

基本面好转，先反弹后震荡或为主基调

股指期货

内容提要：

- ◆ 10月份以来，影响股指的基本面因素正在发生一些积极的变化。国庆长假过后，无风险利率显著下降，改革预期发酵推动风险偏好触底回升，股指如期迎来了开门红。
- ◆ 11月影响股指的基本面有利因素在增多，股指大概率以先反弹后震荡的节奏运行。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据继续回暖，房地产投资、销售延续回升态势，但企业盈利边际收窄，分子端难以提升股指的估值水平；第二，央行货币政策将继续维持中性，近期降息降准不值得期待。但10年期国债收益率创14年新低，无风险利率下行将边际提升估值水平；第三，楼市调控政策不断收紧，部分投机资金回流股市，资金面利多绩优蓝筹股；第四，影响风险偏好的有利因素增多。国企混改、债转股、PPP等改革加速推进，深港通进入测试阶段，11月底有望正式启动，养老金入市进入倒计时；美国大选不确定性担忧正在消退，美联储11月不加息几成定局，年底加息预期在一定程度上得到释放。
- ◆ 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，11月份股指先反弹后震荡的可能性更大，波动区间：IF加权3180-3600，上证2970-3300。
- ◆ 操作建议：稳健者上证3200点之上，多单逢高减持。激进者可尝试在上证3300之上逢高布局空单。

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

重心缓慢抬升，面临方向性选择
(周报) 20161024进入关键压力区，防范冲高回落
风险(周报) 20161017转入下跌周期，震荡寻底酝酿反
弹(月报) 20161001防范反抽结束，再次探底风险
(周报) 20160926外围风险因素增加，谨慎观望为
宜(周报) 20160919利空影响或有下探，但不必恐慌
可逢低短多(周报) 20160912警惕反弹结束进入下跌周期(月
报) 20160901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

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。

国庆长假过后，无风险利率显著下降，改革预期发酵推动风险偏好触底回升，股指如期迎来了开门红。10月份以来，影响股指的基本面因素正在发生一些积极的变化，总体来看11月份有利因素的在增多，股指大概率以先反弹后震荡的节奏运行。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据继续回暖，房地产投资、销售延续回升态势，但企业盈利边际收窄，分子端难以提升股指的估值水平；第二，央行货币政策将继续维持中性，近期降息降准不值得期待。但10年期国债收益率创14年新低，无风险利率下行将边际提升估值水平；第三，楼市调控政策不断收紧，部分投机资金回流股市，资金面利多绩优蓝筹股；第四，影响风险偏好的有利因素增多。国企混改、债转股、PPP等改革加速推进，深港通进入测试阶段，11月底有望正式启动，养老金入市开始倒计时；美国大选不确定性担忧正在消退，美联储11月不加息几成定局，年底加息预期在一定程度上得到释放。

一、经济增长缓慢探底，企业盈利边际收窄

中国三季度 GDP 保持平稳，经济增长先行指标房地产投资和销售继续回升，固定资产投资维持小幅反弹。9月金融数据延续回升态势，M1 与 M2 剪刀差进一步收窄，企业存款活化现象有所改变。但实体经济回报率下降背景下，企业投资意愿依旧低迷，经济增长下行压力犹存。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断10、11月份经济或有小幅下滑。

投资增速趋缓。中国1-9月固定资产投资同比增长8.2%（前值8.1%），主要受房地产以及民间投资回暖的带动；9月房地产投资同比增长5.8%（前值5.4%），30个大中城市商品房成交面积2709.49万平方米，环比增长5.46%（前值6.59%），房地产销售增速有放缓迹象。随着楼市调控政策的不断收紧，“金九银十”消费旺季过后，房地产投资增速或将结束反弹势头。我们预计10、11月份投资增速或因房地产投资放缓而小幅下降。

消费保持平稳增长。受网上零售及汽车销售增速加快的提振，1-9月消费品零售同比增长10.7%（前值10.6%）。从09年开始消费增长经历了逾5年的趋势性下滑，但年初以来一直维持10%左右的增速，消费对经济增长的贡献率同比上升13.3%至71%，反映经济结构调整正在悄然进行。我们预计10、11月消费仍将维持平稳增长。

