

关注出口对经济贡献的投资机会！

南华期货研究所

姚永源：0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询证：Z0010046

投资要点

- 我们认为近期A股系统性回调的主因是经济预期回落和利率上升，但是出口数据超预期以及低通胀超于投资者之前预期，或将带领市场反弹，建议关注电子、机械设备和化工行业。
- 从2017年11月13日以来，A股普遍下跌，上综指跌幅达3.78%，我们认为此次出现了系统性下跌风险，其原因在于管理层金融降杠杆力度加大，银行间市场利率持续上涨，将压制企业中长期盈利质量，再者临近年底基金公司周期性换仓，导致获利较大的行业板块出现获利回吐，但是从行业上下游指数市场表现的角度看，目前依旧累计获得正收益的只有银行和房地产，它们累计涨幅分别为1.23%、0.55%，从整体行业各趋势来看，均普遍向下，但是从短期反弹格局来看，国防军工反弹力度领先其他行业指数。
- Hurst指数研判：截至2017年12月8日，Hurst指数为0.5852，高于0.55，上综指已经处于下跌趋势中，预计中期下跌趋势还将延续，按照Hurst指数判断上综指波动规则，当前上综指已经存在中期下跌的风险，同时我们必须注意的是，Hurst只适合中期判断拐点，对短期震荡波动不敏感。

目录

1. 一周主题.....	2
2. 行情表现.....	3
3. 基差分析.....	5
4. 本轮下跌各行业指数的市场表现.....	7
5. Hurst 指数研判.....	9

1. 一周主题

我们认为近期 A 股系统性回调的主因是经济预期回落和利率上升。从影响 A 股主要因素的盈利、估值和流动性角度看，在 A 股上市公司四季度报告披露之前的空档期，影响 A 股的主要因素就是市场流动性，并且 11 月份 PMI 并没有超预期(官方制造业 PMI 小幅上涨而财新中国 PMI 小幅下跌)，冬季因为环保压力频频限产，投资者普遍预计四季度经济将再次回落，市场利率的持续上涨压力明显盖过了经济增长的预期，所以 A 股震荡回落，从陆股通监控也明显看到，境外资金净流入暂缓，并且还有阶段性大幅净流出。

出口数据超预期以及低通胀超于投资者之前预期，或将带领市场反弹。从 11 月份披露的经济数据看，国内经济景气依旧偏淡，但是 8 日海关总署公布中国 11 月进出口数据显示出口同比(按美元计) 12.3%，比 10 月份上涨了 5.4 个百分点，进口同比(按美元计) 17.7%，比 10 月份上涨了 0.5 个百分点，如图 1.1 所示，这样投资者产生了预期差，说明四季度经济或许没有预想中的那么差，在昨日市场投资情绪进入冰点之际，今日迎来的大幅资金进场，三大期指纷纷大涨。再者我们还关注到美国 3 季度实际 GDP 增速终值为 3.3%，为 2014 年三季度以来新高，高于预期 3.2%和初值 3%，欧元区 3 季度 GDP 同比增速终值被上修至 2.6%，高于初值 2.5%。

