



筑底反弹！

投资要点

- **短期国家有“放水”稳经济。**21世纪经济报道称，网传央行近日窗口指导银行，将额外给予MLF资金，用于支持贷款投放和信用债投资，对于贷款投放，要求较月初报送贷款额度外的多增部分按1:1给予MLF资金，多增部分为普通贷款，不鼓励票据和同业借款不鼓励，对于信用债投资，AA+及以上评级按1:1比例给予MLF，AA+以下评级按1:2给予MLF资金，要求必须为产业类，金融债不符合。
- **资管新规落地，利好股市。**对股市而言资管新规的落地，短期可以缓解融资担忧，修复市场情绪，主要体现在明确非标要求、过渡期存量整改、缓解银行非标回表后顾之忧，给与了更加宽松和务实的考虑，这样实体经济融资难将得到一定程度的缓解。
- **期指基差和跨期价差的情绪指标分析：**我们分别通过期指的当月合约和次月合约来计算两个合约的基差并且根据两个合约的到期日进行时间加权，以平花掉接近交割日的噪音影响，IF得到基差情绪指标，同时也构造了IH、IC的基差情绪指标，从我们目前跟踪的状态发现，IH已经连续两日升水，今日基差为7.25，IF基差持续在往0轴考虑，今日基差为-9.85，而IC基差相对依旧偏弱，期货相对现货升水，预示主力资金看好后市，从目前的市场表现来看，后市IH强于IC的概率较大。
- **Hurst指数研判：**2018年7月20日，Hurst指数为0.5898，大于0.55，中期沪指下跌趋势未变，但是目前沪指日K线已经站上20日均线，不排除底部已经酝酿中，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. 各行业指数的市场表现跟踪.....	6
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

2018 年以来 A 股下跌的核心原因是流动性引发的股市系统性风险。2018 年以来中国降杠杆力度加强,紧货币紧信用双管齐下,企业信用风险开始出现,并且部分上市公司还出现企业债券违约、企业债发债“流产”现象,所以出现了哪怕股市继续估值走低,没有足够的流动性也难以支撑股市上涨,再加上中美贸易战已经打响,对经济衰退的冲击力度有多大,依旧是一个未知数。而对于目前来说,沪指已经连续横盘 12 天,近两日日 K 线有效涨破 20 日均线,投资者对市场底部呼声极高。股市是否见底,我觉得还得从构成股市系统性下跌的核心因素是否已经发生改变。

流动性方面,又见国家要“放水”稳经济?7 月 19 日两个分别来自央行和银保监会的消息,透露管理层将进一步宽松的信号:一、21 世纪经济报道称,网传央行近日窗口指导银行,将额外给予 MLF 资金,用于支持贷款投放和信用债投资,对于贷款投放,要求较月初报送贷款额度外的多增部分按 1:1 给予 MLF 资金,多增部分为普通贷款,不鼓励票据和同业借款不鼓励,对于信用债投资,AA+及以上评级按 1:1 比例给予 MLF,AA+以下评级按 1:2 给予 MLF 资金,要求必须为产业类,金融债不符合;二、银保监会近日也召集多家银行,就做好民营企业和小微企业融资服务举行座谈会,要求大中型银行要充分发挥“头雁”效应,加大信贷投放力度,合理确定普惠型小微贷款价格,带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。帮扶有发展前景的困难企业。要分类施策,为发展暂时遇到困难的企业“雪中送炭”,谋求双赢,坚决摒弃“一刀切”的简单做法。从这两则消息可以看到,今年下半年国家的紧信用紧货币将会有所放松,虽然 6 月份的货币投放量和社会融资规模没有体现出来,但是从政策的领先性可以看出,管理层已经意识到上半年的降杠杆已经影响到实体经济的发展,在中美贸易战有可能继续升级的背景下,管理层对经济“稳”字当头,去杠杆政策出现调整是符合当前国内外宏观环境的选择,预计下半年政策将强调防风险、扩内需、扩信用等,将弱化杠杆和监管等问题。