进出口双双回落。按美元计价，中国8月进口同比录得-1.9%（前值1.5%），再次转为负值，大宗商品价格涨幅收窄是主要原因；出口同比下降10%（前值-2.8%），主要受外需疲软的拖累。在全球贸易收缩，国内投资增速放缓的背景下，内外需无实质性改善，预计10、11月进出口仍维持低位运行。

综上，先行指标房地产投资、信贷数据延续回升态势，但房地产销售有放缓迹象。随着楼市调控政策的不断收紧，“金九银十”销售旺季过后，投资增速或将结束反弹势头。经济增长整体维持缓慢探底，企业盈利边际收窄，难以边际提升股指的估值水平。

二、货币政策维持稳健，无风险利率下行提升估值水平

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，近期降息降准不值得期待，但国债收益率下降有利于提升股指的估值水平。

周小川在今年第四次 G20 财长和央行行长会议上表示，随着全球经济复苏逐步正常化，中国也会对信贷增长有所控制。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。

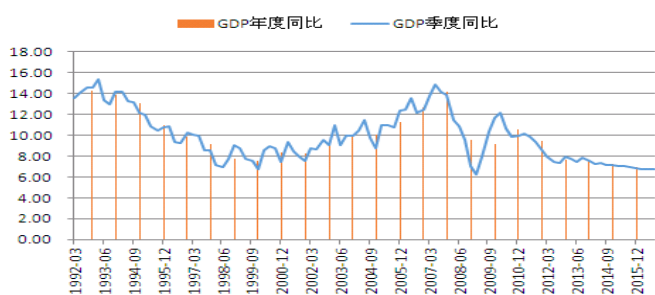
今年政府工作报告确定 2016 年 M2 增长目标为 13% 左右，M2 增速自 1 月份到达 14% 的高位以来，呈现逐渐回落的态势，直到 8 月份才首次出现止跌反弹。9 月 M2 同比增长 11.5%（前值 11.4%），总体来看货币供应量并未大幅偏离政府目标。CPI 同比录得 1.9%，较 8 月回升 0.6 个百分点，结束四连降。鉴于通胀和货币供应数据并未偏离政府目标，因此货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

9 月新增人民币贷款 1.22 万亿（前值 9487 亿），以房贷为主的居民中长期贷款继续攀升是主要原因。社融规模增量 1.72 万亿（前值 1.47 万亿），连续两个月回升，M1 与 M2 剪刀差继续收窄，企业存款活化现象有所改变，但资金是否真正进入实体经济需要进一步验证。因此，在投资遇到流动性陷阱这一窘境下，货币政策难言有边际宽松的空间。

10 月 18 日央行开展 4620 亿 MLF（中期借贷便利）操作，一方面对冲前期 MLF 投放到期对流动性的冲击，另一方面缓解季末监管考核、企业缴税、外汇占款下降等对资金面的压力。此外，央行月末还加大了逆回购的投放力度，10 月 19 日至 28 日，央行共开展 15300 亿逆回购操作，实现净投放 8950 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。

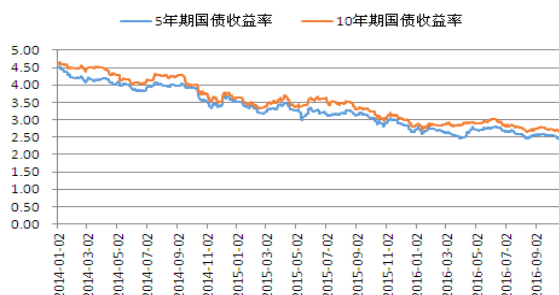
国庆长假过后，债市如约走强，国债收益率再次步入下行轨道。截止 10 月 21 日，10 年期国债收益率报 2.6350%，较 9 月底下行 10 个基点，创 14 年新低。5 年期国债收益率报 2.4056%，较 9 月底下降 14 个基点，创 7 年半新低。无风险利率显著下行，有利于边际提升股指的估值水平。

