



提防短期回落！

投资要点

- **短期国债期货连续下跌，或短期利空A股。**每年4月份是全年市场资金布局之年，短期IC-IH价差持续上升，市场资金从蓝筹股强势流入中小创，从低点上涨创业板指数涨跌幅已经超过10%，说明市场情绪已经点燃。影响大小盘市场风格切换的核心因素是市场利率和盈利预期，目前小盘股的业绩预期较差已经被市场消化，存在更多的是政策扶持的预期，所以其影响的主要因素就是市场资金充裕，而今年央行实行“削峰填谷”的货币中性态度，所以季末资金并没有预期紧张，上海银行间利率已经下跌，但是对跨季后的流动性预期也不能太过乐观，近期央行已经连续7天暂停逆回购，有可能持续收紧，也就对创业板持续大涨要提高风险，目前创业板指数已经触及中期高点1900点附近后小幅回落，上综指(或沪深300指数)已经触及3190点后回落，不排除短期随着央行货币零投放而导致A股小幅回调。因为A股纳入MSCI依旧是6-8月份的主题，所以我们认为回调的幅度不会太大，以上综指为例，下方3100点附近有极强支撑。
- **基差、价差看多空：**最近几日三大期指有所反弹，但远月合约相对现货依旧贴水，其中贴水幅度最大的还是IC；跨期价差方面，三大期指跨期价差依旧偏弱，并且我们注意到当季-次月的价差明显较次月-当月的基差，说明短期主力投资者依旧没有看好未来期指走势。
- **Hurst指数研判：**截至2018年3月30日，Hurst指数为0.5692，大于0.55，短期上综指虽然大跌，但我们判断此与前期低点将构成双底，正席6月份开始A股纳入MSCI，前期必有新增资金入场，所以继续下挫的可能性较小，维持筑底上涨的格局，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.....	4
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

南华期货研究所

姚永源：0755-82723950

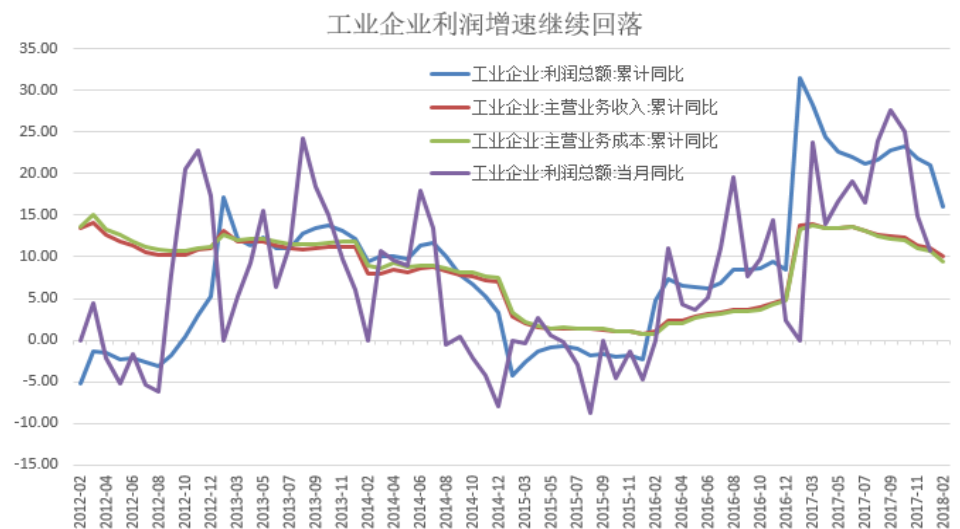
yaoyy@nawaa.com

投资咨询证：Z0010046

1. 一周主题

1-2 月工业收入保持良好增长态势，利好 A 股。今日国家统计局发布工业企业财务数据显示，2018 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 16.1%，增速比 2017 年 12 月份加快 5.3 个百分点，保持了快速增长势头，但不及 2017 年全年 21% 的同比增长，但这是去年 10 月以来，规模以上工业企业利润增速首次回升。从盈利能力上来看，1-2 月份，规模以上工业企业主营业务收入利润率为 6.1%，同比提高 0.33 个百分点，2 月末，规模以上工业企业产成品存货周转天数为 17.4 天，同比减少 0.2 天；应收账款平均回收期为 47.4 天，同比减少 0.2 天。

