

缩量上涨

投资要点

➤ 股指持仓结论:

今日 IF、IH 与 IC 的日内波动两度跷跷板切换，最后 IC 领先 IH，呈现整体市场大涨格局，但大涨格局中三大期指新增资金并没有响应扩大，并且净多头依旧为负，说明长期资金更愿意博指数回调，上涨留存量能逐渐枯萎。

If: 多空会员持仓略微增加，IF 总持仓为 40313 张，较上日变化了 360 张，说明隔夜持仓小幅增加，说明新增资金较小，短期还有上冲惯性，但幅度会受限；

Ih: 多头会员小幅增持，空头小幅减持，IH 总持仓为 27599 张，较上日变化了 402 张，说明资金小幅进场，但面对 IH 价格高位震荡上涨，这点隔夜新增持仓算是较小的，投机气氛依旧较浓；

Ic: 多头会员持仓小幅下跌，对应空头会员持仓小幅上涨，从 IC 总持仓为 34259 张，较上日变化了 -81 张，说明今日 IC 上涨，多头资金部分获利出局，短期上涨意愿不够强烈；

➤ 波段跟踪结论:

截止 6 月 23 日波段跟踪值为 0.80，大幅回落，IH 日内冲高回落，但是重心节节向上，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	7
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

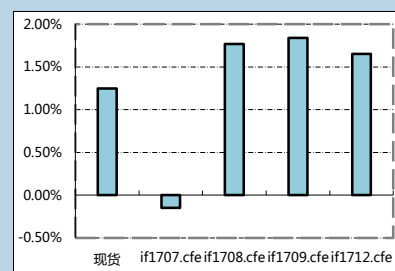
姚永源: 0755-82723950

投资咨询: Z0010046

黎敏: 010-83162239

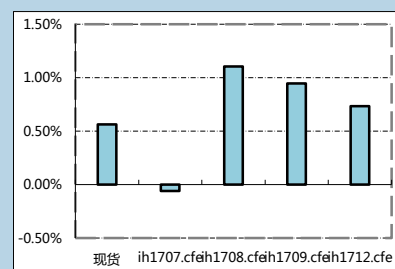
投资咨询: Z0002885

沪深 300 现货及期货涨跌幅情况



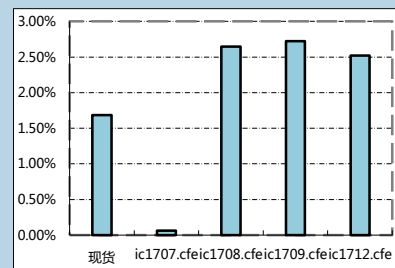
资料来源: Wind 南华研究

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

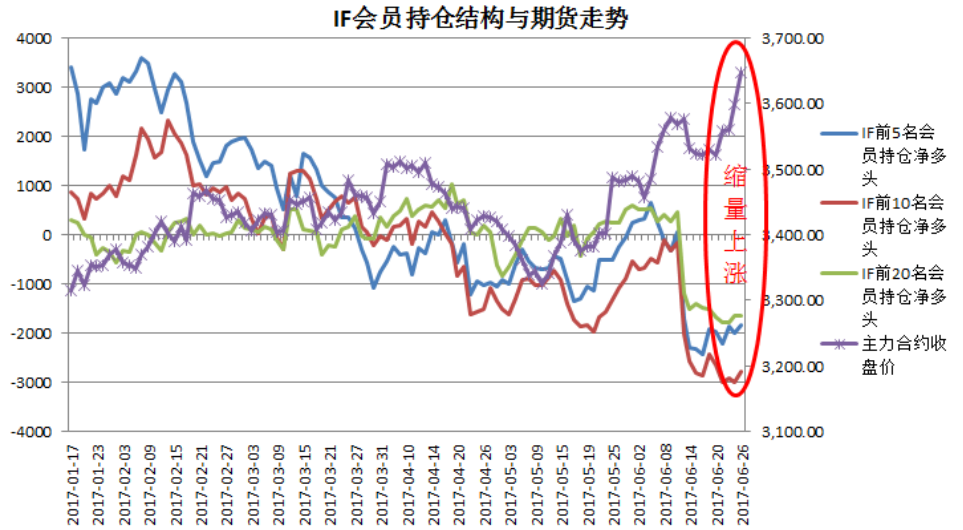
IF.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	59.40	60.80	58.80	55.60
涨跌幅	1.82%	1.77%	1.84%	1.65%
贴水	-20.89	-35.49	-41.09	-76.09
贴水率	-0.57%	-0.97%	-1.12%	-2.07%
IH.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	20.20	22.80	21.80	19.60
涨跌幅	0.87%	1.11%	0.95%	0.73%
贴水	-17.92	-21.92	-29.72	-44.32
贴水率	-0.70%	-0.86%	-1.17%	-1.74%
IC.CFE				
	当月	下月	下季	隔季
涨跌	136.60	144.00	140.60	124.20
涨跌幅	2.58%	2.65%	2.72%	2.52%
贴水	-25.84	-61.24	-102.84	-210.04
贴水率	-0.42%	-1.00%	-1.68%	-3.44%

