

春季行情有望延续，或以先抑后扬的节奏运行

股指期货

内容提要：

- ◆ 3月份影响股指的基本面因素总体偏多，春季反弹行情有望延续。基本面逻辑在于：第一，经济增长保持回暖态势。1月份信贷投放、社融规模大幅增长，制造业 PMI 连续数月维持在扩张区间，企业盈利持续改善，分子端有利于提升股指的估值水平。
- ◆ 第二，央行货币政策将更加稳健中性，既不宽松也不收紧成为常态，对股指的影响边际减弱。
- ◆ 第三，新股发行节奏有所放缓，3月限售股解禁规模明显下降，资金面压力将大大减轻。
- ◆ 第四，影响风险偏好的有利因素增多。全国两会时间窗口临近，期间国企改革、混合所有制改革等相关改革的具体措施有望出台。此外，养老金入市箭在弦上，京沪等 7 地区养老金已开始委托投资运营，给市场带来长期稳定的资金，届时将边际提升风险偏好。
- ◆ 从熊市演进的三个阶段来看，第一阶段—恐慌式下跌已经结束，股指当前运行在熊市的第二阶段—震荡市，以宽幅震荡为主要特征，结构性行情的特征明显。
- ◆ 3月份基本面因素总体偏多，股指春季反弹行情料将延续，或以先抑后扬的节奏运行，波动区间：IF 加权 3350-3600，上证 3150-3400。
- ◆ 操作建议：稳健者以逢低做多为主，激进者可采取高抛低吸、适度滚动的策略。

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

chengwei@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

短线调整不改反弹格局，把握低吸机会（周报）20170220

逼近关键压力位，防范回调风险（周报）20170213

节前震荡为主，市场波动收窄（周报）20170123

反弹结束进入再次探底阶段，等待企稳信号（周报）20170116

警惕短线高点出现，防范回落风险（周报）20170109

2017年中国宏观经济展望及大类资产配置（年报）20170101

反弹时间窗口临近，下探注意把握低吸机会（周报）20161226

警惕反弹结束再次下探风险（周报）20161219

第一部分 基本面分析

对于股指的基本面分析，本文根据 DDM 估值模型，从估值驱动因素出发，定性或定量分析股指估值的边际变化。我们着重分析经济增长、无风险利率和风险溢价（或风险偏好）对股指估值的影响。

3 月份影响股指的基本面因素总体偏多，春季反弹行情有望延续。基本面逻辑在于：第一，经济增长保持回暖态势。1 月份信贷投放、社融规模大幅增长，制造业 PMI 连续数月维持在扩张区间，企业盈利持续改善，分子端有利于提升股指的估值水平；第二，央行货币政策将更加稳健中性，既不宽松也不收紧成为常态，对股指的影响边际减弱；第三，新股发行节奏有所放缓，3 月限售股解禁规模明显下降，资金面压力将大大减轻；第四，影响风险偏好的有利因素增多。全国两会时间窗口临近，期间国企改革、混合所有制改革等相关改革的具体措施有望出台。此外，养老金入市箭在弦上，京沪等 7 地区养老金已开始委托投资运营，给市场带来长期稳定的资金，届时将边际提升风险偏好。

一、经济增长低位企稳，企业盈利改善提升估值水平

2017 年首月中国经济数据迎来开门红，经济增长开局良好。制造业 PMI 保持扩张态势，进出口超预期增长，新增社融规模创历史新高，企业贷款大幅增加。数据表明企业投资积极性明显提升，资金进入实体经济得到进一步验证，投资流动性陷阱的窘境逐步扭转。从国内外需求分析，我们认为今年一季度中国经济仍将延续回暖态势。

中国 1 月官方制造业 PMI 为 51.3（前值 51.4），连续 6 个月位于扩张区间。1 月财新 PMI 录得 51（前值 51.9），依然高于 50 枯荣线。受春节假日因素的影响，中国官方、财新制造业 PMI 小幅回落，但连续数月运行于扩张区间。数据表明，制造业活动虽有所放缓，但依然保持扩张态势。

