



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

姚永源: 0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询: Z0010046

收割期，防风险！

摘要

邻近 2017 年的尾声了，价值投资理念浪潮回归 A 股。经历了 2015 年股灾，管理层严管资金流入股市，降低股市投资杠杆，但 2016 年开始以工业增加值为统计标的的经济短周期开始上升，扬起新一轮 A 股弱周期上升期的浪潮，“漂亮 50”、“价值投资”、“扎堆白马股”等投资风格贯穿 2017 年。步入 4 季度收割期，如何进一步配置以及防范风险，集于本文研究进行分析。

未来宏观数据或继续向下，股市表现与宏观数据的背离终会回归平衡。今年大宗商品继续大涨，PPI 与 CPI 传导不畅，下游企业成本增加，不利于经济平衡发展，并且宏观数据有走弱迹象(比如工业企业利润持续下跌，工业增加值连续两个月回调等)，经济短周期开始下降，但是股市热点轮番不断，中短期市场表现明显与基本面不符，面对美联储缩表、加息以及国内过年邻近货币年度周期性偏紧的情况下，股市的风险明显大于年中其他时间，或许四季度就是股市回归反映基本面的时间段。

全年投资者资产配置偏向于被动，四季度风险或现。我们认为 2017 年市场的配资过于偏激，比如扎堆家用电器和食品饮料行业，从短期投机行为的角度来看，今年上涨的幅度已经充分反映其低估值高增长特点，继续大幅上涨的空间有限。投资者高度配资非周期性行业也说明对未来经济的看淡，很难出现系统性牛市，对于震荡市，按历史经验市场流动性的松紧对股市的中短期影响甚大，在外围收紧货币的背景下持续关注央行的资产负债表变化。

四季度三大期指继续结构分化，整体走势或偏弱。A 股震荡市，大概率情况下上演结构性行情，三大期指走势分化严重，但四季度货币趋紧概率较大，所以我们维持整体偏弱判断，建议投资者根据自身情况使用衍生品做风险管理，我们在第四章也给出了套保产品设计方案供借鉴，现货板块方面重点推荐受市场利率预期上涨利好的银行板块。

第 1 章	市场回顾.....	3
1.1.	2017 年以来度行情表现.....	3
1.1.1.	A 股指数行情回顾	3
1.1.2.	申万一级行业涨跌概况.....	3
1.2.	期指基差及跨期价差分析.....	4
第 2 章	通胀渐起，下游企业现压力	6
2.1.	成本增加，需求减少	6
2.2.	国外利率上升将引起国内输入型通胀.....	8
第 3 章	投资者用钱堆出来的判断.....	10
3.1.	市场投资风格偏向被动，预期未来经济走弱.....	10
3.2.	主力资金的困惑.....	12
3.3.	A 股中期风险提示	14
第 4 章	运用股指期权构造套保的产品设计	16
4.1.	产品设计的目标.....	16
4.2.	产品设计思路	16

第1章 市场回顾

1.1. 2017 年以来度行情表现

1.1.1. A 股指数行情回顾

从技术分析的角度看，上综指时空已经运行已经超越历史均值，加速冲高风险越大。2015 年 A 股进入震荡市以来，市场结构性，上综指已经突破并且站稳 20170407 和 20161129 连接的的压力线，到达中期压力线 3400 点附近，目前 k 线结构重心已经下移，不排除短期还有反复筑顶的可能，中期上看上方 3670 附近是强压力位，若短期能到达，强烈建议清仓。时间方面，本次上涨历时约 4 个月(82 个交易日)，按上综指历史走势划分基本上每 3 个月均会出现一次调整。我们在《A 股中期顶部或已现》中已经指出 20170407 和 20161129 连接的中期压力线，结果市场投资热情高涨，短时间内一举突破，但我们依旧认为当前的宏观数据普遍开始走弱和中性偏紧的货币政策不支持 A 股持续走牛，在 7-8 月份宏观数据普遍走弱，特别是企业盈利增速持续下滑的背景下，上综指站上 3300 点上方后，每上一节风险就增加一节，四季度我们整体以看空为主，也不排除有政策性影响的结构性机会。

图 1.1.1 上综指周线图



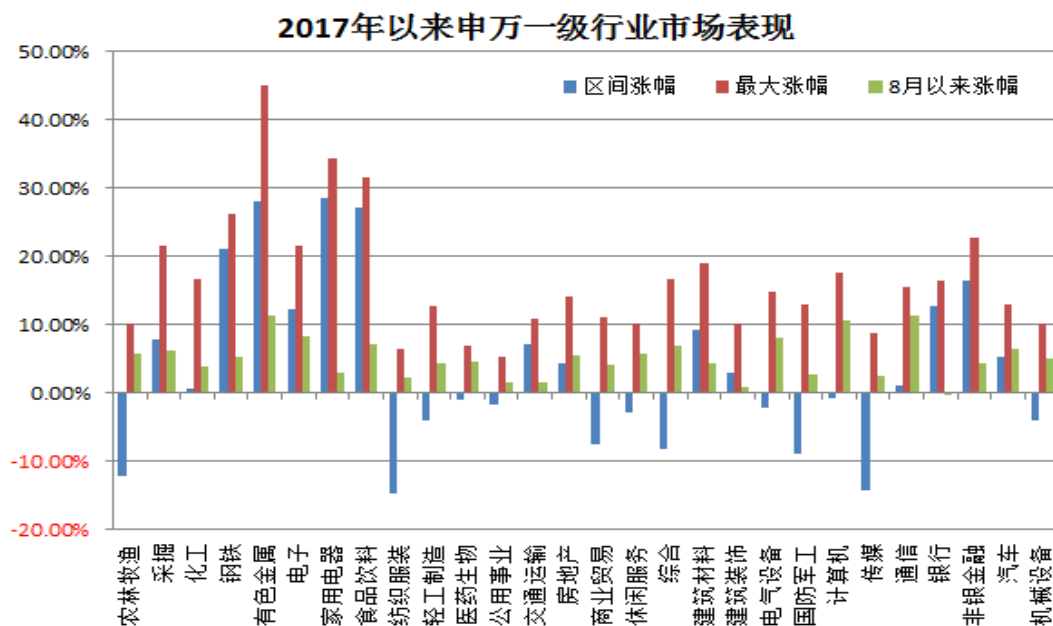
数据来源：wind，南华研究

1.1.2. 申万一级行业涨跌概况

今年以来各行业板块都已经尽情表现过，只是市场资金重点关注的不同，短期缺乏可持续的新增亮点。今年以来市场重点行业轮动路线从白酒、家电——>保险、银行——>有色煤炭——>部分成长股——>银行、保险、券商，在业绩增长确定性较大的情况下，通胀预期相关的板块均已经涨幅很大，如图 2.2 所示。我们分别从区间涨幅、区间最大涨幅和 8 月份以来涨幅来分析各行业的市场资金关注情况：首先从静态区间涨幅来看家用电器、有色金属、食品饮料、钢铁、非银金融、银行分别涨幅为 28.54%、28.05%、27.15%、21.01%、16.42%、12.56%，这几个涨幅领先板块都是跟通胀预期有关，并

且从企业盈利增速来看，钢铁、有色金属业绩暴增，家用电器和食品饮料属于非周期行业，资金关注度增加说明投资者对未来经济的看淡，而银行业绩稳步上升，我们认为这跟利率上涨有非常大关系；第二从区间最大涨幅来看，基本每个行业都取得过正收益，只是留存度较高的依旧是与通胀预期相关的行业；最后看 8 月份以来涨跌幅，涨幅超过 10% 的行业仅有有色金属、通信和计算机，资源股板块的上涨主要与短期商品期货大幅上涨有关，并且近期两者行情的相关性非常大，而商品期货的炒作性和波动性较大，所以后续资源股上涨的持续性不会太久，短期资金集中关注计算机、通信行业，重点在于人工智能和虚拟现实的题材，随着后期经济周期的回落，技术创新投资将回归市场，这两个方面建议持续关注。

图 1.1.2 2017 年以来申万一级行业市场表现(截止 9 月 22 日)



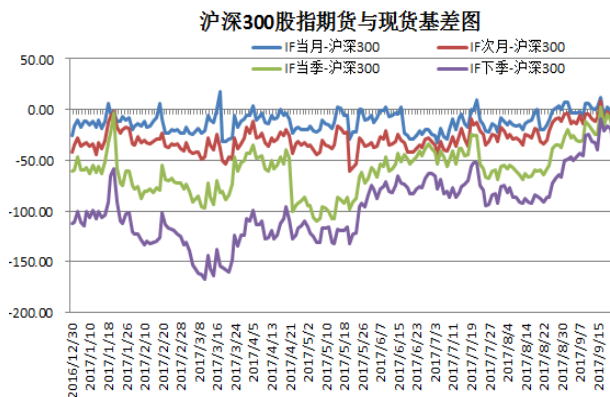
数据来源：wind，南华研究

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：为了方便计算本节说描述基差记为期货-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。

