

震荡筑底！

摘要

投资要点

- 本周沪深300指数、上证50指数和中证500指数变化0.55%、-0.58%和1.90%，成交量略微下降，IF当月合约、IH当月合约、IC当月合约涨幅分别为0.93%、-0.25%、2.35%。本周IF、IH、IC的基差低位横盘震荡，有明显的收窄迹象；跨期价差方面，IF、IH、IC的价差缓慢回稳，预计短期整体市场震荡筑底。
- **操作建议：**
市场结构性行情继续轮番上演。短期上看，A股回调整整1个月，短期会出现技术性反弹，行业相对强弱指标显示当前资金仍然偏好于沪深300指数，行业配置主要集中在可选、消费、医药和公用；中长周期来看，由于商品房销售周期、商品房房价周期开启下降通道，房地产投资周期因为政策调控依旧处于上升通道(从时间滞后性角度看产生了一定的背离)，预计后期将逐步回归下降通道，这样整体经济将处于再次收缩期，不利于A股上涨。

南华期货研究所

姚永源：0755-82723950

Z0010046

杨洋：0755-82777919

助理研究员

目录

1. 一周回顾.....	3
1.1. 行情表现.....	3
1.2. 重要宏观事件回顾	4
2. 基差分析.....	6
3. 行业相对强弱	8
4. 商品房价格回调的数据简评.....	10
5. 动量因子 Alpha 策略.....	12
5.1. 策略框架.....	12
5.2. 组合描述.....	13
5.3. 策略跟踪.....	13

1. 一周回顾

1.1. 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 0.55%、-0.58% 和 1.90%，成交量略微下降；申万一级行业方面，采掘、食品饮料、公用事业、综合、医药生物表现相对坚挺，建筑装饰、国防军工、家用电器、银行、非银金融涨幅靠后。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为 0.93%、-0.25%、2.35%；品种总持仓量分别为 40751 手、26603 手、33919 手，分别较上周变化-5132 手、-3262 手、-2595 手；品种总成交量分别为 18081 手、8374 手、16440 手，分别较上周变化-1067 手、-3426 手、-651 手。

表 1.1.1 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	3403.85	3385.38		0.55%			
IF 当月	3398.60	3367.20	3399.09	0.93%	-5.25	0.00	4794.00
IF 次月	3381.80	3346.80	3379.40	1.05%	-22.05	32944.00	12395.00
IF 当季	3317.00	3278.00	3316.80	1.19%	-86.85	6525.00	754.00
IF 隔季	3288.20	3254.80	3286.80	1.03%	-115.65	1282.00	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
000016	2361.66	2375.45		-0.58%			
IH 当月	2360.00	2365.80	2359.86	-0.25%	-1.66	0.00	2937.00
IH 次月	2348.40	2355.00	2348.20	-0.28%	-13.26	19593.00	4948.00
IH 当季	2298.40	2300.40	2297.60	-0.09%	-63.26	6074.00	391.00
IH 隔季	2279.80	2288.20	2281.80	-0.37%	-81.86	936.00	98.00

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	5974.98	5863.78		1.90%			
IC 当月	5964.00	5827.20	5963.44	2.35%	-10.98	0.00	3975.00
IC 次月	5913.60	5771.40	5916.40	2.46%	-61.38	25906.00	11508.00
IC 当季	5807.20	5649.60	5808.40	2.79%	-167.78	6290.00	820.00
IC 隔季	5718.80	5579.80	5717.60	2.49%	-256.18	1723.00	137.00

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

A 股持续大幅调整一个月，目前有止跌反弹迹象。该月中中证 300 指数较沪深 300 指数跌幅更大，截至 2017 年 5 月 19 日 IC/IF 值为 1.75，从大小盘轮动角度上分析，中、短期 A 股反弹有望中证 500 指数领先沪深 300 指数，建议做多中证 500 指数期货同时做空沪深 300 指数期货，耐心等待均值回归后获利出局。

图 1.1.1 中证 500 期货与沪深 300 期货比值



数据来源：wind，南华研究

1.2. 重要宏观事件回顾

【证监会首提全面禁止通道业务，针对的是整个资管行业】

在 5 月 19 日的新闻发布会上，发言人张晓军首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。接近监管人士向财新记者表示，上述表述虽然是在谈及新沃基金后提出，但实际针对的不仅仅是基金行业，而是整个资管行业，包括券商资管、基金公司及其基金子公司的通道业务

