Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王兆先 0755-82577879
wangzhaoxian@nawaa.com
严兰兰 0755-82577410
yanlanlan@nawaa.com
姚永源 0755-82723950
yaoyy@nawaa.com
赵鹏涛 0755-82577614
zhaopengtao@nawaa.com
顾 崴 0755-82577542
guwei@nawaa.com
谢蒙捷 0755-82777923
xiemj@nawaa.com

助理研究员：
杨洋 0755-82777919
yangyang@nawaa.com

淘金年

摘 要

- 回顾 2015 年，对于 A 股市场及股指期货来说是一个牛熊转换相当快的一年，让绝大部分投资者惊心动魄的一年，大喜大悲，频频出现千股涨停千股跌停的宏观场面。为稳定市场以及巩固金融改革创新的成果，管理层出台了多个维稳政策，目前市场已经回归正常。
- 宏观方面，预计 2016 年经济增速继续放缓，但是企业盈利有望企稳，只是持续改善的难度比较大，而货币政策方面依旧以货币宽松为主，虽然降息空间会明显收窄，但可通过多次降准对冲人民币贬值压力，释放流动性。2016 年推出 IPO 注册制是大概率事件，这样增加股票供给量，惊心动魄的疯牛一去不复返，只有摇摇晃晃的慢牛。当前无风险利率和市场风险偏好比较低，而未来无风险利率进一步下行的概率较大，当市场风险偏好有所提升时，A 股市场有望出现结构性行情，所以把握市场节奏淘金方为上策。
- 当前 A 股的估值水平已经具有一定的资产配置价值，产业资本已经嗅到了这一机会。截至 12 月 6 日，2015 年产业资本整体增持 144.0 亿股，净增持市值达 2158.43 亿元，比 2014 年全年增加 1120.98 亿元，增幅达到 108.05%，其中农林牧渔、有色金属、电气设备增持占比居前。因融资融券导致市场杠杆过高的风险已经得到较好的释放，目前其额度回归正常水平，并且管理层监控力度明显加大。
- 技术分析上看，沪深 300 指数目前处于反弹行情之中，在反弹位 0.382 处的 3875 点已经有过调整，目前正处于向 0.5 处附近的 4255 点迈进过程中，一旦到达这里，可能会再有较大调整出现，会在 3362-4255 点间形成震荡，一旦 4255 点突破，则可能将继续上涨，在前期高点 5280 点附近将会再有大幅调整，此位置多单必须平仓以规避风险，之后将会在 4255-5280 点间长时间震荡，以消化股灾中快速下跌所带来的长期套牢的筹码，之后再继续涨势。从时间上来看，1 月 6 日，5 月 10 日，11 月 30 日附近将会是比较大的转折点。

第 1 章 市场回顾 3
1.1. 2015 年走势回顾 3
1.2. 股指期货数据特征分析 4
1.3. 估值分析 8
第 2 章 经济增速放缓，结构调整继续 10
2.1. 经济增速继续放缓 10
2.2. 工业增加值降速，利润增速转负 12
2.3. 消费品通胀温和，工业品通缩严峻 13
2.4. 固定资产投资分化 14
2.5. 进出口增长停滞，外汇占款持续减少 15
2.6. M2 增幅平稳，M1 跳跃增长 17
2.7. 利率走势分析 18
第 3 章 市场资金分析 20
3.1. 资金流巨幅波动中寻找新的平衡 20
3.2. 融资余额逐步回稳 21
3.3. 大股东持续入市增持 22
第 4 章 策略跟踪 24
4.1. 动量因子排序策略 24
4.2. 股指跨品种套利策略 29
4.3. 股指日内交易策略 30
第 5 章 股指行情展望及策略 34
5.1. 沪深 300 指数展望 34
5.2. 股指期货策略 35
南华期货分支机构 36
免责申明 38

第1章 市场回顾

1.1. 2015 年走势回顾

1.1.1. 沪深 300 指数行情回顾

2015 年对于 A 股市场及股指期货来说，是一个牛熊转换相当快的一年，让绝大部分投资者惊心动魄的一年，大喜大悲，频频出现千股涨停千股跌停的宏观场面。从沪深 300 指数的走势看，如图 1.1.1，我们可以把 2015 的行情走势分成三个阶段。

股市飙升期：该阶段从 2015 年 1 月 5 日开始，结束于 2015 年 6 月 9 日，此阶段的上涨是 2014 年牛市的延续，期间沪深 300 指数最低点下跌至 3285.94，最高上涨至 5380.43，区间振幅达 2094.49，阶段涨跌幅达 52.26%，同一阶段创业板指数的涨幅高达 174.36%。分析此阶段股市大幅上涨的原因，首先是国家认可该牛市的合理性，并且此间不断的释放流动性，2 月份至 6 月份央行每月都有降准或降息操作，其次是场内外融资融券业务的监控比较宽松，资金大幅入场堆高股市，市场资金宽松成为第一驱动力。

股灾期：该阶段从 2015 年 6 月 9 日至 2015 年 8 月 26 日，期间沪深 300 指数最低点下跌至 2952.01，跌幅达 45.13%，创业板指数最低点下跌至 1779.18，跌幅达 55.94%。分析此阶段大幅重挫的原因，主要还是由于上半年的上涨幅度过大，市场积累了大量泡沫，表象上看是管理层为规范市场行为，对场外融资融券进行了严控，导致市场资金恐慌抛盘，结果越演越烈酿成 A 股历史以来的大股灾，虽然国家参与救市，并且出台了好多规范市场的条例，但是依旧未能扭转下跌局面。

股市恢复期：该阶段从 2015 年 8 月 27 日至 2015 年 11 月份，此阶段 A 股指数缓慢上涨，沪深 300 指数上涨最高到 3891.77，最高涨幅达 31.83%，创业板指数上涨最高到 2915.95，最高涨幅达 63.89%。摆脱股灾阴影，认为 A 股市场恢复正常的标志性事件主要是 11 月 6 日证监会重新启动新股发行，恢复市场融资功能。

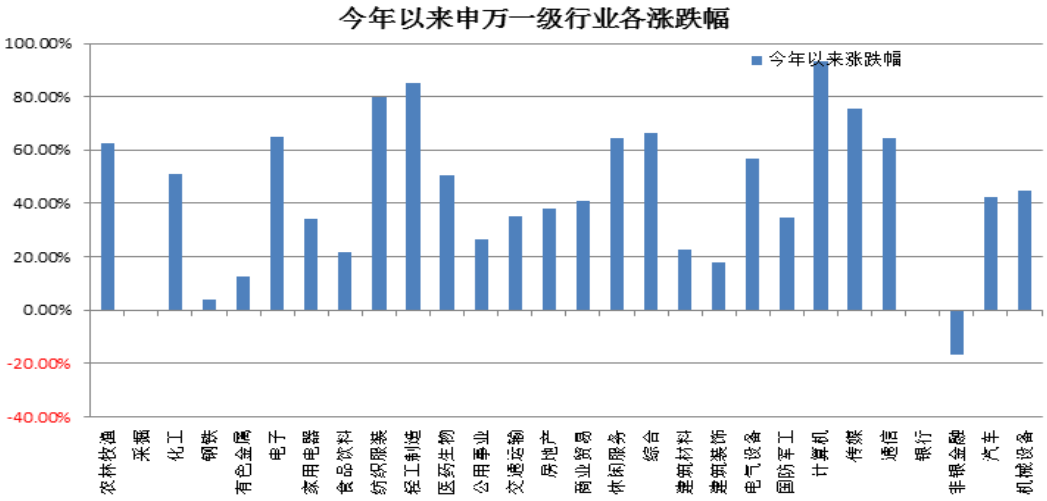
图 1.1.1：2015 年沪深 300 指数走势图

资料来源：博弈大师、南华研究

1.1.2. 申万行业板块涨跌概况

从 2015 年 1 月 1 日截止 12 月 3 日行业表现看，经历牛熊转换的年度里申万 28 个一级行业共有 25 个飘红，其中，计算机以 93.04%涨幅高居榜首，轻工制造和纺织服装涨幅也超过了 80%，传媒、综合、电子、通信、休闲服务、农林牧渔、电气设备、化工、医药生物涨幅也超过 50%，机械设备、汽车、商业贸易、房地产、交通运输、国防军工、家用电器涨幅也超过 30%，公共事业 26.39%，建筑材料 22.92%，食品饮料 21.75%，建筑装饰 17.93%，有色金属 12.84%，钢铁 3.88%，全年出现负涨幅的只有采掘、银行和非银金融，其中非银金融跌幅高达 16.76%，采掘和银行跌幅较小，分别为-0.09%、-0.30%。

图 1.1.2：今年以来申万一级行业各涨跌幅



资料来源：wind、南华研究

分析 2015 年的现货市场走势的原因，主要是因为上半年全民鼓吹大牛市，中小盘股估值泡沫非常严重，这给危机产生埋下了祸根，再者指数出现正常技术性回调的时候，有部分机构通过股指期货恶意做空，导致杠杆资金平仓出现踩踏事件，当然前期制度监管不力也负有不可推卸的责任。经过一系列的整顿，目前市场已经恢复稳定，相应监管条例也将逐步完善，预计 2016 年在经济触底企稳的大背景下，A 股走势会体现大家所希望的慢牛行情。

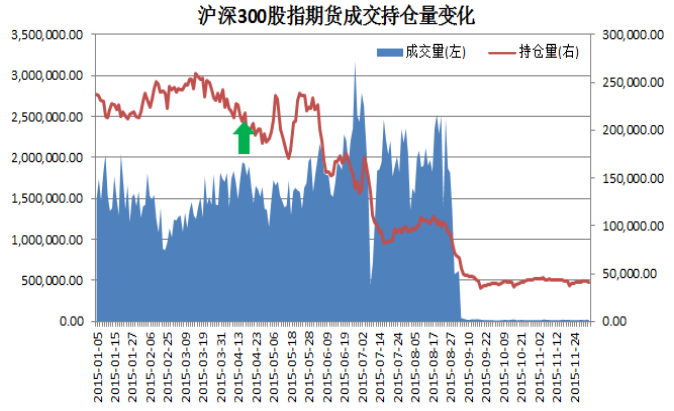
1.2. 股指期货数据特征分析

1.2.1. 股灾导致股指期货功能失常

我们知道，股市上涨是因为净进场资金推动的，纵然出现顶部，也是因为期间已有部分资金出场，当入不抵出逐步扩大的时候，股市的顶部也就形成了。回顾 2007 年大牛市的顶部我们不难发现，在牛市最后一波大幅上涨的时候，上综指成交量已经下降了一个台阶，这是在没有股指期货对冲的环境下的市场情绪表现，若以这个标准去衡量今年的牛市的顶部明显行不通，因为各指数成交量却没有明显下降，但股市下降的速度却

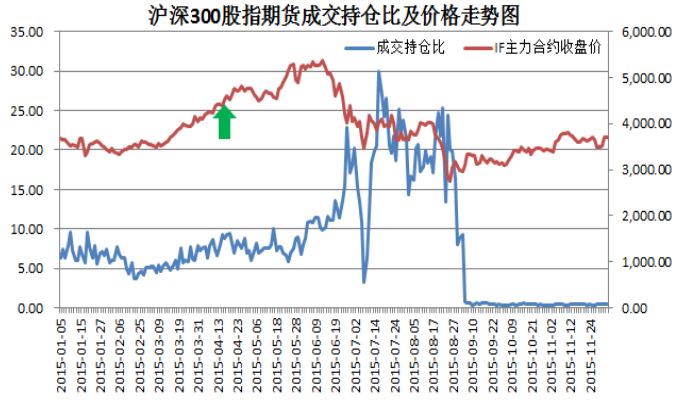
是历史之最，出现这样的事情，难道就提前没有一些明显的市场异常表现吗？或许我们可以从图 1. 2. 1 至图 1. 2. 6 中找到一些提前反应的市场表现。

