

反复筑顶！

投资要点

- 针对新季报加入后的TTM估值，A股投资回报率短期大增，股权风险溢价依旧偏弱，大部分行业估值偏离度依旧较低，传媒和银行依旧垫底，电子行业为新星之秀。
- 本周沪深300指数、上证50指数和中证500指数变化-0.73%、-0.49%和-3.07%，成交量大幅扩大，三大期指基差大幅走低，虽然IH基差依旧大于零，但拐头向下的趋势非常明显；跨期价差方面，IF、IH远月合约的价差依旧坚挺，但是IC远月合约价差回落较快，所以从结构性市场风格来看，IH依旧强于IC。
- Hurst指数研判：截至2017年11月3日，Hurst指数为0.515，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。

目录

1. 一周主题.....	2
2. 行情回顾.....	4
2.1. 行情表现.....	4
3. 基差分析.....	5
4. 本轮经济周期各行业指数的市场表现.....	8
5. Hurst 指数研判	10

南华期货研究所

姚永源：0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询证：Z0010046

1. 一周主题

针对新季报加入后的 TTM 估值，A 股投资回报率短期大增，股权风险溢价依旧偏弱。截至 10 月 31 日 A 股三季度报业绩已经披露完毕，此时计算 A 股估值指标的分母发生变化，针对最新企业的盈利规模，市场将给出更加合理的估值报价。我们从 wind 获取了 2002 年以来全 A 股(除金融、石油石化)的市盈率历史数据，计算其投资回报率，然后再于十年期国债收益率进行比较，如图 1.1 和图 1.2 所示。从图中我们可以看到，股票投资回报率与十年期国债收益率依旧保持比较强的正相关性，特别是本轮库存周期以来，货币政策中性环境下强相关性尤为明显。截至 2017 年 11 月 3 日，全 A 股(除金融、石油石化)的投资回报率为 3.31%，股权风险溢价为-0.57%，从整体 A 股的投资回报上看，投资债券的回报率依旧更高。

