

宽幅震荡！

目录

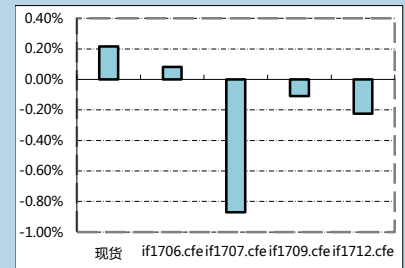
1. 期货市场表现	2
1.1. 期现升贴水	2
1.2. 会员持仓分析	2
2. 宏观动态	4
2.1. 今日宏观主题	4
2.2. 银行间债市行情	6
3. 沪深 300 期现主力异动追踪	8
4. 波段跟踪	9

南华期货研究所

姚永源：0755-82723950
Z0010046

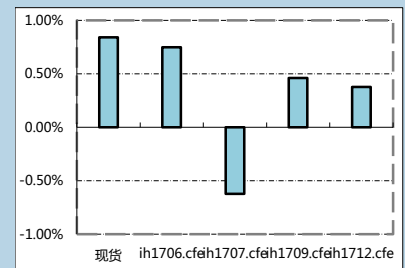
章睿哲：010-83162239
助理研究员

沪深 300 现货及期货涨跌幅情况



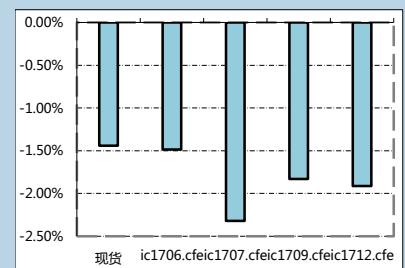
资料来源：Wind 南华研究

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

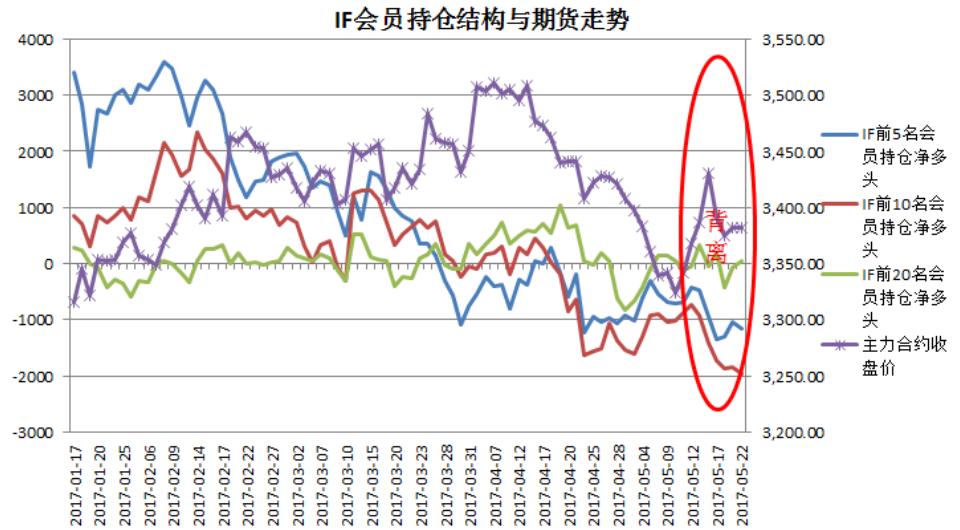
IF.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	-0.20	-35.20	-6.00	-6.00
涨跌幅	0.08%	-0.87%	-0.11%	-0.23%
贴水	-29.04	-61.24	-98.04	-131.84
贴水率	-0.85%	-1.80%	-2.87%	-3.86%
IH.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	13.00	-18.80	6.20	6.20
涨跌幅	0.75%	-0.62%	0.46%	0.38%
贴水	-15.75	-47.95	-73.35	-91.15
贴水率	-0.66%	-2.01%	-3.08%	-3.83%
IC.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	-87.60	-134.40	-102.00	-102.20
涨跌幅	-1.48%	-2.32%	-1.83%	-1.91%
贴水	-60.21	-109.81	-186.81	-280.61
贴水率	-1.02%	-1.86%	-3.17%	-4.77%