图 1.2.1：沪深 300 指数期货成交持仓量



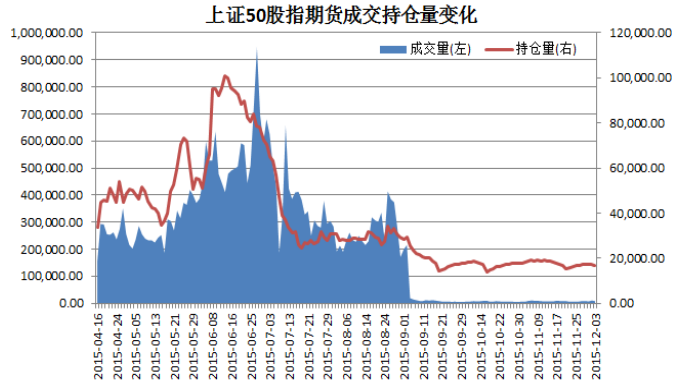
资料来源： wind、南华研究

图 1.2.2：沪深 300 指数期货成交持仓比及价格走势



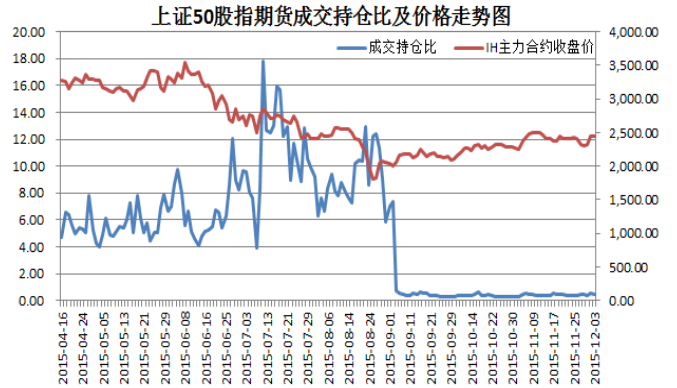
资料来源： wind、南华研究

图 1.2.3：上证 50 指数期货成交持仓量



资料来源： wind、南华研究

图 1.2.4：上证 50 指数期货成交持仓比及价格走势



资料来源：wind、 南华研究

图 1.2.5：中证 500 指数期货成交持仓量

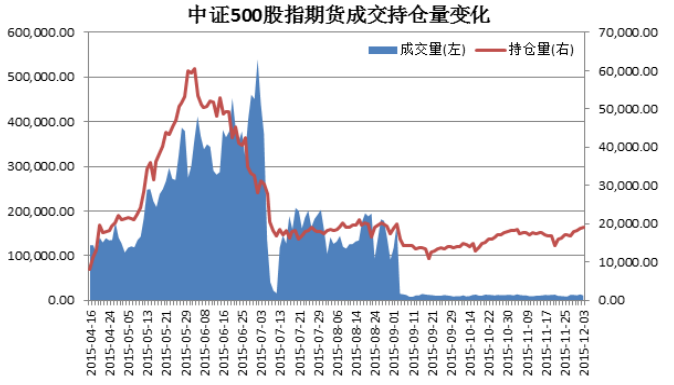
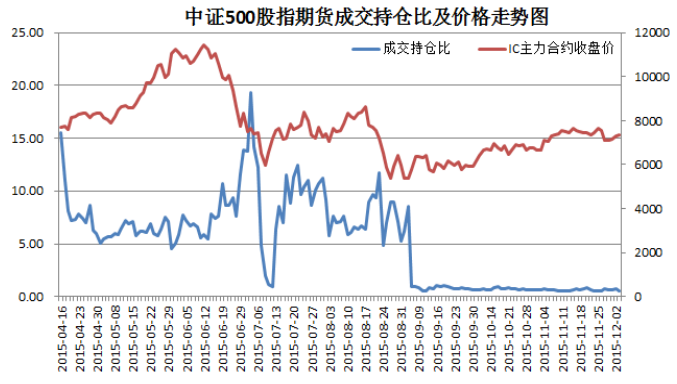


图 1.2.6：中证 500 指数期货成交持仓比及价格走势



资料来源： wind、南华研究

资料来源： wind、南华研究

从上述组图我们可以发现，IH、IC 上市交易之前 IF 持仓量已经呈现持续下降了(注意：本文获取的持仓量是指单品种的持仓量，不是某个合约的持仓量)，如 3 月 12 日至 4 月 16 日，这恰好验证了之前市场普遍认为 IH 和 IC 上市后会分流 IF 的部分资金，符合投资者风险控制的需求，符合市场预期。但是随着 IF 价格不断上涨，持仓量却逐步下跌，5 月份期间还出现异常的剧烈波动，整体上看持仓量的减少与价格上涨产生明显的背离，虽然 IH 和 IC 的持仓量是稳步上升的，但不足以拟补 IF 资金的流失，这一点的市场背离与 2007 年顶部成交量和价格背离是一致的。本年度的牛市主要是杠杆资金推动，若指数回调足够大，会导致大量资管产品触发止损平仓，并且恶性循环越来越快，市场背离现象的市场表现比 2007 年的短了，并且表象已经不是成交量与价格，而是期货的持仓量与价格的背离。

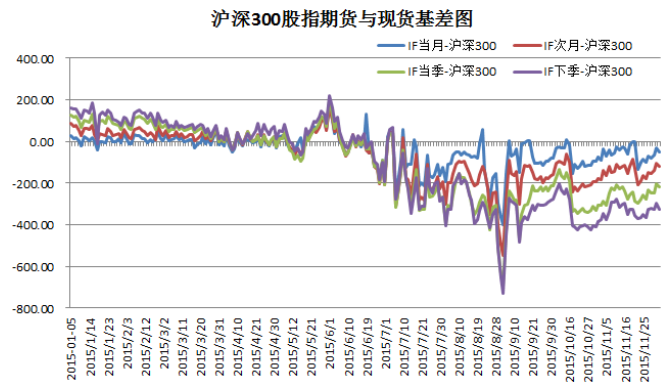
成交持仓比就是股指合约总成交量与总持仓量的比值，是衡量股指期货健康运行的重要指标之一，一般而言，低成交持仓比是表明股指期货成熟度较高，通过历史数据分析可知，IF 运行稳定后成交持仓比一直保持在 6 倍附近，但股灾酿成初期，成交持仓比就已经开始上升，超过 10 倍后指数下跌的幅度越来越大，然后大幅波动，区间振幅高达 26.7 倍，最高值达到了 30 倍，同期 IH 和 IC 的成交持仓比也是大幅波动，说明期货市场极不稳定，股指期货正常的套期保值功能已经失效。

为稳定证券市场而救市，管理层出台一系列政策，增加期货的交易成本、减少股指期货的交易量，2015 年 9 月 7 前后股指期货市场的成交量和持仓量一下子断崖式下跌，此后市场暴跌才算结束。此过程属于人为的扭曲市场结构，令市场运行重新回归平衡，但因为活跃度大幅减少，平衡点也偏移了。目前 IF 股指期货成交持仓比一直维持在 0.4 倍附近上下波动，并且现货市场和期货市场都缓慢稳步上涨，说明市场已经趋于稳定。

1.2.2. 股灾存在的套利机会及风险

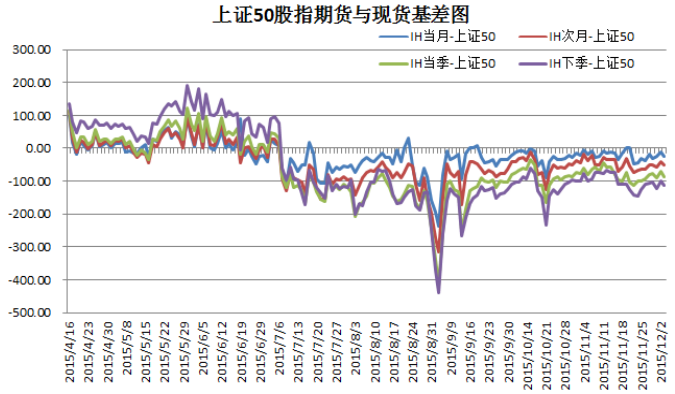
2015 年整体基差(取基差=期货-现货)波动比较大，创历史之最，IF、IH 和 IC 主力合约基差区间分别为[-400.03,172.82]、[-235.83,100.50]和[-902.51,537.29]，理论获利幅度分别高达 572.85 点、336.33 点、1439.8 点，当然对于基差投资高手可以获利更多。当然远月合约与现货的基差波动范围更大，这里不做具体描述。之所以今年基差波动大，我们认为主要原因是人为做空股指期货酿成股灾而造成的，虽然每月股指期货交割时，当月合约会向现货回拢，但是其基差套利的利润远远小于做空股指的获利额度，所以就呈现出基差波动大并且阶段性毛刺非常明显，如图 1.2.7 至 1.2.12。

图 1.2.7：沪深 300 指数期货与现货价差图



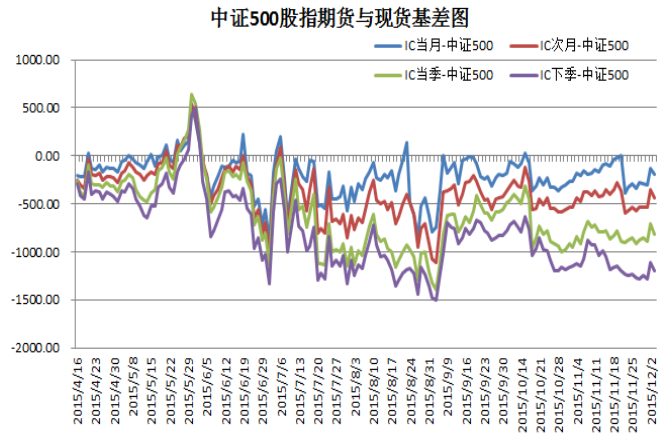
资料来源： wind、南华研究

图 1.2.8：上证 50 指数期货与现货价差图



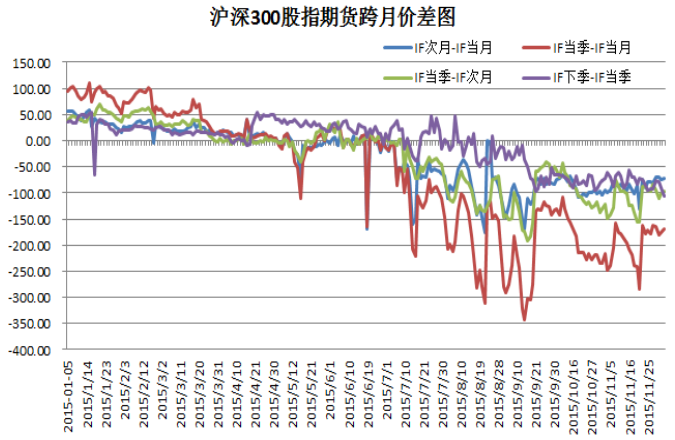
资料来源：wind、 南华研究

图 1.2.9：中证 500 指数期货与现货价差图



资料来源： wind、南华研究

图 1.2.10：沪深 300 指数期货跨月价差图



资料来源：wind、 南华研究

图 1.2.11：上证 50 指数期货跨月价差图

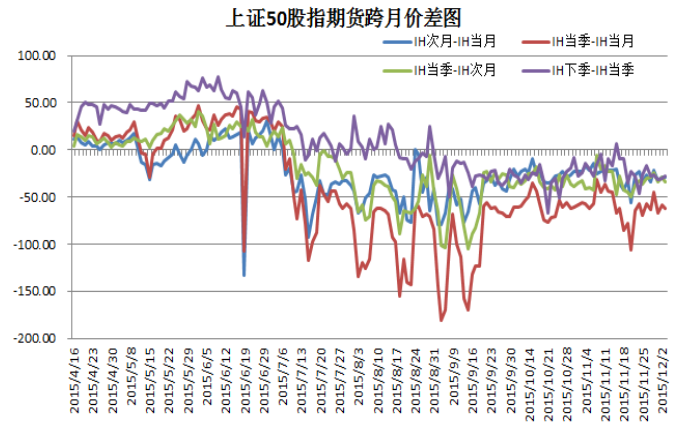
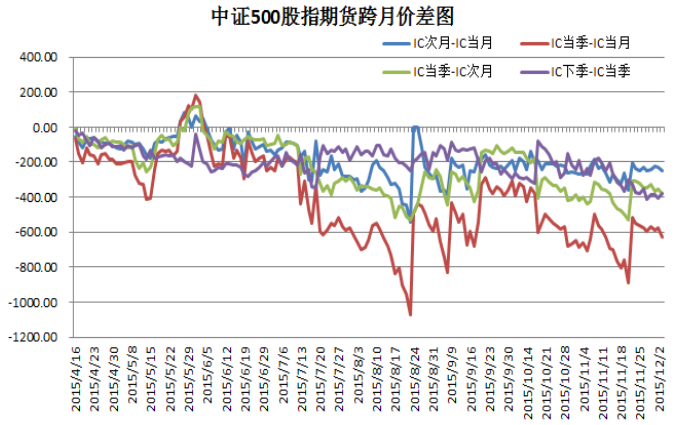


图 1.2.12：中证 500 指数期货跨月价差图



资料来源： wind、南华研究

资料来源：wind、 南华研究

基差的稳定波动和跨月价差的趋势波动可以作为市场预测的辅助工具。若基差的稳定性呈协整性方向运动，可以预定当前市场运行非常稳定，市场会呈现一定的趋势状况，或上涨、或下跌、或持续盘整，而当其波动剧烈并且超越一定幅度的时候，说明市场已经被人为操控了，市场风险比较大，使用常规的策略是比较难稳定获利的；若远月合约持续大于近月合约，说明投资者集体看好未来市场上涨，体现出中长线上涨的趋势波动，反之远月合约持续小于近月合约，说明说明投资者集体看好未来市场下跌，体现出中长线下跌的趋势波动。目前主力合约基差波动逐渐缩小，已经恢复股灾前的波动范围，说明股灾对市场的影响已经基本结束，但跨月价差依旧偏弱，说明市场继续上涨的延续性还需有待观察，并且年关将至，许多风险资金都会撤出市场，跨月价差的弱势波动符合当前市场运行规律。

1.3. 估值分析

对于 2014-2015 年的大牛市，市场普遍观点认为是资金流动性宽松导致的，并且目前市场利率水平比较低。对于理性的投资者是否要认为利率水平是影响 A 股未来估值的核心因素，A 股估值水平再抬升一个台阶，归因于市场利率是否再下一个台阶？答案是充分非必要条件的。从目前国内宏观基本面走弱的情形下，未来市场利率再下一个台阶是大概率时间，但 A 股估值水平不一定再上涨一个台阶，这一点从日本 90 年代的市场表现就可以看出，但是日本利率逐步下降，但是市场熊市漫无边界。

回顾 A 股历史(2005 年初至 2014 年 3 季度)，2006-2007 年宏观经济火热造就一轮大牛市，2008 年经济危机导致市场深度回调，4 万亿投资又带来 2010 年的小牛市，此后宏观经济疲弱，股市也经历了三年的调整，分析其走势的根本原因主要是基本面(或企业盈利水平)，并且期间的牛市都是发生在利率上行而非下行的周期，市场由基本面决定，当经济向好时对资金需求较大，利率往往也较高，因此市场表现出与利率的正相关，2014-2015 年这种未带来基本面好转的宽松下的水牛行情不具有持续性，反而因此酿成了股灾。