图 1.1 全 A 股(除金融、石油石化)投资回报率与国债收益率比较 图 1.2: 股权风险溢价与全 A 股(除金融、石油石化)的比较

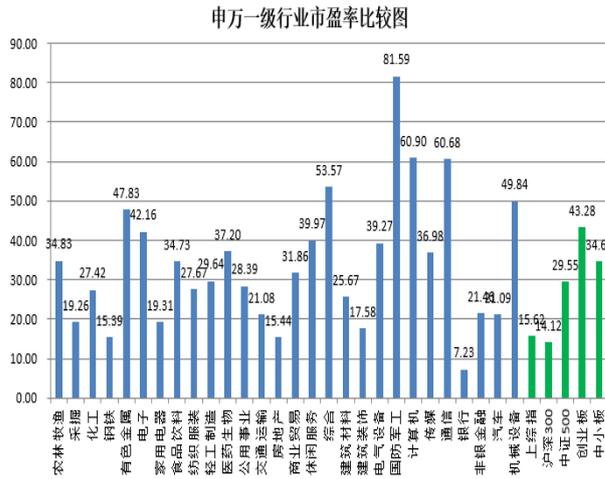


资料来源: wind 南华研究

资料来源: wind 南华研究

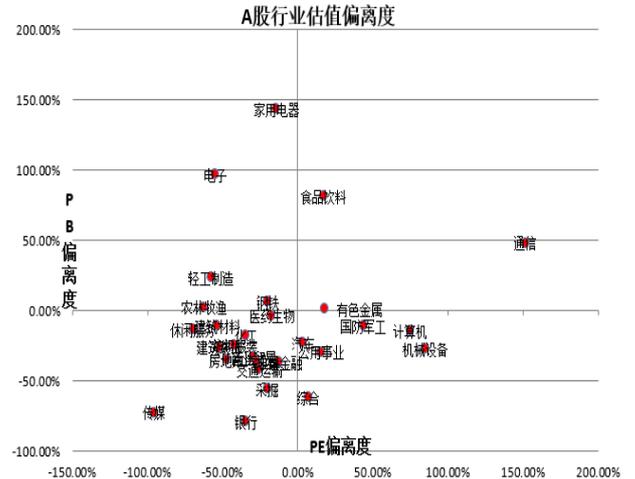
大部分行业估值偏离度依旧较低，传媒和银行依旧垫底，电子行业为新星之秀。截至 11 月 3 日上综指、沪深 300、中证 500、创业板、中小板市盈率分别为 15.62 倍、14.12 倍、29.55 倍、43.28 倍、34.68 倍，比较申万一级行业指数，银行的市盈率为 7.23 倍，依旧为行业最低值，而估值最高的为国防军工、计算机、通信，其估值分别为 81.59 倍、60.90 倍、60.68 倍。从行业股指偏离度上看，传媒、银行最低，并且从图 1.4 中可以看出，一半的行业估值偏离度在第三现象，说明目前整体 A 股市场的估值相对历史比较低。

图 1.3 申万一级行业市盈率比较图



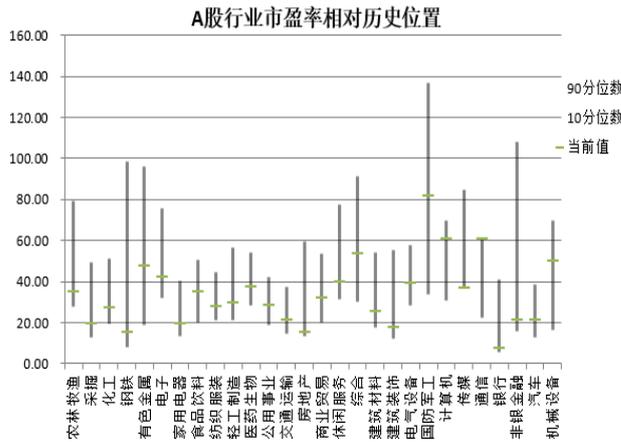
资料来源：wind 南华研究

图 1.4: A 股行业估值偏离度



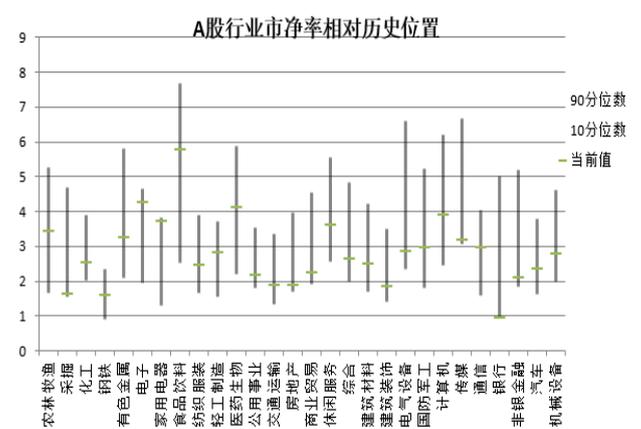
资料来源：wind 南华研究

图 1.5 A 股行业市盈率相对历史位置



资料来源：wind 南华研究

图 1.6: A 股行业市净率相对历史位置



资料来源：wind 南华研究

2. 行情回顾

2.1. 行情表现

本周沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数分别变化-0.73%、-0.49%和-3.07%，成交量大幅扩大；申万一级行业方面，食品饮料、非银金融、电子、银行、农林牧渔表现相对坚挺，建筑材料、国防军工、有色金属、钢铁、采掘涨幅靠后。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为-1.45%、-0.94%、-3.63%；品种总持仓量分别为 42991 手、24406 手、30251 手，分别较上周变化 1912 手、181 手、1361 手；品种总成交量分别为 16699 手、10369 手、13555 手，分别较上周变化 3212 手、501 手、2582 手。