图 1.1 进出口当月同比增速



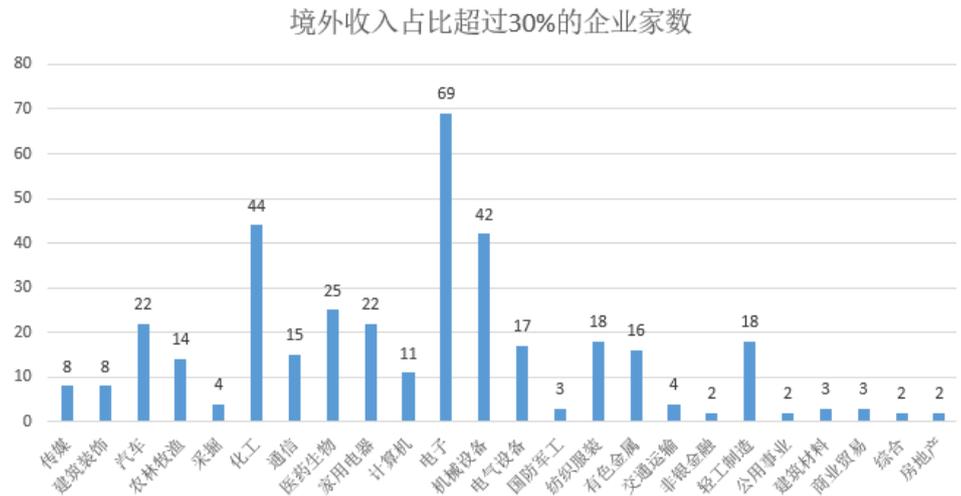
数据来源：wind，南华研究

近期 A 股将要构筑双底后才能迎来春季行情。银行间利率持续上涨一直压制着 A 股的上涨预期，说明管理层对金融降杠杆持续高压状态，昨日周行长的文章称“实施稳健中性的货币政策，强化逆周期调节，严防系统性金融风险”，或者对近期高压下的金融降杠杆释放缓解信号，但还需要具体的利率变化，所以我们认为今日出口数据超预期好促使 A 股强势反弹，而短期市场利率没有下降的前提下，A 股还将再次下跌，或者构建双底的概率较大。

出口带动经济增长，建议关注电子、机械设备和化工行业。从目前 A 股的 3452 家上市公司，我们筛选出具有海外业务收入的公司总共有 1211 家，进一

步筛选海外业务收入占营业收入百分比超过 30%的，总共有 375 家，在这基础上，我们按申万一级行业分类进行统计，发现电子行业、化工、机械设备入围家数最多，分别为 69 家、44 家、42 家，也就是说我们认为这三个行业具有很强的出口导向型。我们再从 11 月份出口商品种类角度分析，11 月份当月出口金额最大(出口权重最大)的前 5 个商品分别为自动数据处理设备及其部件、服装及衣着附件、纺织纱线和织物及制品、农产品、集成电路，当月值分别为 1626487.60 万美元、1312605.60 万美元、998918.5 万美元、781377.7 万美元、619580.1 万美元，从出口的累计同比角度看，原油、焦炭及半焦炭、玩具、成品油、自动数据处理设备及其部件增速最大，均在 1-11 月累计同比超过 10%，分别为 119.1%、48.8%、36.4%、30.6%、15.6%，由以上三个角度，我们建议投资者关注电子、机械设备和化工行业在出口拉动经济看点的投资机会。

图 1.2 境外收入占比超过 30%的企业家数



数据来源：wind，南华研究

2. 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-2.58%、-3.22%和-1.08%，成交量有所减弱；申万一级行业方面，钢铁、建筑材料、采掘、有色金属、轻工制造表现相对坚挺，家用电器、非银金融、通信、食品饮料、银行涨幅靠后。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为-2.94%、-3.39%、0.84%；品种总持仓量分别为 41126 手、23640 手、30065 手，分别较上周变化-1366 手、-1106 手、33 手；品种总成交量分别为 18277 手、13179 手、11736 手，分别较上周变化-2817 手、-997 手、-638 手。

表 2.1 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	4003.38	3998.14		0.13%			
IF 当月	3998.00	3978.80	3999.20	0.48%	-5.38	24558.00	15727.00

IF 次月	3997.40	3981.80	3997.00	0.39%	-5.98	5714.00	2638.00
IF 当季	3989.80	3980.80	3991.60	0.23%	-13.58	7921.00	1449.00
IF 隔季	3992.60	3980.00	3994.80	0.32%	-10.78	2477.00	353.00

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	2865.34	2842.18		0.81%			
IH 当月	2867.00	2840.40	2869.00	0.94%	1.66	14801.00	11072.00
IH 次月	2873.80	2847.80	2874.20	0.91%	8.46	2430.00	1301.00
IH 当季	2886.00	2860.80	2887.60	0.88%	20.66	3738.00	836.00
IH 隔季	2901.00	2867.40	2897.00	1.17%	35.66	1211.00	171.00

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	3289.99	3317.62		-0.83%			
IC 当月	6174.00	6279.00	6181.20	-1.67%	2884.01	19800.00	11866.00
IC 次月	6133.00	6254.00	6143.80	-1.93%	2843.01	4568.00	2000.00
IC 当季	6069.60	6185.80	6073.60	-1.88%	2779.61	4878.00	845.00
IC 隔季	5980.20	6100.00	5991.40	-1.96%	2690.21	1497.00	139.00