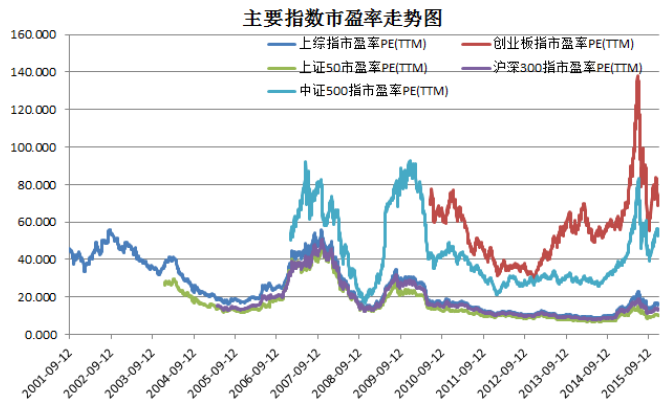
图 1.3.1：上综指数历史估值分析

资料来源：wind、南华研究

无论是利率上涨或利率下跌，要股市估值再上一个台阶，必须有部分资金最终流入股市。鉴于目前中国宏观经济疲软，政府宽松政策将会有所加大，预计 2016 年市场利率将会下一台阶，并且改革是本届政府的主题，国企改革和经济转型将会给经济带来基本面向好，预计 2016 年 A 股估值将会在第三台阶附近波动，如图 1.3.1。

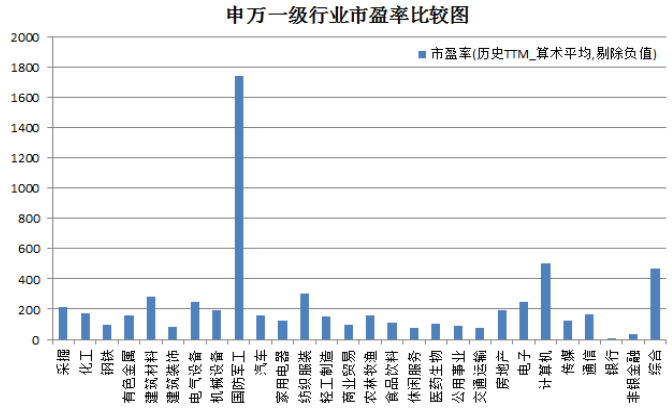
从目前市场估值水平看，整体分化非常明显，如图 1.3.2 和图 1.3.3。在之前的牛市之中，A 股疯狂上涨，但全体 A 股的估值水平仅仅涨至长期均值水平附近(取自 2000 年起统计样本)，相比中小板和创业板估值屡创新高，真是小巫见大巫，并且个别股票的市盈率更是超过 1000 倍。随着市场进入调整期，市场估值呈现出分化走势，部分权重股票估值接近长期低点，比如银行股板块。

图 1.3.2：主要指数估值走势



资料来源： wind、南华研究

图 1.3.3：申万一级行业估值比较(截止 2015-12-9)



资料来源：wind、 南华研究

据国家统计局公布数据可知，中国 10 月工业企业利润加速下滑，可知 2016 年宏观经济增速可能继续探底，不利于企业营业收入增长，但当前管理层对改革的刺激力度明显加大，明年产业结构调整有望初见成效，并且坚持积极的财政政策与宽松的货币政策，未来还有继续降准降息的可能，这些都有利于企业成本下降，总体上明年企业盈利有望企稳。据 wind 统计当前 A 股市场平均市盈率约为 17 倍，基于 2016 年企业盈利预测增速保持稳定，预计整体市盈率将会上升，并且低估值蓝筹板块的估值提升将会带动整体市场在反弹初期出现普涨态势。

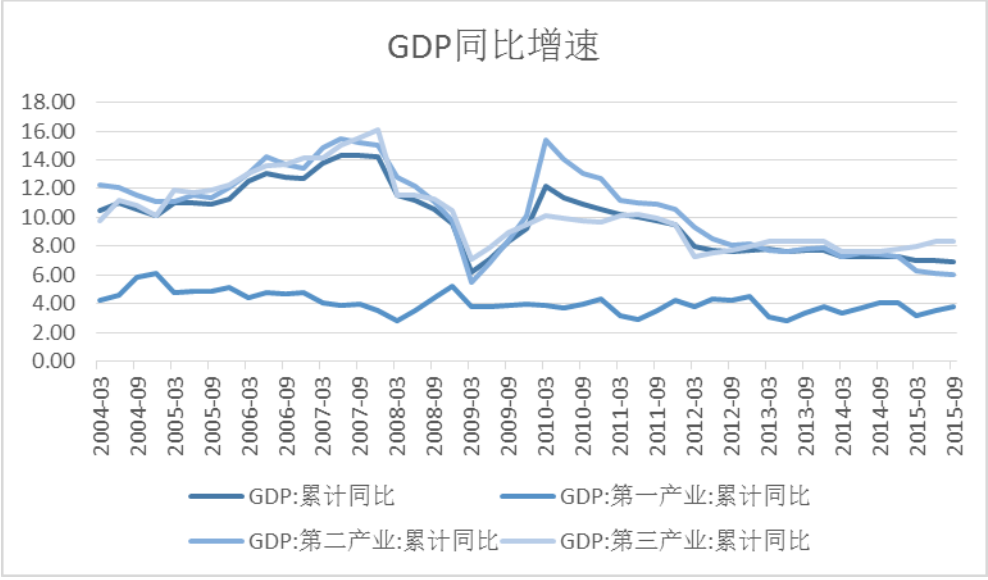
因此，当前 A 股的估值水平已经具有一定的资产配置价值。首先从内部因素分析，预计明年上市公司盈利有望企稳，但是持续改善的难度比较大，再次从外部因素来看，当前无风险利率和市场风险偏好比较低，而未来无风险利率进一步下行的概率较大，当市场风险偏好有所提升时，A 股市场有望出现结构性行情。

第2章　经济增速放缓，结构调整继续

2.1. 经济增速继续放缓

GDP，又叫国内生产总值、地区生产总值，是指一个国家或地区所有常住单位在一定时期内生产活动的最终成果，GPD 的增长反映一国的经济状态。2015 年三季度中国 GDP 累计同比增长 6.93%，其中第三季度 GDP 增长 6.90%，是自 09 年一季度以来第二次增速破 7%，毫无疑问国内的经济增速已经明确放缓。2008 年经济危机后，国内经济增速曾在 2009 年一季度下滑至 6.2%，从生产法构成的角度分析，当时第一产业的增速降至 3.8%，第二产业的增速降至 5.5%，第三产业增速亦降至 7.1%，处于洼地水平。在 4 万亿政策的肾上腺素刺激下，除了第一产业增速波动较少外，第三产业增速出现较大提升，固定资产投资上升及通胀升温令第二产业出现喷发式增长。宽松的货币政策及财政政策输血效果并不是万能，只能延长经济再平衡的过程，为调整结构争取时间。由于自身经济结构出现问题，一旦输血规模减少，增速骤减是必然。

图 2.1.1：GDP 累计同比增速



资料来源：WIND 南华研究

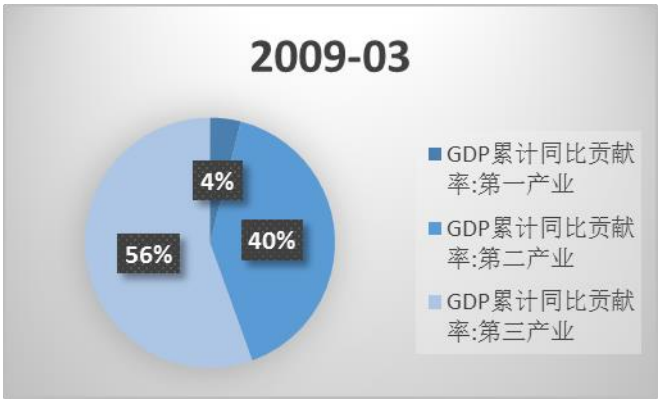
三季度的 GDP 数据显示出本次增速放缓与 08 年有着本质的不同。08 年的下挫是由于全球经济危机爆发引起，本轮增速放缓更多的是经济再平衡过程中产业结构发生改变。与之增速前普降不同的是，第三产业的增速缓慢上升，而第二产业的增速是缓慢下降。毫无疑问部分工业制品在某一程度是供过于求，随着社会经济的发展国民对产品质量及设计等的要求提升，以及环保等约束条件的提高，不合时宜的产能要被压缩，工业制造出现两面性，一方面传统技术出现萎缩，另一方面机器自动制造等有资金持续流入。近十年经济产业结构的变迁反映了国内经济结构的变化，05 年大牛市前第二产业对 GDP 的贡献率稳定在 50%附近，经济危机发生后第二产业的贡献率曾跌至 40.5%的水

平（因春节一季度工业活动较其他季度低）。强刺激后固定资产投资主要集中在工业一带，服务业被极大压缩，如今二、三产业出现倒挂，PPI 连续下跌导致工业投资的增速远比不上服务业投资，同时互联网化缩减产出成本提高商业劳务活化效率，大幅刺激第三产业蓬勃。世界第二三产业占 GDP 平均比重为 31%、64%，美国第三产业比重更在平均值之上，显示我国经济结构目前正在往发达国家的方向迈进，一旦跨国中等收入陷阱，由国家主导的第二产业固定资产投资增速可逐渐放缓甚至减少，而私人商业投资成为市场上固定资产投资的主力。

图 2.1.2：2004 年 GDP 成份贡献

资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.3：2009 年初 GDP 成份贡献

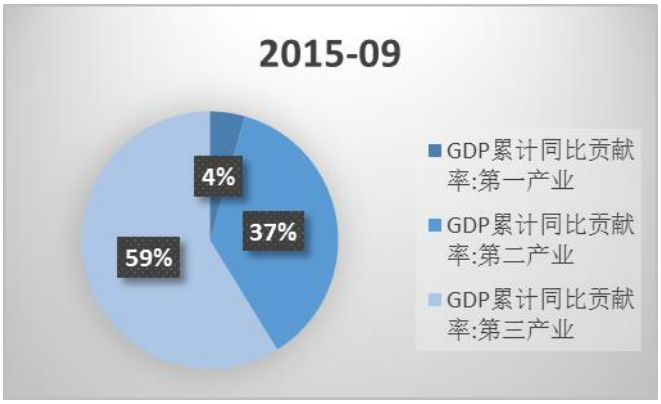


资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.4：2010 年 GDP 成份贡献

资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.5：2015 年三季度 GDP 成份贡献

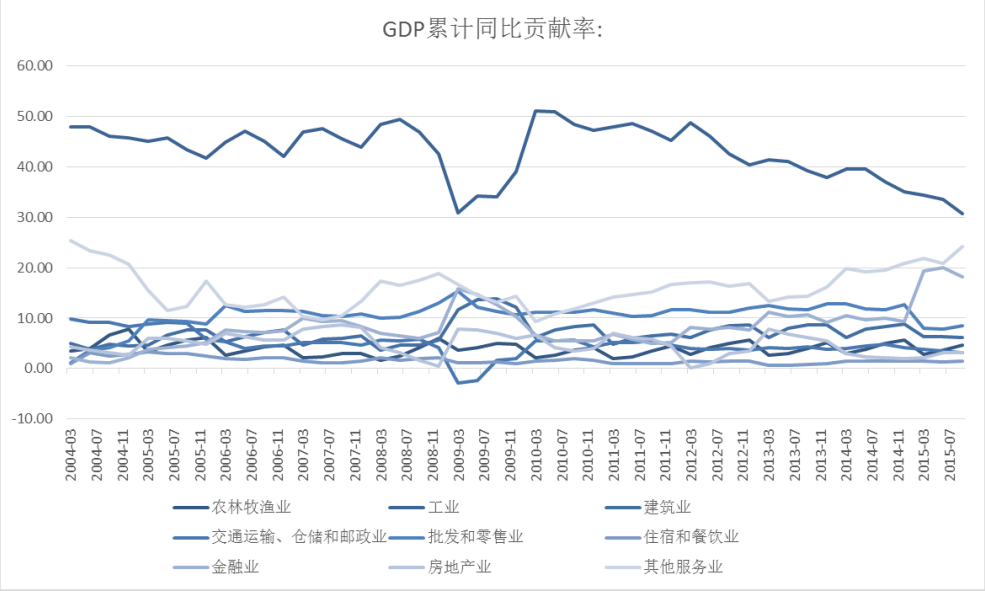


资料来源：WIND 南华研究

在行业细分中，工业贡献率所占比重是最多的，即使截至 2015 年三季度，工业的贡献率仍超过其他行业。从各行业占 GDP 的贡献率可以看出，经济危机对工业的损害最大。其他服务业及金融业贡献率所占比重上升，均创近十年新高，预料其他服务业的比重将继续增大，吸收由于工业升级流出的人员，有望在工业升级未出现“黑科技”前比重超过工业。建筑业近 5 年稳定性较强，离 4 万亿出台后的高峰已下降了一半，但随着高铁、核电站等建设陆续有来，预料建筑业继续萎缩的程度不会太大。虽然建筑业保持弱势稳定，但房地产行业则出现明显的增速放缓，离近十年的高峰期下降超过 50%，07