表 1.1.1 股指期货一周行情回顾

代码	收盘价	昨收价	结算价	涨跌幅	期现价差	持仓量	成交量
000300	3992.70	4021.97		-0.73%			
IF 当月	3963.40	4021.80	3956.80	-1.45%	-29.30	22627.00	13262.00
IF 次月	3955.20	4014.20	3947.80	-1.47%	-37.50	15575.00	2629.00
IF 当季	3945.20	4016.80	3946.00	-1.78%	-47.50	4215.00	641.00
IF 隔季	3948.00	4014.40	3942.60	-1.65%	-44.70	574.00	167.00

代码	收盘价	昨收价	结算价	涨跌幅	期现价差	持仓量	成交量
000016	2800.47	2814.27		-0.49%			
IH 当月	2795.00	2821.40	2789.00	-0.94%	-5.47	14243.00	8432.00
IH 次月	2801.40	2825.80	2793.00	-0.86%	0.93	7467.00	1559.00
IH 当季	2818.80	2837.80	2811.80	-0.67%	18.33	2404.00	288.00
IH 隔季	2836.00	2845.00	2818.80	-0.32%	35.53	292.00	90.00

代码	收盘价	昨收价	结算价	涨跌幅	期现价差	持仓量	成交量
399905	6426.98	6630.81		-3.07%			
IC 当月	6362.00	6601.40	6353.60	-3.63%	-64.98	18125.00	11202.00
IC 次月	6321.60	6561.60	6314.40	-3.66%	-105.38	8868.00	1759.00
IC 当季	6230.00	6493.20	6230.40	-4.05%	-196.98	2637.00	397.00
IC 隔季	6183.80	6438.60	6175.20	-3.96%	-243.18	621.00	197.00

数据来源：wind 南华期货

注：表中的期现价差=期货收盘价-现货收盘价

表 1.2.1: 申万一级行业最新市场表现

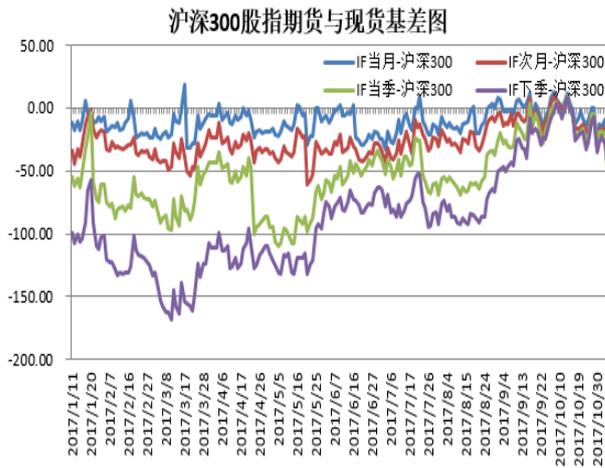
申万一级行业	1 日涨幅	周涨幅	10 日涨幅	30 日涨幅
农林牧渔	-0.53%	-0.85%	0.86%	4.61%
采掘	-1.45%	-4.42%	-2.92%	-7.52%

化工	-0.80%	-4.23%	-2.95%	-3.63%
钢铁	-1.83%	-4.47%	-2.46%	-4.90%
有色金属	-1.37%	-4.57%	-3.23%	-7.18%
电子	0.52%	-0.18%	2.06%	6.03%
家用电器	-0.87%	-1.57%	1.85%	9.43%
食品饮料	0.96%	2.03%	4.34%	11.88%
纺织服装	-0.79%	-3.86%	-3.31%	-2.42%
轻工制造	-1.13%	-3.38%	-2.73%	-1.90%
医药生物	-0.13%	-1.32%	-0.89%	5.35%
公用事业	-0.61%	-3.13%	-3.17%	-0.50%
交通运输	-0.98%	-1.12%	-1.54%	2.54%
房地产	-1.34%	-2.29%	-0.87%	-0.96%
商业贸易	-0.86%	-4.14%	-3.64%	0.22%
休闲服务	-0.78%	-0.85%	0.48%	0.70%
综合	-0.67%	-3.48%	-3.21%	-4.18%
建筑材料	-1.39%	-5.74%	-5.93%	-2.77%
建筑装饰	-1.14%	-2.89%	-0.84%	0.68%
电气设备	-0.57%	-2.42%	-1.42%	-1.37%
国防军工	-0.36%	-4.68%	-5.04%	-6.22%
计算机	-0.57%	-3.08%	-2.90%	-4.41%
传媒	-0.41%	-4.37%	-4.35%	-3.07%
通信	-0.01%	-1.78%	-0.88%	-2.80%
银行	-0.11%	-0.25%	-0.77%	0.42%
非银金融	0.02%	-0.00%	1.99%	3.99%
汽车	-0.79%	-4.22%	-3.20%	-2.20%
机械设备	-0.59%	-2.94%	-1.36%	-0.72%