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。

10 月份以来，随着美联储加息、美国大选、人民币贬值等风险事件的逐步释放，以及国企改革加速推进、深港通启动、养老金入市等利好预期的升温，风险偏好逐渐探底回升。通过对影响风险偏好的主要因素进行梳理和分析，我们认为经过反复预期和消化，部分风险事件得以有效释放，11 月份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. 国企改革加速推进。近期以国企混改、债转股、PPP 等为代表的系列改革再次被提上日程。随着以宝钢、武钢成功合并，云南锡业首单债转股落地，中国联通混合所有制改革号角吹响，市场对国企改革的预期正在不断升温。若供给侧改革、国企改革、户籍改革、PPP 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。

2. 深港通进入测试阶段。8 月 16 日国务院正式批准《深港通实施方案》，10 月 29 日开始全网测试，各项准备工作正在有序进行，预计 11 月底将正式启动。受深港通正式开通预期的推动，风险偏好将迎来修复和反弹。

3. 养老金入市开始倒计时。据人社部消息，养老金委托投资合同已经印发，年内将优选出第一批养老基金管理机构，正式启动投资运营，预计首批养老金规模约 4000 亿。养老金入市进程正在有条不紊的进行，将推动风险偏好的回升。

4. 美国大选不确定性担忧正在消退。经过三轮辩论，希拉里所获得的支持率明显超过特朗普，并且领先优势仍在扩大。特朗普大选获胜被认为是重大利空，但目前来看对这一风险事件的担忧正在消退，将推动风险偏好的回升。

5. 美联储 11 月不加息已成共识。美联储 9 月贴现率会议纪要显示，12 家地方联储中有 9 家支持上调贴现率，为去年 12 月以来最多。值得注意的是，去年 11 月也有 9 家地方联储赞成

上调贴现率，之后美联储在12月会议上开启了9年来的首次加息。美国三季度GDP环比增长2.9%，核心PEC增长1.7%，均超市场预期，我们认为美国就业、通胀数据持续走好，已满足美联储加息的必要条件，年底加息是大概率事件。因11会议在美国大选之前，故11月加息的可能性极小。美国联邦基金利率期货显示，美联储12月加息的概率超过74%。美联储11月按兵不动已成市场共识，此外年底加息预期也得到一定程度的释放，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。继此前证监会发布“新八条底线”后，中国基金业协会又对资管计划备案作出了新规范，进一步细化和明确私募资管产品备案管理要求，杜绝部分机构寻求规避监管的空间，金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

2.债券违约事件增多。四季度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，截止8月底共有违约债券67只，合计违约金额404.2亿元。2016年以来共有违约债券44只，比去年同期（9只）增加了近4倍，违约金额达265亿元，占2014年至今违约总规模的65.56%。

3.人民币汇率。国庆长假期间，离岸人民币汇率迅速击穿6.70关口，节后首日在岸人民币汇率也顺势跌破6.70大关，人民币开启了新一轮的贬值趋势。10月以来，人民币汇率呈现加速贬值的趋势，10月10日至27日，在岸人民币汇率累计下跌1.68%，贬值幅度创1年新高。随着人民币正式纳入SDR，央行维稳的必要性明显下降，本币贬值的压力开始显现，对风险偏好形成压制。

4.全球国债收益率上行。G20会议上全球央行就避免货币依赖达成共识，暗示货币宽松已接近边缘，再度宽松的空间几乎不存在，甚至存在边际收紧的可能性。全球货币宽松的预期落空，致使国债遭到大规模抛售，国债收益率由降转升。截止10月27日，美国1年期国债收益率报0.68%，较从6月末上升23个基点。在全球国债遭遇抛售潮的背景下，无风险利率显著上行将抑制风险偏好。

（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

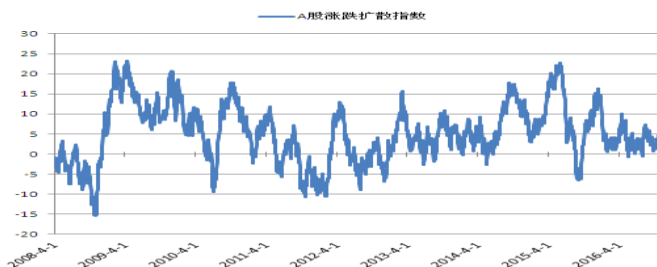
（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止10月27日，A股扩散指数为2.72，与9月末相比小幅回升，依然高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为，随着股市企稳反弹，A股扩散指数也相应小幅攀升，距历史底部位置还有一段距离，市场情绪还需不断地被消磨。