数据来源：wind，南华研究

1.2. 会员持仓分析

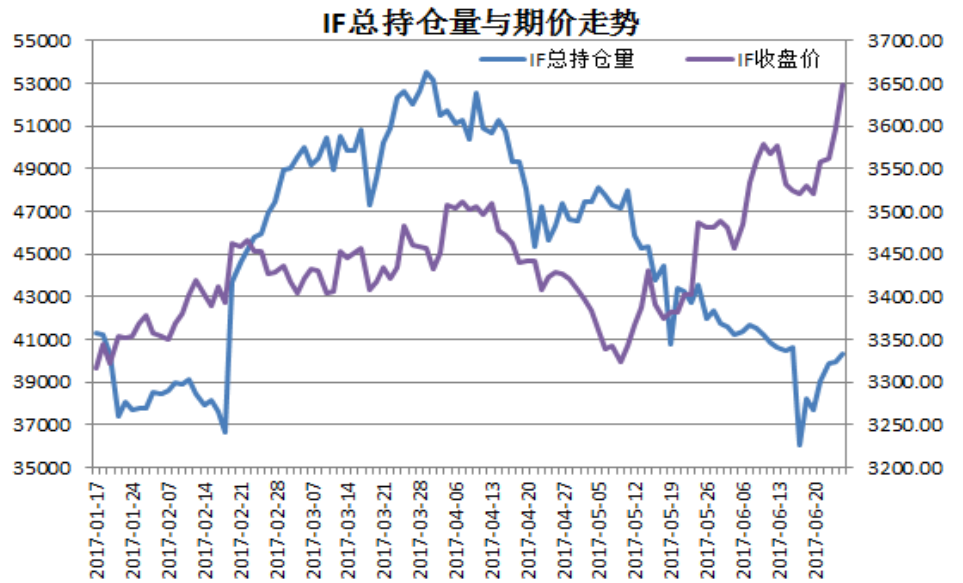
截至 2017 年 6 月 26 日，IF 前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员多头分别持仓 8739 张、13545 张、19484 张，较前日变化 183 张、299 张、175 张，前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员空头分别持仓 10594 张、16346 张、21132 张，较前日变化了 31 张、108 张、160 张；净头寸方面，前 5 名会员、前 10 名会员、前 20 名会员持仓净多头分别为-1855、-2801、-1648，多空会员持仓略微增加，IF 总持仓为 40313 张，较上日变化了 360 张，说明隔夜持仓小幅增加，说明新增资金较小，短期还有上冲惯性，但幅度会受限。