3. 基差分析

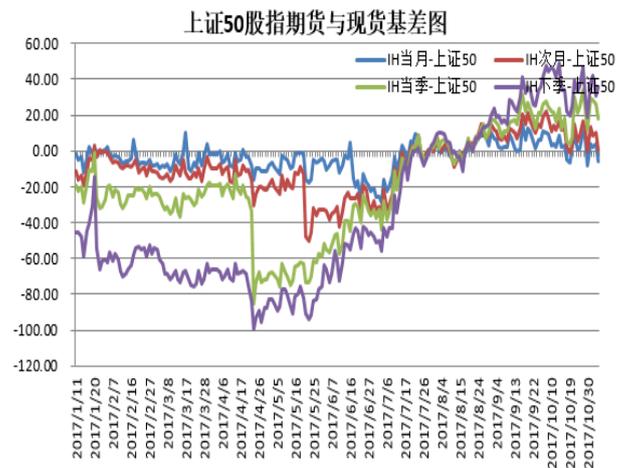
本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，三大期指基差大幅走低，虽然 IH 基差依旧大于零，但拐头向下的趋势非常明显；跨期价差方面，IF、IH 远月合约的价差依旧坚挺，但是 IC 远月合约价差回落较快，所以从结构性市场风格来看，IH 依旧强于 IC。

