

筑底过程！

投资要点

- 我们近期一直判断A股下跌将构筑双底后反弹，并且结合了境外资金通过陆股通持续大幅流入，是否能继续反弹，我们不妨再次分析其中的逻辑。回顾本次A股系统性风险，我们认为是短期银行间市场利率大幅上涨并且10月份宏观数据偏弱而导致的，并且在12月8日公布11月进出口数据超预期迎来了大幅反弹，随后受制于市场利率持续高位，我们判断A股短期将筑双底后才能迎来反弹，目前从国债到期收益率来看，5年期、10年期国债到期收益率逐步震荡偏弱，并且银行间利率(shibor)短期只有1月期限的上涨，其他期限的利率上涨幅度非常小，特别是2018年1月1日后实施的定向降准，我们判断短期市场流动性将有所改善，此时结合11月份出口数据大增和工业增加值回调幅度较小，在四季度预计经济韧性较强的宏观背景下，A股迎来双底反弹的概率较大，但是其风险点在于年底因为基金产品兑现所导致的减持，或将短期A股的反弹增加了复杂度。
- 从2017年11月13日以来，A股普遍下跌，上综指最高跌幅达4.76%，我们认为此次出现了系统性下跌风险，其原因在于管理层金融降杠杆力度加大，银行间市场利率持续上涨，将压制企业中长期盈利质量，再者临近年底基金公司周期性换仓，导致获利较大的行业板块出现获利回吐，虽然11月份经济数据中出口数据亮眼，并且经济回落幅度较小，A股短暂强势反弹后依旧震荡回落。从行业上下游指数市场表现的角度看，下游行业反弹力度较大，上游、中游和服务于支撑行业还在下跌趋势当中。
- Hurst指数研判：截至2017年12月22日，Hurst指数为0.5914，高于0.55，上综指已经处于下跌趋势中，预计中期下跌趋势还将延续，按照Hurst指数判断上综指波动规则，当前上综指已经存在中期下跌的风险，同时我们必须注意的是，Hurst只适合中期判断拐点，对短期震荡波动不敏感。

目录

1. 一周主题.....	2
2. 行情表现.....	3
3. 基差分析.....	5
4. 本轮下跌各行业指数的市场表现	7
5. Hurst 指数研判	9

南华期货研究所

姚永源：0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询证：Z0010046

1. 一周主题

12月20日，2018年中央经济会议已经召开完毕，会议主要围绕推动高质量发展做好八项重点工作：

一是深化供给侧结构性改革。要推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变。深化要素市场化配置改革，重点在“破”、“立”、“降”上下功夫。大力破除无效供给，把处置“僵尸企业”作为重要抓手，推动化解过剩产能；大力培育新动能，强化科技创新，推动传统产业优化升级，培育一批具有创新能力的排头兵企业，积极推进军民融合深度发展；大力降低实体经济成本，降低制度性交易成本，继续清理涉企收费，加大对乱收费的查处和整治力度，深化电力、石油天然气、铁路等行业改革，降低用能、物流成本。

二是激发各类市场主体活力。要推动国有资本做强做优做大，完善国企改革方案，围绕管资本为主加快转变国有资产监管机构职能，改革国有资本授权经营体制。加强国有企业党的领导和党的建设，推动国有企业完善现代企业制度，健全公司法人治理结构。要支持民营企业发展，落实保护产权政策，依法甄别纠正社会反映强烈的产权纠纷案件。全面实施并不断完善市场准入负面清单制度，破除歧视性限制和各种隐性障碍，加快构建亲清新型政商关系。

三是实施乡村振兴战略。要科学制定乡村振兴战略规划。健全城乡融合发展体制机制，清除阻碍要素下乡各种障碍。推进农业供给侧结构性改革，坚持质量兴农、绿色兴农，农业政策从增产导向转向提质导向。深化粮食收储制度改革，让收储价格更好反映市场供求，扩大轮作休耕制度试点。

