

# 蓄势反弹!

## 目录

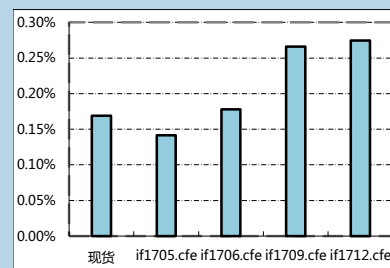
1. 期货市场表现 .....	2
1.1. 期现升贴水 .....	2
1.2. 会员持仓分析 .....	2
2. 宏观动态 .....	4
2.1. 今日宏观主题 .....	4
2.2. 银行间债市行情 .....	5
3. 沪深 300 期现主力异动追踪 .....	7
4. 波段跟踪 .....	8

### 南华期货研究所

姚永源：0755-82723950  
Z0010046

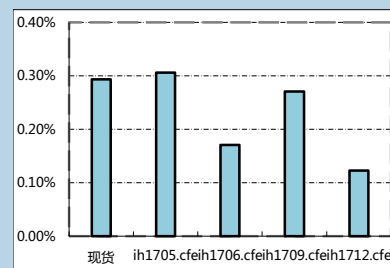
章睿哲：010-83162239  
助理研究员

### 沪深 300 现货及期货涨跌幅情况



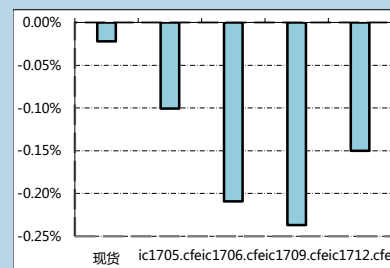
资料来源：Wind 南华研究

### 上证 50 现货及期货涨跌幅情况



资料来源：Wind 南华研究

### 中证 500 现货及期货涨跌幅情况



资料来源：Wind 南华研究

## 1. 期货市场表现

### 1.1. 期现升贴水

表 1.1 各股指期货合约升贴水

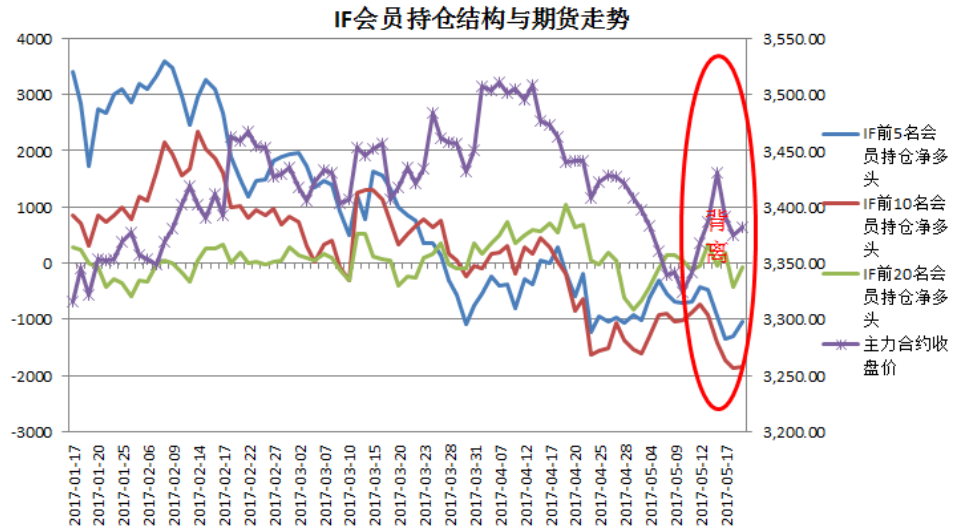
IF.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	5.29	3.60	8.60	7.60
涨跌幅	0.14%	0.18%	0.27%	0.27%
贴水	-5.25	-22.05	-86.85	-115.65
贴水率	-0.15%	-0.65%	-2.55%	-3.40%
IH.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	7.06	3.80	5.40	4.80
涨跌幅	0.31%	0.17%	0.27%	0.12%
贴水	-1.66	-13.26	-63.26	-81.86
贴水率	-0.07%	-0.56%	-2.68%	-3.47%
IC.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	-6.56	-9.60	-12.60	-9.80
涨跌幅	-0.10%	-0.21%	-0.24%	-0.15%
贴水	-10.98	-61.38	-167.78	-256.18
贴水率	-0.18%	-1.03%	-2.81%	-4.29%

