

## 盈利上行力挺A股慢牛

### 摘要

2017 年的春季行情比以往年份来的都要早一些，刚步入新年不久，A 股指数就震荡上涨，在经历了 2016 年 12 月份的风险充分释放前提下，A 股几乎是延续 2016 年的慢牛行情震荡上升。

2017 年以来发生的事情都是比较确定，经济回暖和通胀预期并存。美国经济数据强劲，3 月份再次加息，全球通胀预期增强，同时避险情绪也开始升温，对中国而言，供给侧改革成果明显，各经济指标屡创近年新高，PPI、PMI、工业企业利润增速超预期，但是防金融风险也同时进入实施阶段，各个区房地产限购密集出台，所以说从宏观的角度看，当前中国经济处于回暖防通胀阶段。而对 A 股而言，存量资金尽量挖掘低估值股票，配置非周期的家电、白酒等行业，而大背景不好的创业板则频频遇冷，整体结构性行情显现，赚钱效应不明显。

针对结构性行情的投资策略，本报告着重分析了 A 股的盈利估值、板块热点轮动。我们的观点主要是认为当前 A 股的股权风险溢价相对较低，但高成长低估值行业还是有的，比如下半年受供给侧改革影响的农林牧渔业，在热点板块分析中，剖析了当前 A 股的存量资金炒作逻辑。在有限的篇幅内，我们都做了尽可能深入的讨论和研究，给投资者提供目前 A 股的运行逻辑，将有助于投资者研判第二季度的投资机会指明方向。

展望未来，我们研判二季度 A 股依旧以结构性行情为主。我们认为国内宏观经济依旧逐步改善，各个经济指标继续回升，但需要提防全球输入性通胀压力，会导致国内出现系统性金融风险。挖掘高成长低估值股票的投资已经形成趋势，敬请关于市场板块轮动节奏。

**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：  
0755-82577879

Z0010371

严兰兰：  
0755-82577410

Z0000591

姚永源：  
0755-82723950

Z0010046

赵鹏涛：  
0755-82577614

Z0010370

顾 巍：  
0755-82577542

Z0002443

杨 洋：  
0755-82777919

助理研究员

## 目录

|       |                          |    |
|-------|--------------------------|----|
| 第 1 章 | 市场回顾.....                | 3  |
| 1.1.  | 2017 年 1 季度行情表现.....     | 3  |
| 1.2.  | 期指基差及跨期价差分析.....         | 4  |
| 1.3.  | Hurst 指数研判.....          | 6  |
| 第 2 章 | A 股盈利估值分析 .....          | 7  |
| 第 3 章 | 二季度 A 股走势或更明朗 .....      | 11 |
| 3.1.  | 各行业板块近期表现 .....          | 11 |
| 3.2.  | 二季度 A 股走势将更明朗 .....      | 12 |
| 第 4 章 | 板块风格轮动剖析 .....           | 13 |
| 4.1.  | 大小盘股票比较.....             | 13 |
| 4.2.  | 高低市盈率股票比较 .....          | 14 |
| 4.3.  | 近期热点板块 .....             | 14 |
| 第 5 章 | 因子表现分析 .....             | 17 |
| 5.1.  | 动量因子表现 .....             | 17 |
| 5.2.  | 估值因子表现 .....             | 18 |
| 5.3.  | 规模因子表现 .....             | 19 |
| 5.4.  | 市场情绪因子表现.....            | 20 |
| 第 6 章 | 股指期货开仓限制前后期货市场波动对比 ..... | 21 |
| 第 7 章 | 股指行情展望及策略 .....          | 25 |
|       | 南华期货分支机构 .....           | 26 |

## 第1章 市场回顾

姚永源

yaoyy@nawaa.com

0755-82723950

### 1.1. 2017 年 1 季度行情表现

#### 1.1.1. 沪深 300 指数行情回顾

2017 年的春季行情比以往年份来的都要早一些，刚步入新年不久，A 股指数就震荡上涨，如图 1.1.1 所示。在经历了 2016 年 12 月份的风险充分释放前提下，A 股几乎是延续 2016 年的慢牛行情震荡上升。期间我们重点关注的沪深 300 指数最低点出现在 1 月 16 日 3264.2 点，最高点出现在 3505.98 点，振幅达 241.78 点，截止 3 月 28 日整个季度区间累计涨幅为 4.81%，IF 主力合约当季累计上涨 173 点，涨幅达 5.27%，期间最低点为 3191.4 点；上证 50 指数累计上涨 70.31 点，累计涨幅达 3.08%，期间最低点为 2286 点，IH 主力合约累计上涨 79.2 点，涨幅达 3.48%；中证 500 指数累计上涨 235.06 点，累计涨幅达 3.75%，期间最低点为 5872.4 点，IC 主力合约当季累计上涨 256.6 点，累计涨幅达 4.13%，区间最低点为 5874.8 点。

2017 年的市场结构性机会表现，主要是围绕投资价值挖掘型，侧重点在于低估值高增长，整体上看是 A 股业绩增长速度与货币紧缩速度的博弈。

图 1.1.1 2017 年初以来沪深 300 指数行情及观点回顾



资料来源：博弈大师&南华研究

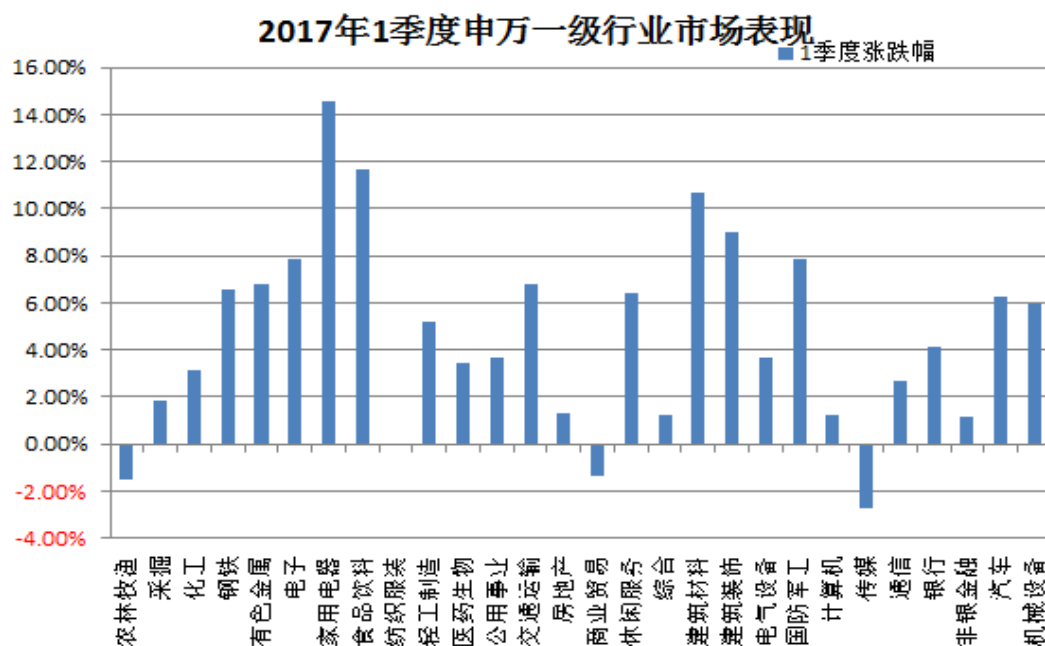
#### 1.1.2. 申万一级行业涨跌概况

我们获取了时间区间为 2016 年 12 月 30 日至 2017 年 3 月 27 日的申万一级行业指数数据，计算其涨跌幅如图 1.1.2 所示。从图中各行业的涨跌情况看，本季度大部分行情都获得正收益，平均涨幅为 4.56%，其中家用电器、食品饮料、建筑材料、建筑装饰、国防军工涨幅居前，分别为 14.54%、11.67%、10.66%、9.01%、7.88%，而跌幅最大的有传媒、农林牧渔、商业贸易、纺织服装、非银金融，分别为 -2.72%、-1.48%、-1.32%、-0.05%、1.14%。分析其原因，我们认为主要是防风险、价值回归挖掘的体现。

2017 年中央经济会议明确提出要降金融杠杆、防系统性风险。再此背景下就确定了 A 股不会爆发大规模牛市，但是鉴于供给侧改革成效明显，规模以上企业利润大幅增长，低估值周期股的投资价值重回舞台，同时鉴于预期利率上升，成长型小企业因为信贷压力将会成本抬高，导致业绩逐步下滑，

所以整个 A 股市场表现为上游行业上涨传导至中游行业上涨，而科技传媒类股票则逐步下跌，形成了周期股上涨而创业板股票普跌的局面。

图 1.1.2 2016 年 3 季度申万一级行业市场表现



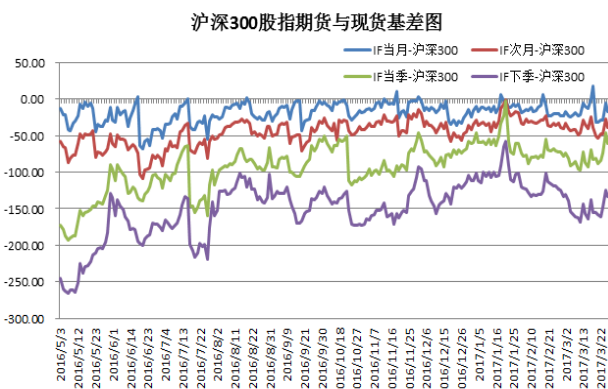
资料来源：wind & 南华研究

## 1.2. 期指基差及跨期价差分析

众所周知，期货对现货具有非常明显的价格发现功能，在短期基本面供需平衡的状态下，远月合约对近月合约也具有一定的价格发现功能，所以分析期指基差(注意：为了方便计算本节描述基差记为期货-现货)以及跨期价差，对把握现货未来走势具有一定的参考意义。正常情况下，现货贴水，基差为正数，投资者预期中长期现货价格上涨，反之下跌；跨期价差(记：跨期价差=远月合约-近月合约)为正数，投资者预期未来现货价格上涨的概率较大。