四是实施区域协调发展战略。要实现基本公共服务均等化，基础设施通达程度比较均衡，人民生活水平大体相当。京津冀协同发展要以疏解北京非首都功能为重点，保持合理的职业结构，高起点、高质量编制好雄安新区规划。推进长江经济带发展要以生态优先、绿色发展为引领。要围绕“一带一路”建设，创新对外投资方式，以投资带动贸易发展、产业发展。支持革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区改善生产生活条件。推进西部大开发，加快东北等老工业基地振兴，推动中部地区崛起，支持东部地区率先推动高质量发展。科学规划粤港澳大湾区建设。提高城市群质量，推进大中小城市网络化建设，增强对农业转移人口的吸引力和承载力，加快户籍制度改革落地步伐。引导特色小镇健康发展。

五是推动形成全面开放新格局。要在开放的范围和层次上进一步拓展，更要在开放的思想观念、结构布局、体制机制上进一步拓展。有序放宽市场准入，全面实行准入前国民待遇加负面清单管理模式，继续精简负面清单，抓紧完善外资相关法律，加强知识产权保护。促进贸易平衡，更加注重提升出口质量和附加值，积极扩大进口，下调部分产品进口关税。大力发展服务贸易。继续推进自由贸易试验区改革试点。有效引导支持对外投资。

六是提高保障和改善民生水平。要针对人民群众关心的问题精准施策，着力解决中小学生学习负担重、“择校热”、“大班额”等突出问题，解决好婴幼儿照护和儿童早期教育服务问题。注重解决结构性就业矛盾，解决好性别歧视、身份歧视问题。改革完善基本养老保险制度，加快实现养老保险全国统筹。继续解决好“看病难、看病贵”问题，鼓励社会资金进入养老、医疗等领域。着力解决网上虚假信息诈骗、倒卖个人信息等突出问题。做好民生工作，要突出问题导向，尽力而为、量力而行，找准突出问题及其症结所在，周密谋划、用心操作。

七是加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。

八是加快推进生态文明建设。只有恢复绿水青山，才能使绿水青山变成金山银山。要实施好“十三五”规划确定的生态保护修复重大工程。启动大规模国土绿化行动，引导国企、民企、外企、集体、个人、社会组织等各方面资金投入，培育一批专门从事生态保护修复的专业化企业。深入实施“水十条”，全面实施“土十条”。加快生态文明体制改革，健全自然资源资产产权制度，研究建立市场化、多元化生态补偿机制，改革生态环境监管体制。

我们近期一直判断 A 股下跌将构筑双底后反弹，并且结合了境外资金通过陆股通持续大幅流入，是否能继续反弹，我们不妨再次分析其中的逻辑。回顾本次 A 股系统性风险，我们认为是短期银行间市场利率大幅上涨并且 10 月份宏观数据偏弱而导致的，并且在 12 月 8 日公布 11 月进出口数据超预期迎来了大幅反弹，随后受制于市场利率持续高位，我们判断 A 股短期将筑双底后才能迎来反弹，目前从国债到期收益率来看，5 年期、10 年期国债到期收益率逐步震荡偏弱，并且银行间利率 (shibor) 短期只有 1 月期限的上涨，其他期限的利率上涨幅度非常小，特别是 2018 年 1 月 1 日后实施的定向降准，我们判断短期市场流动性将有所改善，此时结合 11 月份出口数据大增和工业增加值回调幅度较小，在四季度预计经济韧性较强的宏观背景下，A 股迎来双底反弹的概率较大，但是其风险点在于年底因为基金产品兑现所导致的减持，或将短期 A 股的反弹增加了复杂度。

2. 行情表现

本周沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数分别变化 1.85%、-1.58% 和 -0.73%，成交量略微放大；申万一级行业方面，食品饮料、采掘、家用电器、公用事业和非银金融表现相对坚挺，钢铁、通信、计算机、传媒和综合涨幅靠后。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为 2.32%、2.30%、0.58%；品种总持仓量分别为 38631 手、20497 手、28244 手，分别较上周变化 92 手、867 手、837 手；品种总成交量分别为 13355 手、8713 手、8572 手，分别较上周变化 -12074 手、-7588 手、-8381 手。

表 2.1 股指期货一周行情回顾

代码	收盘价	昨收价	结算价	涨跌幅	期现价差	持仓量	成交量
000300	4054.60	3980.86		1.85%			
IF 当月	4069.20	3977.00	4069.40	2.32%	14.60	25532.00	11846.00
IF 次月	4070.00	3987.40	4072.00	2.07%	15.40	179.00	119.00
IF 当季	4075.20	3971.80	4074.20	2.60%	20.60	10041.00	1162.00
IF 隔季	4078.20	3970.20	4076.40	2.72%	23.60	2879.00	228.00

