



低位震荡，酝酿重生

摘要

- 2015 年 3 季度遭遇股灾，整体系统性风险非常大，投资者厌恶风险情绪弥漫市场，目前现货成交量与换手率处于地量，处于存量资金之间博弈的格局，并且估值与泡沫去化较为充分合理，再下行空间有限，短期或延续以时间换空间，震荡磨底过程，静待情绪与偏好修复。
- 宏观经济方面，预计货币宽松政策基调不变。今年以来经济持续趋弱，并且通胀压力保持偏弱甚至有通缩的风险，虽然货币信贷及融资数据局部有所改善，但社会实际融资成本下降很有限，虽然今年以来货币政策一直采取定向操作与全面宽松叠加使用的方式，但促进经济增长的效果不够明显，稳增长还需加力。我们预计四季度仍然是积极财政政策与稳健货币政策，整体政策基调不变，稳增长在当前国内经济形势下成为政策重点，短期政策仍将继续托底经济，并且从目前 A 股整体市场看，目前估值及挤泡沫程度已经达到合理区域，所以展望四季度金融市场行情，更多应该关注资金回流方面。
- 技术分析，酝酿买入良机。我们认为四季度走势预计宽幅震荡向上将是大概率事件，而目前以买入为主，持仓到 1 月上旬，或者到达 3950 点，需要获利了结。如果近期跌破 3160 点，要减仓，跌破 2950 点要退出观望。在持仓期间，在 3570 点附近可以减仓，低位可以再回补。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王兆先

严兰兰

姚永源

赵鹏涛

顾 崑

谢蒙捷

助理研究员：

杨 洋

第 1 章	市场回顾.....	3
1.1.	2015 年 3 季度行情表现.....	3
1.2.	股指持仓量成交量极度萎缩	6
1.3.	基差及跨月价差波动较大	7
第 2 章	资金流向.....	9
2.1.	沪股通资金流向.....	9
2.2.	两融数据揭示	10
2.3.	行业板块资金流向	12
第 3 章	A 股市场特征分析	14
3.1.	调整后市场估值已回归理性	14
3.2.	近期市场交易风格转向防御	15
3.3.	现有策略以及建议	16
第 4 章	策略跟踪.....	17
4.1.	多因子权重 Alpha 策略.....	17
4.2.	股指跨品套利策略	19
第 5 章	市场展望及操作建议	21
5.1.	沪深 300 指数回顾及展望	21
5.2.	操作建议.....	21
	南华期货分支机构	23
	免责声明.....	25

第1章 市场回顾

本轮牛市正式上涨开始于 2014 年 7 月，虽然至今宏观环境整体上并没有发生根本性转变，但是在去杠杆与挤泡沫双重因素影响下，股票市场经过连续两轮大幅下挫，已经令投资者对市场风险偏好和情绪产生极度的恶化。从表象上看，沪深两市日均成交量从峰值 2 万多亿萎缩至当前的 4 千多亿，交易非常清淡；三大期指总持仓从约 34 万手降至目前约 6 万手，日内换手率从峰值 20 多降至当前不足 40%，成交量不足新规前 2%；整体估值方面，据 wind 数据统计截至 9 月底全部 A 股市盈率为 18 倍，扣除非金融全部 A 股市盈率为 34 倍，创业板 74 倍，较大跌前，估值均已大幅回落。

1.1. 2015 年 3 季度行情表现

1.1.1. 2015 年 3 季度行情回顾

2015 年三季度遭遇 A 股历史性股灾，股票、期指整体跌幅较大。国内三大股指期货（即沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货）主力合约走势均在整个季度表现为持续震荡下跌，其中沪深 300 股指期货当季累计下跌 1194.4 点，跌幅达 27.26%，期间最低点跌至 2686.0 点，月末收跌于 4212.4 点，上证 50 股指期货同样经历近年来最低 1781.0 点，季末时较上市初跌幅为 24.0%，收于 2164.2 点，中证 500 股指期货整体区间介于 5101.8 点和 8761.6 点之间，整体波动较大，在三季度整体累计跌幅为 26.91%，季末收于 6100.0 点，如图 1.1.1。

图 1.1.1: IF、IH、IC 主力合约走势图



资料来源: wind 南华研究

2015 年三季度对于证券市场而言，可谓是惊心动魄的一个季度，开始管理层及大部分市场投资人均认为是技术性回调，但结果跌幅越来越大演变成了股灾。首先 6 月中旬开始短期内快速大幅下跌，继而 7 月区间震荡，再而 8 月再度承压大幅下跌后低位企稳，9 月维持在低位平台震荡整理，期间市场成交量、持仓量持续走低。总结三季度行情我

们认为出现以下几个特征：

- 波动幅度非常剧烈，短期内现货经常出现千股涨停、千股跌停的宏观场面，股指也频频出现涨停跌停；
- IH 和 IF 走势相对略偏强，IC 则偏弱。
- 日内交易异常活跃，多空单增减变动频率很快；
- 期货、现货贴水变动幅度频繁波动；
- 受管理层对股指期货新规影响，持仓持续回落；

1.1.2. 现货板块市场表现较弱

从第一节的整体市场表现我们也看出，三季度市场整体呈下跌趋势，现货板块指数也呈现普遍大幅下跌的现象，如图 1.1.2 所示。

表 1.1.2: 2015 年第三季度申万一级行业市场表现(2015-6-30 至 2015-9-30)

申万一级行业	5 日涨幅	10 日涨幅	30 日涨幅	季度涨幅
农林牧渔	-2.00%	3.61%	-11.35%	-24.27%
采掘	-4.44%	-1.88%	-10.13%	-36.52%
化工	-3.79%	1.14%	-9.27%	-29.87%
钢铁	-4.38%	-4.05%	-17.17%	-36.78%
有色金属	-3.11%	-0.20%	-9.74%	-33.19%
电子	-3.57%	2.15%	-9.57%	-30.19%
家用电器	-2.79%	-0.64%	-13.02%	-32.93%
食品饮料	-1.61%	0.53%	-5.80%	-22.13%
纺织服装	-2.56%	2.44%	-10.02%	-26.03%
轻工制造	-1.41%	3.29%	-6.81%	-24.03%
医药生物	-2.09%	2.71%	-5.79%	-20.88%
公用事业	-2.98%	-2.10%	-9.89%	-28.26%
交通运输	-2.83%	-0.26%	-4.61%	-24.46%
房地产	-3.38%	-0.35%	-8.45%	-27.50%
商业贸易	-4.08%	1.29%	-10.68%	-27.05%
休闲服务	-1.85%	5.56%	-2.06%	-19.64%
综合	-2.84%	1.20%	-8.20%	-27.65%
建筑材料	-3.33%	1.36%	-8.26%	-25.61%
建筑装饰	-4.41%	-2.10%	-6.51%	-24.12%
电气设备	-3.01%	3.81%	-7.40%	-27.26%
国防军工	-2.22%	5.22%	-14.58%	-29.94%
计算机	-2.90%	5.39%	-3.88%	-29.78%
传媒	-2.49%	6.35%	-2.17%	-22.69%
通信	-3.03%	3.63%	-8.85%	-25.64%
银行	0.12%	-1.41%	2.68%	-12.51%
非银金融	-3.31%	-0.55%	-4.90%	-32.93%
汽车	0.38%	5.67%	-3.78%	-24.31%
机械设备	-4.15%	1.50%	-6.81%	-28.70%

