

# 基本面转空，结束反弹进入调整或为主基调 股指期货

## 内容提要：

- ◆ 我们在11月报告中提到，基本面有利因素在增多，企业盈利温和改善，风险偏好继续回暖，股指如期迎来了反弹行情。
- ◆ 进入12月份后，意大利公投、美联储加息等风险事件接踵而来，国债收益率持续上行，股指结束反弹进入调整期是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标信贷投放、社融规模大幅回落，房地产销售开始下滑，房地产投资或将见顶回落，经济增长仍将维持缓慢探底；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。国债收益率持续上行，甚至对股指的估值水平有抑制作用；第三，新股发行明显提速加量，12月限售股解禁规模创年内新高，将对资金面造成较大压力；第四，影响风险偏好的不利因素增多。深港通正式开通时间（12月5日）落地，在买预期、卖事实的交易逻辑下，存在利好出尽的风险；意大利宪改公投（12月4日）、美联储加息（12月14日）等风险事件接踵而来，对风险偏好形成抑制。
- ◆ 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。
- ◆ 12月份基本面不利因素增多，股指结束反弹进入调整期是大概率事件，波动区间：IF加权3150-3600，上证2970-3300。
- ◆ 操作建议：稳健者以观望为主，耐心等待调整到位再布局中线多单。

## 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

上涨风险加大，警惕深港通利好兑现后行情结束（周报）20161128

近期上涨风险加大，警惕短期高点出现（周报）20161121

维持多头思路，但短线超买防范回调风险（周报）20161114

基本面好转，先反弹后震荡或为主基调（月报）20161101

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

## 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 11 月报告中提到基本面好转，企业盈利改善以及风险偏好回升，股指如期开启了反弹行情。但进入 12 月份后，意大利宪改公投、美联储加息等风险事件接踵而来，国债收益率持续上行，股指结束反弹进入调整期是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标信贷投放、社融规模大幅回落，房地产销售开始下滑，房地产投资增速或将见顶回落，经济增长仍将维持缓慢探底；第二，央行货币政策将继续维持中性取向，近期降息降准不值得期待。但国债收益率持续上行，甚至对股指的估值水平有抑制作用；第三，新股发行明显提速加量，12 月限售股解禁规模创年内新高，将对资金面形成较大压力；第四，影响风险偏好的不利因素增多。深港通正式开通时间（12 月 5 日）落地，在买预期、卖事实的交易逻辑下，存在利好出尽的风险；意大利宪改公投（12 月 4 日）、美联储加息（12 月 14 日）等风险事件接踵而来，对风险偏好形成抑制。

### 一、经济增长缓慢探底，难以边际提升股指的估值水平

经济增长先行指标 10 月新增贷款和社融规模大幅回落，房地产销售开始下滑，楼市调控政策效果陆续显现。同步指标固定资产投资维持小幅反弹，主要受房地产投资持续回升的带动，但具有明显的滞后性。在抑制楼市泡沫背景下，房地产投资或将见顶回落，稳增长仍需财政基建发力。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断 11、12 月份经济或有小幅下滑。

投资增速放缓。中国 1-10 月固定资产投资同比增长 8.3%（前值 8.2%），主要受房地产以及民间投资回暖的带动；10 月房地产投资同比增长 6.6%（前值 5.8%），30 个大中城市商品房成交面积 2208.55（前值 2709.49）万平方米，环比下降 18.49%，房地产销售明显下滑。随着楼市调控政策的不断收紧，“金九银十”销售旺季过后，房地产投资增速或将结束反弹势头。我们预计 11、12 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。受汽车销售放缓的拖累，1-10 月消费品零售同比增长 10%，较前值小幅回落 0.7 个百分点。从 10 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。随着年底消费旺季的到来，我们预计 11、12 月消费仍将维持平稳增长。

进出口小幅改善。按美元计价，中国 10 月进口同比录得-1.4%（前值-1.9%），主要受大宗商品价格涨幅扩大和企业补库存的影响。出口同比下降 7.3%（前值-10%），人民币贬值、外需回暖或是主要原因。但在全球贸易收缩，国内投资增速放缓的背景下，内外需是否有实质性改善有待验证，预计 11、12 月进出口仍维持低位运行。

综上，经济增长先行指标信贷投放、社融规模大幅回落，房地产销售开始下滑，房地产投资具有明显的滞后性，随着楼市调控政策的不断收紧，增速或将见顶回落。我们判断经济增长仍将维持缓慢探底，分子端难以边际提升股指的估值水平。