数据来源: wind, 南华研究

### 1.2. 会员持仓分析

截至 2017 年 5 月 19 日, IF 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员多头分别持仓 12842 张、18924 张、25973 张, 较前日变化-970 张、-1757 张、-2610 张, 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员空头分别持仓 13893 张、20764 张、26048 张, 较前日变化了-1209 张、-1796 张、-2959 张; 净头寸方面, 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员持仓净多头分别为-1051、-1840、-75, 净持仓上看依旧处于空头占优格局, 但有明显的反弹迹象。

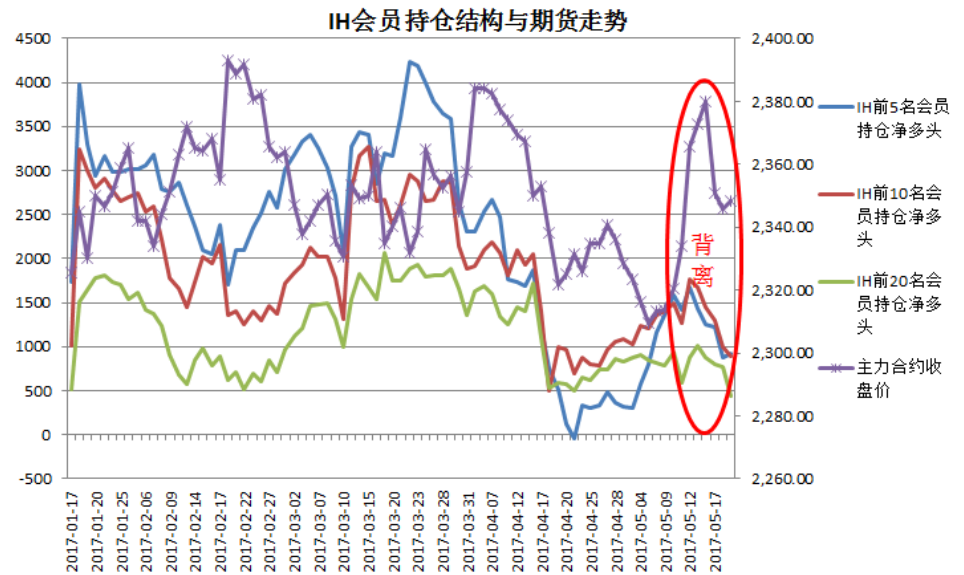
图 1.2.1 IF 会员持仓结构与期货走势图



数据来源：wind，南华研究

截至2017年5月19日，IH前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓9728张、13209张、16586张，较前日变化-1236张、-1719张、-2115张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓8812张、12312张、16148张，较前日变化了-1274张、-1613张、-1788张；净头寸方面，前5名会员、前10名会员、前20名会员持仓净多头分别为916、897、438，净持仓上看依旧处于多头占优格局，但明显趋势处于下降中。