【住建部：房企取得预售许可证后十日内应全部公开对外销售】

中国住建部就住房租赁和销售管理条例征求意见，房企取得预售许可证后十日内应全部公开对外销售。房企在住房销售中不得通过捏造或者散布涨价信息等方式恶意炒作、哄抬房价，不得捂盘惜售或者变相囤积房源，不得为买受人垫付首付或者以分期等形式变相垫付首付等。

【六部委联合发文：7 月 1 日起对非居民金融账户涉税信息尽职调查】

财政部发布《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》，7 月 1 日起，我国境内金融机构将对存款账户、托管账户、投资机构的股权权益或债权权益以及具有现金价值的保险合同或年金合同开展尽职调查。这些账户不论金额大小，都应通过尽职调查识别账户持有人是否为非居民。要求金融机构在 2017 年年底对存量个人高净值账户完成尽职调查、2018 年年底对存量个人低净值账户尽职调查。

【中国 4 月实际使用外资金额 599.1 亿元】

中国 4 月实际使用外资金额 599.1 亿元，同比下滑 4.3%；3 月为增长 6.7%；1-4 月实际使用外资金额 2864.1 亿元，同比下滑 0.1%；1-3 月为增长 1%。

【新华社发布中共中央、国务院对海域天然气水合物试采成功的贺电】

中国可燃冰试采成功对推动能源生产和消费革命有重要影响。中国希望促进天然气水合物勘查开采产业化进程。

【美国 4 月工业产出环比 1%】

美国 4 月工业产出环比 1%，为 2014 年 2 月以来新高，预期 0.4%，前值 0.5%修正为 0.4%，其中 4 月制造业产出环比 1%，预期 0.4%，前值-0.4%；美国 4 月设备使用率 76.7%，预期 76.3%，前值 76.1%。

【中国央行：4 月外汇占款减少 420 亿元】

中国央行：4 月外汇占款减少 420 亿元至 21.6 万亿元，连续 18 个月下降；3 月减少 546.91 亿元。

【统计局：前 4 个月国内工业机器人产量同比增长五成】

国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长邢志宏表示，1-4 月份，工业机器人的产量同比增长了 51.7%，SUV 汽车产量增长 21.7%，太阳能电池增长 18.2%，智能手机产量增长 10.9%。另外，共享单车、在线教育、智慧医疗等一些新的服务方兴未艾。

【中国 4 月份粗钢产量同比增长 4.9%】

中国 4 月份粗钢产量同比增长 4.9%至 7280 万吨，继续刷新纪录新高；中国 3 月份粗钢产量同比增长 1.8%。

【中国 4 月原油产量同比减少 3.7%】

中国 4 月原油产量同比减少 3.7%至 1599 万吨，创 2016 年 9 月以来新低。

【1-4 月全国房地产开发投资增速 9.3% 比 1-3 月提高 0.2%】

1-4 月份，全国房地产开发投资 27732 亿元，同比名义增长 9.3%，增速比 1-3 月份提高 0.2 个百分点；1-4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 654054 万平方米，同比增长 3.1%，增速与 1-3 月份持平；1-4 月份，商品房销售面积 41655 万平方米，同比增长 15.7%，增速比 1-3 月份回落 3.8 个百分点；4 月末，商品房待售面积 67469 万平方米，比 3 月末减少 1341 万平方米。

【中国 4 月发电量同比增长 5.4%】

中国 4 月发电量同比增长 5.4%至 4767 亿千瓦时，1-3 月发电量同比增长 7.2%。

【统计局：1-4 月份，民间固定资产投资 88053 亿元】

统计局：1-4 月份，民间固定资产投资 88053 亿元，同比名义增长 6.9%，增速比 1-3 月份低 0.8 个百分点。民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 61%。

【中国 1-4 月规模以上工业增加值同比 6.7%】

中国 1-4 月规模以上工业增加值同比 6.7%，预期 6.9%，前值 6.8%；4 月规模以上工业增加值同比 6.5%，预期 7%，前值 7.6%。

【中国 4 月社会消费品零售总额同比 10.7%】

中国 4 月社会消费品零售总额同比 10.7%，预期 10.9%，前值 10.9%；1-4 月社会消费品零售总额同比 10.2%，预期 10.2%，前值 10%。

