

期指企稳后做多!

投资要点

- 在本周的股指日报中从23日开始我们多次强调IH具有回调风险，主要判断依据在于市场利率回落、IC-IH价差接近边界地点和P/C(持仓量)接近上方临界点推断出来的。但是真的强势上涨中的回调，我们认为时间的持续是短暂的，并且我们认为目前是战略性配置成长股的时间，详细见文中分析。
- 本周上涨行业主要集中在中上游和服务与支撑行业，其中银行和非银金融领涨市场，我们认为原因在于市场利率持续上涨，并且2018年初信贷增速或有高峰期，在利差扩大的宏观背景下银行和非银金融的盈利确定性最大，这样近期就能获得更好的资金青睐。针对四季度经济韧性足，通胀预期上升的背景下，我们认为盈利确定性在于大消费板块，所以板块轮动将继续延续下去。
- Hurst指数研判：截至2018年1月26日，Hurst指数为0.5476，在0.55附近上下震荡，维持上综指将延续中期上升趋势的判断不变，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.....	4
4. 本轮下跌各行业指数的市场表现.....	6
5. Hurst 指数研判.....	8

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

A 股回调风险终于释放。在本周的股指日报中从 23 日开始我们多次强调 IH 具有回调风险，主要判断依据在于市场利率回落、IC-IH 价差接近边界地点和 P/C(持仓量) 接近上方临界点推断出来的，主要观点再次回顾如下：

- **国债期货反弹，说明市场资金暂时充裕。**5 年期、10 年期国债期货连续四天反弹，今天是普惠金融定向降准全面实施的第一天，按机构预测释放 3000 亿元的流动性，市场短期流动性相对充裕，预计中小企业获得资金压力减小，间接利好 IC 上涨，并且原油大涨和天气变冷，通胀预期上升将刺激下游需求回暖，预计市场资金风险投资情绪上升将抬升低估值成长股的投资热情；
- **IC-IH 和 IC-IF 价差接近边界低点，具有很强的反弹需求。**从跨品种套利跟踪的图 2.3.2 和图 2.3.3 可以看出，目前 IC-IH 和 IC-IF 的差价已经接近最近两年的低点边界，并且短期已经出现了一定的反弹，截止 25 日 IC-IF、IC-IH 价差分别为 2014、3222.2，较前一日上升基点分别为 9、0.6，预计短期维持上涨的概率较大；
- **P/C(持仓量) 指标短期触及上方临界点后大幅下挫，利空 IH。**P/C(持仓量) 指标其实就是获取上证 50ETF 期权中的认购持仓量和认沽持仓量，将两者的做比值，说明短期多空热度切换程度，该指标与标的指数长期成强负相关性，截止 2018 年 1 月 26 日该指标值为 1.1154 倍，期指上涨而该指标并没有同步上涨，说明短期回落风险加大，并且从波动率角度来看，29 日中国波指为 18.4905，较 26 日上涨 1.3 点，说明短期 IH 的暴跌再次引起波动率的上升(注意：中国波指大幅上涨预示着上涨 50ETF 期权大幅上涨或者大幅下跌，与国外波动率特征不一样)。

强趋势上涨的回调，注定是剧烈并且短暂的。今日证监会刊文说“紧盯借势炒作的高价股、概念股、热点股”，说明管理层将加码证券市场的违法违规行，从而击破短期快速上涨的股市泡沫，但从我们的分析框架下这仅仅是属于市场噪音，而不是影响股市的核心因素，同时我们也承认短线把握市场波动的难度是非常大的。影响目前影响股市的核心因素依旧是经济预期和市场利率，2017 年四季度 GDP 增速达 6.8%，预计 2018 年经济韧性强已经得到市场共识，剩余影响股市的重要因素就是市场利率，针对短期利率继续回调，长期利率高位震荡，所以整体趋势依旧利好主板的逻辑没有发生根本改变。再者近期影响通胀上涨的主要因素是原油价格上涨和寒冷天气而导致的菜价上涨，而这两个因素将在未来一段时间继续演绎(月底前将迎来寒冷天气，短期原油期货还有上冲惯性)，所以我们认为市场利率还将继续维持高位，所以在通胀上涨确定性较大的背景下资金寻求盈利确定性和低估值的板块，消费和金融依旧是值得配置的板块，今日消费和金融等板块的大幅调整，后续将会快速反弹，而原油相关性比较大的钢铁、煤炭在今日依旧获得资金青睐。

