

期指或短线回调

投资要点

➤ 股指持仓结论:

今日 IF、IH 与 IC 的日内波动继续体现明显的跷跷板效应，今日尾盘虽然维持强劲反弹，但是期指资金出逃明显，说明短线回调概率大，但是趋势上涨已经形成，回调幅度应该不会太大。

If: 多空会员大幅减持，空头减持力度稍大，净多头持仓小幅上涨，IF 总持仓为 39772 张，较上日变化了-541 张，说明期价上涨资金外逃明显；

Ih: 多头会员小幅减持，IH 总持仓为 27096 张，较上日变化了-503 张，说明非会员持仓减持力度较大，短期获利回吐，预计短线将回调；

Ic: 多头会员持仓小幅减持，从 IC 总持仓为 33664 张，较上日变化了-595 张，说明非会员持仓减持力度较大，短期获利回吐，预计短线将回调；

➤ 波段跟踪结论:

截止 6 月 26 日波段跟踪值为 0.76，继续回落，IH 日内震荡上涨，而波段跟踪值再次探底，预计后续 IH 将继续震荡上涨，但上涨幅度不会太大。

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	5
2.1. 今日宏观主题	5
2.2. 银行间债市行情	8
3. 沪深 300 期现主力异动追踪	10
4. 波段跟踪	11

南华期货研究所

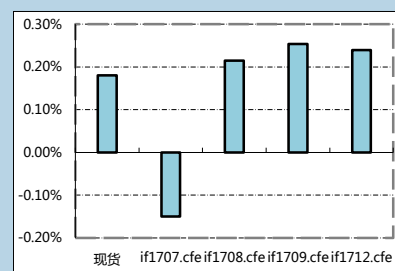
姚永源: 0755-82723950

投资咨询: Z0010046

黎敏: 010-83162239

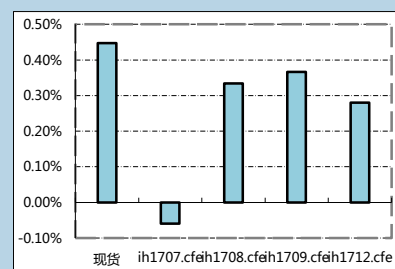
投资咨询: Z0002885

沪深 300 现货及期货涨跌幅情况



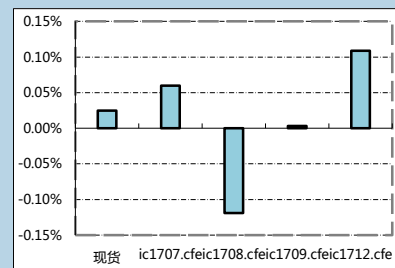
资料来源: Wind 南华研究

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

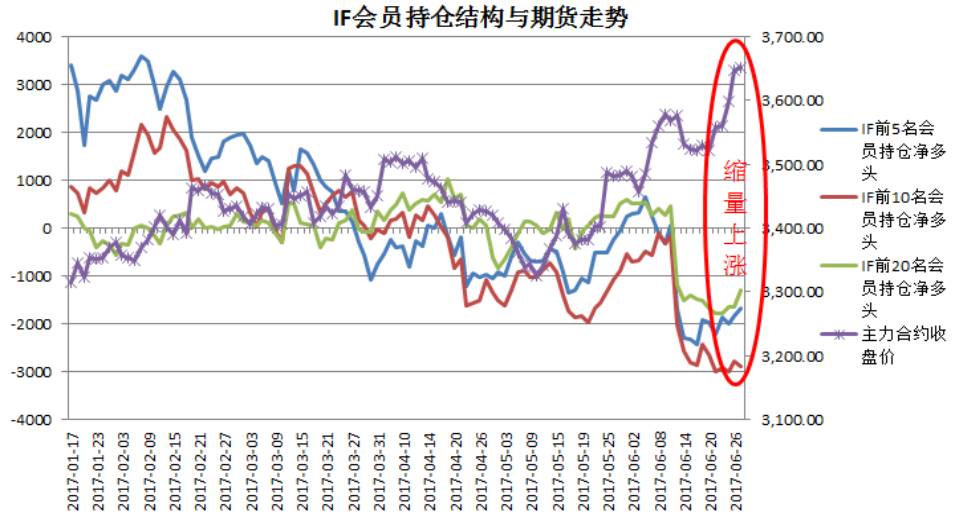
IF.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	5.40	4.40	7.60	6.80
涨跌幅	0.25%	0.21%	0.25%	0.24%
贴水	-24.32	-36.72	-45.32	-76.92
贴水率	-0.66%	-1.00%	-1.23%	-2.09%
IH.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	8.00	7.60	4.80	6.40
涨跌幅	0.47%	0.33%	0.37%	0.28%
贴水	-19.10	-29.70	-33.70	-47.30
贴水率	-0.75%	-1.16%	-1.32%	-1.85%
IC.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	-1.40	-8.80	4.20	8.60
涨跌幅	-0.14%	-0.12%	0.00%	0.11%
贴水	-52.17	-81.97	-122.77	-226.17
贴水率	-0.85%	-1.34%	-2.01%	-3.70%