按美元计价，中国 1 月出口同比增长 7.9%（前值-6.2%），终结九连降，主要受低基数效应以及欧盟、美国、日本等贸易伙伴需求回暖的提振。进口同比增长 16.7%（前值 3.1%），国内对原材料的需求增加，企业积极补库存是主要原因。进出口大幅增长，表明内外需出现明显改善，实体经济开始回暖。

中国 1 月新增人民币贷款 2.03 万亿（前值 1.04），低于预期的 2.44 万亿，其中企业中长期贷款大幅增加，居民中长期贷款创历史最高。新增社会融资规模录得 3.74 万亿的历史新高，M2 同比增长 11.3%，与前值和预期持平，M1 与 M2 剪刀差连续第 7 个月收窄。表明企业流动性陷阱的窘境逐步扭转，资金进入实体经济进一步得到验证。

综上，经济增长先行指标信贷投放、社融规模大幅增长，企业贷款需求显著增加。表明随着供给侧改革的持续推进，大宗商品价格回暖，企业盈利温和改善，投资积极性明显提升，资金“脱实向虚”的情况正在发生转变。我们认为一季度中国经济整体延续回升态势，分子端有

利于提升股指的估值水平。

二、货币政策更加稳健中性，对股指的影响边际减弱

分母端无风险利率下降有利于提升股指的估值水平，反之则降低估值水平。从通胀水平、信贷投放、货币供应量以及公开市场操作等几个方面分析，我们认为央行货币政策将继续维持稳健，不紧不松是常态，对股指的估值水平影响边际减弱。

央行 2016 年第四季度货币政策执行报告，明确指出要实施好稳健中性的货币政策，把防控金融风险放到更加重要的位置。防止资金“脱实向虚”、“以钱炒钱”以及不合理的加杠杆行为，引导资金支持实体经济。这一表述与中央经济工作会议精神一脉相承，在去杠杆、防控金融风险这一政策背景下，货币政策不会再度宽松，甚至存在边际收紧的可能，需求端刺激将更多依赖于财政发力。

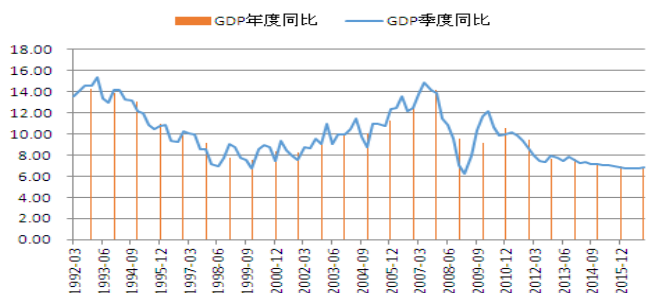
2017 年 1 月 M2 同比增长 11.3%，与前值持平，M1 与 M2 剪刀差连续第 7 个月收窄。CPI 同比增长 2.5%（前值 2.1%），创两年半新高，春节期间食品价格涨幅扩大是主要原因，预计未来数月 CPI 涨幅将会回落。鉴于通胀和货币供应数据并未偏离政府目标，因此货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

春节前后，央行分别上调 MLF、SLF 和公开市场操作利率，旨在引导金融机构主动去杠杆，防控金融风险。在这种情况下，货币市场利率上行，将对债券价格产生不利影响，短期内对股指的影响有限。但长期来看，将引起长端利率中枢的上移，对股指的估值水平有抑制作用。

2 月 15 日央行开展 3935 亿 MLF 操作，以缓解前期 MLF 投放以及节前逆回购投放到期对流动性的压力。此外，月末央行还加大了逆回购的投放力度，2 月 13 日至 24 日，共开展 12200 亿逆回购操作，实现净投放 350 亿。公开市场操作透露出，央行未来将更多地使用 MLF、PSL 等流动性调节工具来补充基础货币缺口，短期降准的可能性微乎其微。

