



牛途未改

摘要

- 2015 年上半年 A 股市场形成“过山车”形式，金融期货表现成熟。6 月份之前三大股指震荡上涨，估值大幅提升，成交量再创历史新高，市场泡沫也空前之最，6 月份中旬之后，空头持续打压 A 股市场，形成中国证券史上最大的股灾，半个月跌幅几乎吞没了这半年以来的涨幅。股指期货方面，今年上半年股市波动幅度显著较往年增大，沪深 300 指数出现了剧烈波动，给相应指数期货投资者带来了巨大获利空间，期货成交量大幅增长，新指数期货品种上市后也不甘落后，成交量稳步上升，并且这三个品种并未明显受到挤占，仅 6 月两个新品种月度成交金额合计已占到股指期货总成交金额的 30%。
- 宏观方面，实体经济疲软，转型调整将会继续，国家宽松货币政策没有改变。从利率上看，无风险利率继续下行的空间已经显著收窄，短期利率已经接近历史低位，但是基于目前实体经济疲软，预计低利率将会得到维持。整体的股票资产配置，投资主题依旧围绕国企改革、互联网、新能源、大健康等领域，6 月份市场去杠杆化，但国家扶持政策整体没有发生改变，反而投资机会变得更大。
- 技术分析上看，依旧牛途未改。鉴于近期的大幅调整，止跌位刚好为本轮牛市启动至今涨幅的 50% 位置，技术上近乎完美，从技术上夯实了一个大级别牛市的开端。对于股指 2015 年下半年的走势，本轮反弹到 4770 点附近可能会开始回调，但如果市场强势，会到达 5350 点再开始大幅回调，如果反弹后的回调再次到达前期低点 3360 点附近，可能将是绝佳的入场机会。由于股指本次反弹较强，在回调时可能不会跌破前期的低点 3360 点，之后将会开始一轮大级别的上涨走势。

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 上半年市场表现	3
1.2.	股指期货量仓数据分析.....	5
1.3.	股指期货跨品种套利机会分析.....	7
第 2 章	利用股票行情数据跟踪市场强弱变化.....	9
2.1.	股票市场中的鱼群效应.....	9
2.2.	用历史新高和新低股票数量跟踪市场强弱变化	9
2.3.	用涨停和跌停股票数量跟踪市场强弱变化	11
第 3 章	资金市场利率分析	14
3.1.	宏观环境分析	14
3.2.	无风险利率分析.....	16
3.3.	国债期货市场分析	17
3.4.	场内融资融券分析	19
第 4 章	另类指标在沪深 300 指数期货中的应用	21
4.1.	指标在行情判断中应用.....	21
第 5 章	上证 50 与流动性危机分析	25
5.1.	杠杆牛市.....	25
5.2.	流动性危机与救市	26
5.3.	IH 股指期货期现差异	27
第 6 章	中证 500 指数期货的市场特征及其套利分析.....	28
6.1.	中证 500 指数期货的市场特征.....	28
6.2.	期现套利分析	31
第 7 章	股指行情的展望及策略.....	36
7.1.	沪深 300 指数 2015 年展望	36
7.2.	股指期货行情展望	36
	南华期货分支机构	38
	免责声明.....	40

第1章 市场回顾

1.1. 2015 上半年市场表现

1.1.1. 2015 上半年行情回顾

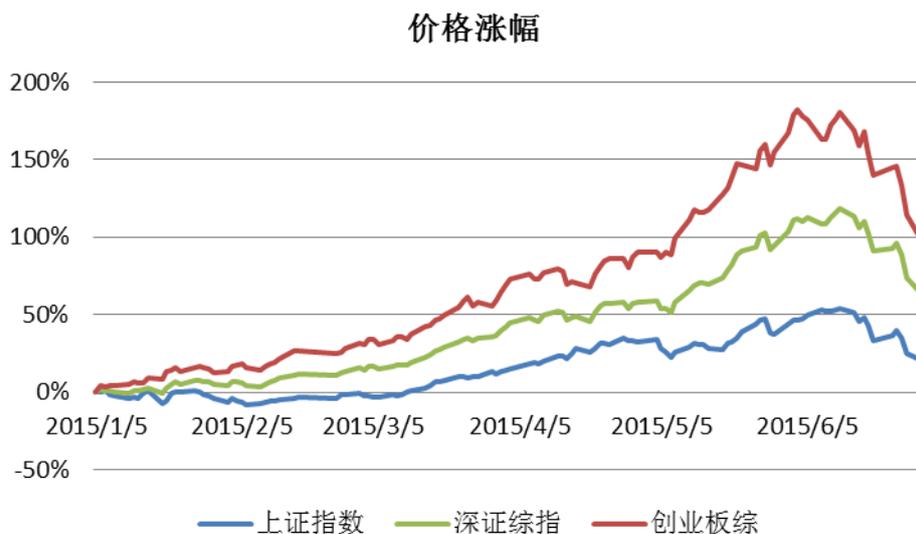
回顾 2015 上半年 A 股的行情波动，我们认为大概可分为三个阶段。

第一阶段，年初至 3 月上旬，年初由于证监会对两融业务进行了检查，严惩了一批两融业务违规的券商，使得去年开始的“杠杆牛”受到了打压，以上证综指为代表的大盘指数在此期间经历了一波横盘窄幅震荡行情。

第二阶段，3 月中旬至 6 月初，这期间 A 股的市场表现可用今年出现一句网络流行语来形容——“只要站在风口，猪都能飞上天”。在两会结束后，随着流动性的不断宽松、改革预期的再度升温，大盘蓝筹于一季度末再次崛起，上证综指一路高歌，轻松突破 2009 年中高点，仅在 4500 点附近稍显犹豫，6 月初便站在了 5000 点之上。这期间，以年初价格点位为基准，上证指数累计涨幅超出 50%，深证综指累计涨幅接近 100%，创业板指累计涨幅约达 150%。

第三阶段，6 月中下旬至 7 月初，在 IPO 密集发布的重压之下，A 股进入了一波快速去杠杆的行情中。下图显示，截止 6 月底，创业板指年初以来累计涨幅回落了约 80%，深证综指涨幅回落了约 50%，上证指数涨幅回落了约 30%。

图 1.1.1: 三大板块指数 2015 上半年涨幅



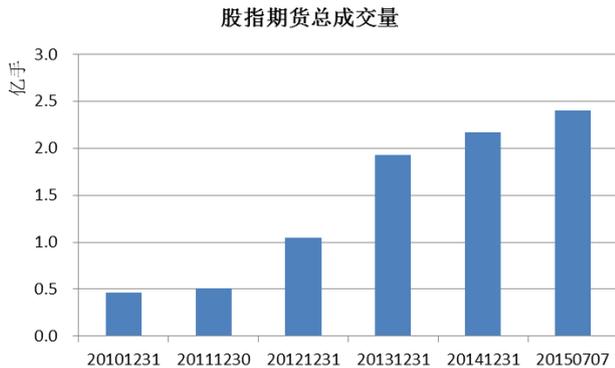
资料来源：中金所 南华研究

1.1.2. 股指期货交易概况

沪深 300 指数期货于 2010 年 4 月 16 日上市，时过 5 年中金所又推出了另外两个品种：中证 500 指数期货（IC）、上证 50 指数期货（IH）。此举顺应了市场多方的投资需求，也是在沪深 300 指数期货已走上成熟的基础上推出的。从 2010 年以来股指期货总成交量的变动可看出，2013 年股指期货成交量发展最为迅猛，由 1 万亿手增至近 2 万亿手，2014 年仅在 2013 年的基础上出现了小幅增加，反应出市场已经走向成熟。

今年上半年股市波动幅度显著较往年增大，沪深 300 指数出现了剧烈波动，给相应指数期货投资者带来了巨大获利空间，期货成交量大幅增长，仅半年的成交量就超出了 2013 全年的成交量，逼近 2 万亿手。

图 1.1.2：近 6 年股指期货总成交量



资料来源：中金所 南华研究

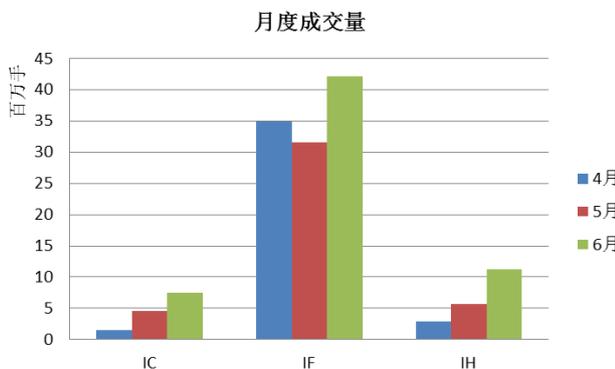
图 1.1.3：近 3 年沪深 300 指数期货成交量



资料来源：中金所 南华研究

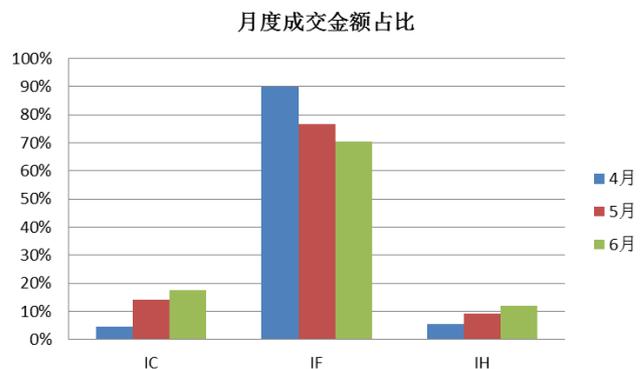
新指数期货品种上市后，成交量稳步上升，上证 50 指数期货成交量一直在中证 500 指数期货之上。6 月股市见顶并开始回落，沪深 300 指数最高触及 5380 点，当月最低下跌至 4000 点，剧烈波动带来的是股指期货成交量的明显增大。上证 50 指数期货 6 月成交量突破了 1100 万手，中证 500 指数期货当月成交量也达到了 750 万手。

图 1.1.4：三大股指期货的月度成交量



资料来源：中金所 南华研究

图 1.1.5：三大股指期货的月度成交金额占比



资料来源：中金所 南华研究

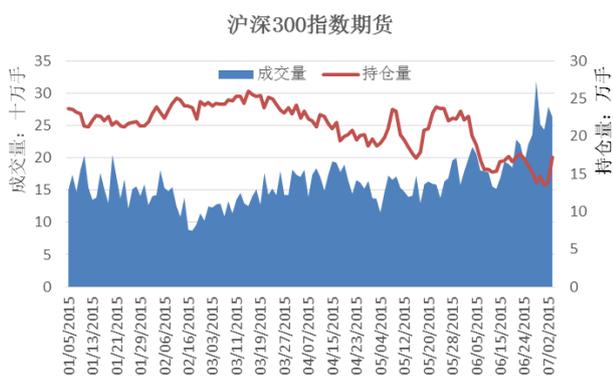
两大新指数品种上市后，沪深 300 指数期货成交量并未明显受到挤占，但 6 月两个新品种月度成交金额合计已占到股指期货总成交金额的 30%。

1.2. 股指期货量仓数据分析

1.2.1. 持仓持续下降早于价格见顶

2015 上半年，沪深 300 指数期货日成交量在 150 万手附件波动，6 月下半月受到价格急剧下跌影响，日成交量有所提升，最高超出了 300 万手。该品种每日收盘后的持仓量则于 6 月初出现了快速下跌，受此影响，成交持仓比最早于 6 月初开始挣脱前期震荡区间的上沿——10。主力合约价格见顶出现在 6 月中旬，就此来看，持仓震荡下跌、成交持仓比突破前高是涨势见顶的特征之一。

图 1.2.1：沪深 300 指数期货成交持仓量



资料来源：中金所 南华研究

图 1.2.2：沪深 300 指数期货量仓比



资料来源：中金所 南华研究

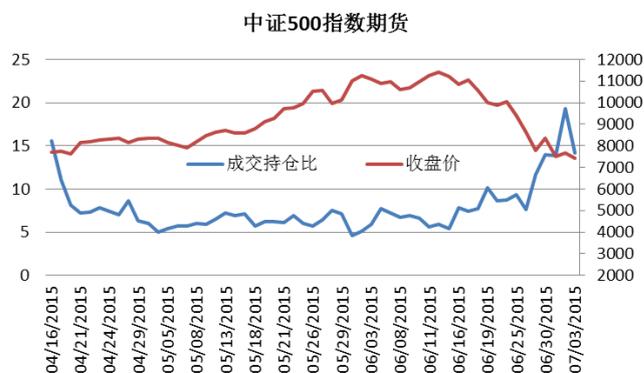
观察中证 500 指数期货的盘后持仓量可见，其持仓量同样是在 5 月底 6 月初开始下降，且该品种持仓下降的趋势性更强，该品种主力合约价格见顶同样出现在 6 月中旬。由此可见，在牛市中投资者应该警惕持仓量的持续走低。

图 1.2.3：中证 500 指数期货成交持仓量



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.2.4：中证 500 指数期货量仓比



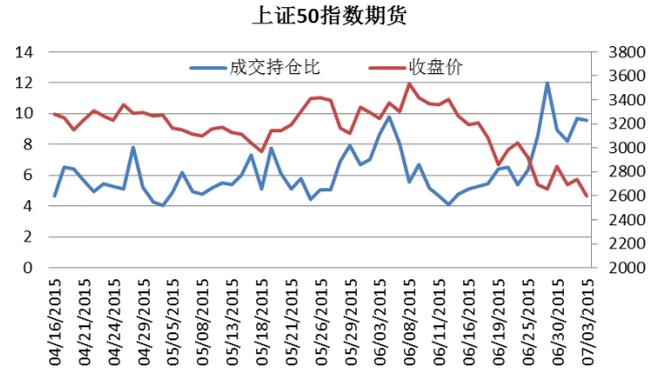
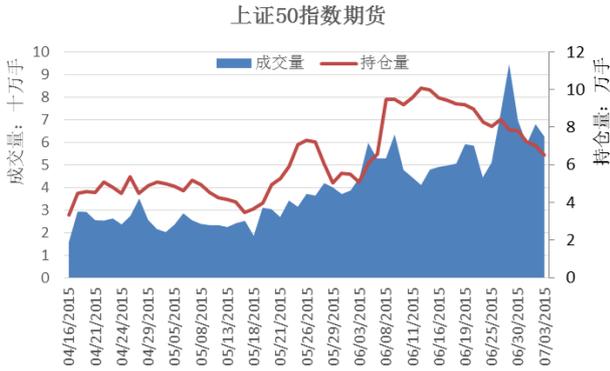
资料来源： 中金所 南华研究

