

基本面因素偏空，下行趋势或将延续

股指期货

内容提要：

- ◆ 正如我们在4月报告中预测，股指如期结束春季行情，转入下跌周期。进入5月份，基本面因素依然偏空，股指下跌趋势大概率仍将延续。基本面逻辑在于：第一，一季度天量信贷投放之后，银行信贷政策趋于收紧，楼市调控政策升级，房地产投资增速或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累。
- ◆ 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，影响风险偏好的负面因素增多。国内方面，防控金融风险贯穿全年，政策面转向谨慎，金融监管持续收紧，房地产调控政策加码。国际方面，特朗普税改方案公布，美股存在高位回落风险，法国大选的不确定性依然较大。以上因素将对风险偏好形成抑制。
- ◆ 从时间和空间的角度来看，股指春季行情在4月中旬如期结束，进入下跌周期。根据历史经验，春季行情见顶后，调整要持续两个月左右，阶段性底部出现的时间窗口在6月中下旬。
- ◆ 从熊市演进的三个阶段来看，第一阶段一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。
- ◆ 5月份基本面因素总体偏空，股指延续下跌趋势是大概率事件，或以抵抗式下跌的节奏运行，波动区间：IF 加权 3200-3400，上证 2970-3170。
- ◆ 操作建议：稳健者以观望为主，激进者采取逢高沽空的策略。

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

春季行情进入尾声，或在加速赶顶阶段（周报）20170407

基本面因素转空，春季行情或已进入尾声（月报）20170401

房贷政策进一步收紧，短期上行承压（周报）20170327

美元加息利空出尽，三浪上升或已开启（周报）20170320

美联储加息扰动，短线下探是机会而非风险（周报）20170313

两会维稳预期支撑，维持逢低偏多思路（周报）20170306

春季行情有望延续，或以先抑后扬的节奏运行（月报）20170301

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

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。

我们在 4 月报告中提到，影响股指的基本面因素偏空，春季反弹行情进入尾声是大概率事件。正如我们所预测，股指在 4 月中旬如期结束春季行情，转入下跌周期。进入 5 月份，基本面因素依然偏空，股指下跌趋势大概率仍将延续。基本面逻辑在于：第一，一季度天量信贷投放之后，央行对房贷的调控政策升级，银行信贷政策趋于收紧，房地产销售增速拐点出现，房地产投资增速或在二季度见顶回落，经济增长将面临下行压力；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，影响风险偏好的不利因素增多。国内方面，防控金融风险这一任务贯穿全年，宏观政策面转向谨慎，金融监管持续收紧，房地产调控政策进一步升级。国际方面，特朗普税改方案公布，美股存在高位回落风险，法国大选的不确定性依然较大。以上因素将对风险偏好形成抑制。

一、房地产调控政策升级，二季度经济增长存在下行压力

2017 年中国第一季度经济数据实现开门红，经济增长开局良好。具体来看，前三个月房地产及民间投资增速扩大，新增贷款保持高增长，制造业 PMI 连续数月维持扩张态势，一季度 GDP 同比增长 6.9%，增速创一年半新高。我们认为一季度中国经济超预期增长，主要受房地产、制造业投资加快的带动。但先行指标房地产销售增速已出现明显的下滑趋势，二季度房地产投资或将见顶回落，对经济增长形成拖累。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断今年二季度我国经济将存在下行压力。

投资增速意外加快。中国 1-3 月固定资产投资同比增长 9.2%（前值 8.9%），其中房地产投资同比增长 9.1%，增速两年新高。但房地产销售额已连续 5 个月下滑，1-3 月商品房销售面积同比增长 19.5%（前值 25.1%），销售面积增速在经历 1 个月的短暂回升后再次转入下跌。今年前三个月房地产投资增速意外加快，反映三四线城市去库存力度加大，开发商拿地热情高涨。我们认为 1-3 月固定资产投资增速扩大，与一季度信贷投放高增长有关，但随着房地产调控政策的持续跟进，二季度房地产投资或将见顶回落，将在一定程度上对经济增长产生拖累。