（2）A股月换手率接近历史底部。A股的月换手率自去年股灾以来呈现逐渐下降的趋势，

10月份A股月换手率录得13%的低位,与9月份的15%相比继续下降,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已进入历史底部区间。截止9月27日,上证指数的日涨跌幅波动率为12%,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

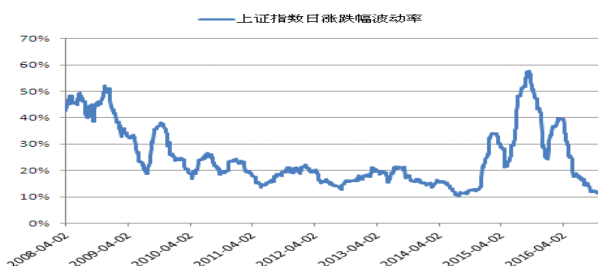


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

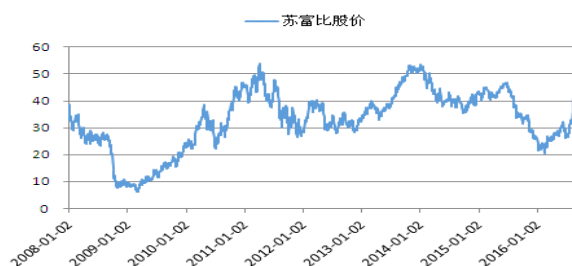
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反应当前的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为20-30。截止9月27日,苏富比股价为35.77,较8月底小幅下降了5.92%,但仍高于20-30这一历史底部区间,表明在全球风险偏好有待回落。

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有待回落



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

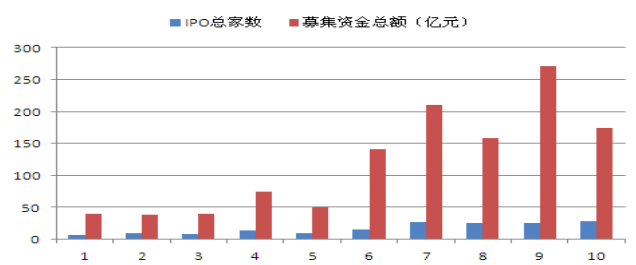
四、资金面分析

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10月份核发两批IPO总计28家,募集资金总额174亿,规模位居全年第三。下半年新股发行提速加量,限售股解禁高峰期也陆续到来,这将在一定程度上对股票市场造成供给压力。

但是,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

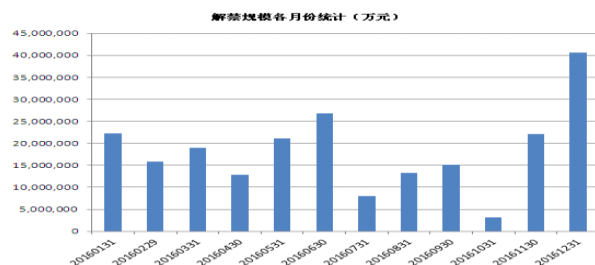
绩优蓝筹股将具备投资价值，吸引资金流向这一价值洼地。国庆长假期间，中国 21 城市先后出台了楼市限购政策，楼市调控政策不断收紧，有利于吸引部分投机资金回流股市。此外，深港通各项准备工作正在有序进行，11 月份有望正式启动，养老金入市进程也在有条不紊的进行中，以上顺利实施后，将直接增加场外资金对股票的需求。总体来看，10 月份过后资金面正在发生一些积极的变化，有利因素在增多。

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。股指当前运行于熊市的第二阶段—震荡市，8 月中旬见阶段性高点后，经过连续 6 周的震荡调整逐渐企稳，重心不断上移，年初上证 2638 以来的反弹趋势仍在延续。