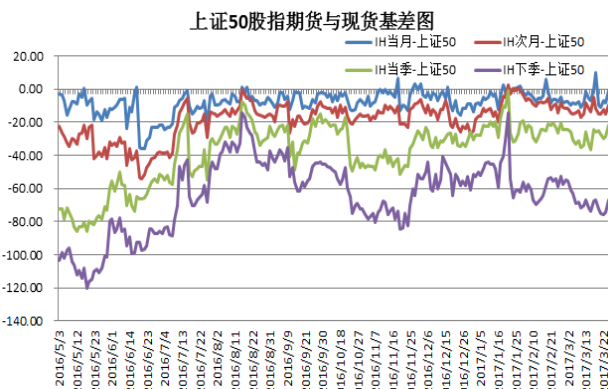
我们获取了最近一年三大期指的基差和价差，如图 1.2.1 至 1.2.6 所示，从图中看到 1 季度以来三大期指的基差、价差整体上延续 2016 年的震荡收窄格局，其波动特点一直稳定在换月初期基差价差都比较大，然后随着当月运行价差逐步缩小，再次面临交割则基差价差再次扩大，依次循环，这主要是因为国内现货做空驱动不畅通，股指期货交易手数受限制导致的。虽然 2 月 20 日开始股指交易限制有所放宽，但依旧未能解决流动性问题，随着现货上涨的风险越来越大，远月合约的基差明显扩大，预计短期股票市场有所调整。

图 1.2.1：沪深 300 股指期货与现货基差图



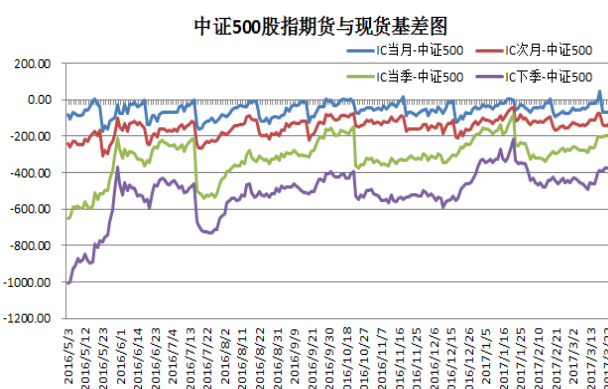
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.2：上证 50 股指期货与现货基差图



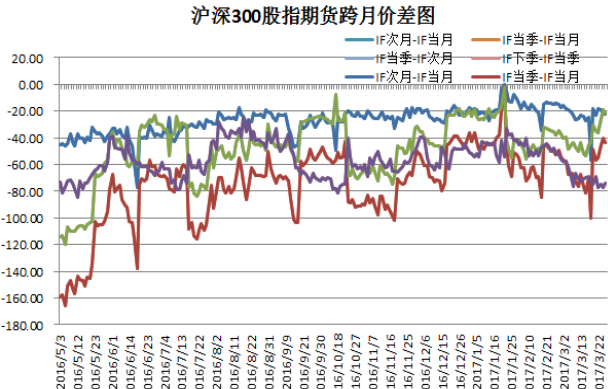
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.3：中证 500 股指期货与现货基差图



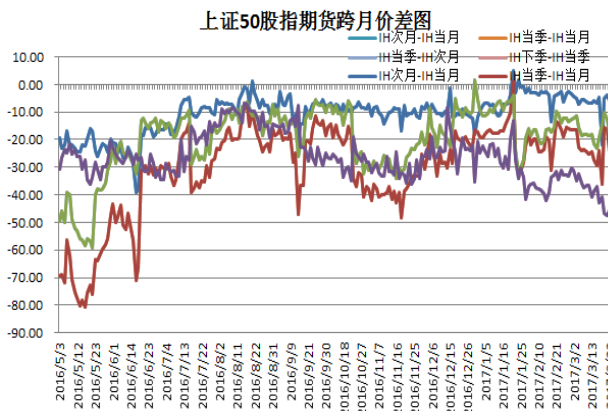
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.4：沪深 300 股指期货跨月价差图



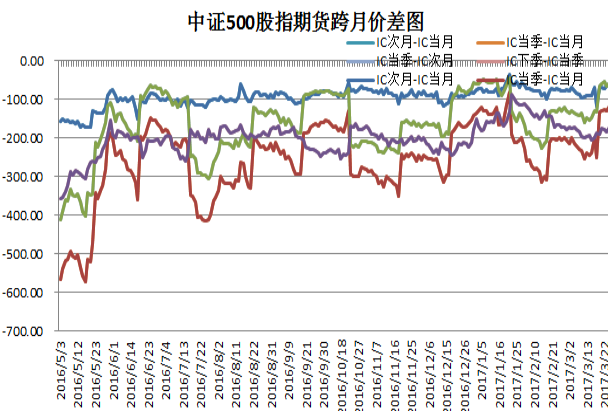
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.5：上证 50 股指期货跨月价差图



资料来源：wind 南华研究

图 1.2.6：中证 500 股指期货跨月价差图

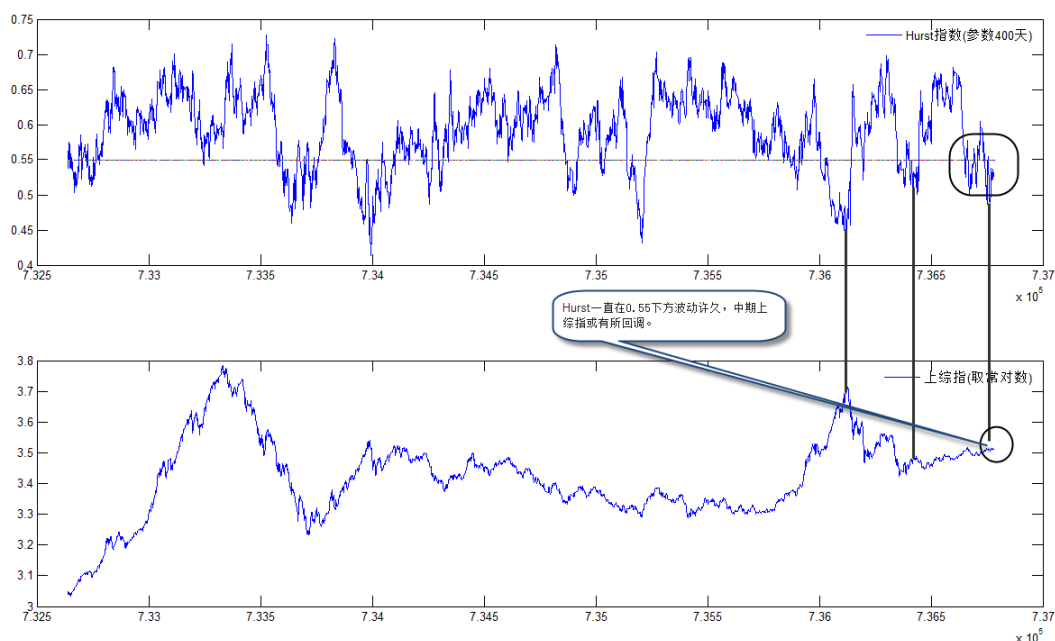


资料来源：wind 南华研究

### 1.3. Hurst 指数研判

关于 Hurst 指数在金融市场中的应用，国内、外已经有大量的研究成果，本人也在 2016 年 3 月份发表了《南华期货-hurst 指数：A 股中长期底部已现》，我们从新获取了上综指历史数据，计算其 Hurst 指数，并且与其本身形态，如图 1.3.1 所示。从图中我们可以看到当前 Hurst 指数处于 0.55 下方已有一段时间，而上综指在高位盘整时间，中长期上看，上综指将会出现一个比较大级别的回调。

图 1.3.1 上证综指与 Hurst 指数(截止 2017-3-29)



资料来源：wind&南华研究

Hurst 指数的应用：

- 当  $H=0.5$  时，时间序列为标准的随机游走，收益率呈正态分布，可以认为现在的价格信息对未来不会产生影响，过去的增量和未来的增量不相关，市场是没有记忆特征的。
- 当  $H>0.5$  时，存在状态持续性，时间序列是一个持久性的或趋势增强的序列，过去的增加的趋势预示将来整体趋势还是增加，即如果序列前一期是向上走的，下一期也有大于一半的概率是向上走的，并且  $H$  越接近 1，这种持久性越强， $H$  越接近 0.5，趋势就越不明确。
- 当  $0<H<0.5$  时，时间序列是反持久性的或逆状态持续性的，过去的增量和未来增量是负相关的，即序列在前一个期间向上走，那么下一期多半向下走。



## 第2章 A 股盈利估值分析

姚永源

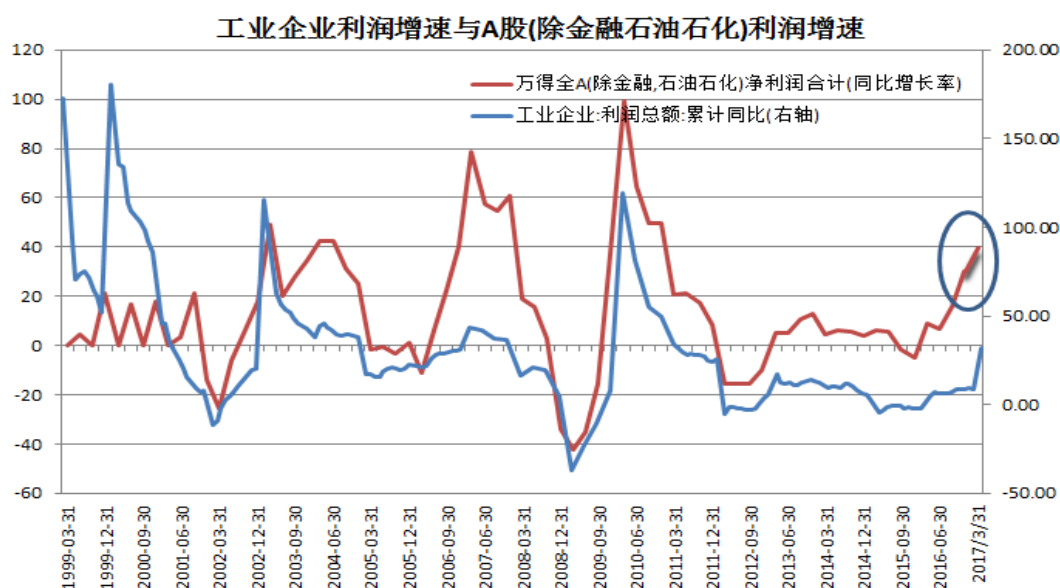
yaoyy@nawaa.com

0755-82723950

我们知道利率(流动性)、业绩和估值是影响股市的三大主要因素，回顾历史的市场牛熊，很多时候是这三个因素的共同作用。2006 年至 2007 年就是企业业绩高增长和低估值引起的牛市，2009 年是宽松流动性和低估值引起的牛市，2010 年至 2013 年是市场结构化机会的时期，引起市场亮点的结构性牛市只有业绩高增长企业，2014 年至 2015 年是流动性宽松催生的牛市，2016 年至今是市场挤泡沫之后价值投资挖掘的结构性行情。基于当前的宏观背景环境，本节通过分析企业利润增长率与固定收益的相对比较，来分析投资机会。