数据来源：wind 南华研究

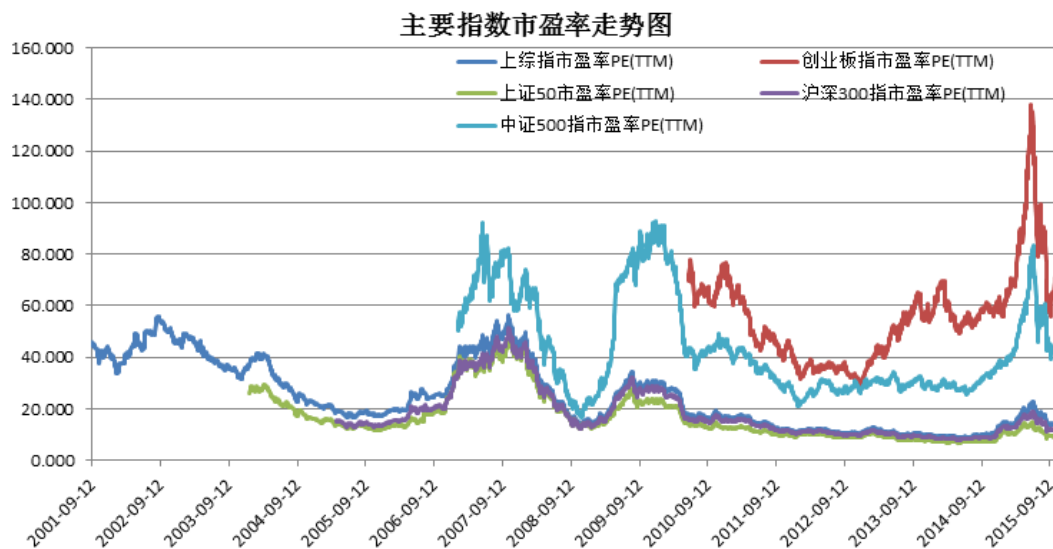
从图 1.1.2 中我们可以看到，钢铁、采掘、有色金属、非银金融等周期性板块领跌整个市场，如钢铁板块跌幅达 36.78%，采掘业跌幅达 36.52%，而银行、休闲服务、医药生物、食品饮料、传媒等非周期性板块跌幅相对较少。

周期性板块领跌，正确反映了本轮牛市确实是流动性推高的，牛市上涨没有得到基本面的支撑，宏观经济下行压力依旧很大。我们从二、三季度经济环境来看，经济持续趋弱的同时，通胀压力保持偏弱甚至有通缩的风险，货币信贷及融资数据局部有所改善，但社会实际融资成本下降有限，而货币政策将进一步进行定向操作，再加上前期全面宽松进行叠加使用，财政政策在年中前后有所调整意在为稳增长加力。我们预计四季度仍然是积极财政政策与稳健货币政策，整体政策基调不变，稳增长在当前国内经济形势下成为政策重点，短期政策仍将继续托底经济，所以从目前来看，周期性板块跌幅较大，有过分偏离基本面的现象，给市场托底的可能性更大。

1.1.3. 现货估值接近长期底部

经过三季度近 50% 的下跌后，A 股走势与基本面的背离得到了很大程度的修正。从目前来看，A 股的估值已经回到了较为合理的中位数区间，但并不是说估值已经很低了，距离历史低点仍然有一定距离，如图 1.1.3 所示。

图 1.1.3: 主要指数市盈率走势图



资料来源：wind 南华研究

从图 1.1.3 以及我们统计分析得到，截止 9 月底，全部 A 股市盈率为 18 倍，扣除非金融全部 A 股市盈率为 34 倍，创业板的为 74 倍，从重要指数上看，沪深 300 和上证 50 平均市盈率为 12 倍和 9.5 倍，距离 2014 年 3 月份创下的 8.2 倍和 7.3 倍仍分别有约 32% 和 23% 的下跌距离，中证 500 指数平均市盈率为 43 倍，距离最低点 21 倍有接近 100% 的下跌空间，再者与港股相比，A 股平均市盈率仍然偏高，香港主板市盈率在 8 倍附近，明显低于沪深两市，AH 溢价指数当下为 136，而该指数在 2014 年最低点仅为 89。从更长周期的角度来看，近期蓝筹估值回调幅度较大，接近于 10 年均值附近，较低的估值

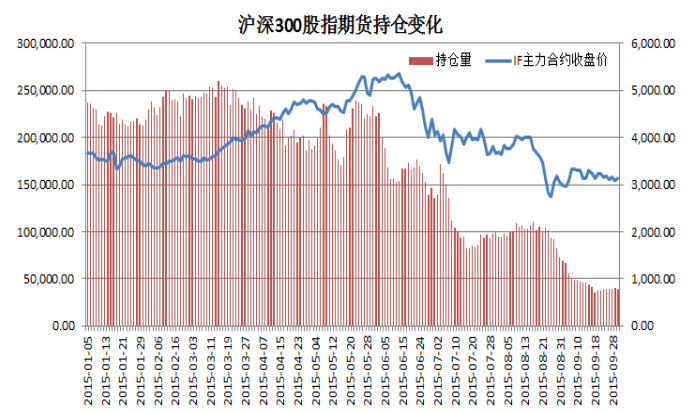
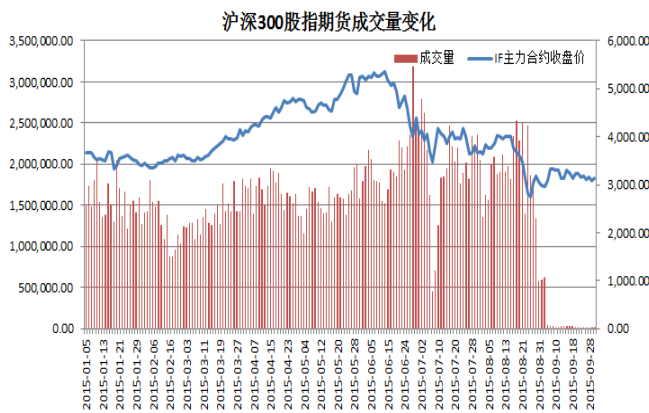
限制下跌空间，有助于大盘企稳，并且股票指数短期跌幅太大，需要有一定的技术性修复过程，预期四季度震荡上行的可能性很大，当然值得关注的是，不确定性的宏观经济发展前景也对估值具有一定的拖累。

1.2. 股指持仓量成交量极度萎缩

从经验数据来看，现货指数的成交量萎缩是最重要的观察指标，有助于确认市场是否（阶段性）见底，一般情况是缩量持续有一段时间，若出现放量上涨的话，说明阶段性底部已经形成，但是与现货相对应的股指期货，受中金所系列新规的影响，目前已经处于“半关停”状态，对现货市场价格发现功能会明显弱化，如图 1.2.1 至图 1.2.6。

图 1.2.1: 沪深 300 股指期货成交量变化

图 1.2.2: 沪深 300 股指期货持仓量变化

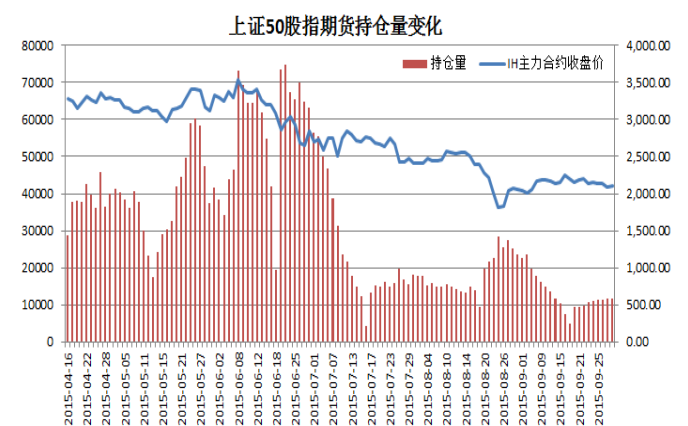
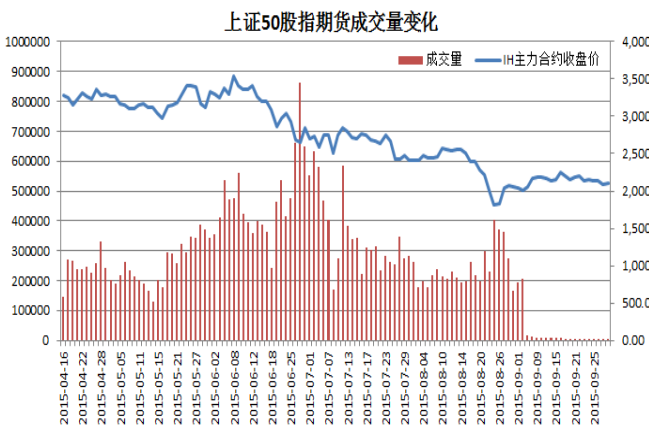