数据来源：wind，南华研究

1.2. 会员持仓分析

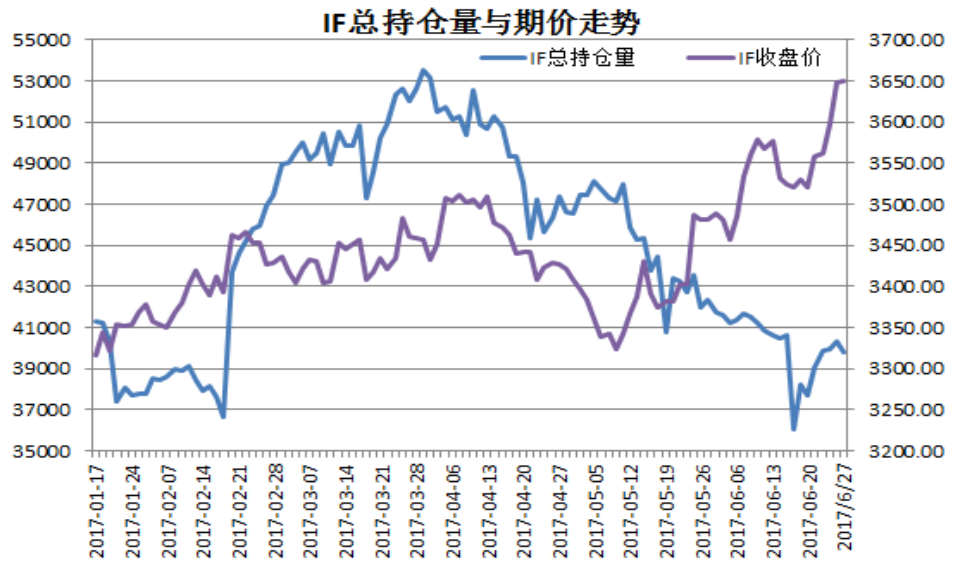
截至 2017 年 6 月 27 日，IF 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员多头分别持仓 8580 张、13129 张、19147 张，较前日变化-159 张、-416 张、-337 张，前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员空头分别持仓 10249 张、16014 张、20442 张，较前日变化了-345 张、-332 张、-690 张；净头寸方面，前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员持仓净多头分别为-1669、-2885、-1295，多空会员大幅减持，空头减持力度稍大，净多头持仓小幅上涨，IF 总持仓为 39772 张，较上日变化了-541 张，说明期价上涨资金外逃明显。