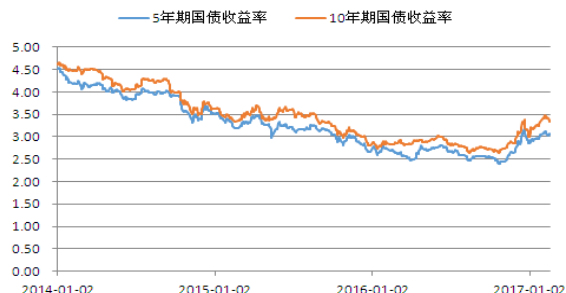
综上，在货币政策真正回归稳健中性的背景下，降息降准的可能性微乎其微。MLF、SLF 以及公开市场操作利率的上调，主要引起货币市场利率的上移，短期内对于股指的影响有限。

图 1. 经济增速缓慢探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2. 无风险利率由降转升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是市场波动的主要驱动力，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

去年12月份证监会主席刘士余讲话怒批“野蛮式收购”，矛头指向险资举牌。之后保监会强化险资整改，险资入市遭遇全面去杠杆和整顿。风险偏好急剧下降，是导致股指大幅下跌的主要原因。春节过后，影响风险偏好的有利因素在增多，全国证券期货监管会议吹来政策暖风，两会改革预期提升风险偏好，股指春季反弹行情已经展开。通过对影响风险偏好的主要因素进行梳理和分析，我们认为3月份影响风险偏好的因素总体偏多，风险偏好有望继续回升。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括：

1.全国证券期货监管会议吹来政策暖风。证监会主席刘士余讲话表示，不允许“资本大鳄”对散户“扒皮吸血”，注册制和行政核准制不对立，用2-3年时间解决IPO堰塞湖。刘士余讲话传递出维护中小投资者利益的信号，让市场对于新股发行的节奏和注册制推出的时间有了明确的预期，这对于资本市场来说属于重大利好。意味着2-3年内注册制不会推出，消除了因为预期不明确而引发市场对A股估值体系重建的担忧。

2.两会改革预期提升风险偏好。2017年全国两会将于3月3日和3月5日召开，期间有关国企、国资改革，混合所有制改革等一系列改革的措施有望出台，此外财税、金融、土地、城镇化、社会保障、生态文明等基础性改革，也是今年两会关注的热点。两会期间，有关改革措施的各种预期将会推动风险偏好的回升。

3.人民币汇率企稳。去年10-12月份期间，受美联储加息和特朗普新政的提振，美元指数持续走强，人民币连续大幅贬值，逼近7.0关口。但年初以来，随着美联储加息的落地和特朗普财政政策的降温，美元指数阶段性走软，人民币汇率呈现逐渐企稳的态势。截止2月24日，在岸人民币汇率自1月初以来累计上涨1.04%，离岸人民币汇率累计上涨1.70%。本币汇率企稳，有利于风险偏好的改善。

4.养老金已开始分批投资运营。2016年12月6日，全国社保理事会评出21家养老金投资管理机构，意味着养老金距离入市再进一步。2017年2月16日，人社部相关消息称，目前北京、上海等7省区市的基本养老金已开始委托投资运营，规模共计3600亿。根据《养老金投资管理办法》，入市投资比例不得超过产品净值的30%，意味着上述7个地区委托的养老金可为股市带来1000亿左右的资金。全国部分地区的养老金已经开始投资运营，将推动风险偏好的回升。

影响风险偏好的不利因素包括：

1.金融监管升级。去年12月份以来金融监管再次升级，证监会主席刘士余讲话怒批“野蛮式收购”，矛头指向险资举牌，对相关概念板块形成重大利空。之后保监会对险资入市进行全面整改，引导险资主动去杠杆，并暂停了个别保险公司的产品申报。险资入市遭遇史上最严