数据来源: wind, 南华研究

1.2. 会员持仓分析

截至 2017 年 5 月 22 日, IF 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员多头分别持仓 12753 张、19130 张、26559 张, 较前日变化-89 张、206 张、586 张, 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员空头分别持仓 13903 张、21104 张、26512 张, 较前日变化了 10 张、340 张、464 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-1150、-1974、47, 多空会员持仓均有所增持, 但净持仓上看依旧处于空头占优格局, 有一定的反弹迹象。

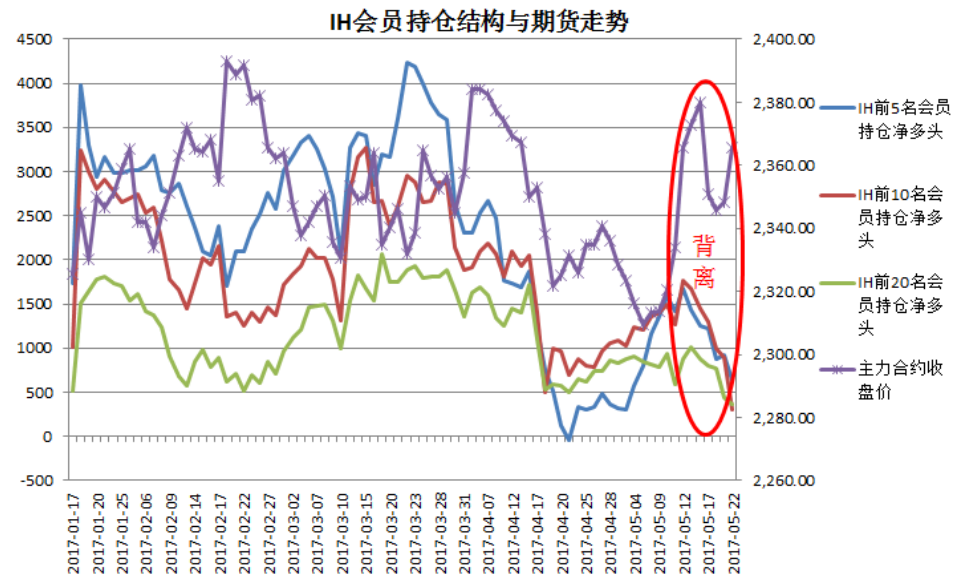
图 1.2.1 IF 会员持仓结构与期货走势图



数据来源：wind，南华研究

截至2017年5月22日，IH前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓9549张、13005张、16608张，较前日变化-179张、-204张、22张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓8910张、12708张、16238张，较前日变化了98张、396张、90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639、297、370，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

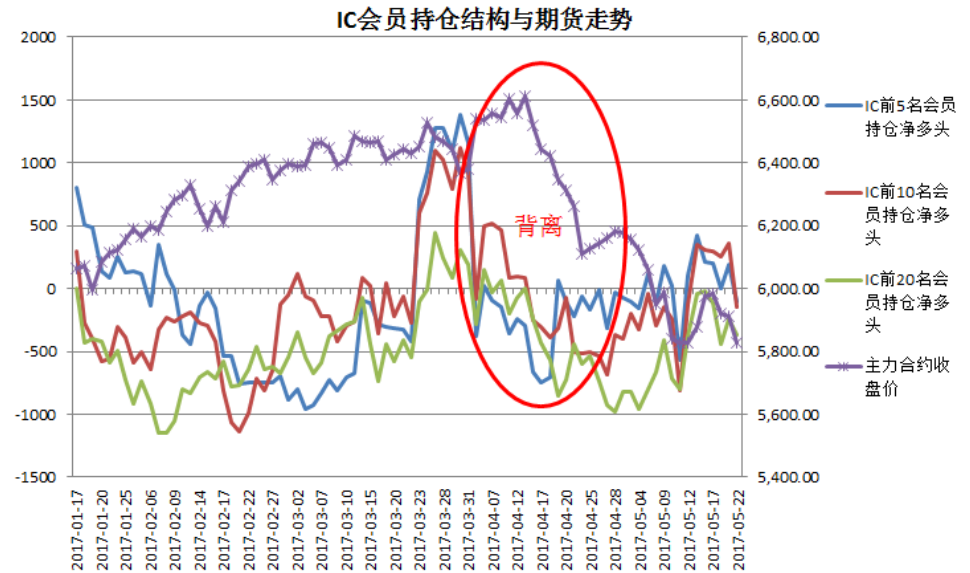


数据来源：wind，南华研究

截至2017年5月22日，IC前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓9547张、14472张、20383张，较前日变化144张、333张、776张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓9654张、14621张、20748张，较前日变化了446张、838张、903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-107、-149、-365，多空会员明显增持，但空头增幅力度较大，期价大幅下跌，净持仓再次下探。