资料来源： 中金所 南华研究

上证 50 指数期货的持仓量高点出现的时点稍落后于价格高点出现的时点。成交持仓比未在价格见顶回落之时开始上升。

图 1.2.5: 上证 50 指数期货成交持仓量

图 1.2.6: 上证 50 指数期货量仓比



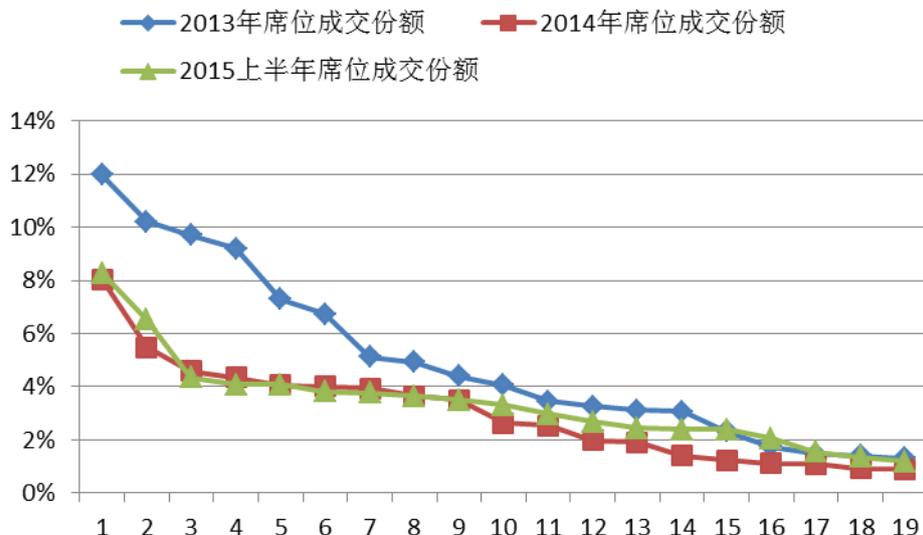
资料来源： 中金所 南华研究

资料来源： 中金所 南华研究

1.2.2. 会员成交份额变动

由于新品种上市时间有限，不具备比较数值，本小节我们只针对沪深 300 指数期货进行分析。通过前面的分析可知，截止 2015 年 7 月初，过去三年沪深 300 指数期货的年度成交量相差不大，比较前十几家会员席位的成交份额可见，2013 年成交份额靠前的几家席位市场占有率非常高，前 6 家席位的市场占有率合计已过半；这种情况在 2014 年有所好转，首家席位的成交份额已由 12% 降至了 8% 附件，前 11 家席位的成交份额合计不足 50%。由此可见，当前股指期货各会员间的竞争非常激烈，市场已较两年前更为公平。

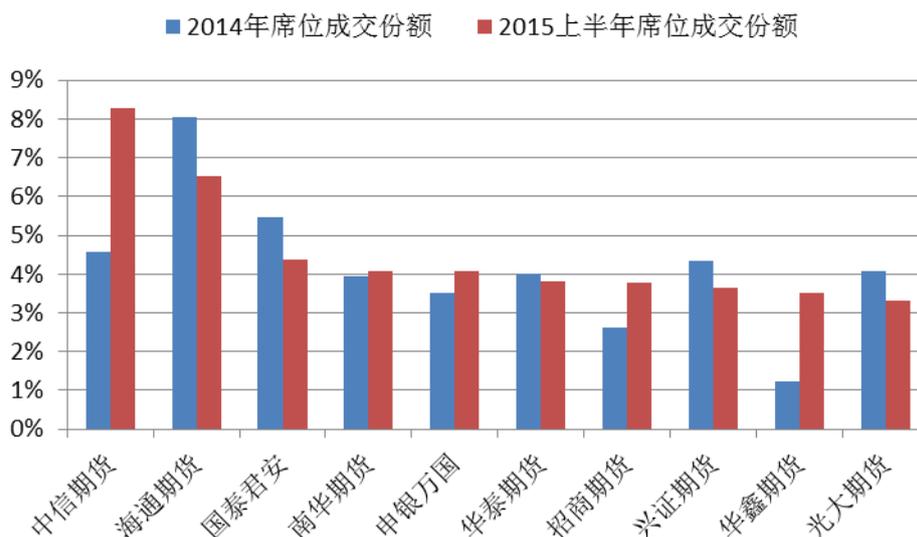
图 1.2.7: 近三年 HS300 指数期货排名靠前 19 家席位的成交份额比较



资料来源：中金所 南华研究

下图给出了，一些具体席位在最近 1 年半中的成交份额变动。中信期货、华鑫期货两家会员在 2015 年的成交份额增量最为突出。中信期货原名中证期货，2013 年底改名，系中信证券全资子公司，2014 年上半年其成交份额达 6.5%，至当年年底其成交份额占比回落至 4.58%，2015 年上半年该比值再次回升至 8.27%。2013 年华鑫期货还是一家名不见经传的小公司，2014 年上半年其 IF 成交份额达到 0.9%，至当年年底其全年成交份额达到了 1.23%，2015 年上半年这一比值再次刷新至 3.51%。上两家会员的共同特征是皆为券商全资控股的国有金融企业。

图 1.2.8: 近两年 HS300 指数期货交易大户的市场份额变动



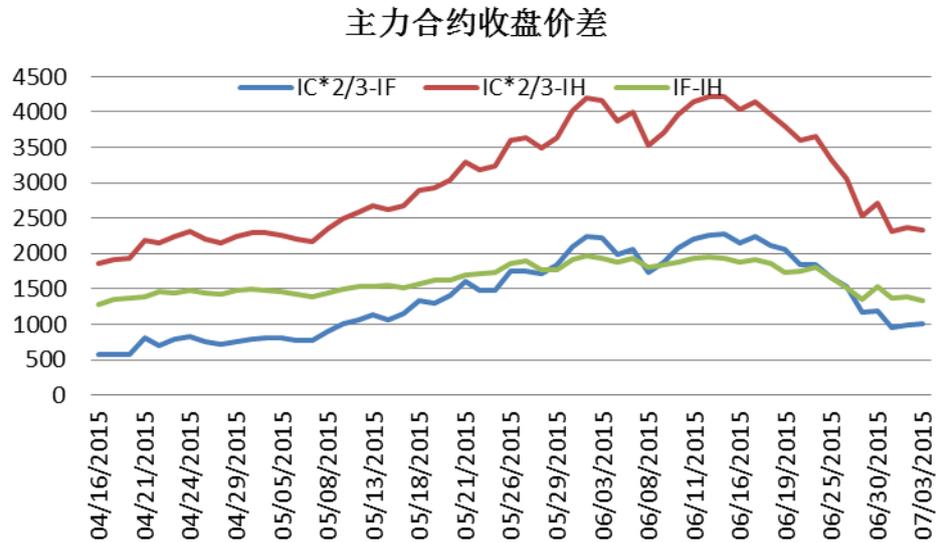
资料来源：中金所 南华研究

海通期货的成交份额一直排名较靠前，近两年该比值出现了连续下降，2013 年该席位沪深 300 指数期货全年成交量占市场总成交量的 10.22%，2014 年降至 8.05%，今年上半年继续降至 6.52%。

1.3. 股指期货跨品种套利机会分析

随着新品种的推出，市场多了几种股指期货间跨品种套利的可能。下面我们从主力合约价格变动查看过去 50 多个交易日中，是否存在跨品种套利的机会。

图 1.3.1:近两年 HS300 指数期货交易大户的市场份额变动



资料来源：中金所 南华研究

由于中证 500 指数期货每点的乘数与沪深 300 指数期货及上证 50 指数期货不同，它的每点乘数为 200，而后两者的为 300，我们对中证 500 指数期货主力合约价格做了简单处理，以便与实际套利相符。

上图可见，5 月初至 6 月初，中证 500 指数期货与其它两个品种间有着较大的正向套利空间，6 月中旬开始这种价差快速回落，反向套利机会显现。沪深 300 指数期货与上证 50 指数期货因为所跟踪指数的样本股重叠较多，指数价差有限，使得跨品种套利空间有限。

第2章 利用股票行情数据跟踪市场强弱变化

2.1. 股票市场中的鱼群效应

海中成群游动的鱼，纷乱而有序。随着洋流和食物，忽东忽西，整齐划一；遇到猎手攻击的时候，倏忽聚散，就像一个严密分工协作的组织。鱼是没有那么发达的大脑和神经的，它们不是靠有意识的组织、调度而形成整体，而是简单的进化本能。鱼的身体的两侧都有一条颜色特殊的侧线，每条鱼都以周围 1、2 条同伴的侧线为观察标志，调节自己的游向和速度，以维持适当的距离。这个简单的负反馈机制，便形成了整群鱼特定的自组织方式。

很多人听说过羊群效应，笔者提出的鱼群效应和羊群效应一样，都是一种从众的现象。每只股票就像证券市场这个海洋中的一条鱼，当牛市来临时，大量的股票都是上涨的，熊市则反之。证券市场中，就有这种明显的鱼群效应，各种行业板块和概念板块也是鱼群效应的一种体现。

市场中的各种分析方法，有时是关注个股和指数的。由于指数通过算法运算，体现了股票的均值，但通过运算后，也屏蔽了市场中的一些“迹象”，忽视了市场中及时反映出的各种“信息”，导致交易决策的滞后。而光关注个别证券品种，则有一目障叶的嫌疑，忽视了大背景和大趋势，其局限也是明显的。

如何通过简单的行情数据观察市场的鱼群效应，并利用鱼群效应跟踪市场的强弱和趋势？俗语说擒贼先擒王，发现鱼群可能的运动方向，就要时刻跟踪其中的“领头鱼”。而在证券市场中，有强烈趋向性走势的有创历史新高、创历史新低、涨停、跌停等。有类似走势的股票，具有强烈的上涨或下跌的趋向性，代表了市场的做多或做空力量，正是鱼群里面的“领头鱼”。跟踪市场中的“领头鱼”，发现市场的拐点，提高利润，控制风险，是本文讲述的内容。

2.2. 用历史新高和新低股票数量跟踪市场强弱变化

2.2.1. 利用创历史新高股票数量跟踪市场阶段高点

创历史新高的股票是指股票上市后，上涨突破了之前的历史最高价，创造了更高的价格，创历史新高的股票，需要有强大的上涨意愿，所以创历史新高的股票，代表了市场的做多力量，而创历史新低的股票反映了市场的做空力量。

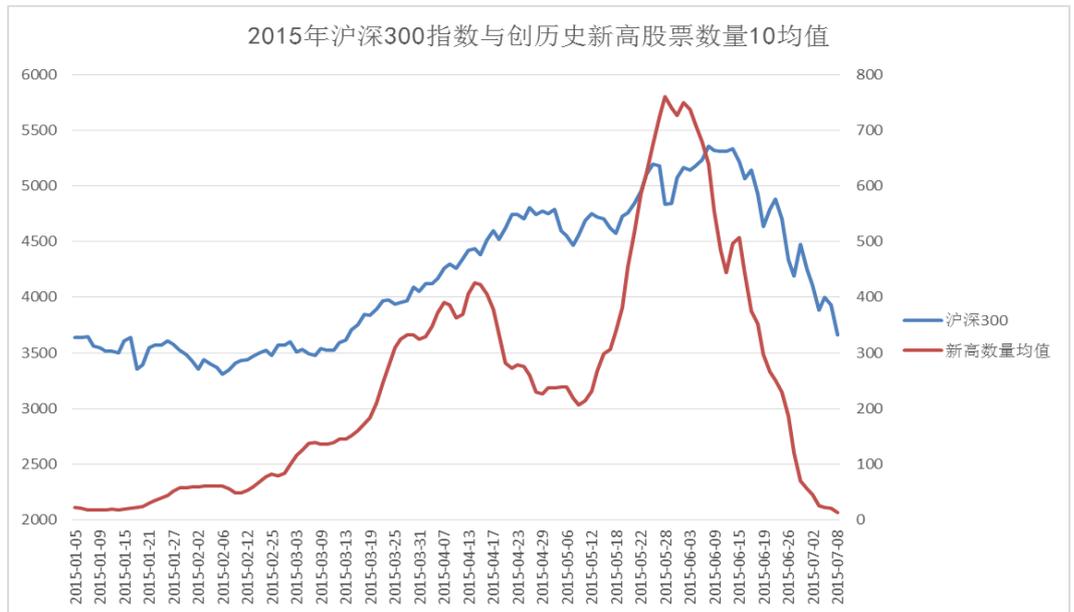
由于 2015 年上半年行情火爆，新股上市后，普遍持续涨停，也影响了创历史新高股票的数量，所以在统计中，将上市不满 40 个交易日的新股和次新股全部剔除。由于创历史新高股票数量每日的波动较大，为了显示数量持续的变化趋势，将历史新高股票数量取 10 日均值，结合沪深 300 指数 2015 年走势，得到如下图 2.2.1。

如图中所示，在沪深 300 指数 6 月 9 日创出今年最高点 5380.43 之前，创历史新高股票数量 10 日均值在 5 月 28 日就出现了峰值，随后持续回落，显示大盘已经出现了后续乏力的现象，随后股指出现了大幅回落。

从图 2.2.1 也发现，创历史新高股票数量 10 日均值在 2015 年 4 月 15 日后也出现了大幅回落，但沪深 300 指数随后仅横盘震荡，之后再创出了新高啊？首先，创历史新

高股票数量反映了市场的做多力量，做多力量的减少，并不代表市场转向空头，这时应该提高警觉，重点观察市场空头力量的变化。其次，市场在5月中上旬的调整过程中，创历史新高股票数量提前突破新高，也提前预示市场将延续上涨行情。总之，创历史新高股票数量的确反映了市场做多力量的变化过程。

图 2.2.1：2015 年沪深 300 指数与创历史新高股票数量 10 日均值



资料来源：南华期货，天软科技

2.2.2. 利用创历史新低股票数量跟踪市场阶段低点

用同样的方法，统计证券市场中超过 40 个交易日股票的创历史新低的数量，并将数量取 10 日均线，结合沪深 300 指数走势，可得到 2008 年上证指数从 6000 点调整到 1664 点的见底过程。从中可以看出，创历史新低股票数量的变化，与行情走势是一致的。当行情横盘震荡时，创历史新低股票的数量维持在低位，当指数走低时，创历史新低股票的数量会突然增加，一直到指数展开反弹，创历史新低股票的数量才会再次回落。每次当行情走低，都会涌现更多的创历史新低股票，一直到上证指数下跌至 1664 点时，虽然创历史新低股票的数量再次增加，但较上次的峰值小。说明行情虽然持续调整，但部分股票已经拒绝跟随调整，也说明市场做空力量在减小，而做多力量逐步涌现，有转强迹象。