代码	收盘价	昨收价	结算价	涨跌幅	期现价差	持仓量	成交量
000016	2880.77	2820.17		2.15%			
IH 当月	2890.60	2825.60	2894.00	2.30%	9.83	14418.00	7895.00
IH 次月	2898.80	2843.40	2904.00	1.95%	18.03	157.00	97.00
IH 当季	2910.00	2839.80	2913.40	2.47%	29.23	4552.00	583.00
IH 隔季	2921.00	2852.40	2927.80	2.40%	40.23	1370.00	138.00

代码	收盘价	昨收价	结算价	涨跌幅	期现价差	持仓量	成交量
399905	3297.06	3266.14		0.95%			
IC 当月	6243.20	6207.00	6235.40	0.58%	2946.14	19358.00	7802.00
IC 次月	6210.80	6176.80	6204.40	0.55%	2913.74	323.00	98.00
IC 当季	6183.80	6125.80	6174.80	0.95%	2886.74	6673.00	560.00
IC 隔季	6108.60	6015.20	6102.00	1.55%	2811.54	1890.00	112.00

数据来源: wind 南华期货

注: 表中的期现价差=期货收盘价-现货收盘价

表 2.2: 申万一级行业最新市场表现

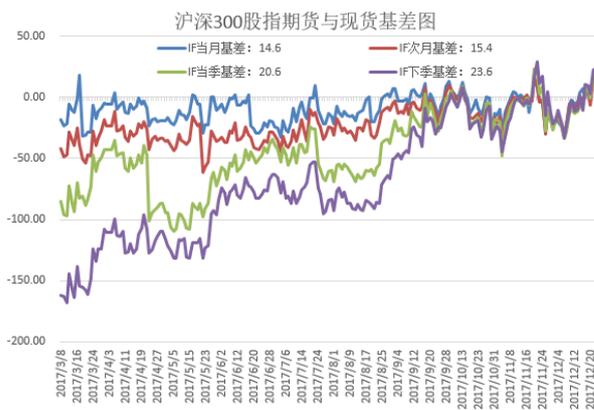
申万一级行业	1 日涨幅	周涨幅	10 日涨幅	30 日涨幅
农林牧渔	0.15%	0.37%	-0.25%	-4.82%
采掘	1.08%	2.52%	1.38%	0.40%
化工	0.32%	-0.07%	0.19%	-1.43%
钢铁	0.16%	-2.55%	-3.58%	-2.30%
有色金属	0.55%	-0.56%	-0.33%	-0.65%
电子	-0.50%	-1.30%	-2.50%	-7.59%
家用电器	0.20%	2.06%	2.99%	-4.29%
食品饮料	-0.56%	2.80%	5.18%	0.32%
纺织服装	-0.17%	-1.27%	-1.89%	-4.03%
轻工制造	-0.38%	-0.08%	-0.54%	-3.96%
医药生物	0.23%	0.33%	0.24%	-2.29%
公用事业	0.49%	0.99%	1.07%	-0.88%
交通运输	-0.17%	-0.40%	-0.31%	-1.62%
房地产	-0.08%	-0.91%	-1.41%	-3.02%
商业贸易	-0.65%	-0.92%	-0.60%	-2.02%

休闲服务	-0.44%	0.35%	-1.24%	-4.43%
综合	0.10%	-1.95%	-2.91%	-6.17%
建筑材料	0.18%	-1.07%	-1.69%	-0.89%
建筑装饰	-0.07%	-1.20%	-2.48%	-4.23%
电气设备	0.58%	-0.59%	-0.31%	-5.16%
国防军工	-0.85%	-1.89%	-2.51%	-0.36%
计算机	-0.90%	-2.28%	-2.38%	-5.71%
传媒	-0.53%	-2.03%	-2.63%	-3.40%
通信	-0.26%	-2.48%	-2.42%	-7.64%
银行	-0.66%	0.10%	-1.31%	-3.07%
非银金融	-0.98%	0.93%	-2.40%	-7.66%
汽车	0.03%	-1.03%	-1.60%	-6.72%
机械设备	-0.20%	-0.66%	-1.18%	-2.87%