根据 wind 数据统计,截止 3 月 29 日已经披露年报利润增速的上市公司总共 2210 家,还剩余 954 家没有公布数据,所以我们通过用工业企业利润增速来近似推导 A 股整体(剔除金融、石油石化)的业绩趋势。由图 2.1 我们可以看到,历史来看工业企业利润增速与 A 股利润增速呈强正相关,并且 A 股利润增速的波动幅度明显大于工业企业利润增速。我们看到 1-2 月份工业企业利润同比增长 31.50%,超市场预期,而 2016 年 12 月同比增速为 8.50%,11 月同比增速为 9.40%,现有已经公布的 2210 家上市公司扣除金融、石化、石油后,其 2016 年利润同比增速为 30.24%,大幅超过 2016 年第三季度的增速 15.41%,所以我们判断 2016 年 A 股利润增速将超过 35%,并且 2017 年一季度其利润增速大于 40%的概率较大。

图 2.2 工业企业利润增速与 A 股(除金融石油石化)利润增速

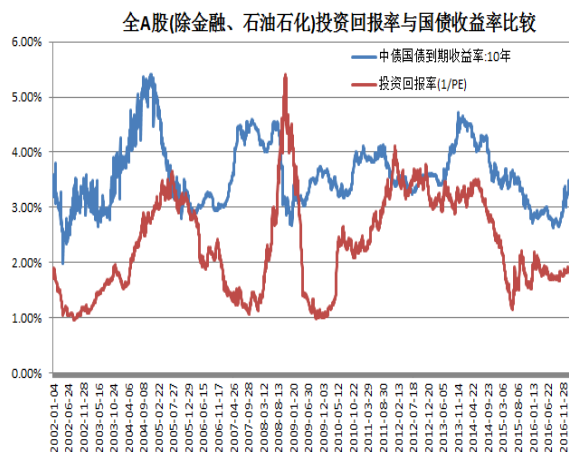


资料来源: wind & 南华研究

我们知道市场资金具有强烈的逐利性,哪个资产有盈利空间就转移到哪里,这也就体现的资金的有效配置。2014 年 A 股估值相对较低,股票投资回报率较好,并且央行释放流动性,所以资金快速流入股票助推牛市,2015 年股灾后整个股票市场处于降杠杆阶段,而此时欧洲、日本大幅释放流动性,市场资金转战债券、黄金,避险情绪浓厚,而后随着中国供给侧改革点燃商品补库存周期拐点,市场资金又嗅到投资机会,转战商品市场。步入 2017 年后,中国补库存、去产能周期基本结束,但是通胀预期增强以及美国启动补库存周期,大宗商品不会快速下跌,更多的倾向于高位震荡,风险逐利资金将何去何从?能否再次转战 A 股市场?这样我们就要从 A 股目前的投资回报率以及盈利成长性来分析了。

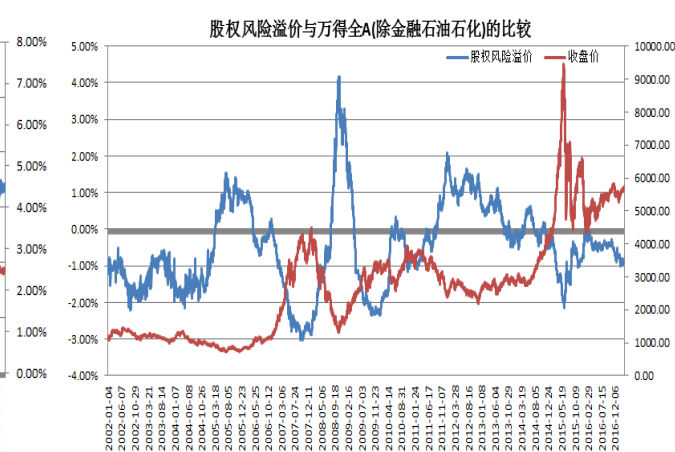
我们先假设金融市场只有股票和债券市场(正常情况下这两个市场走势通常负相关的),当股票投资回报率大于债券收益率时,则风险资金偏重投资股票,反之投资债券,所以从 wind 中获取了全 A 股(除金融、石油石化)的市盈率,计算该指数的投资回报率(即市盈率的倒数),然后再与十年期国债收益率进行比较,如图 2.2 和图 2.3 所示。

图 1.3: 全 A 股投资回报率与国债收益率比较



资料来源: wind 南华研究

图 1.3: 股权风险溢价与全 A 股比较

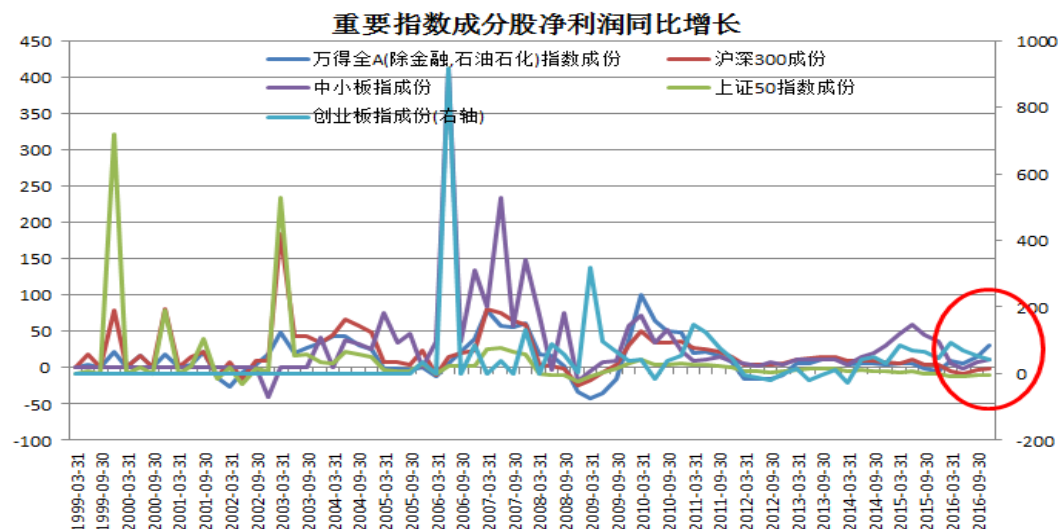


资料来源: wind 南华研究

由图 2.2 我们发现,股票投资回报率与十年期国债收益率存在比较强的正相关性,2009 年之前明显的看出十年期国债收益率领先股票投资回报率 6 个月,而 2009 年之后,这两者的波动趋同性更强,我们将两者之差(股权风险溢价=股票投资回报率-十年期国债收益率)在于 A 股指数(除金融、石油石化)进行比较,即图 2.3。蓝线中股权风险溢价较高的点出现在 2005 年、2009 年和 2013 年,而当前的股权风险溢价为-1%,可以看出从整体 A 股的投资回报上看,投资债券的回报率更高。

基于上述的股权风险溢价我们知道当前 A 股想要出现大牛市,理论上是发生的概率是比较小的,并且从宏观上 2017 年管理层把降低金融杠杆为主要任务来抓,并且美国处于加息周期导致新兴市场的股票市场表现不可能太好,为此就需要挖掘高成长类的板块或股票。我们继续秉承自上而下的方式挖掘,获取了 2000 年以来的企业净利润同比增长数据,绘制如图 2.4 所示。

图 2.4 重要指数成分股净利润同比增长



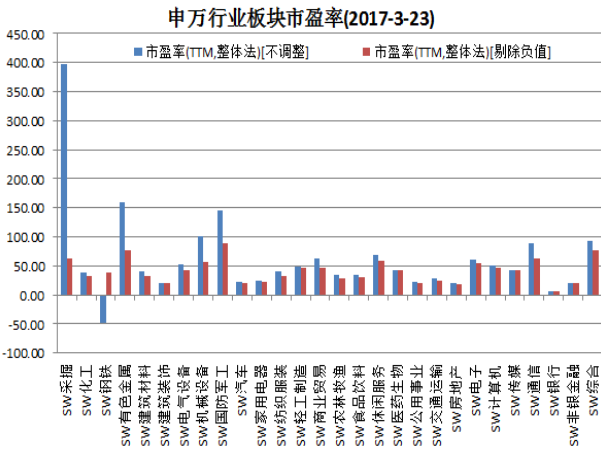
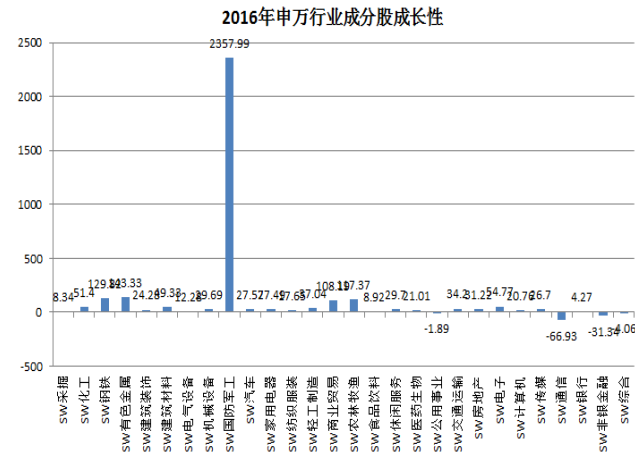


资料来源：wind & 南华研究

由图 2.4 我们可以看到，2003 年至 2007 年的业绩高成长期，无论是大盘蓝筹的上证 50 指数成分股还是中小板指成分股，其净利润都处于上升阶段，当然小盘股的成长性远大于大盘股，随后进入 2008 年，大部分公司业绩大幅下滑，4 万亿强刺激后虽然有所好转，但却进入了漫长的高通胀期，2013 年后中小创是业绩持续增长期，也迎来了持续的小盘股大牛市，由图中我们还可以看到中小板的业绩增长高点在 2015 年中报见顶，创业板业绩增长高点在 2016 年一季度，随后震荡下跌，而上证 50 指数、沪深 300 指数成分蓝筹股最近的业绩增长启动时间点是在 2016 年中报，随着原材料价格上涨，通胀利润传导至中游，也导致中小板的中游制造业企业业绩增长拐点在 2016 年三季度开始，也就是说从业绩增长的角度来看，目前增长势头最好的是中小板中游制造业，下面我们进一步从行业的角度进行分析，如图 2.5 和图 2.6。