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

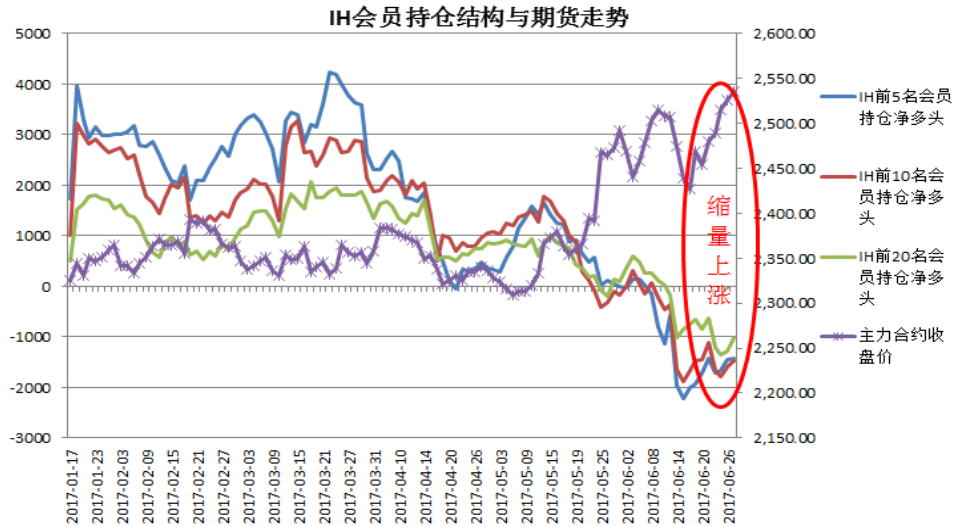
图 1.2.2 IF 总持仓量与期价走势



数据来源：wind，南华研究

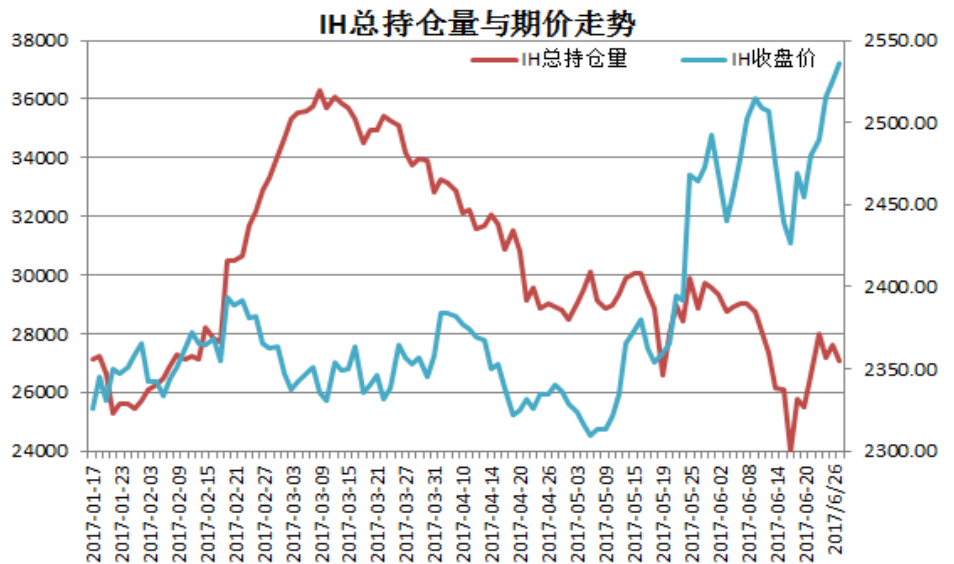
截至2017年6月27日，IH前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓6739张、9842张、13119张，较前日变化-121张、-129张、-100张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓8171张、11319张、14142张，较前日变化了-145张、-256张、-367张；净头寸方面，前5名会员、前10名会员、前20名会员持仓净多头分别为-1432、-1477、-1023，多头会员小幅减持，IH总持仓量为27096张，较上日变化了-503张，说明非会员持仓减持力度较大，短期获利回吐，预计短线将回调。