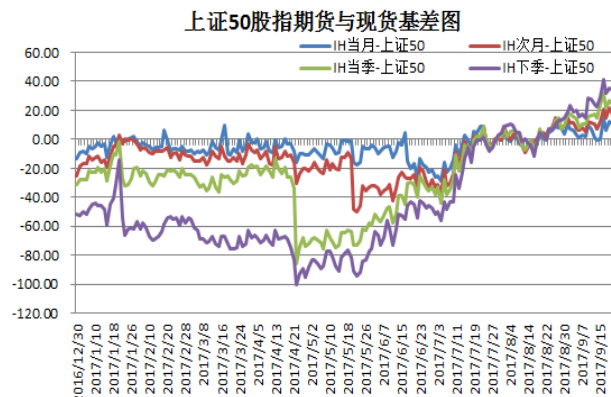
我们获取了今年以来三大期指的基差和价差，如图 1.2.1 至 1.2.6 所示。从图中看到 2017 年以来三大期指的基差、价差整体上延续 2016 年的震荡收窄格局，但不同期指结构分化比较严重，比如此过程 IH 基差和价差大幅收窄，并且站上了 0 轴以上运行，而 IF、IC 的基差和价差收窄力度相对较弱，不过一直处于不断收窄的过程中，对于近期而言，三大期指的基差和价差都有走弱的迹象，预计短期现货震荡回落的可能性较大。

图 1.2.1: 沪深 300 股指期货与现货基差图



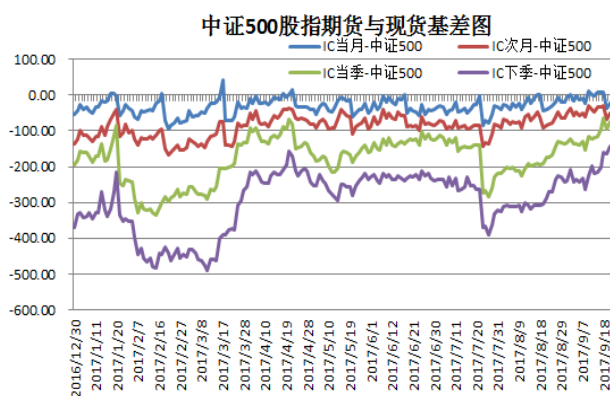
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



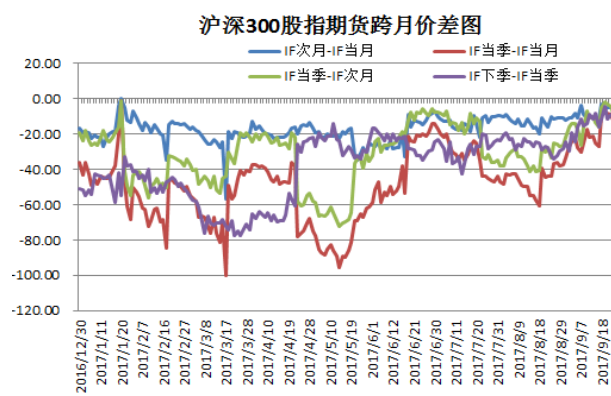
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.3: 中证 500 股指期货与现货基差图



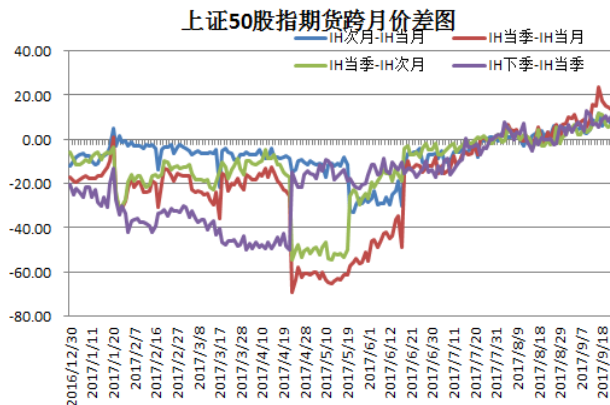
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.4: 沪深 300 股指期货跨月价差图



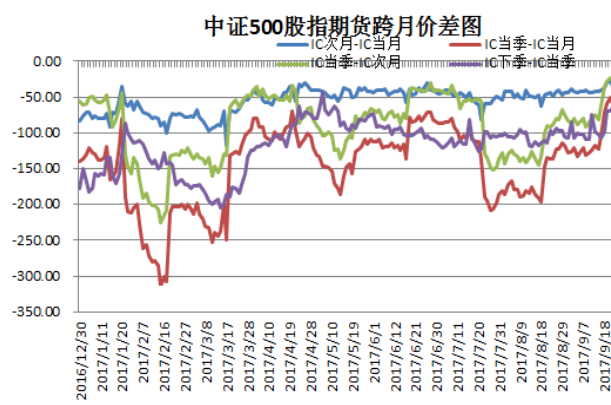
资料来源: wind 南华研究

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



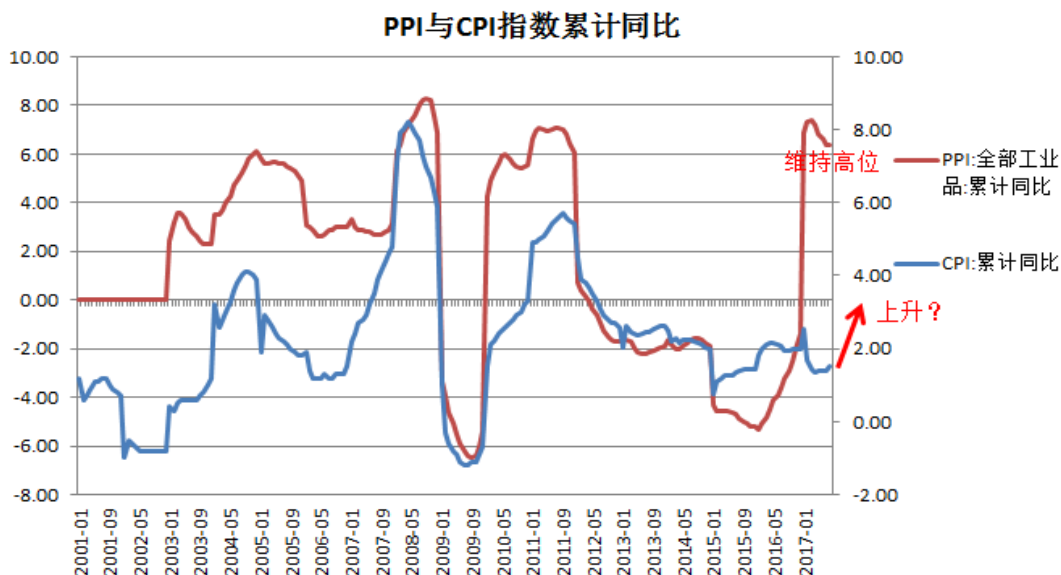
资料来源: wind 南华研究

第2章 通胀渐起，下游企业承压

2.1. 成本增加，需求减少

涨价潮兴起，消费成本增加。众所周知，2017 年市场普遍预期经济周期向下，并且企业利润、社会库存等宏观指标均下降，但是股票市场却演绎着红红火火的慢牛行情，从中短期来看宏观面与市场面出现了背离。截止 2017 年 8 月，我国 CPI 当月同比为 1.8%，累计同比为 1.50%，为今年三月份以来最高，有进一步上升的趋势，同时 PPI 当月同比为 6.30%，累计同比为 6.40%，连续 8 个月维持在高位，如图 2.1 所示。如果从历史数据的角度看，目前的 PPI 已经达到 2010 年-2011 年的水平，工业品方面具有一定的通胀压力，但是 CPI 却一直明显上涨，也就是说上游涨价却没有传导到下游消费，这样下游企业的涨价成本难以转嫁到消费者身上。从逻辑上来看 PPI 传导的通货膨胀出现的断层，如果后续能顺畅传导过来怎么办？如果依旧不能传导将可能会发生什么状况？这都是值得投资者深思的。