资料来源: wind 南华研究

资料来源: wind 南华研究

图 1.2.3: 上证 50 股指期货成交量变化

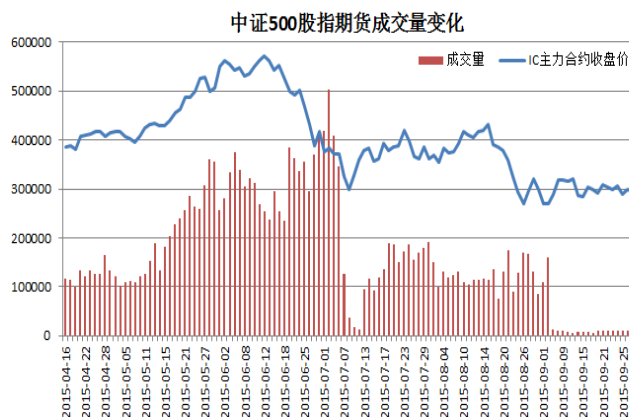
图 1.2.4: 上证 50 股指期货持仓量变化



资料来源: wind 南华研究

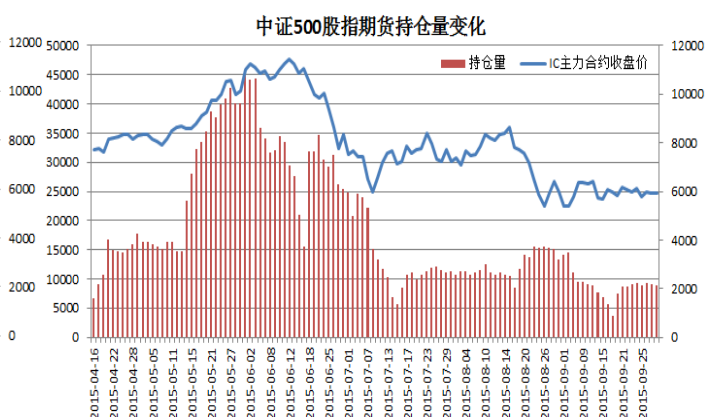
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.5: 中证 500 股指期货成交量变化



资料来源: wind 南华研究

图 1.2.6: 中证 500 股指期货持仓量变化



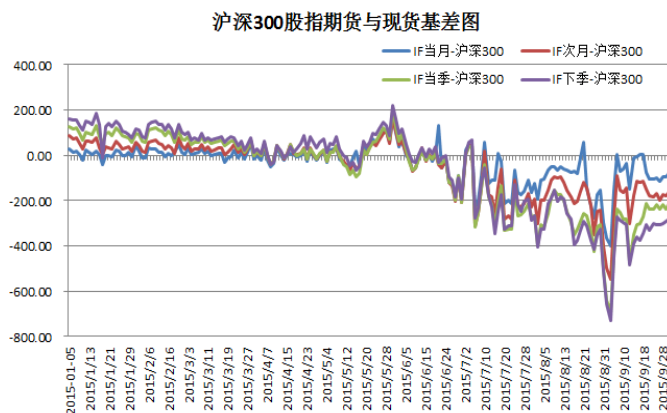
资料来源: wind 南华研究

由上组图可以知道,今年股灾被市场认定后,成交量和持仓量持续下降,管理层频频出台政策稳定金融市场,也使得市场发生了剧烈的波动,特别是 9 月 7 号开始严格控制股指期货投机的新政出来后,三大股指期货的成交量、持仓量大幅下降,相对前期基本上处于“半关停”状态,其对现货市场价格发现功能会弱化,但是我们认为这个过程不会持续太久,因为当年美国和日本出现股灾的时候,同样也把问题归结为股指期货的原因,结果事后认为是错误的,所以我们认为对股指期货控制投机行为的苛刻新政不久会取消,真正发挥期货市场应有的功能。

1.3. 基差及跨月价差波动较大

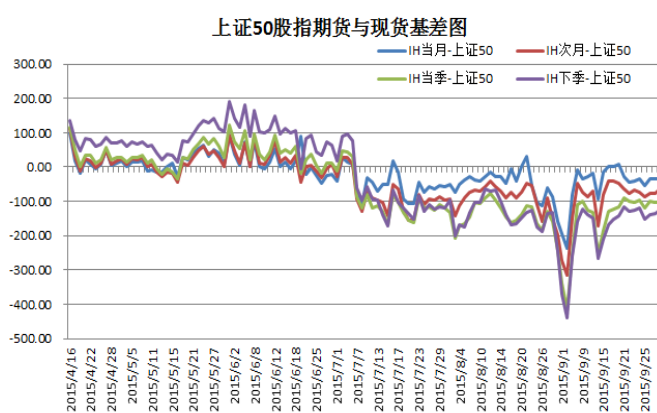
今年上半年随着现货市场不断的上涨,期货主力合约相对现货价格的基差并没有一致跟随上涨,反而慢慢贴近现货,随后 6 月中旬以来,现货市场、期货市场大幅下跌,其基差也不断的创新低,如图 1.3.1 至图 1.3.6 所示,假如从基差的背离作为参考因素,或许已经能在股灾出现初期就清仓了。