消费小幅回升，整体保持平稳增长。中国 1-3 月消费品零售同比增长 10%（前值 9.5%），主要受房地产相关消费好转的提振。长期来看，2015 年初以来消费一直保持 10%左右的增速，考虑到受清明、五一、端午等假日因素的刺激，预计二季度消费或有小幅回升，整体保持平稳增长的态势。

出口超预期增长，外贸回暖。按美元计价，中国 3 月进口增长 20.3%（前值 38.1%），增幅回落主要受春节因素消退以及 2 月高基数效应影响。出口同比录得 16.4%（前值-1.3%），欧

美日等发达国家经济体复苏是出口改善的主要原因。3月出口超预期增长，贸易逆差由负转正，表明全球经济正处于复苏的轨道上，我国内外需将逐渐得到改善，我们预计二季度进出口总体向好。

综上，2017年第一季度，受房地产及制造业投资加快的拉动，中国经济超预期回暖。但二季度开始，随着楼市调控政策的持续跟进，房地产投资增速或将见顶回落，对经济增长产生下行压力。

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。

中央政治局会议明确提出，要保持宏观政策连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。央行行长周小川在IMF会议上表示，中国今年能实现6.5%的增长目标，未来货币政策将继续保持稳健中性，采用一系列货币政策工具保持流动性大致稳定，在稳增长、去杠杆、防止资产泡沫、遏制系统性风险之间取得更好的平衡。意味着2017年货币政策不会再度宽松，甚至存在边际收紧的可能。财政政策将更加积极有效，为供给侧结构性改革营造稳定的宏观金融环境。

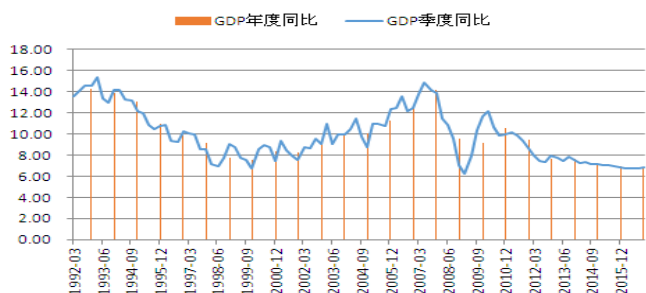
政府工作报告明确2017年M2增长目标为12%左右，较去年下调1个百分点。3月份M2同比增长10.6%（前值11.1%），M1与M2剪刀差由上月的10.3%降至8.2%。3月CPI小幅回升0.1个百分点至0.9%，而PPI则由2月的7.8%回落至7.6%，终结连续14个月上涨。考虑到上游工业品价格向终端消费领域传导不畅，预计今年通胀和货币供应量总体保持稳定，货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

2017年美联储进入快速加息通道，3月中旬央行第二次全线上调MLF、SLF和逆回购利率。我们认为央行这样做，一方面是维持中美息差在一定程度上的稳定，减轻人民币贬值的压力。另一方面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。

4月17日，央行开展4955亿MLF（中期借贷便利）操作，以缓解前期MLF投放到期对流动性的冲击。4月13日，央行时隔14个交易日重启逆回购操作，并发放PSL（抵押补充贷款）839亿元，以保持流动性合理充裕。4月13日至26日，央行共开展7500亿逆回购操作，实现净投放4200亿。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。

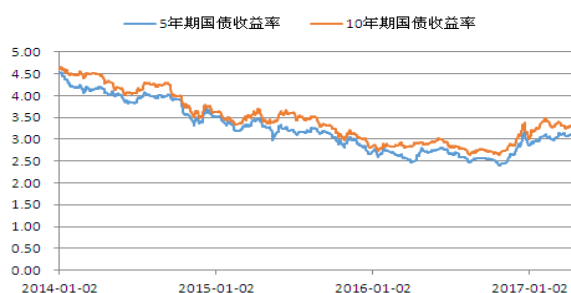
综上，在货币政策真正回归稳健中性的背景下，降息降准的可能性微乎其微。MLF、SLF以及公开市场操作利率的上调，主要引起货币市场利率的上移，短期内对于股指的影响有限。

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之一，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。