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

表 2.2: 申万一级行业最新市场表现

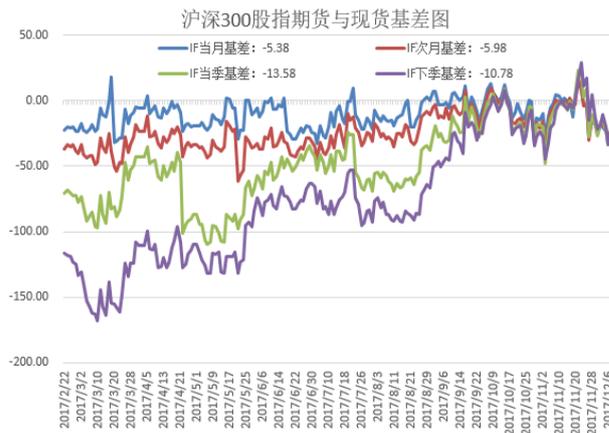
申万一级行业	1 日涨幅	周涨幅	10 日涨幅	30 日涨幅
农林牧渔	1.04%	1.36%	0.69%	-3.33%
采掘	0.66%	-4.36%	-2.22%	-5.16%
化工	1.01%	-1.17%	0.57%	-3.95%
钢铁	1.70%	-5.42%	-0.27%	0.72%
有色金属	0.89%	-3.33%	-0.85%	-7.81%
电子	1.95%	2.05%	2.52%	-5.98%
家用电器	2.01%	-0.89%	-2.92%	-5.76%
食品饮料	1.69%	1.16%	0.06%	-5.47%
纺织服装	0.81%	-0.27%	0.51%	-6.92%
轻工制造	0.97%	-2.57%	-0.71%	-7.90%
医药生物	1.04%	0.82%	0.70%	-5.55%
公用事业	0.60%	-0.78%	-0.90%	-5.28%
交通运输	0.39%	-0.53%	0.43%	-3.67%
房地产	0.18%	-1.45%	-0.51%	0.48%
商业贸易	2.08%	0.77%	1.29%	-7.91%
休闲服务	2.52%	-0.43%	2.01%	-4.65%
综合	0.58%	-1.63%	-2.15%	-9.82%
建筑材料	0.99%	-2.78%	2.44%	-0.18%
建筑装饰	0.28%	-0.72%	-0.29%	-5.43%

电气设备	1.08%	-1.02%	-0.92%	-6.39%
国防军工	0.26%	1.19%	2.23%	-4.42%
计算机	1.11%	-1.61%	-0.56%	-7.33%
传媒	0.82%	0.92%	0.74%	-5.16%
通信	1.59%	1.02%	0.92%	-3.38%
银行	-0.13%	-0.91%	-2.41%	2.08%
非银金融	1.59%	0.09%	-2.49%	1.11%
汽车	0.70%	-1.47%	-1.94%	-7.55%
机械设备	0.32%	-1.92%	-1.02%	-6.71%

3. 基差分析

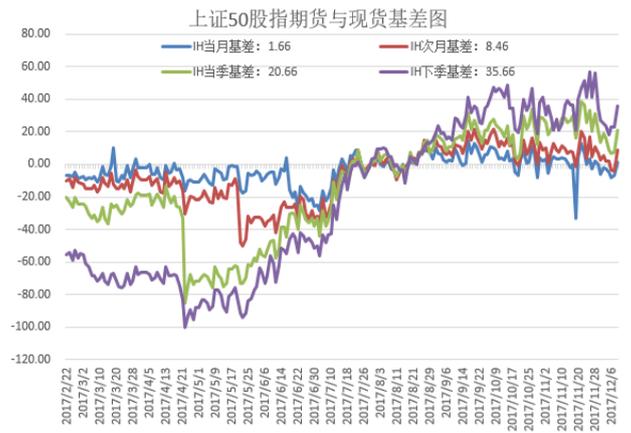
本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，本周价差大幅反弹，特别是 IF、IH 的基差反弹力度相比 IC 较快；跨期价差方面，三大期指的价差依旧偏弱，不过 IH 的价差有反弹的迹象，我们认为短期三大期指反弹，从价差依旧偏弱的状态看市场主力已经看淡后市。

图 3.1 沪深 300 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.3 中证 500 股指期货与现货基差图



