, 在短短的十余年里, 中国证券投资基金从无到有, 经历了初创到规范、规范与发展并重的历程。截止到 2014 年 12 月 10 日, 我国共有基金证券投资基金 1866 只, 净值总额合计约为 39496 亿元。在 1866 只基金中, 主动投资型基金有 1540 只, 基金净值总额约 36353 亿元, 占全部基金净值总额的 92.04%, 占有绝对的优势。

以证券投资基金为主体的机构投资者, 引导社会资金通过基金进入证券市场, 对于改善我国证券市场的投资者结构, 抑制市场过度投机, 倡导理性投资理念, 保障证券市场的长期健康稳定发展, 具有重要意义。对基金仓位的分析, 有助于明确基金的投资风格, 为更多的投资者选择和购买基金服务, 也从跟踪基金仓位的调整, 观察机构投资者对市场的整体看法, 可做为交易投资的辅助依据。

### 5.2.1. 基金仓位调整分析

将基金公开披露的季报中的数据汇总后，按照资产类别分类，得到 2013 年以来全部基金各类资产汇总后的占比，具体数据如表 5.2.1。中国证券市场在 2013 年 1 季度达到反弹高点后，随后出现持续震荡下跌的走势，在 2013 年 6 月上证指数最低下跌至 1849.65 点。之后低位震荡后，从 2014 年 5 月开始了一波震荡上涨的行情。从对应行情走势的时间段看，在 2013 年上半年，行情处于阶段高点时，股票的投资比例维持在 48% 至 50% 的高位，现金资产在 10% 至 20% 的低位。在 2014 年上半年震荡筑底的过程中，基金并未出现逆向抄底的过程，这时股票资产从接近 50% 的高位降低至 30% 左右，而现金资产增加至 35%。所以从资产配置变化的情况看，基金整体行业未能如投资者预期的低买高卖，起到市场稳定的作用，基金行业的交易行为和散户一样，也是追涨杀跌。

表 5.2.1 基金季报中披露的资产配置比例

	股票[%]	债券[%]	基金[%]	权证[%]	现金[%]	其他资产[%]
2014 年三季	33.12	27.05	0.19	0.00	33.71	5.91
2014 年中报	31.48	25.31	0.25	0.00	35.65	7.30
2014 年一季	33.01	22.46	0.26	0.00	38.29	5.96
2013 年年报	43.93	23.48	0.31	0.00	24.07	8.17
2013 年三季	48.59	26.86	0.34	0.00	19.35	4.83
2013 年中报	49.13	31.28	0.37	0.00	12.55	6.64
2013 年一季	48.26	27.22	0.41	0.00	19.25	4.85

数据来源：wind&南华研究

由于季报时间跨度较大，仅能粗略的反映基金的投资情况。为了更详细的观察基金投资仓位与行情走势的关系，将开放式基金的每日股票投资比例数据与沪深 300 行情走势数据显示在图 5.2.1 中。从图中明显发现，沪深 300 指数在 2014 年上半年震荡筑底的过程中，基金的股票投资比例从最高的 78% 以上下跌至最低 74% 以下。甚至在 2014 年 7 月份的上涨行情中，股票投资比例仍然在继续向下，之后行情继续上涨后，基金才迅速增加了股票投资比例。

由于股票投资基金在股票市场中要维持一定比例的投资，虽然投资比例有所下降，但整体影响较小，避免了像散户一样空仓踏空行情，能实现较稳定的盈利。可是这些机构投资者的交易水平不敢恭维，难以发现行情的拐点，进行逆向操作。证券市场的一个原则是赚钱的永远是少数人，这个原则对基金这种机构投资者同样适用，能跑赢市场的仍然是少数基金。虽然都是机构投资者，一样无法摆脱二八法则的桎梏，证券市场的真理在少数人手中。

2014 年 11 月以来，中国股市出现了暴涨行情，从图 5.2.1 中发现，基金仓位在 11 月份还出现了下降的趋势，基金减仓后，在 12 月才再次加仓进场。

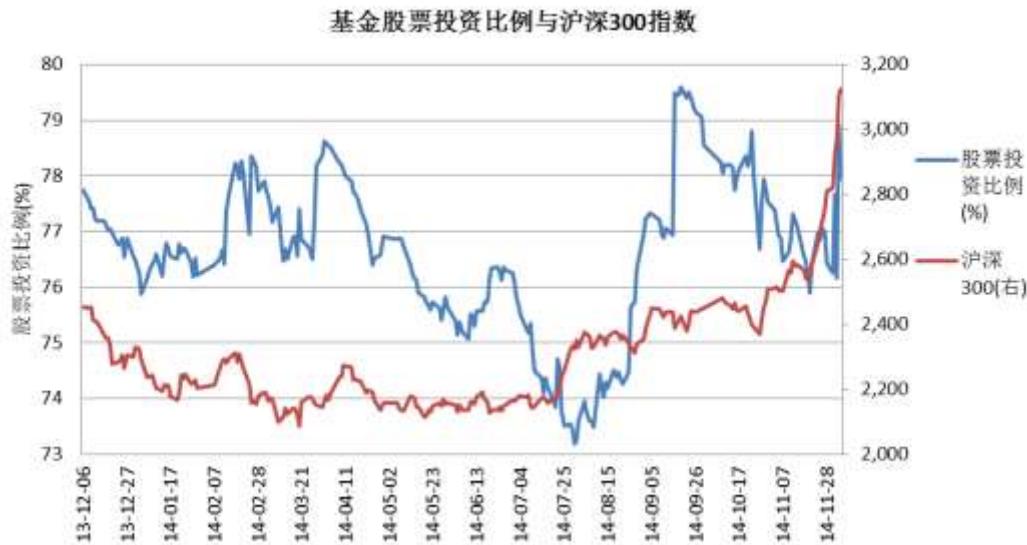
根据证监会在 12 月 5 日的披露，“11 月 24 日至 12 月 4 日，各类专业机构投资者合计净买入 309 亿元，一般法人机构净卖出 1252 亿元，自然人投资者净买入 659 亿元，沪股通投资者净买入 284 亿元。”也就是说，产业资本在净卖出，而接盘的资金类型中，散户占 52.6%，境内机构占 24.6%，境外资金占 22.7%。