图 1.1 工业企业利润增速继续回落

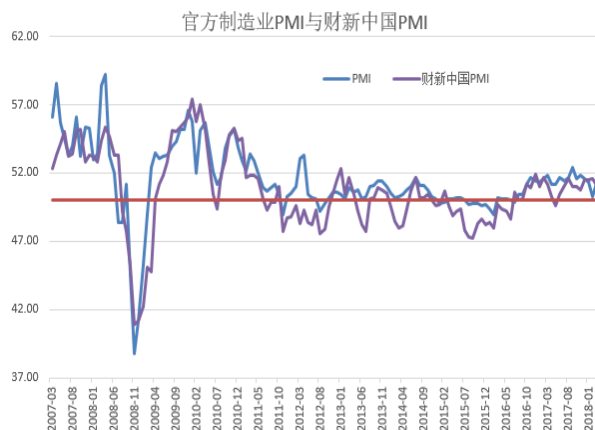


数据来源：wind，南华研究

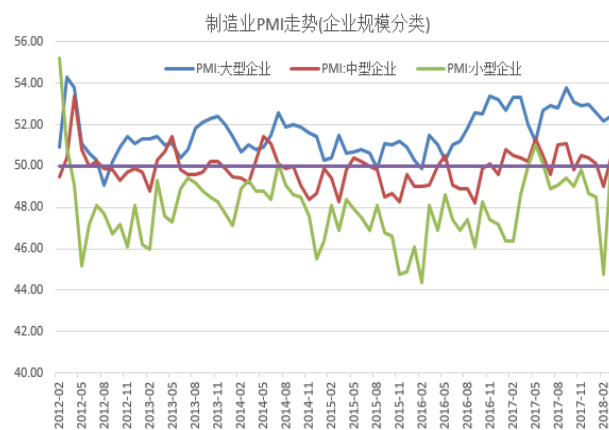
3 月份制造业景气普遍回升。本周公布 3 月份官方制造业 PMI 为 51.5，比 2 月份的 50.30 上升了 0.8 个百分点，连续 20 个月高于荣枯线；而 3 月财新制造业 PMI 为 51，比 2 月份的 51.60 下降了 0.6 个百分点，为四个月最低，低于市场预期的 51.7，如图 1.2 所示，其中出口订单创 2017 年 5 月以来最慢增速。从企业规模分类来看，3 月份大型企业、中型企业、小型企业的 PMI 均有所反弹，其中小型企业反弹力度最大，从 2 月份 PMI 为 44.80 上升为 3 月份的 50.1，如图 1.3 所示。

图 1.2 官方制造业 PMI 与财新中国 PMI

图 1.3 制造业 PMI 走势(企业规模分类)



资料来源：wind 南华研究



资料来源：wind 南华研究

资管新规终获通过，利空出尽就是利好。据3月28日新闻联播报道，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平3月28日下午主持召开中央全面深化改革委员会第一次会议并发表重要讲话。会议通过规范金融机构资管业务的指导意见。会议指出，规范金融机构资产管理业务，要立足整个资产管理行业，坚持宏观审慎管理和微观审慎监管相结合，机构监管和功能监管相结合，按照资产管理产品的类型统一监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度消除监管套利空间，促进资产管理业务规范发展。

企业降税超预期，利好实体经济。3月28日，国务院常务会议确定深化增值税改革措施，会议决定，从2018年5月1日起，一是将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元；二是统一增值税小规模纳税人标准，将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由50万元和80万元上调至500万元，并在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人，让更多企业享受按较低征收率计税的优惠；三是对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。实施上述三项措施，全年将减轻市场主体税负超过4000亿元，内外资企业都将同等受益。