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

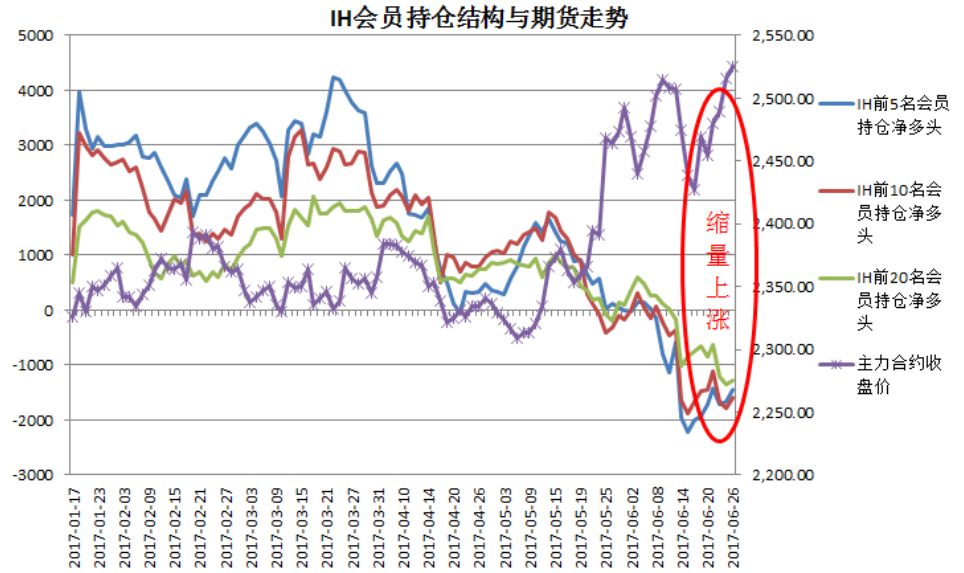
图 1.2.2 IF 总持仓量与期价走势



数据来源：wind，南华研究

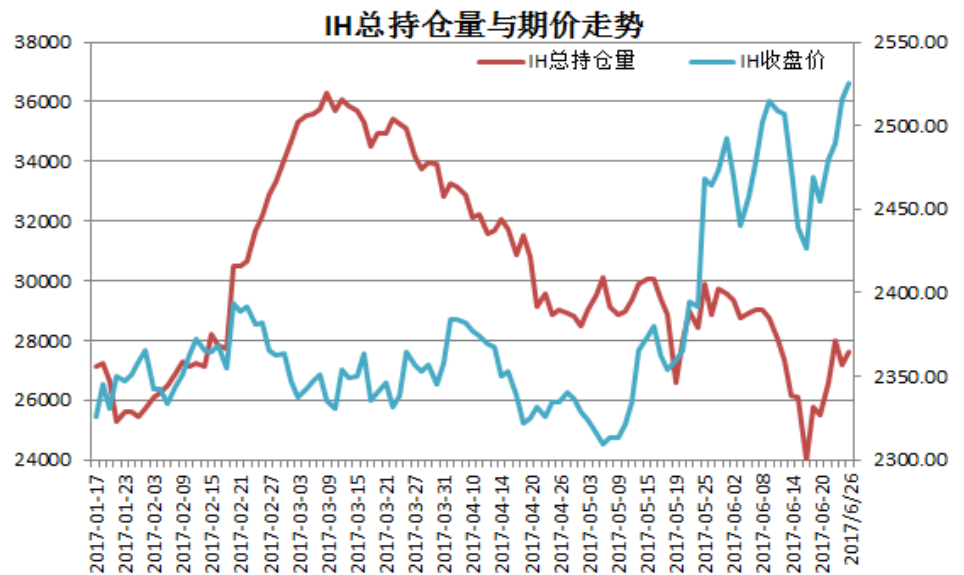
截至2017年6月26日，IH前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓6860张、9971张、13219张，较前日变化94张、123张、15张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓8316张、11575张、14509张，较前日变化了-104张、-48张、-39张；净头寸方面，前5名会员、前10名会员、前20名会员持仓净多头分别为-1456、-1604、-1290，多头会员小幅增持，空头小幅减持，IH总持仓为27599张，较上日变化了402张，说明资金小幅进场，但面对IH价格高位震荡上涨，这点隔夜新增持仓算是较小的，投机气氛依旧较浓。