稳经济方面,本月底将召开中央政治经济会议,本周发改委对经济发展的表态可能是会议的关键点。7 月 18 日国家发改委针对当前的经济鼓舞信心:“我国财政赤字率、政府负债率较低,商业银行资本充足率、拨备覆盖率较高,企业负债率趋于下降,宏观调控有足够的空间和政策工具可用”,并且强调不应该仅仅关注经济增长的速度,更应该关注经济发展的质量,说明从官方角度认为目前国内经济小幅回调是在可控范围的,对下半年经济工作重点做了一定的表态,我们分类汇总如下:(1)将以补短板为重点,适度扩大有效投资,侧重于产业结构调整,创新经济的扶持;(2)完善促进消费的体制机制,释放内需潜力,促进国内消费使得消费拉动经济增长的贡献率再次提升,使得经济增长具有强韧性,提高经济发展质量;(3)继续下大力气推进重点领域改革,切实解决制约创新发展的堵点、难点和痛点,激发市场主体活力,重点在科技创新,如芯片国产化、人工智能;(4)继续推进营商环境改善和结构性减税降费,让企业轻装上阵,切实增强经济增长的内生动力,继续减税,降低企业负担,利好整个企业的经济环境,特别在消费类企业;(5)继续扩大对外开放,充分发挥两个负面

清单的作用，争取吸引更多的外资，继续扩大引进外资，利好国内企业降低杠杆，并且从目前低估值的股市来讲，将获得更多的境外资金青睐。

资管新规落地，利好股市。7月20日人民银行银保监会、证监会制定了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，就过渡期内有关具体操作性问题进行了明确，主要如下：(1) 明确公募资产管理产品的投资范围，公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外，还可以适当投资非标准化债权类资产，但应符合资管新规关于非标投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定；(2) 过渡期内相关产品的估值方法，过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍，按照资管新规的要求，到2020年底，理财产品要完成净值化转型，除了个别情形下允许采用摊余成本计量外，理财产品应使用公允价值计量；(3) 为给予金融机构发行新产品和培育投资者一定时间，通知明确，过渡期内，金融机构可以适当发行一部分老产品投资一些新资产，但这些新资产应当优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业的融资需求，通知还强调，老产品的整体规模必须控制在资管新规发布前存量产品的整体规模之内，所投资新资产的到期日不得晚于2020年底。(4) 支持非标资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，《通知》表示，在宏观审慎评估(MPA)考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表；(5) 因特殊原因难以回表的存量非标资产采取适当安排妥善处理，在过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，《通知》表示，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。对股市而言资管新规的落地，短期可以缓解融资担忧，修复市场情绪，主要体现在明确非标要求、过渡期存量整改、缓解银行非标回表后顾之忧，给与了更加宽松和务实的考虑，这样实体经济融资难将得到一定程度的缓解。

基差情绪指标判断市场风格。我们分别通过期指的当月合约和次月合约来计算两个合约的基差并且根据两个合约的到期日进行时间加权，以平花掉接近交割日的噪音影响，IF得到基差情绪指标，同时也构造了IH、IC的基差情绪指标，从我们目前跟踪的状态发现，IH已经连续两日升水，今日基差为7.25，IF基差持续在往0轴考虑，今日基差为-9.85，而IC基差相对依旧偏弱，期货相对现货升水，预示主力资金看好后市，从目前的市场表现来看，后市IH强于IC的概率较大。

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0.01%、0.68%和-0.56%，现货成交量较上周略微减少；申万一级行业指数统计中领涨的行业指数分别为休闲服务、公用事业、非银金融、通信、钢铁，涨幅分别为4.19%、2.58%、2.20%、1.97%、1.51%，领跌的行业指数分别为家用电器、汽车、

交通运输、房地产、采掘，收益率分别为-2.20%、-2.19%、-1.76%、-1.46%、-1.32%。

期货方面，IF 当月合约、IH 当月合约、IC 当月合约涨幅分别为-0.09%、0.35%、-0.67%；品种总持仓量分别为 49308 手、23231 手、44893 手，分别较上周变化 403 手、-1047 手、495 手；品种总成交量分别为 40158 手、23711 手、21900 手，分别较上周变化 16983 手、11048 手、7577 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	3492.89	3492.69		0.01%			
IF 当月	3473.40	3476.60	3472.66	-0.09%	-19.49	0.00	7215.00
IF 次月	3482.40	3454.40	3478.80	0.81%	-10.49	26322.00	26381.00
IF 当季	3458.60	3436.00	3450.60	0.66%	-34.29	18997.00	5881.00
IF 隔季	3430.20	3411.40	3423.60	0.55%	-62.69	3989.00	681.00