图 1.2.3 IH 会员持仓结构与期货走势图



数据来源：wind，南华研究

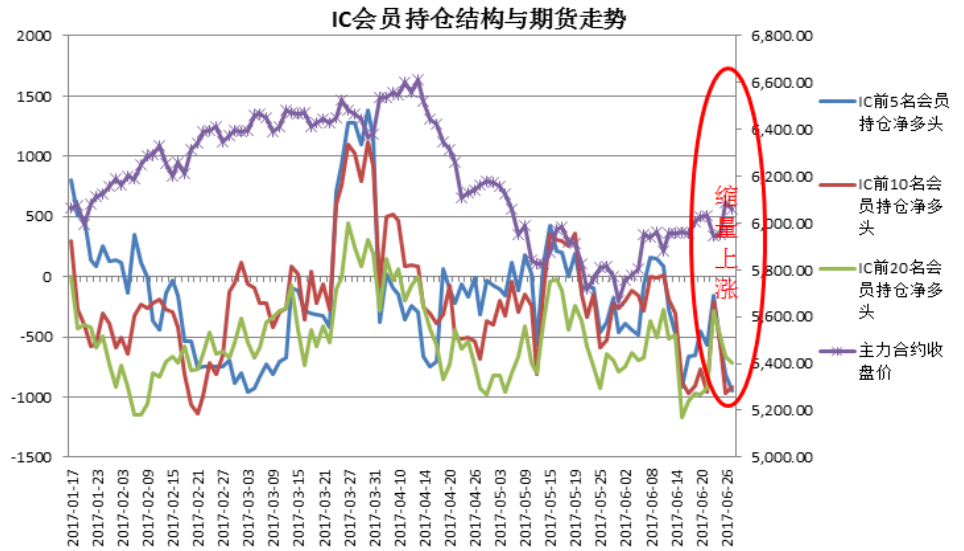
图 1.2.4 IH 总持仓量与期价走势



数据来源：wind，南华研究

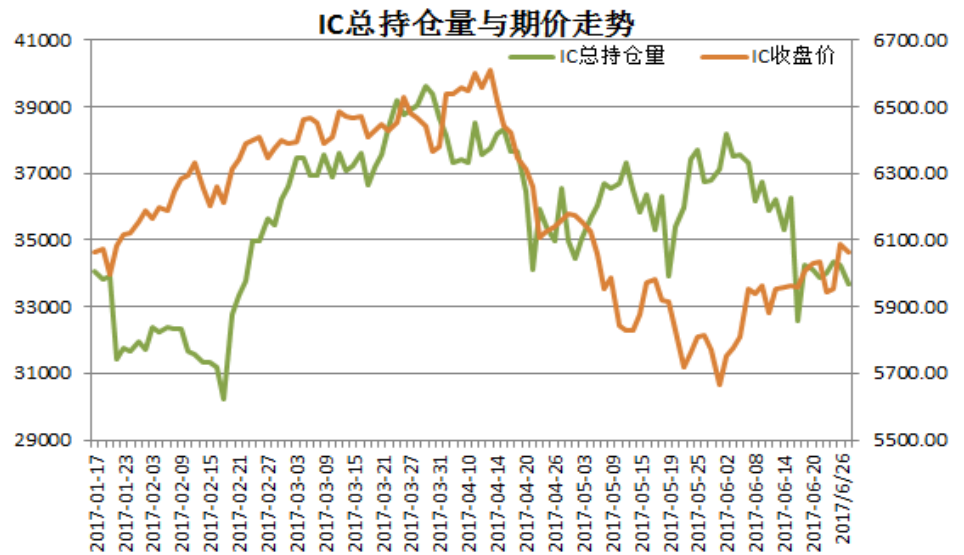
截至 2017 年 6 月 27 日，IC 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员多头分别持仓 7653 张、11654 张、16175 张，较前日变化-180 张、-191 张、-309 张，前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员空头分别持仓 8606 张、12574 张、16889 张，较前日变化了-35 张、-237 张、-261 张；净头寸方面，前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员持仓净多头分别为-953、-920、-714，多头会员持仓小幅减持，从 IC 总持仓为 33664 张，较上日变化了-595 张，说明非会员持仓减持力度较大，短期获利回吐，预计短线将回调。