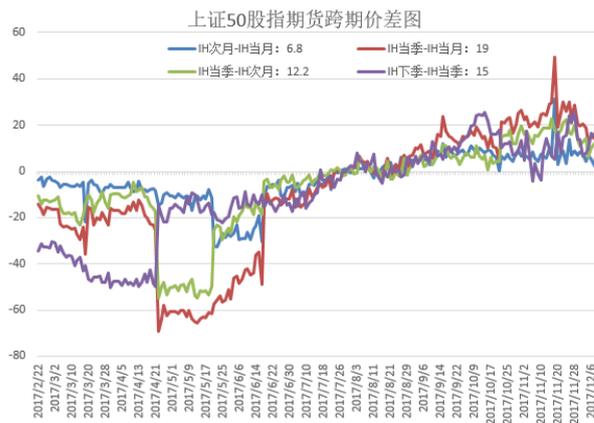
资料来源: wind 南华研究

图 3.4 沪深 300 股指期货跨期价差图



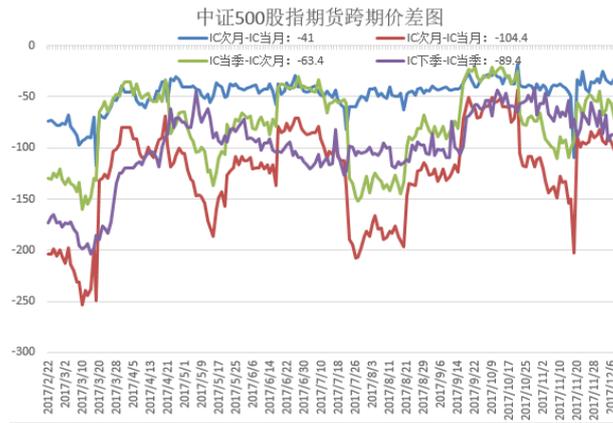
资料来源: wind 南华研究

图 3.5 上证 50 股指期货跨期价差图



资料来源: wind 南华研究

图 3.6 中证 500 股指期货跨期价差图

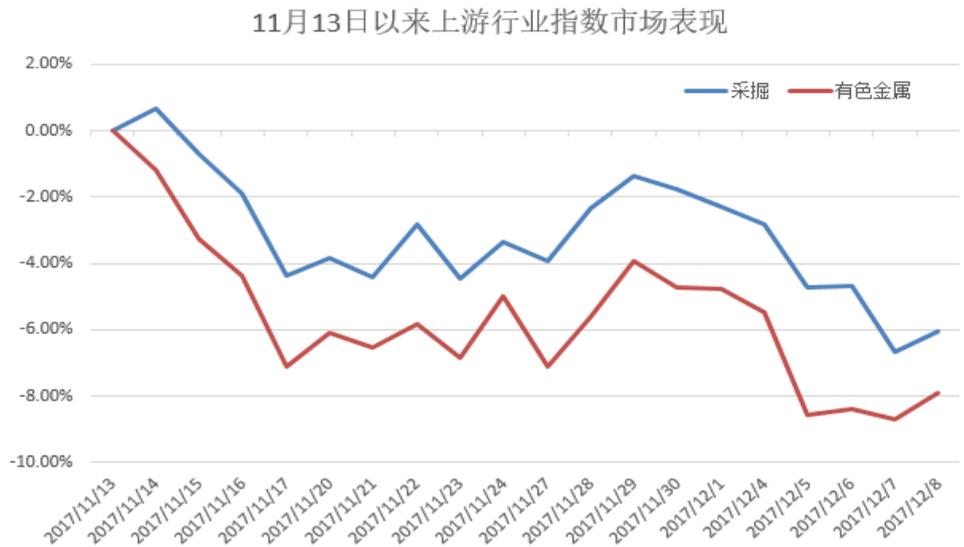


资料来源: wind 南华研究

4. 本轮下跌各行业指数的市场表现

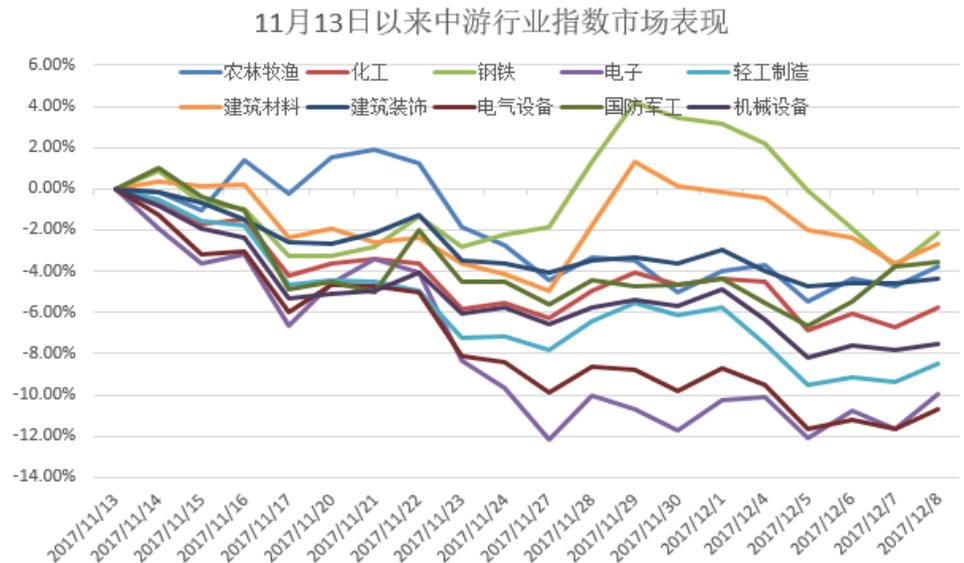
从2017年11月13日以来，A股普遍下跌，上综指跌幅达3.78%，我们认为此次出现了系统性下跌风险，其原因在于管理层金融降杠杆力度加大，银行间市场利率持续上涨，将压制企业中长期盈利质量，再者临近年底基金公司周期性换仓，导致获利较大的行业板块出现获利回吐，但是从行业上下游指数市场表现的角度看，目前依旧累计获得正收益的只有银行和房地产，它们累计涨幅分别为1.23%、0.55%，从整体行业各趋势来看，均普遍向下，但是从短期反弹格局来看，国防军工反弹力度领先其他行业指数。