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

资管“去通道”拉开帷幕

近年来，收紧资管行业通道业务的监管文件密集出台，在监管部门重拳出击下，通道业务红利逐渐走向“末路”。5月19日，在证监会周五例行发布会上，证监会发言人张晓军首次提及将全面禁止通道业务，并强调不得让渡管理责任。发言人强调，证券基金经营机构从事资管业务应坚持资管业务本源，谨慎勤勉履行管理人职责，不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”。各资产管理人应审慎开展业务，珍惜名誉，取信于投资者、取信于市场，切实履行投资管理及合规风控的主体责任。值得一提的是，此次监管的重点不仅仅针对基金行业，包括券商资管、基金公司及其基金子公司在内整个资管行业都将面临监管重压，由此也意味着资管行业通道业务迎来监管全面“封杀”。证监会这项举措是在金融市场去杠杆、去监管套利的背景下发生，是监管层面的共识。

所谓“通道业务”，顾名思义就是一个管道，方便资金进出。通过产品的形式来体现资金的用途。通道方发行产品进行融资，通道方收取通道费，融资方得到资金，但通常会有杠杆操作，实际投资方享受杠杆的收益和风险。国内金融领域的通道业务大多围绕银行资产出表展开，对银行来说，凡是能够让它规避监管，转换表内外资产的途径、平台都是通道业务，包括券商、[保险](#)、[信托](#)、PE、投行等各种现存或将来会出现的非商业银行金融参与者都可以成为“通

道”。通道业务是极为重要的一种同业业务，主要投资于非标市场，有三大典型投资方向：一、信托受益权，银行有大量投资需求是通过券商的资管计划或者基金子公司的资管计划来投信托的计划；二、票据收益权，主要是对已经贴现的票据进行买入或者回购，该业务产生的根源是银行承兑汇票贴现后计入银行的贷款规模，部分贷款规模不够的银行有强烈需求转让票据资产，是扩表的动作；三、委托贷款，如融资受到一些政策影响的房地产行业、政府融资平台，会产生银行通过资管计划进而投资的方式方法，包括最近做的比较多的通过资管计划参与产业基金，产于有限合伙企业的 LP，认购契约性基金等等，跟委托贷款的性质相似，主要解决商业银行对限定行业或者融资人信贷投放的需求。四、满足银行自身对存款需求，如同如同业存款、存单质押，均能实现银行存款规模的增加，从而释放表内的存款。

通道业务规模狂飙。自 2012 年资管新政实施及此后大集合被叫停后，券商资管的通道业务就进入爆发式增长期，券商资管格局也由此发生了逆转。基金业协会最新公布的一季度资管行业规模统计显示，以通道业务为主的定向资管计划，整体规模仍保持较高增速，证券公司、基金公司资管通道业务发展继续保持较快增长，增速保持与 2015 年相近的水平，但基金子公司专户通道业务受监管政策影响较大，增速大幅下降。截至今年一季度，整个资管行业内“一对一”产品规模约为 27.03 万亿元。根据基金业协会统计，今年一季度，基金子公司一对一专户存续产品管理规模达 8.21 万亿元，公募基金存续的一对一专户规模为 4.18 万亿元，而相应的券商定向资管规模约为 14.69 万亿元。

通道业务风险累积。从表面看，通道业务把钱借出去，收取费用，同时还掌握着钱的监管和行权权利，好似完全能保证本金不损失，但实际上并非如此。资管通道业务虽然在合同中有“现状返还”这样的条款，但一旦业务本身发生风险，券商和基金公司是管理人，是法律主体的责任无法规避，就有成为原告和被告的可能。通道业务为银行等金融机构提供了一条规避金融监管的通道，提升了监管难度。通道业务表现为不同金融产品之间相互嵌套，本质是利用监管进行套利，如果嵌套层数过多，将会使得监管机构对于底层资产的监管难度大幅提升，而监管的缺失则容易引起系统性金融风险，也增加了整个金融市场运行风险。另外，通道业务主体因通道业务导致核心净资本率不断下降，比如，一个基金子公司 1 个亿左右的净资本，而资产规模已经达到 8000 多亿。如此低的净资本比率，一旦子公司出问题，必然会引发基金公司风险，最后受损失的就是基金持有人。因资本市场风险呈现多样化、高频化的趋势，作为通道方的券商资管收费低廉，一旦发生风险事件就面临外部风险向券商内部无限传导的可能，而且在券商之间也形成风险传递，进而影响整个金融系统稳定。如本次新沃基金被处罚的乾元 2 号特定客户资产管理就是一只“一对一”的专户产品，在通过多次回购，以极高的杠杆集中持有债券，相关债券出现兑付违约后，导致回购交易无法偿付，直接将风险传导至多家其他金融机构。