图 1.3：2016 年申万行业成分股业绩增长率

图 1.3：申万行业板块市盈率



资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

由图 2.5 我们可以看到，按照目前已经披露的 2016 年年报数据统计，申万国防军工的业绩增长最高，达 2358%，但是我们知道这种增长速度是不可能这样延续下去的，2017 年一季度会回落，然后下来业绩增长较快的行业依次为有色金属、钢铁、农林牧渔、商业贸易，其增速分别为 143.33%、129.82%、117.37%、108.19%。而相对行业估值来看，我们获取的市盈率(TTM)分为不调整和剔除负值，采掘业中两者差别很大，说明到 2016 年底还有不少企业是亏损的，对应业绩增长较快的有色金属、钢铁、农林牧渔、商业贸易其市盈率(剔除负值)分别为 77.16 倍、38.03 倍、28.29 倍、46.12 倍。我们将两者相除计算申万行业的 PEG 指标( $PEG = \text{市盈率} / \text{净利润同比涨幅}$ )，如图 2.7 所示。

图 2.7 申万行业板块 PEG



资料来源: wind & 南华研究

PEG 值就是市盈增长比率,是从市盈率衍生出来的一个比值,由股票的未来市盈率除以净利润未来增长率得出,PEG 值越低,股价被低估的可能性就越大。我们将 PEG 值为负数的我们认为没有参考价值,要评估 PEG 为负值是否被低估,则要考虑其行业的发展是否从亏赚盈阶段,有色金属、钢铁、农林牧渔、商业贸易其 PEG 值分别为 0.54、0.29、0.24、0.43,可以看出农林牧渔被低估的最严重,并且我们不要忘记 2017 年的中央经济会议部署今年的工作计划,农业供给侧改革是最重要的,能在里面挖掘具体的投资机会。

## 第3章 二季度 A 股走势或更明朗

严兰兰

yanlanlan@nawaa.com

0755-82577410

### 3.1. 各行业板块近期表现

从板块区间涨幅来看，电信服务业板块 6 只股票在过去 3 年、近 1 年的整体表现均领先于其他几个板块股票；房地产业股票在过去 3 年的整体涨幅为 115.88%，排名第二，但近 1 年该板块股票的整体涨幅仅有 4.40%；近一年板块涨幅排第二的是日常消费行业，涨幅为 29.39%，明显超出第三名的材料板块，该板块一季度涨幅居第一。

表格 3.1.1 A 股 WIND 行业板块的区间涨幅

| 板块名称 | 成份股个数 | 区间涨跌幅(流通市值加权平均)(截至 20170324) |       |        |
|------|-------|------------------------------|-------|--------|
|      |       | 年初以来                         | 近一年   | 近三年    |
| 能源   | 76    | 3.78                         | 13.99 | 20.58  |
| 材料   | 550   | 5.33                         | 19.18 | 83.29  |
| 工业   | 804   | 6.18                         | 14.12 | 92.41  |
| 可选消费 | 537   | 5.35                         | 12.21 | 92.83  |
| 日常消费 | 215   | 7.47                         | 29.39 | 87.99  |
| 医疗保健 | 222   | 3.58                         | 12.93 | 63.19  |
| 金融   | 74    | 2.74                         | 9.51  | 77.76  |
| 信息技术 | 518   | 2.51                         | -0.39 | 80.20  |
| 电信服务 | 6     | 3.20                         | 47.91 | 117.03 |
| 公用事业 | 107   | 3.28                         | 9.16  | 75.67  |
| 房地产  | 149   | 1.92                         | 4.40  | 104.83 |

资料来源：wind 南华研究

2016 年“十一”期间，多个地区同时出台了房产限购政策，自此地产行业受到打击，目前政策实施已有半年时间，房地产板块股票同样受累，近 1 年涨幅 4.03%，年初以来涨幅仅有 2.63%。近几年移动互联网飞速发展，电信服务行业直接受益，板块个股均表现不俗。

图 3.1.1：美股板块市值对比

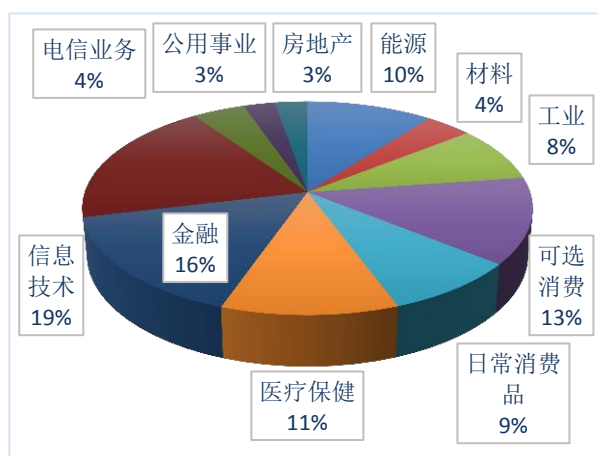
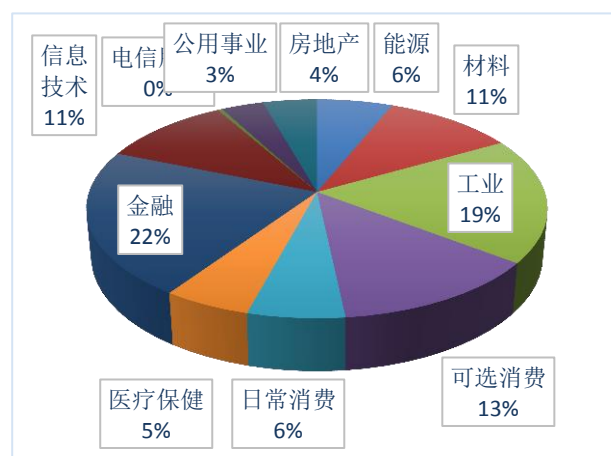


图 3.1.2：A 股板块市值对比



资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

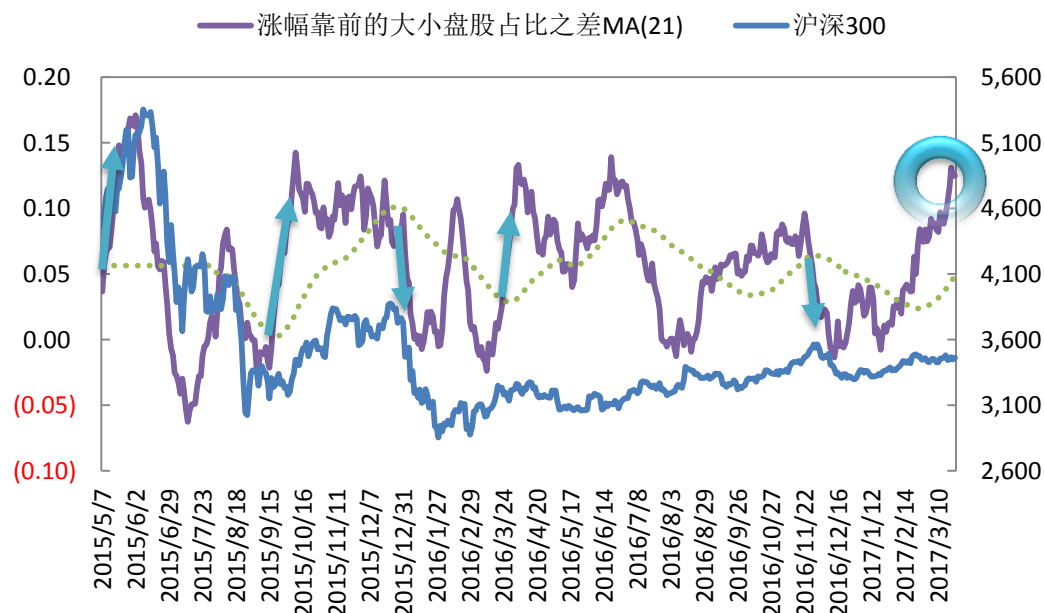
以美股为对标,工业、材料、金融行业板块股票占 A 股市值比超出占美股市值比的 10.20%、6.72%、5.75%,信息技术、医疗保健、能源、电信服务板块的 A 股市值占比则较美股市值占比低出了 8.47%、5.72%、4.32%、3.97%;成份股个数方面,A 股的金融板块股票 74 只,明显低于美股中 1010 只金融股,成份股数量差距大的,还有医疗保健板块,个数差异达 668 只。

因而,从中美两国股市间的板块市值及成份股数量对比来看,A 股中信息技术、医疗保健行业未来增长空间较大;金融板块 A 股市值均非常大,相较美国国内而言,行业竞争不够充分;材料板块,A 股市值占比明显较美股大,成份股数量略高于美股,当然我国材料行业发展优势与当前经济发展所处阶段分不开。

### 3.2. 二季度 A 股走势将更明朗

股票市场进入重要转折点时,个股走势往往会发生分歧。我们将流通盘排名靠前的一部分股票定义为大盘股,排名靠后的一部分股票定义为小盘股。试图通过分析这两类股票走势的差异,来帮助判断股指走势的拐点。

图 3.2.1: 大小盘股增速差异



资料来源：Tinysoft 南华研究

观察 2015 年 5 月以来,涨幅排名靠前的股票中大盘股与小盘股的占比差值波动和 HS300 指数走势可见,当占比差值迅速脱离其均线(绿色虚线)时,HS300 指数往往在走出阶段拐点;HS300 指数走持续上涨或下跌时,占比差值的波动往往不会很剧烈。3 月底,该差值指标迅速拉升远离均线,由此我们预判 HS300 指数或将终结年初已持续了 1 个多月的横盘震荡走势,在 2 季度初期走出一波趋势更明确的行情。

近 3 年,股市、房地产、债市、商品轮番上涨,目前股市、债市都不涨,表现最好的大类资产仍然是商品。因此从资产价格表现来看,当前处于典型滞胀期,股票投资我们认为二季度更多可关注类商品股票。

## 第4章 板块风格轮动剖析

顾 巍

guwei@nawaa.com

0755-82577542

证券市场是价值、财产权利和风险直接交换的场所，趋利避害是证券市场交易行为的根本出发点。因此，通过总结一段时间的市场涨跌特征，根据其中展现的特点，可以逆向推导出近期市场的投资逻辑和投资风格，然后再采取跟随或关注等待时机介入。投资强调顺势而为，证券市场中的“势”不仅是价格的变动趋势，也是投资逻辑和风格的延续。顺昌逆亡，若能挖掘出隐藏在市场交易行为中的投资理念和投资风格，然后顺势而为，是在市场中获利的重要思路 and 策略。

### 4.1. 大小盘股票比较

中国股市投机氛围较浓，从交易量看，在全球股市都是名列前茅的，小盘股由于流通盘小，便于炒作，波动大，而容易受到市场的追捧。创业板指数从 2012 年底最低 585.44 点开始，持续上涨至 2015 年 6 月最高点 4037.96 点，指数涨幅达 689.7%，而上证指数同期涨幅仅为 250% 左右，代表小盘股的创业板指数涨幅远远超过包含大盘股的上证指数。