图 4.14. 本轮下跌以来上游行业指数市场表现



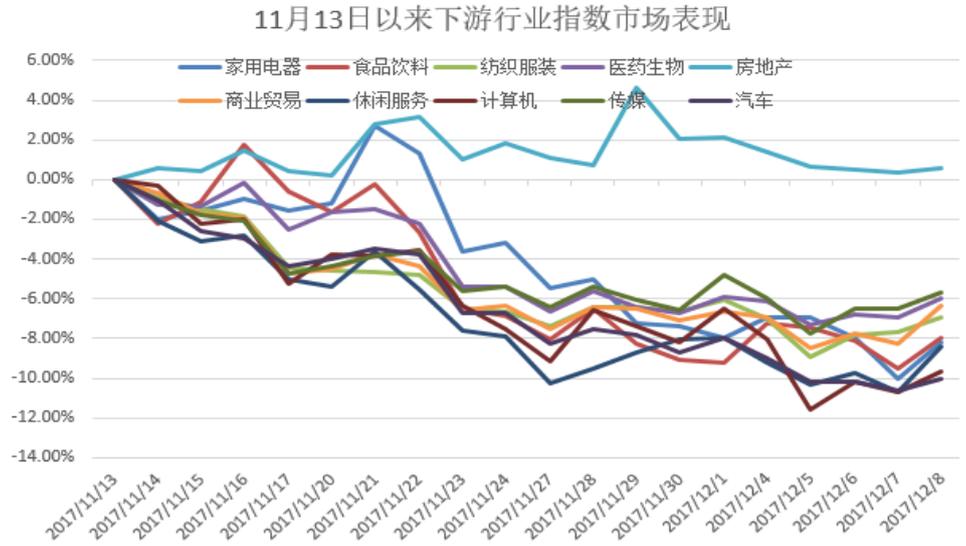
数据来源：wind，南华研究

图 4.2 本轮下跌以来中游行业指数市场表现



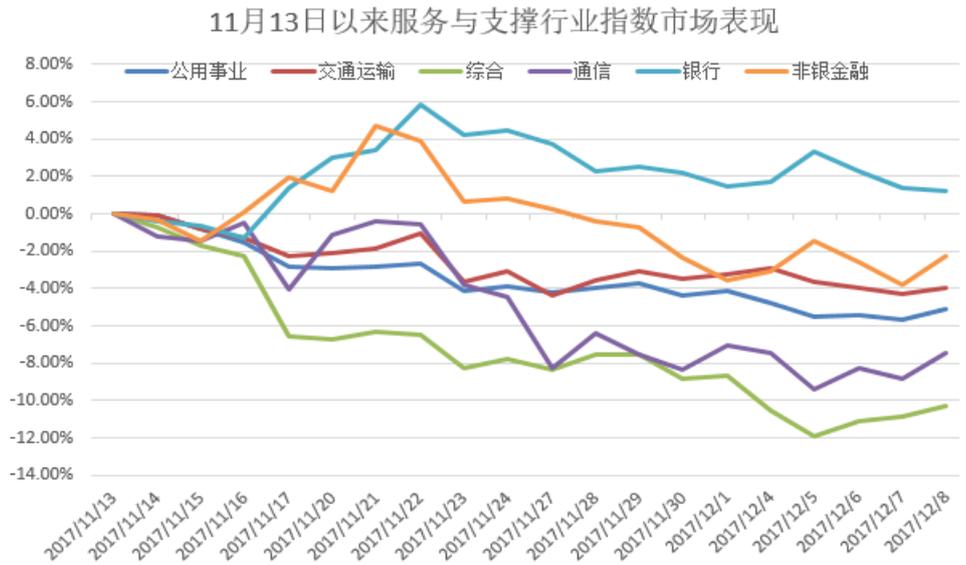
数据来源：wind，南华研究

图 4.3 本轮下跌以来下游行业指数市场表现



数据来源：wind，南华研究

图 4.4 本轮下跌以来服务与支撑行业指数市场表现

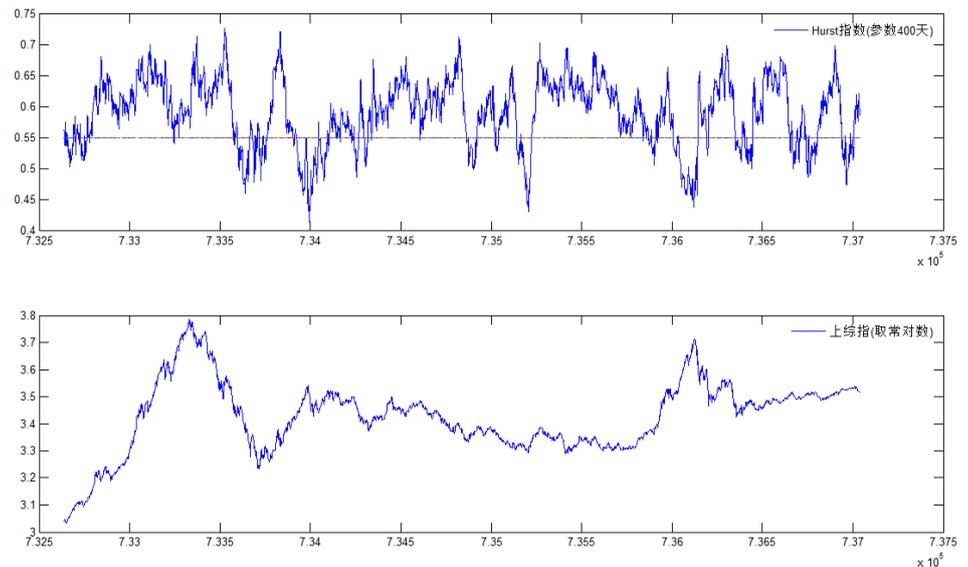


数据来源：wind，南华研究

5. Hurst 指数研判

关于 Hurst 指数在金融市场中的应用, 国内、外已经有大量的研究成果, 本人也在 2016 年 3 月份发表了《南华期货-hurst 指数:A 股中长期底部已现》, 我们从新获取了上综指历史数据, 计算其 Hurst 指数, 并且与其本身形态, 如图 4.1 所示。截止 2017 年 12 月 8 日, Hurst 指数为 0.5852, 高于 0.55, 上综指已经处于下跌趋势中, 预计中期下跌趋势还将延续, 按照 Hurst 指数判断上综指波动规则, 当前上综指已经存在中期下跌的风险, 同时我们必须注意的是, Hurst 只适合中期判断拐点, 对短期震荡波动不敏感。

图 5.1 上证综指与 Hurst 指数(截止 2017-12-8)



资料来源: wind&南华研究

Hurst 指数的应用:

- 当 $H=0.55$ 时, 时间序列为标准的随机游走, 收益率呈正态分布, 可以认为现在的价格信息对未来不会产生影响, 过去的增量和未来的增量不相关, 市场是没有记忆特征的。
- 当 $H>0.55$ 时, 存在状态持续性, 时间序列是一个持久性的或趋势增强的序列, 过去的增加的趋势预示将来整体趋势还是增加, 即如果序列前一期是向上走的, 下一期也有大于一半的概率是向上走的, 并且 H 越接近 1, 这种持久性越强, H 越接近 0.55, 趋势就越不明确。
- 当 $0<H<0.55$ 时, 时间序列是反持久性的或逆状态持续性的, 过去的增量和未来增量是负相关的, 即序列在前一个期间向上走, 那么下一期多半向下走。

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

太原营业部**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810
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

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801、802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-20220312、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

广州营业部的地址是广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net