图 1.2.2 IH 会员持仓结构与期货走势图

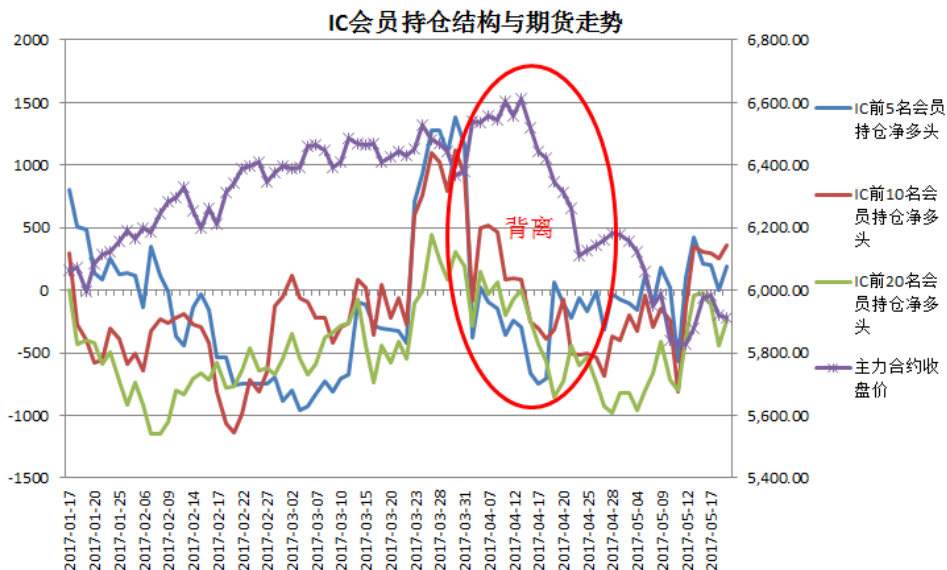


数据来源：wind，南华研究

截至2017年5月19日，IC前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓9403张、14139张、19607张，较前日变化-711张、-1251张、-1916张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓9208张、13783张、19845张，较前日变化了-905张、-1351张、-2117张；净头寸方面，前5名会员、前10名会员、前20名会员持仓净多头分别为195、356、

-238，净持仓有反弹迹象。

图 1.2.3 IC 会员持仓结构与期货走势图



数据来源：wind，南华研究

## 2. 宏观动态

### 2.1. 今日宏观主题

#### 商业银行“缩表”进行时

货币创造是央行和商业银行共同作用的结果，今年总体至今，央行资产负债表减少，商业银行和影子银行体系资产负债表收缩压力更大，货币创造削弱，货币政策还是中性偏紧。一季度央行缩表主要体现为对其他存款向公司资金融出量的主动减少，旨在金融去杠杆。商业银行承压，市场流动性紧张。央行为了缓和流动性压力进行公开市场操作，4月扩表对冲商业银行缩表的影响，稳定货币体系，温和去杠杆。央行资产从1月的34.83万亿收缩到3月的33.74万亿，下降约1.1万亿。其中，2、3月份，央行资产负债表分别下降2700亿和8100亿，主要是对其他存款性公司债权下降2800亿和7700亿。4月央行总资产增加了3943亿，其中，对其他存款性公司债权增加了3850亿，尚不能弥补2、3月下降幅度，表明金融去杠杆的方向并没有转向。

商业银行缩表。从2017年2月开始，连续3个月股权及其他投资的环比增加额不足1500亿元，而在16年全年的大部分时间中，该项的环比增加额一直超过5000亿元。因此，银行体系前期利用同业业务大肆信用扩张的进程可能已经告一段落。4月份的其他存款性公司资产负债表在两点上出现了变化：首先，在央行重回扩表的情况下，商业银行反而走向缩表，与央行背道而驰，反映了银行信用扩张的放缓；其次，银行体系总资产增速向社融增速收敛，说明在监管趋严下，资金“脱实向虚”现象或有所收敛。商业银行体系缩表，比

央行扩表更加值得关注，其背后可能有两方面原因，主动原因在于监管趋严，银行部分业务(如非标业务等)停滞，其主要应对的是银行过快无序信用扩张。从 2015 年开始，商业银行资产负债表一直扩张，即使在央行资产负债表收缩的时期，其他存款性公司的资产负债表也从未下降；同样从 2015 年开始，银行体系总资产同比增速开始超过社融存量同比增速，银行同业业务和委外业务的发展功不可没。被动原因可能在于实体经济融资需求趋弱，这与 4 月份宏观数据的回落是一致的。

信用收缩和融资成本上升。银行业主导的信用缩表，尤其体现在资产负债表外业务的快速削减。由于过去几年中国经济的信用扩张基本上靠表外扩张完成的，这次突如其来的表外收缩的冲击比数字上可以看到的更凶猛。信用断流对经济和房地产业所构成的风险，可能比资金成本上涨更大。信用债成本的飙升和集资能力下降。过去两年，中国经济的整体杠杆水平还在上升，不过将集资平台从理财产品移向信用债使得资金成本大幅下降，集资也更规范。信用债市场环境突变，可能令严重依靠借新债还旧债的部分企业的违约风险大幅上升。同时，储蓄增长明显放缓，银行争夺存款之战一触即发，货币环境正常化正在由货币市场的“假加息”，传导向实体经济的真加息。