中国证券登记结算有限责任公司 12 月 3 日公布的数据显示，上周沪深两市新增 A 股开户数 369397 户，环比增加 58.15%。当周参与交易的 A 股账户数 2027.39 万户，环比增加 43.11%。

以上数据都说明，这轮暴涨行情的主要参与者竟然是散户，也证明了图 5.2.1 中机构持

股比例是正确的。显然，由于个人投资者交易灵活，善于发挥快进快出的灵活性，而机构投资者由于仓位的种种限制，加上体量庞大，难以快速调整来适应市场。但机构投资者的优势是由于在多行业的股票配置，在市场波动时，总能获得部分收益，不会有明显的踏空。

图 5.2.1：基金股票投资比例与沪深 300 指数走势



数据来源：wind&南华研究

## 5.2.2. 基金行业持股变动分析

如表 5.2.2 是根据 2014 年第三季度报汇总的基金调仓数据，由于第三季度基金在持续减持股票，所以十大加仓行业的变动比例也是负值，但相较于其它行业，减少的最少，也就变成了加仓的行业。

从减仓行业和加仓行业中发现，基金明显减少了非周期行业的配置，电子、计算机、医药和食品卫生等行业都出现了明显的减仓行为。而周期行业却增加了配置，如交通运输、建筑材料、银行、采掘、汽车、房地产等。

调仓的原因一方面是电子、计算机、传媒等行业之前已经出现了比较客观的涨幅，基金将持有的筹码获利平仓。另一方面，基金对宏观面，基本面，政策面的把握要显著强于普通投资者，能预判和领悟市场经济走势和国家政策调整。近期由于国家推出了“一带一路”的战略调整，加上行情配合，交通运输、银行、房地产、非银金融等行业都走出了强劲的上涨行情。显然基金强项在于战略布局，以及对经济走势的分析，善于行业和上市公司基本面研判，这和基金对研究分析的投入与人才储备是分不开的。

表 5.2.2: 2014 年第三季度基金加仓减仓十大行业

十大减仓行业				十大加仓行业				
行业名称	本期	变动[%]	上期	行业名称	本期	变动[%]	上期	报告期
电子	41.20	-5.77	46.97	交通运输	68.65	-0.12	68.76	2014-9-30
计算机	37.17	-5.66	42.83	综合	36.71	-0.37	37.08	2014-9-30
医药生物	46.96	-5.54	52.50	建筑材料	45.79	-0.38	46.17	2014-9-30
食品饮料	48.57	-4.51	53.08	银行	82.68	-0.52	83.20	2014-9-30
传媒	44.24	-4.26	48.50	采掘	86.69	-0.66	87.36	2014-9-30
休闲服务	44.31	-3.70	48.02	汽车	53.49	-0.78	54.27	2014-9-30

通信	51.76	-3.32	55.08	房地产	52.87	-1.06	53.92	2014-9-30
农林牧渔	46.59	-3.05	49.64	纺织服装	44.25	-1.06	45.30	2014-9-30
国防军工	63.04	-2.92	65.96	非银金融	60.63	-1.06	61.69	2014-9-30

数据来源: wind&南华研究

基金长期持有市场筹码，而且善于行业布局，当市场来行情时，基金是首当其冲的受益者，因此基金是投资证券市场的有效渠道。做为参与市场的广大投资者，可以参考基金的仓位变动，在进出市场时，逆基金交易，人弃我取；在行业选择上，跟踪基金调仓布局，买入基金关注的行业。这一顺一逆的方法，或许就能帮助普通投资者在资本市场中傲视机构投资者。

## 第6章 股指行情展望及策略

### 6.1. 沪深 300 指数走势推演

从自然法则的角度看，本波牛市沪深 300 指数保守的目标位看到 4108 点附近，但中途会在 3466-3500 点区间受压振荡，突破该阻力区后，仍然会在 3690 点和 3890 点附近受压振荡洗盘。

从循环周期的角度看，2015 年 2 月可能出现此波牛市的一个重要的中级顶部。

从技术上看，若周线图受压于 3466-3500 点阻力区，则调整的目标看到 3056 点，中途也可能守稳 3199 点后出现突破。

图 6.1.1：沪深 300 指数走势推演



数据来源：南华研究

### 6.2. 股指期货投资策略

建议长线多头投资者持有到 4000 点之上，中线多头可以考虑在 3466-3500 点区间减磅观望，并在出现急跌打压时回补。

中线空头若见到 3056 点的点位，建议大幅度减持或平仓观望。

**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 楼 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 号广电土百达大厦五楼 (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 楼 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 楼 103-104 号  
电话: 0663-2663886

## 免责申明

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)