图 1.3.1: 沪深 300 股指期货与现货基差图



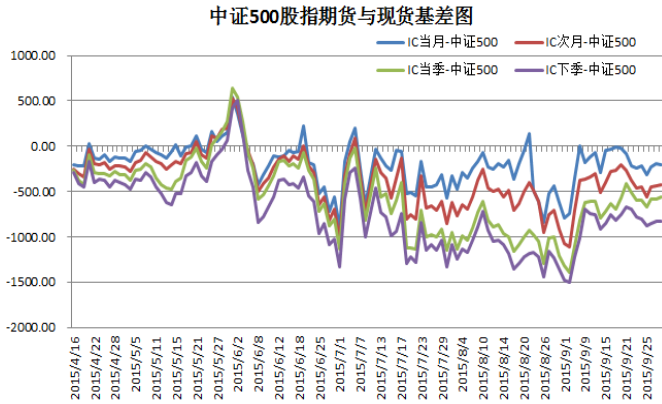
资料来源: wind 南华研究

图 1.3.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



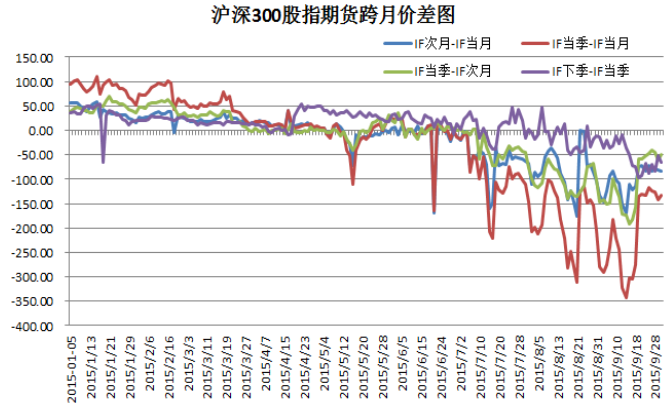
资料来源: wind 南华研究

图 1.3.3: 中证 500 股指期货与现货基差图



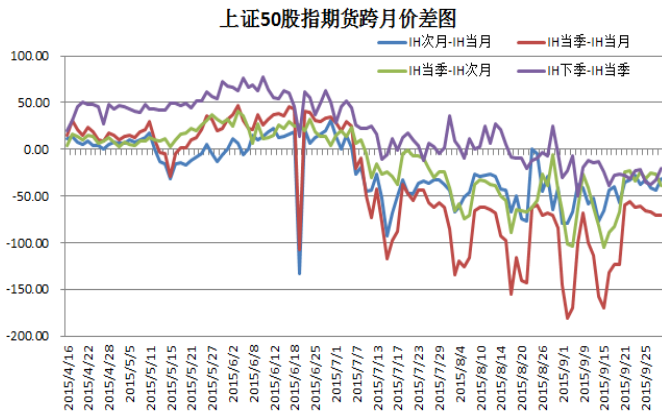
资料来源: wind 南华研究

图 1.3.4: 沪深 300 股指期货跨月价差图



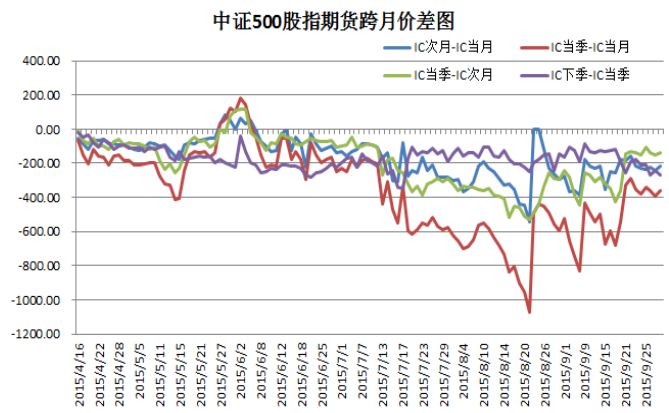
资料来源: wind 南华研究

图 1.3.5: 上证 50 股指期货跨月价差图



资料来源: wind 南华研究

图 1.3.6: 中证 500 股指期货跨月价差图



资料来源: wind 南华研究

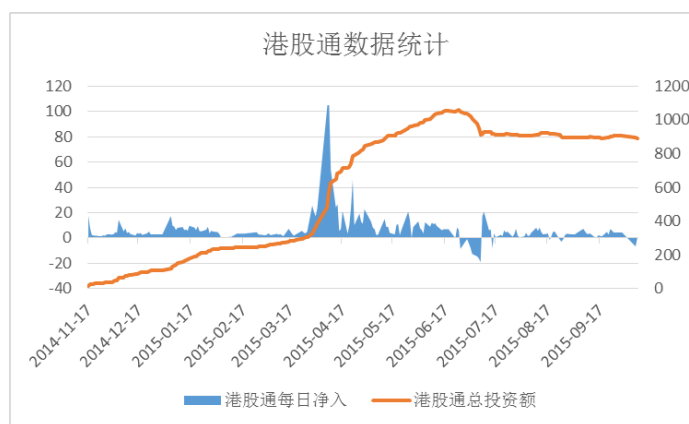
从上图中可以看出,三季度以来期现基差波动幅度呈现波浪式波动,先有所收窄后明显扩大进而受限收窄,如6月中旬市场调整以来股指期货相对现货的基差贴水变动幅度逐步增加,然后7月间多个交易日基差拉大至200点附近,显示出空头的力量较强从而使期指走势较现货指数偏弱,进入8月份后,主力合约期现基差出现巨幅贴水情况,这时候虽然若进行期现套利交易,期间波幅巨大使得获利机会也很难把握,此后9月份以来,市场出现震荡整理,基差贴水幅度显著收窄,此间期现套利机会出现多次,同时我们发现在基差大幅变化后,往往短期都会有所收敛。此外,跨期合约价差变动幅度仍维持拉大状况,股指期货在区间震荡时候,日内振幅持续加大成为常态,并且期指依然处在高贴水状态,预示当前市场仍属震荡磨底阶段。

第2章 资金流向

2.1. 沪港通资金流向

自 2014 年 4 月 10 日由中国证监会正式批复后，沪港通便成为陆港股票市场关注的热点之一。经过半年的筹备，总额为 5500 亿元人民币的沪港通在 2014 年 11 月 17 日开始交易。沪港通是指上海证券交易所和香港联合交易所允许两地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的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。由于通过沪港通买卖国内 A 股比 QFII 渠道更方便，沪港通交易数据便成为观察外围对国内股市看法的观察点。

图 2.1.1：港股通每日数据统计



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2：沪股通每日数据统计

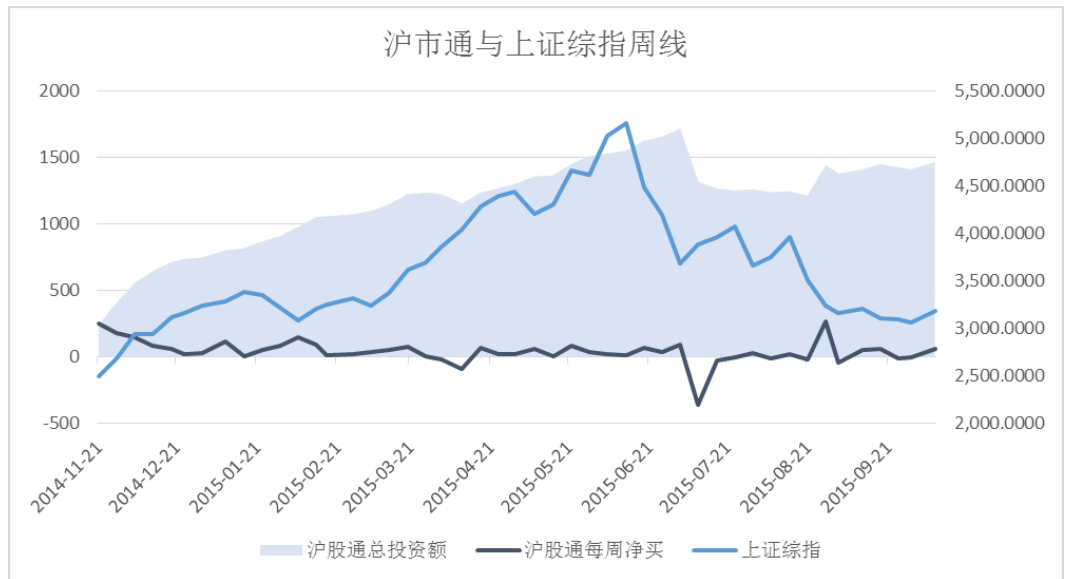


资料来源：WIND 南华研究

沪港通市场分南向和北向，南向是内地资金进入 H 股市场，北向则是在港资金流入 A 股市场。日数据显示，内地资金自沪港通开始就陆续进入 H 股市场，在 2015 年 4 月份前每日净流入资金均在 20 亿元人民币一下，总净流入资金不足 350 亿元。而进入 4 月份后在外资流入加速，其中 4 月份 8-9 两日更录得用尽当日额度，当时处于恒指斜率变陡之势，促使恒指提早见顶（4 月下旬~5 月 26 日形成双重顶），而国内正处于上升通道半山腰上方。其后内地资金不断进入 H 股市场，直至 7 月初才持续跳水流出。

与南向相比，北向资金似乎更有预见性及敏感性。沪港通开通后在港资金便不断流入 A 股市场，在 6 月底 7 月初总投资额达到高峰后随着不乐观的市场大幅减少，8 月 24 日开始再度明显有资金流入，最近一段时间持续有资金流入，显示短期外围看好 A 股。

图 2.1.3: 三大板块指数 2015 上半年涨幅



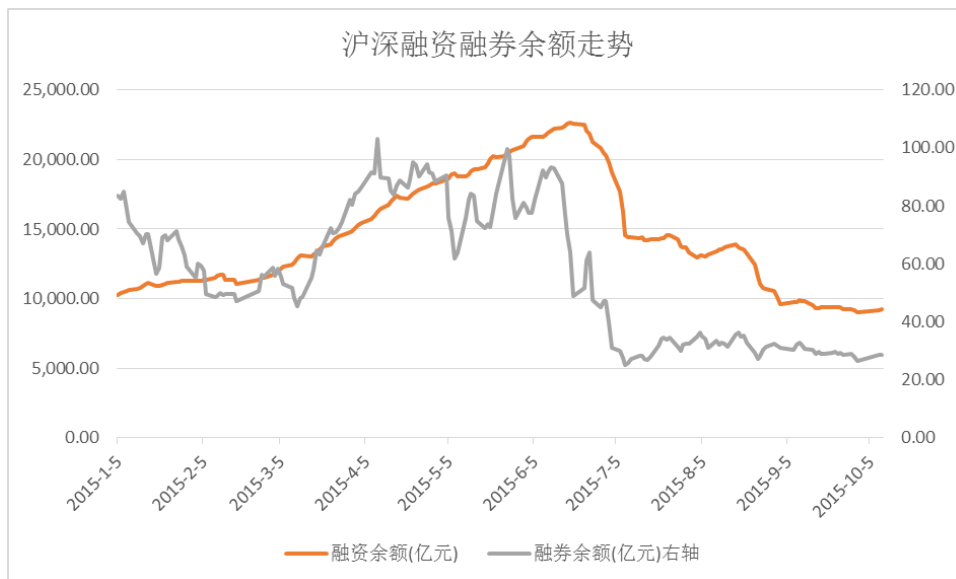
资料来源: WIND 南华研究

若将在港资金北上沪市情况视为外围对 A 股市场的看法, 可以看出自沪港通通行后至 2015 年上半年沪股通总投资额与上证指数正相关, 并且指数领先投资总额。7 月份后趋势出现背离, 上证综指回落而沪股通总投资额仅出现回调, 甚至在 8 月下旬持续增仓, 显示外围仍然看好 A 股后市, 趁低吸纳。