图 2.2.2: 2015 年沪深 300 指数与创历史新高股票数量 10 日均值



资料来源：南华期货，天软科技

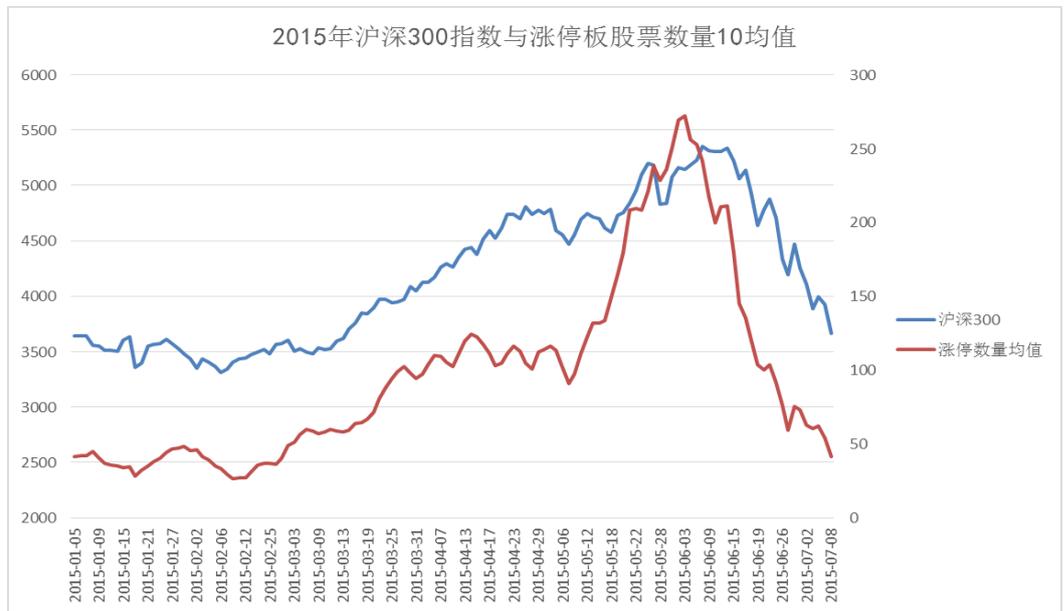
2.3. 用涨停和跌停股票数量跟踪市场强弱变化

2.3.1. 用涨停板股票数量跟踪近期市场强弱变化

由于 2015 年新股上市后，都有连续涨停，所以在统计涨停板股票数量时，剔除了上市后少于 40 个交易日的新股和次新股，除去了新股涨停的干扰，就能更加真实的观察涨停板股票数量与沪深 300 指数的关系。经统计计算，得到图 2.3.1。

从图中看出，涨停板股票 10 日均值很长时段内，与沪深 300 指数的变化是趋同的，处于同涨同跌的状态，说明涨停板股票数量能正确反映市场的做多力量。但在 6 月 3 日见顶，之后沪深 300 指数在 5000 点附近震荡时，涨停板股票 10 日均值出现了快速的回落，这个迹象已经显示，市场有转弱迹象，需引起投资者的警觉，要更加关注市场的多空转变。

图 2.3.1：2015 年沪深 300 指数与涨停板股票数量 10 日均值



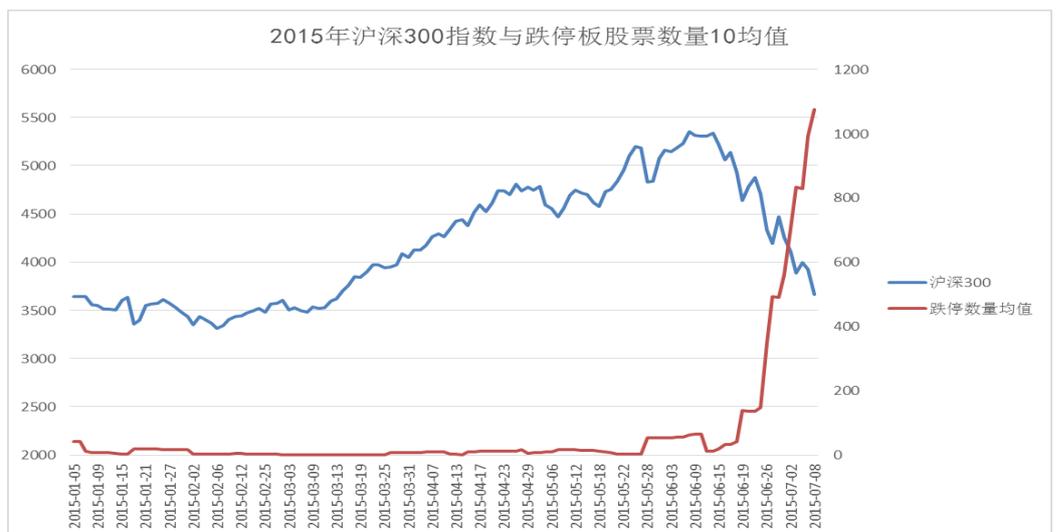
资料来源：南华期货，天软科技

2.3.2. 用跌停板股票数量跟踪近期市场强弱变化

市场上涨的力量消弱，并不代表要展开深幅调整，可能仅是上涨过程中“休息”一下，展开横盘震荡，为后续上涨凝聚力量。而要展开深幅调整，市场必须要有明显的空头力量增加的迹象，而跌停板股票数量的变化，就反映了市场做空力量的变化。

近期沪深 300 指数从 5380 点迅速调整至最低 3537 点，就是个典型的做空力量迅速放大的过程。同样，将跌停板股票数量 10 均值和沪深 300 指数变化显示在图 2.3.2 中。

图 2.3.2：2015 年沪深 300 指数与跌停板股票数量 10 日均值



资料来源：南华期货，天软科技

从图中可看到，在下跌过程中，跌停板股票数量急剧放大，显示市场卖方力量强大，即使沪深 300 指数从 5000 多点一口气跌破 4000 点，仍然没有任何企稳的迹象。而且在 2015 年 5 月 28 日至 6 月 10 日的上涨过程中，已经出现了跌停板股票数量在高位徘徊的现象，显示市场虽然在上涨过程中，但是已经在凝聚空头的力量。

从笔者运用积累的经验看，跟踪历史新高和历史新低股票数量，主要是发现重大的高点和低点，这种转折点，往往隔几年才会出现一次，属于判断中长期趋势拐点的方法。而跟踪涨跌停板股票数量的方法，则偏向于短期控制风险的方法。在牛市中，时刻留意每天盘面跌停板股票数量的变化，就能判断近期盘面的强弱转变，能做到安全时尽可能长时间持有股票，让利润奔跑，而在危险时及时全身而退，尽可能的保护胜利果实。

第3章 资金市场利率分析

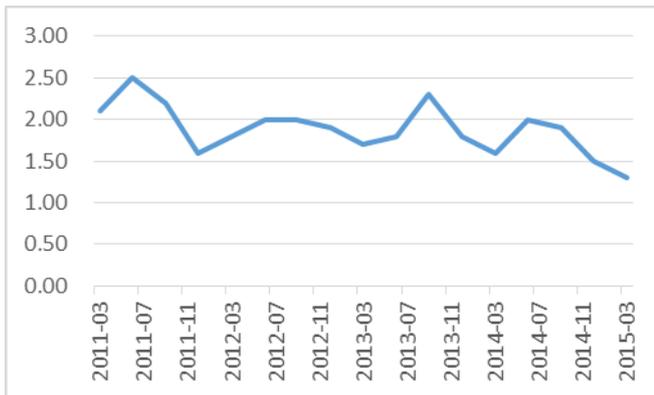
3.1. 宏观环境分析

实体经济疲软，转型调整继续

与 2014 年相比，国债到期收益率 2015 年上半年走出了相反的道路，离管理层降低社会期望收益率的目标越走越远，形成局部熊市。宏观方面，2015 年上半年经济增长延续疲弱增长走势，一季度 GDP 约 14 万亿元，同比增长 7%，季调环比增长 1.3%，较 2014 年四季度减少 0.2%。

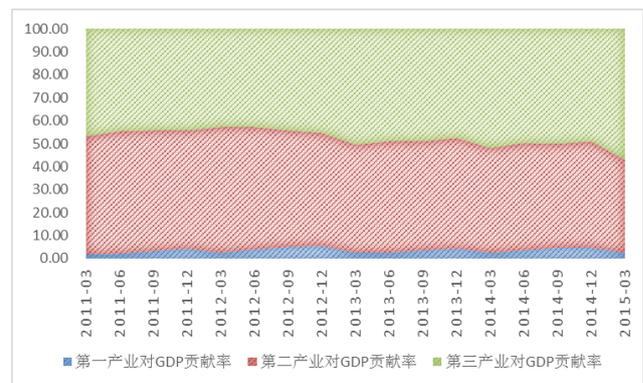
从产业结构看来，第三产业占比持续盘升，第二产业跌速较快，从 44.52% 下滑至 42.86%，显示工业扩张程度并不如意。2015 年 1~5 月份，全国固定资产投资约 17 万亿元，同比名义增长 11.4%，远低于去年的 17.3%；分产业看，第一产业投资同比增长 27.8%，第二产业投资增长 9.6%，第三产业投资增长 12.1%，显示工业增速处于薄弱环节。第一产业主要以农业为代表，对 GDP 的贡献一直维持在个位数的贡献率是预料之中。但以工业为代表的第二产业出现了萎缩，虽然国家一直计划提升第三产业的比重，但近期第二产业的迅速滑落，不仅仅是因为服务业壮大的结果。结合净出口数据衰退、固定投资增速减磅等因素分析，2015 年后由于工资等成本上升、国家减少固定资产投资等因素，第二产业极有可能出现持续下滑，有可能会影响到就业率。

图 3.1.1：中国 GDP 环比



资料来源：WIND 南华研究

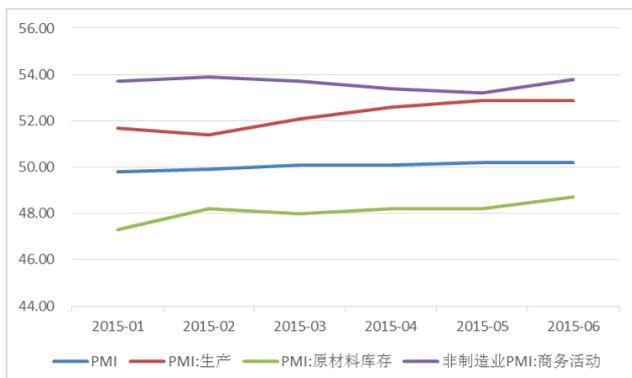
图 3.1.2：三类产业占 GDP 比重



资料来源：WIND 南华研究

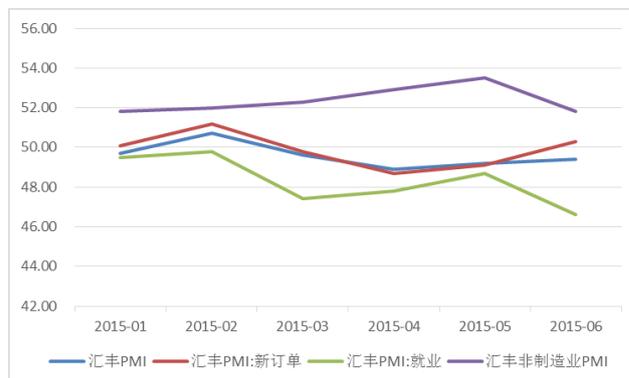
代表大型企业的 PMI 指数与代表中小企业的汇丰 PMI 指数走势呈差异化，统计局的 PMI 指数由年初的枯线区跨越上荣线区，而反映中小企业的汇丰 PMI 指数从年初重挫落枯线区，二季度再缓慢反弹，但仍处于衰退区域。虽然工业指数不甚乐观，但无论是统计局的非制造业 PMI 指数还是汇丰的非制造业 PMI 指数一直处于 50 线上方，显示服务与消费正成为往后 GDP 的支柱。

图 3.1.3: 中国采购经理人指数



资料来源: WIND 南华研究

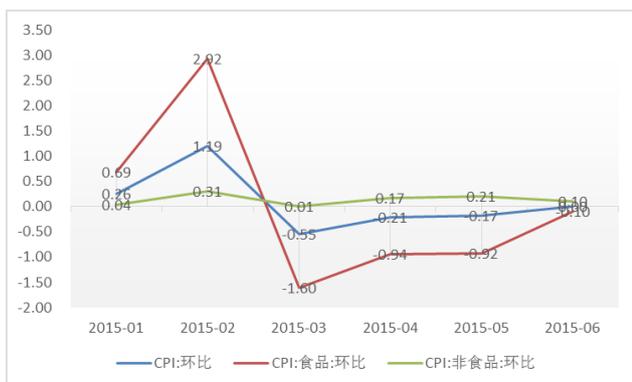
图 3.1.4: 汇丰中国采购经理人指数



资料来源: WIND 南华研究

上半年食品价格是 CPI 上涨的主要因素, 上半年食品价格累计同比上升 2%, 而非食品价格则上升 0.9%, 合计上升 1.3%。PPI 指数继续下行, 6 月份 PPI 同比下滑 4.8%, 录得连续 40 个月负增长。低 CPI 能为央行预留出更多的货币操作空间, 但连续下滑的 PPI 则显示市场不利于产能扩张。近年来互联网技术发展迅速, 可以想象的是在互联网大数据的冲击下, 商业行为的模式发生改变, 传统行业的成本及利润均遭受新型社交网络的挤压, 再加上产能过剩的大背景下, PPI 指数持续下滑是可以预料及容忍的事。新兴科技改变人类生活模式及社交方式, 加速人与人之间的联系及商品流通速度, 加大市场竞争力度, 减少了利润的空间。新趋势已经从大城市开始影响中国人的生活模式, 接下来可以期待的是由于生产力及信息传播模式和速度的改变将会进一步改变现有的生产模式, 在不断磨合期间经济增速难以匹敌过往的辉煌历史, 待生产关系适应生产力后, 经济增长才可能有新一轮爆发潮。