图 2.1.1 PPI 与 CPI 之间传导不畅



资料来源：wind & 南华研究

PPI 续涨难以延续，传导流畅时农产品价格或来接力。本次商品价格上涨主要是成本推动型，只有在供给侧改革下幸存的上游企业利润才能增高，并且随着环保政策的持续推进，PPI 可能维持高位，不排除类似 2010-2011 年再次冲高筑双顶的可能，给出此判断的依据在于库存周期持续下跌，并且管理层也明确指出商品期货上涨已经脱离基本面的供需关系，并且出口减少，严控房地产行业，部分下游需求行业利润大幅收缩等因素也制约原材料价格上涨。比对前后两个时段，不同的地方就在于 CPI 上涨力度，前期 CPI 稳步上升，2011 年迎来央行加息，而当前 CPI 因为食品项迟迟未能上涨，从而拉低了整个 CPI 值，PPI 的高增速没能及时传导到 CPI 中，从目前判断是一次非典型的通货膨胀，从一定程度上看可能会制约货币政策进一步收紧。今年以来，生猪存栏大幅下跌，特别是从 4 月份的 36097 万头下降到 8 月份的 35061 万头，下降幅度 2.87%，而生猪平均出场价从 6 月份触底后开始上涨，截至 8 月 23 日当周累计上涨了 9.8%，猪肉

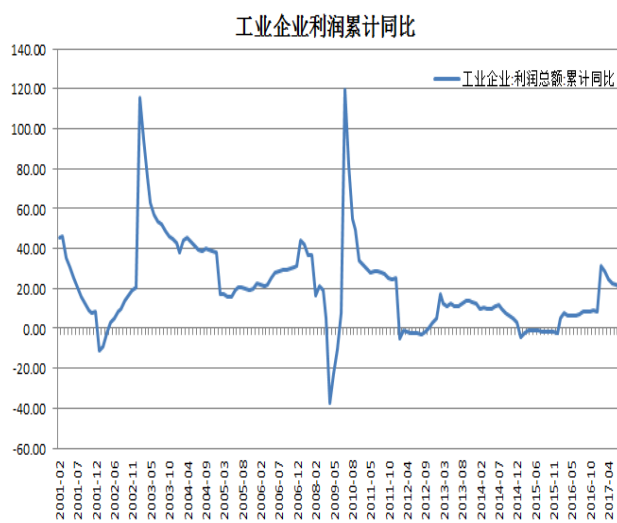
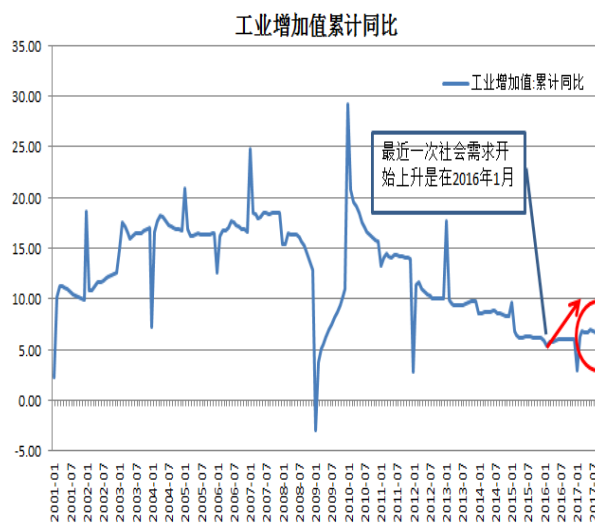
平均价格也在 8 月 30 日当周开始上涨，肉鸡苗价格从 5 月份开始触底上涨，截至 9 月 15 日当周上涨幅度达 3.67 倍，而此过程最高上涨幅度达 6 倍，可见随着工业品、化工品价格大幅上涨，农副产品生产成本压力显现，开始涨价将成本转嫁到消费层面。

四季度若通胀变成小概率事件，PPI 或将会大幅下跌。一般情况下引起通胀上升需要满足两个条件，第一是价格普遍上涨，第二是货币扩张或者说保持宽松，而对于目前国内情况来看，显然没有达到价格普遍上涨，PPI 传导至 CPI 不畅，金融去杠杆虽然有所放缓，但依旧处于严控中，所以难以出现货币扩张局面，若这种格局继续持续下去，上游材料涨价将形成空中楼阁，下跌也只是时间问题，所以目前我们认为最好的策略就是等待。

需求方面，工业增加值增速还将回调。作为观察社会需求的指标较多，比如进出口增速、房地产投资增速、房地产销售、水电消费等指标，但是综合反映在一起的用工业增加值同比增速比较合适。截止 2017 年 8 月工业增加值同比增速为 6.70%，连续两个月回调，而作为领先指标工业企业利润累计同比增速已经连跌 5 月，如图 2.2、图 2.3 所示，预计两者下半年还将继续下跌，原因在于金融降杠杆还在延续，截至 9 月 20 日全国主要城市正在兴起新一轮的贷款利率上调潮，年底来临环保压力进一步加大，迫使部分工厂停工，再者 2016 年中央设定今年 GDP 增速为 6.5%，而上半年平均增速高达 6.9%，经济整体保持强劲，完成全年计划不成问题，所以我们判断管理层将允许下半年经济增速适当回落，重点在于加快经济结构优化调整的步伐。

图 2.1.2：工业增加值累计同比有下降迹象

图 2.1.3：工业企业利润累计同比继续回调



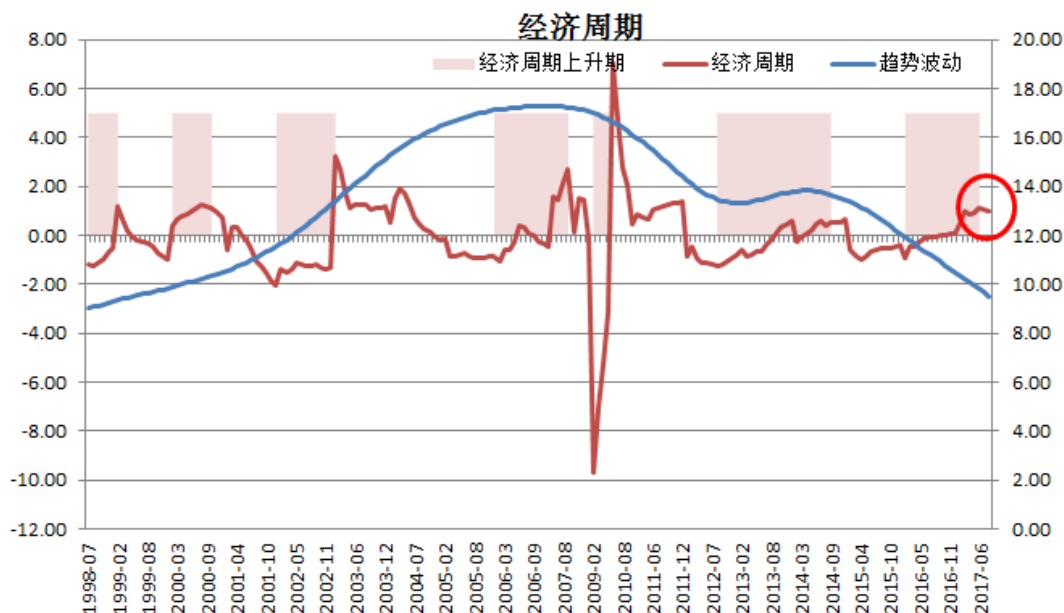
资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

经济周期开始下降。根据产出缺口方法，我们采用 HP 滤波法将工业增加值累计同比进行分解为趋势项和周期项，如图 2.4 所示，红色线是周期项，蓝色线是趋势项，其中周期项大于 0 代表产出缺口为正，反之产出缺口为负，浅红色柱状部分标识周期项上升阶段，用以刻画短期周期波动。2000 年以来经历了 4 个完整周期，每个周期平均约 40 个月，目前经历的是第五个周期，其上升阶段从 2016 年 2 月开始，截至 2017 年 6 月份已经历时 16 个月。而统计近 5 个经济周期上升期平均历时 14 个月，最长的一个上升期为 2012.8-2014.9，历时 25 个月，当时货币政策处于扩张期，而对比现在的货币