2.2. 两融数据揭示

融资融券交易又称保证金交易, 是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物, 借入资金买入证券 (融资交易) 或借入证券并卖出 (融券交易) 的行为。根据我国对融资融券准入的门槛, 数据反应机构及风险投资者对市场的反应。从统计分析中发现与沪深 300 指数等代表性指数相比, 融资融券数据出现滞后反应, 因此仅将两融数据视作市场的杠杆系数更为妥善。

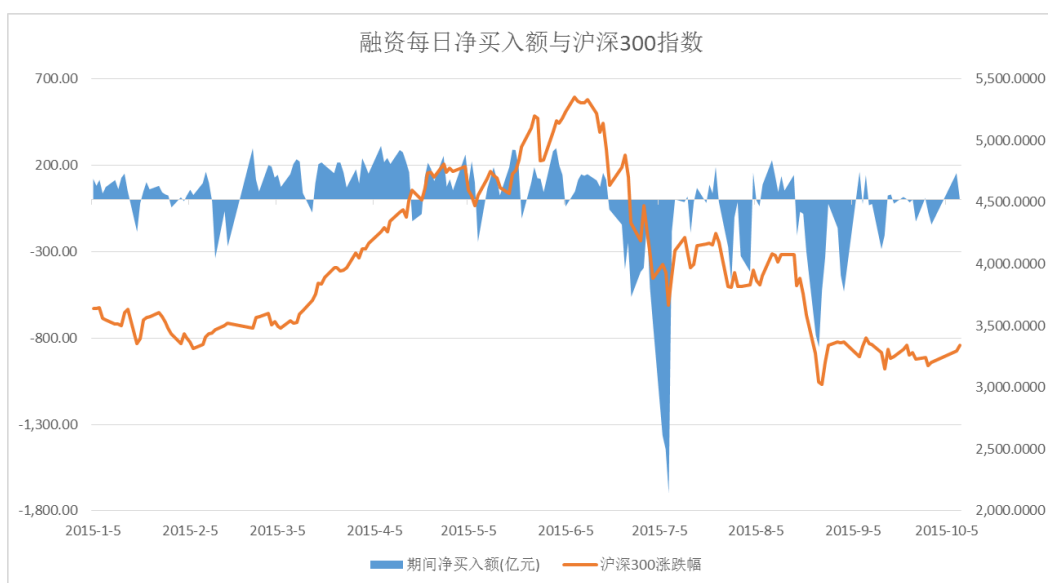
图 2.2.3: 沪深融资融券余额走势



资料来源: WIND 南华研究

两融数据显示, 年初融资余额在 1 万亿元上方, 随着牛市的推进杠杆不断增加, 上证指数深证成指见顶时已上升至约 2.24 万亿, 并在高位持续了一个多星期。随着股市不断跳水去杠杆效应加速, 在证监会的干预下再度跌回 1 万亿以内。杠杆比例已经大幅下行, 随着证监会打击股市内幕、操纵及高频等的负面影响减弱后, 风险投资者再度加杠杆的几率增大。

图 2.2.4: 融资每日净买入额与沪深 300 指数走势



资料来源: WIND 南华研究

图 3.1.4 数据显示, 每日净买入与沪深 300 指数涨跌呈正相关。上半年融资每日净

买入额在 100~200 亿元处形成区间平台时，沪深 300 指数较为强劲。融资净买是投资者对市场信心的反映，一旦融资净买处于正值并形成平台，即暗示市场风险偏好升高，资金持续流入。2015 年第三季度数据显示，资金流出多于流入，形成正值平台持续时间不持久而且波动大不稳定。熊市中反弹迅速且持久度短，融资数据显示正流入的持续时间不长，更多的是下行时加速出逃。虽然 9 月底 10 月初出现小平台，但持久度仍是关键。四季度中国经济增速下行压力依旧很大，美联储手持加息的武器，在基本面不配合的情况下，四季度初期的上升更多是反弹。

2.3. 行业板块资金流向

行业	近 5 日行业数据		金额流入率 (%)			市盈率 (TTM)		
	净流入资金 (万元)	成交额 (万元)	三季度	9 月份	近一周	7 月初	9 月底	十月初
多元金融	347,368.71	8,043,954.09	-1.04	0.44	4.32	29.38	11.65	13.14
食品、饮料与烟草	174,082.99	8,595,942.06	-1.67	-1.24	2.03	36.95	32.45	34.83
银行	70,416.72	4,024,708.23	1.34	1.95	1.75	7.17	6.03	6.27
家庭与个人用品	6,910.67	407,460.51	-2.4	-0.27	1.70	49.19	37.31	39.35
汽车与汽车零部件	139,162.53	9,950,395.46	-1.79	-0.7	1.4	21.54	18.23	19.77
技术硬件与设备	283,343.57	22,406,087.31	-2.39	-1.12	1.26	69.18	52.50	58.19
食品与主要用品零售	22,908.35	2,010,767.76	-1.72	-0.71	1.14	38.03	32.95	35.34
医疗保健设备与服务	21,875.94	2,284,456.04	-2.5	-0.10	0.96	94.34	71.33	76.60
软件与服务	183,855.82	21,018,668.16	-2.37	-0.59	0.87	125.89	89.39	100.80
资本货物	322,933.12	48,103,284.32	-1.97	-1.08	0.67	44.99	38.73	42.63
材料	160,701.69	32,546,752.22	-2.05	-1.35	0.49	110.86	97.73	107.88
房地产	55,946.55	11,554,134.91	-1.86	-1.53	0.48	26.90	21.28	23.19
公用事业	33,507.08	8,363,330.69	-1.63	-1.45	0.4	22.87	18.63	20.32
零售业	16,807.03	4,828,696.14	-2.31	-1.52	0.35	51.52	39.44	43.21
商业和专业服务	7,602.37	3,400,161.59	-2.33	-0.93	0.22	62.70	56.87	61.29
耐用消费品与服装	22,890.73	12,707,512.83	-2.15	-1.81	0.18	32.01	25.40	27.59
电信服务	-142.70	1,047,621.26	-0.65	0.26	-0.01	42.95	36.10	38.85
消费者服务	-1,150.86	2,499,750.58	-1.56	-1.19	-0.05	43.67	38.70	40.85
半导体与半导体生产设备	-2,667.17	3,653,376.51	-2.68	-1.45	-0.07	140.29	41.38	45.61
媒体	-31,524.26	5,522,607.74	-1.99	-1.27	-0.57	71.26	56.37	60.92
运输	-39,248.97	6,792,267.34	-1.52	-1.21	-0.58	28.26	21.49	22.87
能源	-32,895.14	4,300,609.56	-1.41	-0.77	-0.76	28.95	24.16	26.05
制药、生物科技与生命科学	-106,371.50	11,892,603.33	-2.35	-1.82	-0.89	49.66	41.35	45.10
保险	-38,239.02	2,006,522.97	-0.61	2.06	-1.91	17.67	12.91	13.92