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	2493.77	2476.86		0.68%			
IH 当月	2473.80	2465.20	2474.09	0.35%	-19.96	0.00	4583.00
IH 次月	2499.20	2459.20	2497.60	1.63%	5.43	14174.00	15866.00
IH 当季	2499.40	2456.00	2495.40	1.77%	5.64	6505.00	2767.00
IH 隔季	2498.20	2457.80	2495.80	1.64%	4.43	2552.00	495.00

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	5175.25	5204.19		-0.56%			
IC 当月	5156.00	5191.00	5157.66	-0.67%	-19.25	0.00	4405.00
IC 次月	5145.20	5145.80	5152.20	-0.01%	-30.05	21097.00	14232.00
IC 当季	5107.60	5100.00	5111.60	0.15%	-67.65	18092.00	2722.00
IC 隔季	5010.00	4997.80	5010.60	0.24%	-165.25	5704.00	541.00

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

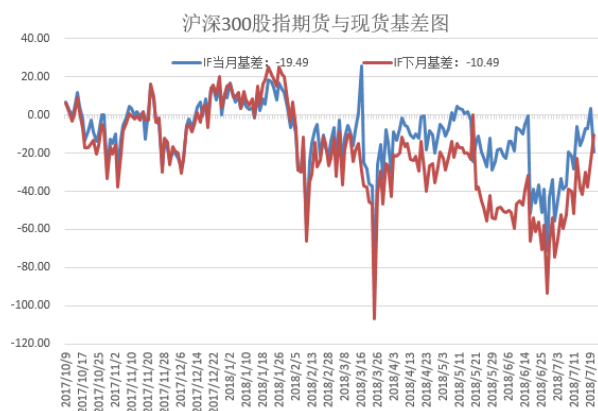
申万一级行业	1 日涨幅	周涨幅	10 日涨幅	30 日涨幅
农林牧渔	0.80%	-0.21%	0.51%	-3.89%
采掘	1.03%	-1.32%	-2.08%	-6.32%
化工	0.86%	0.72%	2.45%	3.03%
钢铁	1.20%	1.51%	3.25%	-0.14%
有色金属	0.88%	-0.53%	0.89%	-2.51%
电子	1.18%	0.80%	3.94%	3.68%
家用电器	0.24%	-2.20%	-2.81%	-8.65%
食品饮料	0.36%	-0.40%	0.84%	-1.69%
纺织服装	0.69%	0.58%	1.44%	-1.56%

轻工制造	1.22%	-0.24%	0.66%	-3.42%
医药生物	0.43%	-1.21%	1.51%	1.46%
公用事业	1.38%	2.58%	2.88%	-0.21%
交通运输	0.43%	-1.76%	-0.69%	-7.95%
房地产	1.52%	-1.46%	-1.08%	-10.68%
商业贸易	0.33%	-0.04%	0.93%	-3.08%
休闲服务	0.14%	4.19%	7.48%	4.58%
综合	0.90%	0.66%	1.42%	-0.90%
建筑材料	1.55%	0.72%	3.43%	-1.22%
建筑装饰	1.10%	0.07%	0.80%	-3.59%
电气设备	1.49%	0.42%	1.56%	0.93%
国防军工	1.83%	-0.33%	-0.70%	8.51%
计算机	2.71%	1.14%	1.31%	6.70%
传媒	1.02%	0.33%	-0.12%	0.05%
通信	0.85%	1.97%	3.86%	2.17%
银行	4.37%	0.53%	-0.04%	-4.14%
非银金融	3.77%	2.20%	1.94%	-1.76%
汽车	1.08%	-2.19%	-1.46%	-5.18%
机械设备	0.97%	-0.23%	0.55%	-1.13%