图 3.1.5: 中国 CPI 走势



资料来源: WIND 南华研究

图 3.1.6: 中国 PPI 走势



资料来源: WIND 南华研究

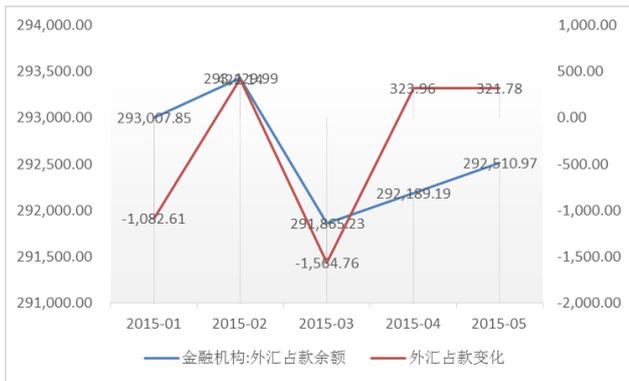
社会融资规模与外汇占款

由于我国目前仍不属于资本自由流动的国家，外部资金进入中国需要通过强制结汇进行转换，我们可以通过社会融资规模及外汇占款分析社会资金的供给状况。2015 年 1 嫉妒社会融资规模存量高达 127.58 万亿元，增速高达 13%，其中委托贷款、企业债券及非金融企业境内股票融资增速占前三。上半年前 5 个月的数据显示社会融资规模增加了 69192 亿元，其中人民币贷款增加 52620 亿元，外币贷款减少 124 亿元，委托贷款增加 3910 亿元，信托贷款后三个月连续负增长，5 个月总共减少 227 亿元，未贴现银行承兑汇票增加 1325 亿元，企业债券增加 6928 亿元，非金融企业境内股票融资增加 2890 亿元。

外汇占款则显示上半年资金倾向于流出,2014 年 12 月底外汇占款月 29.41 万亿元，今年 5 月份仅余 29.25 万亿元，流出 0.54%。外汇占款的减少与资金流出以及国际贸易中入超相关。

上半年企业对资金的需求度增大，间接的委托贷款更倾向于转变为直接融资（从债券市场及资本市场），外汇占款在 4、5 月份的好转暗示下半年的出口有可能转强。下半年全球经济仍不能持有过分乐观的态度，但随中国“一路一带”概念转化为行动，以及近半年来全球多个组织就合作及改善经贸等作出多项决议，下半年一旦将协议转换为实干，预料整个经济营商环境将得到改善。

图 3.1.8：2015 年 1~5 月外汇占款



资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.9：2015 年 1~5 月社会融资量



资料来源：WIND 南华研究

3.2. 无风险利率分析

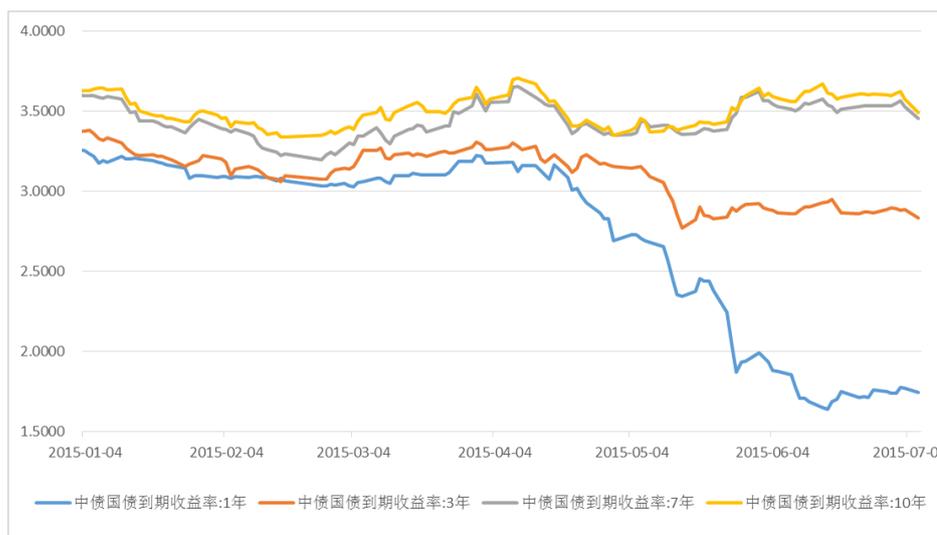
经济体系是一个各部分紧密联系的有机整体，利率是经济这部精密机器运转联系的纽带。如果说资金是社会经济的血液，利率就是血压的化身。2015 年以来央行延续宽松货币政策，上半年进行了三次降准降息，目的在于缓解市场的流动性问题，尤其是 5、6 月份出现资金紧张时刻进行 MLF 及 PSL 操作，引导短期利率显著下行，但长短国债到期收益率一直维持高位，在实体经济增长疲弱、资本市场火热瞩目的大背景下，资金进入虚拟经济势头增加，大量流动性淤积在金融体系之中，出现局部供血过多，而其他

部位供血不足的局面。

今年市场对资金需求不同的地方主要来自巨额地方债务存量置换和资本市场需要巨大的流动性。我国在投资和产能上处于去杠杆过程中，巨额的地方债务由于担保主体的不同令借贷利率高于无风险利率不少，为了减轻债务负担以及控制地方债务问题，国务院早前计划地方债务存量置换。由于市场对此早有预期以及央行配合放水，地方政府债在实际发行时对债券市场的冲击不明显。

上半年中债的国债到期从年初到春节后、两会前有一个明显下行的趋势，两会后所有期限反弹至年初高位。4 月后随着地方债务存量置换计划的到来，过渡性资金需求度升高，央行适时放水缓解局部资金困局，短端利率迅速下滑。但对于长端利率而言，MLF 及 PSL 并未对其产生明显影响，即使央行进行了 3 次降准降息，长端利率的变化依然不大，表明目前社会实体经济依然存在较大风险，长短端的利差更反映市场更倾向于平短快的项目，而虚拟经济正是其中一条。利率下降对全社会减轻融资成本带来好处，但投资项目涉及周期长，仅仅短端利率下降不足以促进投资者投入更多资金进入实体经济，央行更需要的是将效果传递至长端利率，令全社会融资成本下降，从而激发更多的创造生产活力。

图 3.2.1：中债国债到期收益率



资料来源：WIND 南华研究

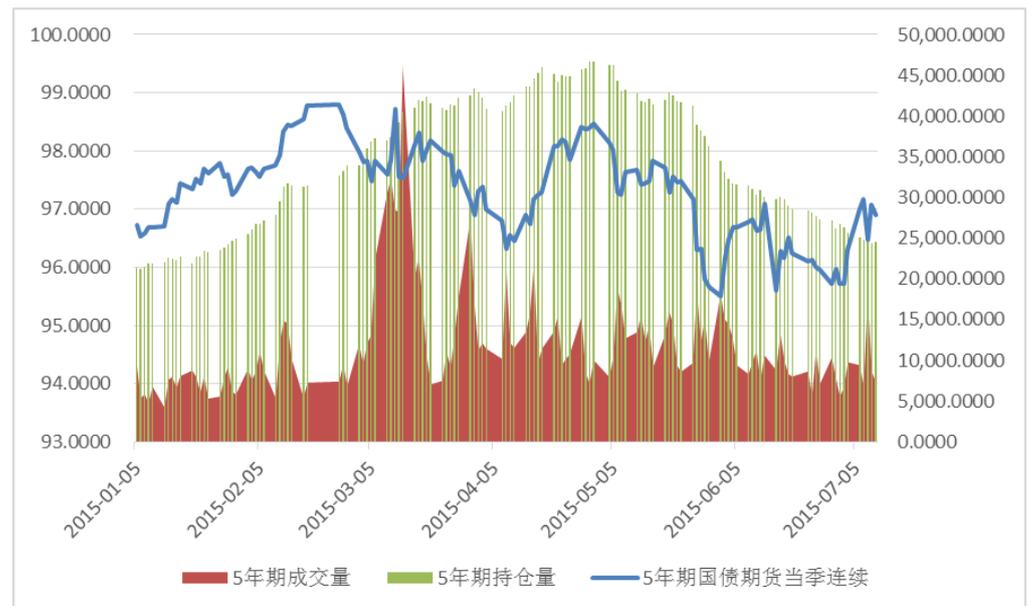
3.3. 国债期货市场分析

相对于普通人较为不熟悉的银行间债券市场，国债期货的价格变动更为直观。上半年国债期货整体呈强变弱的趋势。上半年国债期货走势主要分 5 个阶段：

- 1、一二月间，由于通缩预期强烈，在经济下滑等不明朗因素影响下带动中长端无风险利率大幅下行，而短端利率则因春节因素小幅上行，在此期间 5 年期国债期货稳步上行；

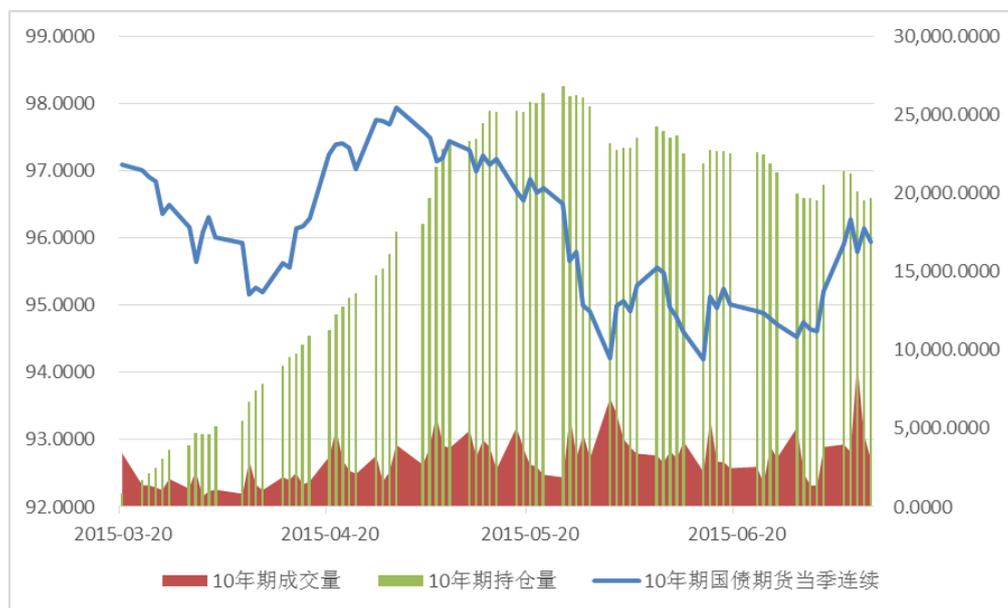
- 2、三月份，随着春节短端流动性紧张的节点远去，央行并未加大政策宽松，再加速经济数据回暖，地方政府债置换影响供求以及股票牛市抬高市场预期收益率，国债期货价格迅速回落；
- 3、四月份国债期货短暂触底，一季度宏观数据显示经济极不乐观，央行加大宽松政策，短端利率迅速回落，三部分联合发文规定采用定向承销方式发行地方债并将其纳入抵押品框架，减少置换债对长端利率的冲击，5、10年期国债迅速上行；
- 4、五月中下旬短期利率跌至历史性低水平，央行对短端的宽松政策加码，此时焦点其实集中在维持股市上升的动力，试图借股市牛市来让市场为上市公司提供直接融资的力量，上涨过快的股市严重挫伤资金进入债市的热情，中长端利率出现断崖式下跌；
- 5、进入六月后，央行并未采用降准降息的方法提供流动性，而是使用PSL定向放水，同时MSCI指数并未将A股纳入全球指数之中，原先预期的大量外部资金不见踪影，市场流动性出现问题，原本应与暴跌的股市走出想法的债市受困于流动性问题，在平台中调整，直至央行被逼同时降准降息才进入一波反弹。

图 3.3.1：5 年期国债期货走势



资料来源：WIND 南华研究

图 3.3.2：10 年期国债期货走势



资料来源：WIND 南华研究

5 年期国债期货在今年 2 月份由多入空，即使在 4 月份出现较大反弹，仍不能站稳在均线之上，被一根大阴线下一城，再度入空。10 年期国债期货在 4 月份同样出现同等情节，一同在 6 月份在低位调整。从技术分析的角度上，国债期货目前是进入反弹趋势，但要转牛仍是未知之数。我们认为短端的货币及利率宽松目前难以传递到长端，预料下半年仍然一波三折，但临近年末之时累积的降准降息将起叠加效应压下长端利率。

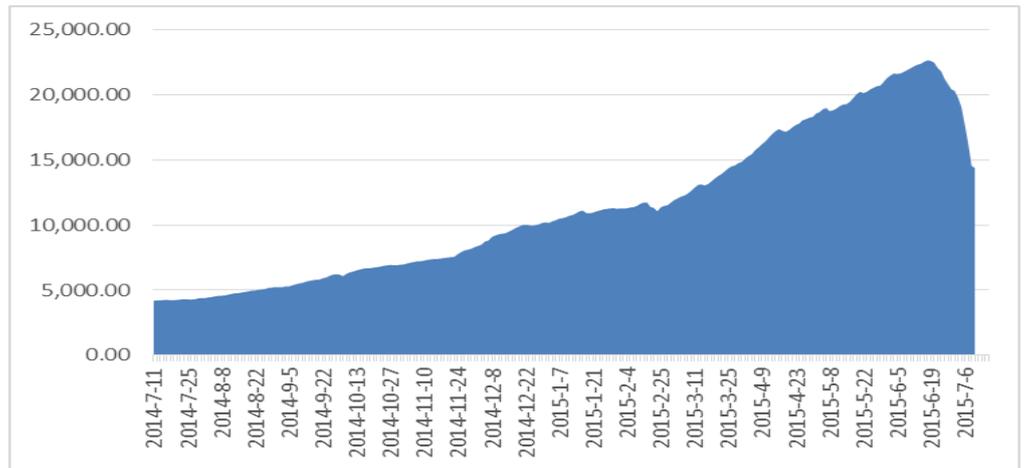
3.4. 场内融资融券分析

本轮股市暴跌起点是证监会查处场外杠杆，虽然场外的融资量及杠杆倍数难以统计，但人的通性是类似的，可借助场内融资融券的情况揣测外部情况。本轮牛市开端是从 2014 年 7 月下旬开启，而该年 7 月 11 日，沪深两市融资余额不足 4200 亿元。步入 2015 年后，首个交易日沪深两市融资余额已经超过 10000 亿元至 10295.83 亿元，并且在春节过后融资余额走入稳步上行的通道，在 2015 年 6 月 18 日打到最高峰 22666.35 亿元。接下来两市融资余额随着股市暴跌下降，7 月后加速下跌，直至目前仍在去杠杆中，但总量毕年初多出 40%，还有 14380.09 亿元。