监管限制，金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

2.美联储3月加息预期升温。美联储2月会议维持利率不变，但在政策声明中增加“近期消费者信心和预期有所改善”的描述，并删除“通胀仍低于长期目标”的表述，意味着美联储对经济增长的前景比较乐观，长期困扰加息步伐的低通胀因素进一步消除。美联储主席耶伦在国会证词中重申，等待太久加息是不明智的，称如果通胀和就业符合预期，近期某次会议上加息是合适的。最新公布的美国1月CPI同比2.5%，创四年新高，零售销售增速接近五年高位，当周初请失业金人数连续第103周低于30万人。我们认为美国劳动力市场已实现充分就业，通胀朝着2%的目标迈进，支持美联储年内加息三次。美联储3月加息预期升温，将在一定程度上打压风险偏好。

3.欧洲大选存在不确定性。法国、荷兰、德国将在2017年进行大选，英国脱欧引发欧洲其他国家民粹主义政治抬头。法国极右翼总统候选人勒庞，在竞选过程中承诺，若当选将推行保护主义政策，主导法国脱离欧元区。民调显示，勒庞的民众支持率达到26%，在三个总统候选人中排名第一。2017年欧洲黑天鹅事件频发，将对风险偏好形成抑制。

（二）风险偏好量化分析

鉴于对风险偏好的分析往往局限于定性分析，缺少数据支撑，我们参考莫尼塔研究，选择一些指标对风险偏好进行量化分析。我们的结论是：量化指标显示，A股扩散指数、换手率尚未回落至历史底部区域。

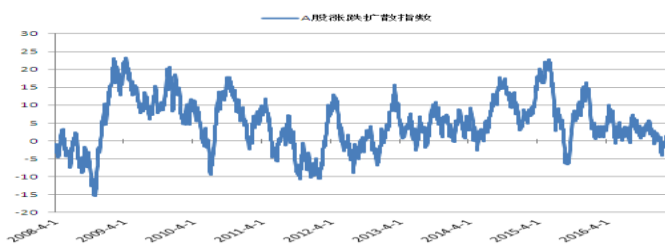
1. 量化指标

（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止2月24日，A股扩散指数为0.24，与月初相比小幅上升，依然高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为A股扩散指数距历史底部位置尚有一段距离，市场情绪还需不断地被消磨。

（2）A股月换手率接近历史底部区域。去年12月初，股指结束前期反弹趋势转入调整。A股月换手率也由去年11月份的24%至2月份的14%，与历史底部10%上下的水平相比，基本进入历史底部区间。

（3）上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止2月24日，上证指数的日涨跌幅波动率为10%，已进入10%-20%历史性底部区间。从波动率的角度分析，当前股指正在接近市场底部区域。

图 3. A 股扩散指数尚未回落至底部位置



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 4. A 股月换手率接近历史底部区域

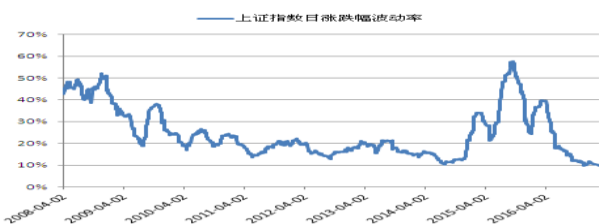


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

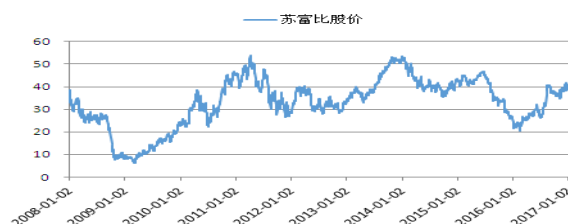
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反应市场的风险偏好情况。我们统计了 2008 年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008 年 12 月、2010 年 6 月、2012 年 10 月、2014 年 7 月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为 20-30。截止 2 月 24 日,苏富比股价为 40.09,高于 20-30 这一历史底部区间,并呈现不断攀升的态势,表明在全球风险偏好处于上升周期。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 6. 苏富比股价反映全球风险偏好处于上升周期