正所谓风水轮流转，三十年河东，三十年河西，在 2017 年 1 至 3 月的市场行情中，大盘股的涨幅反过来明显高于小盘股。通达信大盘股板块指数在 2016 年 12 月 30 日收于 1092.41，至 2017 年 3 月 29 日收盘于 1151.71，2017 年涨幅为 5.43%（如图 4.1.1）。小盘股指数 2016 年 12 月 30 日收于 1052.04，至 2017 年 3 月 29 日收盘于 1055.37，2017 年涨幅为 0.32%（如图 4.1.2）。大盘股指数涨幅竟然是同期小盘股指数涨幅的 16.97 倍！

市场中有句俗语是：横有多长，竖有多高。大盘股经过前期充分调整后，新的行情已经在 2017 年悄然发展，而小盘股由于之前集体大幅上涨，在 2017 年前 3 月中萎靡不振，这种风格的转变，要引起投资者的高度重视。

图 4.1.1 2017 年大盘股指数走势



资料来源：wind & 南华研究

图 4.1.2 2017 年小盘股指数走势





资料来源: wind & 南华研究

## 4.2. 高低市盈率股票比较

代表低市盈率板块股票走势的通达信低市盈率板块指数在 2016 年 12 月 30 日收盘于 1198.82, 至 2017 年 3 月 29 日通达信低市盈率板块指数收于 1282.44, 区间涨幅为 6.98%。而同期高市盈率板块指数涨幅为-1.51%, 远远低于高市盈率板块指数同期涨幅。

从通达信高市盈率板块指标股看, 共有 199 只股票, 流通股本低于 10 亿的有 183 只股票, 占比 91.96%, 中小板和创业板股票共 122 只, 占比 61.30%, 显然通达信高市盈率板块更偏重于小盘股。通达信低市盈率板块指标股 200 只, 其中流通股本超过 10 亿的有 160 只股票, 占比 80%, 中小板和创业板股票共 22 只, 占比仅 11%, 说明通达信低市盈率板块更偏重于大盘股。这个结果和本文上一段的结论吻合, 还更明确的指出, 2017 年的上涨行情不仅是以大盘股为主, 而且是以低市盈率的大盘股为主。同样去比较 wind 咨询提供的低价股指数(申万)和高价股指数(申万)同期涨幅, 也可发现在 2017 年的行情中, 低价股指数(申万)同期涨幅大幅超过高价股指数(申万)的涨幅。这都说明市场在 2017 年的交易风格总体偏于谨慎和保守, 而且市场中的各种操作在上涨行情中不仅没有发展, 还有逐步降温的趋势, 这也能定性本次的上涨仍然是阶段性的反弹。

## 4.3. 近期热点板块

通过上文的分析, 已经揭示了近期市场的风险偏好, 但具体的投资逻辑仍然要从细分的行业或概念板块中寻找。由表及里, 市场的逻辑是隐藏在市场众多股票的行情走势中。而众多股票的涨幅和交易的活跃情况, 是众多投资者投资行为累加后的最终结果, 分析市场中股票的涨跌和换手情况, 仍然是分析和总结市场表现的不二选择。

如表格 4.3.1 所示, 统计的是从 2017 年 1 月初至 3 月 29 日各个概念板块的涨幅和换手率数据, 表中显示的是涨幅前 20 名的概念板块。从表中显示的板块, 可以大致分为两类, 一类是受益于国家经济政策而活跃的板块, 比如新疆区域振兴、丝绸之路、一代一路、北部湾自贸区、粤港澳自贸区、西藏振兴、航母、高端装备制造、国企混改等板块。另一类是新科技和技术, 如苹果、蓝宝石、锂电池、智能家居、量子通信等板块。

政府对市场的影响永远是巨大的，不仅能发布各种宏观调控政策，影响经济发展走势，从而间接影响市场，更能直接对股票市场进行监管和调控，或是直接制定新的交易规则，管控市场。“一带一路”的战略构想由习近平于 2013 年首次提出。在同年早些时候举行的中央经济工作会议上，中国领导人再次明确任务：推进“丝绸之路经济带”建设，抓紧制定战略规划，加强基础设施互联互通建设；建设“21 世纪海上丝绸之路”，加强海上通道互联互通建设，拉紧相互利益纽带。“一带一路”分别指的是丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路。初步估算，“一带一路”沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%。“一带一路”有重要的战略意义和经济价值，一带一路相关板块及股票，值得重点关注，尤其是相关的低价蓝筹股更需特别关注。还有政府提倡的高端装备制造、国企混改等板块中的蓝筹股，也可关注。

其次是对经济发展和百姓生活有深远影响的新科技板块，尤其是设计通讯、新能源、智能等相关领域的科技板块，也是要关注的对象，比如近期的量子通信、锂电池、智能家居，以及和手机相关的科技板块。

**表格 4.3.1 2017 年 1 月至 3 月行情中涨幅前 20 概念板块及换手率**

| 排名 | 板块名称   | 区间涨跌幅% | 区间换手率% | 排名 | 板块名称   | 区间涨跌幅% | 区间换手率% |
|----|--------|--------|--------|----|--------|--------|--------|
| 1  | 新疆区域振兴 | 38.08  | 252.21 | 11 | 锂电池    | 10.25  | 133.21 |
| 2  | 丝绸之路   | 35.39  | 230.35 | 12 | 航母     | 9.63   | 99.02  |
| 3  | 一带一路   | 21.44  | 144.82 | 13 | 中日韩自贸区 | 8.05   | 74.93  |
| 4  | 福建自贸区  | 14.9   | 128.41 | 14 | 智能家居   | 7.95   | 111.87 |
| 5  | 北部湾自贸区 | 12.66  | 187.89 | 15 | 高端装备制造 | 7.48   | 85.86  |
| 6  | 粤港澳自贸区 | 12.13  | 77.02  | 16 | 央企     | 7.32   | 96.46  |
| 7  | 西藏振兴   | 11.51  | 119.3  | 17 | 长江经济带  | 7.3    | 137.33 |
| 8  | 苹果     | 11.01  | 90.36  | 18 | 量子通信   | 7.28   | 92.25  |
| 9  | 蓝宝石    | 10.73  | 126.89 | 19 | 沪股通 50 | 7.07   | 26.28  |
| 10 | CDM 项目 | 10.42  | 113.7  | 20 | 国企混改   | 7.02   | 145.31 |

从换手率活跃度看，如表格 4.3.2 中列出的是 2017 年 1 至 3 月份期间交易最活跃的前 20 概念板块，换手率最高的是次新股板块，3 个月换手率达到 531.68%，竟然是排名第二的 2 倍多。虽然 A 股市场近期整体氛围谨慎，但次新股板块是整个大盘的一个持续热点。新股发行后，通常会大幅上涨，之后次新股会伴随巨大的成交量大幅波动，是善于短线交易的投资者的乐园。

**表格 4.3.2 2017 年 1 月至 3 月行情中换手率前 20 概念板块及涨幅**

| 排名 | 板块名称   | 区间涨跌幅% | 区间换手率% | 排名 | 板块名称    | 区间涨跌幅% | 区间换手率% |
|----|--------|--------|--------|----|---------|--------|--------|
| 1  | 次新股    | 0.05   | 531.68 | 11 | 页岩气和煤层气 | -1.86  | 170.63 |
| 2  | 新疆区域振兴 | 38.08  | 252.21 | 12 | 卫星导航    | 3.68   | 157.22 |
| 3  | 丝绸之路   | 35.39  | 230.35 | 13 | 钢结构     | 6.08   | 148.22 |
| 4  | 高送转概念  | -2.48  | 210.91 | 14 | 国企混改    | 7.02   | 145.31 |

|    |        |       |        |    |       |       |        |
|----|--------|-------|--------|----|-------|-------|--------|
| 5  | 共享单车   | -4.62 | 198.38 | 15 | 一带一路  | 21.44 | 144.82 |
| 6  | 北部湾自贸区 | 12.66 | 187.89 | 16 | 小程序   | 2.96  | 138.69 |
| 7  | 舟山新区   | 5.91  | 183.6  | 17 | 长江经济带 | 7.3   | 137.33 |
| 8  | 土地流转   | 0.87  | 180.57 | 18 | 智能物流  | 0.26  | 135.54 |
| 9  | 美丽中国   | 4.5   | 179.35 | 19 | 新材料   | 0.74  | 133.43 |
| 10 | 装饰园林   | 0.71  | 174.12 | 20 | 锂电池   | 10.25 | 133.21 |

资料来源：wind & 南华研究

综上所述，近期市场整体风格谨慎，小盘股的炒作有逐步冷却的迹象，同时在国家推进一代一路战略，区域振兴以及国企混改等政策后，调整充分的大盘蓝筹股收到市场的青睐。所以近期的最佳策略是买入相关板块的优质蓝筹股票长期持有。小盘股和科技板块炒作有所降温，但其中对经济发展有持续影响的新能源、智能科技和通信技术，仍然可以继续关注，重点推荐锂电池，手机通讯相关的新技术，以及量子通信等板块。而激进的投资者，可重点关注交易活跃的次新股中出现的短期交易机会。

## 第5章 因子表现分析

杨 洋

yangyang2014@nawaa.com

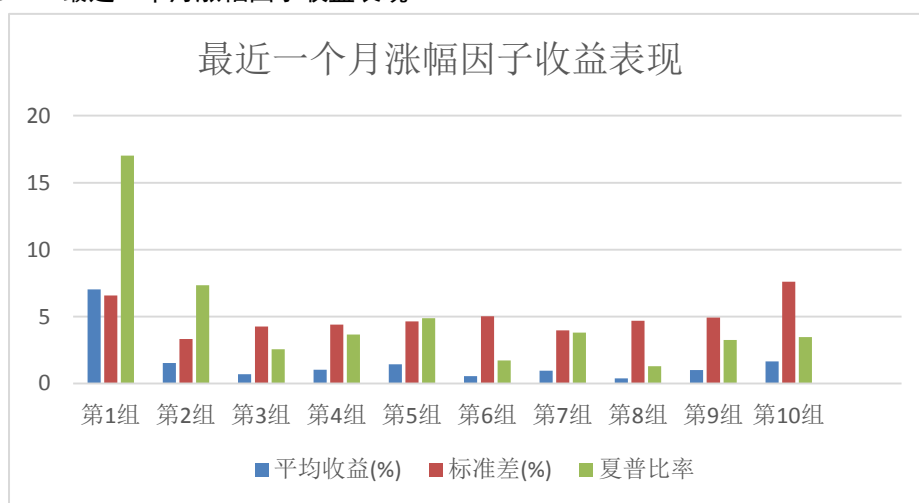
0755-82777919

本章节主要关注各类非基本面的因子在本季度的市场表现，旨在从因子角度对 2017 年第一季度的 A 股市场做一个剖析。目前常见的非基本因子主要有规模因子、估值因子、动量因子、市场情绪因子。我们对每个因子进行收益率显著性分析，将全部 A 股分为等分为 10 个组合。因子调仓频率为月度调仓。