国家队先从救权重股入手，主要拉台上证 50 成份股（IH 指数），但市场暴跌主要针对中小创业版等前期涨幅巨大的板块，连续的跌停牌引发开盘直接跌停，成交量大幅下滑，市场流动性被砍断。后期国家队改变策略，7 月 8 日晚证金公司注资 2000 亿元入几家大型基金公司，通过他们购买缺乏买盘的股票，为市场提供足够的流动性，并引发市场跟风托市，避免过多的融资盘由于缺乏流动性而不得不继续大面积跌停清盘的事情继续发生。

鉴于目前国家采用了正确的方法救市，深港通仍在打造通道之中，MSCI 指数伺机将 A 股指数纳入怀抱，同时国家仍在支持慢牛解决企业融资成本居高及通过此激发经济及创业活力，后市牛市仍可期。但两市融资余额尚高，国家资金入市目的并不是为了再推疯牛，预料市场活力回升后将出现一段时间盘整，随后再步入慢牛。

图 3.4.1：沪深融资余额（亿元）



资料来源：WIND 南华研究

第4章 另类指标在沪深 300 指数期货中的应用

期货与现货是密不可分的，最直接的关系是通过期交割来连接在一起的。期货到期以后也就转换成了现货，现在的提前买卖就是期货买卖。期货到期价格一般都会与现货价格相当或者是持平，但在之前两个价格相互制约，从他们之间的力量对比的过程，尤其极限情况，可以了解市场的走势；或者现有指标的小幅改动，可以对行情的发展有揭示作用。我们可以根据现货或者期货的一些指标来确定行情的发展。本文主要对沪深 300 指数及其股指期货进行说明。

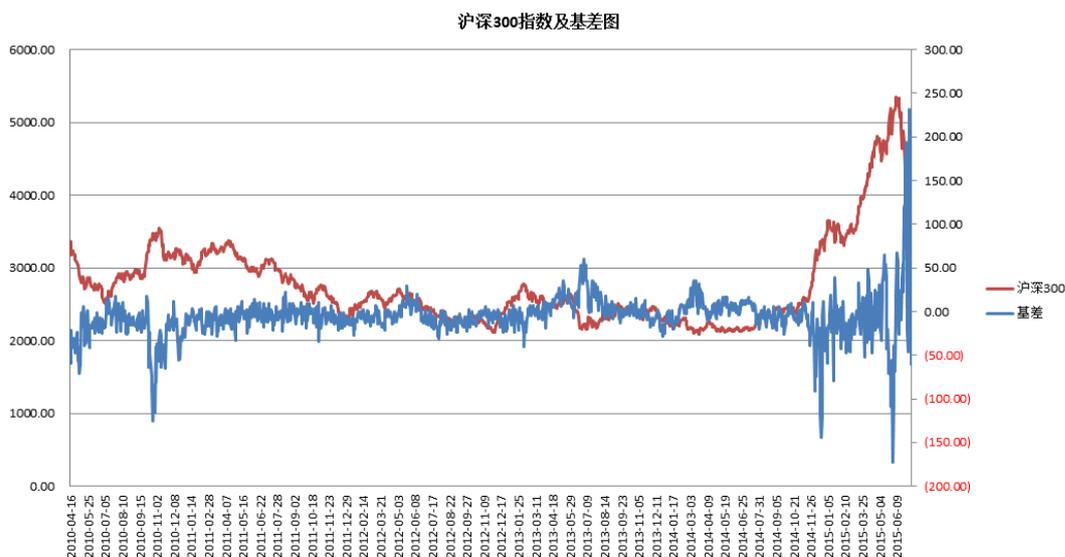
4.1. 指标在行情判断中应用

基差，成交量，持仓量是行情的一个普通指标，除了他们一般的用法外，这些指标稍加改变，可以作为行情判断的一个比较准确的预测指标。

4.1.1. 极限基差在行情判断上的应用

基差是指现货价格减去期货价格的差，即基差=现货价格-期货价格。现货价格高于期货价格，则基差为正数，又称远期贴水或现货升水；现货价格低于期货价格，则基差为负数，又称远期升水或现货贴水。基差主要反映现货和期货两个市场之间的运输成本和持有成本。由于现货期货的相会制约，所以当基差达到极限时，行情通常会出现变化，通过总结基差在历史极限情况下对行情的预示的规律，可以得到，极限基差对行情的标示意义。

图 4.1.1：沪深 300 指数及其股指期货的基差图



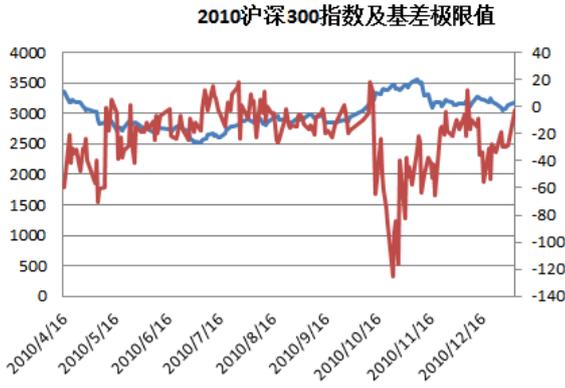
资料来源：wind&南华研究

图 4.1.1 为沪深 300 指数及其股指期货从 2010 年 4 月 16 日股指期货上市以来的基差图全景，从图中可以看到，在基差达到正负极值时，往往对应的是行情大的转折点，如果基差到达正负 100 左右时，将会有一个大级别的转折点出现。这可能也是上帝让你

灭亡必先让你疯狂的验证，基差的极限就是现货或者期货，有一方出现了疯狂的状态，随后行情开始反转。

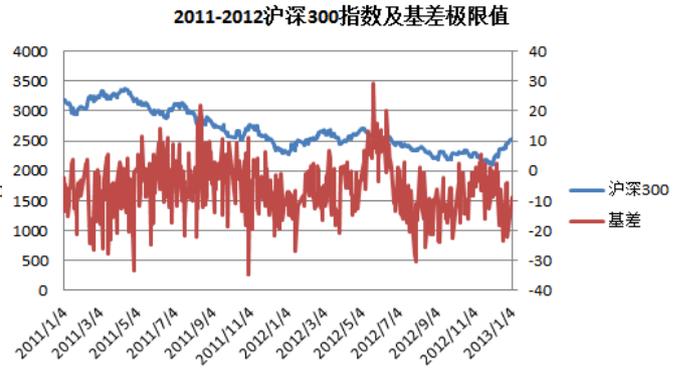
具体历史行情中，极限基差对行情的揭示作用如何，下列图中会有详细的解析

图 4.1.2：2010 年基差极限图



资料来源：wind&南华研究

图 4.1.3：2011-2012 年基差极限图



资料来源：wind&南华研究

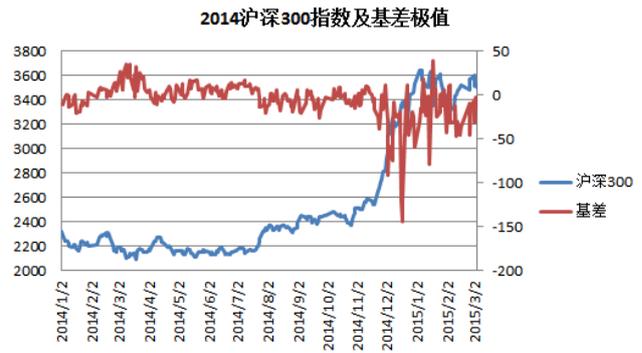
图 4.1.2 中，2010 年 10 月出现一次基差超过-100 的情况，随后出现一波凌厉的下跌走势，熊市了好几年。图 4.1.3 中，2011 年到 2103 年，市场基差没超过正负 40，所以就没有出现大的转折点，市场缓慢的下跌了 2 年，在这期间，虽然没有基差极值的出现，在基差的阶段性高点附近，也出现了小的转折点。

图 4.1.4：2013 年基差极限图



资料来源：wind&南华研究

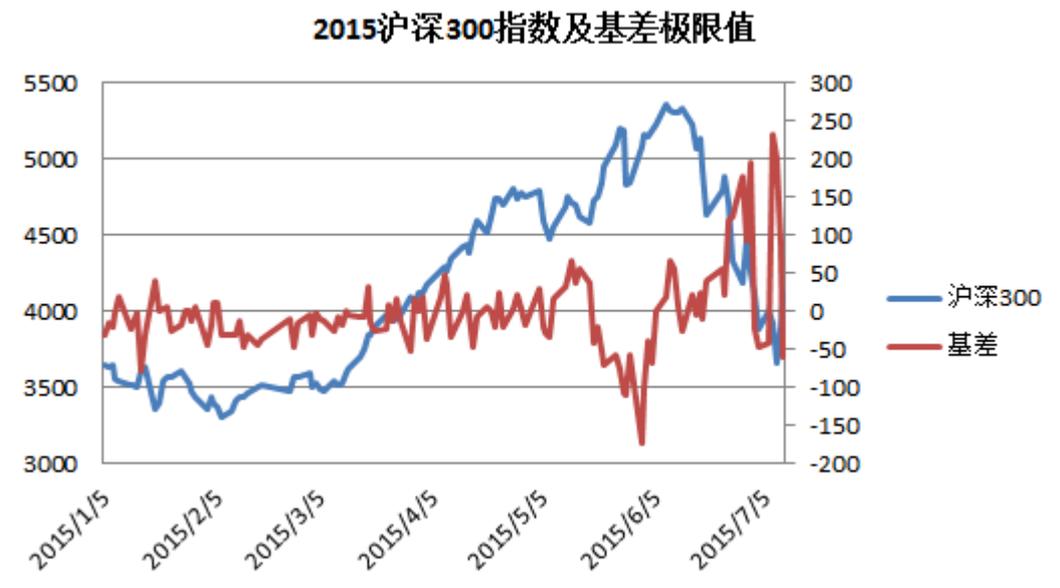
图 4.1.5：2014 年基差极限图



资料来源：wind&南华研究

图 4.1.4 中，2013 年 7 月出现一次基差超过 60 的情况，随后出现一波下跌走势。图 4.1.5 中，2014 年 12 月。经过大幅上涨后，出现基差达到-150 的情况，市场虽然没有深调，但出现了 3 个月的震荡走势。

图 4.1.6：2015 年基差极限图



资料来源：wind&南华研究

图 4.1.6 中，2015 年 6 月出现一次基差超过-150 的情况，随后出现快速的下跌走势，7 月 1 日出现一次基差超过 150 的情况，后出现大幅下跌，7 月 8 日再次出现基差超过 150 的情况，随后市场暴涨，基差的暴涨暴跌，也反映了市场大波动性。所以出现基差的极限值时，应该格外注意，随时有大级别行情出现。

4.1.2. 成交量在行情判断上的应用

关于成交量的股谚有：量在价先，即天量见天价，地量见地价；底部放量，闭眼买进。据此操作，成功率较高，机会也不少。这里说的看成交量是指底部放量，而高位放量那就可能是主力出货的信号了。由于市场制度的不完善，主力为了达到资金出局的目的，常常采用大单对敲的形式活跃市场，引诱别的资金跟风，因此，成交量指标出现骗量是常有的事，切不可机械地运用成交量理论指导操作。所以本文用相对成交量，来确定成交量的变化，这个相对量对底部的判断尤其准确。

图 4.1.7：沪深 300 指数及成交量图



资料来源：wind&南华研究

图 4.1.8：沪深 300 指数及相对成交量图



资料来源：wind&南华研究

由图 4.1.7 可以看出，成交量在判断底部时没有太明显的优势，更无法判断行情的级别。而图 4.1.8 可以看出，相对成交量超过 1.5 时，都对应了大级别的底部，接下来会有大幅的行情出现。

由于顶部一般时间较短，所以高位比较大的成交量，一般预示着顶部的出现，所以绝对成交量对顶部的预测较为准确。而相对成交量指标对底部的预测更加准确。

4.1.3. 持仓量在行情判断上的应用

持仓量代表了市场对后市的信心，持仓量越大，对后市信心越大，持仓量越小，说明对后市越没有信心，所以不敢在市场中一直存在，而纷纷平仓出局。成交量代表了当前的交易活跃程度，成交量越大，越活跃。在一个交易后，如果用成交量除以成交量，便可以得到，经过一天的大浪淘沙，究竟有多少沉淀到市场中，有多少坚定的投资者留下来。所以这个比值越小，即相对留下来的投资者越多，越多后市有信心，这个比值越大，说明活跃的交易并没有留下来多少，大多数投资者只是短线搏一把，下图是这个比值和沪深 300 指数的比较图。由于股指期货在换月的当天和前一天成交量天然增加，所以在统计数据时，将换月当天和前一天的数据剔除掉，尽可能的去掉换月对这个指标的影响。将这个指标定义为持仓量相对指标。

图 4.1.9：2103 年持仓量相对指标

图 4.1.10：2014-2015 持仓量相对指标图



资料来源：wind&南华研究

资料来源：wind&南华研究

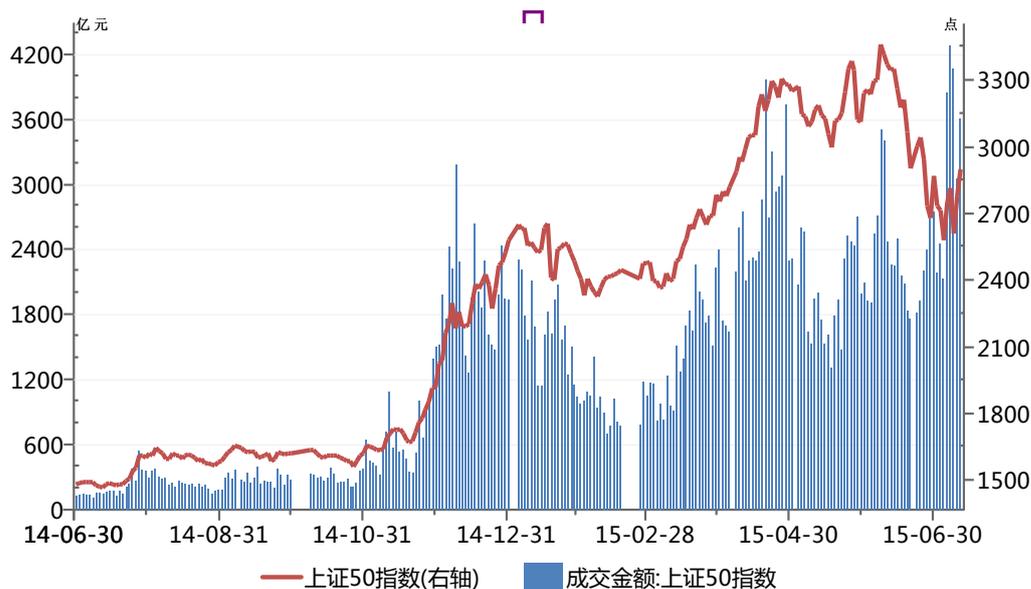
由图 4.1.9，图 4.1.10 可以看出，在持仓量相对指标的低位，即在交易后持仓量较大时，也即留下来的投资者相对更多时，都会对应一段持续行情的开始，而在持仓量相对指标的高位，都对应一段震荡的不确定的行情。因此可以用此指标来作为行情判断的一个辅助指标。