## 二、货币政策维持稳健，无风险利率存在上行风险

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。国债收益率持续上行，甚至对股指的估值水平有抑制作用。

央行三季度货币政策执行报告首次强调在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。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。在抑制资产泡沫和防风险这一政策背景下，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。

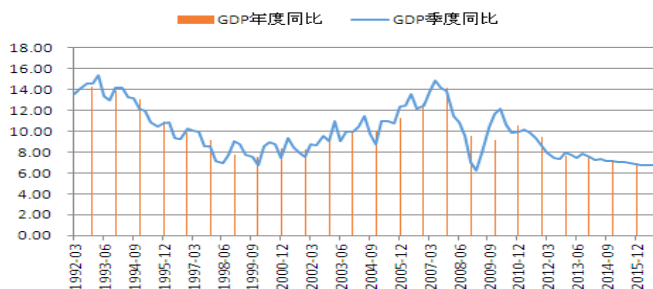
今年政府工作报告确定 2016 年 M2 增长目标为 13% 左右，设定 CPI 增长目标在 3% 以内。10 月份 M2 同比增长 11.6%（前值 11.5%），为连续第三个月反弹。CPI 同比增长 2.1%（前值 1.9%），连续第二个月回升。鉴于通胀和货币供应数据并未偏离政府目标，因此货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

10 月新增人民币贷款 6513 亿（前值 1.22 万亿），企业贷款大幅下滑是主要原因，但居民中长期贷款依旧居高不下。社会融资规模为 8963 亿，较上月的 17200 亿大幅下降。M1 与 M2 剪刀差连续四个月收窄，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。

11 月 3 日和 16 日央行分别开展 4370 亿和 3020 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，另一方面缓解企业缴税、外汇占款持续下降等对资金面的压力。此外，央行还加大了逆回购的投放力度，11 月 11 日至 29 日，共开展 24650 亿逆回购操作，实现净投放 6750 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。

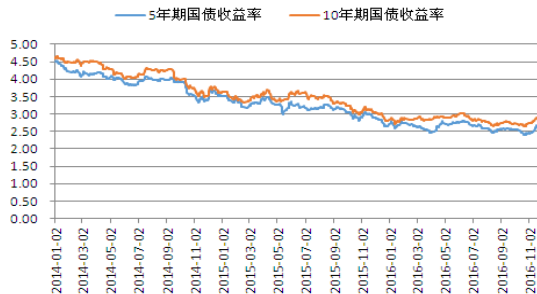
月初以来，债市持续走弱，国债收益率由降转升。截止 11 月 29 日，5 年期国债收益率报 2.7096%，创 6 月 24 日以来新高，较 10 月底上行 25 个基点。10 年期国债收益率报 2.8906%，较 10 月底上行 19 个基点。此外，近期国债回购利率、上海银行间同业拆借利率大幅飙升，短期资金面持续偏紧。央行加大 14、28 天期逆回购投放力度，试图在保持充裕流动性的基础上抬升资金成本，引导金融机构主动去杠杆。金融去杠杆存在引发资金面紧张、无风险利率上行的风险，对股指的估值水平有抑制作用。

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。

11 月份影响风险偏好的有利因素增多，国企改革加速推进、深港通启动、养老金入市等利好持续发酵，美联储利率决议、美国大选等风险事件相继落地，风险偏好逐渐探底回升，是推动股指向上突破的主要原因之一。但进入 12 月份后，意大利宪改公投、美联储加息等风险事件又接踵而来，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 12 月份风险事件增多将抑制风险偏好。

#### （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“商业银行理财新规”发布后，11 月 23 日银监会又发布了《商业银行表外业务风险管理指引》，此次监管发力与“防风险、去杠杆”的政策意图一脉相承，旨在进一步规范银行表外理财业务。金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

2.人民币贬值。国庆长假过后，人民币开启了新一轮的贬值趋势，进入加速贬值的周期。11 月 21 日，离岸人民币汇率率先跌破 6.90 大关，逼近 7.0 关口，11 月累计下跌 1.80%，创年内最大单月跌幅。随后在岸人民币汇率也相应失守 6.90 关口，当月累计下跌 1.62%。人民币正式纳入 SDR 后，央行维稳的必要性明显下降，此外美元进入加息周期，美元指数持续走强，将进一步加大本币贬值的压力，对风险偏好形成抑制。