资管行业走向。此次证监会发言人的表态，或开启整个资管行业“去通道”的序曲，未来，券商资管行业发展必须摆脱监管套利，回归资产管理行业价值挖掘、资产配置、风险管理的本源，主动提升管理能力。在多重监管政策的引导下，券商资管通道业务增速从整体来讲已呈现下降趋势，而以银行委外投资为主体的主动管理业务出现了快速增长，并且投资方向越来越多元化。此外，盈

利模式从资产负债驱动转为资产配置驱动。券商、基金接受银行理财资金进行中短期固定收益管理的模式实际上是买入并持有为主的资产负债业务，其业务核心是流动性管理。在资产荒的大环境下，证券公司作为直接融资的中介，连接了资金端和资产端。未来，券商通过转型“投行+资管”模式，以买方视角掌握投资需求，凭借自身投研实力，主动创设金融产品，对接实体企业的融资需求。此外，证券公司通过发展ABS，可以充分利用自身产品设计及投研能力，通过ABS产品创新，连接资产端与资金端，充分发挥券商各部门协同效应，推动证券公司投行资管的转型。

综上所述，监管部门重拳出击这些年快速发展的“通道”业务，资管行业将面临新的发展机遇和挑战。

2.2. 银行间债市行情

5月21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%。

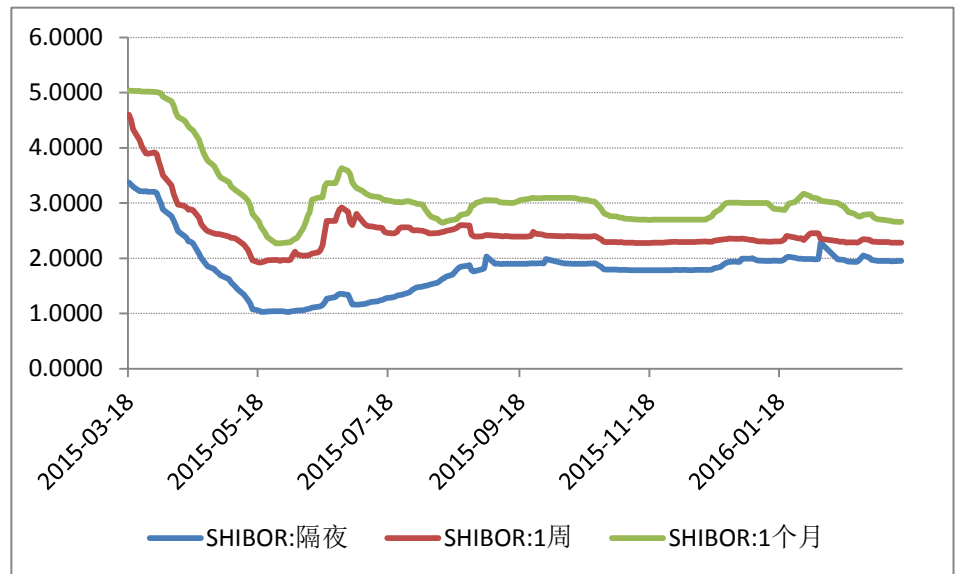
【信用品种】今日信用收益率继续上行。具体来看，中债中短期票据收益率曲线(AAA)3M期限收益率上行2BP至3.94%，6M期限收益率上行3BP至4.16%，1年期收益率上行6BP至4.37%。中债中短期票据收益率曲线(AAA)3年期收益率上行5BP至4.48%，5年期收益率上行3BP至4.53%水平。