3. 基差分析

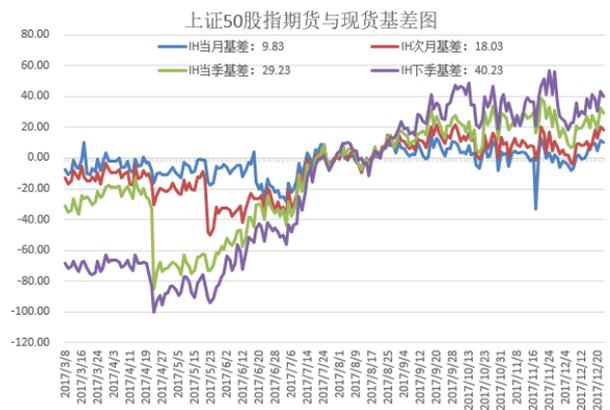
本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，本周期指交割，三大期指基差均向现货靠拢，基差逐步收窄；跨期价差方面，三大期指的价差继续走弱，预计短期期指还将探底，耐心等待企稳反弹。

图 3.1 沪深 300 股指期货与现货基差图



资料来源：wind 南华研究

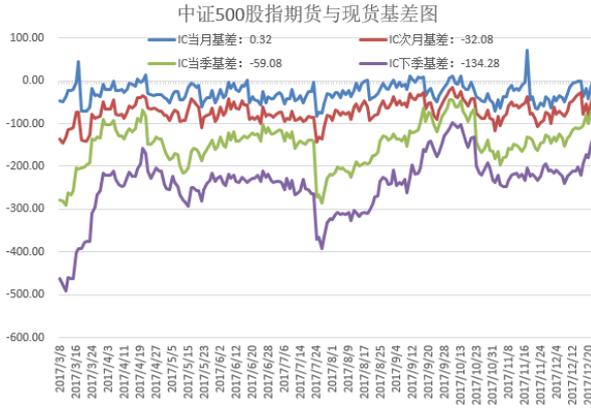
图 3.2：上证 50 股指期货与现货基差图



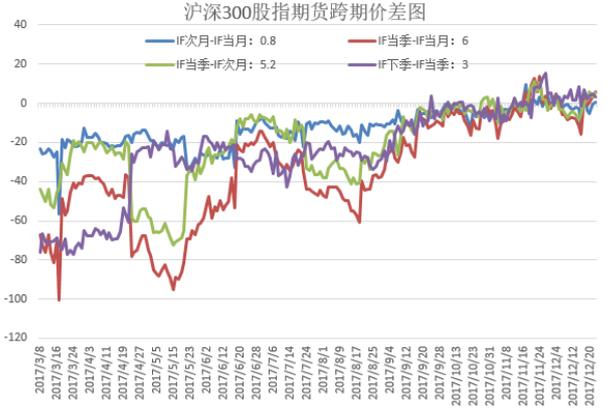
资料来源：wind 南华研究

图 3.3 中证 500 股指期货与现货基差图

图 3.4 沪深 300 股指期货跨期价差图

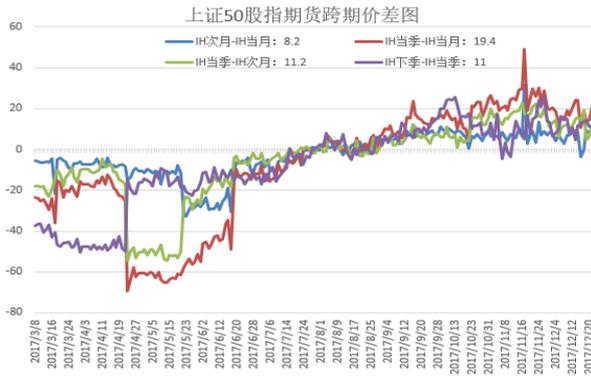


资料来源: wind 南华研究



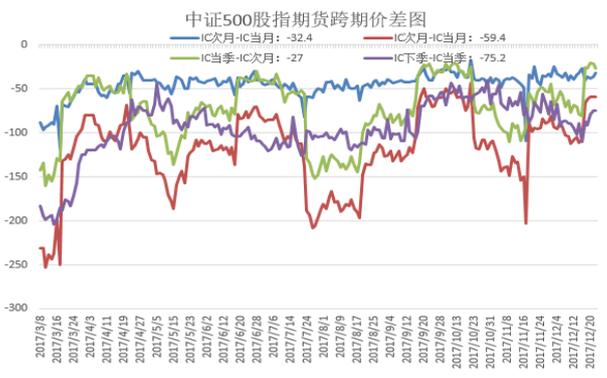
资料来源: wind 南华研究

图 3.5 上证 50 股指期货跨期价差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.6 中证 500 股指期货跨期价差图