图 3.1 沪深 300 股指期货与现货基差图



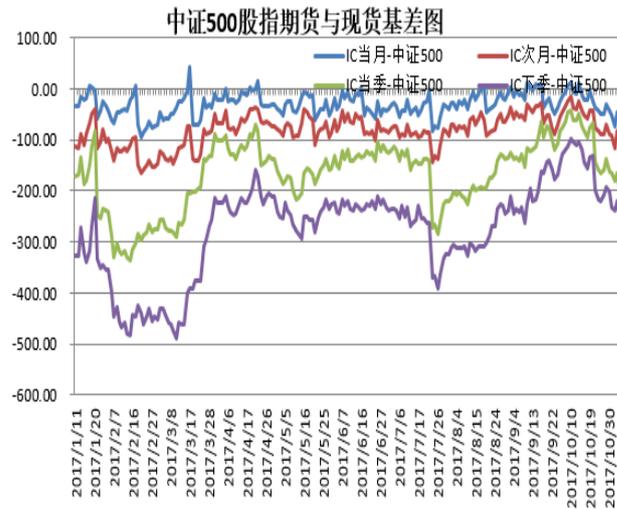
资料来源：wind 南华研究

图 3.2：上证 50 股指期货与现货基差图



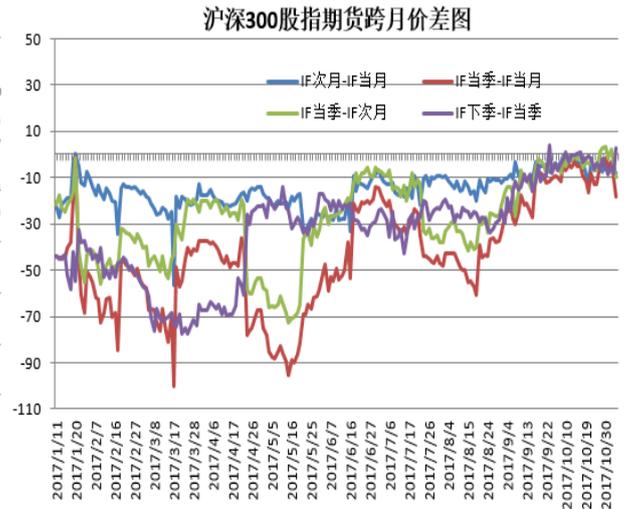
资料来源：wind 南华研究

图 3.3 中证 500 股指期货与现货基差图



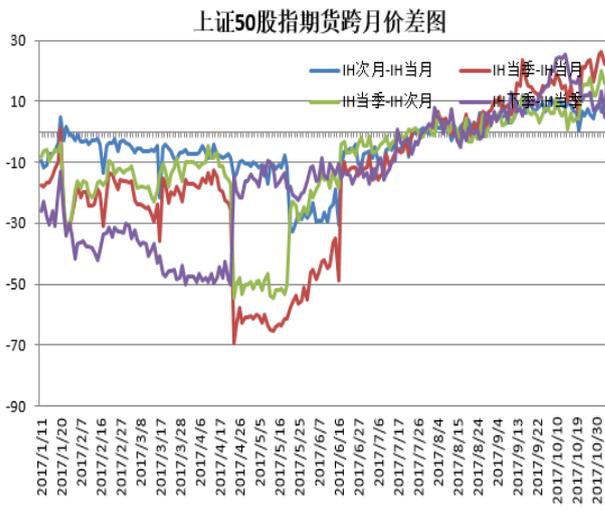
资料来源：wind 南华研究

图 3.4 沪深 300 股指期货跨期价差图



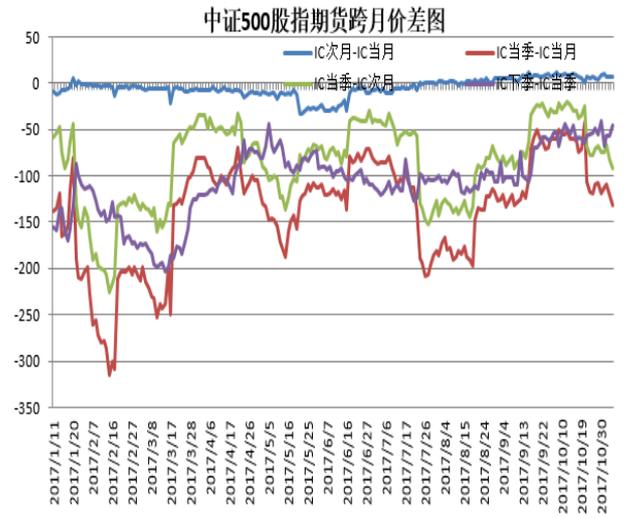
资料来源：wind 南华研究