3. 基差分析

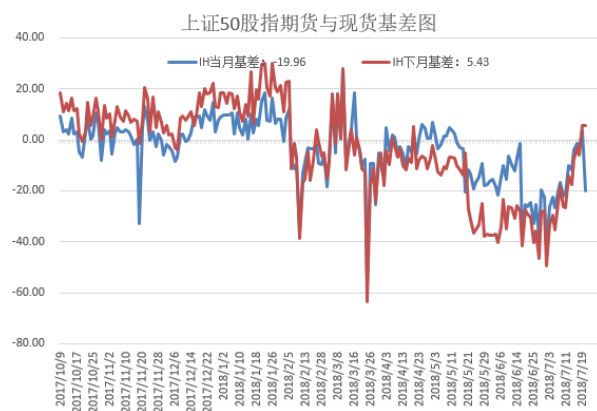
本周股指期货 IF、IH、IC 运行平稳，三大期指交割，基差整体收窄，特别注意的是远月合约的基差也收窄；期指跨期价差方面，远月合约的价差于近月合约的价差短期基本上回笼，并且回归中期均值附近，也就是说从基差和价差角度的市场悲观情绪已经释放，预计短期 A 股将进入阶段性构建底部区域。

图 3.1 沪深 300 股指期货与现货基差图



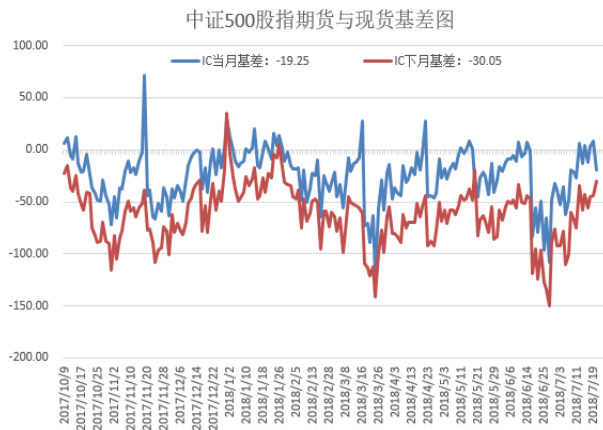
资料来源：wind 南华研究

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



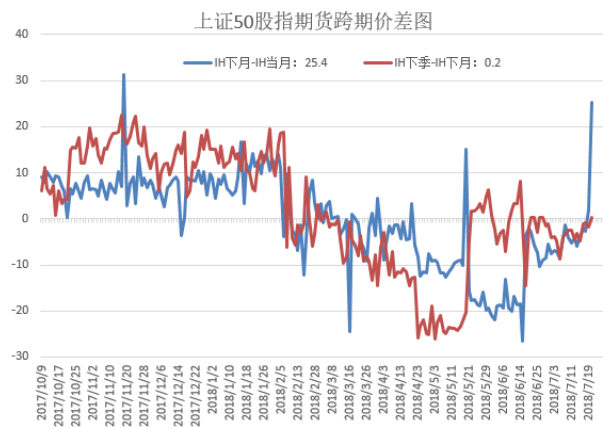
资料来源：wind 南华研究

图 3.4 沪深 300 股指期货跨期价差图



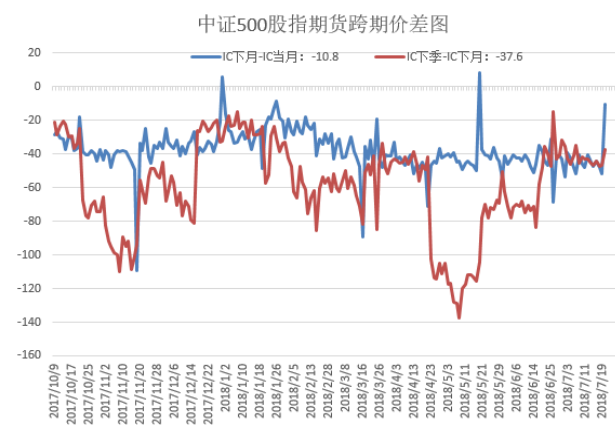
资料来源：wind 南华研究

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. 各行业指数的市场表现跟踪

近期所有行业指数全面反弹，其中中游和下游反弹力度较大，服务与支撑次之，反弹力度最小的是上游行业，其中本周涨幅较大的行业指数是休闲服务、公用事业、非银金融、通信和钢铁。