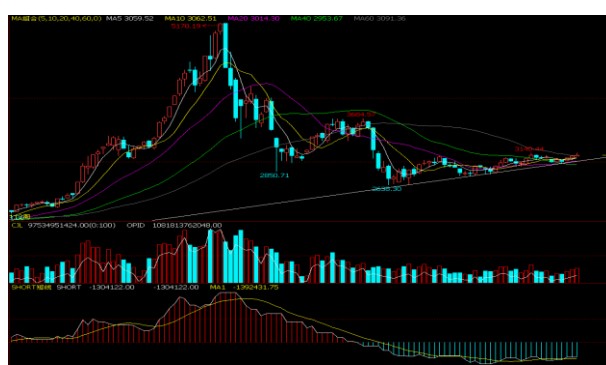
从空间上来看，经历三轮股灾，股指大的下跌趋势已经走完，再度下跌的空间较为有限。从去年 6 月高点上证 5178 至年初低点 2638，上证指数已累计下跌近 50%，距离我们预测的理性底部区间 2450-2500 已十分接近。

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，经过连续 6 周的震荡调整，IF 加权依托 20 周线逐渐企稳，5 周线上穿 10 周线，

并突破了前期高点 3836 与 3407 连线的压力。上证指数站上 60 周线，重心不断上移，20 周线平稳向上运行，周线反弹趋势仍在延续。若有效突破前期高点上证 3140，则有望走出 5 浪上升行情。但长周期来看，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，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 加权已回补了 9 月 12 日跳空缺口，确认此处为普通缺口，短线整理后有望向前期高点 3407 发起冲击。上证指数在 2638 与 2780 连线构成的上升趋势线支撑下企稳，重心不断抬升，突破前高 3140 与 3105 连线的压力，并成功收复年线。若能有效突破前高上证 3140，则反弹空间有望打开。

综上，股指年初以来的中期反弹趋势仍在延续，若能有效突破 8 月高点，则进一步打开反弹空间，预计 11 月份股指大概率以先反弹后震荡的节奏运行。

二、目标测度分析

我们使用帝纳波利波浪尺对股指反弹的目标位进行测量。以上证指数为例，年初 2 月低点 2638 至 4 月高点 3097 为第一浪上升，从 5 月低点 2780 至 8 月高点 3140 为第三浪上升，期间上涨 360 点。若以 9 月低点上证 2969 为 5 浪上升的起点，则本次反弹的目标位在上证 3329 点。

图 10. IF 加权日 K 线



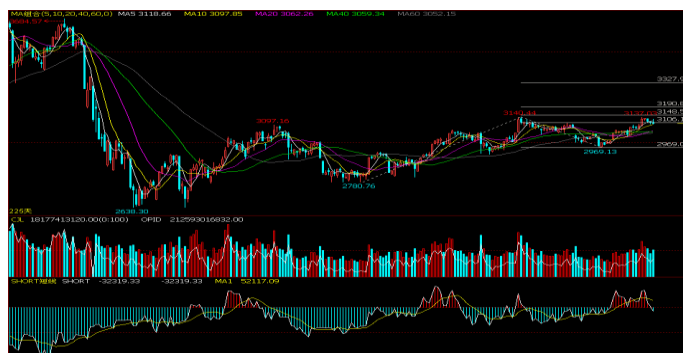
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 11. 上证指数日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 帝纳波利波浪尺测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

10月份以来影响股指的基本面因素在发生一些积极的变化,11月份有利因素在增多。逻辑在于:第一,经济增长先行指标投融资数据继续回暖,房地产投资、销售及民间投资延续回升态势,但企业盈利边际收窄,难以边际提升股指的估值水平;第二,央行货币政策将继续维持中性,短期降息降准不值得期待,但无风险利率显著下行将边际提升股指的估值水平;第三,楼市调控政策不断收紧,部分投机资金回流股市,资金面对高股息蓝筹股形成利好;第四,影响风险偏好的有利因素在增加。国企混改、债转股、PPP等系列改革加速推进,深港通进入测试阶段,11底有望正式开通,养老金入市进程正在有条不紊的进行;美国大选不确定性担忧正在消退,美联储11月不加息已成共识,年底加息预期在一定程度上得到释放。

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。11月份影响股指的有利因素在增多,股指大概率以先反弹后震荡的节奏运行,波动区间:IF加权3180-3600,上证2970-3300。建议稳健者上证3200点之上,多单逢高减持。激进者可尝试在上证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

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

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

邮编：221005 号平安发展大厦4层407室

地址：江苏省徐州市淮海东路153号

新纪元期货大厦

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

深圳分公司

电话：0755-33506379

邮编：518009

地址：深圳市福田区商报东路英龙商

务大厦1206、1221、1222