### 5.1. 动量因子表现

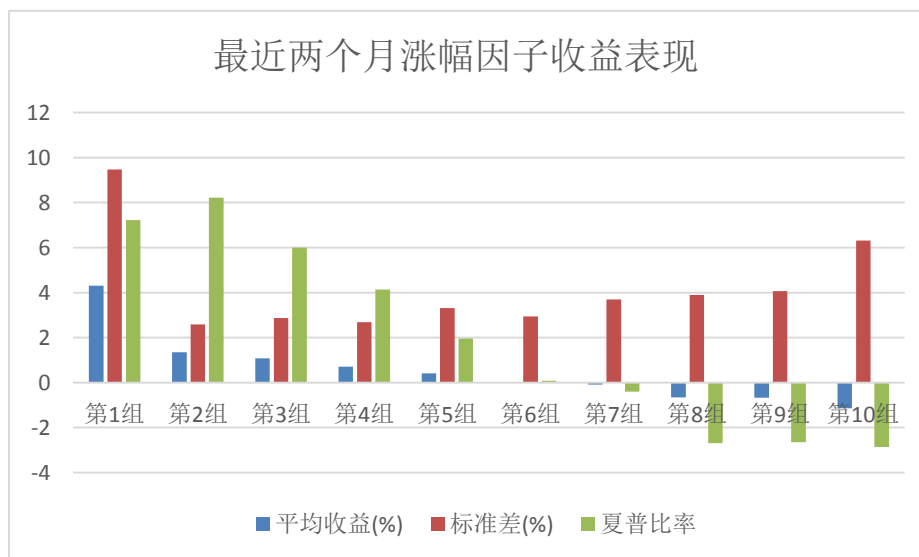
我们将动量因子分为最近一个月涨幅因子、最近两个月涨幅因子。这两个因子的月度收益表现如下图所示。

图 5.1.1 最近一个月涨幅因子收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

图 5.1.2 最近两个月涨幅因子收益表现



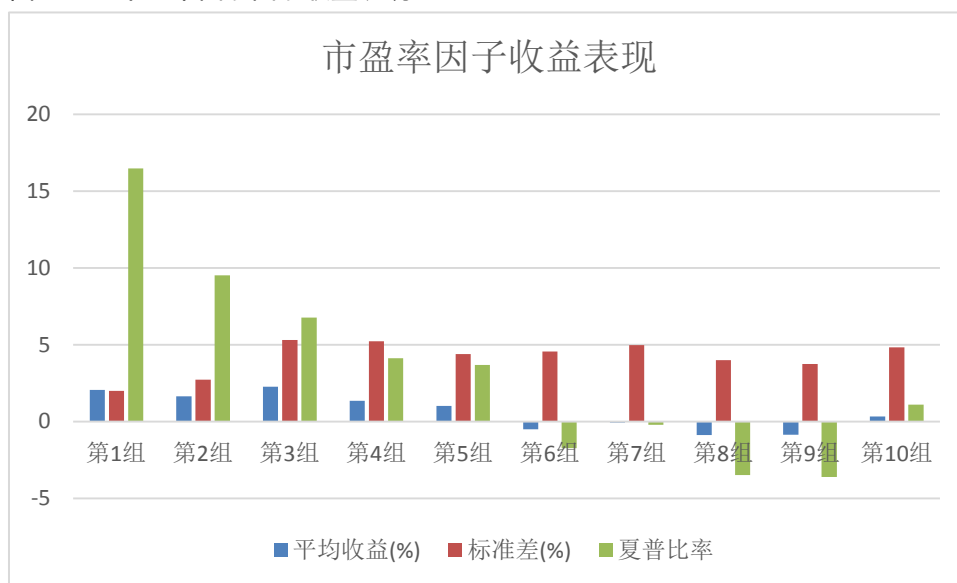
资料来源：天软 & 南华研究

最近一个月涨幅因子和最近两个月涨幅的十分组下的收益表现大体类似，但也有不同。最近一个月涨幅因子的分组中，第一组的月度平均收益为 7.04%，夏普比率也最高，但除了第一组，其他分组的收益率没有呈现递减的状态。而最近两个月涨幅因子的分组下，第一组的月度平均收益率为 4.31%，1 到 10 组的收益呈现递减的状态。这两个因子的第一分组收益都非常显著，说明在今年第一季度，市场处于一个中长期的趋势行情中。

## 5.2. 估值因子表现

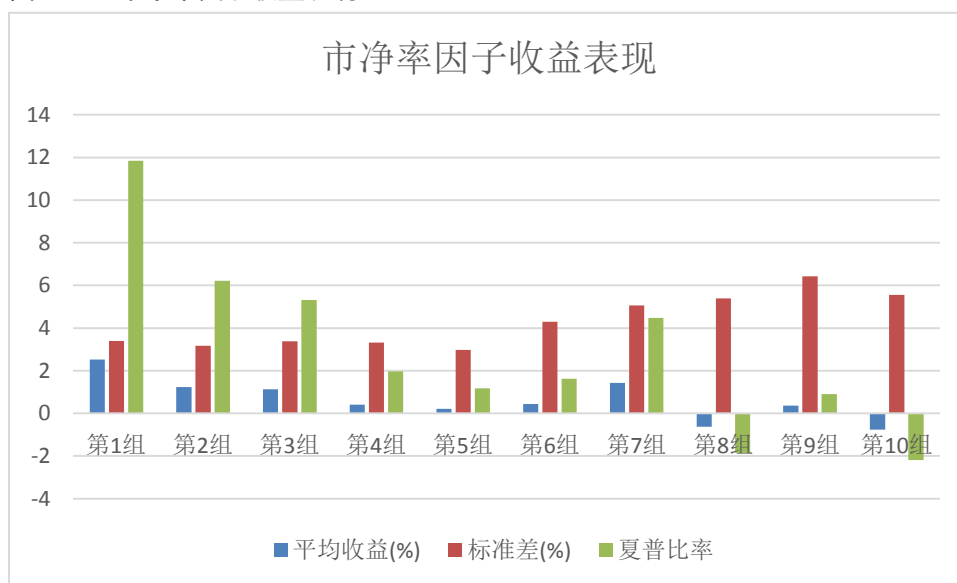
估值因子在这里主要考虑市盈率因子和市净率因子。它们的表现如下图所示

图 5.2.1 市盈率因子收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

图 5.2.2 市净率因子收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

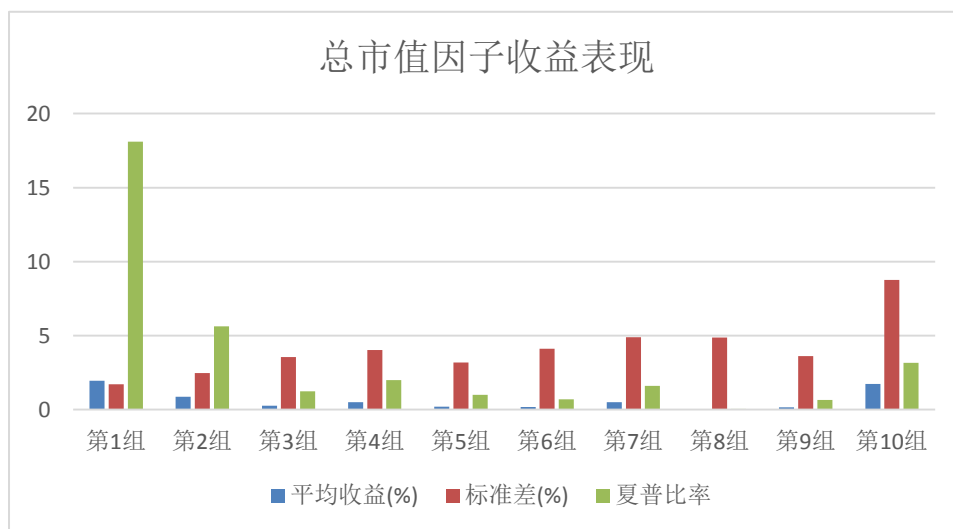


在市盈率因子的分组表现中，第一分组的平均收益并不是最高的，但第一分组的标准差最低，从而导致其夏普值远远高于其他分组。市净率因子的表现相近。这表示市盈或者市净率高的股票其波动最低，同时收益在前列，用这两个因子挑选出的股票会有较高的夏普值。