我们为什么看好成长股，认为目前是战略性配置成长股的最好时机？我们从估值的相对性来说明或者比较容易理解，现在很多白马股经历两年的上涨，其 PE 已经到达 30-60 倍左右，比如贵州茅台 PE 为 34.7 倍，恒瑞医药 PE 为 66.8

倍、片仔癀 PE 为 49.2 倍，当然不排除还有些白马股的 PE 依旧较低，比如家电和保险的，而很多成长股经历两年多的下跌，其 PE 目前也已经在这个范围里面，比如华天科技的 PE 为 32.4 倍、梦网集团的 PE 为 31.2 倍、东华软件的 PE 为 23.7 倍，所以我们认为部分成长股的投资价值已经显现，战略性配置正当时。

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 2.24%、1.76% 和 1.77%，成交量再次放大；申万一级行业方面，传媒、家用电器、交通运输、计算机、国防军工表现相对坚挺，电子、公用事业、综合、医药生物、化工涨幅靠后。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为 2.19%、1.76%、2.65%；品种总持仓量分别为 40806 手、25281 手、30601 手，分别较上周变化 898 手、2980 手、2822 手；品种总成交量分别为 17812 手、15385 手、8962 手，分别较上周变化-6477 手、-3614 手、-5116 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	4381.30	4285.40		2.24%			
IF 当月	4397.80	4303.60	4408.80	2.19%	16.50	19988.00	14657.00
IF 次月	4406.60	4312.00	4415.40	2.19%	25.30	16629.00	2523.00
IF 当季	4423.40	4318.40	4431.60	2.43%	42.10	3833.00	506.00
IF 隔季	4432.20	4311.20	4440.80	2.81%	50.90	356.00	126.00

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	3172.78	3117.82		1.76%			
IH 当月	3189.00	3133.80	3196.60	1.76%	16.22	14365.00	12791.00
IH 次月	3202.80	3143.80	3210.80	1.88%	30.02	8209.00	2214.00
IH 当季	3215.00	3157.00	3219.80	1.84%	42.22	2312.00	300.00
IH 隔季	3219.60	3150.60	3227.20	2.19%	46.82	395.00	80.00

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	6383.63	6272.38		1.77%			
IC 当月	6397.00	6232.00	6396.80	2.65%	13.37	16182.00	7311.00
IC 次月	6388.40	6208.20	6384.40	2.90%	4.77	10395.00	1032.00
IC 当季	6358.00	6156.00	6356.20	3.28%	-25.63	3487.00	427.00
IC 隔季	6336.40	6101.20	6331.40	3.85%	-47.23	537.00	192.00

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

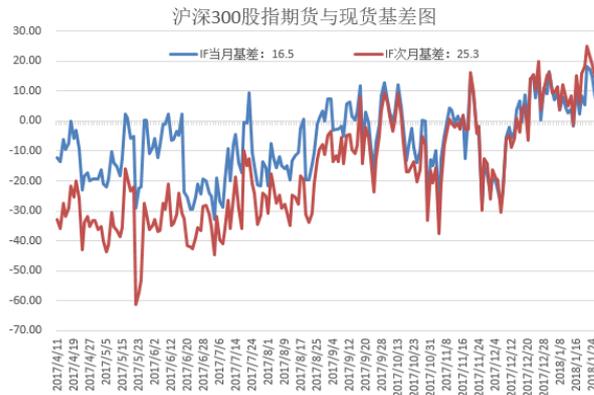
申万一级行业	1 日涨幅	周涨幅	10 日涨幅	30 日涨幅
--------	-------	-----	--------	--------