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

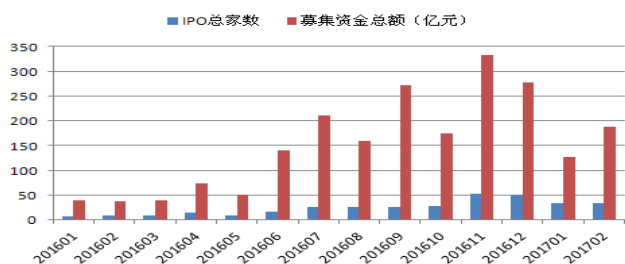
四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品,其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析,股票的供给主要体现为新股发行、限售股解禁规模的变化等,股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。去年年末新股发行加速引发市场对 IPO “变相注册制”的担忧,证监会表示将在考虑市场承受力同时,让新股发行和再融资回到正常状态。2017 年 1 月份以来新股发行的节奏有所放缓,数量由之前的每周 14 家降至每周 12 家左右。证监会 2 月份核发三批 IPO 总计 34 家,募集资金总额 188 亿元,较前期明显减少。3 月份限售股解禁市值 19555895.32 万元,规模较前两个月明显下降。因此,新股发行节奏放缓,以及 3 月份限售股解禁规模的下降,对于股票市场来说供给压力将大幅减轻。

自深港通正式开通以来,外资借道深股通持续流入 A 股市场,主要流向低估值的绩优蓝筹股。截止 2 月 24 日,深股通连续 51 个交易日累计净流入 374.15 亿元。在中央经济工作会议明确提出“抑制房地产市场泡沫”背景下,商品房限购政策频繁出台,楼市调控政策不断收紧,有利于吸引部分投机资金回流股市。养老金入市箭在弦上,京沪等 7 省市首批养老金已经

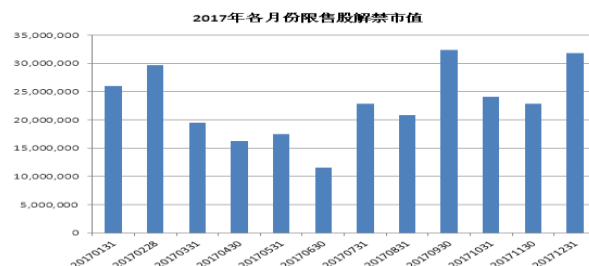
开始委托投资运营，规模约 3600 亿，预计给股市带来 1000 亿左右的资金。总体来看，3 月份资金面总体偏多。

图 7. 2016-2017 年新股发行家数及募集资金总额



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 2017 年限售股解禁规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

一、趋势分析

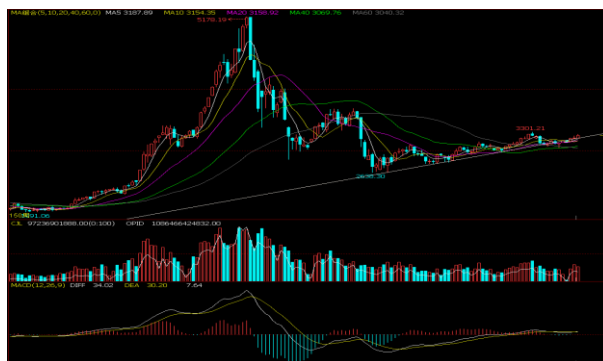
从时间周期角度分析，中国股市的熊市周期大致为 1.5—2 年，自 2015 年 6 月股灾以来，本轮熊市已持续了近两年时间。从熊市周期的阶段性演进来看，第一阶段为恐慌式下跌，经过三轮股灾，第一阶段已经结束。第二阶段为震荡市，以宽幅震荡为主要特征，下跌和反弹的速度明显放缓；第三阶段为绝望式下跌，即熊市的最后一跌，之后将形成终极大底。目前来看，股指正运行于熊市的第二阶段。去年 11 月底，股指终结长达 9 个月的中期反弹趋势，转入下跌周期。经历近两个月的调整后，开启了 2017 年春季反弹行情。年初上证 3044 以来的中期反弹趋势仍在延续，若能有效突破前期高点上证 3301，则反弹中间进一步打开。

图 9. IF 加权周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 上证指数周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