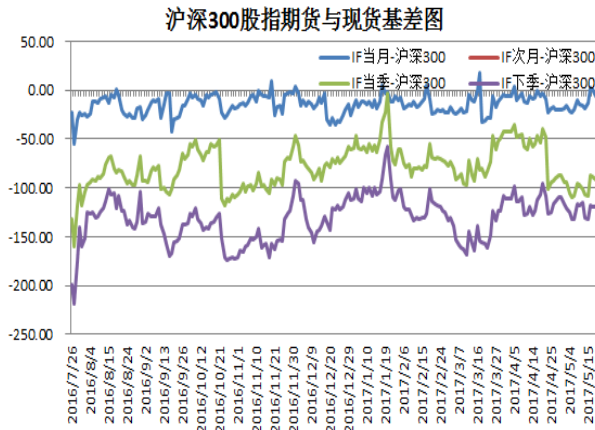
【中国 1-4 月城镇固定资产投资同比 8.9%】

中国 1-4 月城镇固定资产投资同比 8.9%，预期 9.1%，前值 9.2%。

2. 基差分析

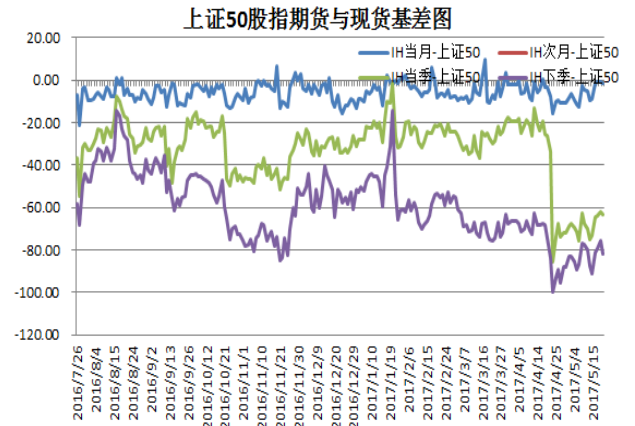
本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，本周 IF、IH、IC 的基差低位横盘震荡，有明显的收窄迹象；跨期价差方面，IF、IH、IC 的价差缓慢回稳，预计短期整体市场震荡筑底。

图 1.2.1：沪深 300 股指期货与现货基差图



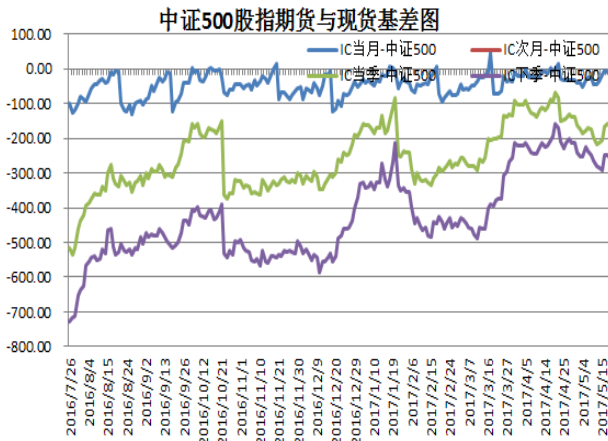
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.2：上证 50 股指期货跨月价差图



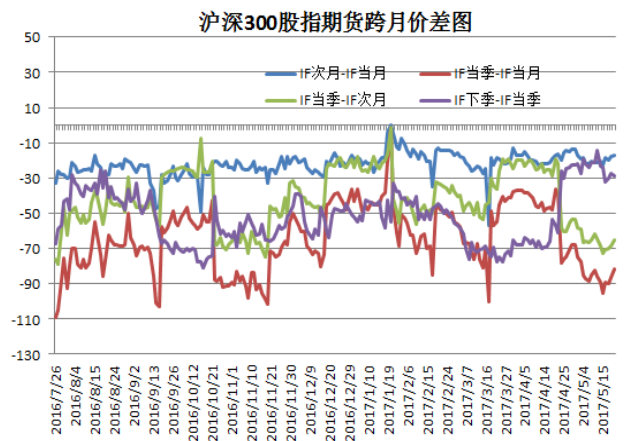
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.3：中证 500 股指期货与现货基差图