短期国债期货连续下跌，或短期利空A股。每年4月份是全年市场资金布局之年，短期IC-IH价差持续上升，市场资金从蓝筹股强势流入中小创，从低点上涨创业板指数涨跌幅已经超过10%，说明市场情绪已经点燃。影响大小盘市场风格切换的核心因素是市场利率和盈利预期，目前小盘股的业绩预期较差已经被市场消化，存在更多的是政策扶持的预期，所以其影响的主要因素就是市场资金充裕，而今年央行实行“削峰填谷”的货币中性态度，所以季末资金并没有预期紧张，上海银行间利率已经下跌，但是对跨季后的流动性预期也不能太过乐观，近期央行已经连续7天暂停逆回购，有可能持续收紧，也就对创业板持续大涨要提高风险，目前创业板指数已经触及中期高点1900点附近后小幅回落，上综指(或沪深300指数)已经触及3190点后回落，不排除短期随着央行货币零投放而导致A股小幅回调。因为A股纳入MSCI依旧是6-8月

份的主题，所以我们认为回调的幅度不会太大，以上综指为例，下方 3100 点附近有极强支撑。

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-0.16%、-2.48% 和 5.66%，成交量略微放大；申万一级行业指数统计中，领涨的行业指数分别为计算机、国防军工、医药生物、通信、房地产，涨幅分别为 6.70%、5.37%、2.57%、1.73%、0.27%，领跌的行业指数分别为非银金融、银行、钢铁、家用电器、采掘，跌幅分别为 6.00%、4.40%、4.21%、4.13%、4.10%。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为 1.78%、-0.80%、7.68%；品种总持仓量分别为 42213 手、25704 手、34750 手，分别较上周变化-1968 手、1031 手、1165 手；品种总成交量分别为 18307 手、14935 手、12038 手，分别较上周变化-12421 手、-5517 手、-5510 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	3898.50	3904.94		-0.16%			
IF 当月	3884.20	3816.40	3885.00	1.78%	-14.30	28202.00	16284.00
IF 次月	3871.80	3798.40	3866.60	1.93%	-26.70	527.00	165.00
IF 当季	3840.20	3758.60	3841.00	2.17%	-58.30	10177.00	1523.00
IF 隔季	3817.80	3724.00	3814.80	2.52%	-80.70	3307.00	335.00

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	2722.15	2791.47		-2.48%			
IH 当月	2712.40	2734.40	2716.60	-0.80%	-9.75	17890.00	13521.00
IH 次月	2716.80	2728.00	2717.40	-0.41%	-5.35	395.00	75.00
IH 当季	2702.40	2718.80	2709.40	-0.60%	-19.75	5078.00	1044.00
IH 隔季	2675.80	2698.60	2683.80	-0.84%	-46.35	2341.00	295.00

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	6114.74	5787.15		5.66%			
IC 当月	6101.00	5665.60	6079.20	7.68%	-13.74	20118.00	10296.00
IC 次月	6059.80	5646.20	6034.20	7.33%	-54.94	710.00	279.00
IC 当季	6015.00	5561.20	5994.80	8.16%	-99.74	10085.00	1076.00
IC 隔季	5910.00	5489.80	5890.80	7.65%	-204.74	3837.00	387.00

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	0.20%	-0.53%	-0.39%	-0.18%
采掘	-0.06%	-4.10%	-4.02%	-7.99%