农林牧渔	0.09%	1.04%	2.66%	3.57%
采掘	-0.21%	3.04%	4.04%	8.73%
化工	-0.39%	0.62%	1.40%	4.19%
钢铁	-0.89%	2.20%	5.96%	8.59%
有色金属	-1.18%	2.31%	1.58%	4.37%
电子	-0.82%	0.33%	-0.60%	-3.20%
家用电器	1.45%	4.56%	1.70%	12.47%
食品饮料	0.76%	1.08%	-0.73%	8.91%
纺织服装	0.53%	1.06%	2.50%	2.76%
轻工制造	0.05%	0.63%	1.72%	3.39%
医药生物	-0.04%	0.48%	0.33%	1.45%
公用事业	-0.34%	0.36%	0.32%	-1.28%
交通运输	0.98%	3.78%	4.12%	4.49%
房地产	1.08%	1.38%	4.90%	17.61%
商业贸易	-0.56%	1.37%	3.17%	3.08%
休闲服务	0.52%	2.34%	3.97%	9.09%
综合	-0.56%	0.47%	1.58%	1.45%
建筑材料	1.66%	2.97%	4.62%	7.14%
建筑装饰	0.64%	1.37%	5.66%	4.48%
电气设备	-0.40%	1.54%	1.85%	-1.89%
国防军工	-0.52%	3.67%	3.29%	-0.60%
计算机	0.18%	3.75%	1.67%	1.42%
传媒	0.03%	5.24%	6.10%	4.61%
通信	-0.86%	0.78%	1.31%	-1.61%
银行	0.30%	3.33%	7.20%	12.67%
非银金融	0.53%	0.95%	3.81%	6.07%
汽车	-0.17%	1.29%	0.94%	1.42%
机械设备	-0.12%	0.86%	1.92%	0.33%

3. 基差分析

本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，三大期指远月合约的基差明显上涨；跨期价差方面，IF 和 IC 跨期价差维持震荡偏强形态，但整体依旧维持在最近平均价差区间内，预计短期期指继续维持震荡偏强走势。

图 3.1 沪深 300 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.3 中证 500 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.4 沪深 300 股指期货跨期价差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.5 上证 50 股指期货跨期价差图



图 3.6 中证 500 股指期货跨期价差图



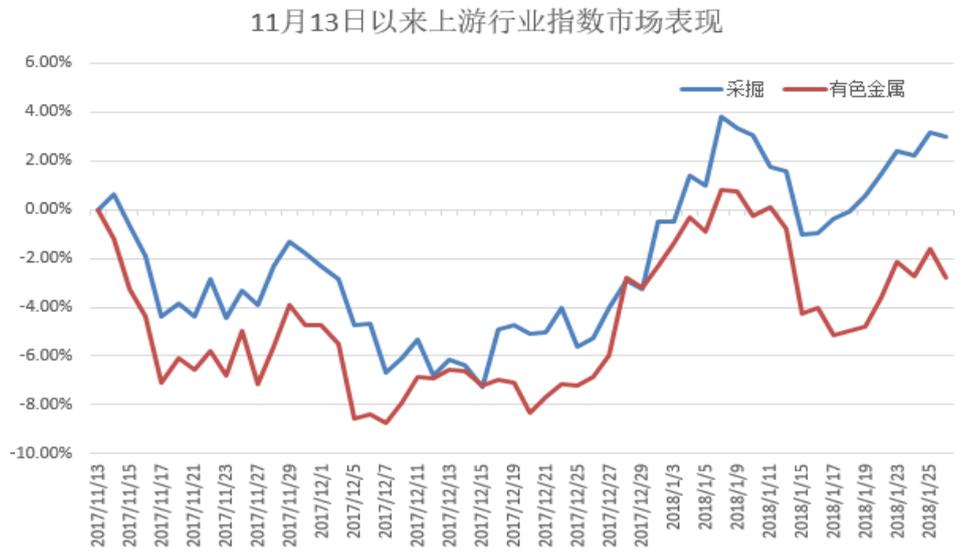
资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