资料来源：wind 南华研究

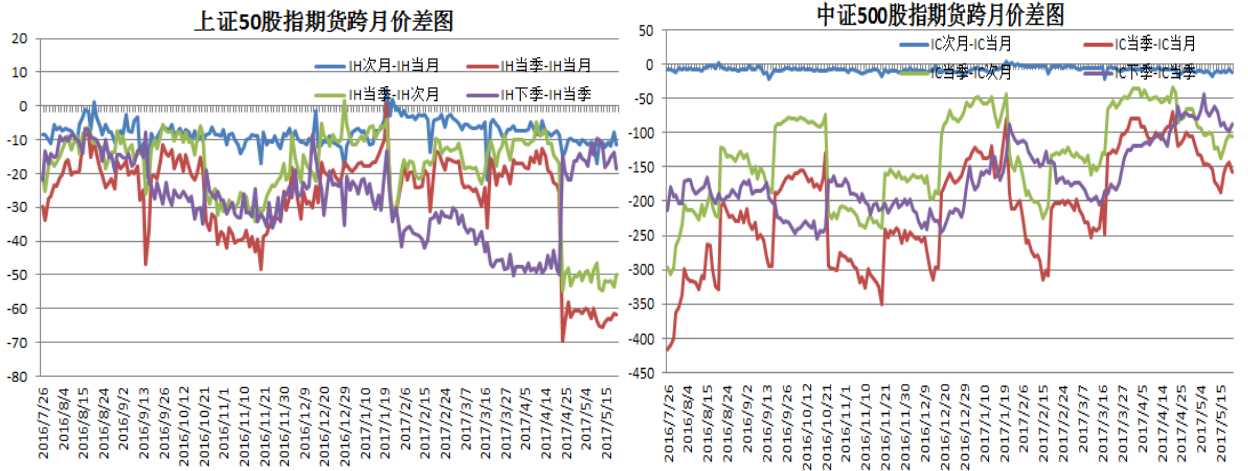
图 1.2.4：沪深 300 股指期货跨月价差图



资料来源：wind 南华研究

图 1.2.5：上证 50 股指期货跨月价差图

图 1.2.6：中证 500 股指期货跨月价差图



资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

3. 行业相对强弱

行业相对强弱主要是行业指数相对标的指数的绝对强弱，用以考察一段时间资金主要集中在炒作哪些行业，便于跟踪且行业资产配置。

截至 2017 年 5 月 19 日沪深 300 行业指数、中证 500 行业指数分别相对于沪深 300 指数、中证 500 指数移动累计涨幅，如下表 3.1 所示。

表 3.1 行业指数相对标的指数移动累计涨幅

300 能源	300 材料	300 工业	300 可选	300 消费	300 医药	300 金融	300 信息	300 电信	300 公用
2.09%	1.11%	-1.86%	4.75%	20.56%	13.77%	-5.66%	-3.06%	10.76%	11.91%
500 原料	500 工业	500 医药	500 信息	500 能源	500 可选	500 消费	500 信息	500 电信	500 公用
1.74%	2.11%	-0.66%	-3.13%	-11.06%	-0.89%	4.99%	0.11%	2.87%	-6.57%

从表 3.1 中我们可以看到，300 可选、300 消费、300 医药、300 电信和 300 公用相对沪深 300 指数强势，500 原料、500 工业、500 消费、500 电信相对中证 500 指数强势，并且我们结合它们的历史走势，如图 3.1.1 和图 3.1.2，发现 300 可选、300 消费、300 医药和 300 公用依旧强势向上，而 300 电信却已经高位回落，500 消费依旧维持强势上涨，而 500 工业、500 原料、500 信息和 500 电信却拐头向下，说明 A 股回调整整 1 个月，当前资金仍然偏好于沪深 300 指数，行业配置主要集中在可选、消费、医药和公用。