数据来源：WIND 南华研究

二级行业划分数据显示近期各行业出现资金流入，其中多元金融、食品饮料与烟草、银行、家庭个人用品等获得叫多的资金流入率，而多元金融、食品饮料与烟草、技术硬件与设备、软件与服务、资本货物则获得较多资金流入。电信服务、消费者服务、半导体与半导体生成设备、媒体、运输、能源、制药和保险则录得资金流出。从市盈率的角度可以发现，与 7 月初相比，10 月初多元金融及半导体行业的市盈率出现腰斩，与 9 月底相比，10 月初市盈率均出现上行，显示近期股价普遍上涨。与 7 月初暴跌中的市盈率相比，目前的市盈率依然处于中高位置，在基本面大幅改善无力的情况下很难出现大牛市，股市受央行货币政策、市场闲置资金等因素影响更大。

第3章 A股市场特征分析

A股市场前期展开了较大幅度的调整行情,上证指数在今年6月12日最高触及近期高点5178.19之后,展开调整,最低下跌至2015年8月26日2850.71,最大跌幅接近45%,调整幅度之大,调整速度之快,为中国证券市场上罕见。调整之后,大量股票腰斩,出现了难得的逢低买入机会,但由于前期调整较为猛烈,后续是否会惯性下跌,是广大投资者关心的问题。要寻找这个问题的答案,最好的方法就是分析市场本身,从其中的蛛丝马迹中,发现市场的现状,来判断未来可能的变化,为确保投资成功,寻找更多判断的依据。本文主要着眼于挖掘现状,分析市场现有的特征,以期对大家的投资决策有所助益。

3.1. 调整后市场估值已回归理性

估值是个老生常谈的话题,也是证券市场的核心理念之一。供求关系决定价格变化,要想让市场出现积极的买入力量,要么就是预期向好,看高一线,要么就是物有所值,投资者会逢低买入。中国经济经过长期快速的发展,已经体量巨大,国家的经济规模和生产水平大幅提高,这经济增长速度会逐步下降。增速本就是增量和存量的比例,随着存量增加,增量的比重自然下降,欧美等发达国家均有此历程,是正常现象。虽然说中国经济减缓是符合客观规律的,但也说明市场预期的下降是现阶段的一个大背景,在这个背景下,能吸引投资者的重要因素,就是物有所值或者物超所值。

衡量物有所值的标准就是价格低廉,低廉的标准是价格相对于收益处在一个合理的水平,表现这个合理水平的指标就是大家常用的市盈率。这几乎是每个参与市场的投资者耳熟能详的指标,它的确反映了投入与可能获得的收益之间的关系,看似简单,的确是成熟投资者考虑的重要指标。笔者在统计QFII重仓股数据时发现平均市盈率仅为7.87,远低于市场的平均水平,可见市盈率指标是成熟的机构投资者评估风险收益的重要指标。

将证券交易所公布的A股市场月平均市盈率数据,展示于图3.1.1。图中曲线展示了A股市场从2001年5月至2015年9月的A股平均市盈率的变化。2001年以来,A股市场形成2次重要的底部:2005年6月上证指数最低至998.23,市场平均市盈率为15.98;2008年10月上证指数最低至1664.93,市场平均市盈率为14.01。现在2015年9月的平均市盈率为15.1,单从市盈率指标看,现在市场估值已经接近历史上2次重要底部的水平。毫无疑问,市场在经历调整后,已经恢复理性,市场估值合理,肯定出现了值得价值投资的股票。若后市继续调整,那说明市场矫枉过正,投资者应该寻找其中被低估的股票,逢低买入,长期持有,等待市场恢复信心。

图 3.1.1 中证 500 期货主力合约价格及其成交量 (5 分钟)



资料来源：南华期货 交易所公布数据

3.2. 近期市场交易风格转向防御

市场由众多投资者参与，每个投资者的观点无法一一去采证，但通过对市场资金流向的统计，就能反映出投资者的风险偏好。按照证监会行业分类，统计近 20 个交易日中，A 股市场的资金流向，得到表格 3.2.1。从整体看，近 20 个交易日共流出资金 1170 亿，与近期的弱势盘整走势吻合。但其中也不乏亮点，按照资金流入率排序，近期资金仍然是流入的行业是：教育、金融业、卫生和社会工作、住宿和餐饮业。除了金融业，教育、公共事业和餐饮等行业都是弱周期行业，是较好的防御型投资品种。而金融业主要由于银行一直股价偏低，业绩良好，下跌空间有限，虽然是周期性行业，也是近期良好的防御品种。说明近期市场气氛偏谨慎，投资者以防御为主，市场的信心仍有待恢复。

从成交量看，近期 A 股市场成交量持续萎缩，显示大幅调整后，卖出压力减小，但市场买入仍不积极，从另一个方面也证明市场信心恢复仍需时日，投资者现在最需要的就是耐心，耐心等待好机会逢低买入。

表格 3.2.1：按证监会行业分类统计近 20 日市场资金流向

行业	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)
CSRC 教育	8,032.48	317,029.60	2.53
CSRC 金融业	946,987.19	69,933,563.31	1.35
CSRC 卫生和社会工作	12,667.33	1,246,450.58	1.02
CSRC 住宿和餐饮业	6,351.37	2,103,307.84	0.30
CSRC 农、林、牧、渔业	21,738.62	12,430,954.47	0.17
CSRC 信息传输、软件和信息技术服务业	-606,871.09	112,476,818.60	-0.54
CSRC 采矿业	-258,649.95	30,007,134.10	-0.86

CSRC 租赁和商务服务业	-105,497.71	11,721,885.40	-0.90
CSRC 科学研究和技术服务业	-48,807.32	5,091,467.13	-0.96
CSRC 制造业	-7,694,346.70	613,457,299.52	-1.25
CSRC 交通运输、仓储和邮政业	-506,227.49	39,789,147.52	-1.27
CSRC 批发和零售业	-731,856.36	55,792,291.87	-1.31
CSRC 建筑业	-521,319.67	36,927,238.46	-1.41
CSRC 房地产业	-840,723.16	58,358,365.39	-1.44
CSRC 电力、热力、燃气及水生产和供应业	-636,157.01	41,689,578.18	-1.53
CSRC 水利、环境和公共设施管理业	-168,124.28	9,863,318.88	-1.70
CSRC 文化、体育和娱乐业	-294,905.35	15,523,839.60	-1.90
CSRC 综合	-279,954.60	13,816,044.55	-2.03
CSRC 居民服务、修理和其他服务业			
合计	-11,697,663.70	1,130,545,735.01	

资料来源：南华期货 wind

3.3. 现有策略以及建议

综上所述，从估值角度看，市场已处于合理水平，若继续调整，将会出现物超所值的投资机会，建议逐步逢低买入。而近期市场资金持续流出，观望气氛浓厚，投资者主要选择弱周期和低估值的行业，投资风格倾向于保守。市场风格的转变的原因首先是中国经济增速放缓，这是现阶段投资的一个持续的大背景。而另一个方面，是近期由于市场的调整，政府对市场展开整顿，降低杠杆，规范市场资金渠道，限制市场做空途径等。系列措施的推出，虽然稳定了市场，但也促使部分投资者离场观望，等待政府整顿完成后再开始进场交易。中国证券市场经过多年的发展，现在上市公司已增加至 2800 家左右，参与投资者过亿，股市已是中国经济的重要组成部分，政府对市场的呵护是显而易见的。近期系列措施后，近期上证指数稳定在 3000 点之上，市场稳定后，就进入观察期。之后要关注的就是何时退出观察期。建议继续关注政策动向，市场整顿后，会出台一系列新的规章制度，是对现有制度的完善补漏。其次，由于前期对股指等做空机制进行限制，后市如何监管、完善，并放开市场做空机制，也是市场维稳结束的重要信号。

底部消耗的时间往往比顶部更长，耐心等待时机，从时间周期分析，今年 11 月至明年 1 月是重要的时间窗口，中国股市也有冬种夏收的历史，随着时间推移，明年的春天很快就要到来了。