4. 本轮下跌各行业指数的市场表现

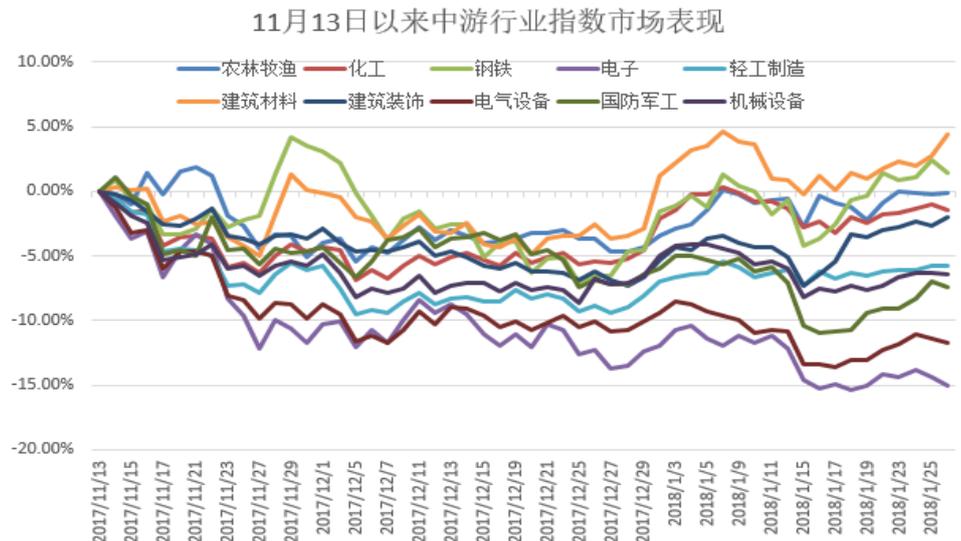
本周上涨行业主要集中在中上游和服务与支撑行业，其中银行和非银金融领涨市场，我们认为原因在于市场利率持续上涨，并且 2018 年初信贷增速或有高峰期，在利差扩大的宏观背景下银行和非银金融的盈利确定性最大，这样近期就能获得更好的资金青睐。针对四季度经济韧性足，通胀预期上升的背景下，我们认为盈利确定性在于大消费板块，所以板块轮动将继续延续下去。