4 月份伊始，金融监管风暴再度来袭，风险偏好显著下降，股指春季反弹行情如期结束。进入二季度，影响风险偏好的不利因素增多。国内政策面转向谨慎，房地产调控升级，金融监管全面收紧。国际方面，法国大选、英国通过提前选举、中东地缘政治冲突等国际风险事件前赴后继。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 5 月份影响风险偏好的因素总体偏空，风险偏好或将进一步下降。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的不利因素包括：

1. 房贷调控政策升级。自去年 9 月份楼市调控政策出台以来，一二线城市房地产价格明显降温。但今年年初以来，部分三四线城市商品房价格涨幅加快，为抑制房地产市场过热，央行紧急下发《做好信贷政策工作的意见》。之后多个重点三线城市陆续启动限购限贷政策，楼市调控政策从一二线城市逐渐扩展至三四线城市，将进一步抑制房地产投机，开发商拿地热情也将开始降温，房地产投资拐点或在今年二季度到来。楼市调控政策持续收紧将在一定程度上抑制风险偏好。

2. 金融监管全面升级。近日一行三会相继表态要“加强金融监管，整治金融乱象”，金融监管风暴再度来袭。证监会痛批高送转乱象，明确提出：对于一些利用高送转配合股东减持、限售股解禁，以及高送转明显与公司业绩不相匹配的情况，要进行从严监管，抑制概念炒作。银监会 10 日内下发 9 份文件，其中涉及银行理财资金委外及管理规模的自查。严管之下，千亿委外赎回潮持续扩散，波及券商资管、公募基金、专户等。近期河北、雄安等相关概念的板块遭到轮番炒作，为抑制过度投机行为，上交所表示将对雄安新区概念股可能存在的过度投机炒作予以重点关注。在监管层的高压态势下，高送转、雄安新区等概念板块全面降温。金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

3.特朗普税改方案公布，美股存在高位回落风险。预期已久的特朗普税改方案于4月26日正式公布，在“买预期、卖事实”的交易逻辑下，美股在连续反弹后出现二次调整的迹象，技术上有构筑双顶的可能。从特朗普任职以来的市场表现来看，税改的推进显然不及特朗普政府的预期。美国财政部部长努钦表示，希望在8月国会休会前正式颁布税改方案，意味着特朗普政府的减税计划至少要在8月份才能通过，而有关基建投资计划的推出时间估计要更迟。自从3月末废除奥巴马医保议案遭到国会否决之后，市场对特朗普减税、基建投资计划遇阻的担忧加重。一旦特朗普税改方案推行受阻或力度不及市场预期，美股将面临较大幅度的调整，将在一定程度上抑制风险偏好。

4.法国大选存在不确定性。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。4月23日法国第一轮大选投票结束，中间派候选人马克龙和极右翼候选人勒庞均入围第二轮选举，前者支持率虽领先后者，但差距有限。5月7日将举行法国总统第二轮选举，虽然多项民调显示，马克龙将在第二轮选举中击败勒庞，但从英国脱欧、美国大选的经验来看，民调的可信度值得怀疑，需警惕“黑天鹅”事件再次发生。法国大选的不确定性，将对风险偏好形成抑制。

影响风险偏好的有利因素包括：

1.国企改革迈出关键性步伐。李克强总理在政府工作报告中明确提出，国企改革和金融改革是今年改革领域的重点工作，国企改革的重点是：基本完成公司制改革，深化混合所有制改革，在电力、石油等领域迈出实质性步伐。2017年是“十三五规划”的关键之年，当以上改革取得实质性的进展时，才能边际提升风险偏好。

2.美联储5月会议大概率按兵不动。美国3月非农、通胀数据疲软，令市场对美联储年内加息的步伐产生怀疑。在此之际，美联储副主席费舍尔发表讲话纠正市场预期，称仍预计今年加息三次，美联储将在未来几次会议上对资产负债表做出决定，当前并不担心股市动荡。费舍尔讲话暗示支持年内加息三次，全球经济出现积极变化，股市动荡并不能阻止美联储加息步伐。我们预计美联储将在5月4日的利率决议上按兵不动，6月和9月将各加息一次，年底或缩减资产负债表。意味着6月之前为再次加息的空窗期，期间有利于风险偏好的修复和回升。