图 1.2.1 沪深 300 行业指数相对标的指数的半年移动累计涨幅

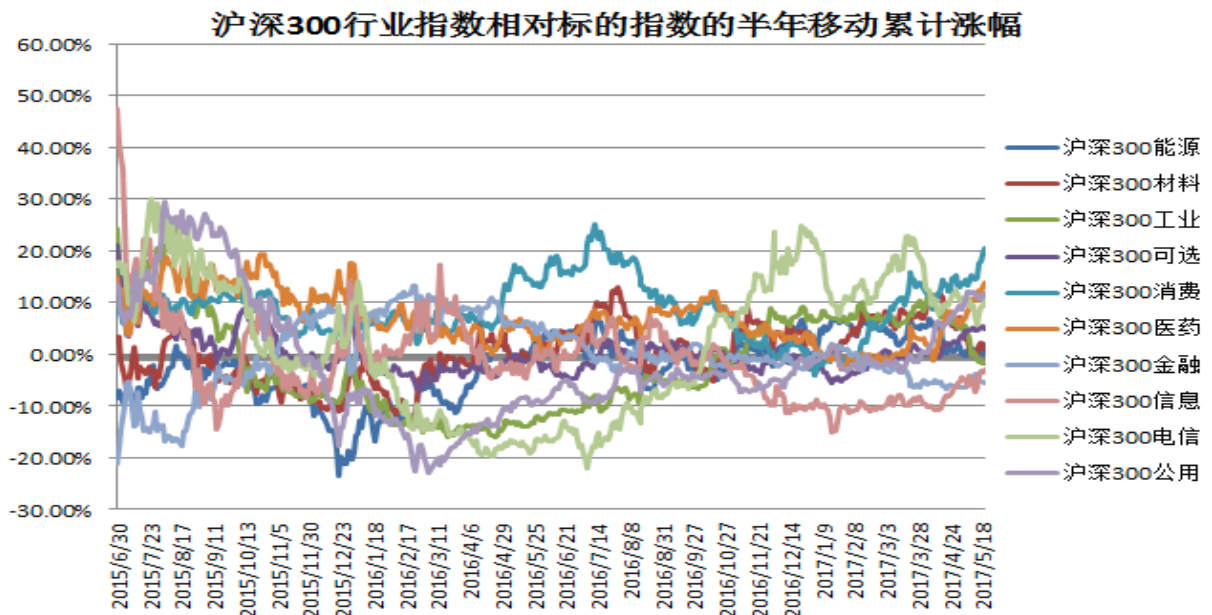
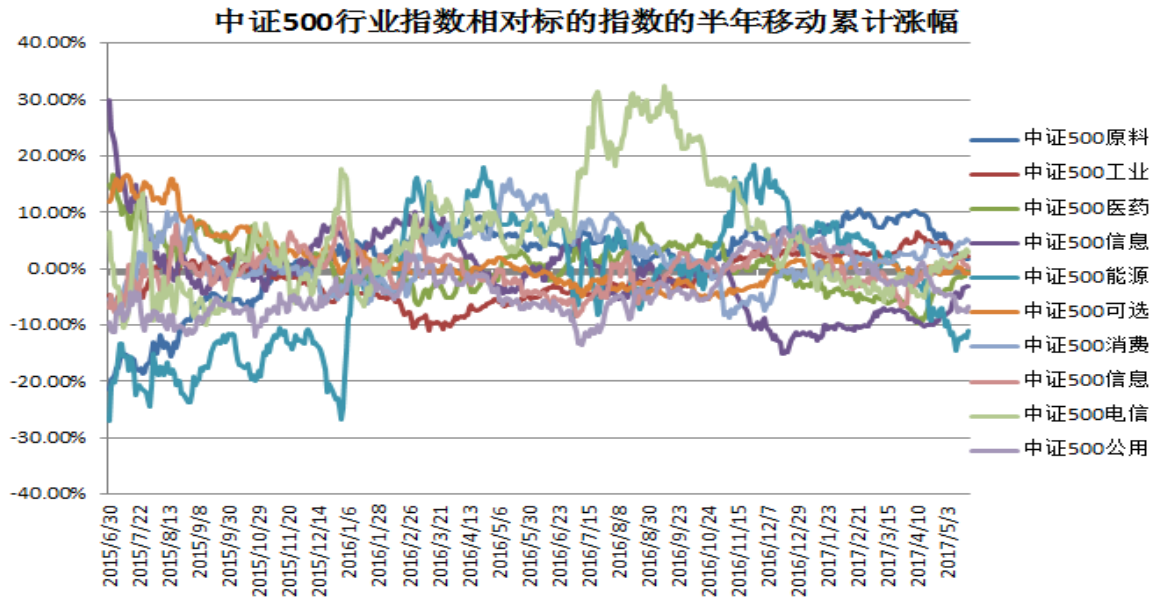


图 1.2.2 中证 500 行业指数相对标的指数的半年移动累计涨幅



数据来源: wind, 南华研究

4. 商品房价格回调的数据简评

5月18日国家统计局公布4月份70个大中城市住宅销售价格变动情况。根据统计局数据显示,从环比看,4月份70个城市中有23个城市新建商品住宅价格涨幅比上月回落,比3月份增加13个,7个城市由上月上涨转为持平或下降,3个城市降幅扩大,表4.1是重点关注城市的变动情况。

表 4.1 重点关注城市商品房的变动情况

新房				
	环比	前值	同比	前值
上海	-0.2%	-0.1%	+15.4%	+19.8%
北京	+0.2%	+0.4%	+17.4%	+20.6%
广州	+1.4%	+2.5%	+21.7%	+22.9%
深圳	0.0%	-0.3%	+6.7%	+9.2%
合肥	-0.1%	+0.1%	+27.3%	+34.7%
南京	-0.3%	-0.2%	23.2%	+28.9%
厦门	0.0%	+1.9%	25.7%	+32.3%
二手房				
北京	0.0%	+2.2%	+22.5%	+27.0%
上海	+0.8%	+0.7%	+14.2%	+16.1%
广州	+1.0%	+3.3%	+25.9%	+27.8%
深圳	+0.8%	+0.3%	+5.1%	+3.9%
合肥	-0.2%	0.0%	+16.7%	+24.9%
厦门	-0.7%	+4.9%	+25.5%	+31.7%
南京	-0.2%	-0.3%	+21.5%	+26.0%