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

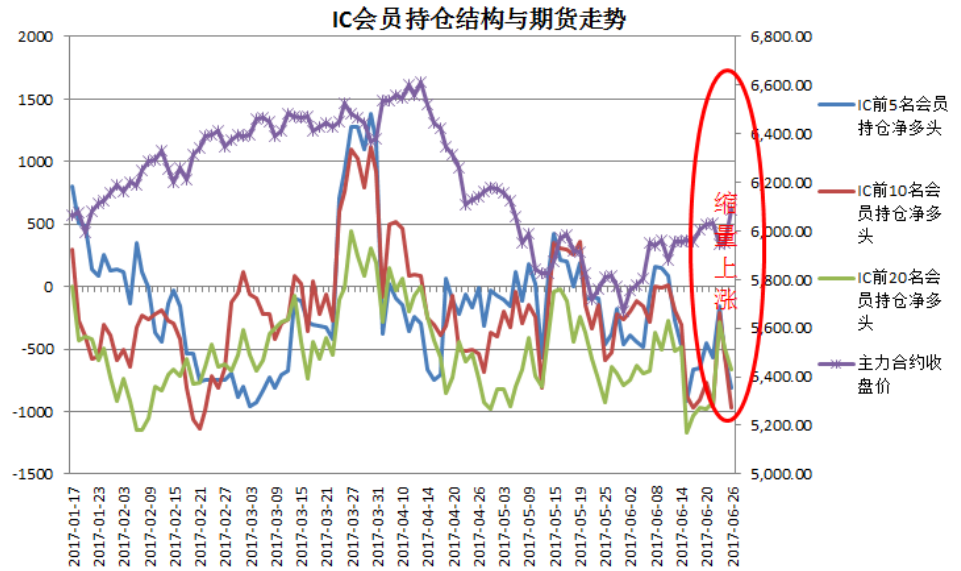
图 1.2.4 IH 总持仓量与期价走势



数据来源：wind，南华研究

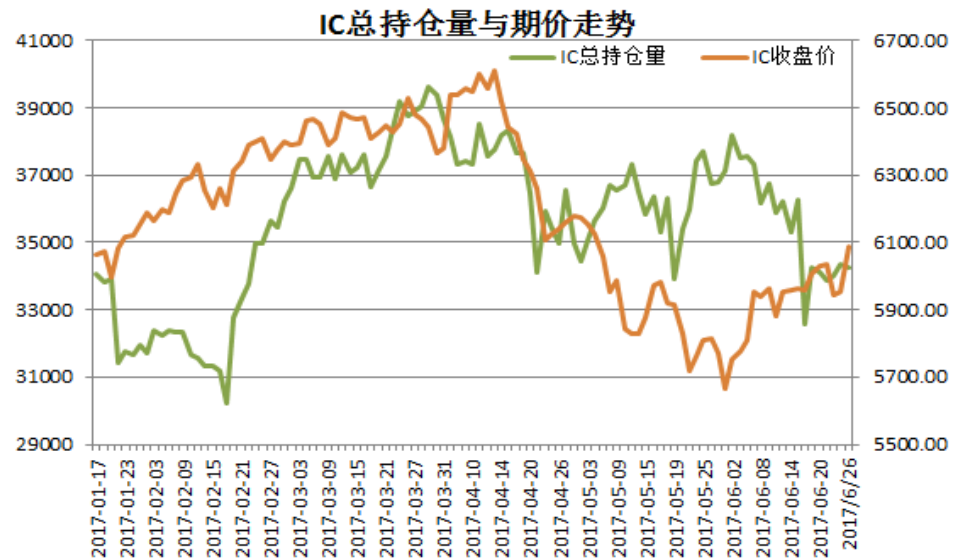
截至2017年6月26日，IC前5名会员、前10名会员、前20名会员多头分别持仓7833张、11845张、16484张，较前日变化-125张、-276张、-295张，前5名会员、前10名会员、前20名会员空头分别持仓8641张、12811张、17150张，较前日变化了126张、128张、-125张；净头寸方面，前5名会员、前10名会员、前20名会员持仓净多头分别为-808、-966、-666，多头会员持仓小幅下跌，对应空头会员持仓小幅上涨，从IC总持仓量为34259张，较上日变化了-81张，说明今日IC上涨，多头资金部分获利出局，短期上涨意愿不够强烈。