年贡献率平均在 8%以上，09 年大部分时间在 7%以上，如今只有 3.1%的贡献率，房地产行业出现收缩。

图 2.1.6：GDP 累计同比增速



资料来源：WIND 南华研究

2.2. 工业增加值降速，利润增速转负

工业增加值的走势亦揭露出第二产业的增速一直在放缓。从目前数据看来，制造业增加值维持在 7%附近，而采矿业则接近停止增长；无论东部中部还是西部地区，工业增加值增速都出现了放缓，东部地区的工业最发达，增速跌幅在 2%内，稳定在 7%附近，而中部地区跌幅略大，稳定在 8%附近，西部地区跌幅较大，平均下挫 3%~4%至 8%以下，需要更多输血才能保持西部的增速。10 月份工业企业利润累计同比下滑 2%，但符合转型升级方向的行业利润保持较好的增长，10 月份，高技术制造业利润同比增长 14.2%，装备制造业增长 8.6%，消费相关行业增长 4.3%，符合我们第二产业正在调结构的判断。

图 2.2.1：工业增加值同比走势

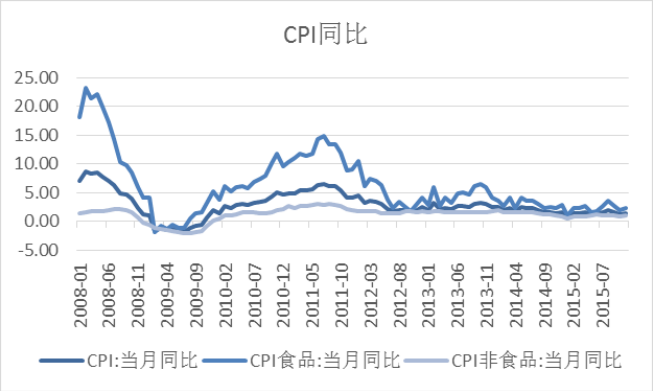
资料来源：WIND 南华研究

2.3. 消费品通胀温和，工业品通缩严峻

CPI 缓慢走低，11 月份 CPI 同比增长 1.50%，其中食品 CPI 同比增长 2.30%，非食品同比增长 1.10%，处于温和通胀水平。图中数据显示，自 2013 年后 CPI 增速很少上升至 3%，核心 CPI（不包括食品及能源）基本上在 2%以下运行，低于原目标 CPI 的 3%。

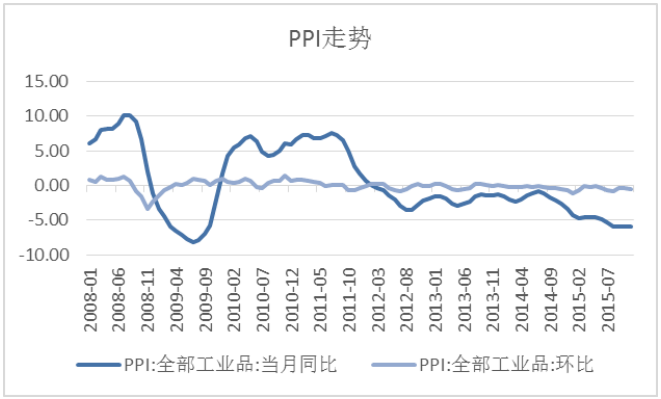
工业品指数 PPI 同比连续 45 个月下滑，11 月份 PPI 同比下降 5.9%，其中原材料价格下行及大宗商品价格走弱是 PPI 连续疲弱的主要因素。食品类及服装出厂价格变化不大，一般生活用品及耐用消费品价格则略降。考虑到美联储已经准备走入加息通道，美元走势可能继续走强，对大宗商品价格构成压力。同时，中东等地区的政治局势出现前所未有的变数、中美在南海继续暗斗、台湾进行地区领导人选举等提高地方出现战斗的概率，大宗商品有望从此受益。大宗商品价格近年来一直受压，美原油价格接近 08 年新低，战事若起则会提升大宗商品及能源价格，PPI 指数也将出现回升。若无狼烟，国内第二产业结构调整未进入尾声前，PPI 指数难以上行。

图 2.3.1：消费品物价指数走势



资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2：工业品物价走势



资料来源：WIND 南华研究

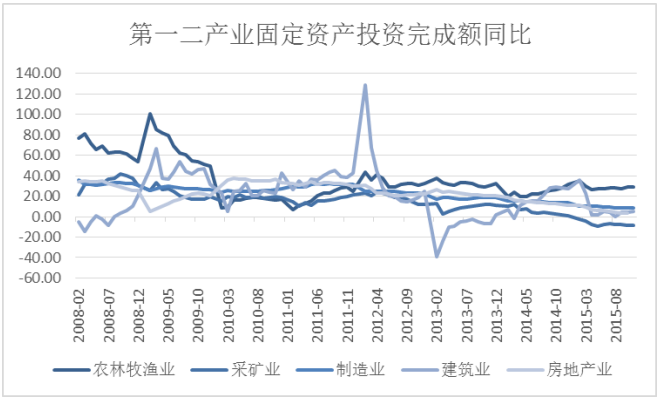
2.4. 固定资产投资分化

固定资产投资是建造和购置固定资产的经济活动，即固定资产再生产活动。固定资产再生产过程包括固定资产更新（局部和全部更新）、改建、扩建、新建等活动。通过固定资产投资额，我们可以通过货币表现的活动分析投资规模、速度、关系比例及使用方向。

将第一二产业固定投资组合比较可以得出，农林牧渔业的投资规模增速保持稳定，同比增速在 28%附近，截至 11 月份，当年完成额约 17232 亿元；采矿业明显进入熊市，投资额逐渐萎缩，投入不足农业的 7 成；值得关注的是建筑和房地产业同时收缩，从 2014 年 2 位数的增幅跳水至个位数，反映建筑房地产行业前景不被看好；制造业仍有一定支撑，增速较上年下滑近三分一，但总体投资量仍在各行业中比重最大，截至 11 月份年度投资完成额超过 16 万亿元。第三产业固定资产投资相对稳定，虽然增幅较前几年小，以往由于基数较小，显得增幅较大，截至 11 月份，2015 年文体娱乐产业固定资产投资完成额已超过 6000 亿元，而信息产业也超过 4000 亿元。

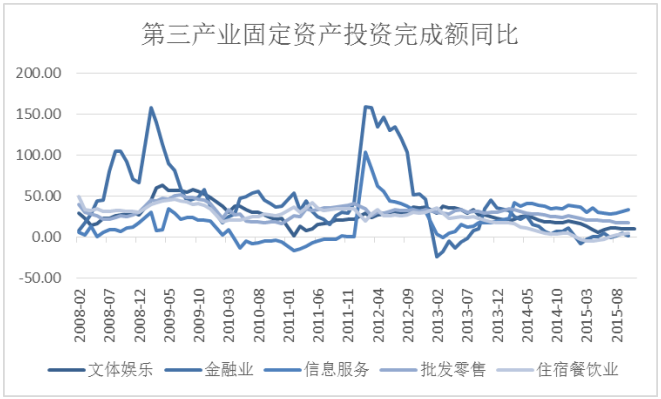
公共事业固定资产投资增速也出现小幅回调，但幅度明显比其他行业小，其中水利、环境和公共设施管理业仍是占最大比例投资，投资完成额接近 5 万亿元；其次是电力、热力、燃气及水的生产和供应业，完成额接近 2.4 万亿元，而公共管理、社会保障及社会组织的投资完成额较上年同期增长 701.58 亿元，达到 6612 亿元。

图 2.4.1：第一二产业固定资产投资完成额同比



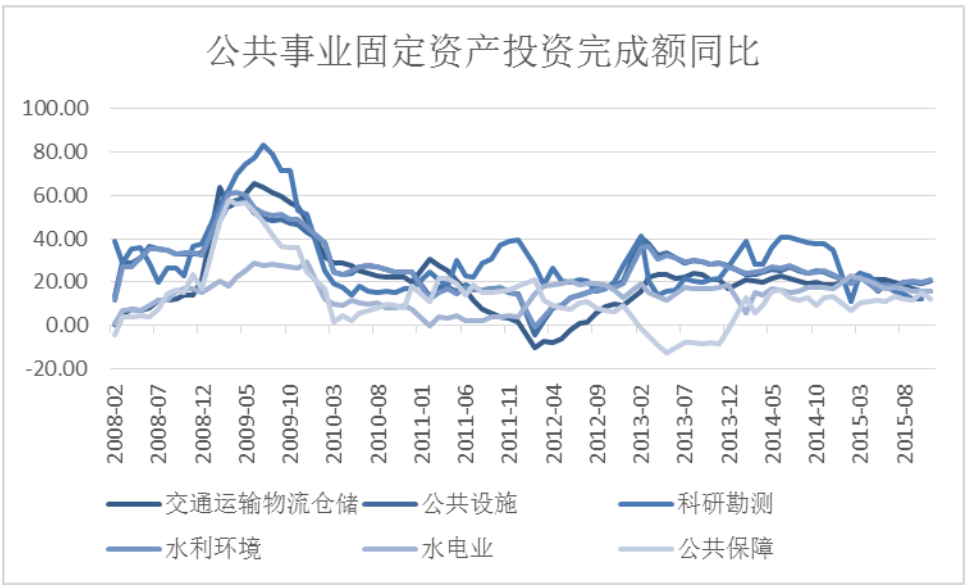
资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.2：第三产业固定资产投资完成额同比



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.3：公共事业固定资产投资完成额同比



资料来源：WIND 南华研究

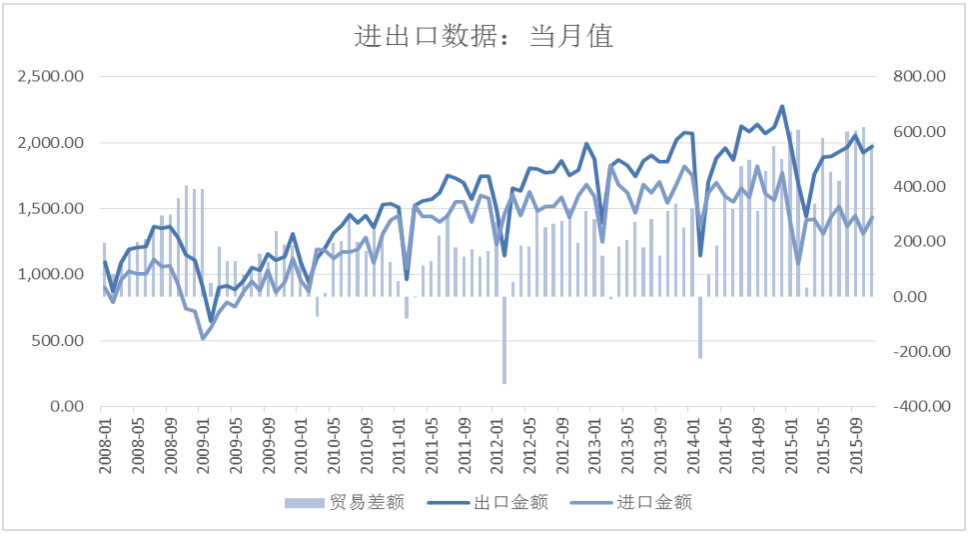
2.5. 进出口增长停滞，外汇占款持续减少

由投资、消费、外需的三驾马车是经济增长的关键。固定资产投资走势显示，在缺乏政府主导的刺激和内外经济环境不济的情况下，各类固定资产投资增速变弱，通过投资刺激增长的手段效果减弱。2014 年后，人民币汇率从升值走向震荡，进入 2015 年后，在美国加息预期不断增强的情况下走入贬值通道，近期处于较快贬值状态。

如图所示，进出口数据在 2008 年跳水后，由于全球展开量化宽松救市行动，投资消费需求增加，进出口数据也在不断增长。随着时间的推移，2014 年达到峰

值后便停止增长，11 月份数据显示出口金额同比减少 143.21 亿元，同比增长-6.77%，进口金额减少 136.59 亿元，同比增长-8.71%。鉴于国内外经济仍然不乐观，预料进出口数据会继续疲弱一段时间，直至人民币贬值程度足够，刺激出口再度活跃。

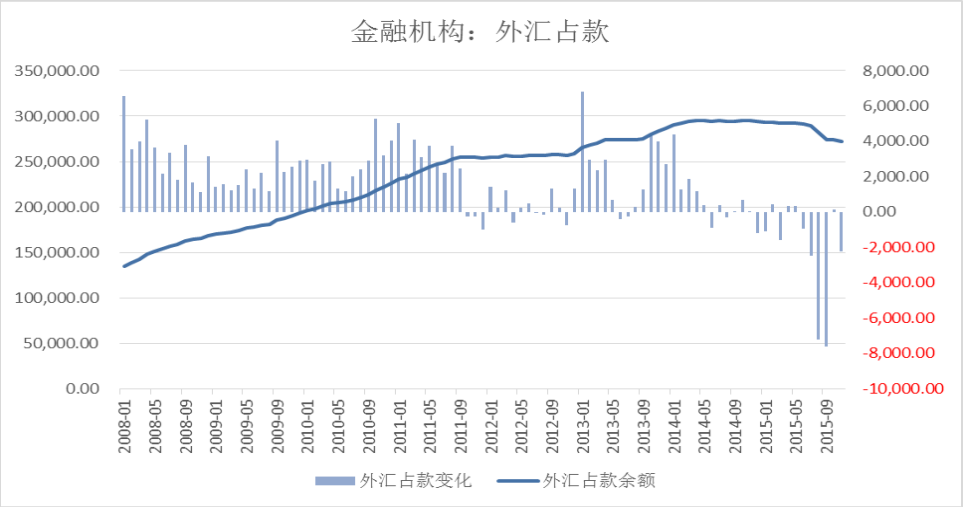
图 2.5.1：进出口数据（/亿美元)