资产价格下跌。近期中国经济正在面临一场突如其来的流动性短缺，主要涉及的正是银行的表外业务收缩，其烈度可能比数据所表现出来的更高，债市股市的表现折射出信用环境的改变。商业银行“缩表”加剧资金的紧张，事实上等于减少了货币衍生的渠道和规模。由此，债市、股市、期市和楼市的压力将持续加大。在这一轮退潮中，中小银行不仅资产规模会缩小，风险点会暴露，内部腐败造成的黑洞会被揭穿，潜在亏损也会兑现。货币环境正常化、防范金融风险、加强监管力度、肃清金融腐败，长远看都是好事，乃是防范系统性风险所必需。不过各部门纷纷推出的措施，却在制造一个叠加共振效应，有可能导致信用环境的矫枉过正，资产价格的下跌反而成为制造新风险的源头。

综上所述，二季度开始，随着金融去杠杆的推进，商业银行开始缩表，导致信用收缩和融资成本上升，资产价格下跌。

## 2.2. 银行间债市行情

5 月 18 日，今日债券市场指数小幅下跌，其中不包含利息再投资的中债综合指数（净价）100.7287，下跌 0.0333%，而包含利息再投资的中债综合指数（财富）172.1192，下跌 0.0206%。全市场平均到期收益率为 4.0944%，平均市值法到期收益率为 4.0294%，平均市值法久期为 3.9267。

今日利率债市场收益率仍有上行，但幅度较昨日趋缓。早盘国开续发 1、7、10 年期，中标利率整体小幅上行。截止日终，国债、国开债收益率曲线除个别期限外整体上行 1-3BP；农发行债、进出口行债收益率曲线整体上行 1-4BP。

具体来看，国债曲线 3 年期 170002 带动曲线对应期限上行 6BP 至 3.14%；5 年期 170007 带动曲线对应期限上行 1BP 至 3.26%；7 年期 170006 带动曲线对应期限上行 3BP 至 3.41%；10 年期 170004 带动曲线对应期限下行 1BP 至 3.41%；30 年期 170005 带动曲线对应期限上行 2BP 至 3.82%。

国开债曲线小幅上行,5年期160218带动曲线对应期限上行3BP至4.16%;7年期170201带动曲线对应期限上行4BP至4.29%;10年期170210带动曲线对应期限稳定在4.12%。

农发行债曲线小幅上行,3年期170402带动曲线对应期限上行2BP至4.04%;10年期170405带动曲线对应期限上行2BP至4.29%。

进出口行债曲线小幅上行,5年期170304带动曲线对应期限上行4BP至4.15%;10年期170303带动曲线对应期限上行1BP至4.29%。

地方政府债方面,地方政府债AAA曲线6、9年期在市场价格带动下分别收至3.95%、4.0%。

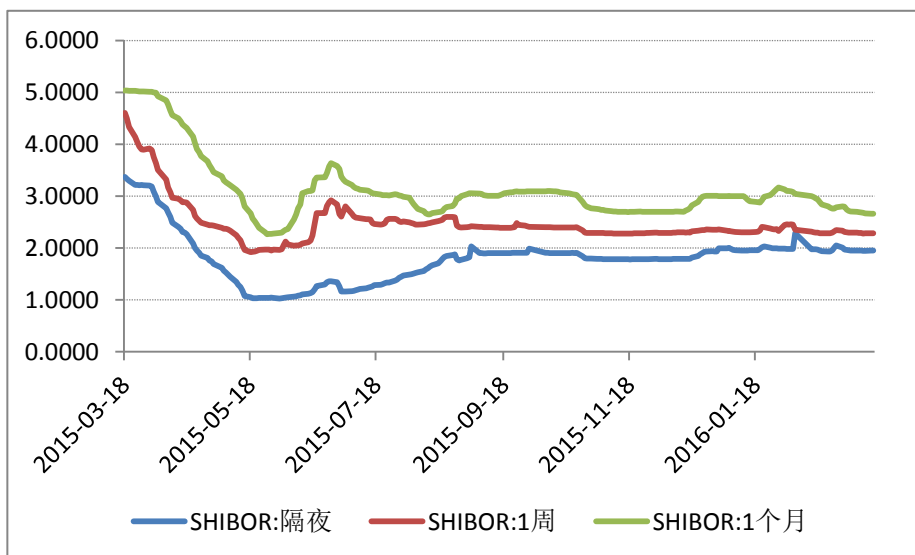
**【信用品种】**今日信用收益率继续上行。具体来看,中债中短期票据收益率曲线(AAA)3M期限收益率上行2BP至3.94%,6M期限收益率上行3BP至4.16%,1年期收益率上行6BP至4.37%。中债中短期票据收益率曲线(AAA)3年期收益率上行5BP至4.48%,5年期收益率上行3BP至4.53%水平。