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影响

长期量化宽松和加息进程，都会扭曲美联储资产结构，所以，美联储需要货币正常化，货币正常化带来哪些影响呢？

1、全球流动性迎来拐点，美元升值

美联储希望在恢复货币政策正常化的道路上采取更为稳健的策略，而加息、缩表相伴进行是更优的选择。美联储加息周期展开以及未来缩表的演进，全球流动性将呈现边际收紧。在经历了 2015 和 2016 年两年延缓加息之后，美联储希望加快加息进程，联邦基金利率预期在 2018 年底将达到 2.125%，在 2019 年年底将达到 3%。据美国财经媒体报道，美联储期望把资产负债表缩减至 2 万亿—2.5 万亿美元的规模，这意味着美联储将从市场上至少吸纳 2 万亿美元基础货币的流动性。从市场影响来看，一般来说，缩表比加息对流动性的影响更大。加息，是通过提高资金成本抑制贷款。而缩表，则意味着货币规模减少，对流动性影响更为直接。另外，如果缩表进展顺利，美元将获得较大支撑，其他国家货币将在中长期再度承压。

2、中长期利率抬升，经济增长和资产价格承压

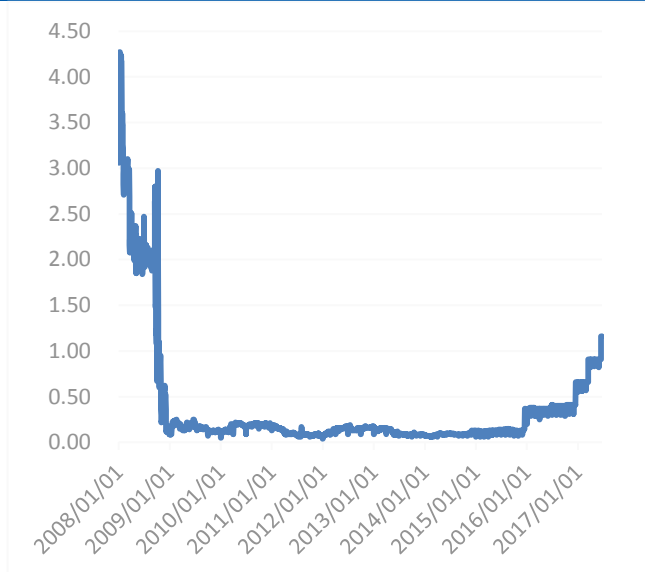
缩表叠加加息，将对美国经济和资产尤其债券施加较大的下行压力。美联储加息主要是通过作用于短端利率，影响银行流动性，进而影响中长端债券市场和实体经济。缩表则是直接从货币数量上影响联储银行的流动性，美联储资产又以中长期资产为主，所以无论是资产的到期停止再投资还是直接出售资产，都会对中长期利率产生更为直接的影响，导致美国国债收益率持续上行，对实体经济的影响也更甚于加息。利率影响经济增长的渠道很多，比如居民按揭贷款利率提升可能会影响住房销售和房地产投资增速，企业贷款利率提升会影响企业的贷款需求和投资意愿，这些都会对美国的经济增长产生一定的负面影响。美联储 15 年和 16 年的两次加息，已经使得美国住房按揭利率开始走高。如果美联储加快加息步伐，叠加大规模的缩表，经济或许无法承受中长期利率走高带来的打压。考虑到老龄化、生产率增长低迷等长期问题，美国经济将承受更大的压力。另外，目前美股的估值也处在历史高位，利率波动加大也可能导致股市波动相应提升和债券市场恐慌。

3、新兴市场风险加大 人民币贬值预期反弹

由于美元在全球货币体系中处于核心地位，各新兴经济体的汇率都主要盯住美元，美联储加息缩表势必将对全球经济造成蝴蝶效应，全球流动性将呈现边际收紧，对新兴经济体增长前景将构成负面冲击，部分新兴经济体将面临资本流出、货币贬值压力加大、金融波动性上升的风险。短期外债率高、经常账户和财政“双赤字”，以及资源型出口型经济体等受到冲击将较大，产生金融危机的概率较高。同样，人民币贬值预期反弹，资产泡沫有破灭风险。短期来看，美国特朗普新政推行受阻，预期落差导致美元指数回落，人民币保持相对稳定。中长期看，美联储的紧缩货币政策对美元指数走强趋势形成强支撑，如果美联储利率中长期回到 3% 目标值、缩表如期开展，人民币对美元汇率将承受巨大压力。中国央行如要稳汇率，国内货币政策可能要跟随美国收紧。那么，目前高企的国内房地产价格可能面临负面冲击，债券和股票价格也都面临重估。经验教训警示历次新兴市场危机都与美联储紧缩货币存在着一定联系，所以要高度警惕美联储货币政策正常化带来的冲击。