### 5.3. 规模因子表现

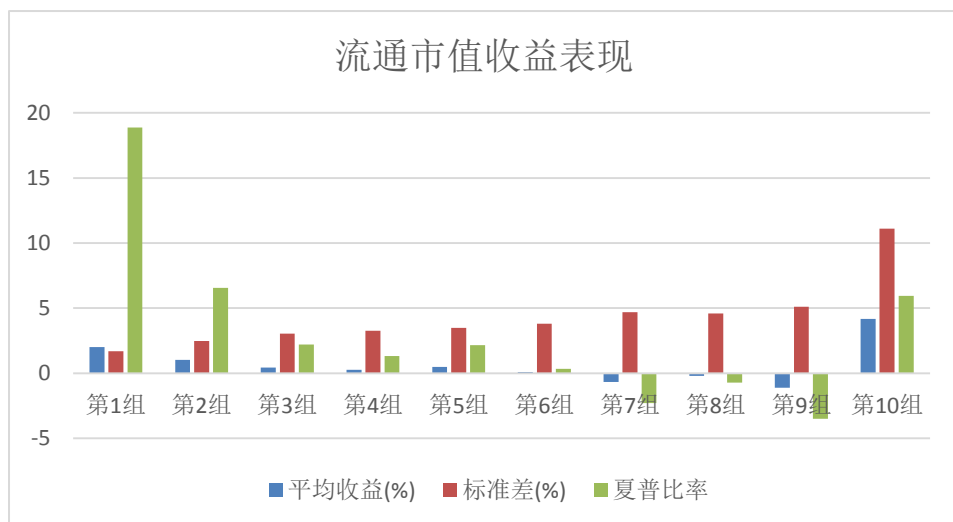
规模因子即市值因子主要有总市值因子和流通市值因子，其表现如下：

图 5.3.1 总市值因子收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

图 5.3.2 流通市值因子收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

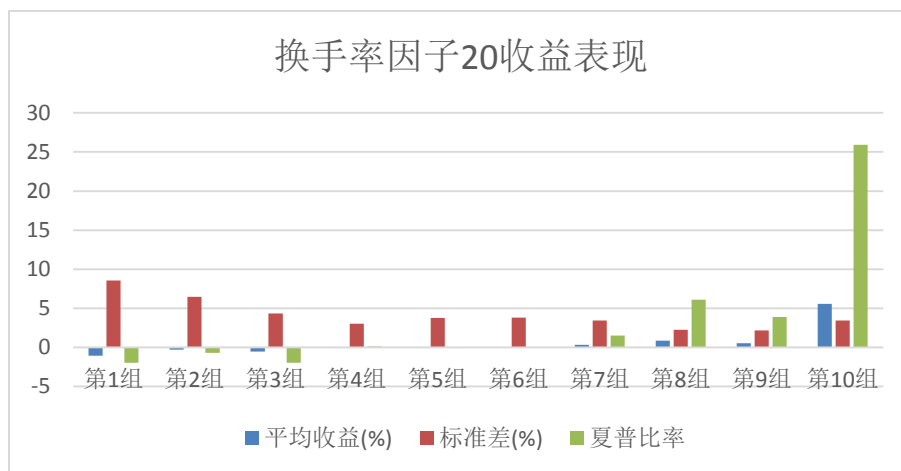
流通市值因子是非常重要的一个因子，在我们之前对 10 年的历史数据回测中，流通市值因子是在 A 股中表现最显著的，具体表现就是小市值股票会有更高的收益。而 2017 年 1 季度的市

场表现也证明了这一点，最小市值分组有最高的平均月收益 4.16%，与此同时最大市值分组的平均月收益为 2.00%，不到最小市值分组的一半，但最大市值分组的收益标准差远小于最小市值分组，最终的夏普值也达到了最小市值分组的 3 倍，这说明在目前的市场环境中，大市值的股票更值得配置。

## 5.4. 市场情绪因子表现

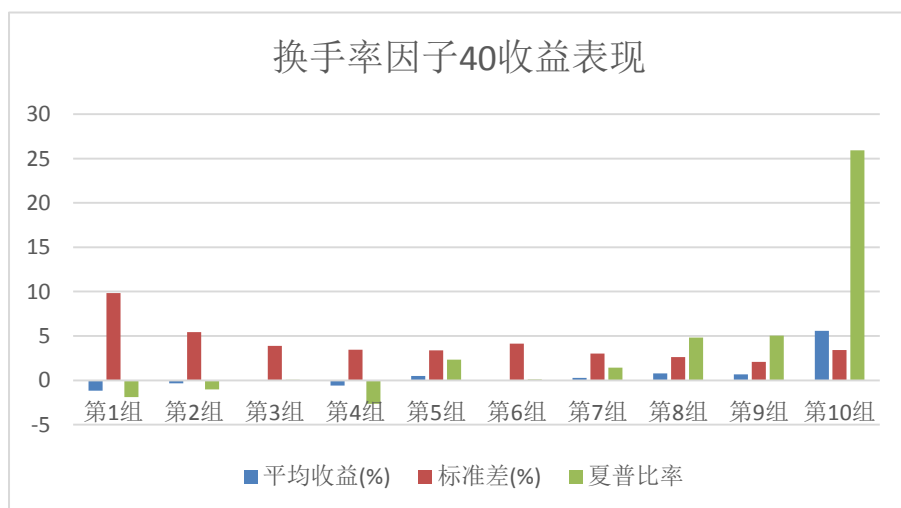
市场情绪因子中主要的一个因子就是换手率因子，在这里我们考虑两种换手率因子：最近一个月日均换手率（换手率因子 20），最近两个月日均换手率（换手率因子 40）

### 5.4.1 换手率因子 20 收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

### 5.4.2 换手率因子 40 收益表现



资料来源：天软 & 南华研究

换手率因子的分组表现也非常显著，组合收益的标准差随与换手率呈正相关，但收益率呈负相关，换手率最低的分组有着最高的平均收益和较低的标准差，并且其夏普值远远高于其他的分组。

## 第6章 股指期货开仓限制前后期货市场波动对比

赵鹏涛

zhaopengtao@nawaa.com

om

0755-82577614

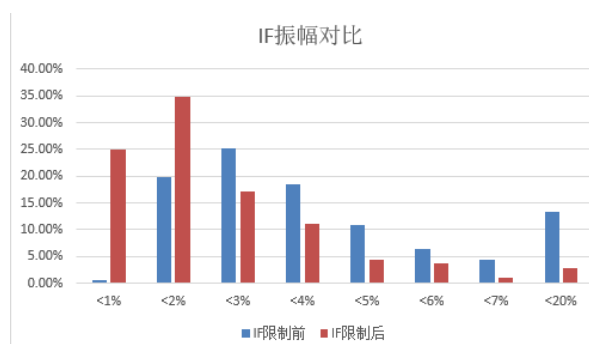
2015 年 9 月 7 日开始, 股指期货限制开仓后, 整个期货市场结构可能发生变化, 由近两年的走势来看, 商品期货走出了波澜壮阔的走势, 本文对比分析各期货品种在股指期货限制开仓前后的波动变化, 以期发现走势活跃的品种, 以选择利于交易的品种。

对于股指期货, 对比限制开仓前后涨跌幅的波动的变化特征, 看看开仓限制后市场的波动。对于商品期货, 同时统计成交量和涨跌幅的波动, 观察在股指开仓限制前后的变化。

对于 IF 期货连续合约, 期货统计从 2014 年 1 月 2 日开始到 2015 年 9 月 2 日的走势, 开仓限制后, 统计从 2015 年 9 月 7 日到 2017 年 3 月 28 日的走势。

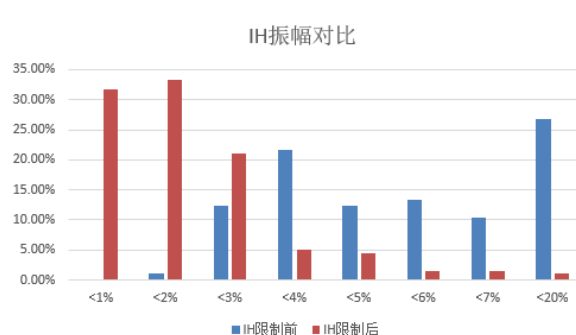
对 IH, IC 期货连续合约, 统计从 2015 年 4 月 16 日开始到 2015 年 9 月 2 日的走势, 开仓限制后, 统计从 2015 年 9 月 7 日到 2017 年 3 月 28 日的走势。

图 6.1: IF 振幅占比分布图



资料来源: wind 南华研究

图 5.4: IH 振幅占比分布图



资料来源: wind 南华研究

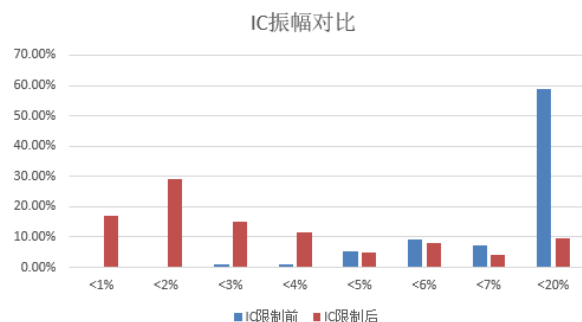
从图中可以看到, IF 合约在开仓限制前, 日内振幅主要集中在 5% 以内, 且振幅占比最多的集中在 3% 幅度附近。在开仓限制后, 日内振幅主要集中在 4% 以内, 且振幅占比最多的集中在 2% 幅度以内。日内波动大于 7% 小于 20% 的异常波动时间比例大幅减小, 只有原来的 25%。对日内波动的抑制十分明显。

从图中可以看到, IH 合约在开仓限制前, 日内振幅集中在 3% 以外, 且振幅占比最多的交易日集中在大于 7% 幅度附近, 可以说振幅波动十分剧烈。在开仓限制后, 日内振幅主要集中在 3% 以内, 且振幅占比最多的交易日集中在 2% 幅度以内。日内波动大于 7% 小于 20% 的比例大幅减小, 只有原来的 10%。对日内波动的抑制十分明显。

从图中可以看到, IC 合约在开仓限制前, 日内振幅主要集中在 7% 以外的异常大幅波动中, 振幅波动十分剧烈, 可以说有点不正常。在开仓限制后, 日内振幅主要集中在 4% 以内, 且振幅占比最多的集中在 2% 幅度以内。日内波动大于 7% 小于 20% 的比例大幅减小, 只有原来的 10% 左右。纠正了 IC 合约原来大部分时间是异常波动的情况。

由 IF 合约的成交量持仓量比值可以看到, 在开仓限制前, 之比值最高达到 30 左右, 在限制开仓后 0.5 左右波动。

图 6.3：IC 振幅占比分布图



资料来源：wind 南华研究

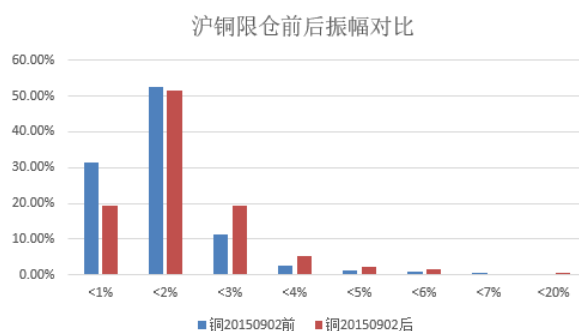
图 5.4：IF 合约成交量持仓量比值



资料来源：wind 南华研究

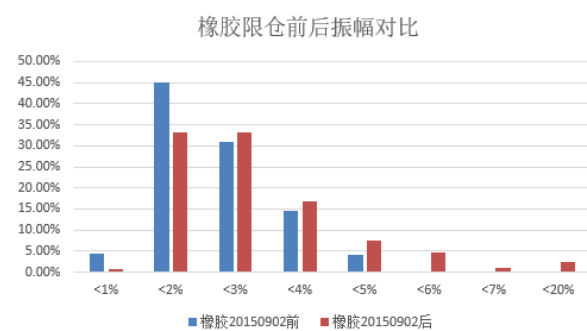
对于商品期货沪铜来说在股指期货开仓限制后，振幅小于 1% 的交易日明显减少，振幅在 1~2% 之间的交易日变化不大，而且也是主要的集中区域，但振幅大于 3% 的交易日明显增多，说明波动幅度明显加大。对于橡胶来说，振幅小于 2% 的交易日明显减少，而且振幅主要集中在 3% 附近，整体比原来提升 1%，而且超过 3% 的交易日明显增多，振幅在 5%，6% 的交易日更是大幅增加。