第5章 上证 50 与流动性危机分析

2015 年上半年,全国的股民和机构一起做了一场大梦,上证 50 指数从 2014 年末的 2581.57 点上涨到 2015 年 6 月 9 号 3494.82 的峰值,上涨幅度达到 35.4%。与此同时,沪深 300 指数和中证 500 指数的峰值涨幅更是达到 47.8%和惊人的 113%,神创板则更疯狂的飙升了 174%。机构和大妈一同指点江山资产翻倍,券商则在一旁赚的盆满钵满,创造了数倍于去年的利润。然而这个美梦来的快去的也快,证监会六月份开始清查场外配资则是泡沫破裂的导火索。在不到一个月的时间里,上证 50,沪深 300,中证 500,创业板的最大跌幅分别达到 28.6%、34.2%、44.5%和 42.9%,整个 A 股市场市值则接近腰斩。

5.1. 杠杆牛市

图 5.1.1: 上证 50 指数与其成交金额



数据来源:Wind资讯,南华研究

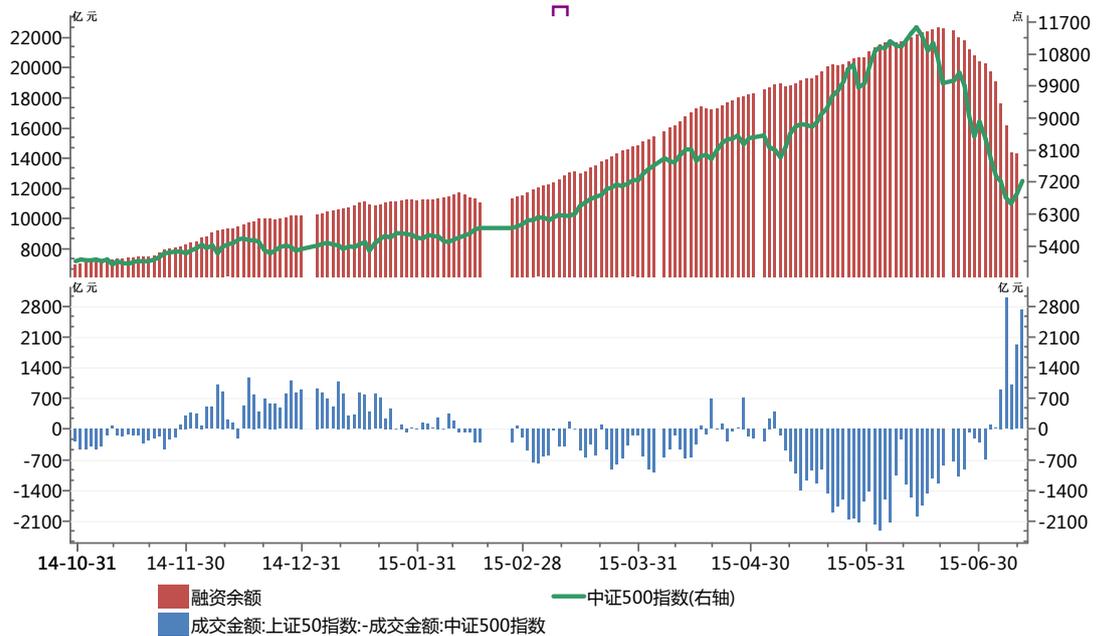
资料来源:Wind 资讯,南华研究

2007 年以来,美国为了解决危机,使用了持续数年的量化宽松政策,推高全球资产泡沫,各国经济疲软,中国经济增长速度放缓。国内房价高涨、通货膨胀,产能过剩使得原本的资本错配矛盾进一步加剧。本届政府上台以后为了让市场化解决资本错配问题,让金融业能够扶持中小企业完成产业升级实行了各种量化宽松政策,包括盘活存量(数次降准降息)、推动利率市场化、互联网金融(P2P 理财、场外配资)。

本轮牛市的一部分相较而言是属于价值投资的,其中最典型的案例就是 2014 年底金融股。因此 2014 年底,银行股大象飞天带动成交量突破万亿。这个阶段有着明显的资产配置的意思。见图 5.1,这波趋势的见顶以中信大股东在 15 年 1 月中旬的减持套现 114 亿为标志,之后上证 50 进入了长达两个月的盘整。而成交量更是在 12 月 9 号天量见顶之后一直萎靡到三月份才走出量价齐升的态势。

在图 5.2 上中，融资余额从年后 2 月 25 日的 1.13 万亿最高增长到 6 月 18 日的 2.26 万亿，增长幅度达到 100%。而从图 5.1 可以看见融资余额在 2 月份开始加速增长的同时，上证 50 的成交量还处在低点，那么高杠杆带来的天量资金去了哪里呢？从图 5.2 下方，上证 50 与中证 500 的成交量之差可以看出，这部分杠杆带来的资金更加倾向于流入中小盘股票中。在 2 月 25 日到 4 月 25 日这两个月中，中证 500 的成交量已经超过上证 50 了，而之后到六月底这期间，中证 500 的成交量大幅超越上证 50，一直到国家资金进入蓝筹 etf 股救市为止。

图 5.1.2：融资余额与中证 500 指数（上图）、上证 50 与中证 500 成交额之差（下图）



数据来源:Wind资讯, 南华研究

资料来源: Wind 资讯, 南华研究

5.2. 流动性危机与救市

由于场外配资的规模越来越大，上半年已经到达 1.4 万亿，为防止整个银行体系的钱通过各种渠道流入股市，监管层开始严查配资，6 月 12 日开始暂停场外配资新端口的接入。一石激起千层浪，使用配资的股民、配资、恐慌的其他机构，散户形成合力，大量抛售股票。从高杠杆到低杠杆的配资接连触发平仓线，引起股市一路下跌。由于股票的持续跌停，股票卖不出去，机构只能用股指期货对冲，期货市场反过来引领现货，形成一个正反馈回路，进入恶性循环。股票持续跌停，市场已经丧失了流动性。

证监会为了保持市场稳定开始救市。首先是政策利好，6 月 27 日周六：央行宣布降准降息。之后一周持续暴跌，各路加强市场稳定性的消息纷至沓来，但无济于事。终于在政策性利好不起作用的情况下，开始出资救市。7 月 4 日，21 家证券公司召开会议，分析了当前股票市场形势，表示对我国资本市场发展充满信心，坚决维护股票市场稳定发展。会议决定：

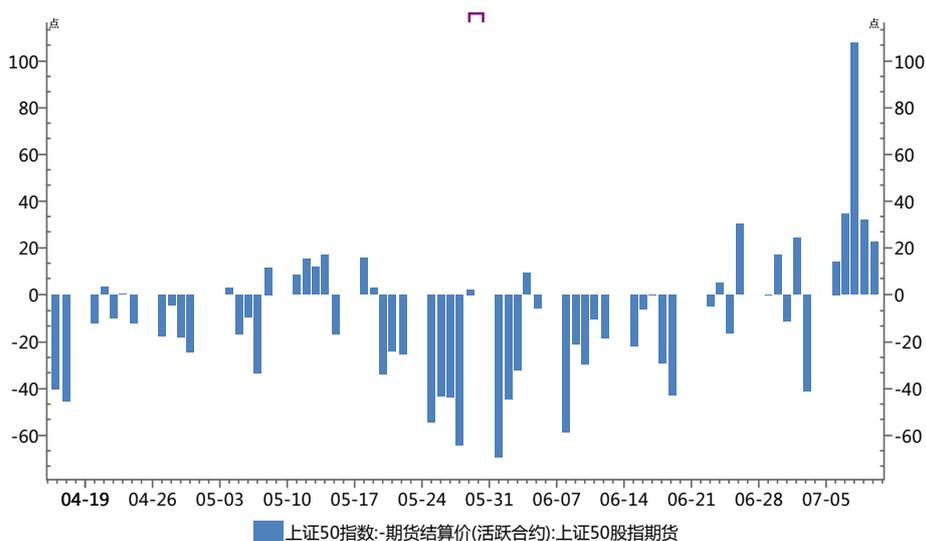
一、21 家证券公司以 2015 年 6 月底净资产 15% 出资，合计不低于 1200 亿元，用于投资蓝筹股 ETF。二、上证综指在 4500 点以下，在 2015 年 7 月 3 日余额基础上，证券公司自营股票盘不减持，并择机增持。

从图 5.1、图 5.2 可以看出通过这一轮注资，上证 50 指数开始拉升，交易量也开始大幅反超已经没有流动性的中证 500。到 7 月 8 号，在各方面多管齐下，股市终于触底反弹。救市行动终见成效。

5.3. IH 股指期货期现差异

IH 股指期货在 4 月 16 号同 IC 股指期货一同推出，不同于 IC 长期大幅度的贴水，上证 50 股指期货对现货的跟踪比较好，基差长期在 50 个点的以内贴水，基本处于无套利空间。

图 5.3.1: IH 主力合约基差



数据来源:Wind资讯

资料来源: Wind 资讯, 南华研究

其中最大的异动要属于 7 月 8 日，中信期货的会员席位增持了多达 4510 手的 IH1507 多单，并在 7 月 9 日减持了 5449 手多单。这个会员席位 7 月 8 日同时在 IF 股指期货主力合约增持了 30558 手多单，并随即在 7 月 9 日平掉 32750 手多单。而 7 月 8 日、7 月 9 日则上演了三大股指全部跌停和全部涨停的历史奇观

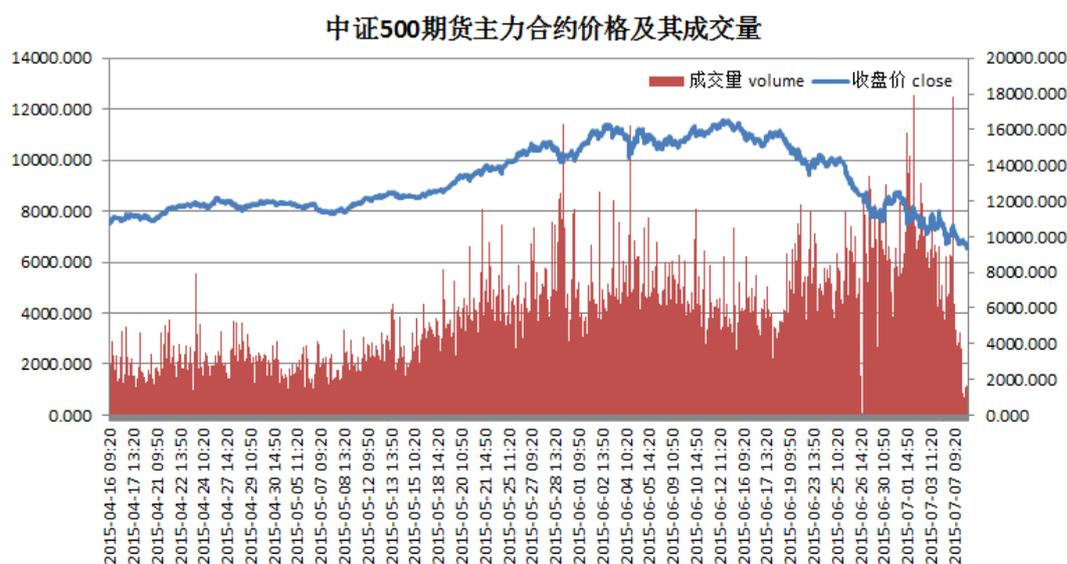
第6章 中证 500 股指期货的市场特征及其套利分析

2010 年开创金融期货风险对冲至今年的 4 月份以来,只有单一的沪深 300 股指期货在市场上交易,从资本市场发展的角度来看,已经无法满足投资者风险管理的需求。因为经过 30 多年的发展,细分市场结构后衍生了种类繁多的指数,如沪深 300 指数、上证指数、深证指数、上证 180 指数、深证 100R 指数、上证 50 指数等等,而这些指数反映了不同的风格,并且也深得投资者的喜爱,一直以来投资者都希望能有对应的股指期货对冲风险,这样就导致国内证券市场避险工具缺乏,推出更多的股指期货被认为是深化国内金融市场的重要举措。为了满足投资者的需求,中证 500 股指期货就是在这样的环境下于 2015 年 4 月 16 日应运而生。

6.1. 中证 500 股指期货的市场特征

自从中证 500 股指期货上市以来,得到广大投资者的青睐,成交量一直稳步上升,我们截取了其上市以来的 5 分钟成交量及其价格走势,如图 6.1.1。

图 6.1.1: 中证 500 期货主力合约价格及其成交量(5 分钟)