数据来源:南华研究

我们上升到经济周期理论的角度分析目前房价周期错处阶段。截止4月份披露的经济数据显示,库存周期(工业企业产成品存货累计同比)向上、房地产投资周期(房地产开发投资完成额累计同比)向上、固定资产投资周期(固定资产投资完成额累计同比)向上,按照目前我国房地产行业依旧是整个经济的支柱角度看,房地产销售周期以及房价周期可以作为先行指标。我们获取了2005年以来70个大中城市新建住宅价格同比、环比数据,如图4.1所示,商品房销售面积累计同比和房地产开发投资完成额累计同比,如图4.2所示。

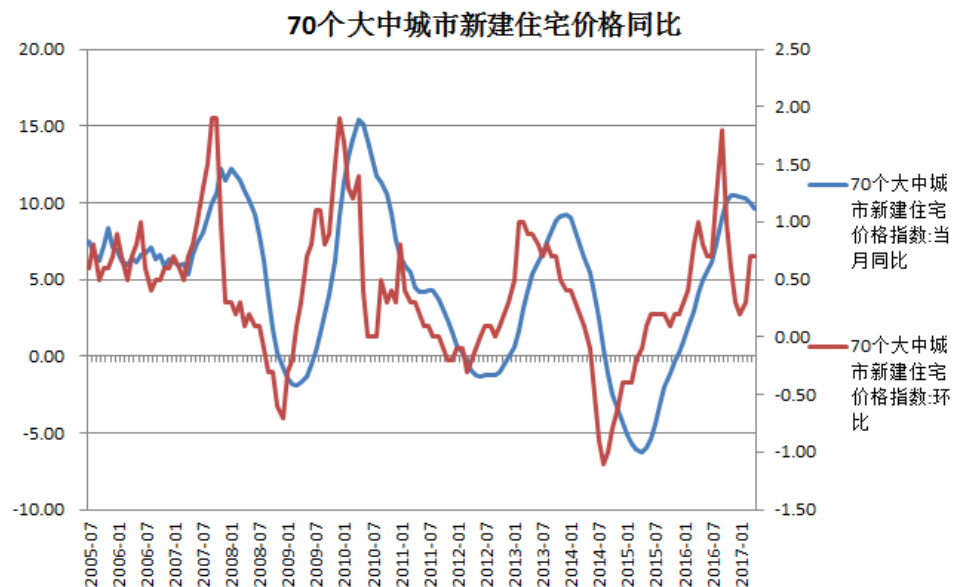
由图4.1、图4.2可知,商品房销售周期在2016年4月份已经是顶点,随后持续震荡下跌,而该周期平均每2-3年一个周期,目前处于下降通道中。房地产开发投资完成额累计同比相比商品房销售面积累计同比滞后2-3个季度,但是商品房销售周期回调至今已经有12个月,房地产开发投资周期依旧向上,我们认为主要原因是政策的干预导致的背离(如通过限购手段控制商品房交易买卖,而另一方面增加保障房供应),既然是短期背离,虽然时间的推移背离将会被修复。

近期商品房价格周期高点出现在2016年12月份,目前已经开始向下(连续3个月向下,说明头部已经形成),比房地产销售周期滞后8个月,而房价

环比高点出现在 2016 年 9 月份，也比房地产销售周期滞后 5 个月，随着商品房销售周期的高位持续回落，商品房价格将进入下跌通道。我们统计了 2008 年以来商品房同比下降周期的时间区间，下降时段分别为 2008-1 到 2009-1、2010-4 到 2012-7、2013-11 到 2015-4，持续时间大约分别为 1 年、2.25 年、1.4 年，平均达 1.6 年，所以本次商品房同比下降周期的低点应该在 2018 年 6 月份左右。