今日商业银行普通债曲线短端收益率普遍上涨。具体来看,中债商业银行普通债收益率曲线(AAA)14d期限上行19BP至3.47%的水平,1M期限上行7BP至3.96%的水平,3M期限上行9BP至4.33%的水平,6M期限上行5BP至4.35%的水平。

今日城投债曲线收益率整体上行。具体来看,中债城投债收益率曲线(AAA)3M上行4BP至4.15%,3年期上行5BP至4.55%,5年期上行5BP至4.64%。中债城投债收益率曲线(AA)2年期上行7BP至4.83%的水平。

**【交易所】**今日交易所竞价交易总成交额约60亿元,较上一交易日有所缩量。高等级公司债市场收益率较前一交易日上行约2BP;中低等级公司债市场收益率平均较前日上行约2BP。16茂业02(136137)等券成交活跃,收益率有所上行。

图 2.2.1 美元兑人民币(CNH):即期汇率定盘价



数据来源:南华研究

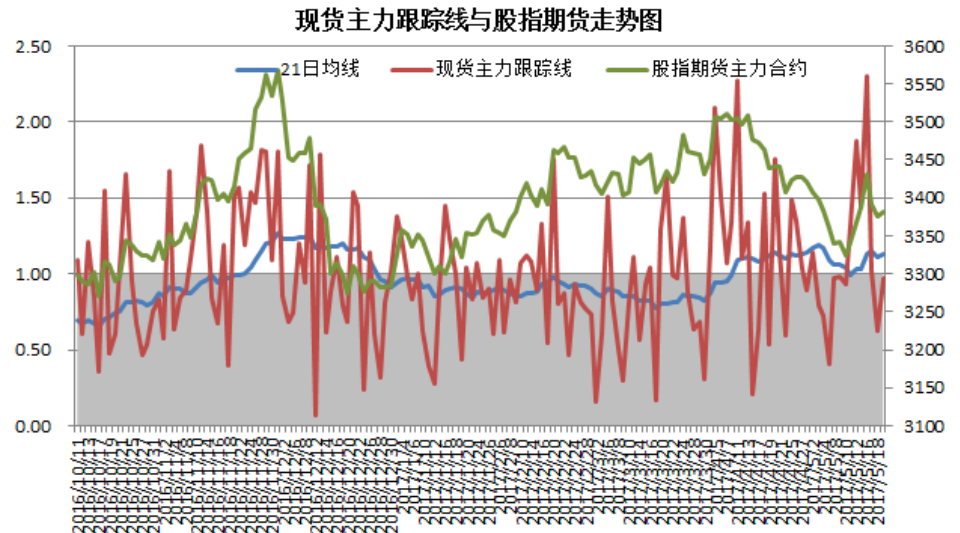
南华期货研究所宏观经济研究中心 黎敏

### 3. 沪深 300 期现主力异动追踪

股指期货和现货的价格联动是相互的，分析现货主力和股指的关系，起到更精准的发掘投资机会。本节通过计算现货主力跟踪线，基于统计概率的理念把握其极值点，当现货主力跟踪线低于 1，说明很不活跃，期货和现货将保持向下趋势，可以顺势做空期货，或者做期现套保；当现货主力跟踪线高于 1，说明主力资金积极推高现货市场，趋势向上，可以顺势做多期货，或者可以融券做空股票做多期货进行期现套利。

- 1) 由图 2.2.1 可见，截止 2017 年 5 月 19 日现货主力跟踪值为 0.97，相比昨天的 0.62 小幅反弹，略小于观察值 1，说明现货主力资金活跃度偏弱。沪深 300 指数略微低开后，全天围绕昨收价上下窄幅横盘震荡。板块方面，石油、电力、商贸代理、电脑设备、供气供热等板块涨幅居前，环境保护、互联网、造纸、保险、元器件等板块跌幅居前；
- 2) 今日股指期货相对昨日结算价小幅高开后，全天在昨收价上方窄幅横盘震荡。今日沪深 300 指数缩量盘整，短期反弹趋势犹在，建议做多股指期货同时融券卖出跌幅居前 50 名股票；