图 3.5 上证 50 股指期货跨期价差图



资料来源：wind 南华研究

图 3.6 中证 500 股指期货跨期价差图



资料来源：wind 南华研究

4. 本轮经济周期各行业指数的市场表现

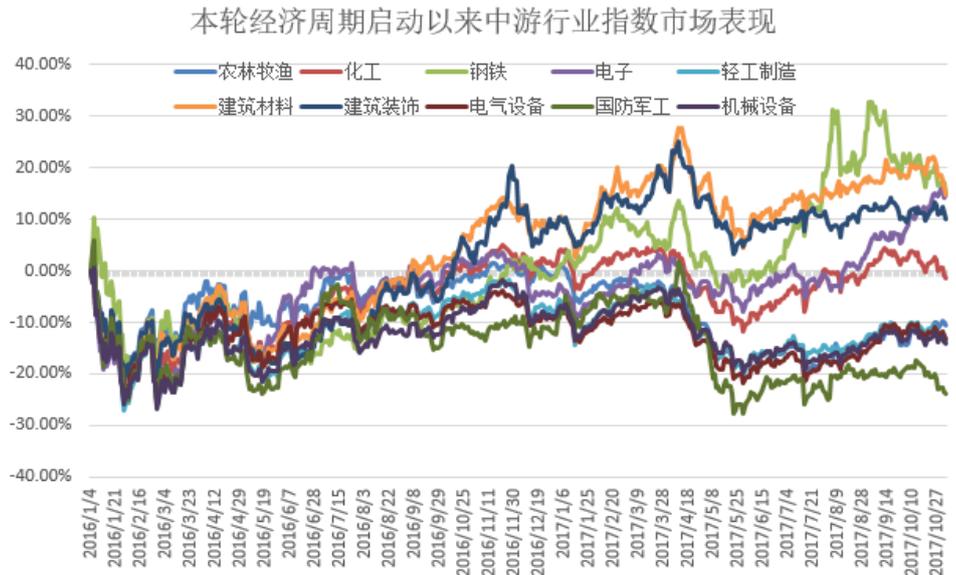
本轮经济周期启动点在 2016 年 1 月份左右，按行业上下游统计其二级市场行业指数的市场表现，从整个时间区间看，家用电器、食品饮料和银行的上涨贯穿周期上升期，而随着商品期货持续上涨，宏观经济上涨韧性很强，2017 年中期上游、中游企业后其勃发，采掘和有色金属行业大幅上涨，不过 9 月份之后开始有所回落，从中游相关行业来看，越靠近上游的指数，其市场表现上涨力度就越强。