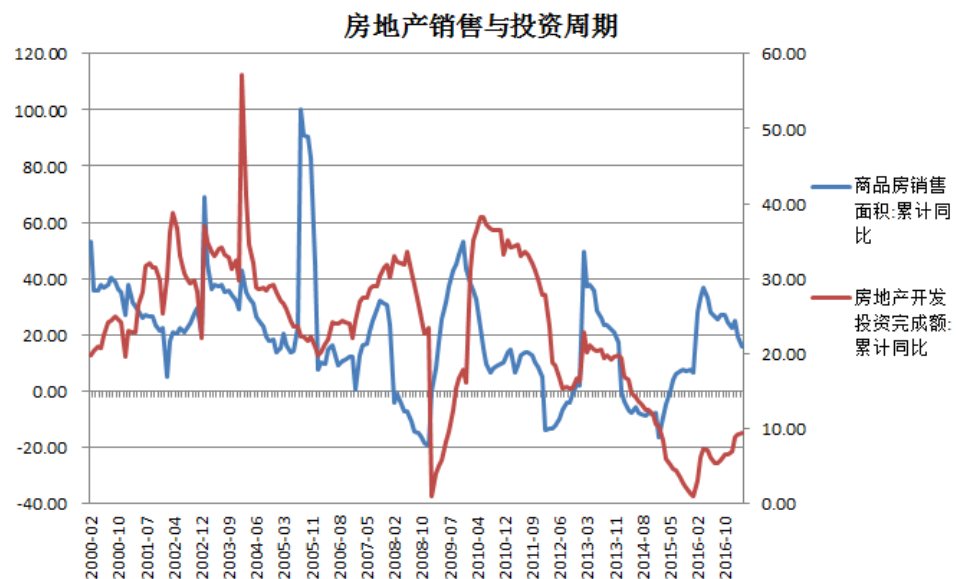
对于市场上有些专业人士认为新一轮房地产周期已经启动(即库兹涅茨周期)，而我们认为目前国内房地产风险并没有释放，要说启动新的库兹涅茨周期，是否为时尚早？