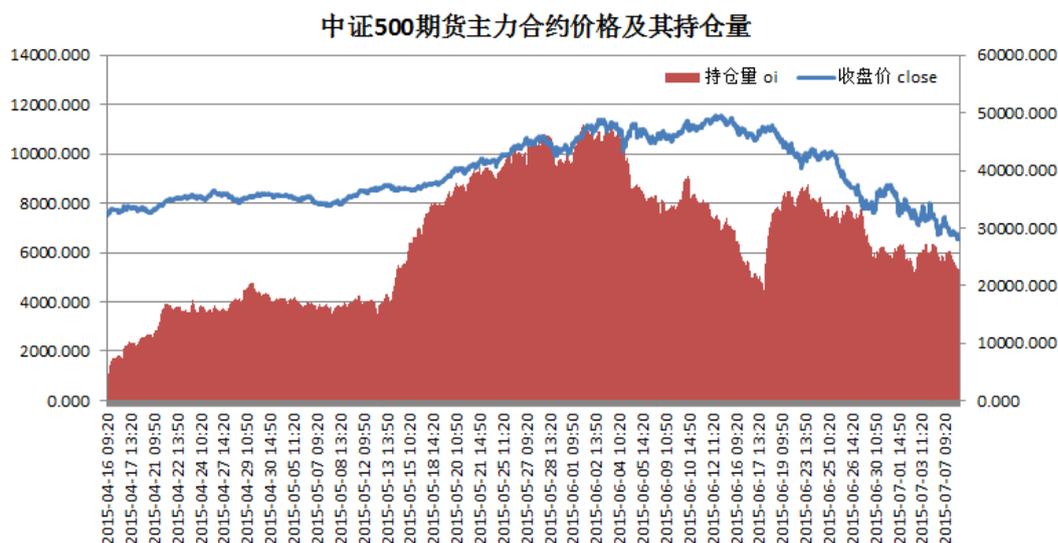
资料来源: 南华期货 wind 资讯

从图 6.1.1 我们可以看到,中证 500 股指期货上市以后成交量的变化我们可以分为三个阶段:第一阶段就是尝试期,5 月 12 号之前成交量比较平稳,基本上维持在 2249 手,次数期货合约的波动也相对较小;第二阶段是发展阶段,截止 5 月中旬后,成交量开始大幅增加,成交量平均在 5120 手左右,此时期货价格趋势上涨非常明显;第三阶段是高潮,6 月 25 号至 7 月 7 号,因为有人恶意做空中国 A 股,中证 500 股指期货更是主要做空的对象,整个市场正处于快速下跌途中,平均达到 7000 手的成交量。此后国家对倾巢而出的救市,认为干扰市场以致股指短时间内就涨停或跌停,此时的成交量大小不能反映正常市场的规律。整体上可以看出一个特别的现象,趋势形成之前成交量较

小，当趋势明朗的时候，成交量异常活跃，可见成交量的大小也可以作为趋势跟踪的一个参考指标。

期货成交量代表市场的活跃程度，而持仓量的大小则代表投资者对未来市场多空的争议的筹码，正常情况下，持仓量越大越说明市场对当前趋势多空分歧越大，趋势越得以延续，我们可以通过以下四句话来总结持仓量与趋势的关系：持仓量在上升趋势中增加是看涨；持仓量在上升趋势中减少是看跌；持仓量在下跌趋势中增加是看跌；持仓量在下跌趋势中减少是看涨。中证 500 指数期货持仓量是指当日收盘为止累计的未平仓合约的总数，是买盘或卖盘的单边总和。

图 6.1.2：中证 500 期货主力合约价格及其持仓量（5 分钟）



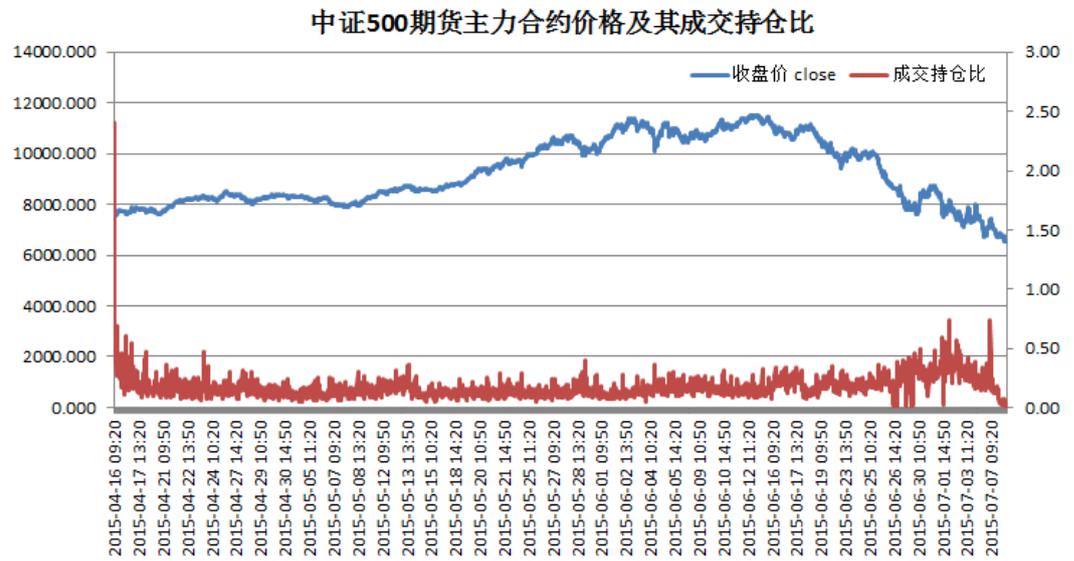
资料来源：南华期货 wind 资讯

图 6.1.2 是中证 500 期货价格及其持仓量的走势，5 月 12 号之前持仓量基本上维持在 4000 手上下附近波动，此时期货价格趋势也基本上没有。5 月 13 日后，随着期货价格稳步上涨，持仓量大幅攀升，此时上涨趋势得到延续，6 月 4 号以后持仓量快速下跌，而此时期货价格虽然继续偏强上涨，但力度明显减弱，截止 6 月 16 日后开始震荡下跌，这也验证了上述中“持仓量在上升趋势中减少是看跌”的规律，虽然因为国家为了维护证券市场的稳定，强加了行政手段限制某些投机者开仓，导致持仓量震荡下跌而期货价格持续下跌的局面。整体来说，持仓量趋势的变化，作为一个先行指标可以提前判断期货价格趋势的变化。

期货交易的市场特征表现除了成交量和持仓量，还有一个重要的指标就是两者之比，即成交持仓比，也就是说股指合约总成交量与总持仓量的比值，它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。正常情况下，期货刚上市，因为参与的投资者不会马上增长到足够大，所以当时成交持仓比很高，随后参与人多了，股指持仓量稳步上升，成交持仓比逐渐降低并一直保持在某个值上下波动。

中证 500 股指期货上市交易是基于已有沪深 300 股指期货的市场环境下进行了，并且此环境已经成熟，所以当中证 500 股指期货上市的时候，只是在开市的时候出现短暂的高成交持仓比，随后一直维持在 0.17 上下附近，如图 6.1.3 所示，说明中证 500 股指期货上市交易是非常稳定的，反映了我国金融期货市场的成熟表现。

图 6.1.3：中证 500 期货主力合约价格及其成交持仓比 (5 分钟)



资料来源：南华期货 wind 资讯

我们再从估值的角度分析。从 2014 年 6 月份开始，整个股票市场一路高歌，估值水平也逐步上升，特别是中小板与创业板作为新兴产业的孵化地，同时享受着“小市值估值溢价”与政策红利，其二级市场表现从市值和空间展示了“中国梦”的高远和活力。中小板指和创业板指今年上半年均持续单边上行，涨幅最高分别达 128.00%和 182.56%，极大地激活了市场人气。据 wind 数据统计，截止 6 月 12 日，上综指市盈率为 23 倍(TTM)，已突破近 10 年市盈率运行中枢 21 倍，中小板与创业板估值均运行于历史中枢上方，中小板和创业板整体市盈率分别为 64.61 倍和 135.13 倍，综合小盘股的中证 500 指数市盈率为 101.3 倍，如下图 6.1.4 所示，持续刷新历史新高，随后而来出现长达一个月的暴跌，持续时间之长跌幅之深创 A 股历史之最，中证 500 指数市盈率降低为 60 倍左右。

图 6.1.4：中证 500 指数 PE



资料来源：南华期货 wind 资讯

6.2. 期现套利分析

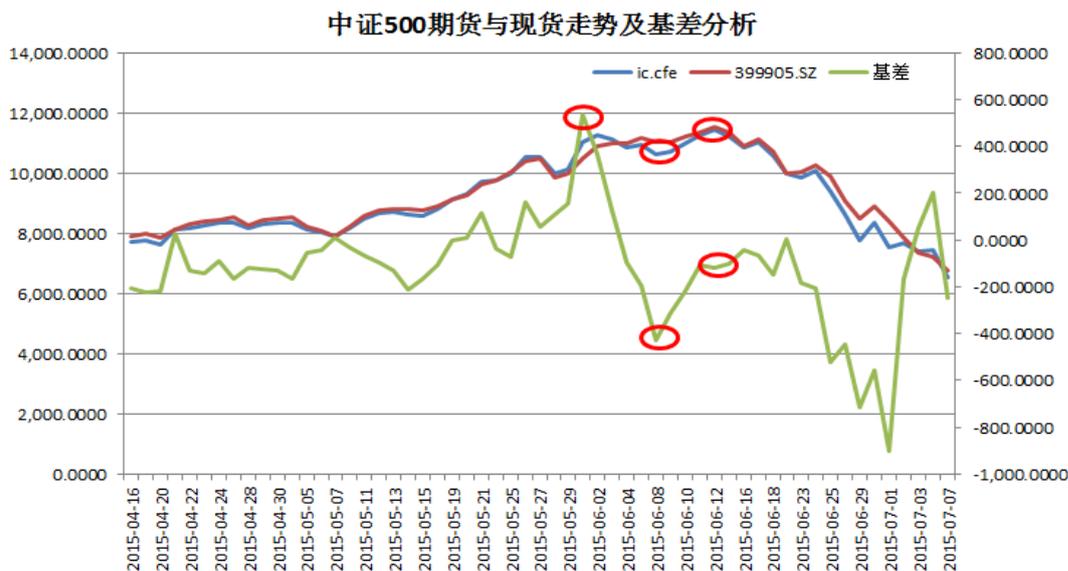
面对于 A 股的暴涨暴跌行情，我们认为套利策略是最能达到稳定收益的方法。我们知道，中证 500 指数成分股是沪深两市 500 只中小市值上市公司，其总市值约占沪深 A 股市值 15%。该板块公司数量多、单个公司市值小、行业覆盖面广，不会受到单一板块阶段性表现的过度影响，更适合作为量化对冲工具。但是因为中证 500 指数期货上市以来只有 2 个多月，能够直接分析的数据量较少，并且中证 500 期货主要是跟踪中证 500 指数波动的，所以本节将会结合 ETF 与中证 500 指数的波动特征来分析期现套利机会。

6.2.1. 期现价差分析

一般情况，指数期货的市场价格走势和现货指数市场价格走势保持着高度的同步性，指数期货价格和现货指数价格之间的相关性比较高。然而当指数期货的市场价格与其合理价格之间产生较大的偏差时，就会使得这两个市场之间会产生一些价格偏差，这在两个市场之间进行套利交易提供了基础。

我们获取了 2015 年 4 月 16 日中证 500 股指期货上市以来的日收盘价数据，结合对应的标的指数，计算该两组时间序列数据的相关系数为 0.9852，可见两者的相关性非常高，然后计算其基差(这里取基差=期货-现货)，得到如下图 6.2.1。

图 6.2.1：中证 500 期货与现货走势及基差分析



资料来源：南华期货 wind 资讯

在利用股指期货进行套利时，需要观察指数期货的变化。一般来讲，指数期货的变化应该在一定的范围内，一旦指数期货的变化超出该范围，那么便存在着套利机会。当指数期货的市场价格大于所给出的上限时，便进行正向套利，也就是买入现货指数，卖出指数期货；当指数期货的市场价格小于所给出的下限时，便进行反向套利，也就是卖出现货指数，买入指数期货。由图 6.2.1 我们知道，中证 500 指数期货上市以来其价差

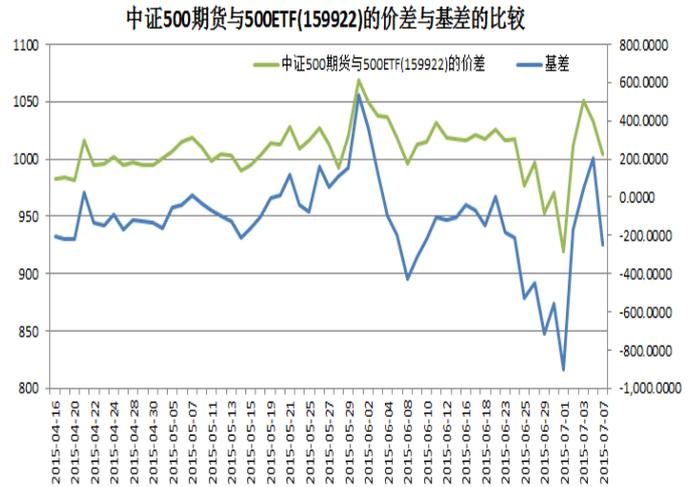
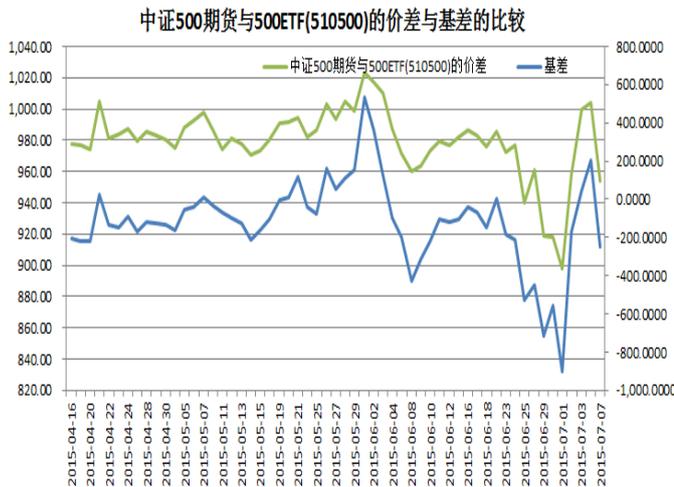
波动范围是[-902.52, 537.29]，期间的套利空间巨大，当然了，这也因为近期 A 股遭受某些机构和个人恶意做空所导致的。我们进一步分析上图，还可以发现基差的背离可以判断阶段性高点，主要原因在于在我国金融市场，金融期货的价格一般领先于现货，特别是在高频数据中更为明显，基差逐步扩大，说明期货价格一直领先现货，场外机构们一直看好现货市场，而当基差在高位出现背离时，即现货价格继续上涨，而基差却没有继续上涨，说明期货价格走势短期内弱于现货，则现货上涨的可信度降低，拐点即将出现，如图 6.2.1 中红色圈所示。