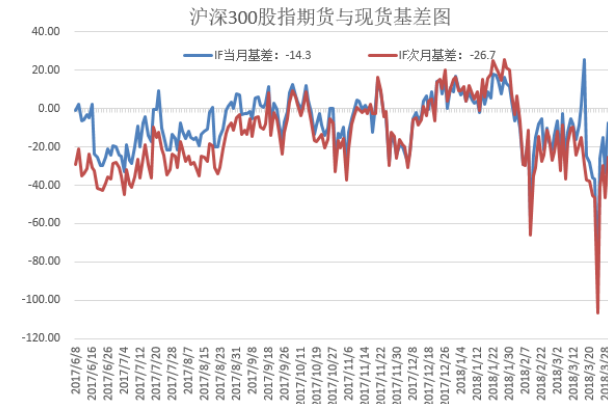
化工	0.58%	-1.79%	-2.23%	-0.92%
钢铁	-0.41%	-4.21%	-5.43%	-12.36%
有色金属	0.55%	-1.66%	-2.71%	-1.09%
电子	2.03%	-0.49%	-1.96%	1.40%
家用电器	-0.48%	-4.13%	-8.38%	-4.54%
食品饮料	-0.02%	-3.67%	-7.30%	-7.43%
纺织服装	0.81%	-2.15%	-2.51%	0.42%
轻工制造	0.66%	-1.20%	-1.73%	-0.18%
医药生物	2.80%	2.57%	2.97%	10.90%
公用事业	0.56%	-0.64%	-1.44%	0.89%
交通运输	0.82%	-2.24%	-2.96%	-4.31%
房地产	-0.95%	0.27%	-0.85%	-1.38%
商业贸易	0.40%	-2.38%	-1.46%	2.33%
休闲服务	0.09%	-2.12%	-2.71%	1.03%
综合	0.72%	-1.33%	-1.67%	-0.88%
建筑材料	0.34%	-1.78%	-2.83%	0.59%
建筑装饰	0.67%	-0.48%	-1.05%	-1.49%
电气设备	1.53%	-0.12%	0.04%	4.59%
国防军工	3.59%	5.37%	5.07%	7.36%
计算机	3.68%	6.70%	5.09%	15.28%
传媒	1.62%	-0.67%	-1.64%	1.74%
通信	2.35%	1.73%	0.75%	4.67%
银行	-0.78%	-4.40%	-4.33%	-7.33%
非银金融	-0.59%	-6.00%	-7.08%	-5.28%
汽车	1.43%	-2.91%	-4.66%	-1.54%
机械设备	1.36%	-0.63%	-1.32%	1.01%

3. 基差分析

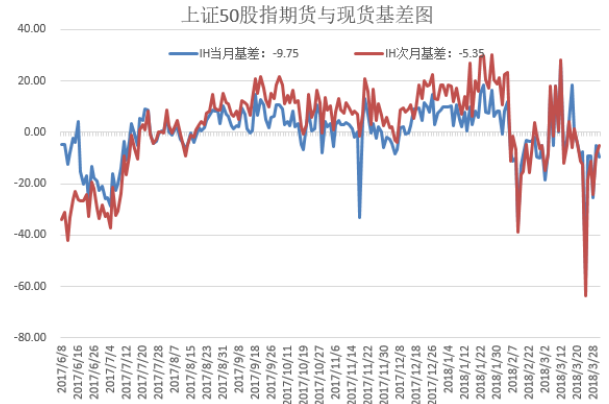
本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，最近几日三大期指有所反弹，但远月合约相对现货依旧贴水，其中贴水幅度最大的还是 IC；跨期价差方面，三大期指跨期价差依旧偏弱，并且我们注意到当季-次月的价差明显较次月-当月的基差，说明短期主力投资者依旧没有看好未来期指走势。