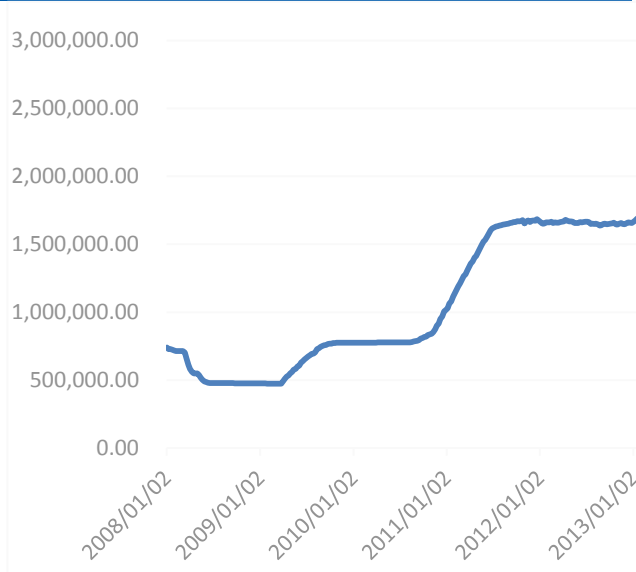
综上所述，我们认为，美联储货币正常化会带来三方面的影响。1、全球流动性迎来拐点，美元升值；2、中长期利率抬升，经济增长和资产价格承压；3、新兴市场风险加大 人民币贬值预期反弹。

图 1.1.1 美国联邦基金利率上升



资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.2 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23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、10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%。

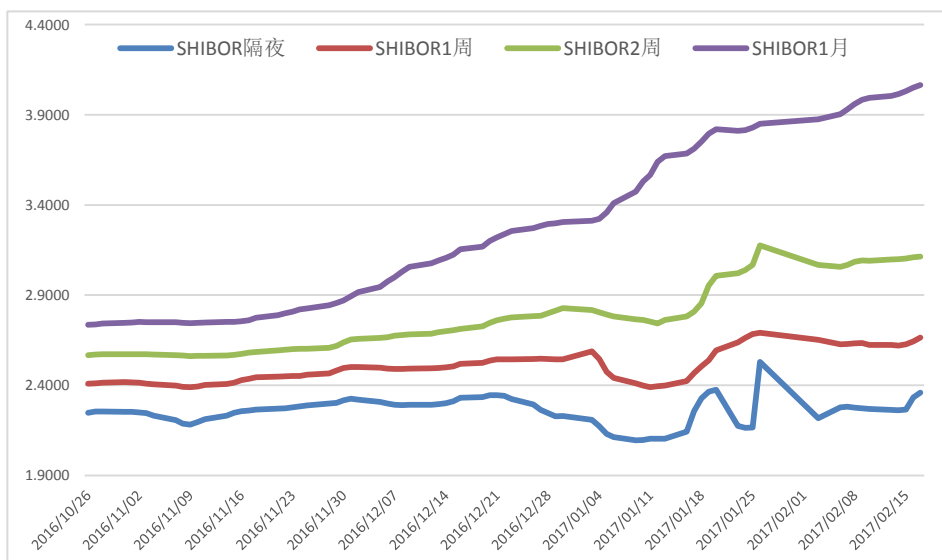
信用债收益率小幅波动。具体来看，中债中短期票据收益率曲线(AAA) 3M 期限收益率稳定于 3.79%，6M 期限收益率下行 1BP 至 3.80%，1年期收益率下行 1BP 至 3.98%。中债中短期票据收益率曲线(AAA) 3年期收益率稳定于 4.19%，5年期收益率下行 2BP 至 4.42%水平。