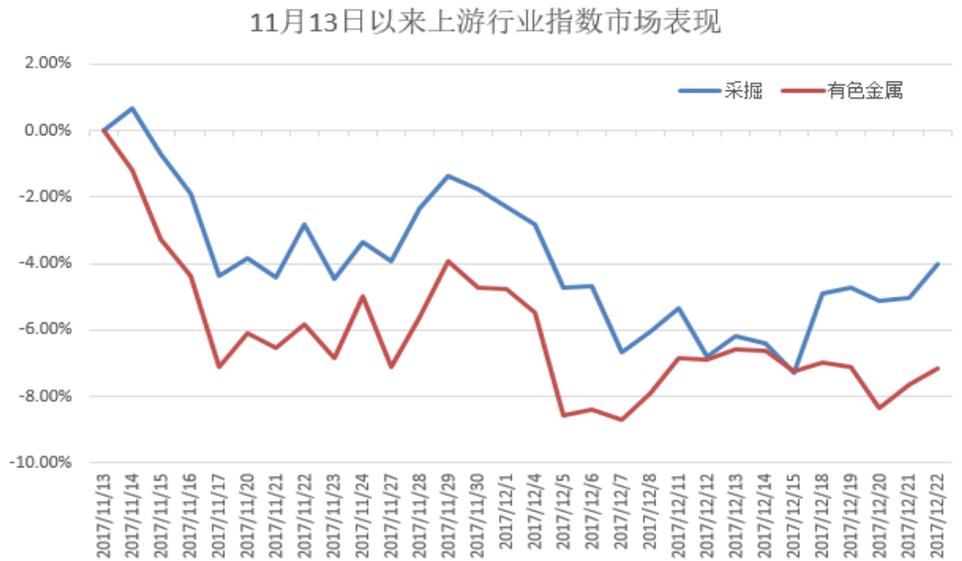


资料来源: wind 南华研究

4. 本轮下跌各行业指数的市场表现

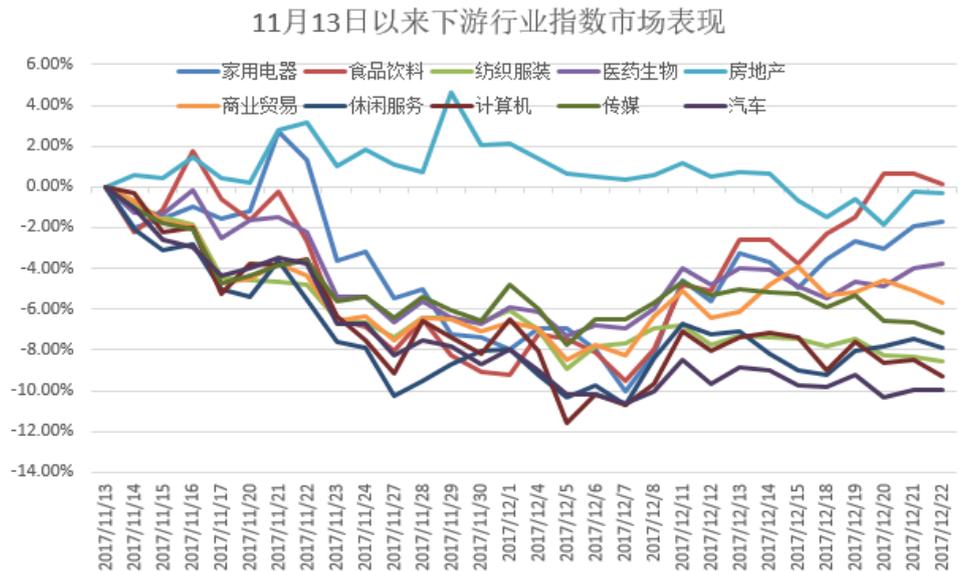
从2017年11月13日以来，A股普遍下跌，上综指最高跌幅达4.76%，我们认为此次出现了系统性下跌风险，其原因在于管理层金融降杠杆力度加大，银行间市场利率持续上涨，将压制企业中长期盈利质量，再者临近年底基金公司周期性换仓，导致获利较大的行业板块出现获利回吐，虽然11月份经济数据中出口数据亮眼，并且经济回落幅度较小，A股短暂强势反弹后依旧震荡回落。从行业上下游指数市场表现的角度看，下游行业反弹力度较大，上游、中游和服务于支撑行业还在下跌趋势当中。