资料来源：WIND 南华研究

国际收支账户包含两大类账户：经常账户(current account)和资本与金融帐户(capital and financial account)。其中，经常帐户包括货物、服务、收入((income)和经常性转移等项目；资本与金融帐户包括直接投资、证券投资、其他投资、储备资产等项目。今年进出口数据虽然负增长，但是前 11 个月的贸易顺差大幅超越 2014 年全年，前 11 月贸易顺差约 5390 亿元，而 2014 年全年贸易顺差只有 3830 亿元。虽然经常账户录得净流入，11 月份金融机构的外汇占款下降来 2212 亿元，央行口径的外汇占款下滑了 3158 亿元，官方储备资产减少约 872 亿元，储备降至 34382.84 亿元，表明国内资本外流的压力增大。11 月份是人民币是否能进入 SDR 的表决时期，央行对人民币汇率加大干预导致外汇占款流失，同时对外投资亦加速资金流出。如今人民币已成功进入 SDR 特别提款权，预料央行会减少对人民币的干预，美元进入加息通道和外贸增长停滞的双重打击下，人民币贬值预期继续，预料资金将继续保持流出，进入通缩的可能性增大。

图 2.5.2：进出口数据（/亿美元)

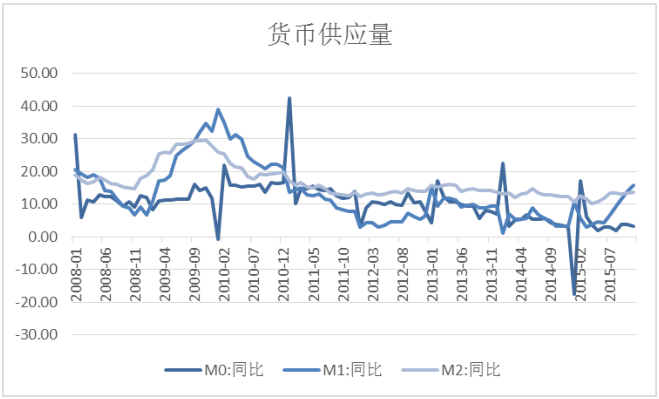


资料来源：WIND 南华研究

2.6. M2 增幅平稳，M1 跳跃增长

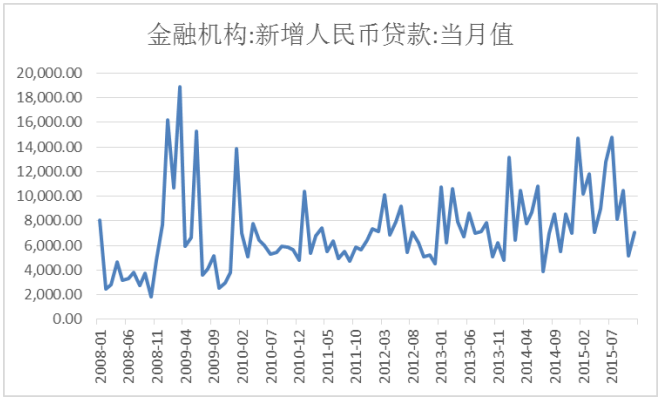
2015 年国内货币供应同比走势较往年怪异。M0、M1 和 M2 的原始数据中，若以月度为统计单位，因为春节因素 M0 的变化在年初是最大，但在近几个月走势中，可以发现 M1 抬头的速度亦出乎意料。M1 突然增速发生在 6 月后，对应时间是年中股市跳水国家救市的阶段。由于 M2 是包含证券公司的客户保证金，而该保证金不被 M1 包含，在证券市场大幅跳水波动的情况下，有相当部分的资金转出，我认为这是 M1 大幅上行的主因之一。与 6 月份数据相比，11 月份 M1 增加了 3.15 万亿元，同比从 4.3%飙升至 15.7%，而 M2 仅增长 4.06 万亿元，同比从 11.8%增至 13.7%。大量闲散资金集中在 M1，该批资金不断寻找投资渠道，从目前多个市场的情况分析，更倾向于是短线资金，在股票市场、债券市场等反复来回。新增人民币贷款保持平稳增长，但 7 月份的增长有别往年，与救市的时间点重合，并且出现 184%的增幅。进入四季度后新增人民币贷款开始收缩，同比走势下行，按照现行趋势人民币新增贷款将保持与现有规模相若。新增贷款规模相若难以更有利地提升经济增长，由于我国的经济体系有相当大一部分是国有体系，预料政府将通过行政手段活化资金。

图 2.6.1：货币供应量同比



资料来源：WIND 南华研究

图 2.6.2：新增人民币贷款



资料来源：WIND 南华研究

2.7. 利率走势分析

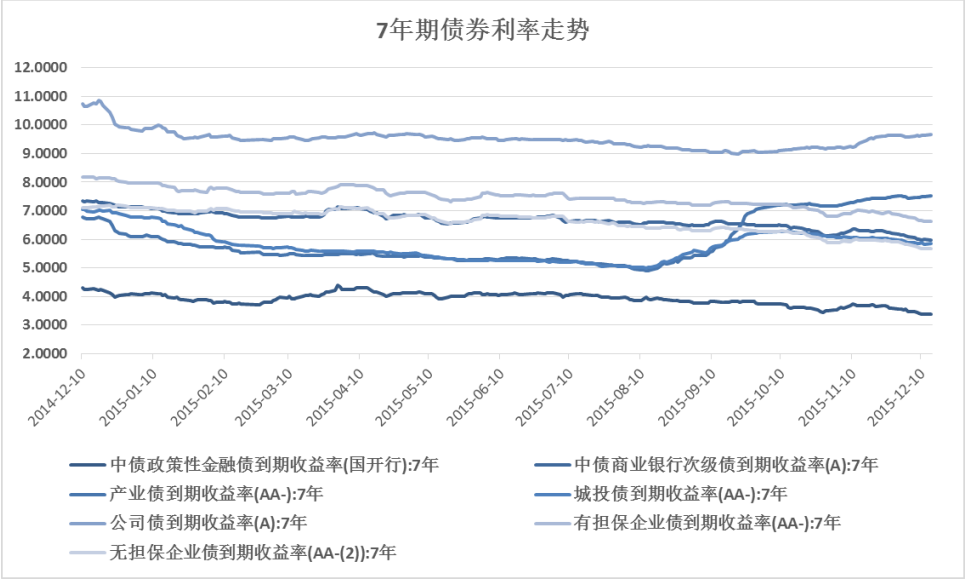
2015 年，央行继续强调要继续坚持稳健货币基调。货币总量平稳增长，基础货币投放去到发生结构性变化，央行继续利用 SLO、逆回购等调整短期资金利率，同时通过降准降息等措施平抑中长端利率，在 2015 年终于成功将中长端利率引导下行。2014 年间资金市场出现分化，短期资金充裕收益率明显低于中长端利率，在央行的引导下中长端利率成功降低了 100bp，10 年期国债利率跌至 3%以下。跌幅过度的短期利率在 7 月份后出现反抽，与市场资金的心态相关。大量从股市等区域出离的资金不断在寻找可以增值的投机品，资金的短期轮到效应明显，在将 10 年期国债收益率压到 3%以下后，再度抽离。由于目前 10 年期国债利率已经被压倒 2.7%，再下行的空间有限，预料 2016 年发债的次数与规模将扩大，保持利率在这一水平附近；其次美元加息与人民币贬值的压力抑制债券下行空间，需要更高的回报才能吸引更多资金进入。

图 2.7.1：国债利率走势

资料来源：WIND 南华研究

无风险国债的利率已被成功引导下行，但对于实体经济来说，现有的融资成本依然很高。我们取 7 年期利率作为横截面比较，可以发现评级稍低的产业债及公司债从 2014 年末至今仍在高位运行，尤其是产业债的利率出现一波明显上行，意味着市场认为经济存在较大风险，不得不抬高收益率以抵御风险。往年呼吁压抑实体融资成本及刚性兑付的声音很高，但今年明显弱了不少。从泛亚的破局到 e 租宝被查，风险若继续由政府和银行扛着将不利于利率市场化。高收益往往伴随着风险，通过风险溢价完成市场结构的调整，更有利于中国金融健康发展。从事物的发展规律来看，按照目前的货币及财政政策出现系统性风险的概率很小，由于 2016 年注册制的开放以及债券发行量增大，无风险债与风险债之间的利差会出现一定程度收窄，但随着风险事件不断发生利差又会出现扩大，建议投资者可在风险事件发生后可适量往差价收缩的方向交易。

图 2.7.2：7 年期债券利率走势



资料来源：WIND 南华研究

第3章 市场资金分析

资金流入指标的主要目的是测算推动股票价格涨跌的力量强弱，其定义规则是：将主动性买入股票产生的成交额认定为推动股价上涨的力量，这部分的成交金额定义为资金流入；将主动性卖出股票产生的成交额认定为推动股价下跌的力量，这部分的成交金额就被定义为资金流出。

资金流入指标不仅反映了推动股票价格变化的资金变动情况，也从资金的角度体现了投资者对市场后市波动心态上的变化，毕竟交易投入的是真金白银，买入 1 万元和买入 1 亿元股票所体现的投资者看涨的信心是完全不同的。

3.1. 资金流巨幅波动中寻找新的平衡

2015 年 A 股市场出现了大幅波动，与 A 股行情对应的资金净流入金额也出现了大幅的波动。A 股市场从 2014 年初开始，持续震荡上涨，至 2015 年 6 月 15 日上证指数最高涨至 5178.19。根据 wind 咨询提供的 A 股市场资金净流入数据，加上上证指数的行情数据，得到图 3.1.1。从图中变化的曲线可看出，这轮持续一年半的上涨行情中，在 2016 年 2 月中旬后，也就是上证指数上涨至 3300 点附近时，出现了明显的“分歧”，市场在持续上涨，而 A 股市场的净流入资金却持续下降，显示在 3300 点之后的上涨行情，都是在资金持续流出的情况下展开的。行情与资金流向的背离，也为后续市场快速猛烈的调整埋下了伏笔。

2015 年 3 月份以后市场的分歧如此巨大，与中国和全球的经济发展大背景是有紧密联系的。2015 年世界经济虽然延续复苏态势，但各经济体复苏进度分化明显。美国经济回归稳定增长轨道；欧洲经济持续低迷，通缩压力凸显；日本经济大幅波动，自主增长动力不足。新兴经济体受外部环境不利、自身经济结构调整的双重影响，经济增速在调整中走低。

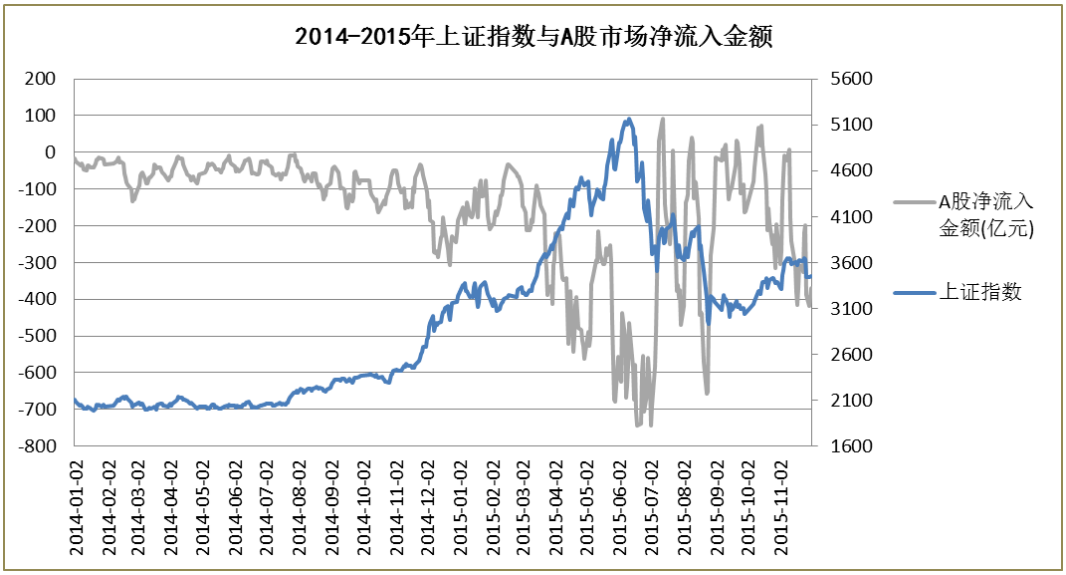
在全球经济举步维艰的环境下，中国也难独善其身，在经过多年的高速增长后，面临外部需求不足，国内产能过剩，环境污染，产业升级等诸多问题。经济进入新常态，国内经济总体保持平稳，但经济下行压力大，进入产业全面转型升级和深化改革的攻坚阶段。投资增速缓慢下降，深化改革也不可能一蹴而就，进出口形势趋紧，企业利润持续下滑。

而在这时，A 股市场却出现了与经济基本面不匹配的持续上涨行情，当上证指数超过 3300 点后，场内资金出现了持续流出的现象。这种分析也随着 6 月份市场的快速调整得到修正。