（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

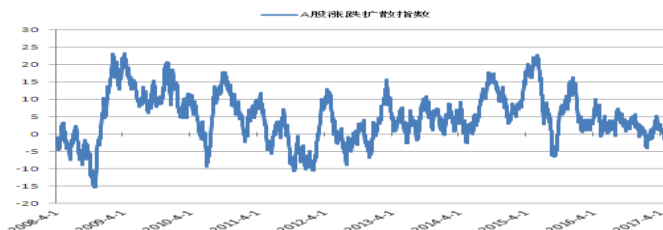
（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止4月27日，A股扩散指数为-0.62，与上月相比小幅下降，依然高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为A股扩散指数距历史底部位置尚有一段距离，市场情绪还需不断地被消磨。

（2）A股月换手率小幅回落，但仍高于历史底部区域。4月中旬股指春季反弹行情结束，

进入下跌周期，A股月换手率也呈现相应的回落态势。换手率从3月份的19%降至4月份的17%，与历史底部10%上下的水平相比，位置略微偏高。

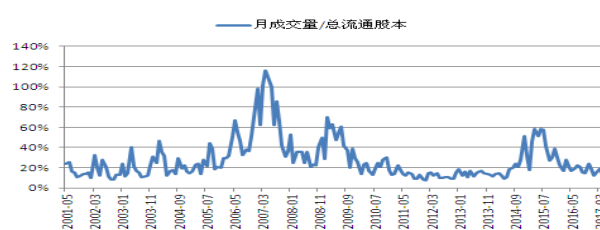
(3) 上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止4月26日，上证指数的日涨跌幅波动率为9%，明显低于10%-20%历史性底部区间。从波动率的角度分析，当前股指正在接近市场底部区域。

图 3. A股扩散指数尚未回落至历史底部位置



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. A股月换手率小幅回落

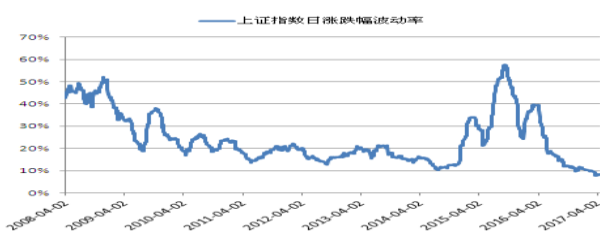


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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映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4月27日，苏富比股价为48.20，高于20-30这一历史底部区间，并呈现不断攀升的态势，表明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

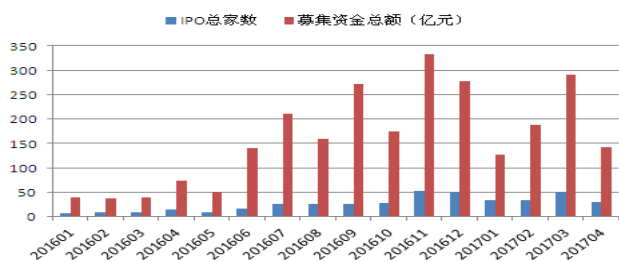
四、资金面分析

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。证监会表示要用两到三年的时间解决IPO“堰塞湖”问题，年初以来，新股发行回归常态，IPO保持在每周10家左右。截止4月26日，证监会4月份核发三批IPO批文，共30家企业获批，募集资金总额142亿元。5月份限售股解禁市值17515981.53万元，规模较4月份有所上升。因此，在新股发行速度保持不变的情况下，5月

份限售股解禁规模扩大，将在一定程度上增加市场供给压力。

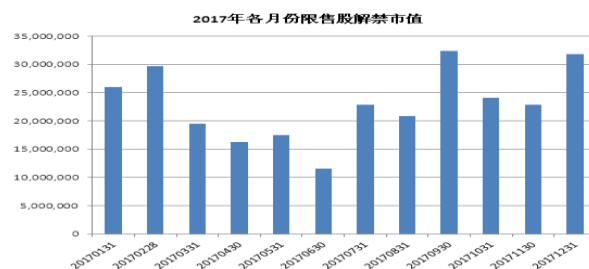
近日银监会发文要求银行自合理理财资金委外规模（主要指购买券商、保险、基金、信托、期货等各类机构发行的资产管理计划），在监管的高压之下，部分银行理财委外投资将面临赎回的风险，届时将对资金面产生一定压力。此外，证监会痛批高送转乱象，严厉打击高送转、重组等各种概念炒作，导致部分投机资金相继撤离市场。自深港通正式开通以来，外资借道深港通持续流入 A 股市场，主要流向低估值的绩优蓝筹股。但是年初以来，多数绩优蓝筹股在价值投资理念的支撑下，已获得较大幅度的上涨，价格已变得不再便宜，吸引力将会大大降低。总体来看，5 月份影响资金面的因素总体偏空。