图 1.2.5 IC 会员持仓结构与期货走势图



数据来源: wind, 南华研究

图 1.2.6 IC 总持仓量与期价走势



数据来源: wind, 南华研究

2. 宏观动态

2.1. 今日宏观主题

美联储货币正常化的路径

随着美联储进入加息周期，美联储货币政策常态化三步走——退出 QE，加息和缩表——已经进入走到了最后一步。

目前，美联储资产负债表持有 2.46 万亿美元的美国国债和 1.78 万亿 MBS，所谓“缩表”，针对的主要就是这两部分资产。从目前美联储的资产结构看，缩表的方式主要是两方面：一是“被动缩表”，对到期资产停止再投资，即持有的国债或 MBS 到期后，不再进行再投资。美联储持有的 2.46 万亿美国国债中，1-5 年到期的中长债规模在 1.2 万亿美元左右，比重高达 48.5%，距离到期 90 天以内和 90 天到 1 年的美国国债分别占比 2.4% 和 8.2%；而持有的 1.77 万亿的 MBS 则基本全是 10 年以上的长期资产。被动方式缩表是一个渐进的过程，且如果仅部分停止再投资，紧缩的步伐将更加温和。二是“主动缩表”，直接抛售资产，即出售持有的 MBS 或者国债。相对于被动持有到期，主动方式缩表传递出的货币收紧信号更强。如果美联储主动出售国债或 MBS 资产，那么相应地将带来准备金规模的大幅缩减，导致更为猛烈的紧缩幅度，容易对经济和流动性造成冲击。鉴于当前美国经济并没有过热，特朗普新政落地也不顺利，减税和基建等财政刺激计划离真正推行尚需时间，因此短期内缩表方式上，被动持有到期而停止再投资是美联储缩表首选。鉴于美联储目前资产负债表规模，即使按照 6 月美联储公布的缩表计划来看，未来的多年内资产负债表的总规模依然可观。因此，在铺垫出足够的紧缩预期之后，美联储或许会在 2019 年利率达到 3% 目标值后进入主动缩表阶段。

渐进式的加息和缩表。美联储 6 月议息会议结束，美联储宣布加息 25 个基点，联邦基金利率从 0.75%-1% 调升到 1%-1.25%。这是继今年 3 月份加息之后的年内第二次加息，也是本轮货币政策正常化以来的第四次加息。至于未来加息路径，6 月议息会议预期 2017 年年底联邦基金利率预期中位数在 1.375%，即全年将再有一次加息。维持 2018 年年底在 2.125% 不变，即 2018 年同样预期三次加息。上调 2019 年年底预期至 2.875%（之前料为 3%），2019 年预期加息次数由之前的 4 次下调为 3 次，维持更长周期预期在 3% 不变。缩减资产负债表是 FOMC 更长期的目标，并且建立在主要利率指标回升到合理高度的基础上。随着利率向正常水平靠拢，缩减危机时急剧扩张的资产负债表自然成为美联储的下一项议题。美联储预计今年起开始缩表，具体方式为逐步减少到期证券的本金再投资规模：起初每月缩减 60 亿美元国债、40 亿美元 MBS；缩表规模每季度增加一次，直到达到每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS 为止。届时，缩表计划将按照每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS 的节奏进行，直到美联储认为资产负债表规模回到与经济相适应的合理水平为止。决议公告表示，最终的资产负债表规模将大幅低于当前水平，但高于危机前的水平。中长期来看，如果经济保持较强复苏，随着利率提高到正常水平，资产负债表的正常化也将加快。美联储的缩表行动将是一项缓慢而长期的大工程，根据路透对 15 家与美联储有业务联系的一级交易商的调查显示，美联储资产负债表的最终规模预测中值为 2.75 万亿美元，即在当前规模基础上缩减 1.75 万亿美元。根据旧金山联储主席 John Williams 的估计，美联储缩表操作可能需要持续五年。