周线方面，IF 加权 20 周线平稳向上运行，周线重心不断上移，年初以来的反弹趋势仍在延续。上证指数依托 40 周均线企稳，重心缓慢抬升，趋势上重返前期上升通道。若能有效突破去年 11 月高点上证 3301，则反弹空间有望进一步打开。但此前上涨趋势仍定性为震荡市中的反弹阶段，并非牛市中的主升浪。

日线方面，IF 加权 5、10、20 日均线依次多头排列、向上发散，日线级别的反弹格局正在深化，有望向前期高点 3572 发起攻击。上证指数放量突破 3174 颈线位，日线形态上构成“W”

底，双重底确立后的理论上涨目标在上证 3280 点。若有效突破这一位置，则下一目标上看前期高点上证 3301。

综上，股指 2017 年春季反弹行情已经展开，第一目标上看前期高点上证 3301，若能有效突破这一位置，则反弹空间将进一步打开。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用黄金分割率对股指反弹的目标位进行测量。经历三轮股灾后，市场逐渐恢复理性，开始对前期的下跌趋势展开修复，我们把上证 2638 以来的反弹视为对第三轮股灾的修复。从第三轮股灾的起点上证 3684 至终点 2638，上证指数已完成 0.618 的理论反弹目标，下一目标将是 0.809 的黄金分割位，对应点位上证 3488。

图 11. IF 加权日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 13. 黄金分割测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

3 月份影响股指的基本面因素总体偏多，春季反弹行情有望延续。基本面逻辑在于：第一，经济增长保持回暖态势。1 月社融规模创历史新高，企业贷款大幅增加，制造业 PMI 连续数月维持在扩张区间，企业盈利持续改善，分子端有利于提升股指的估值水平；第二，央行货币政策将更加稳健中性，既不宽松也不收紧是常态，对股指的影响边际减弱；第三，新股发行节奏

有所放缓，3月份限售股解禁市值明显下降，资金面的压力将大大减轻；第四，影响风险偏好的有利因素在增多。全国两会时间窗口临近，期间国企改革、国企混改等相关改革的具体措施有望出台，届时将边际提升风险偏好。养老金入市箭在弦上，京沪等7地区的养老金已开始委托投资运营，养老金入市将给市场提供长期稳定的资金，有利于风险偏好的改善。

从时间和空间的角度而言，熊市的第一阶段—恐慌式下跌已经结束。从半年度周期来看，股指运行在熊市的第二阶段—震荡市。综合基本面因素，我们认为3月份股指春季反弹行情仍将延续，或以先抑后扬的节奏运行，波动区间：IF 加权 3350-3600，上证 3150-3400。建议投资者以逢低做多为主。

免责声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

营业网点

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

电话：0516-83831105

研究所电话：0516-83831185

传真：0516-83831100

邮编：221005

地址：江苏省徐州市淮海东路153号

新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860

传真：021-60968861

地址：上海市浦东新区陆家嘴环

路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966

邮编：610000

传真：028-68850968

地址：成都市高新区天府二街138

号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099

邮编：518009

地址：深圳市福田区商报东路英龙商

务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

传真：010-84261675

邮编：100027

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025 - 84787999

传真：025- 84787997

邮编：210018

地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119

传真：0516-83831110

邮编：221005

地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519 - 88059977

传真：0519 - 88051000

邮编：213121

地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598

传真：0513 - 55880517

邮编：226000

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

邮编：215002

地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021- 61017395

传真：021-61017336

邮编：200120

地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571- 85817186

传真：0571-85817280

邮编：310004

地址：杭州市绍兴路 168 号

广州营业部**成都高新营业部****重庆营业部**

电话：020 - 87750826

电话：028- 68850968-826

电话：023 - 67917658

传真：020-87750882

传真：028-68850968

传真：023-67901088

邮编：510080

邮编：610000

邮编：400020

地址：广州市越秀区东风东路703大

地址：成都市高新区天府二街138

地址：重庆市渝中区新华路388号

院29号8层803

号1栋28层2804号

9-1号