图 2.2.1 现货主力跟踪线与股指期货走势图



数据来源：Tinysoft，南华研究

附注：现货主力跟踪线 =  $\sum$  前 115 名股票的流通市值 \* 涨跌幅 / 沪深 300 流通市值。其中，取前 115 名股票列表，是按每个股票流通市值 \* 涨跌幅降序排列得到的，而 115 是基于自然法则取值。

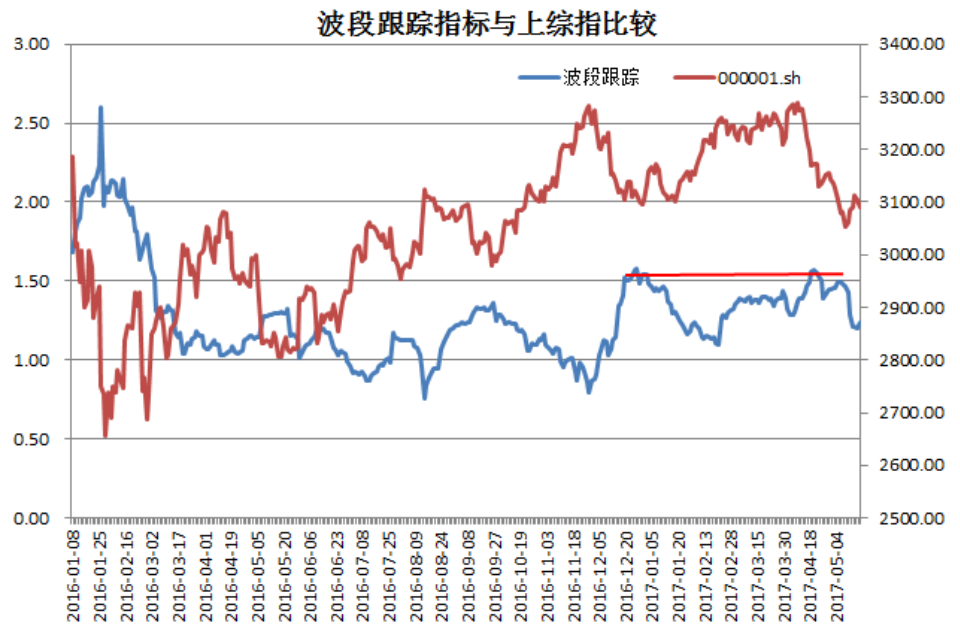
南华期货研究所产品创新研究中心 姚永源

## 4. 波段跟踪

波段跟踪指标主要依据上证 50ETF 期权多空持仓量，通过一定的统计分析运算得到的，该指标独立于行情价格走势，纯粹是期权多空双方博弈得到的结果，并且从曲线上看与现货指数呈强反比例关系（正常波动范围是 1.0 到 1.5 之间），结合行情和技术分析可以比较准确的把握市场波动。

4 月 19 日波段指标触及前期峰值后开始震荡下跌，随着近两日现货大幅反弹，该指标大幅下挫，按波段周期还有一定的下跌空间，耐心等待止跌信号，建议投资者继续持有现货指数。

图 2.2.1 现货主力跟踪线与股指期货走势图



数据来源：wind，南华研究



# 南华期货分支机构

## 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

## 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、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 1003  
电话: 022-28378072

## 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: 021-50431979

## 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

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

**海宁营业部**

海宁市钱江西路238号广隆财富中心1号楼301、302、312、313室  
电话：0573-80703000

**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。

## 南华期货研究所六大研发中心

### 基础产品研究中心

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
电话: 0571-87839262 传真: 0571-88393740

### 金融研究中心

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 农产品研究中心

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 产品创新研究中心

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 宏观经济研究中心

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
电话: 010-63152104 传真: 010-63150526

### 境外期货研究中心

杭州西湖大道 193 号定安名都 2 层  
电话: 0571-87839340 传真: 0571-87839360



公司总部地址: 杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编: 310002

全国统一客服热线: 400 8888 910

网址: [www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)