

警惕反弹结束进入下跌周期

股指期货

内容提要:

- ◆ 资产配置荒背景下, 国债、银行理财收益率等无风险利率显著下降, 以及风险偏好的回升, 是驱动股指在 8 月上中旬向上反弹的主要逻辑。
- ◆ 9 月份影响股指的基本面因素显著偏空。逻辑在于: 第一, 经济增长先行指标投融资数据显著下滑, 房地产投资、销售走弱, 经济增速再现下行压力, 对股指的估值形成拖累。第二, 央行货币政策继续维持中性, 近期降息降准可能性极小; 抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间, 甚至存在上行风险, 对估值水平有抑制作用。第三, 金融去杠杆的全面推进对资金面造成较大压力。第四, 影响风险偏好的因素总体偏空。金融监管全面收紧, 供给侧改革过程中债券违约事件将增多, 新股发行提速加量将加大股市扩容压力, 美联储贴现率会议释放年内加息信号。
- ◆ 熊市的第一阶段一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一震荡市。
- ◆ 综合基本面因素, 9 月份股指结束年初以来的反弹进入下跌周期的概率较大, 时间窗口指向 9 月中下旬。波动区间: IF 加权 2970-3400, 上证 2780-3140。
- ◆ 因股指趋势转弱, 建议采取逢高减持多单的策略, 激进者可尝试在 IF 加权 3300 之上逢高布局空单。

魏 刚

宏观分析师

从业资格证: F0264451

投资咨询证: Z0002359

TEL: 0516-83831185

E-MAIL:

weigang@neweraqh.com.cn

程 伟

宏观分析师助理

从业资格证: F3012252

TEL: 0516-83831127

E-MAIL:

chengwei@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

本周区间震荡为主, 后市需谨慎不乐观 (周报) 20160829

进入五浪阶段, 冲新高需收缩防线 (周报) 20160822

IF 已过前高待确认, 上证将冲 3069-3097 (周报) 20160815

周初防范下探风险, 挖坑注意建多机会 (周报) 20160808

下有支撑上有压力, 反弹路径蜿蜒曲折 (月报) 20160801

周初或继续调整, 但不改中线向上趋势 (周报) 20160725

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/风险偏好对股指估值的影响。

资产配置荒背景下，国债、银行理财收益率等无风险利率显著下降，以及风险偏好的回升，是驱动股指在 8 月中旬向上反弹的主要逻辑。但 9 月份影响股指的基本面因素显著偏空，股指进入下跌周期是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据显著下滑，房地产投资、销售走弱，经济增速再现下行压力，对股指的估值形成拖累。第二，央行货币政策继续维持中性，近期降息降准可能性极小；抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用。第三，金融去杠杆的全面推进对资金面造成较大压力。第四，影响风险偏好的因素总体偏空。金融监管全面收紧，供给侧改革过程中债券违约事件将增多，新股发行提速加量将加大股市扩容压力，美联储贴现率会议释放年内加息信号。

一、经济增长再现下行压力，对股指的估值水平形成拖累

经济增长先行指标房地产投资和销售持续下滑，拖累固定资产投资下行，7 月金融数据全面滑坡，M1 与 M2 剪刀差持续扩大，表明实体经济回报率下降，企业投资意愿不足。同步指标工业增加值、消费全面走弱，从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断 8、9 月份经济仍有下行压力。

投资增速继续放缓。中国 1-7 月固定资产投资同比增长 8.1%（前值 9%），连续第四个月下滑，主要受房地产以及民间投资持续下滑的拖累；房地产投资同比增长 5.3%（前值 6.1%），连续第三个月出现下滑。房地产销售也呈现相应的下降趋势，7 月 30 个大中城市商品房成交面积 2364.94 万平方米，连续四个月下滑。1-7 月民间投资同比录得 2.1%，再创历史新低。表明房地产投资、销售年内阶段性高点已过，房地产市场拐点已经到来，我们预计 8、9 月份投资增速或因房地产投资减速而继续下滑。