图 4.1 70 个大中城市新建住房价格同比环比



数据来源：wind，南华研究

图 4.2 房地产销售与投资周期



数据来源：wind，南华研究

5. 动量因子 Alpha 策略

5.1. 策略框架

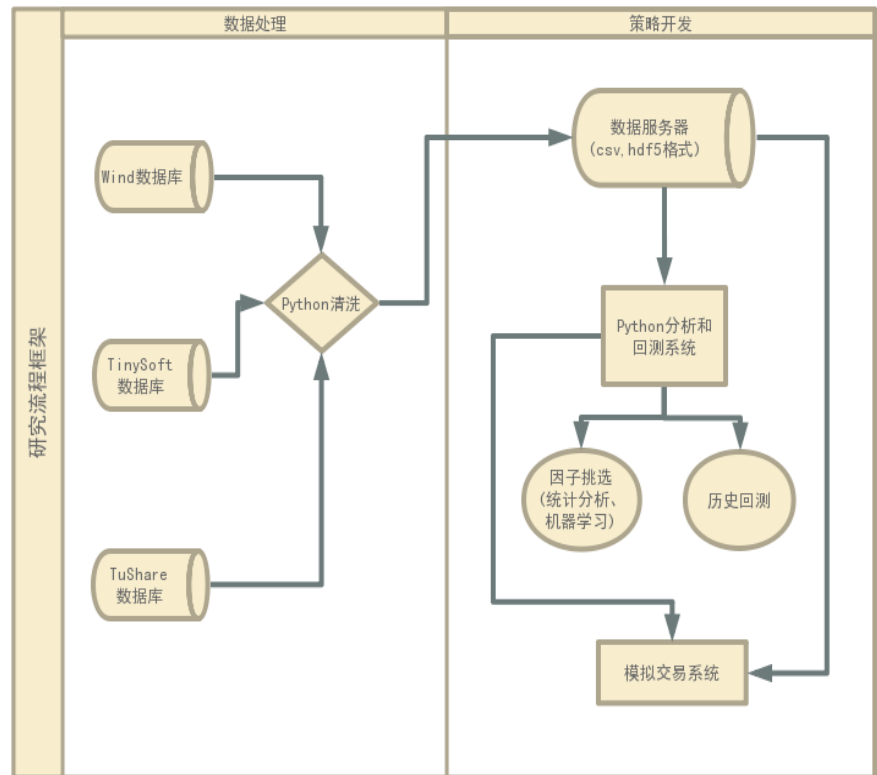
我们建立了一个由数据驱动指标跟踪和量化选股的框架，这个框架可以分为三个部分：

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 5.1.1：策略框架

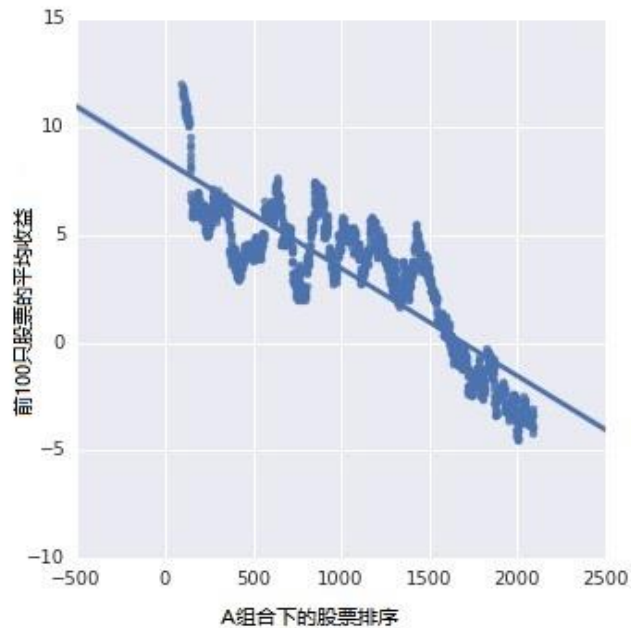


资料来源：南华研究

5.2. 组合描述

我们选取前半季度 7 月 1 日到 8 月 17 日为窗口期，8 月 17 日至今度为跟踪期进行策略验证。我们的策略在众多动量因子中挑选的因子组合，每个组合由不同风格的一组因子确定。现在我们选取其中表现较为出色的一个因子组合进行分析。该组合主要构成为流动性因子和动量因子。

图 5.1.2：动量因子组合排序下的移动平均收益率



资料来源：Wind 资讯，南华研究

利用动量因子组合对所有可投资的 A 股进行排序，并计算连续 100 只股票的平均收益率。动量因子组合排序下的股票平均收益率呈单边震荡下行的形态，说明在窗口期中，动量因子组合对股票的排序与市场预期较为一致，组合中排名较高的股票收益率更高。

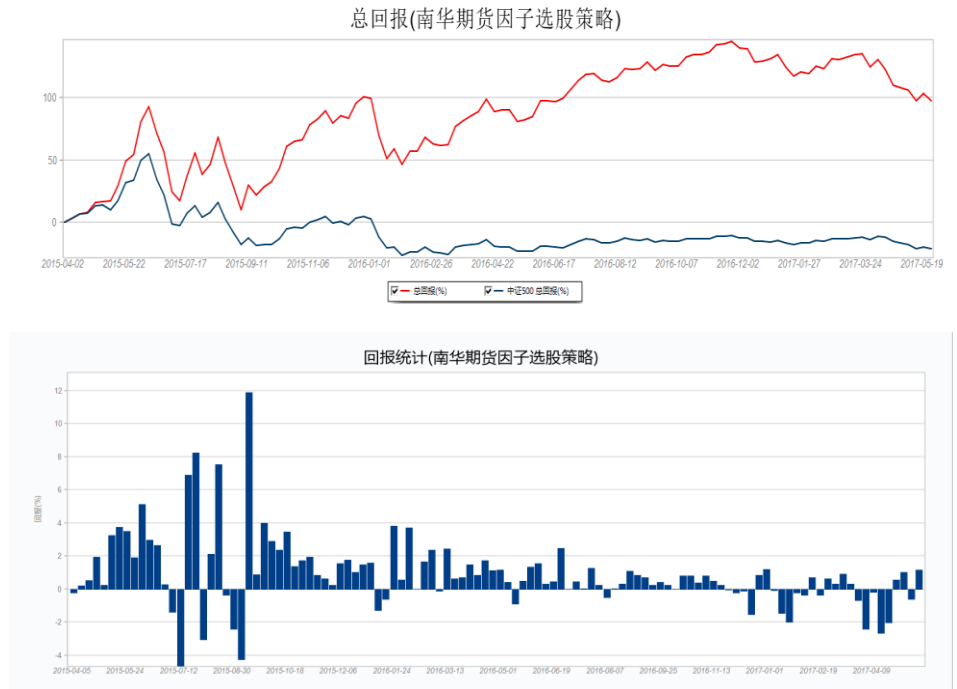
5.3. 策略跟踪

挑选动量因子组合中排序最靠前的 100 只股票组合进行跟踪，每只股票初始份额等权重，每个月的月初和月中，即每半个月进行调仓：

本周沪深 300 指数涨幅为 0.55%，上证 50 指数涨幅 -0.58%，策略基准中证 500 指数涨幅 1.90%。我们的 top100 新组合的相对收益为 1.14%，累计相对收益为 119.05%。

组合年化回报为 37.62%，Alpha 为 50.15%，Beta 为 1.23，Sharpe 为 0.79。

图 5.1.3：因子组合排序下的移动平均收益率和相对回报统计



资料来源：Wind 资讯，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