图 3.1 沪深 300 股指期货与现货基差图

图 3.2：上证 50 股指期货与现货基差图



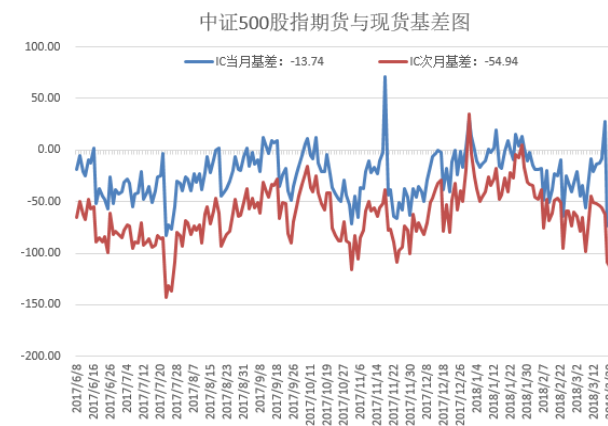
资料来源: wind 南华研究



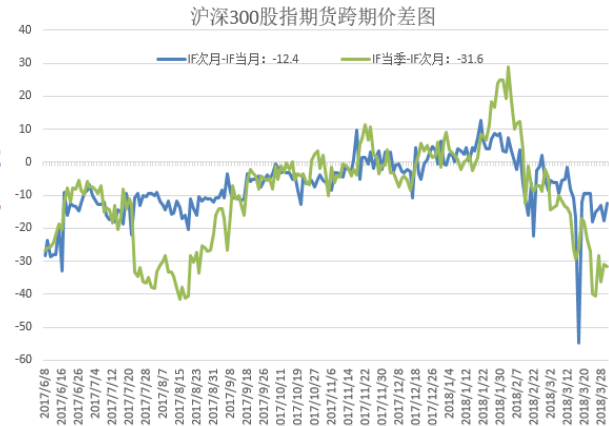
资料来源: wind 南华研究

图 3.3 中证 500 股指期货与现货基差图

图 3.4 沪深 300 股指期货跨期价差图



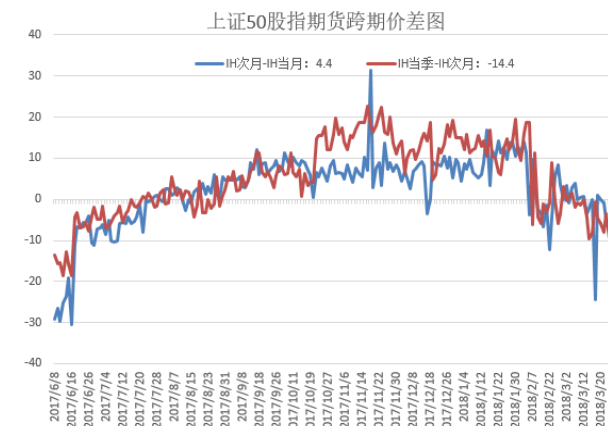
资料来源: wind 南华研究



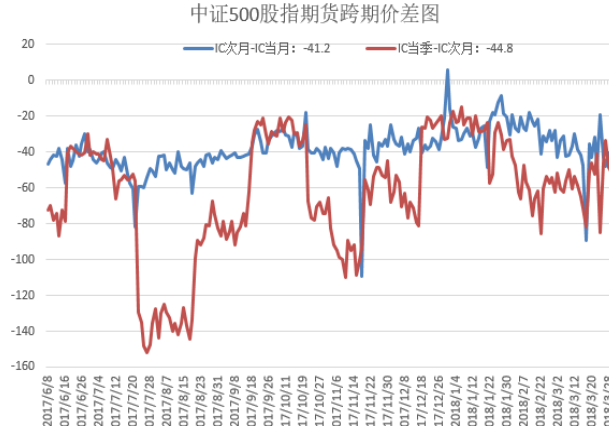
资料来源: wind 南华研究

图 3.5 上证 50 股指期货跨期价差图

图 3.6 中证 500 股指期货跨期价差图



资料来源: wind 南华研究