消费小幅回落，整体保持平稳增长。1-7 月消费品零售增长 10.2%（前值 10.6%），原油、金银消费负增长拉低整体增速，但总体保持平稳增长。从 09 年开始消费增长经历了 5 年的趋势性下滑，但年初以来一直维持 10%左右的增速，我们预计 8、9 月消费仍将维持平稳增长。

出口降幅收窄，进口跌幅扩大。按美元计价，中国 7 月出口同比录得-4.4%（前值-4.8%），主要受 6 月低基数效应及人民币贬值的影响。进口同比下降 12.5%（前值-8.4%），连续四个月下滑，反映在全球贸易收缩，国内投资增速回落的背景下，内需不振，外需持续疲软。预计 8、9 月进出口仍维持低位运行。

综上，先行指标投融资数据显著下滑，房地产投资、销售增速继续放缓，民间投资持续走弱，我们预计 8、9 月经济增速仍有下行压力，将边际拖累股指的估值水平。

二、货币政策维持稳健，无风险利率难有下行空间

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，近期降息降准可能性极小；抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用。

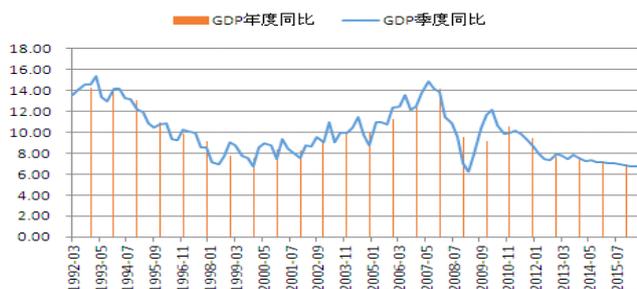
央行二季度货币政策执行报告强调用稳定的政策稳住预期，直言频繁降准容易强化宽松的预期，加大人民币贬值压力。在政治局强调抑制资产泡沫背景下，央行货币政策将继续维持中性取向，近期再度宽松的空间几乎不存在，降准的可能性微乎其微，需求端刺激将更多依赖于财政发力。

今年政府工作报告确定2016年M2增长目标为13%左右，M2增速自1月份录得14%的高位以来，呈现逐月回落的态势，7月份M2同比增长10.2%（前值11.8%），总体来看货币供应量并未大幅偏离政府目标。CPI同比录得1.8%，较6月回落0.1个百分点，连续三个月下滑。未来猪肉价格继续高位回落，大宗商品供给收缩性价格反弹难以持久，CPI拐点出现。因此，货币政策取向没有大幅变动的必要性。

此外，7月M1与M2剪刀差持续扩大创历史新高，反映实体经济回报率低下，企业投资意愿低迷，流动性“脱实向虚”的趋向显著。因此，流动性陷阱的窘境在很大程度上制约了货币政策边际宽松的空间。

5、10年期国债收益率自6月初以来持续下行，创7年新低。国债收益率及银行理财收益率等无风险利率的显著下行是股指8月反弹的主要驱动因素之一。然而，这一因素正在发生转变。无风险利率2014年初进入下行周期，债券牛市已持续2年有余。在监管层抑制债市泡沫的背景下，央行通过重启14天逆回购“锁短放长”的操作，试图在保持充裕流动性的基础上抬升资金成本。此举加重了市场对于央行边际收紧货币的忧虑。因此，近期无风险利率不仅下行空间几乎不存在，甚至金融去杠杆存在引发货币市场利率上行的可能，对股指的估值水平有抑制作用。

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. 无风险利率维持低位



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。

8月份《深港通实施方案》正式获得国务院批准，风险偏好得到显著提升，这是推动股指8月份走出反弹行情的主要驱动力。但是，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9月影响风险偏好的因素总体偏空。

（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.金融监管持续收紧。今年5月份以来，在抑制资产泡沫以及“防风险、去杠杆、严监管”的政策背景下，金融监管新规陆续出台。从人民银行货币政策由宽松转向中性，到证监会私募资管运作规定、银监会理财业务新规、保监会险资杠杆约束，充分体现了监管层从严监管的决心，A股将进入全面监管时代，我们将从以下几个方面来论述其影响。