图 4.14. 本轮下跌以来上游行业指数市场表现



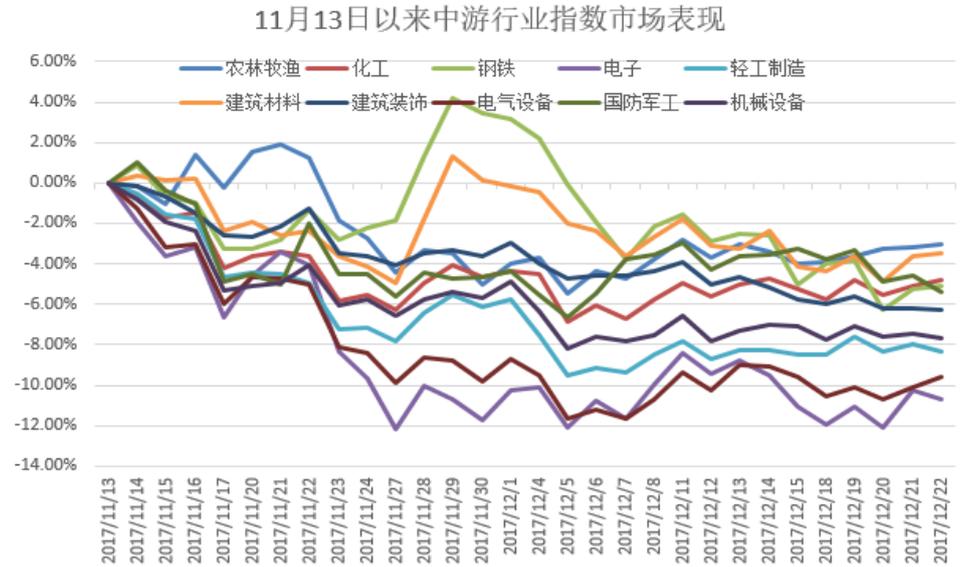
数据来源：wind，南华研究

图 4.2 本轮下跌以来中游行业指数市场表现



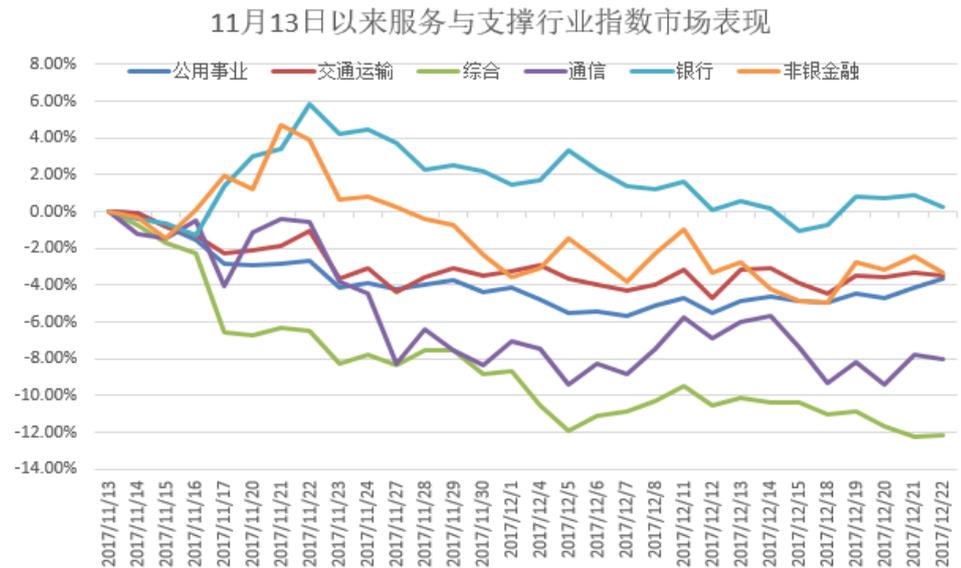
数据来源：wind，南华研究

图 4.3 本轮下跌以来下游行业指数市场表现



数据来源：wind，南华研究

图 4.4 本轮下跌以来服务与支撑行业指数市场表现

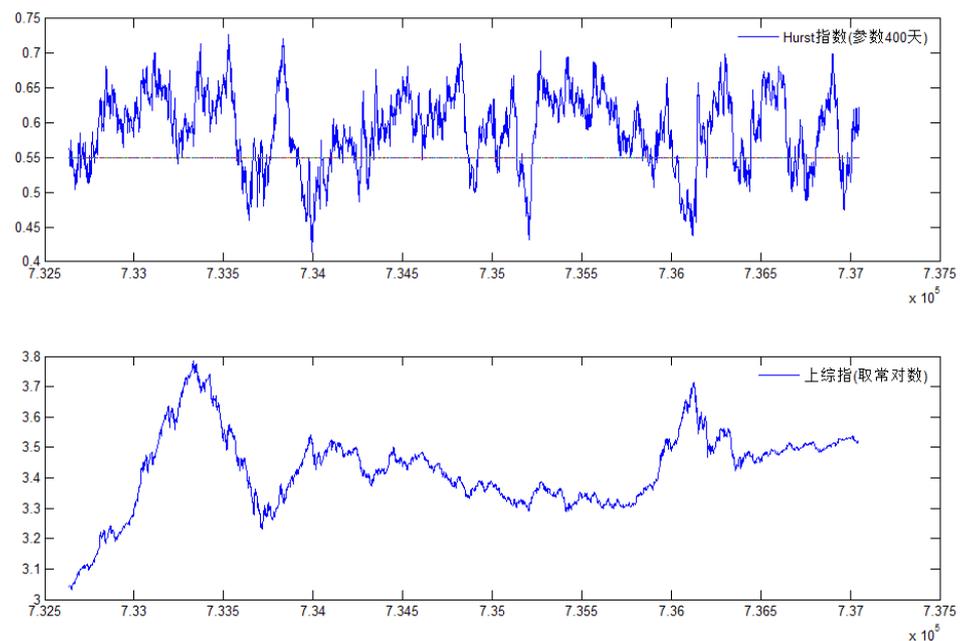


数据来源：wind，南华研究

5. Hurst 指数研判

关于 Hurst 指数在金融市场中的应用, 国内、外已经有大量的研究成果, 本人也在 2016 年 3 月份发表了《南华期货-hurst 指数:A 股中长期底部已现》, 我们从新获取了上综指历史数据, 计算其 Hurst 指数, 并且与其本身形态, 如图 4.1 所示。截止 2017 年 12 月 22 日, Hurst 指数为 0.5914, 高于 0.55, 上综指已经处于下跌趋势中, 预计中期下跌趋势还将延续, 按照 Hurst 指数判断上综指波动规则, 当前上综指已经存在中期下跌的风险, 同时我们必须注意的是, Hurst 只适合中期判断拐点, 对短期震荡波动不敏感。

图 5.1 上证综指与 Hurst 指数(截止 2017-12-22)



资料来源: wind&南华研究

Hurst 指数的应用:

- 当 $H=0.55$ 时, 时间序列为标准的随机游走, 收益率呈正态分布, 可以认为现在的价格信息对未来不会产生影响, 过去的增量和未来的增量不相关, 市场是没有记忆特征的。
- 当 $H>0.55$ 时, 存在状态持续性, 时间序列是一个持久性的或趋势增强的序列, 过去的增加的趋势预示将来整体趋势还是增加, 即如果序列前一期是向上走的, 下一期也有大于一半的概率是向上走的, 并且 H 越接近 1, 这种持久性越强, H 越接近 0.55, 趋势就越不明确。
- 当 $0<H<0.55$ 时, 时间序列是反持久性的或逆状态持续性的, 过去的增量和未来增量是负相关的, 即序列在前一个期间向上走, 那么下一期多半向下走。

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

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

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

太原营业部**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801、802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

广州营业部的地址是广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net