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

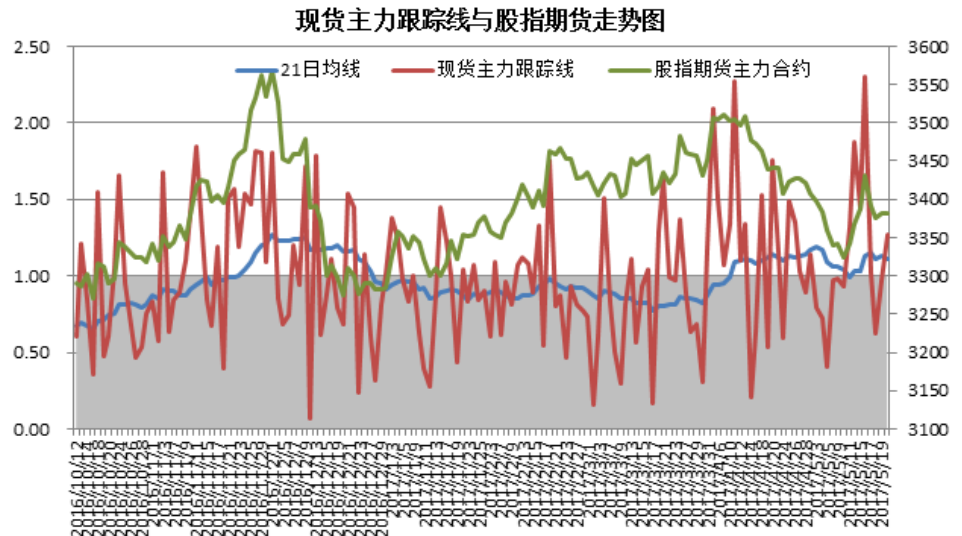
南华期货研究所宏观经济研究中心 黎敏

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 22 日现货主力跟踪值为 1.27，相比昨天的 0.97 继续反弹，大于观察值 1，说明现货主力资金活跃度偏强。沪深 300 指数略微低开后，全天围绕昨收价上下宽幅横盘震荡。板块方面，保险、银行、钢铁、石油、家用电器等板块涨幅居前，商贸代理、船舶、软件服务、化工、电信运营等板块跌幅居前；
- 2) 今日股指期货相对昨日结算价平开后，开始快速拉升，但一个小时候上涨乏力随后弱势震荡下跌，全天走势偏弱。今日沪深 300 指数小幅放量上涨，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。

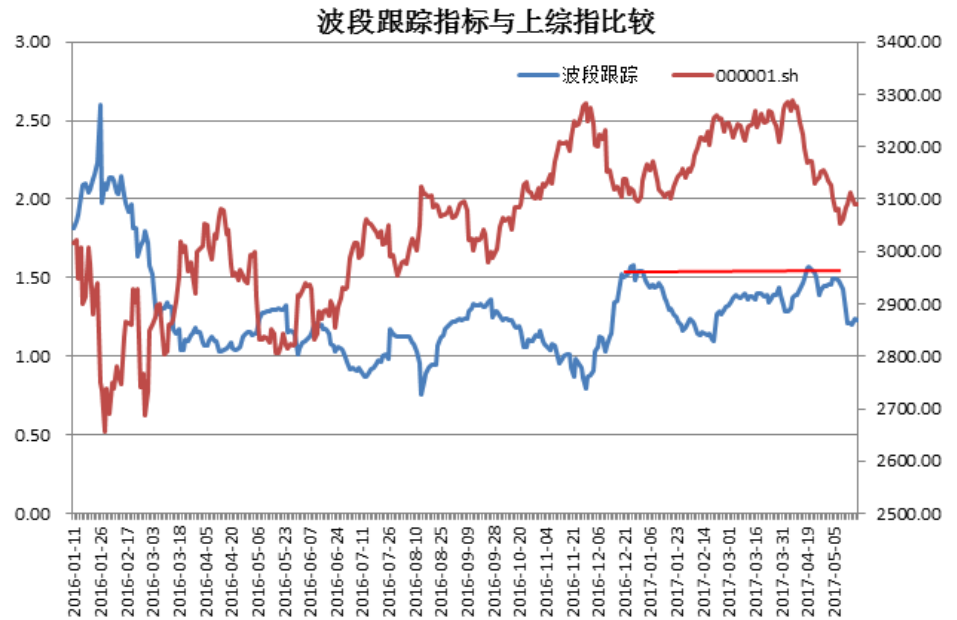
南华期货研究所产品创新研究中心 姚永源

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 2.21 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，但我们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