2015 年 6 月至 9 月的调整过程中，虽然指数出现了 2 次较大幅度的调整，但净流入金额却出现了几次大幅的增加，显示有大量资金快速进场逆势抄底。在快速调整后，出现的大量资金逆势进场的主要原因，笔者认为首先是大幅调整后，市场出现了逢低买入的交易机会，导致部分投机资金迅速进场，但这部分资金不是市场的长期投资者，在行情反弹获利后，就可以兑现利润，离场观望，所以净流入金额在 6 月后的调整行情中，出现了大幅波动的情况，而且波动幅度远远超过 2014 年的波动幅度。其次是国家为了

稳定市场，直接在证券市场中投入了大量资金，并号召企业和金融机构持续买入股票稳定市场。而在同时为了降低市场杠杆，大量融资盘涌出，加上行情的大幅波动，推波助澜，也加剧了市场资金进出的波动，最终导致了市场净流入金额超乎寻常的异常波动。2015 年注定是中国证券历史上难忘的一年。

图 3.1.1：上证指数与 A 股净流入金额 5 日均值走势图



资料来源：wind&南华研究

3.2. 融资余额逐步回稳

根据 wind 财经提供的 A 股市场融资余额数据，结合上证指数行情，得到图 3.2.1。对于 2015 年上半年的牛市，市场普遍的共识是资金市、政策市，其中融资融券、民间配资在推动股市上涨中起到了重大作用，从图中也看出，融资余额的变化与行情走势存在很强的相关性。

数据显示，A 股融资额从 2014 年年初的 3488 亿，一路快速上升至 2015 年 6 月 18 日的 2.27 万亿元。A 股融资杠杆暴增推动了股市上涨，高杠杆也带了了巨大风险，也正是意识到这一点，监管层随后强力去杠杆，引发了后来的股市大跌。而经过这一轮调整，截至 2015 年 12 月 3 日，两市融资余额已经下降到 1.18 万亿元，较峰值时期已经下降了 48%，市场杠杆过高的风险得到了较好的释放。

按照交易所公布的 A 股 2015 年 11 月流通市值 399463 亿元计算，至 11 月底，融资余额与总市值占比约 2.99%。目前，国际投行机构普遍的看法是：融资余额与总市值占比位于 2%以内的水平相对合理。虽然融资余额占 A 股总市值比重仍然超过 2%，明显超过美国、日本和中国台湾的水平（美、日、台的比重分别为 1.9%、0.5%和 1.0%），但离峰值的 9.6%已经相去甚远。

在市场稳定后，近期交易所继续采取措施降低融资额度。2015 年 11 月 14 日上交所、深交所修改融资融券交易实施细则,将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 50%提高至 100%，,此调整自 11 月 23 日起实施。随着今年 10 月份以来市场持续反

弹,两融方面仍然非常活跃,截至 11 月末,两融余额再次达到 1.2 万亿,再次创出轮反弹行情新高,已经回到今年 3 月份牛市的水平，两融规模和交易额再次快速上升也引起了监管层的高度重视。融资余额从 11 月 25 日开始下降，政策威力逐步显现。也说明政府近期仍然想控制市场风险，避免融资规模再次上涨带来新的风险。随着中国人民币国际化的推进，中国证券市场未来必然对外开放，中国证券市场的融资风险水平也需要和国际接轨。

图 3.2.1：A 股市场融资余额与上证指数走势图

资料来源：wind&南华研究

从市场估值水平看，目前 A 股的平均市盈率为 17 倍左右，同时，道琼斯工业指数和标普 500 指数平均市盈率分别为 18.5 倍和 22.2 倍，显示 A 股市场估值合理。中国经济经过长时间高速发展，现在进入新常态，经济增速减缓，产能过程，产业升级，在这个过程中，证券市场对于市场资源合理分配，募集资金创新升级，有重要作用。因此，在前期股市大幅调整时，政府拿出真金白银大量买入股票，而在此时降低融资比例，主要是控释市场波动的风险，避免大幅波动引发系统性风险，并不希望市场大幅调整，反而体现出对市场的保护态度。

3.3. 大股东持续入市增持

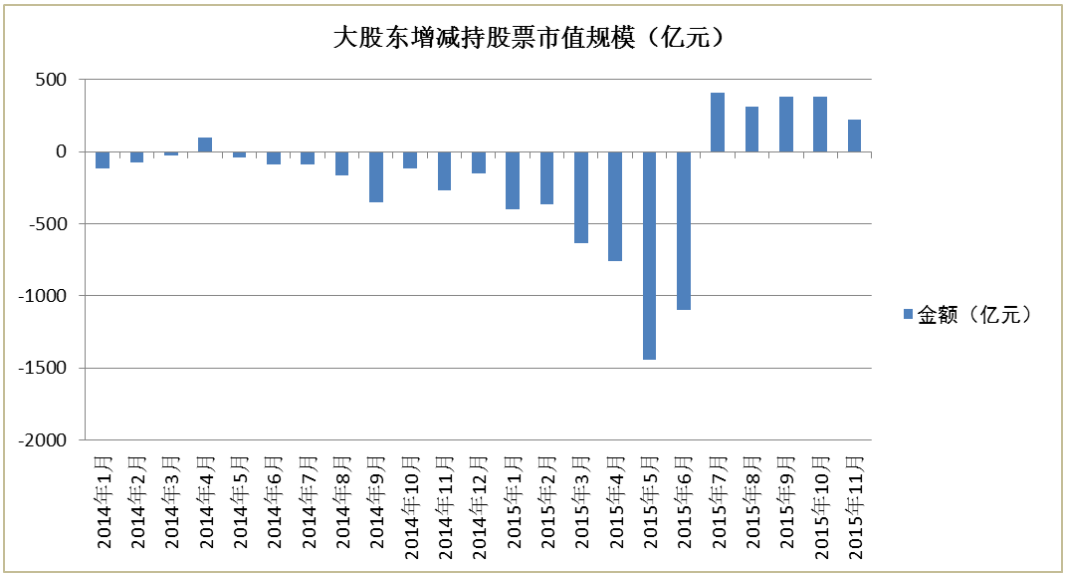
大股东是指股票占比较大的股东，大股东熟知公司运作，甚至影响公司的日常经营运作和重大事情的决策，对公司的经营业绩，行业的变化都掌握了第一手资料，正所谓春江水暖鸭先知。在中国证券市场进入全流通时代后，上市公司的大股东和控股股东可以通过二级市场交易，成为市场的参与主体。大股东代表的产业资本改变了市场运作格局，对市场的影响甚至超过了基金和保险为主体的机构投资者。

根据 wind 财经提供的大股东增减持股票数据，按月汇总后，得到**错误!未找到引用源。**。从图中可发现，在 2015 年 6 月大跌之前，以大股东为代表的产业资本通过二级市场进行了大量的减持。从统计数据看，2015 年 3 月份后，减持规模明显扩大，3 月份

减持股票对应市值约为 635 亿元，至 5 月份达到减持峰值 1445 亿元，在 6 月份调整过程中，减持市值仍然达到 1100 亿元。说明在 2015 年市场波动的过程中，上市公司大股东通过二级市场及时减持，成功逃顶。

2015 年 7 月后，尽管市场继续调整，但上市公司大股东却持续通过二级市场增持股票，数据显示 7 至 11 月均持续增持，这在中国证券历史上也是很少见的现象。根据具体的交易数据统计， 9 月以来，638 家上市公司重要股东合计发动了 1978 次增持，合计增持 50.04 亿股，可估算增持资金 716.22 亿元，其中近七成资金出现浮盈。在可估算成本的 1944 次增持中，有 1749 次增持已经出现浮盈，占比达到 89.97%，195 次增持出现浮亏，占测算数据的 10.03%。638 只获增持个股平均涨幅达到 9.55%，涨幅中位数为 9.06%，均高于上证指数同期的 2.55%涨幅。

图 3.3.1：大股东增减持股票市值规模



资料来源：wind&南华研究

而根据全年数据显示，截至 12 月 6 日，2015 年产业资本整体增持 144.0 亿股，净增持市值达 2158.43 亿元，比 2014 年全年增加 1120.98 亿元，增幅达到 108.05%，其中，浦发银行、招商银行、万科 A 等 20 只个股产业资本增持市值均超 10 亿元。从行业分布看，农林牧渔(52.33%)、有色金属(51.96%)、电气设备(49.04%)等三类增持概念股的行业占比居前，受产业资本青睐。

上市公司大股东在 2015 年的精准投资是基于对行业和经济发展的精准把握，拥有所处行业的第一手资料，在信息上有先知先觉的优势，是证券市场中的优势群体，值得广大投资者的关注。因此，综上所述，在 A 股估值合理，融资风险得到控制，政府扶持以及大股东增持的背景下，A 股市场在 2015 年大幅波动后，后面或仍有震荡，整体仍然看好 A 股后续走势，相信在 2016 年仍然能展开震荡上涨的行情，希望广大投资者择机逢低买入，耐心持有，通过证券市场的发展获得中国经济增长的红利。

第4章 策略跟踪

4.1. 动量因子排序策略

对市场行为的描述相当多的指标，不同的指标对市场内部的运转有不同程度的揭示，那么如何挑选并综合利用这些指标预测市场并对进行投资组合的构建就是我们希望研究的内容，通过这样的研究，我们最终发现了一种简洁有效的 MOV 动量因子排序策略。

4.1.1. 策略框架

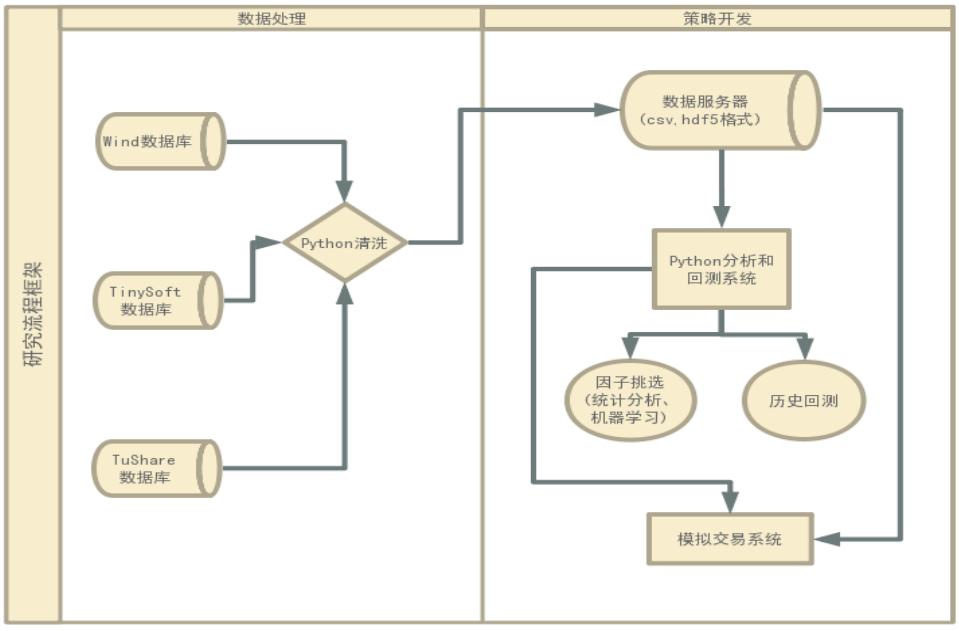
我们建立了一个由数据驱动的指标跟踪和量化选股的框架，这个框架可以分为三个部分：

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。

图 4.1.1：策略框架



资料来源：南华研究

4.1.2. MOV 策略介绍

经过我们因子挑选系统的挑选，我们发现以下几个指标较为有效，能在相当程度与市场达成一致，因此针对这些指标建立了 MOV 策略组合。

数据源：

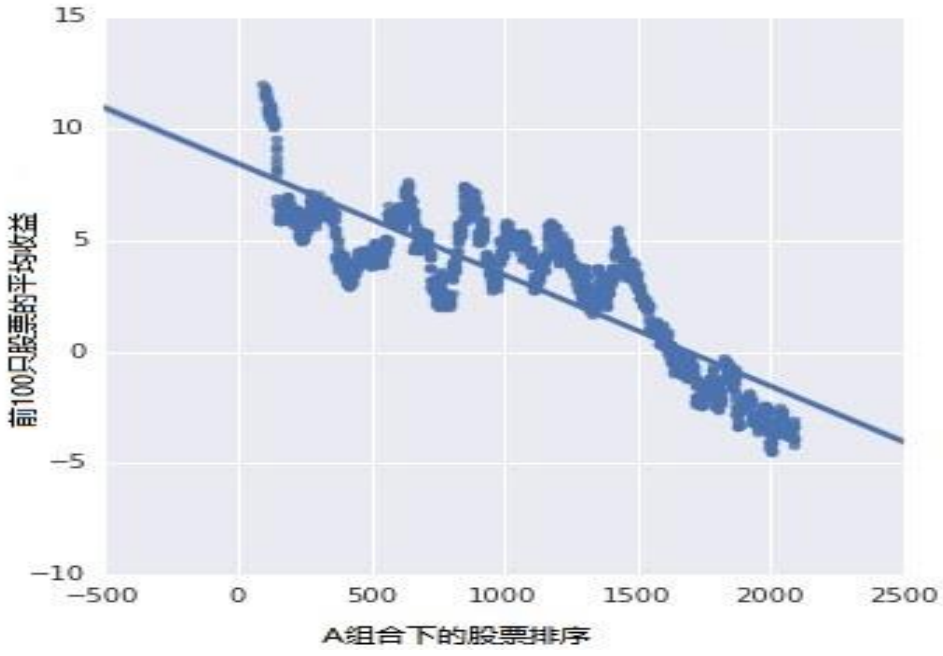
我们挑选全部 A 股在 2014 年 5 月 1 日到 2015 年 11 月 1 日的 6 个指标的 7 个截面数据，这 6 个指标为：成交额升序，区间涨跌幅升序，区间成交额升序，区间开盘净流入区间尾盘净流入降序和区间净流入升序(数据来源:万得资讯)。