政策处于中性偏紧，所以我们认为此上升期历时 16 个月已经基本完成上升周期，剩下的将是漫长 24 个月下降期。

图 2.1.4 中国经济短周期开始向下



资料来源：wind & 南华研究

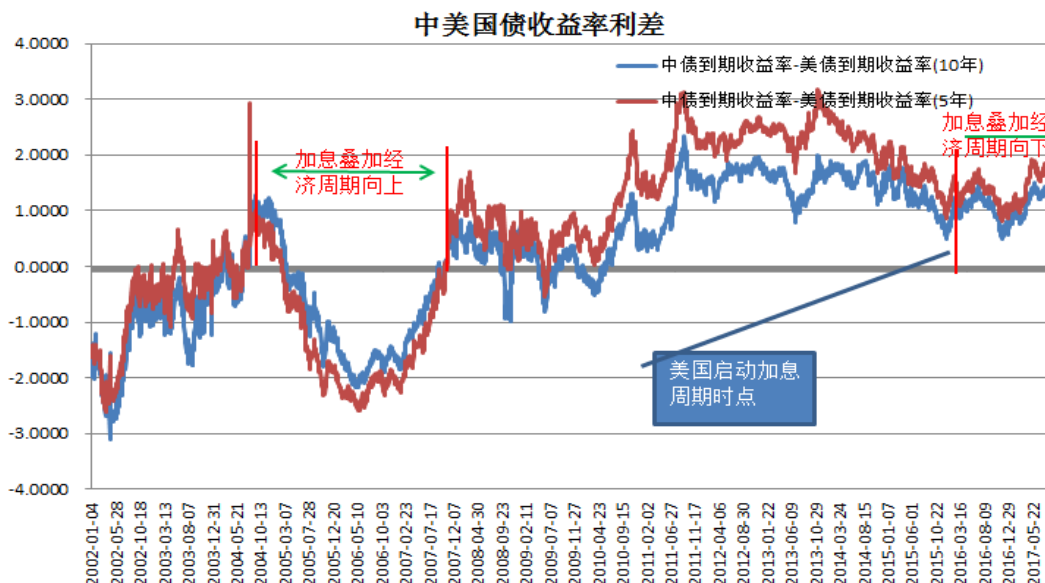
2.2. 国外利率上升将引起国内输入型通胀

历史上美联储货币收紧对全球金融市场影响重大。2017 年 9 月 21 日美联储公布保持 1%-1.25% 的联邦基金利率目标区间不变，从 10 月份开始缩减 4.5 万亿美元的资产负债表规模，并且美联储高官预计在 2017 年 12 月还将加息一次，2018 年将加息三次，2019 年加息两次，2020 年将加息一次。从历史上看，美联储总共进行过 6 次资产负债表缩表，均为演变为特殊时期，时间段分别为 1920 年-1921 年为一战之后、1929 年-1931 年为美国大萧条阶段、1947 年-1951 年二战之后、1957 年-1965 年为布雷顿森林建立后、瓦解前、1978 年-1979 年为石油危机期间、2000 年-2001 年为网络科技泡沫破灭，每次缩表都是全球市场影响非常大。因为美元的世界霸主地位导致每次美国加息周期后期都会引发全球性金融或经济危机，比如 1929 年美国股市大崩盘、1973 年的石油危机、1997 年亚洲金融危机、2008 年美国次贷危机，无不跟美国加息息息相关。

美联储资产负债表缩表，中短期内利率必将上升，从而导致国内市场利率上升。世界经济增长虽然全面回暖，但是还是美国一枝独秀，并且经济增长依旧强劲，所以缩表在中短期上对美国利率向上的概率较大，并且中短期缩表带来利率上涨的压力还通过降税(包括企业税和个人所得税)的方式给实体经济减压，促进国内消费拉动经济增长，相当于再次“剪全世界经济的羊毛”。反观中国经济目前处于增速换挡期，从高增速切换到低增速，从日本和韩国经济发展经验看，产业结构调整过程中若控制不当，很容易出问题。为防止国内经济受短期资金大幅外流的冲击，逐步提高自身利率，提高中美利差，引导海外资金流入国内，减少人民币贬值压力，服务国内经济发展，中国可能会被逼允许市场利率有所上升，即保持一定幅度的中美利差，对于经济短周期向下，我们判断央行不会主动提高市场利率，但是不排除结构性提高部分产业的利率以达到产业结构优化

的效果。截止 9 月 21 日，5 年期中美债券收益率利差为 1.3634%，10 年期中美债券收益率利差为 1.7499%，其 2000 年以来利差走势如图 2.2.1 所示。

图 2.2.1 中美国债收益率利差



资料来源：wind & 南华研究

警惕金融资产泡沫破裂。每一次经济金融危机爆发的突破口都不同，1929 年美国股市大崩盘、1973 年的石油危机、1997 年亚洲金融危机、2008 年美国次贷危机，但根源都是一样的，就是每次出现较大力度收紧银根，泡沫最大的点就会破裂，从而引发危机。众所周知当前全球最大的泡沫，无非就是金融资产价格的泡沫，其包括数字货币泡沫、房地产泡沫(原本房地产是不属于金融资产的，但当前背景下它已经具有非常大的金融属性)、汽车信贷泡沫等，随着利率的上升，维持金融资产价格的成本将越来越高。2008 年金融危机以后，全球央行均采用凯恩斯理论，加大货币供应以刺激经济增长，结果经济恢复缓慢，远没达到预期。虽然现在全球经济全面迎来回暖，但是其力度还是非常弱，并且超发货币已经转嫁到金融资产方面，加上此泡沫没有哪个政府愿意捅破，若当前的全球金融框架不改变，金融资产泡沫还将更大，达到最终破灭。

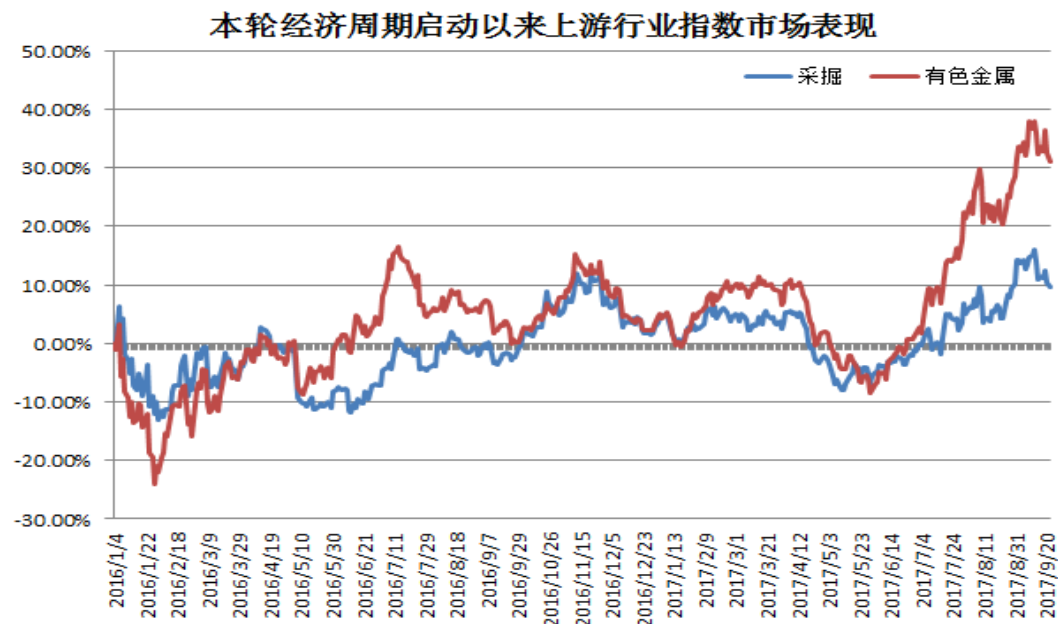
第3章 投资者用钱堆出来的判断

3.1. 市场投资风格偏向被动，预期未来经济走弱

回顾本轮经济短周期上升阶段，股票资金配资偏向保守。经济周期上升期，股市市场表现普遍上涨，这点我们已经在《经济周期下 A 股的投资分析》、《周期角度剖析 A 股纳入 MSCI 投资机会》中详细介绍，所以我们基于本轮经济周期启动时点开始跟踪各行业市场表现的变化(以申万行业指数为跟踪对象)，不难发现常青行业为食品饮料、家用电器和金融行业，经济周期向上资产配置却倾向于非周期行业，所以我们认为投资者对未来经济依旧偏谨慎，虽然全球经济在宏观数据的表现上看普遍好转，但投资者的心依旧偏冷。

商品牛市，上游企业股价后期追上，但四季度续涨空间有限。2016 年开启供给侧改革以及经济短周期开始启动上升，随后 6 月份库存周期开始上升，商品期货迎来牛市，特别是黑色系持续牛市约 1.5 年，到目前也没看到步入熊市的迹象，而由此利好引起的上游企业利润增速大幅上升，利好股价上涨。但是对于本次经济周期向上阶段，对股市来说是弱周期表现，虽然上游材料涨价利好上游企业，但因为整体行业负债率太高，行业亏损严重，并且对供给侧改革给上游材料涨价的力度也是渐行渐知，所以上游行业股价的市场表现底部震荡的时间跨度较长，如图 3.1 所示，截至 2017 年 6 月份开始，才真正迎来上游行业股价普涨。展望四季度，由于上游材料的通胀没能传递到下游消费，上游企业利润增速高增长难以持续，股价续涨的空间有限。