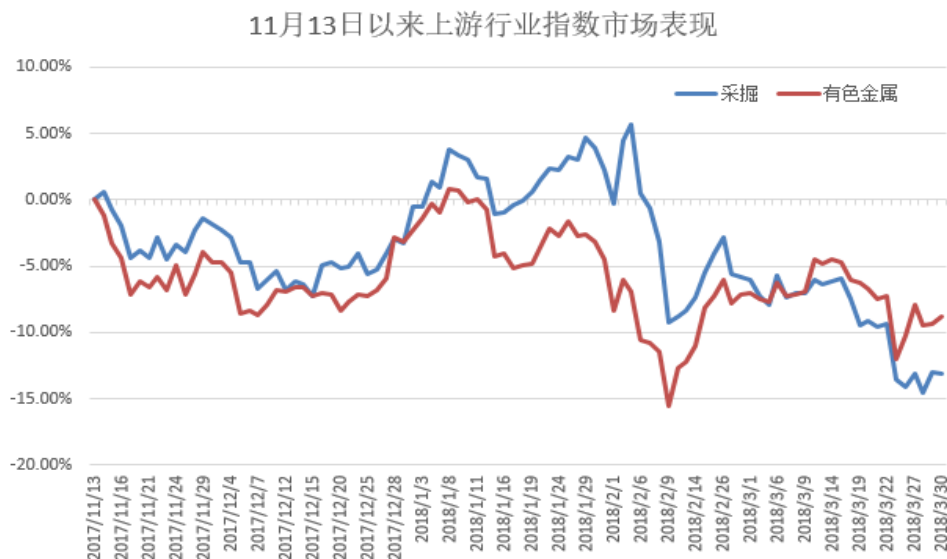


资料来源: wind 南华研究

4. 本轮下跌各行业指数的市场表现

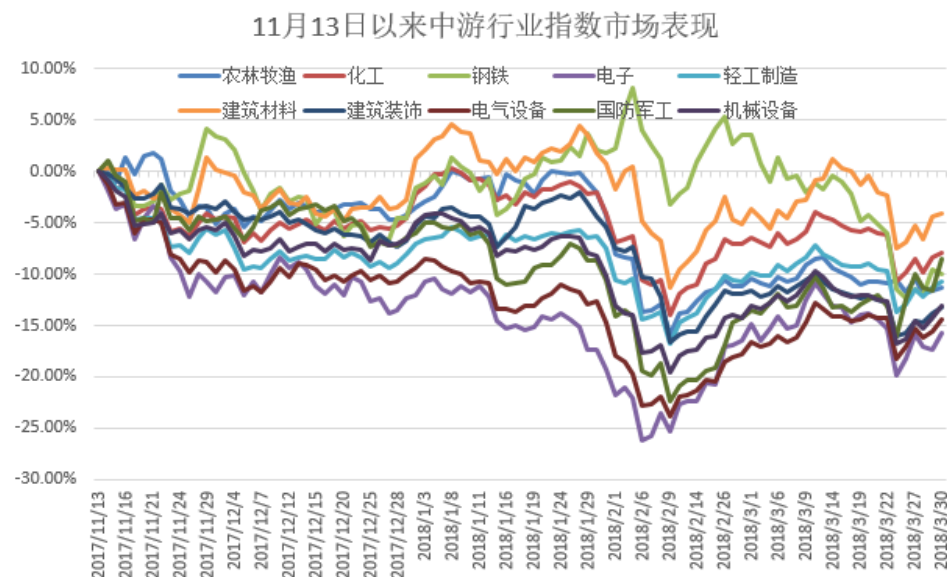
从 2 月 12 日 A 股系统反弹以来，中游和下游行业指数的反弹力度较大，特别是计算机、休闲服务、电子、国防军工，而大金融板块的反弹力度较弱，比如银行、非银金融。

4.1 2017 年 11 月 13 日以来上游行业指数市场表现



数据来源：wind，南华研究

图 4.2 2017 年 11 月 13 日以来中游行业指数市场表现



数据来源：wind，南华研究

图 4.3 2017 年 11 月 13 日以来下游行业指数市场表现

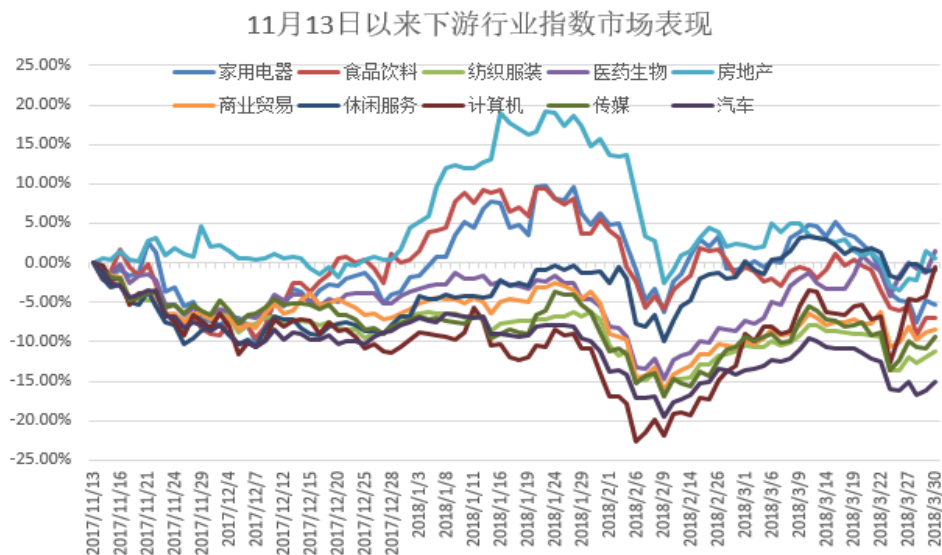
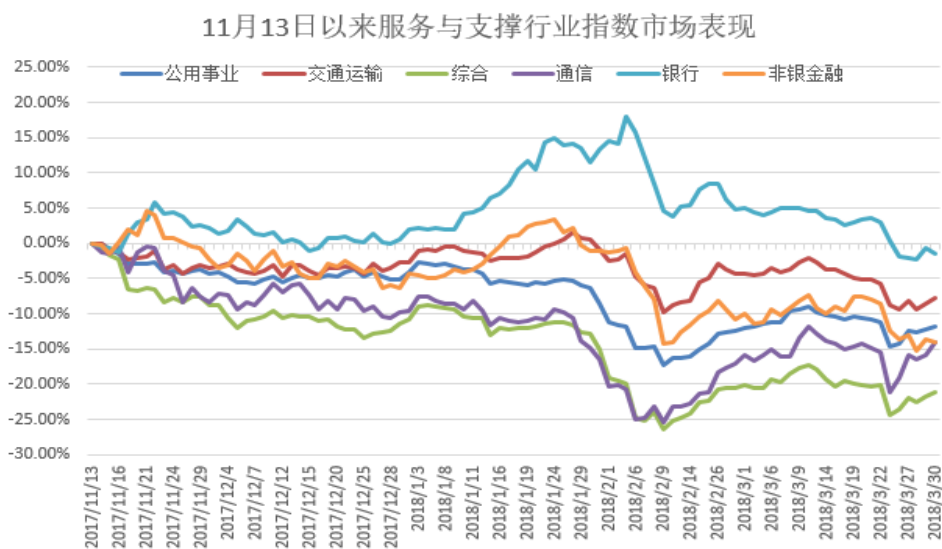