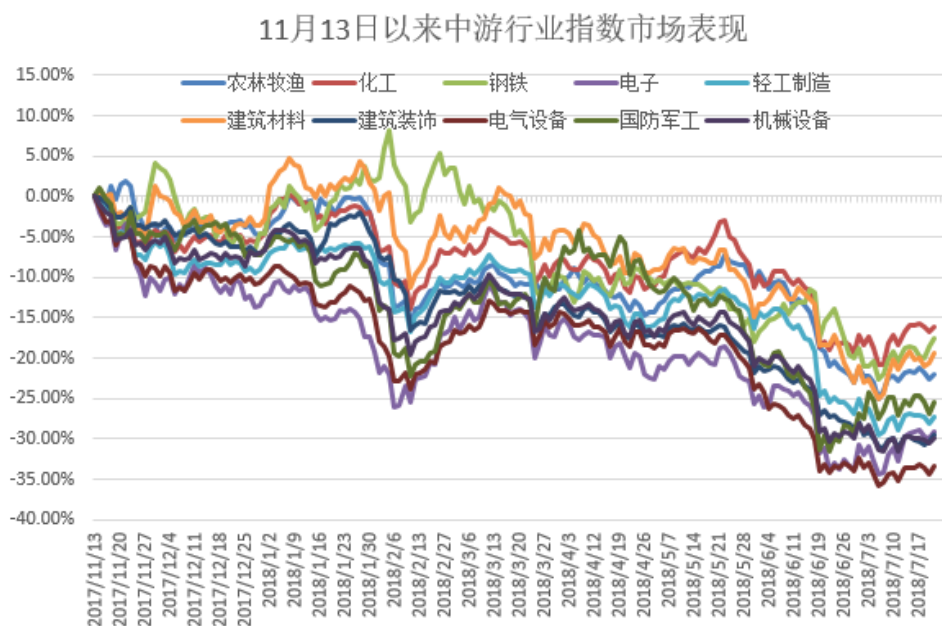
4.1 2017 年 11 月 13 日以来上游行业指数市场表现

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

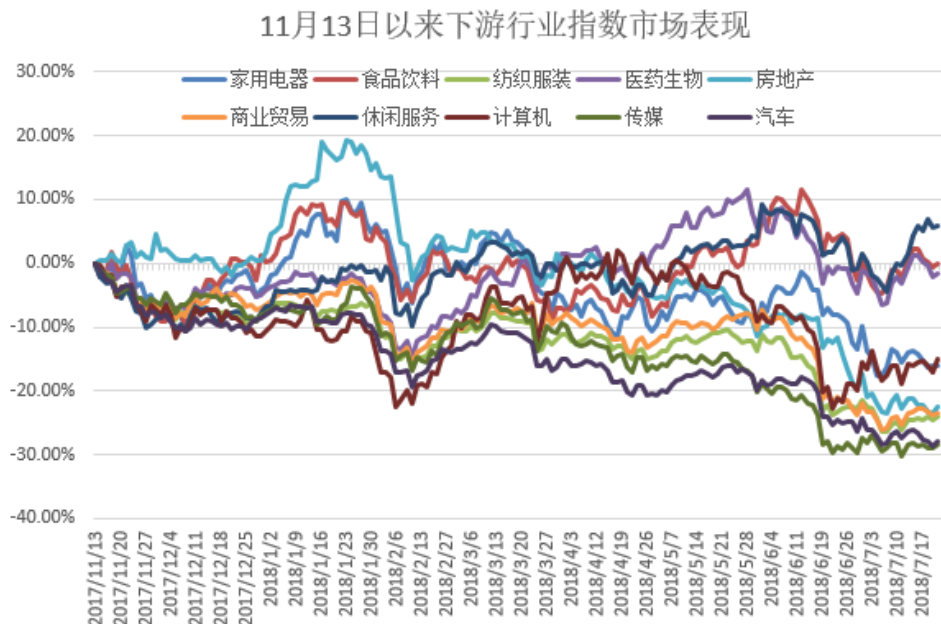
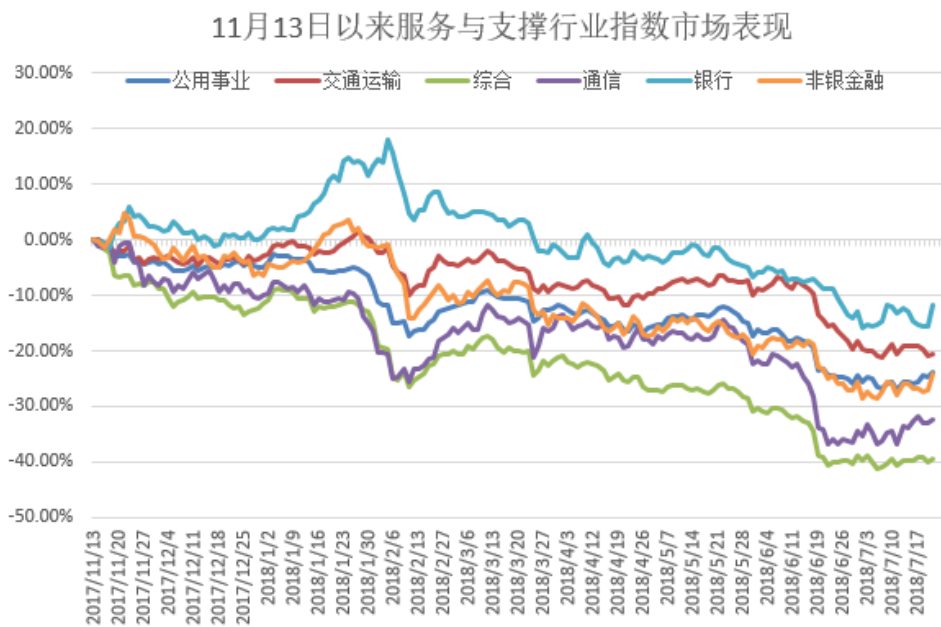