图 3.1.1 上游行业年移动累计收益

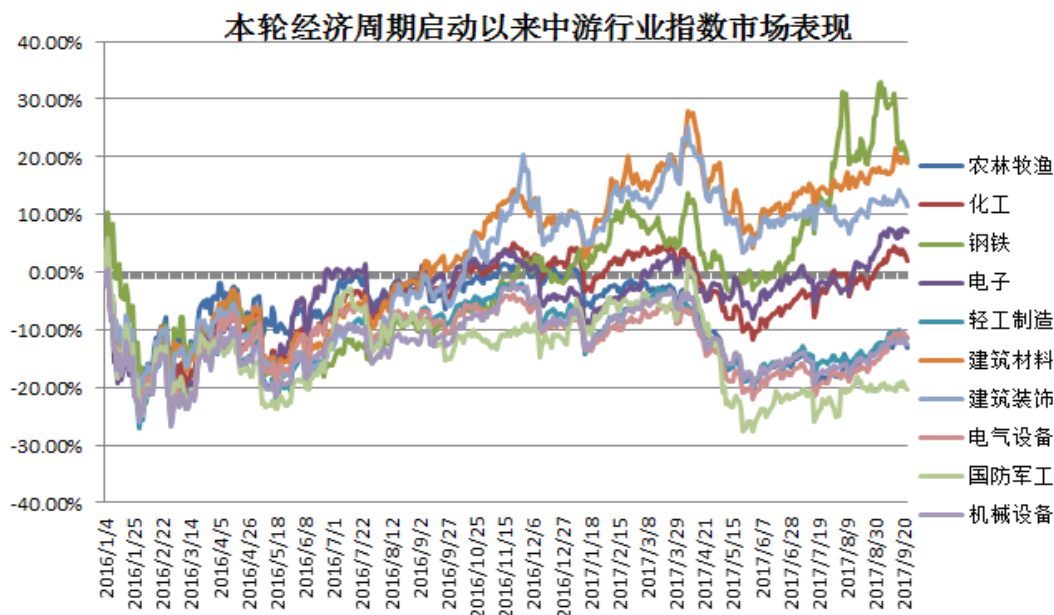


数据来源：wind，南华研究

中游企业股价上涨分化严重，越偏向于上游股价表现越好。从图 3.2 中可以看出，钢铁、建筑材料、建筑装饰累计涨幅领先，截至 9 月 22 日本轮经济周期下其市场表现累计涨幅分别为 19.55%、19.00%、11.48%，而其他行业指数的涨幅较少，比如国防军工、农林牧渔、轻工制造、电气设备累计涨幅分别为-20.22%、-13.07%、-11.46%、

-11.30%。

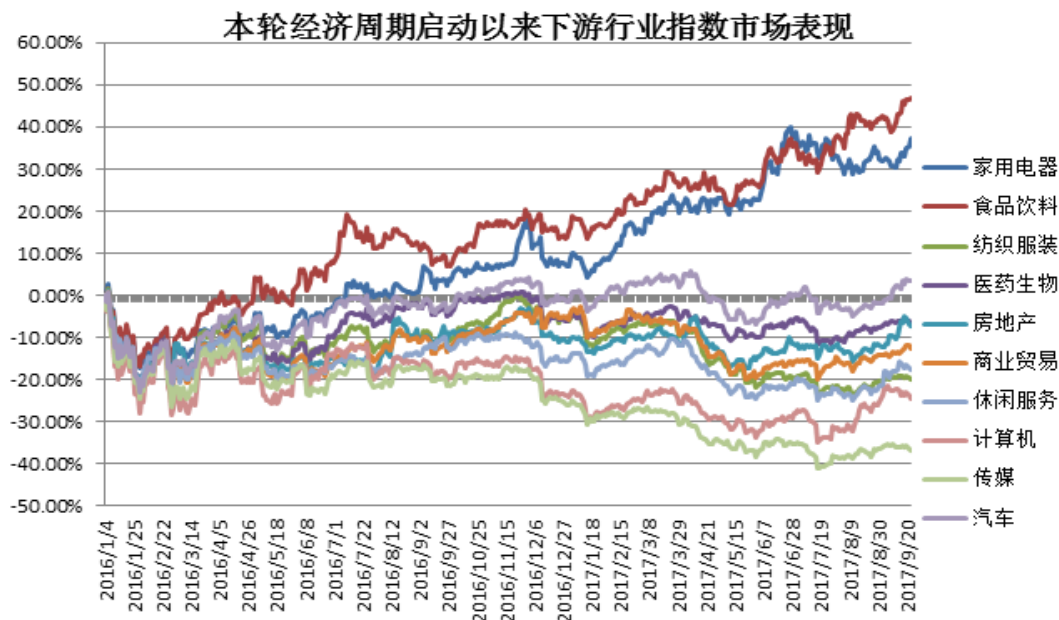
图 3.1.2 中游行业年移动累计收益



数据来源：wind，南华研究

下游行业股价“一九”分化现象，资金倾向于避险。对于本轮经济周期上涨期，整个下游行业只有家用电器和食品饮料单边持续上涨，其上涨的持续性和稳定性领先整个市场行业，我们判断这不外乎有一定的资金避险，也从另外的层面看到上游资源涨价的通货膨胀并没有传导到下游行业，反而因为成本因素上升，投资者预测下游企业的盈利预期下降，没有得到主力资金关注，而对于高估值的计算机、传媒、休闲服务等行业更是受到主力资金的排挤。

图 3.1.3 下游行业年移动累计收益

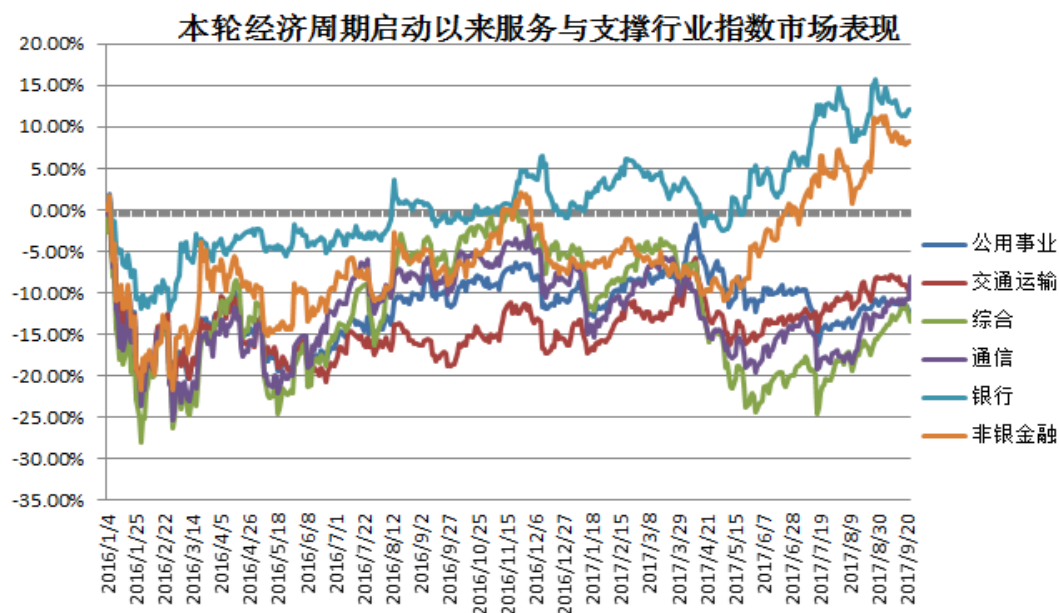


数据来源：wind，南华研究

受益于市场利率上涨，金融行业领涨服务于支撑行业。随着宏观经济企稳好转，市

场利率上涨纯属正常，但仅有金融行业的股价享受资金关注，其他行业却预冷，是因为行业盈利成长性不好吗？非也，我们在《工业企业利润增速分行业跟踪》中已经指出从 2017 年开始公共事业中水务板块企业利润持续高增长，但是其股价也没有受到资金重点关注。可见投资者对金融行业的盈利预期好于公共服务行业。

图 3.1.4 服务与支撑行业年移动累计收益



3.2. 主力资金的困惑

处于牛市与震荡市中，主力资金炒作的点不同，但是投资界里面永远不变的主题就是寻找高成长低估值的股票。本轮 A 股慢牛上涨持续已经 4 个多月，避险板块短期股价涨幅已经很大，在当前的经济短周期预期见顶，主力资金投资避险浓厚的背景下，家用电器、食品饮料、金融这三大行业是否还能继续投资？这是摆在投资者面前最大的困惑，而挖掘新的投资亮点是最为重要的事情，并且值得投资者持续关注。