图 4.14. 本轮下跌以来上游行业指数市场表现



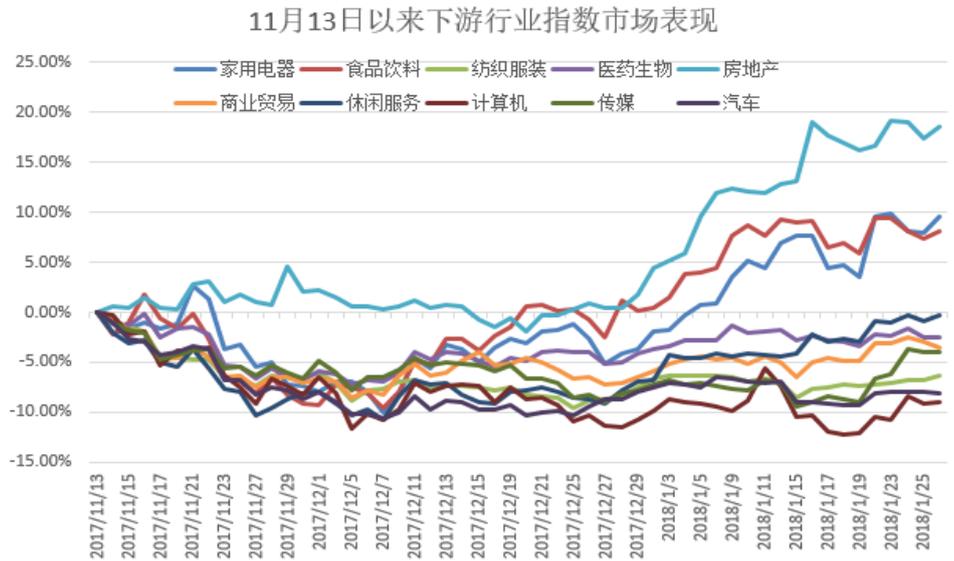
数据来源：wind，南华研究

图 4.2 本轮下跌以来中游行业指数市场表现



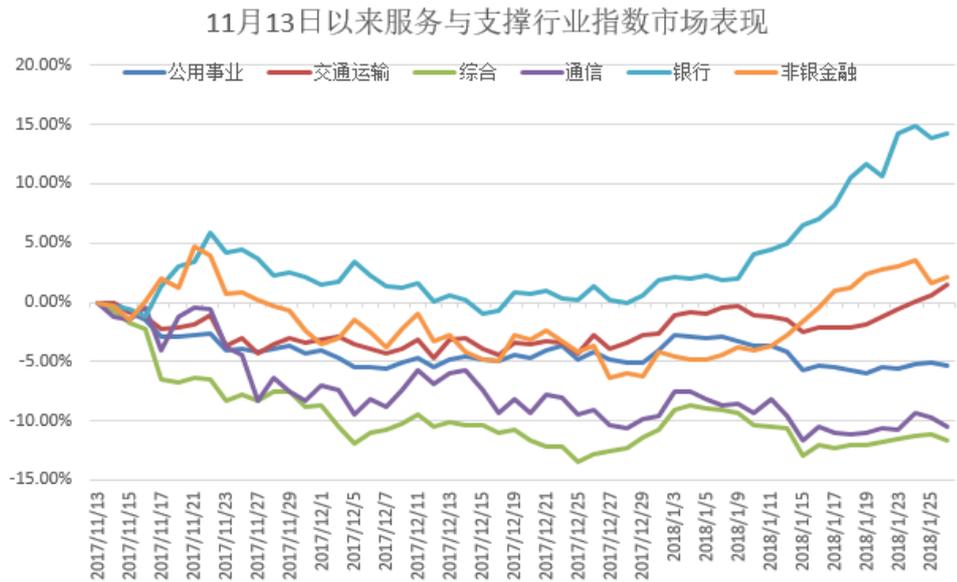
数据来源：wind，南华研究

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

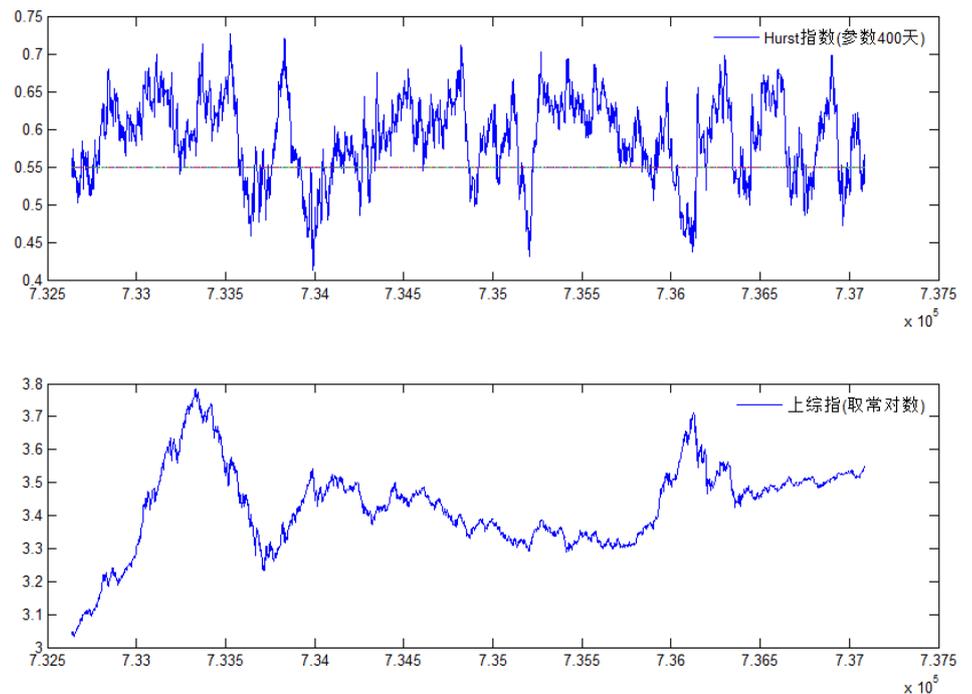


数据来源: wind, 南华研究

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 2018 年 1 月 26 日, Hurst 指数为 0.5476, 在 0.55 附近上下震荡, 维持上综指将延续中期上升趋势的判断不变, 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 2018-1-26)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

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

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