策略逻辑：

为书写和理解方便,我们设这六个指标为 a, b, c, d, e, f, 那么我们需要对这些指标进行等权重的处理。一般而言，令指标为变量 $x, x \in (a, b, c, d, e, f)$，$r$ 为相应的排序向量。其中 $r_i = rank(x)$。

我们定义一个市场截面的股票的组合综合质量分定义为：$z = \mu_r$，即所有指标的排序向量的均值，然后对 z 值进行排序，我们就会得到该市场市场某一时刻的横截面上所有股票的 z 值排序的一组向量。举个例子如下图：

图 4.1.2：MOV 组合排序下的移动平均收益率(区间为 2015 年 7 月 1 日到 8 月 17 日)



资料来源：Wind 资讯，南华研究

该图表现的是 z 值排序后的市场表现，其中横坐标为 MOV 因子排序后的 z 值排序序号，纵坐标为在观测区间的移动平均收益率。因此第一个点的含义为：在该区间的市场横截面中，z 值排序为 1 到 100 只股票的平均收益率。那么第二个点的含义就是 z 值排序 2 到 101 的 100 只股票的平均收益率，以此类推。可以看到，在该观测区间内，MOV 的 z 因子排序和市场最终的收益率呈现一致的趋势。

窗口与调仓周期：

策略的窗口期为一个月，即假设我们在 2 月 2 号建仓，那么我们策略就利用 1 月 1 日到 2 月 1 日的区间横截面数据建立 MOV 因子的 z 值排序向量。并根据全市场组合排序，选择前 100 股票组合和最后 100 组合股票等权重建仓。

比较基准：

我们发现中证 500 指数与市场组合的相关性更高，在这里我们取中证 500 指数作为组合的比较基准。并且，虽然现在市场中并没有个股期货，但相当多的国外市场存在这一对冲手段。因此，作为一个研究性的拓展，我们还会建立做多 z 因子排序前 100 支股票，做空 z 因子排序最后 100 只股票这样的组合。

4.1.3. 策略跟踪结果

数据源：我们选取 2015 年中证 500 股指期货面市以来的月度横截面数据，即 2015 年 5 月 1 日到 11 月 1 日的每个指标数据月度数据，根据上一小节所介绍的 MOV 因子对所有的可投资的股票进行排序。为了验证策略选股的有效性令 P1 为排名前 100 的组合，P2 为排名最后 100 的组合，我们对每个月生成的 P1，P2 进行绝对收益和相对收益的统计。

跟踪相对收益为所有组合的跟踪平均收益。即每个组合建仓后相同区间的平均收益率。

表格 4.1：跟踪平均收益表，P1

跟踪区间(月)	P1(相对中证 500)	P1-P2(多空套利组合)
（月化收益）：		
1	5.68%	8.68%
2	2.09%	4.99%
3	6.07%	8.46%
4	5.94%	6.48%

表格 4.2：跟踪平均绝对表

跟踪区间(月)	P1(前 100 组合)	P2(尾 100 组合)
绝对收益：		
1	5.56%	-3.12%
2	0.474%	-4.52%
3	3.122%	-5.34%
4	5.565%	-0.915%

资料来源：Wind 资讯，南华研究

4.1.4. 分析总结

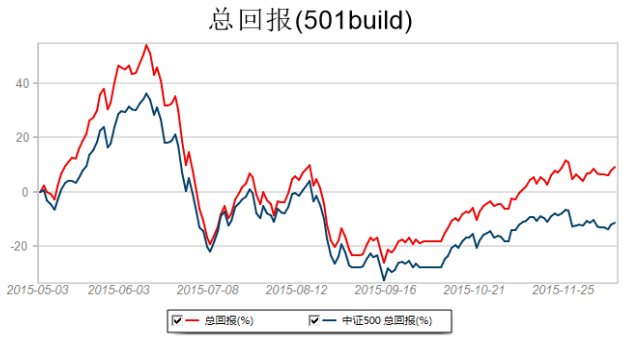
MOV 因子策略组合在观测阶段总体表现良好，p1 组合即前 100 组合跟踪 1，2，3，4 个月的平均绝对收益为分别为 5.56%，0.47%，3.122%，5.565%，而作为对照的 p2 组合跟踪 1 到 4 个月的平均收益为-3.12%，-4.53%，-5.36%，-0.91%。那么 p1 组合相对于市场指数中证 500 的超额收益分别为：5.68%，2.09%，6.07%，5.94%。另外如果我们可以通过融券或者个股期货等金融衍生品做空股票，那么我们可以建

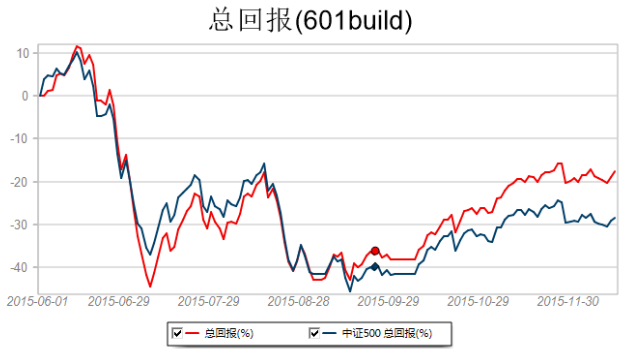
立 P1-P2 的多空组合，该组合的 1 到 4 个月的平均收益为：8.68%，4.99%，8.46%，6.48%。

我们发现，P1 组合在所有跟踪周期都取得了期望为正的相对收益，并且在引入做空 P2 组合后，即进行 z 因子排序下，进行前 100 只股票和尾 100 只股票的套利，效果更为显著。比起用相对于中证 500 指数，超额收益有大幅增加。这说明了如果市场中引入更多的金融衍生品，我们的量化策略将会变得更为丰富。在附录中，我们给出了所有 P1 组合建仓至今的回报收益曲线和每周回报统计。

4.1.5. 附录(组合收益曲线与相对回报统计)

图 3.1.1：P1 组合总回报曲线





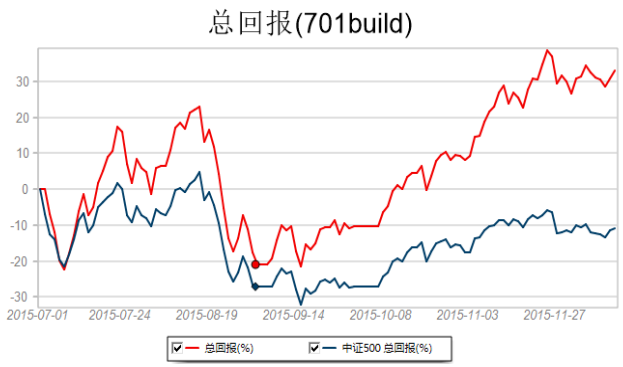
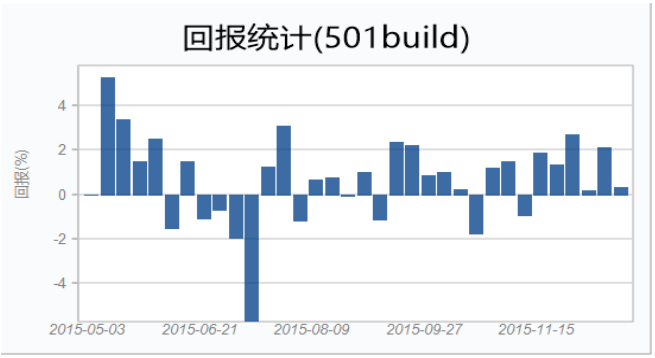
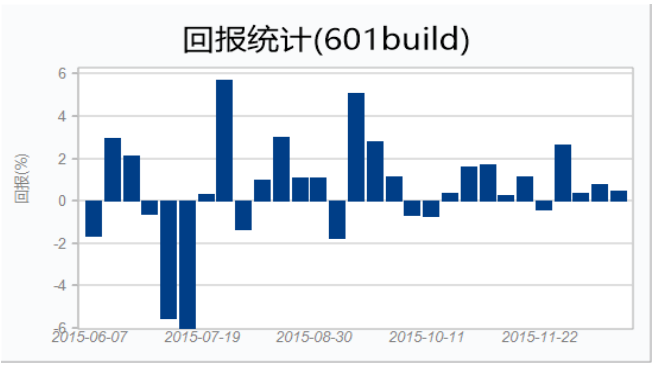
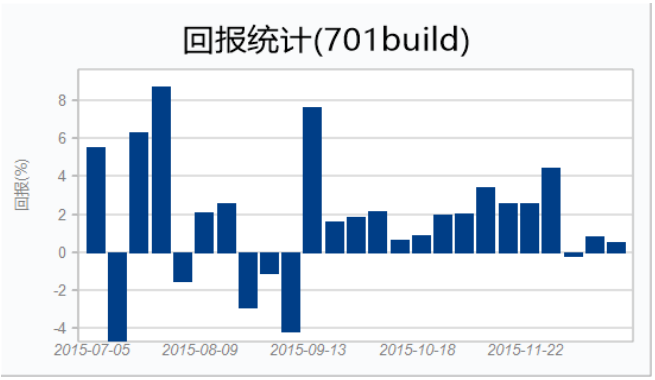
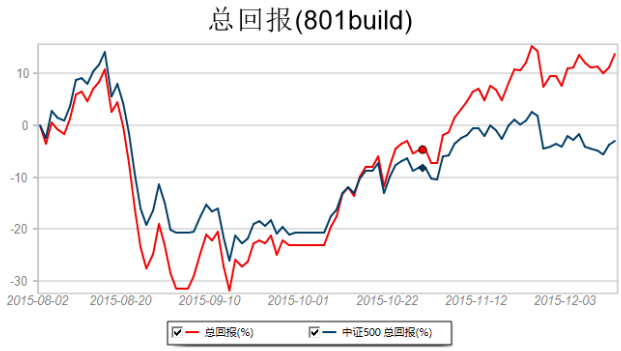