（1）证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，标志着对资管类业务的规定，从行为细则上升到证监会规范性文件。这一规定依照新老划断的原则做出了过渡期安排，对于存量保本型私募产品不要求立即清理，但对增量产品强制去杠杆。新政的实施将减少增量资金入场的可能性，对A股资金面造成冲击。

（2）银监会下发《商业银行理财业务监督管理办法》，在杠杆率方面，要求“商业银行每只理财产品的总资产不得超过该理财产品净资产的140%。”，并对非标资产投资股票市场做出限制。据相关统计，截止2016年3月末，银行理财资金余额为24.6万亿元，投向权益类、非标资产的比例分别占8%和16%，银行理财新规对存量以及新增入市资金均产生约束，对资金面造成的压力不容小觑。

（3）保监会下发收紧高现价产品征求意见稿，引发市场对6000亿万能险撤出A股的担忧。虽然保监会对传闻辟谣，但新政显然与以上监管政策一脉相承，保险资金去杠杆的政策取向已是不争的事实。在存量资金博弈格局下，险资入市无疑成为市场反弹的重要推动力，若后续监管从紧，导致场内资金相继撤出，将会对市场造成巨大压力。

2.债券违约事件增多。下半年供给侧改革有望加速推进，这一过程中债券违约事件将会增多，引发市场对信用违约风险的担忧，对风险偏好有压制作用。数据显示，自2014年债市打破刚性兑付以来，共有违约债券64只，合计违约金额385.51亿元。2016年以来共有违约债券41只，违约金额达246.31亿元，占2014年至今违约总规模的63.89%，仅今年上半年的违约金额就达到2015年全年债券违约规模的两倍。

3.人民币汇率。随着美元加息预期的升温，美元指数企稳走强，对人民币汇率造成贬值压力。从8月16日至30日，在岸人民币汇率累计下跌0.84%，短期贬值趋势在加强。但在人民

币汇率 6.70 关口，央行干预的意图明显，考虑到 9 月初杭州 G20 峰会临近，10 月人民币正式纳入 SDR、11 月美国大选紧随其后，我们认为四季度央行维稳人民币汇率的意愿将增强。短期而言，9 月 5 日 G20 峰会结束后，人民币汇率维稳的必要性下降，存在小幅贬值空间。9 月份本币因素对风险偏好的影响中性偏空。

4. 美联储加息。美联储 7 月贴现率会议纪要显示，支持上调贴现率的地方联储增至 8 家，值得注意的是，去年 11 月贴现率会议上，支持调升贴现率的地方联储为 9 家，随后 12 月美联储开启了 9 年来的首次加息。耶伦在全球央行年会上表示，经济正朝着美联储两大目标前进，GDP 增速足够推动劳动力市场继续改进，最近数月形势令加息可能性增加。耶伦表示，有 70% 的概率联邦基金利率在 2017、2018 年底分别位于 0-3.25% 和 0-4.5% 区间，这意味着美联储未来两年加息的大门或已打开。当前市场对美联储加息的预期不断升温，美国联邦基金利率期货显示，美联储 9、12 月加息的分别升至 38%、62.3%。我们认为，美国就业和通胀数据已满足加息的必要条件，若下半年经济有超预期表现，则美联储 12 月年内加息的可能性较大。

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 改革和创新进展。政府工作重心转向供给侧改革，下半年有望进入加速推进的阶段。若供给侧改革、国企改革、户籍改革等系列改革和创新取得实质性、超预期进展，将边际改善风险偏好。但当供给侧、国企改革预期相继落地后，风险偏好难以再度提升。

2. 深港通启动、养老金入市。8 月 16 日国务院正式批准《深港通实施方案》，4 个月内将正式启动。养老金入市各项进程也在有条不紊的进行。以上利好预期有利于风险偏好的修复和反弹。

3. 全球新一轮宽松或将开启。为应对英国脱欧影响，全球央行表示已做好进一步宽松的准备。8 月初澳洲联储率先降息 25 个基点，随后英国央行、新西兰联储分别降息 25 个基点。我们认为全球央行新一轮宽松或将开启，有利于风险偏好的提升，但其作用将受到美联储加息预期的冲抵。