加息和缩表变数。5 月美联储的议息会议公告显示美联储对美国复苏的乐观看法没有变，尽管 5 月零售、信贷、PMI 等指标有所下滑，

通胀与核心通胀数据仍不十分强健，但美联储认为这只是暂时现象；同时公告显示美联储致力于加速推进货币政策正常化的意图目前看也没有变。但美联储6月议息会议对美国经济基本面的官方表态相对于3月和5月议息会议有所软化，尤其是对通胀的表态，并下调了通胀预期，将个人消费支出通胀（PCE）从此前的1.9%下调至1.6%。美国通胀与核心通胀指标在今年一季度达到高点之后，现均已开始回落，如果未来核心通胀继续下降至1.5%以下，则会增加美联储票委对继续加息的顾虑。另外，失业率是美联储关注的核心指标。近期失业率创十六年新低，就业整体改善，但非农新增就业数据开始高点回落。因此，美联储会根据三季度美国经济和金融市场的表现来决定加息和缩表节奏。另外，关于加息和缩表的关系目前尚无定论，加息缩表并行还是交替进行是个未知数。我们预期如果三季度通胀和就业数据令美联储满意，那么美联储将在9月份加息，之后启动缩表；而如果三季度通胀继续低迷和非农数据低于预期，则会选择9月先启动缩表，将加息推迟至12月份或者下一年度。根据CME的数据显示，市场投资者预计美联储9月份再次加息的概率仅为35%。

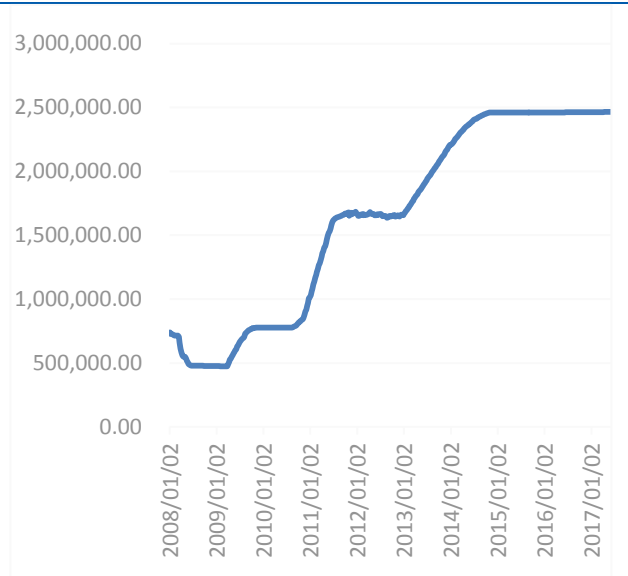
综上所述，我们认为，美联储货币正常化会美联储货币政策常态化三步走——退出QE，渐进式的加息和缩表。

图1 美国联邦基金利率上升



资料来源：WIND 南华研究

图2 美国国债规模大



资料来源：WIND 南华研究

2.2. 银行间债市行情

6月26日，债券市场指数上涨幅度较大，其中不包含利息再投资的中债综合指数（净价）101.046，上涨0.0536%，而包含利息再投资的中债综合指数（财富）171.9909，上涨0.0648%。全市场平均到期收益率为4.0336%，平均市值法到期收益率为3.9116%，平均市值法久期为3.879。

利率债收益率整体下行。早盘进出口行续发1、3、5、10年期，短期限招标收益率波动不大，中长期出现明显下行；午后国开续发1、5、20年期，与进出口行类似，1年期中标利率较上日市场价格微幅波动，5、10年期下行明显。截止日终，国债收益率曲线除个别期限外，整体下行2-5BP，10年期国债期货主力合约收盘大涨0.85%；国开债曲线整体下行2-4BP；农发行债曲线涨跌互现，整体波动2BP以内；进出口行债曲线除个别期限外整体下行1-3BP。

具体来看，国债曲线5年期170001带动曲线对应期限上行1BP至3.07%；7年期160025带动曲线对应期限下行4BP至3.23%；10年期170004带动曲线对应期限下行5BP至3.36%；30年期160019带动曲线对应期限下行2BP至3.86%。

国开债曲线整体下行，7年期170201带动曲线对应期限下行2BP至4.13%；10年期160213带动曲线对应期限下行4BP至4.12%；20年期160205带动曲线对应期限下行3BP至4.31%。