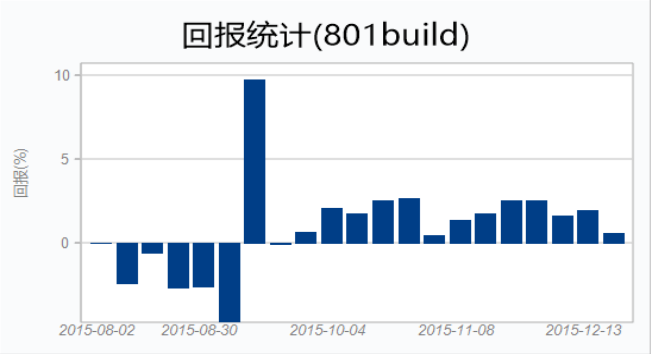
图 3.1.2：P1 组合每周相对回报统计

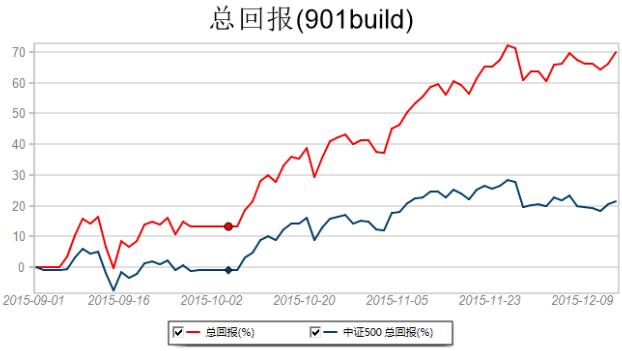


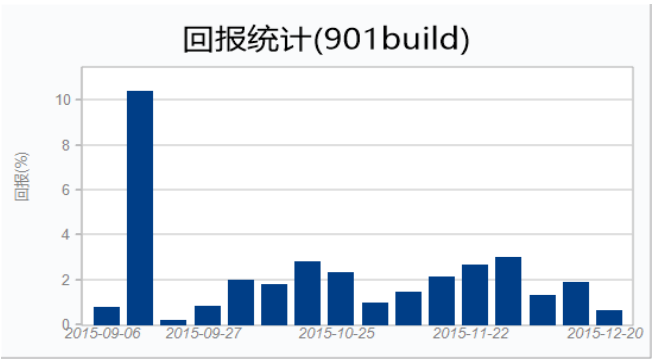


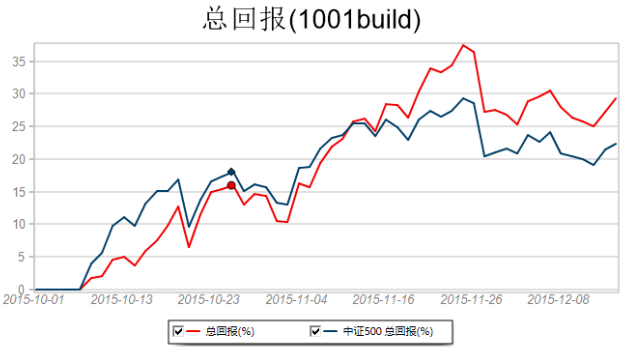


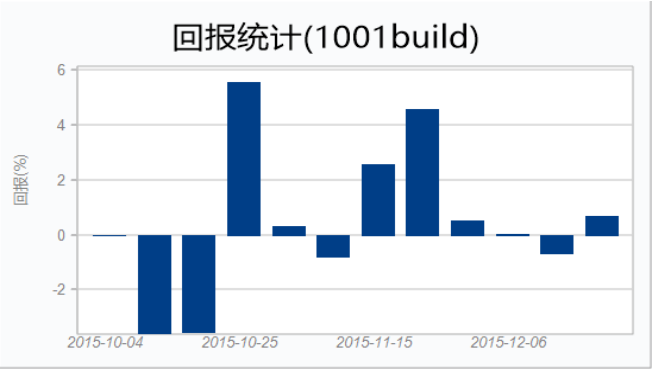


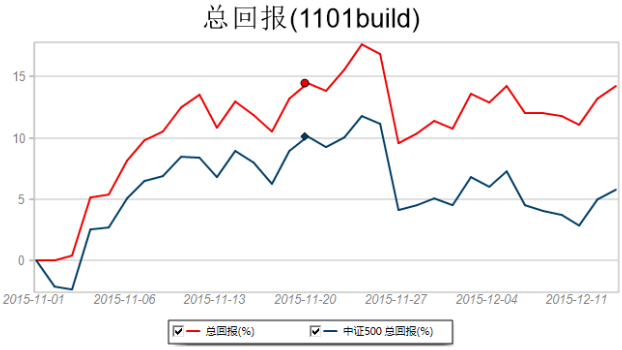


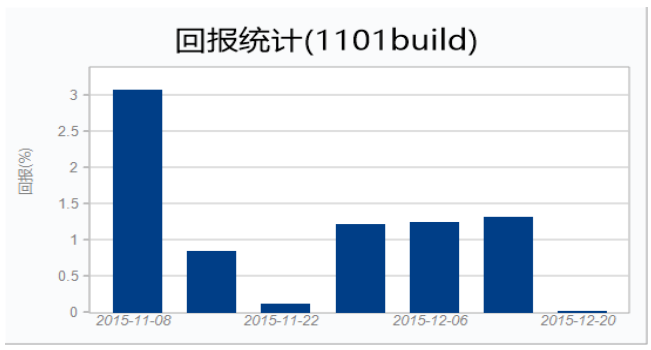












资料来源： Wind 资讯，南华研究

资料来源：Wind 资讯，南华研究

4. 2. 股指跨品种套利策略

4.2.1. 股指期货跨品种套利简介

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策略，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 4.2.1 是 IC 连续合约和 IH 连续合约套利组合单元价差及连续合约本身的示意图。

图 4.2.1：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 4.2.1 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，价差出现很明显的上升趋势行情，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，价差出现很明显的下降趋势行情，此时卖出 IC500 合约，买入 IH50 合约，可以有套利空间，也比较持续。

4.2.2. 股指期货跨品种套利实现方法

由于价差也具有趋势的连续性，所以可以用技术分析手法来对价差进行分析和交易，以达到抓住价差趋势，实现盈利的目的，根据操作级别的大小，可以在不同级别用技术分析的方法来交易，可以试图用程序化操作方法来验证套利效果。

4.2.3. 股指期货跨品种套利收益测试

如果用两个合约的套利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， 1000 万资金，每次固定运行一个套利组合单元，从 2015/4/16 到 2015/12/11 日，收益为 14.95%，最大回撤 3.37%，测试结果的收益曲线如图 4. 2. 2

图 4.2.2：股指期货跨品种套利收益

资料来源：wind&南华研究

4. 3. 股指日内交易策略

4.3.1. 股指期货日内走势特征

股指期货由于成交量大，标的价值高，因此惯性比较大，所以其分时走势连续且比较稳定，瞬间的大幅反向波动情况不多，所以其趋势性较强，如图 4.3.1 为 1 分钟股指期货 1 天的走势图，这种走势适合日内交易的操作，本文将以程序化的交易方式来测试交易的结果。

图 4.3.1：股指期货 1 分钟行情

资料来源：wind&南华研究

4.3.2. 股指期货日内交易实现方法

由于成交量大且走势的趋势性好，一些技术指标和形态等技术分析手段的有效性较强，通过量化统计分析这些技术特征，再将其应用到交易中去，来实现日内交易。

4.3.3. 股指期货日内交易测试收益

本文的测试是按实行股指期货严厉的监管政策之前的状态进行，包括手续费，保证金，日开仓数量限制等条件。进行的测试都是当天开仓，当天平仓，首先以 IF 期货为交易对象，图 4. 3. 2 是交易的测试结果：

图 4.3.2：IF 股指期货日内交易测试图

资料来源：wind&南华研究

上图对 IF 连续合约进行测试，2014/1/1-2014/12/30 日为样本内的数据，2015/1/1 后为样本外数据。从图中可以看到，在 2014 年 12 月 30 日以前，属于样本内数据，策略收益波动很小收益稳定增长，资金曲线比较完美。但此后冻结策略状态，不再做任何改动，可以看到收益开始不是很平滑，收益也开始不均匀，收益的波动幅度开始增大，尤其在严厉的 10 手仓位限制政策出台后，收益减少并且波动加大，充分说明政策限制对走势的影响比较大，这也和实际情况相符合。从图中可以看到，样本内和样本外对应的测试结果的差别，也展示了根据历史数据所做的策略，在未来交易中收益的表现情况。相对来说此策略表现比较稳定，尤其在严厉的政策出台后，并未出现夸张收益回撤现象。

最终样本内年化收益 65%，最大回撤 5%，样本外年化收益 85%，最大回撤 11%，在未知的情况下，收益增高，回撤也增高，但回撤增加的幅度更多，这也符合实际情况。

为了测试此策略的适应性，将已经固化的策略应用在 IC500 股指期货合约上，直接验证策略在不同品种上的适应情况，如图 4. 3. 3：

图 4.3.3：IC500 股指期货日内交易测试图

资料来源：wind&南华研究

从收益图中可以看出，策略对 IC500 合约的适应性极好，这可能是 IC500 合约交投更活跃，单边波动更大，投机性更强的走势决定了其更适合程序化交易，但在 2015/9/7 严厉的监管政策出台后，盈利能力也开始下降，但收益并未出现大幅下滑，而是横盘震荡，说明策略的适应性比较好。

如果继续将固化的策略应用在 IH50 连续合约上，验证在此合约中策略的收益情况，结果如图 4. 3. 4：

图 4.3.4：IH50 股指期货日内交易测试图

资料来源：wind&南华研究

可以看出策略在 IH50 合约中，收益大幅减少，但仍然为正收益，尤其在严厉的监管政策之后，收益大幅回撤，可见政策对行情走势影响相当明显，但策略经过一段时间的回撤，目前已开始回升，但有了一个大幅回撤过程。

由以上 3 个品种的股指期货测试效果来看，对于 IF 合约，策略在样本外表现最好，这也符合策略专门针对 IF 合约设计的思路，但也存在样本外收益波动幅度加大，收益加大，回撤加大的问题，这也和实际情况相符。对于 IC500 合约，此策略表现也相当不错，虽然策略不是针对 IC 合约设计，但由于 IC500

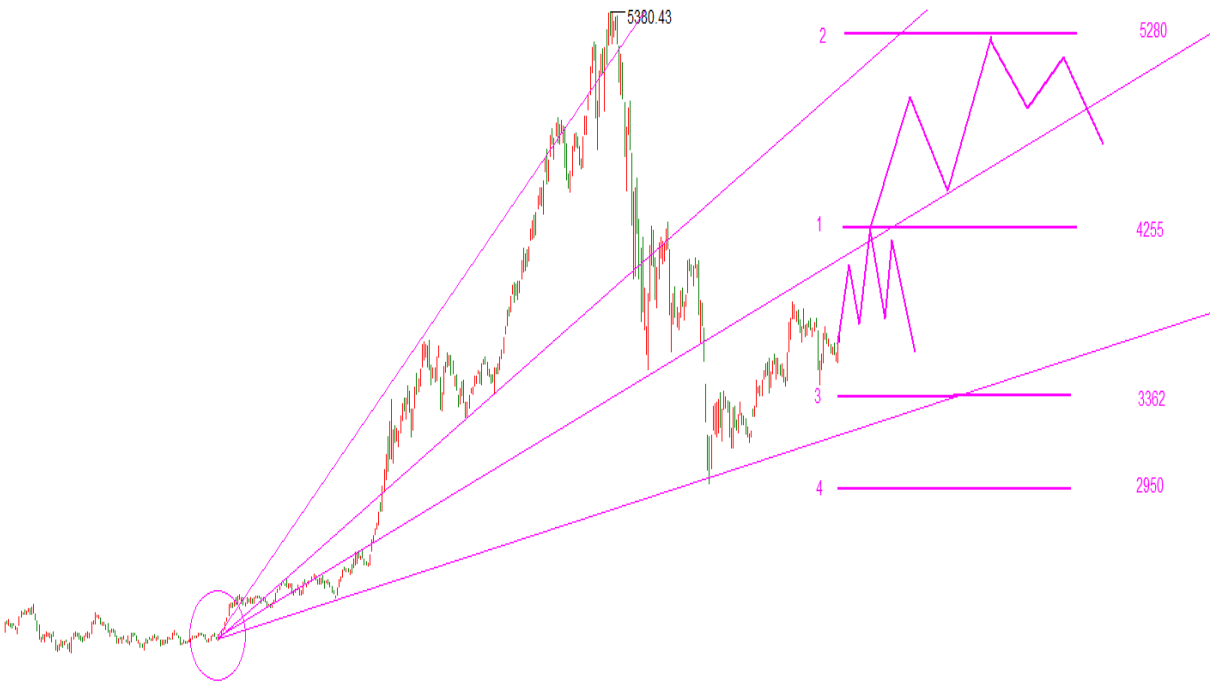
合约和 IF 合约走势相当，而且 IC 合约成交量更大，单边波动更大，更适应了策略的运行，所以收益也不错。对于 IH50 合约，走势比 IF 波动性小，所以效果不如 IF 合约。从以上的样本外测试效果看，目前策略适应性在预期范围内，如果严厉的监管政策不解除，策略短期可能需要小的改动，以适应新情况。

第5章 股指行情展望及策略

5.1. 沪深 300 指数展望

2015 年沪深 300 指数走出波澜壮阔的走势，波动幅度巨大。如果扩大时间范围从牛熊的起止点来看，牛市起点为 2013 年 6 月 25 日的 2023 点，终点为 2015 年 6 月 9 日的 5380 点，历时 478 个交易日，涨幅 166%，如果将 2014 年 7 月 18 日看做牛市大幅拉升的开始，则整个牛市过程震荡 261 个交易日，快速拉升 217 个交易日，震荡和拉升的时间相差不大，可能就是横有多长竖有多高在时间维度的应用。就具体点位的绝对涨幅来看，高位 5380 点是低位 2023 点的 2.66 倍，就具体高低点的相对涨幅来看是 1.66 倍，2.6 倍和 1.6 倍分别是黄金分割中的倍数关系。从 2015 年 6 月 9 日开始的调整到 8 月 26 日调整结束，历时 55 个交易日，调整幅度基本是这轮牛市总体上涨幅度的 61%，下跌途中在 50%附近产生过一轮反弹，所以本次调整比较充分。而从 2015 年 8 月 26 日开始的反弹，在反弹到 11 月 20 日达到 55 个交易日，反弹幅度是下跌幅度的 0.382 倍，这是反弹的最小幅度，而此后出现了比较大的回撤，但之后再次开始反弹，从历史走势来看，这些走势特征都比较符合一些自然规律，而不是无规则的涨跌，按此规律对后市走势进行分析，如图所示。

图 5.1：沪深 300 指数走势图



资料来源：博易&南华研究

目前处于反弹行情之中，在反弹位 0.382 处的 3875 点已经有过调整，目前正处于向 0.5 处附近的 4255 点迈进过程中，一旦到达这里，可能会再有较大调整出现，会在

3362-4255 点间形成震荡，一旦 4255 点突破，则可能将继续上涨，在前期高点 5280 点附近将会再有大幅调整，此位置多单必须平仓以规避风险，之后将会在 4255-5280 点间长时间震荡，以消化股灾中快速下跌所带来的长期套牢的筹码，之后再继续涨势。从时间上来看，1 月 6 日，5 月 10 日，11 月 30 日附近将会是比较大的转折点。

5.2. 股指期货策略

参考沪深 300 指数走势，对于股指连续来说，目前多单持有到 4150 点附近平仓，回调之后如果站稳 4150 点，再次买入，持有到 4840 点平仓全部多单，并反手做空，在 4150 点平仓，之后在 4150-4840 点间震荡操作。如果 4150 点不能突破，应在 3600-4150 点间震荡操作。由于股指连续指数是各合约的简单组合，点位只具有示意作用，在未来实际操作过程尽量以沪深 300 指数为准。

图 5.2：IF 连续走势图

资料来源：博易&南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部
杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
电话：0571-83869601

台州营业部
浙江省台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88200279

温州营业部
浙江省温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577- 89971820

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 709 室
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
四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 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

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：021-68400692

上海虹桥路营业部
上海市徐汇区虹桥路 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
广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话：020-38809869

芜湖营业部
安徽省芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005
电话：0553-3880211

重庆营业部
重庆市江北区建新南路 1 号 20-2 、20-3
电话：023-62611626

永康营业部
浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部
江苏省南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话： 0513-89011168

厦门营业部
厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

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

海宁营业部
浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

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：0351-2118001

余姚营业部
浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

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：0451-58896600

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 802
电话：022-88371079

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

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（此为营业部经理胡明座机）

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（魏瑶电话）

横华国际金融股份有限公司
中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司
杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

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。

南华期货 NANHUA FUTURES

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