（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研究。我们的结论是：量化指标显示，股指正逐渐接近市场底部区域。

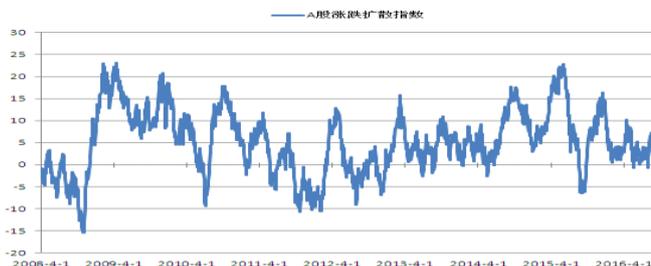
1. 量化指标

（1）A 股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止 8 月 29 日，A 股扩散指数为 3.84，与 7 月末相比小幅上升，依然高于 -10 至 -5 这一历史底部区间。我们认为，由于处于短期反弹阶段，扩散指数有所走高，还没有到达历史底部所在的区间，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。A 股的月换手率自去年股灾以来呈现逐渐下降的趋势，8 月份 A 股月换手率录得 19%，与 7 月份的 23% 相比小幅下降，逐渐接近历史底部 10% 上下的水平，已初步具备典型的历史性底部特征。

(3) 上证指数日涨跌幅波动率接近历史底部区间。截止8月29日,上证指数的日涨跌幅波动率为14%,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股月换手率逐渐接近历史底部

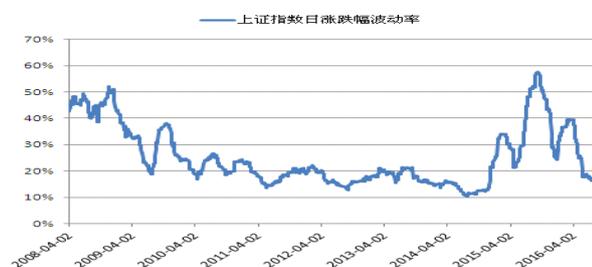


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

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当前的风险偏好情况。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8月29日,苏富比股价为40.63,超出了历史底部区间,较8月初上涨了24.98%,表明在全球风险偏好仍在修复和反弹。

图5. 上证指数日涨跌幅波动率逐渐接近历史底部



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正在反弹



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

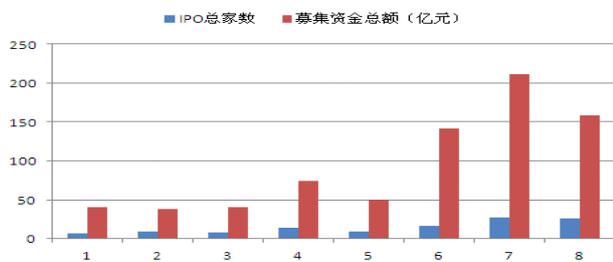
四、资金面分析

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,股票的供给体现为新股发行、限售股解禁规模的变化,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8月份核发两批IPO总计26家,募集资金总额159亿,为前8个月次高水平。此外,9月份限售股解禁规模较7、8月有所增加,解禁总额13295795.34万元,因此9月解禁压力将有所加大。下半年新股发行提速加量,限售股解禁高峰期陆续到来,这将在一定程度上对股票市场造成供给压力。

在全球负利率及货币超发的背景下,过量资本将寻求避险和保值,因此高股息率的绩优蓝筹股将具备投资价值,吸引资金流向这一价值洼地。《深港通实施方案》已获批准,4个月内

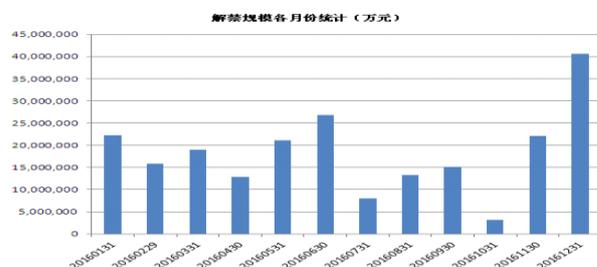
将正式启动，养老金入市进程也在有条不紊的进行中，以上顺利实施后，将直接增加场外资金对股票的需求。但银行配资、险资、私募资管产品遭遇全面去杠杆，金融去杠杆在限制增量资金入市的同时，也将逐步清理清理部分高杠杆存量资金，严监管下现货市场活跃资金入场意愿降低。综上，从供给和需求的角度分析，我们认为9月份资金面显著偏空。