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

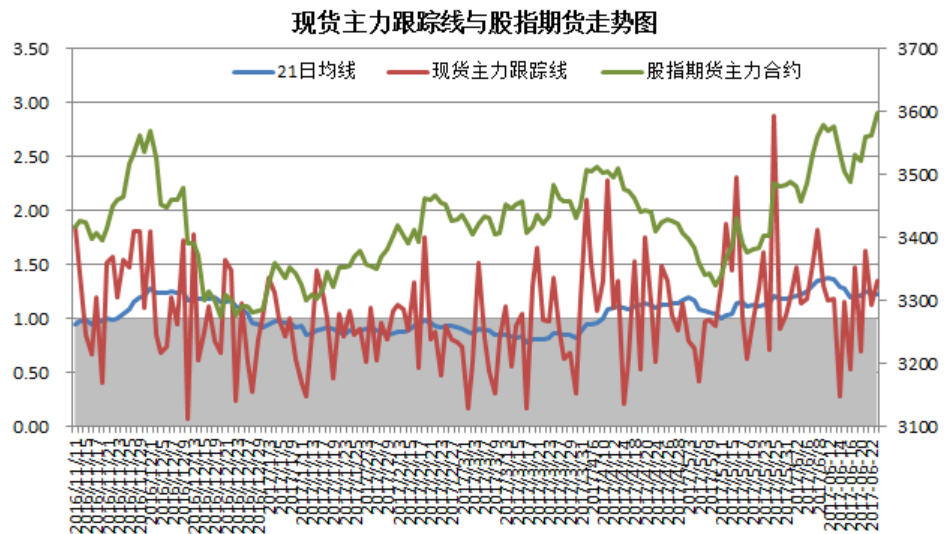
南华期货研究所宏观经济研究中心 黎敏

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 26 日现货主力跟踪值为 2.32，相比昨天的 1.35 大幅上涨，大于观察值 1，说明现货主力资金活跃度偏强。沪深 300 指数小幅高开后，全天宽幅震荡大涨。板块方面，多元金融、工程机械、运输设备、酿酒、煤炭等板块涨幅居前，保险、银行、广告包装、公共交通、互联网等板块跌幅居前；
- 2) 今日股指期货相对昨日结算价中幅高开后，全天宽幅震荡大涨。今日沪深 300 指数相比昨日放量大幅上涨，短期还有上冲惯性，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。

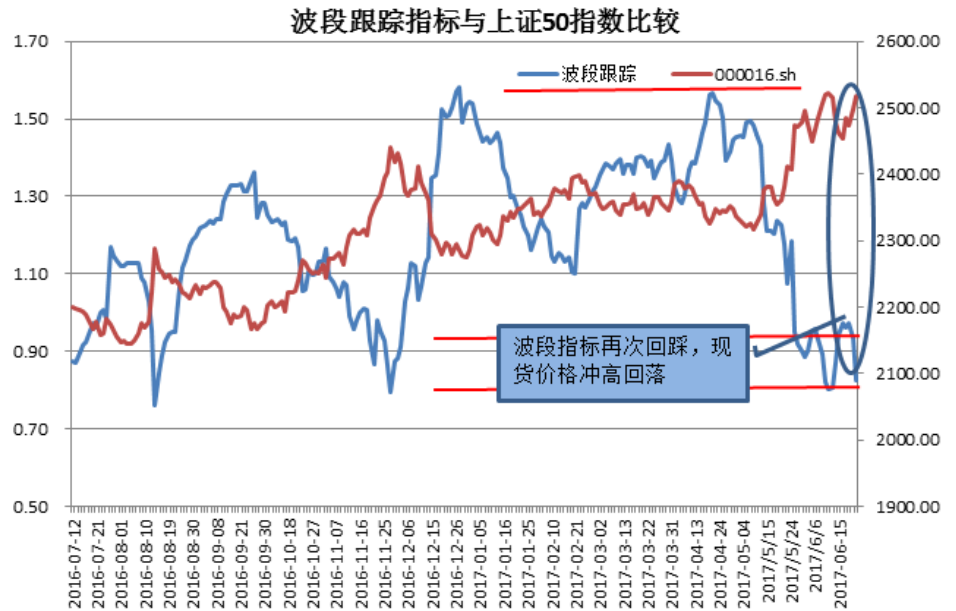
南华期货研究所产品创新研究中心 姚永源

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 23 日波段跟踪值为 0.80，大幅回落，IH 日内冲高回落，但是重心节节向上，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