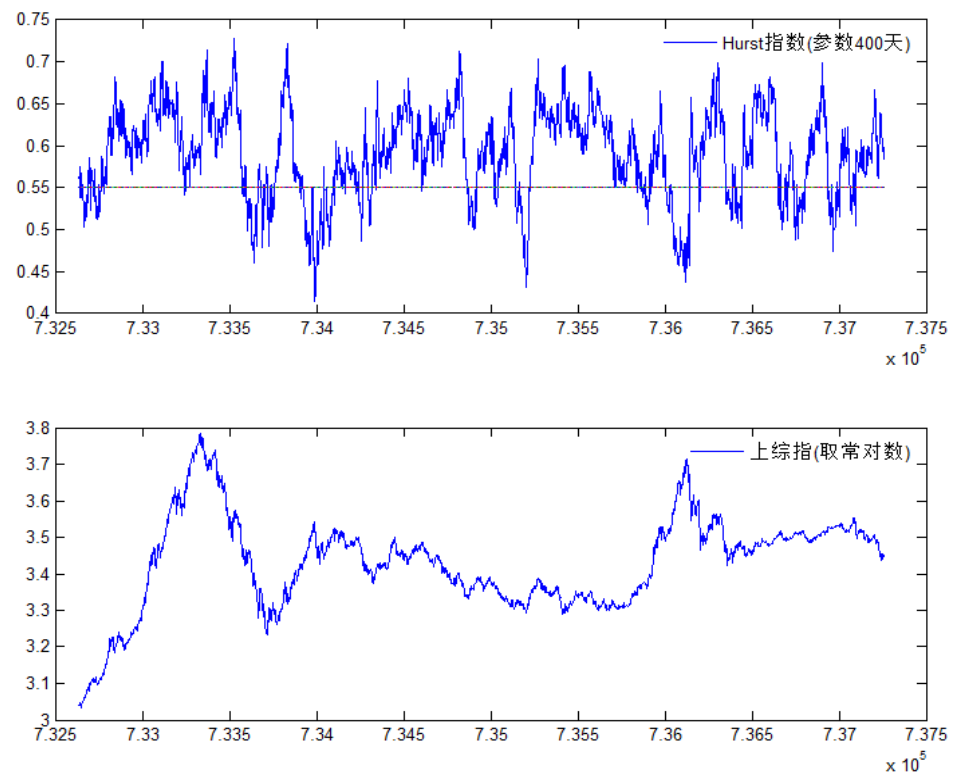
图 4.4 2017 年 11 月 13 日以来服务与支撑行业指数市场表现



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 7 月 20 日, Hurst 指数为 0.5898, 大于 0.55, 中期沪指下跌趋势未变, 但是目前沪指日 K 线已经站上 20 日均线, 不排除底部已经酝酿中, 按照 Hurst 指数判断上综指波动规则, 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 2018-7-20)



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

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

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室

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：0513-89011168
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

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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

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
NANHUA FUTURES

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