图7. 2016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. 2016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，自去年6月股灾以来，本轮熊市已持续了1年有余。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。第二阶段为抵抗式下跌，以宽幅震荡为主要特征。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。我们认为股指当前正处于第二阶段中的反弹周期，但由于今年春季和夏季行情连在一起，反弹已持续7个月，有随时结束的可能。从股指的重要时间窗口角度分析，下一个53天周期日位于9月初，秋分节气位于9月下旬。因此，9月份有较大概率结束反弹趋势，特别关注9月中下旬的时间窗口。

从空间上来看，经历三轮股灾，股指再度下跌的空间较为有限。上证指数从去年牛市顶点5178已累计下跌近50%，最低至第三轮股灾的低点2638，距离我们预测的理性底部区间2450-2500已十分接近

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加权突破3256-3268高点压力后，技术上有回调的要求，但20周均线平稳

向上运行，5、10、20周线多头排列，周线级别的反弹趋势并没有受到破坏。大周期来看，期现指数60周均线仍在下行过程中，长期均线走平将是股指形成中期大底的特征，因此当前趋势仍以反弹性质对待，并非牛市中的主升浪。

日线方面，IF加权8月15日放量突破前期高点后，经过连续11个交易日的震荡调整，短期将面临方向性选择。上证指数受到年线的压制震荡回落，但在20日线的有效支撑下企稳回升，有望向上挑战年线上证3097。目前上证2638与2780连线形成的中期反弹趋势未破坏，但鉴于变盘时间窗口未到，短线或以震荡的形式反复消磨，之后将开启下跌趋势。

综上，股指周线、日线级别的中期反弹趋势仍在，但因变盘时间周期未到，短线或仍将维持震荡，之后大概率将开启下跌模式，时间窗口指向9月中下旬。

二、目标测度分析

我们使用黄金分割率对股指2638以来中级反弹的压力位进行测量。以上证指数为例，从去年12月高点上证3684至第三轮股灾的低点2638，上证指数已突破0.618的压力位3037，短期反弹若能延续，下一目标将是0.5和0.382的黄金分割位，对应点位上证3160、3280。

图 10. IF 加权日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 11. 上证指数日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 黄金分割率测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

9月份影响股指的基本面因素总体偏空，基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据显著下滑，房地产、民间投资持续走弱，经济增速再现下行压力，对股指的估值形成拖累。第二，央行货币政策继续维持中性，近期降息降准可能性极小；抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用。第三，金融去杠杆的全面推进对资金面造成较大压力。第四，影响风险偏好的因素总体偏空。金融监管全面收紧，供给侧改革过程中债券违约事件将增多，新股发行提速加量将加大股市扩容压力，美联储贴现率会议释放年内加息信号。

从时间和空间的角度而言，熊市的第一阶段一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一震荡市。综合基本面因素，9月份股指结束年初以来的反弹进入下跌周期的概率较大，时间窗口指向9月中下旬。波动区间：IF加权2970-3400，上证2780-3140。因股指趋势转弱，建议采取逢高减持多单的策略，激进者可尝试在IF加权3300之上逢高布局空单。

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

徐州营业部

全国客服热线：400-111-1855

业务电话：0516-83831113

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

北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809

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

业务电话：025-84787996

传真：025-84787997

邮编：210018

地址：南京市玄武区珠江路63-1号

广州营业部

业务电话：020 - 87750826
传真：020-87750825
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

苏州营业部

业务电话：0512 - 69560998
传真：0512 - 69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

常州营业部

业务电话：0519 - 88059976
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

杭州营业部

业务电话：0571- 85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

上海东方路营业部

业务电话：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

重庆营业部

业务电话：023 - 67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市江北区西环路8号1幢8-2号

成都高新营业部

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

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

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街 138号1栋28层2803、2804号