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

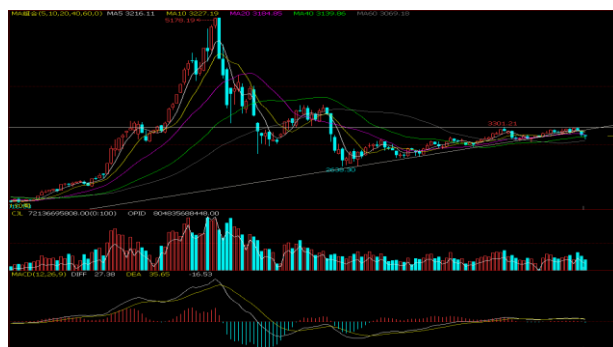
从时间周期的角度分析，中国股市的熊市周期大致为 1.5—2 年，自 2015 年 6 月股灾以来，本轮熊市已持续了近两年时间。从熊市周期的阶段性演进来看，第一阶段为恐慌式下跌，经过三轮股灾，第一阶段已经结束。第二阶段为震荡市，以宽幅震荡为主要特征，下跌和反弹的速度明显放缓。第三阶段为绝望式下跌，即熊市的最后一跌，之后将形成终极大底。目前来看，股指正运行于熊市的第二阶段。2017 年 4 月中旬股指如期结束了春季反弹行情，进入下跌周期，大概率以抵抗式下跌的节奏运行。

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 加权已连续三周下跌，20 周线开始向下运行，周线重心不断下移。且 MACD

指标出现死叉，有形成周线级别下跌趋势的迹象。上证指数在去年11月高点3301附近构筑头部，接连跌破10、20周均线，形成周线级别的顶部结构。从形态上来看，若有效跌破前期颈线位上证3044，则意味着3300点一线双头成立，下跌的目标位在上证2788点。

日线方面，IF加权跌破60日线，5、10、20日均线空头排列、向下发散，形成日线级别的下跌趋势。上证指数在前期高点3301附近反复震荡，但最终未能向上突破，技术上构成“双头”形态。上证指数首次跌破2638以来的上升趋势，形成日线级别的顶部结构。

综上，股指2017年春季反弹行情在4月中旬如期结束，进入下跌周期。目前来看，股指均已形成日线、周线级别的下跌趋势，我们判断5月份股指仍将以下跌为主，大概率以抵抗式下跌的节奏运行。

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下跌的目标位进行测量。从2016年初的低点2638至2017年4月高点3295，上证指数累计上涨约25%，基本完成对第三轮股灾的修复。因此，本轮下跌可视为对前期上涨的调整，目前上证指数已完成0.809的理论回撤位，下一目标将是0.618的黄金分割位，对应点位上证3045。

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

5月份基本面因素总体偏空，股指下跌趋势大概率仍将延续，或以抵抗式下跌的节奏运行。基本面逻辑在于：第一，一季度天量信贷投放之后，银行信贷政策趋于收紧，楼市调控政策加码，房地产销售增速拐点出现，房地产投资增速或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累；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，影响风险偏好的不利因素增多。国内方面，防控金融风险这一任务贯穿全年，政策面转向谨慎，金融监管持续收紧，房地产调控政策进一步升级。国际方面，特朗普税改方案公布，美股存在高位回落风险，法国大选的不确定性依然较大。以上因素将对风险偏好形成抑制。

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5月份股指将大概率延续下跌趋势，或以抵抗式下跌的节奏运行。波动区间：IF 加权 3200-3400，上证 2970-3170。建议稳健者以观望为主，激进者采取逢高沽空的策略。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，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股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，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。

联系我们

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

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号