农发行债曲线整体涨跌互现，10年期170405带动曲线对应期限下行2BP至4.24%。

进出口行债曲线整体小幅下行，10年期160310带动曲线对应期限下行3BP至4.24%。

地方政府债方面，地方政府债AAA曲线4、5年期在市场价格带动下收至3.37%、3.45%。

信用债收益率小幅波动。具体来看，中债中短期票据收益率曲线（AAA）3M期限收益率稳定于3.79%，6M期限收益率下行1BP至3.80%，1年期收益率下行1BP至3.98%。中债中短期票据收益率曲线（AAA）3年期收益率稳定于4.19%，5年期收益率下行2BP至4.42%水平。

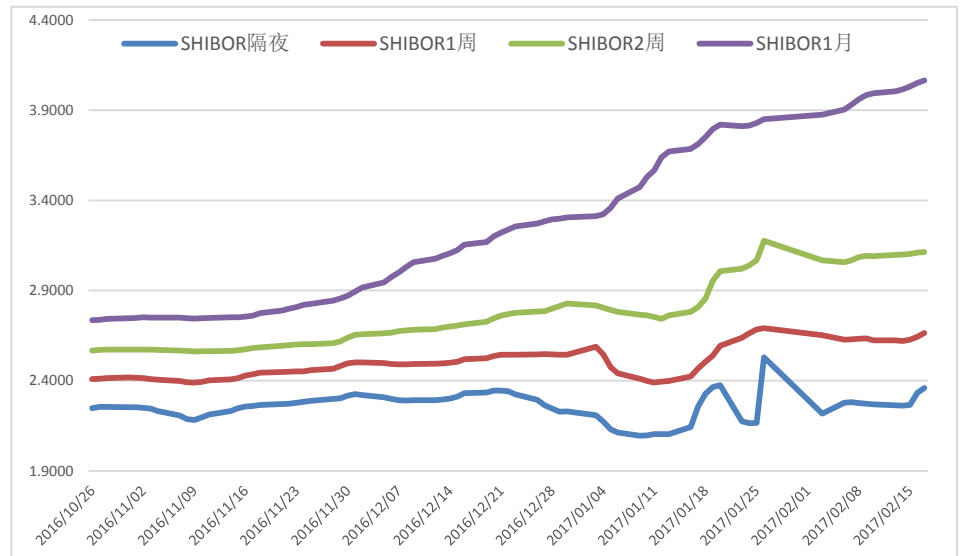
商业银行普通债曲线短端收益率涨跌互现。具体来看，中债商业银行普通债收益率曲线（AAA）7d期限上行25BP至3.25%的水平，14d期限下行5BP至3.55%的水平，1M期限上行9BP至4.18%的水平，2M期限上行4BP至4.37%的水平，3M期限下行3BP至4.32%的水平，6M期限上行5BP至4.30%的水平，9M期限上行2BP至4.21%的水平，1Y期限上行3BP至4.21%的水平。

城投债曲线收益率整体小幅波动。具体来看，中债城投债收益率曲线（AAA）3M上行2BP至3.97%。3年期上行2BP至4.34%，5年期稳定在4.52%的水平。中债城投债收益率曲线（AA）5年期稳定在4.99%的水平。

交易所竞价交易总成交额约51亿元，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1BP；中低等级公司债市场收益