中证 500 指数的成分股共 500 只股票，我们在做期现套利的时候同时购买 500 只股票的话，显然成本太高，并且权重计算会出现误差，跟踪也不一定会到位，这样对套利空间的盈利及风险就不好把握，为此我们考虑中证 500ETF 与期货套利，并且由于 ETF 交易没有印花税而只需要考虑 ETF 买卖的佣金，省去很多成本，同时 ETF 的流动性比较好，不像股票可能因为某种原因停牌，所以在这里我们利用 ETF 作为指数期货的现货来分析套利。

目前市场上跟踪中证 500 指数的 ETF 主要有两个，其代码分别为 510500 和 159922，我们获取他们自 2015 年 4 月 16 日以来的收盘价，计算其与中证 500 期货的价差(价差=ETF 收盘价/期货收盘价*1000000)，然后结合图 6.2.1 中计算的基差，做出如下图 6.2.2、图 6.2.3。

图 6.2.2：中证 500 期货与 510500 的价差与基差比较

图 6.2.3：中证 500 期货与 159922 的价差与基差比较

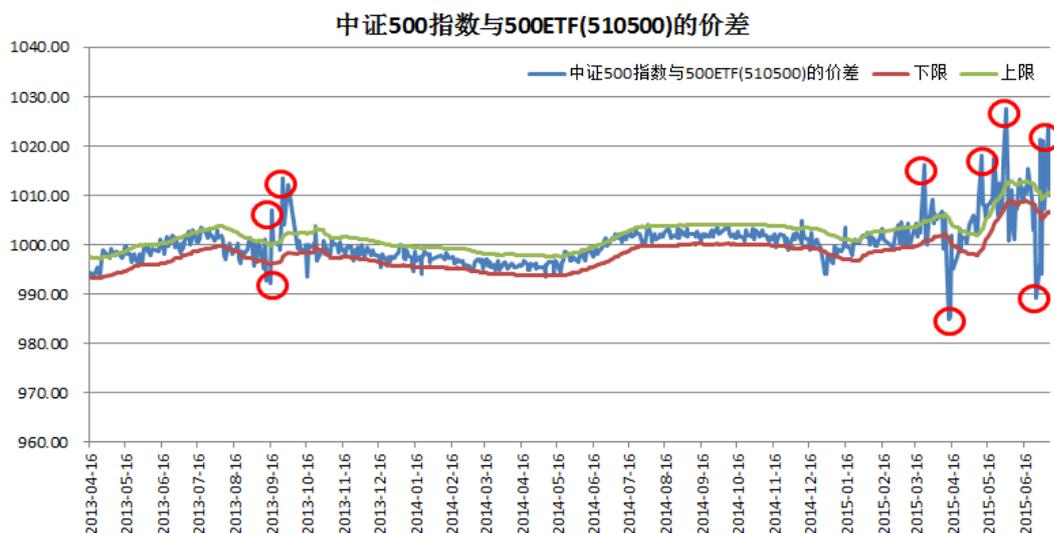


资料来源：南华期货 wind 资讯

资料来源：南华期货 wind 资讯

分析对比图 6.2.1、图 6.2.2、图 6.2.3，我们可以看到其价差和基差波动出现的高低点时间都相同，说明可以通过期货和 ETF 套利。但是期货数据有限，用此来说明套利机会和空间的话，显然不能服众。为此，我们获取了 2013 年 3 月 25 日上市以来的 510500ETF 的日收盘价与中证 500 指数收盘价进行价差运算，其规则为中证 500 指数与 500ETF (510500) 的价差=500ETF (510500) 收盘价/中证 500 指数收盘价*1000000，然后根据预算的交易成本计算上限和下限，得到如下图 6.2.4。

图 6.2.4：中证 500 指数与 500ETF (510500) 的价差



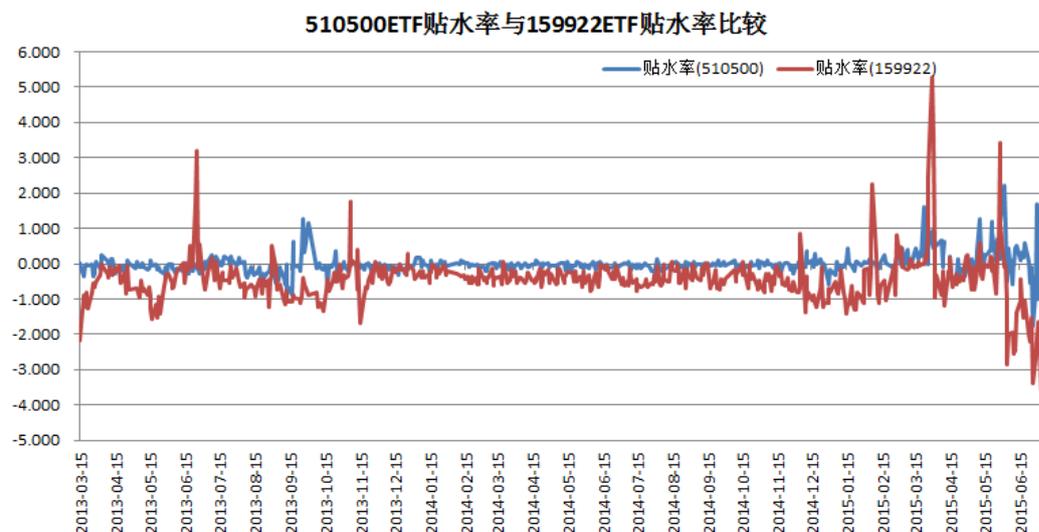
资料来源：南华期货 wind 资讯

由图 6.2.4 我们可以看到，中证 500 指数与 500ETF 的价差整体保持平稳波动，只是在某些时间段出现较大的波动，比如 2013 年 9 月至 10 月、2015 年 3 月至 7 月，波动大也意味着套利的空间更大，获利更强，波动小意味着套利的空间小，获利少，也就是说明同样的一个套利规则不能应用于整个历史，某些时候还需要调整对应的参数，避免价差不同太大而导致强平的风险。

6.2.2. ETF 套利品种的选择分析

在目前市场中跟踪中证 500 指数的 ETF 有两个，如何根据自身的条件选择对应的套利标的，是一个值得需要探讨的问题，因为这两个 ETF 可能存在的潜在套利价值空间以及流通性不同，本节就主要从这两方面进一步分析，给投资者做一个参考。

图 6.2.5：510500ETF 贴水率与 159922ETF 贴水率比较

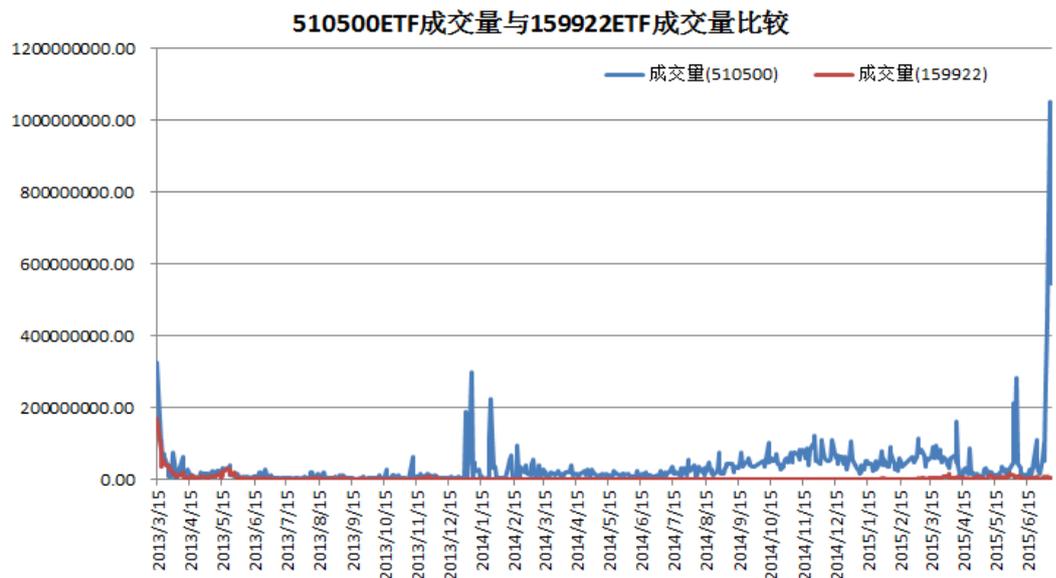


资料来源：南华期货 wind 资讯

套利的潜在价值分析主要是从这两个 ETF 相对于中证 500 指数标的的升贴水的情况分析，因为 ETF 是复制该指数样本股，此过程中会出现升贴水，并且该升贴水理论上最终会回归到均衡水平（即升贴水为 0），而升贴水的大小就理论上确定了可以做套利空间的大小。从图 6.2.5 中可以看出，自从 2013 年 3 月份以来，159922ETF 的贴水率的波动性远大于 510500ETF 的贴水率，并且 159922ETF 贴水的时间段更长，510500ETF 的贴水率一直保持在 0 附近上下波动，但整体上看可以得到的结论是 159922ETF 的套利空间比 510500ETF 的丰厚，这一点也可以看出，资金规模较小的 159922ETF 有资金控盘迹象。

套利的流动性分析我们主要从成交量方面考虑，获取了 2013-3-15 至 2015-7-7 的日成交量数据，做成如下图 6.2.6 进行比较分析。

图 6.2.6：510500ETF 成交量与 159922ETF 成交量比较



资料来源：南华期货 wind 资讯

由图 6.2.6 中可以看出，510500ETF 的日成交量远超过 159922ETF，并且近两年来都保持这样的趋势，可以见的 510500ETF 活跃度比 159922ETF 大，假如做该品种的套利，资金量可以放更大，并且 2015 年 7 月 6 日，国家救市处于救市高峰期，该 ETF 成交量猛增，说明 510500ETF 相比 159922ETF 是最主要的交易战场。

投资总是风险和收益共存，从近两年的历史数据分析 510500ETF、159922ETF 与中证 500 指数的关系，我们认为：

- 假如资金规模较大，并且对盈利性要求不是非常高的情况下，建议取 510500ETF 与 IC 股指套利；
- 假如资金规模较小，建议取 159922ETF 与中证 500 股指期货套利，因为其灵活性比较强，获利空间较大；

6.2.3. 套利风险说明

- 跟踪误差风险。利用中证 500ETF 进行期现套利，优于其他的 ETF 组合，但中证 500ETF

- 依然与标的指数存在偏离，有无法避免的跟踪误差，对跟踪误差成本要及时监控。
- 极端行情下期现价差亏损。当期现价差出现极端情况（例如 IC1507 基差近期的极端走势）时，未来基差是否进一步缩小较难判断，需要实时监控价差走势并控制仓位。

第7章 股指行情的展望及策略

7.1. 沪深 300 指数 2015 年展望

沪深 300 指数自 2015 年 6 月 15 日开始的调整，在 7 月 29 日开始止跌反弹。本次调整是对 2013 年 6 月 25 日的 2023 点开始到 2015 年 6 月 25 日 5380 点的涨幅的总调整，本次调整刚好到这个涨幅的 50%位置，技术上近乎完美，从技术上夯实了一个大级别牛市的开端。但由于近期大幅快速的下跌，中期技术指标需要修复，所以本次反弹以修复为主，反弹到高位后，还会回调，为后市继续夯实基础。2015 年沪深 300 指数具体走势见图 7.1.1

图 7.1.1：2015 年沪深 300 指数展望



资料来源：博易大师&南华研究

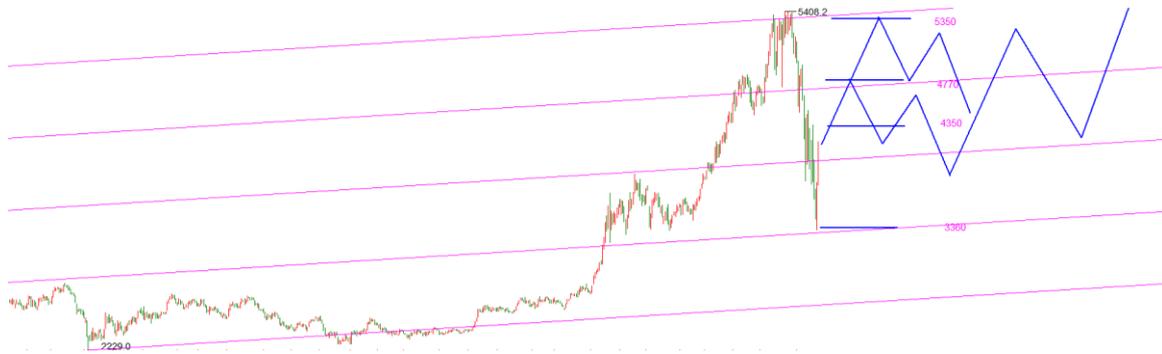
沪深 300 目前的反弹来看，可能到达 4650 点，会有调整出现，如果反弹力度超乎想象，可能会到达 5300 点附件，开始出现调整，但这种可能性不大。如果反弹后的回调到达前期低点 3550 点附近，可能将会继续上涨，将会成为一个长期牛市的开端。如果后市不确定因素加大，市场继续走低，那么 3150 点将是调整的极限位置，如果到达此位置，长期资金可能将会蜂拥进场，提供了极好的进场机会。此后，市场将创出新高，再会有一波更波澜壮阔的上涨行情。

时间上看，7 月 29 日可能是这次短期乱反弹的高点，之后开始调整到 9 月 10 日，之后开始上涨，在 12 月 22 日将会到达另外一个阶段性高点。这里提供的时间点也可能和高低点不能对应，但将会是转折点所在的时间位置。

7.2. 股指期货行情展望

股指期货在本次的调整中，技术形态上看，调整的比沪深 300 指数更彻底，如图 7.1.2，调整到通道线的第三条线上，而沪深 300 指数只调整到第二条通道线附近，而在本次反弹中，股指也强于沪深 300 指数，说明股指和现货相比，涨跌都会强于现货。

图 7.1.2：2015 年股指期货连续走势图



资料来源：博易大师&南华研究

对于股指 2015 年下半年的走势，在节奏上将会和沪深 300 指数一致，只是点位上可能会有些差别，本轮反弹到 4770 点附近可能会开始回调，但如果市场强势，会到达 5350 点再开始大幅回调，如果反弹后的回调再次到达前期低点 3360 点附近，可能将是绝佳的入场机会。由于股指本次反弹较强，在回调时可能不会跌破前期的低点 3360 点，之后将会开始一轮大级别的上涨走势。

时间上，7 月 29 日，9 月 10 日，12 月 22 日将会是下半年股指期货的转折点。

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