估值方面，纵向比较大部分行业属于估值低位，横向比较大部分行业估值相对适中。首先我们来看各个行业当前估值相对于历史所属位置，我们获取了 2002 年以来的市盈率、市净率历史数据，从 90% 的分位数划分两段，与当前值的比较，如图 3.4 和图 3.5 所示。由图中我们可以看出，农林牧渔、家用电器、房地产、建筑装饰、传媒、银行、非银金融的市盈率相对于历史严重低估；采掘、公用事业、房地产、商业贸易、传媒、银行、非银金融的市净率相对历史严重低估。

图 3.2.1 A 股行业市盈率相对历史位置(截止 2017 年 9 月 22 日)

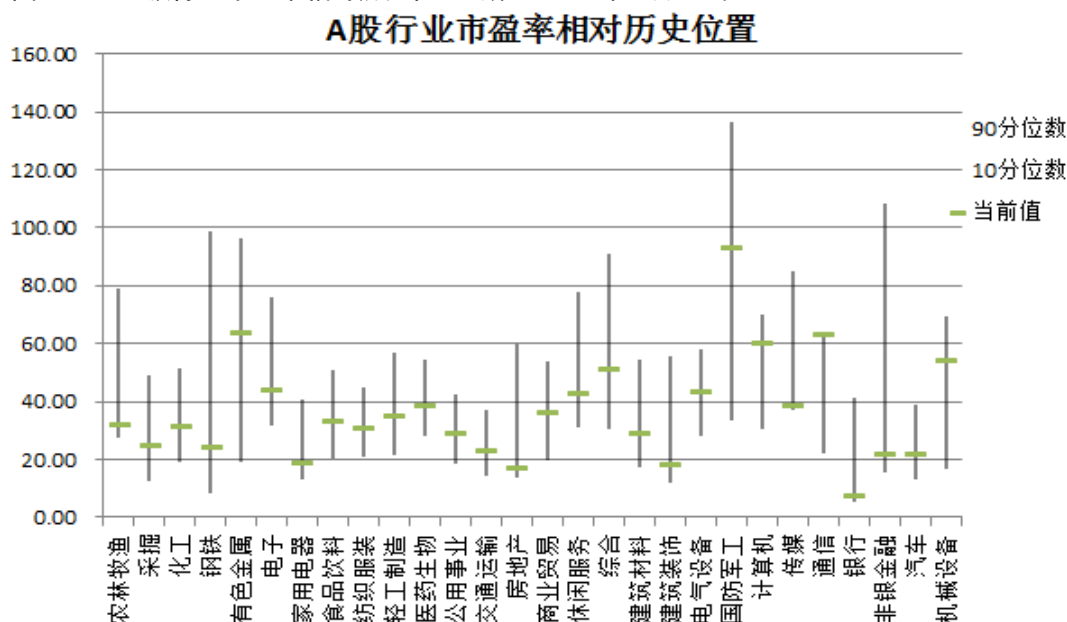
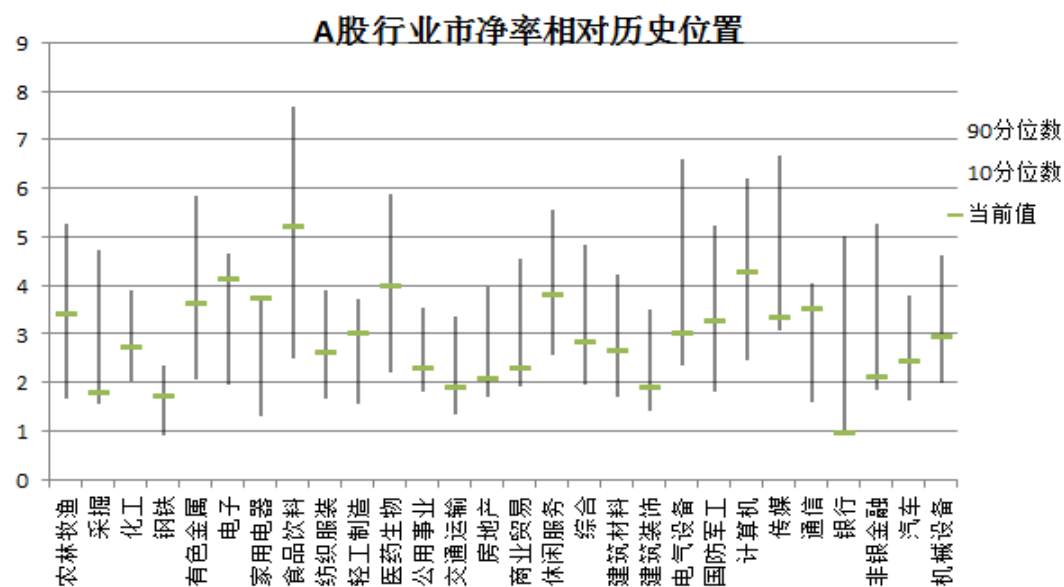


图 3.2.2 A 股行业市净率相对历史位置(截止 2017 年 9 月 22 日)

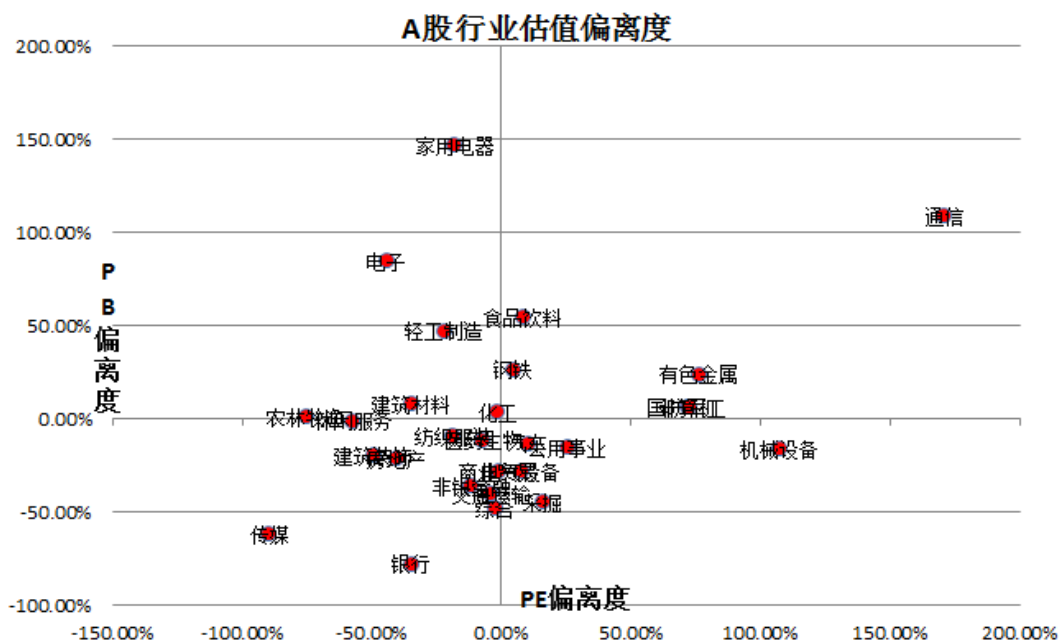


数据来源: wind, 南华研究

在市场流动性偏中性的背景下, 应该从低估值里面寻找更低估值的行业, 所以我们需要估值横向比较, 为了体现市盈率市净率当前偏离历史均值的程度并使得该偏离度在不同行业间具有可比性, 我们计算了其偏离度进行比较。即取当前值与历史均值之差, 并取该差值与标准差的比值, 然后将不同行业当前的 PE、PB 偏离度以散点形式标于坐标系中, 如图 3.6 所示。从市盈率市净率偏离度的角度看, 估值负向偏离度最大(即估值最便宜的行业)集中于第三象限, 而估值水平最贵的行业则集中于第一象限。由图中我们可以看到, 随着最近一年慢牛行情的延续, 大部分行业集中坐标轴中心偏向于第三

象限，目前估值最便宜的还属传媒、银行；估值最贵的行业还属通信、有色金属、计算机、钢铁；对于第三、第四象限里面，我们认为机械设备、家用电器、电子、食品饮料、轻工制造的估值还是偏高，理由在于机械设备属于重资产行业，其历史 PB 波动相对平稳，PE 偏离度高说明当前估值还是高位，而其他行业属于消费类的轻资产行业，低市盈率偏离说明它们企业盈利性好，但是高市净率偏离也说明短期价格上涨较快，对于波动性较大的股票市场，该类行业不属于低估值的便宜行业。