图 4.1 本轮经济周期启动以来上游行业指数市场表现



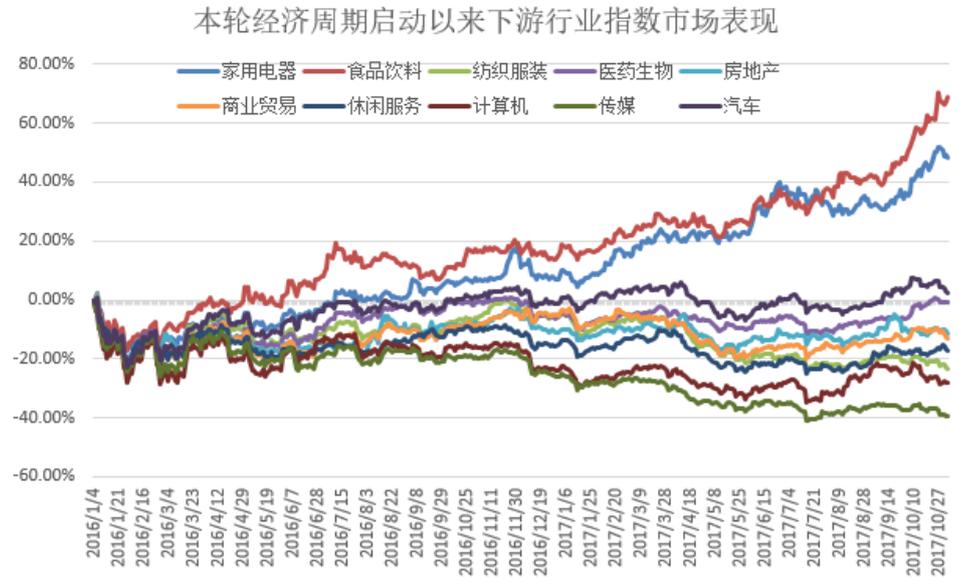
数据来源：wind，南华研究

图 4.2 本轮经济周期启动以来中游行业指数市场表现



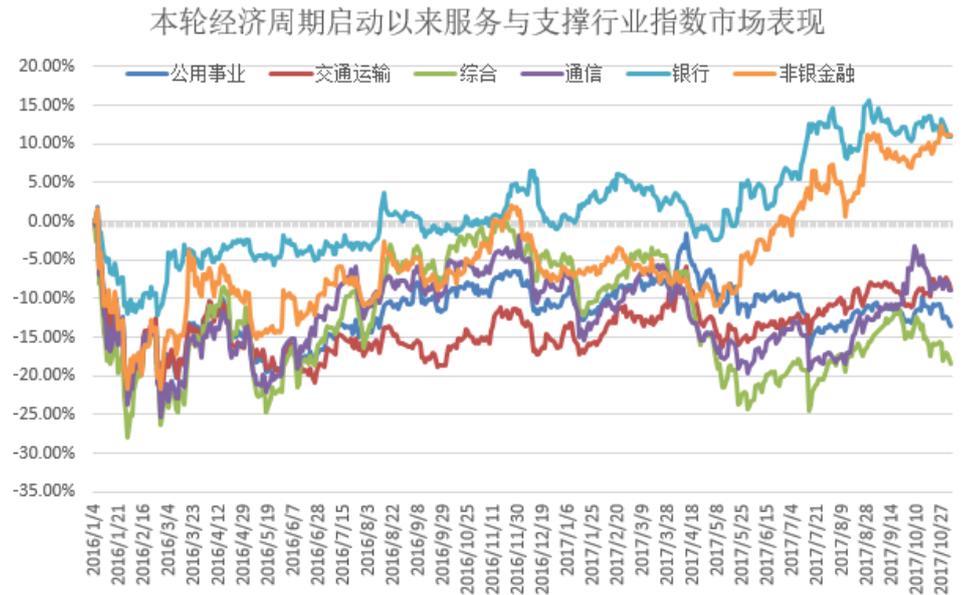
数据来源：wind，南华研究

图 4.3 本轮经济周期启动以来下游行业指数市场表现



数据来源：wind，南华研究

图 4.4 本轮经济周期启动以来服务与支撑行业指数市场表现

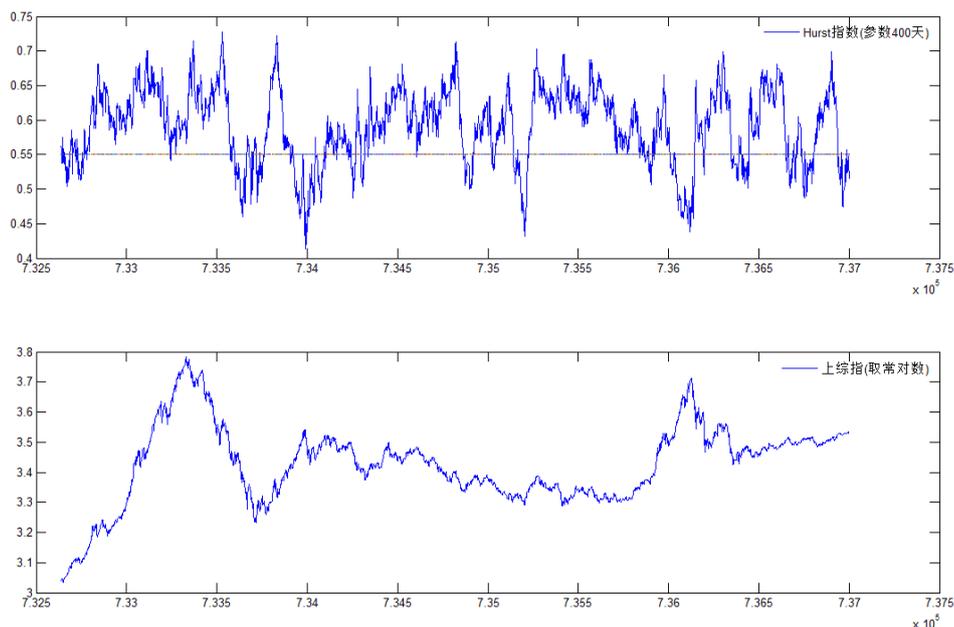


数据来源：wind，南华研究

5. 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 4.1 所示。截止 2017 年 11 月 3 日, Hurst 指数为 0.515, 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 5.1 上证综指与 Hurst 指数(截止 2017-11-3)



资料来源: 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 0.55, 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。

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

台州市经济开发区东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。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net