第4章 策略跟踪

4.1. 多因子权重 Alpha 策略

4.1.1. 策略简介

策略分析框架

我们建立了一个由数据驱动指标跟踪和量化选股的框架，这个框架可以分为三个部分：

步骤 1：数据收集：包括所有 A 股的行情数据、基本面数据、金融工程数据。对数据进行有效的清洗，包括剔除停牌股票和上市时间较短的股票

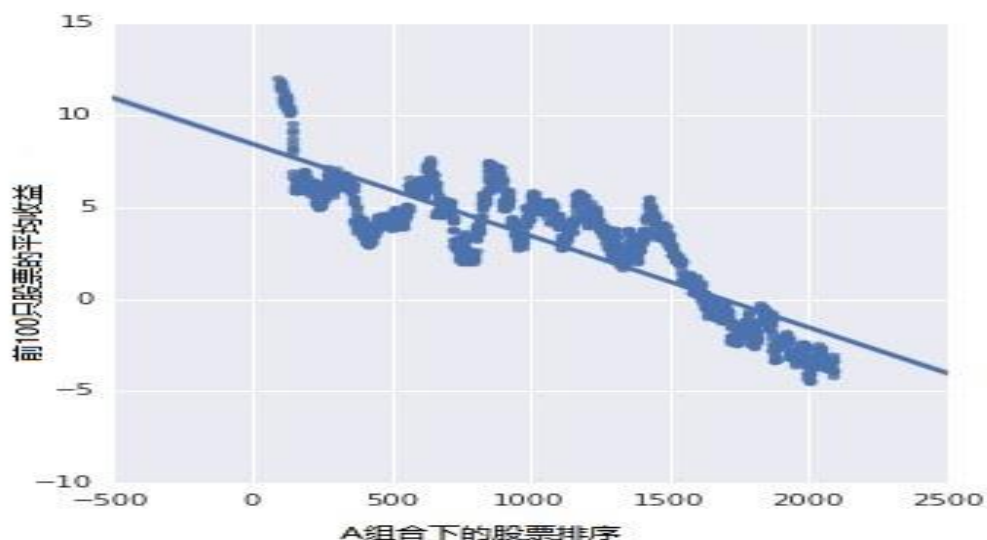
步骤 2：选择窗口期并进行动态的因子挑选：对数据库中所有指标进行组合，根据窗口区的行情对生成的大量组合进行压缩挑选，选取稳健的符合市场表现的因子组合。

步骤 3：选取合适的股指期货进行对冲，获得 alpha 收益。

组合描述

在 2015 年第三季度，我们选取前半季度 7 月 1 日到 8 月 17 日为窗口期，8 月 17 日至今的后半个季度为跟踪期进行策略验证。我们的策略会挑选出相当多的组合，每个组合由不同风格的一组指标确定。现在我们选取其中表现较为出色的一个因子组合 A 进行分析。该组合主要构成为流动性因子和动量因子。

图 4.1.1: A 组合下的股票排序



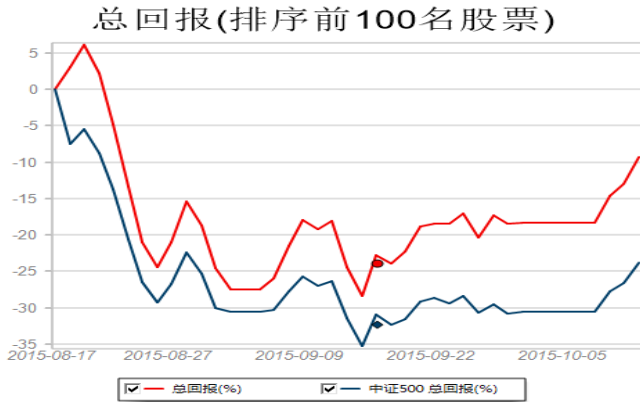
资料来源：wind 南华研究

利用 A 组合对所有可投资的 A 股进行排序，并计算连续 100 只股票的平均收益率。A 组合排序下的股票平均收益率呈单边震荡下行的形态，说明在窗口期中，A 组合对股票的排序与市场预期较为一致，组合中排名较高的股票收益率更高。

4.1.2. 跟踪结果

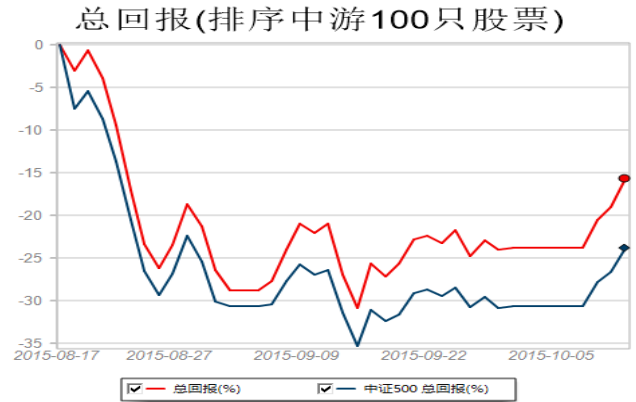
挑选 A 组合中排序最靠前、中游、最后的 300 只股票组合进行跟踪，每只股票初始份额等权重。自 8 月 18 日到 10 月 12 日的跟踪结果如下：

图 4.1.2：排序前 100 名股票总回报曲线



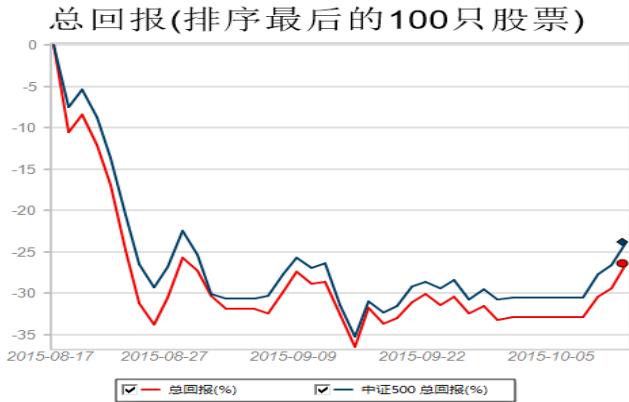
资料来源：wind 南华研究

图 4.1.3：排序中游 100 只股票总回报曲线



资料来源：wind 南华研究

图 4.1.4：排序最后 100 只股票总回报曲线



资料来源：wind 南华研究

表 4.1.1 组合收益比较

	前 100 只股票组合	中间 100 只股票组合	最后 100 只股票组合
绝对回报	-9.34%	-15.59%	-26.37%
相对回报	14.49%	8.24%	-2.54%
Alpha	38.45%	19.24%	-2.86%
Beta	1.03	1.04	1.01

从图 4.1.2 至图 4.1.4 和表 4.1.1 可以看出 A 因子组合的选股能力还是比较强的，

我们选取中证 500 指数作为记者，可以看到 A 因子组合所选取的前 100 名股票大幅跑赢指数创造了 14.49% 的超额收益，而排名中游的 100 只股票组合的超额收益也下降为 8.24%，排名最后的股票组合更是收益低于中证 500 指数。