图 3.2.3 A 股行业估值偏离度(截止 2017 年 9 月 22 日)



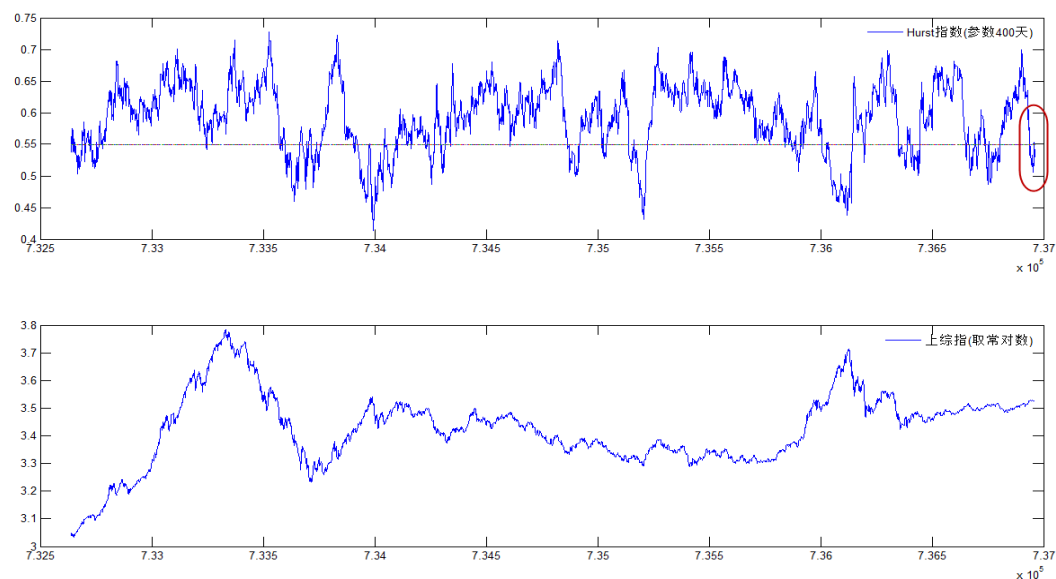
数据来源: wind, 南华研究

3.3. A 股中期风险提示

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》，也是我们一直惯用判断 A 股市场拐点的判断依据之一。我们重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 1.1 所示。

2017 年 9 月 22 日，Hurst 指数为 0.542，连续 18 日低于 0.55，目前在 0.55 下方震荡，按照 Hurst 指数判断上综指波动规则，当前上综指已经存在中期下跌的风险，同时我们必须注意的是，Hurst 只适合中期判断拐点，对短期震荡波动不敏感。

图 3.3.1 Hurst 指数与上综指比较 (截至 2017-9-22)



数据来源: wind, 南华研究

Hurst 指数的应用:

- 当 $H=0.55$ 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 $H>0.55$ 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 0.55, 趋势就越不明确。
- 当 $0<H<0.55$ 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4章 运用股指期货构造套保的产品设计

4.1. 产品设计的目标

针对前两章节我们分析的结论，认为 4 季度权益资产方面主要以防风险为主，特别针对大资产配置的公司(比如基金公司、资产管理公司等，必须保留 80%的股票仓位)，我们认为很有必要进行一定的权益资产套期保值。一个最直接的方案就是做空股指期货，但目前国内股指期货依旧交易受限，流动性明显不足，没有足够的投机对手盘进行对冲，而相关期权方面，目前只有上证 50ETF 期权，从波动性来看也很难覆盖全 A 股。从 wind 场外期权报价来看，目前只有华泰证券给出了沪深 300、上证 50、中证 500 场外期权的报价，也就是说目前国内 A 股的套期保值，是可以利用场外期权来进行套保的，而本章的重点就是设置一套利用期权来进行的 A 股套保方案设计，给投资者一个套保思路，具体的设计方案还需要根据自身资产配置的情况而定。

4.2. 产品设计思路

根据以上的目标，我们的产品设计思路：本构造的产品是想利用衍生品来对冲现货股票的风险，所以产品的综合价值为股票现货+衍生品空头，衍生品空头我们打算利用股指期货复制期权的方式，所以产品总价值就变成股票现货+股指期货期权空头，只是在构建产品的过程中，不同的期权的买卖比例可以构造不同的套保策略。根据上述的逻辑，我们试图通过非严格的数学表达式将其描述出来。

产品总套保到期收益(V)=股指现货(S)+复制衍生品组合空头

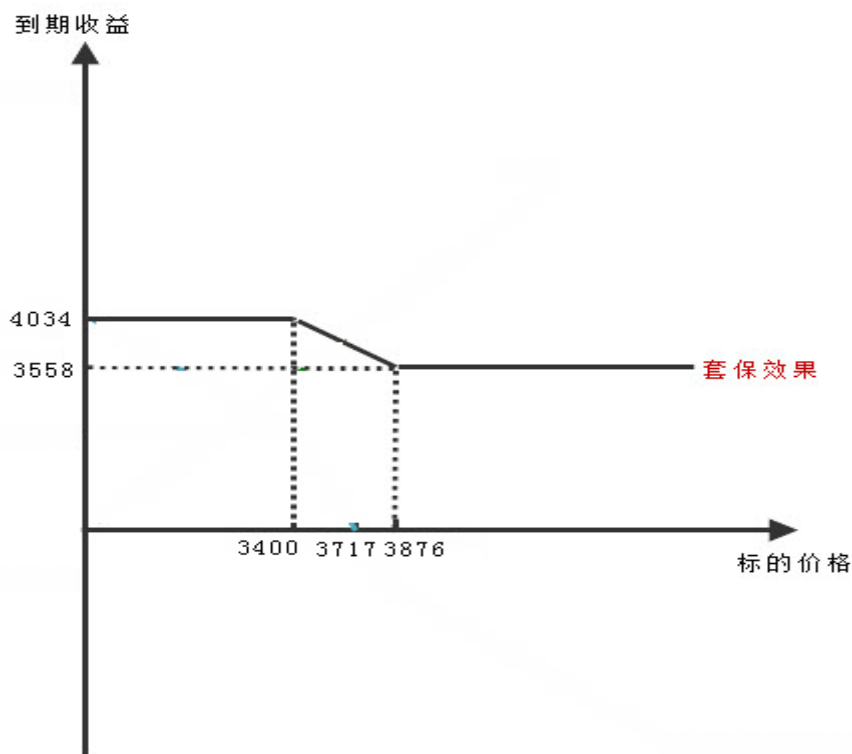
本产品创新设计的问题就转移到如何复制衍生品组合空头，并且能达到区间外保值的套保效果，我们可以通过构造卖出现货和买入期权多头进行对冲，而做空现货可以利用期权来复制，根据期权平价公式可以知道，做空现货可以用买入看跌期权同时卖出行权价相同的看涨期权来复制，这样我们可以得到如下表达式：

$$k_1 * [P(K_1) - C(K_1)] + k_2 * C(K_2) - k_3 * P(K_3) \dots \dots \dots (1)$$

其中 k_1 、 k_2 、 k_3 表示利用不同的期权比例来复制， K_1 、 K_2 、 K_3 为不同期权的行权价。

为了构造效果图，我们以**沪深 300 股指期货主力合约**运行情况为例，针对 2017 年 6 月份以来大幅上涨阶段，我们设置了两个关键点(即 3400、3876)，因为我们认为大概率机会四季度不会跌破 3400，但是上方突破 3876 后继续上涨的空间有限，也就是说我的套保的价格保险区间就设置在[3400,3876]，如果真的如我们现在设想的四季度 A 股震荡下跌，希望在下落途中能获得部分利润，但若跌破 3400 或者上涨突破 3876 后，保证现有资产市值不变，从而达到套保效果。若参与本套保产品后，最终预设得到的套保效果图如下图 4.2.1 所示。