图 6.5：沪铜振幅占比分布图



资料来源：wind 南华研究

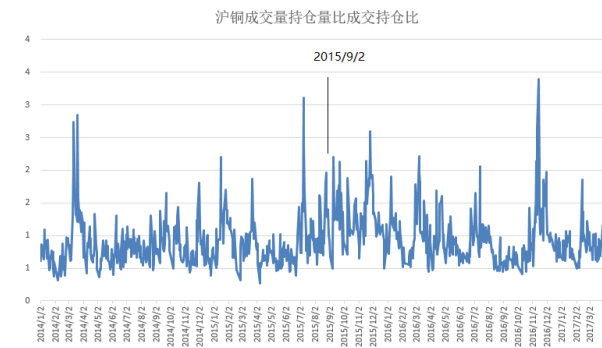
图 5.4：橡胶振幅占比分布图



资料来源：wind 南华研究

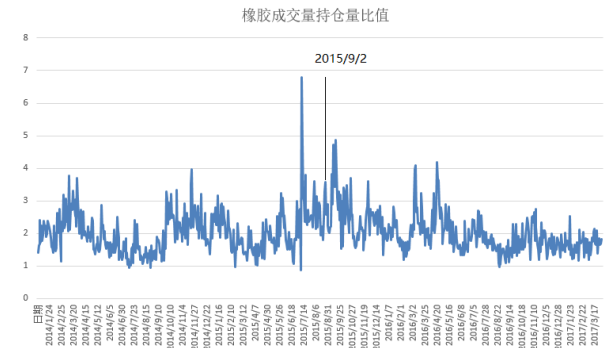
从铜和橡胶的成交量和持仓量比值来看，在 2015 年 9 月 2 日后，成交量持仓比值有一个短期抬升的过程，联系到波动幅度的大幅增加，可能是投机资金推动所致，但在随后交易所手续费提高后，这个比值逐渐减小，相对来说，可以看到橡胶的成交量持仓比值更大，其投机性更强，所以如果是短线投机策略，可能橡胶比沪铜更适合的交易品种。而且从振幅可以看到，沪铜振幅集中在 2% 以内，而橡胶振幅集中在 3% 以内，橡胶提供了更多的策略空间。

图 6.7：沪铜成交量持仓量比值图



资料来源：wind 南华研究

图 5.4：橡胶成交量持仓量比值图



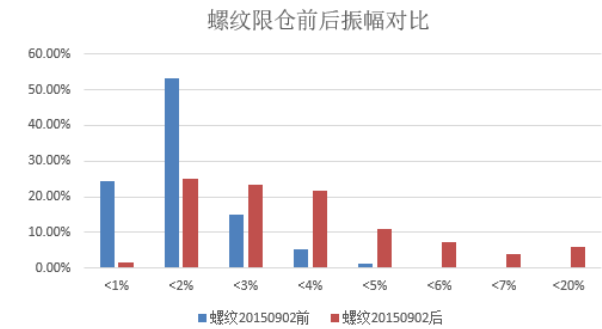
资料来源：wind 南华研究

对于近期明星品种，螺纹钢来看，股指限仓前日内超过 80% 的交易日振幅在 3% 以内，而在股指限仓后，日内振幅主要集中在 4% 以内，振幅在 2%，3%，4% 的机会几乎相等，而且振幅超过 5% 的交易日也大幅增加，并且振幅小于 1% 的交易日大幅减少。

动力煤来说，股指限仓前 80% 的交易日振幅在 3% 以内，日内振幅主要集中在 4% 以内，振幅在 2%，3%，4% 的机会几乎相等，而且振幅超过 5% 的交易日也大幅增加，并且振幅小于 1% 的交易日大幅减少。

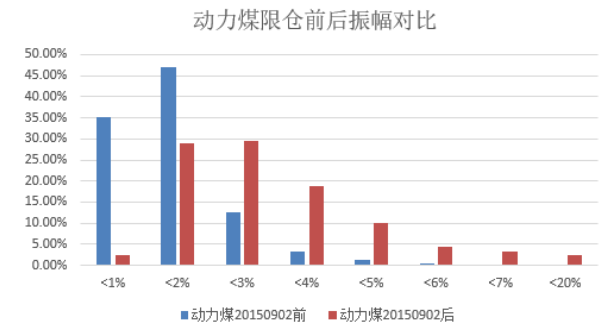
从图中可以看到，螺纹钢和动力煤的振幅特征几乎相同，而且限仓前后变化十分明显，资金推动行情特征十分明显。

图 6.9：螺纹振幅占比分布图



资料来源：wind 南华研究

图 5.4：动力煤振幅占比分布图

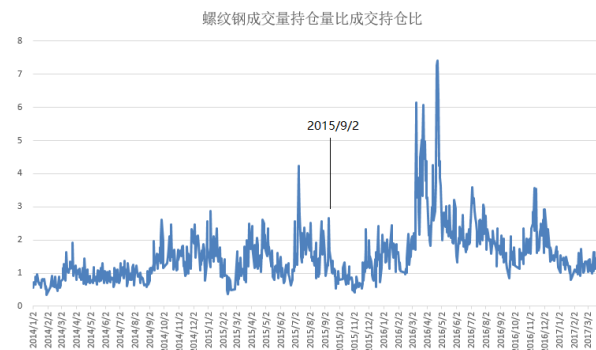


资料来源：wind 南华研究

从螺纹钢和动力煤的成交量和持仓量比值来看，在 2015 年 9 月 2 日后，成交量持仓比值有一个明显大幅抬升的过程，联系到波动幅度的大幅增加，可能是投机资金推动所致，但在随后交易所手续费提高后，这个比值逐渐减小，相对来说，螺纹钢的成交量持仓比值更高，波动幅度更能大，成为最具策略想想空间的品种。

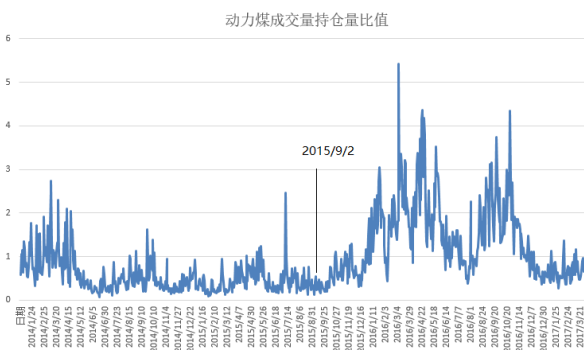


图 6.11：螺纹钢成交量持仓量比值图



资料来源：wind 南华研究

图 5.4：动力煤成交量持仓量比值图



资料来源：wind 南华研究

## 第7章 股指行情展望及策略

赵鹏涛

zhaopengtao@nawaa.com

om

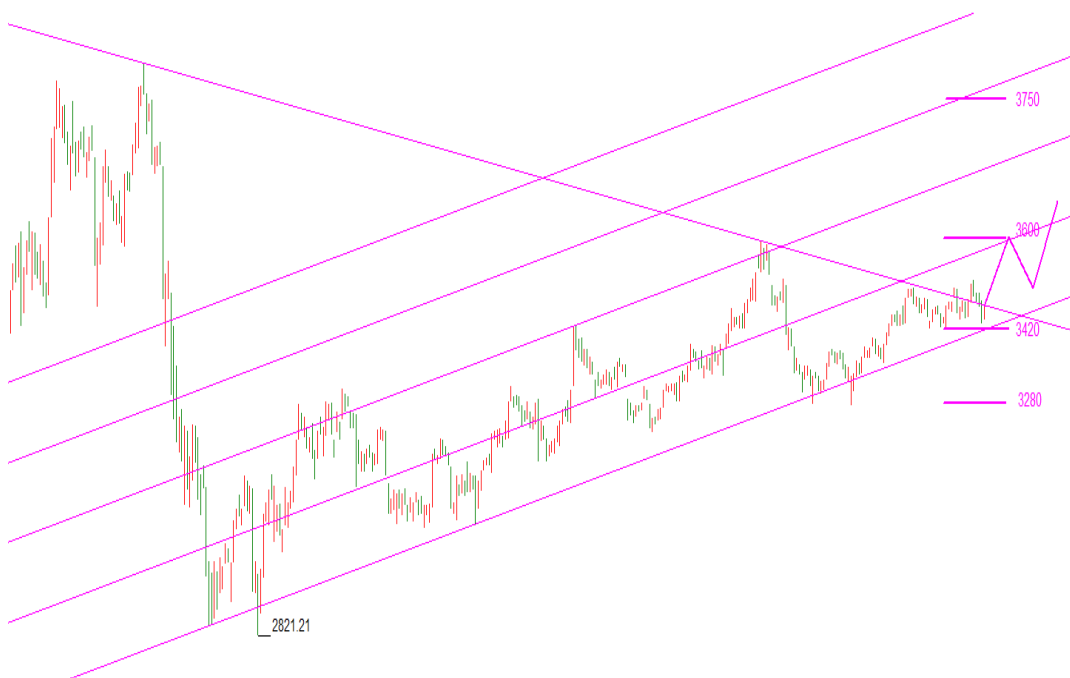
0755-82577614

沪深 300 指数 2017 年以来，一直严格在通道线内震荡上行，目前运行在最后一条通道线附近，短期 3420 成为关键位置，如果 3420 点能守住，指数可能会继续震荡上涨，在 3600 有强压力，会有较大回调，一旦 3600 点突破，上方 3750 点将会有极强压力，此位置是前期高点附近，可能有较大幅度回调。

如果 3420 点跌破，可能将跌破通道线向下，2017 年以来的上升趋势将会被破坏，将会再有一段下跌行情，下方 3280 点将会有极强支撑，开始大幅反弹，如果此位置也跌破，可能将会测试前期低点附近，但可能性不大。

总体来看，2017 将会是震荡行情，范围将会在 3280-3750 点之间运行。从时间上来看，4 月份将会有比较大的转折点出现，向上可能性大，之后最终达到 3750 点，在 10 月份再会有大级别转折点出现。2017 年操作上以 3280-3750 点间震荡波段操作为主。

图 7.1：沪深 300 指数日线走势推演



资料来源：博易&南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801  
电话: 0577-89971808

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话: 0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座  
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
电话: 010-63161286

### 太原营业部

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003  
电话: 022-28378072

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话: 021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室  
电话: 0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话: 023-62611588

### 永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话: 0579-89292777

### 南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室 电话：0513-89011168  
电话：0351-2118018

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元  
电话：0592-2120291

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

## 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。