率平均较前日基本持平。13日照港（122289）等券成交活跃，收益率有所上行。

图 2.2.1 SHIBOR 利率小幅抬升



数据来源：WIND 资讯 南华研究

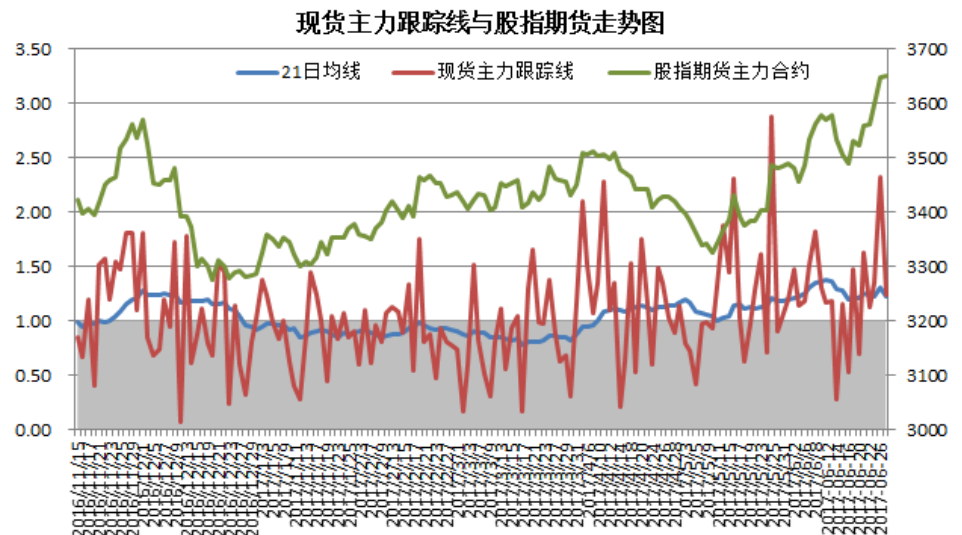
南华期货研究所宏观经济研究中心 黎敏

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 3.1 可见，截止 2017 年 6 月 27 日现货主力跟踪值为 1.24，相比昨天的 2.32 有所回落，大于观察值 1，说明现货主力资金活跃度依旧偏强。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，尾盘稍微偏强。板块方面，日用化工、煤炭、航空、旅游、互联网等板块涨幅居前，运输设备、工程机械、保险、商贸代理、房地产等板块跌幅居前；
- 2) 今日股指期货相对昨日结算价略微高开后，开始在结算价下方附近窄幅横盘震荡，而 14:30 后开始大幅反弹，尾盘相对偏强。今日沪深 300 指数相比昨日缩量上涨，中期上涨趋势明显，建议投资者做多股指期货同时融券卖出跌幅居前 50 名股票；

图 3.1 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。

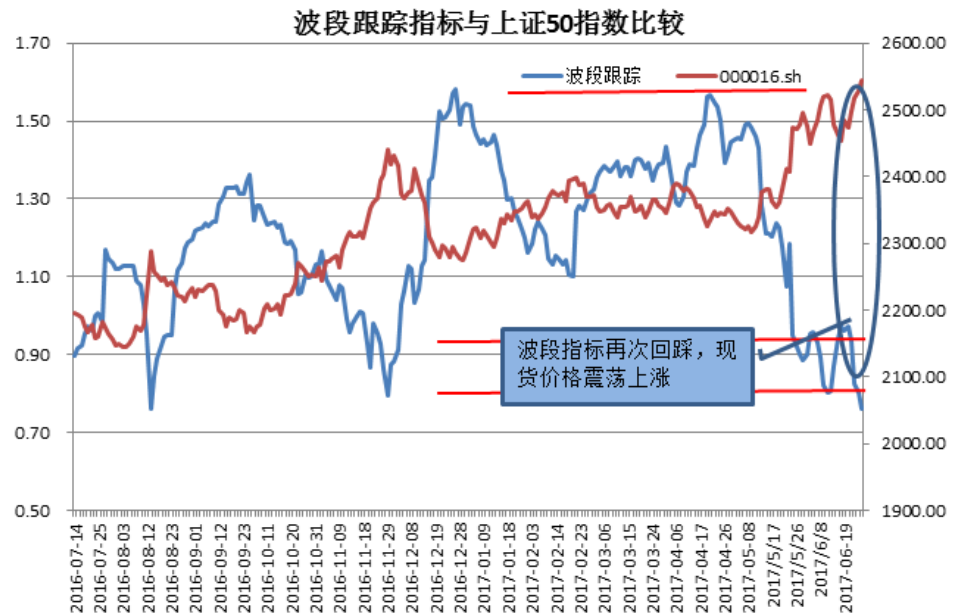
南华期货研究所产品创新研究中心 姚永源

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。

截止 6 月 26 日波段跟踪值为 0.76，继续回落，IH 日内震荡上涨，而波段跟踪值再次探底，预计后续 IH 将继续震荡上涨，但上涨幅度不会太大。

图 4.1 波段跟踪指标与上证 50 指数比较



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