图 4.2.1 套期保值最终效果图



数据来源：南华研究

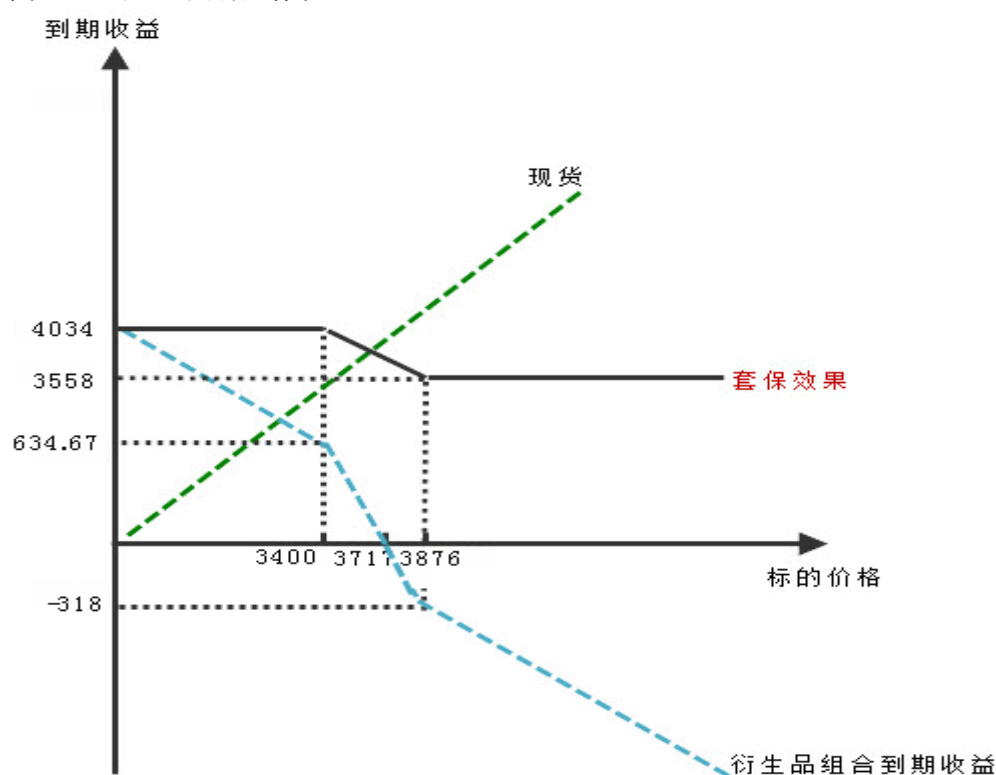
注意：纵坐标的刻度整体有偏差，仅为了说明关键点到期收益。

从图 4.2.1 中可以看到，无论标的价格如何波动，其套保效果都能盈利，是一个不错的套保方案。对于参与套保方，合约到期后，其风险管理结果分析如下：

- 若期货价格 <3400 ，参与套保方持券价格 $=4034+\text{基差}$ （其中基差 $=\text{现货价格}-\text{期货价格}$ ）；
- 若 $3400<\text{期货价格}<3876$ ，参与套保方持券价格 $=7434-2\times\text{期货价格}+\text{基差}$ ；
- 若期货价格 >3876 ，参与套保方持券价格 $=3558+\text{基差}$ ；

将上述的套保效果图进行分解，即添加现货与衍生品组合到期收益曲线，得到如图 4.2.2 所示。

图 4.2.2 产品结构分解图



数据来源：南华研究

注意：纵坐标的刻度整体有偏差，仅为了说明关键点到期收益

分别给(1)式执行价赋值， $K_1 = 3717$ ， $K_2 = 3876$ ， $K_3 = 3400$ ，得到如下式子：

$$k_1 * [P(3717) - C(3717)] + k_2 * C(3876) - k_3 * P(3400)$$

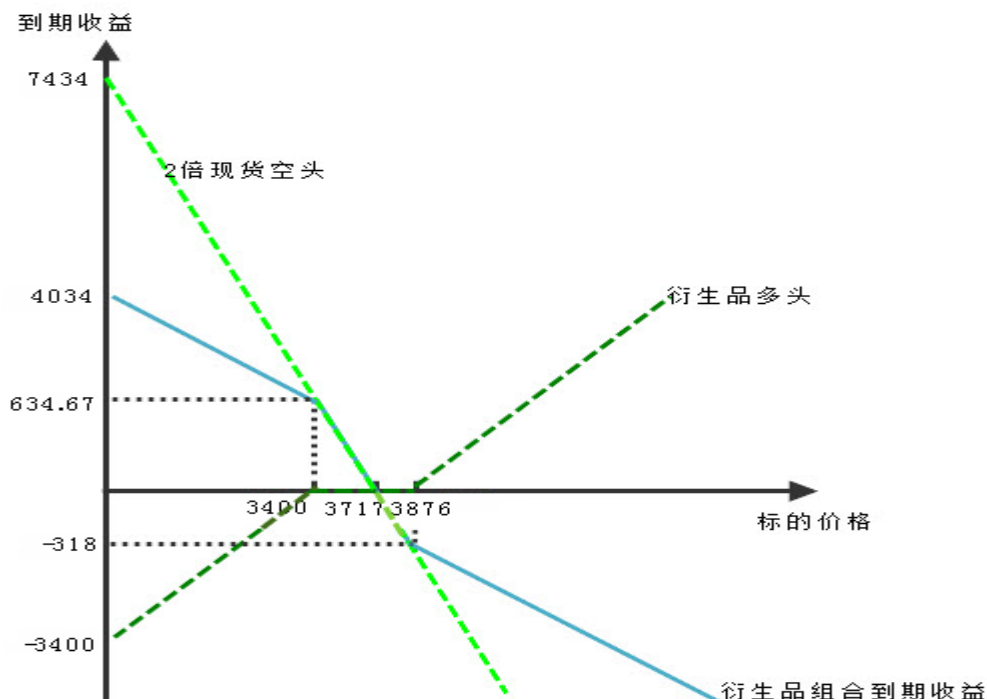
其中买入一个看跌期权同时卖出一个看涨期权，可以构造一个现货空头， k_1 就是构建现货空头的倍数，买入一个看涨期货同时卖出一个看跌期权，构造的就是一个衍生品多头，所以上述公式就可以理解为构造一个现货空头和衍生品多头。

这样合约到期，产品结算如下：

- 若期货价格<3400, 乙方获得固定补偿 634.67 元, 加上期货低于 3400 的部分;
- 若 3400<期货价格<3876, 乙方需固定支付 318 元, 但可获得期货低于 3876 部分的 2 倍补偿;
- 若期货价格>3876, 乙方需按照 3558 价格进行现金结算。

我们将图 4.2.2 分解图，去掉现货和套保曲线，分解衍生品多头的产品结构，如下图 4.2.3 所示。

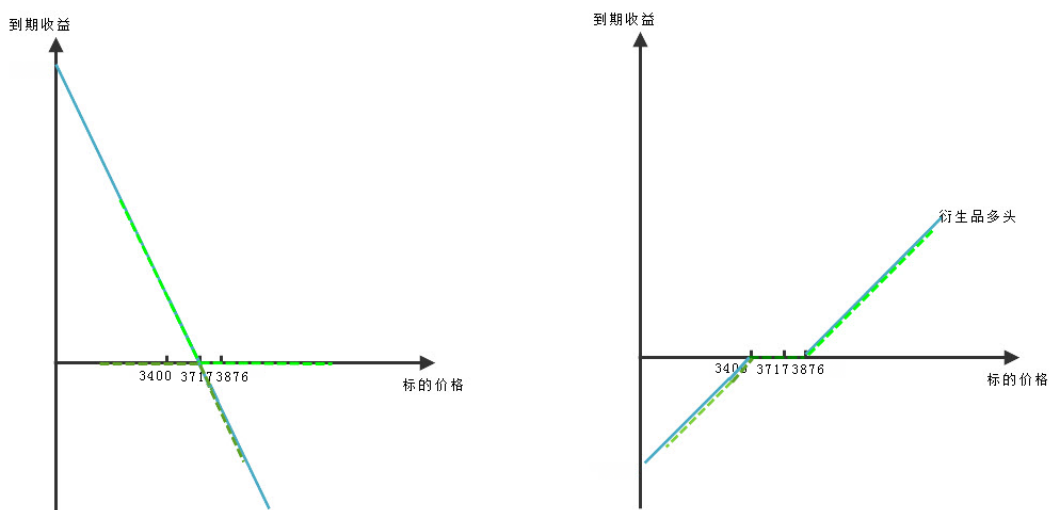
图 4.2.3 产品结构拆分图



数据来源：南华研究

由图 4.2.3 我们可以看到，衍生品多头组合与现货空头，就可以构造衍生品组合到期收益图，然后我们再分别分解衍生品多头组合到期收益图和现货空头组合的到期收益图，将他们分解以期权复制的方式，如下图 4.2.4 所示。

图 4.2.4 产品结构拆分图



数据来源：南华研究

由图 4.2.4 中分解(1)，可以表示为买入两份执行价格为 3717 的看跌期权同时卖出两份执行价格为 3717 的看涨期权，这样就复制了 2 倍现货空头到期收益图，如分解(1)中的绿线，分解(2)可以表示为买入一份执行价格为 3876 的看涨期权同时卖出一份执行价格为 3400 的看跌期权，这样就复制了衍生品多头，如分解(2)中的绿线。

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

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38810969

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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：

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。