三个股票组合的相对于中证 500 指数的 Beta 都在 1 到 1.05 以内，因此用中证 500 股指期货进行对冲是最为合适的。

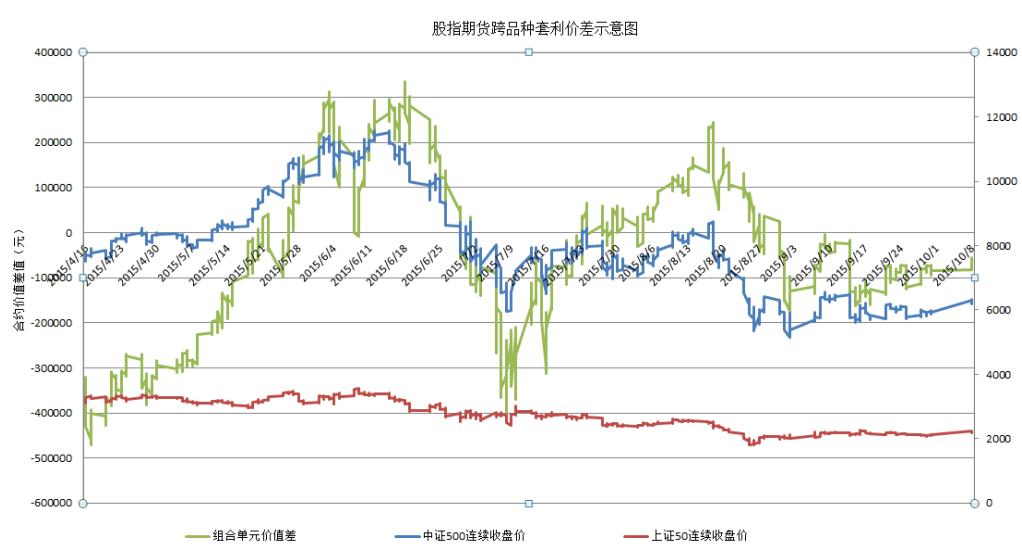
4.2. 股指跨品种套利策略

4.2.1. 股指期货跨品种套利

中证 500 指数代表了沪深交易所中 500 只中小市值股票的集体走势，上证 50 指数，代表了上海交易所的 50 只大盘股的集体走势。他们对应的期货合约代码为 IC 和 IH。由于这些指数的成分股股票都处于一个大的市场环境中，所以都面临同样的系统性风险，所以他们之间的对冲可以对冲掉系统风险，而由于他们属于不同的板块，而 A 股市场中板块轮动现象十分明显，这就提供了丰富的套利机会，所以这两个股指期货品种上市后，提供了一种比较好的套利机会，这种套利策略是需要择时的一种套利交易策略。这种套利操作，也有助于熨平市场波动，起到稳定市场的作用，同时也提供了流动性，不过在目前市场监管的状态下，只是作为一个研究的方向。

图 5.2.1 是 IC 连续合约和 IH 连续合约组合单元价差及连续合约本身的示意图。

图 5.2.1：股指期货跨品种套利价差示意图



资料来源：wind&南华研究

从图 5.2.1 中可以看到在 2015 年 4 月 16 日到 6 月 18 日间，中证 500 指数明显强于上证 50 指数，此时买入 IC500 合约，卖出 IH50，可以有套利空间，而且比较持续。6 月 18 日到 7 月 19 日，上证 50 指数强于中证 500 指数，此时卖出 IC500 合约，买入 IH50 合约，可以有套利空间，也比较持续。以此类推，可以看到组合单元的价差，趋势性比较明显，可以试图用程序化操作方法来验证套利效果。

4.2.2. 股指期货跨品种套利收益估算

如果用两个合约的组合单元价差来进行套利操作，按照给定规则进行套利操作，做到最保守的计算，手续费每买一次，平一次，共收 400 元手续费，1000 万资金，每次固定运行一个套利组合单元，从 2015/4/16 到 2015/10/9 日，收益为 12.44%，最大回撤 3.37%，测试结果的收益曲线如下：

图 5.2.2：股指期货跨品种套利收益



资料来源：wind&南华研究

下图是套利交易交割单的一部分截图

图 5.2.3：股指期货跨品种套利交割单

开仓时间	平仓时间	组合单元开仓价	组合单元平仓价	交易组合单元数	交易盈亏(元)	开仓手续费	平仓手续费	股指期货跨品种套利收益(元)	股指期货跨品种套利收益率
2015/6/24	2015/6/24	58159.81	75879.88	1	-17720.07	200	200	314202.65	3.14%
2015/6/24	2015/6/25	75879.88	54239.89	1	-21639.99	200	200	292162.65	2.92%
2015/6/25	2015/6/25	54239.89	46639.89	1	7600.00	200	200	299362.65	2.99%
2015/6/25	2015/6/25	46639.89	52279.93	1	5640.04	200	200	304602.69	3.05%
2015/6/25	2015/6/25	52279.93	62519.97	1	-10240.04	200	200	293962.65	2.94%
2015/6/25	2015/6/25	62519.97	56359.96	1	-6160.01	200	200	287402.65	2.87%
2015/6/25	2015/6/26	56359.96	35159.81	1	21200.15	200	200	308202.80	3.08%
2015/6/26	2015/6/26	35159.81	29039.84	1	-6119.97	200	200	301682.83	3.02%
2015/6/26	2015/6/26	29039.84	9360.06	1	19679.78	200	200	320962.61	3.21%
2015/6/26	2015/6/26	9360.06	-2239.99	1	-11600.05	200	200	308962.56	3.09%
2015/6/26	2015/6/26	-2239.99	-56479.98	1	54239.99	200	200	362802.55	3.63%
2015/6/26	2015/6/26	-56479.98	8120.02	1	64600.00	200	200	427002.55	4.27%
2015/6/26	2015/6/29	8120.02	-61760.01	1	69880.03	200	200	496482.59	4.96%
2015/6/29	2015/6/29	-61760.01	-89600.00	1	-27839.99	200	200	468242.60	4.68%
2015/6/29	2015/6/29	-89600.00	-106720.00	1	17120.00	200	200	484962.60	4.85%
2015/6/29	2015/6/29	-106720.00	-114439.90	1	-7719.90	200	200	476842.70	4.77%
2015/6/29	2015/6/29	-114439.90	-149720.00	1	35280.10	200	200	511722.80	5.12%
2015/6/29	2015/6/29	-149720.00	-141200.00	1	8520.00	200	200	519842.80	5.20%
2015/6/29	2015/6/30	-141200.00	-128599.90	1	-12600.10	200	200	506842.70	5.07%
2015/6/30	2015/6/30	-128599.90	-163920.00	1	-35320.10	200	200	471122.60	4.71%

资料来源：wind&南华研究

第5章 市场展望及操作建议

5.1. 沪深 300 指数回顾及展望

沪深 300 指数从 6 月 9 日开始下跌，时间上看，从最高点下跌 21 个交易日，到达 7 月 9 日的第一个低点，开始反弹。从最高点下跌 55 个交易日，在 8 月 26 日到达第二个最低点，开始反弹，这些数字是比较规律的斐波那契数列。之后震荡 24 个交易日，在 10 月 8 日突破下跌的红色趋势线向上运行，从最高点到这里共 79 个交易日，而从 2 月 6 日开始的最后一轮疯狂上涨，到最高点的 6 月 9 日，时间也是 79 个交易日，在时间上上涨和下跌形成完美的对称，所以从时间上看，反弹行情即将开始。

从价格上看，第一轮下跌到 7 月 9 日的第一个低点，此位置是上方蓝色趋势线位置附近，也是从 2013 年 6 月 25 日的最低点，到 2015 年 7 月 9 日最高点间的一半的位置，是精确的符合半分位规律。第二轮下跌到 8 月 26 日，从最高点的 5380 点下跌到 2952 点，下跌 45% 左右，基本上是指数值值的腰斩，符合调整 50% 的规律，同时也到达第二条趋势线附近，所以这里将会有比较大的反弹出现。

目前指数跳空突破红色下降趋势线，是强烈的有效突破信号，而且从时间空间上也看到反弹即将出现，所以接下来将会有一轮比较大的反弹出现。第一目标位 3570 点，到达这里可能会有回调出现，由于底部震荡充分，预计调整时间可能不会太长，之后继续上涨，到达 3950 点，可能会出现幅度较大的回调，这里也受趋势线压力，有回调的需要。从时间上看 11 月 5 日有转折点，之后 1 月 13 有转折点。由于 1 月是 5% 股东禁售解禁的日子，所有到 1 月份需格外留意。

图 6.1.1：沪深 300 走势预测图



资料来源：博易大师&南华研究

5.2. 操作建议

由分析得出，目前以买入为主，持仓到 1 月上旬，或者到达 3950 点，需要获利了结。

如果近期跌破 3160 点，要减仓，跌破 2950 点要退出观望。在持仓期间，在 3570 点附近可以减仓，低位可以再回补。

南华期货分支机构

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：0571-83869588

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

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577- 89971820

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼
电话：0573-82158136

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：0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话：028-86532693

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：0931-8805310

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：0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、
B803、B805、B608、B609 室
电话：010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话：0574-62509001

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：0663-2663882

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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-82345618

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 号国华大厦 B 座 2501 室
电话：0532-85803555

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：024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话：022-88371080

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：021-52585211

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

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话：020-38806542

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
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
电话：0513-89011168

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

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301

电话：0573-80703000

电话：0592-2120370

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号

电话：0452-5883883

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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net