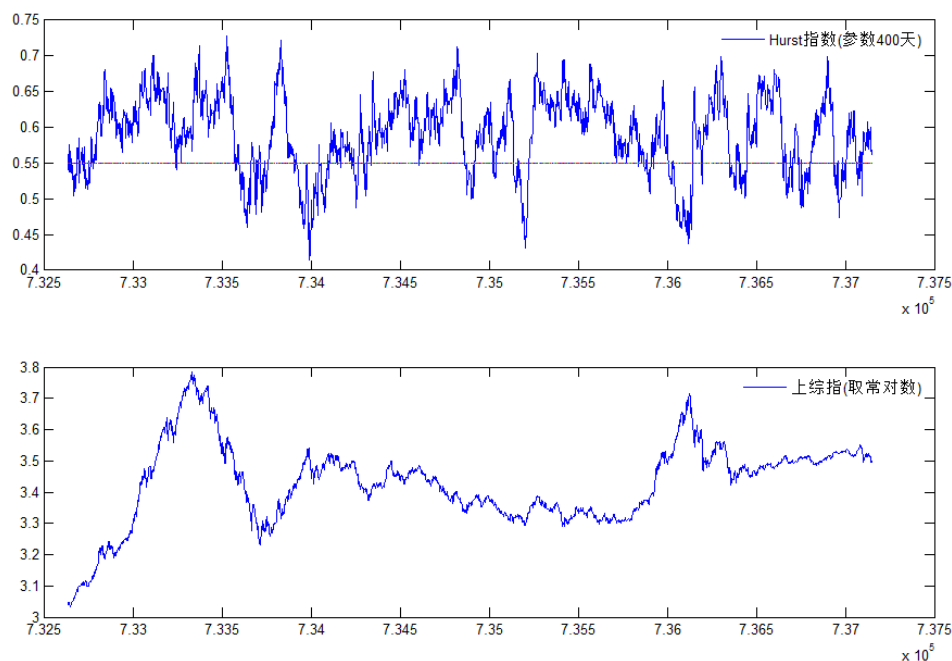
图 4.4 2017 年 11 月 13 日以来服务与支撑行业指数市场表现



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 2018 年 3 月 30 日, Hurst 指数为 0.5692, 大于 0.55, 短期上综指虽然大跌, 但我们判断此与前期低点将构成双底, 正席 6 月份开始 A 股纳入 MSCI, 前期必有新增资金入场, 所以继续下挫的可能性较小, 维持筑底上涨的格局, 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 2018-3-30)



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