3.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 11 月 29 日，美国 1 年期国债收益率报 0.89%，创近八年新高。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。

4.美联储12月加息几成定局。美联储主席耶伦在国会证词中讲话表示，美国经济取得进一步进展，朝着美联储就业和通胀的双重目标继续前进。并强调长期维持低利率可能带来风险，近期加息是合适的。最新公布的美国第三季度GDP增速上修至3.2%，创两年最佳表现。10月核心PEC同比增长1.7%，接近2%的通胀目标。当周初请失业金人数连续90周低于30万人，已接近充分就业的状态。我们认为美国经济持续走好，就业和通胀水平已满足美联储加息的必要条件，12月加息几成定局。美国联邦基金利率期货显示，美联储12月加息的概率超过90%。

5.意大利宪改公投。意大利将在12月4日就宪法改革进行全民公投，如果改革遭到选民否决，则民粹主义政党将会上台执政，明年发起退欧公投的可能性将会大大增加。因此，意大利宪改公投被视为年内第二只黑天鹅事件，公投前发布的最后一项民调显示，反对阵营领先支持阵营超10个百分点，但结果仍存在较大的不确定性。公投前后料金融市场波动将会加剧，避险情绪升级将推动黄金、日元等避险资产上涨。

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.深港通正式开通时间落地。证监会公告深港通于12月5日正式开通，预期已久的深港通终于落地。但由于前期已被市场反复预期和消化，预计正式开通时对风险偏好的提升作用有限，基于买预期、卖事实的交易逻辑，甚至存在利好出尽的风险。

3.养老金入市进入倒计时。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。

## （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，A股扩散指数、换手率尚未回落至历史底部区域。

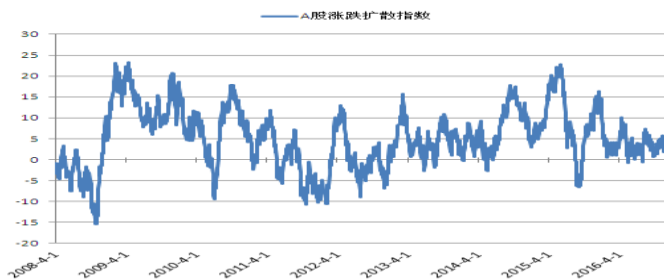
### 1. 量化指标

（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止11月28日，A股扩散指数为3.19，与月初相比小幅下降，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股月换手率小幅攀升。11月份以来，随着股市进入加速反弹阶段，A股月换手率也由10月份的15%小幅攀升至23%，与历史底部10%上下的水平相比，位置相对偏高。

(3) 上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止11月28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股月换手率小幅攀升

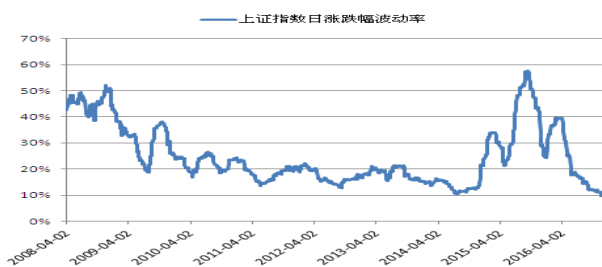


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 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11月28日，苏富比股价为38.92，较10月底小幅上涨7.69%，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

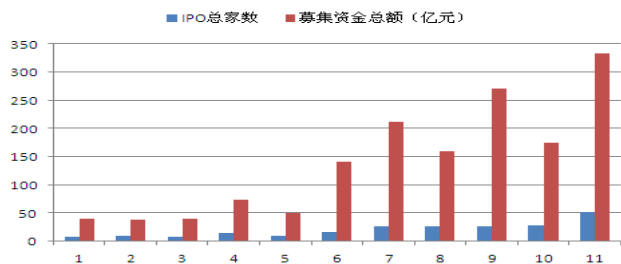
## 四、资金面分析

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11月份核发4批IPO总计52家，募集资金总额333亿元，发行数量和筹资规模均创年内新高。此外，12月份限售股解禁市值40639898.35万元，规模为全年最高。新股发行提速加量，限售股解禁高峰期也将如期而至，这将在较大程度上对股票市场造成供给压力。

深港通将于12月5日正式开通，届时有利于吸引海外资金流向低估值的绩优蓝筹股。但深港通自8月份正式获批以来，已被市场反复预期和消化，估值偏低的蓝筹股价格大部分已得

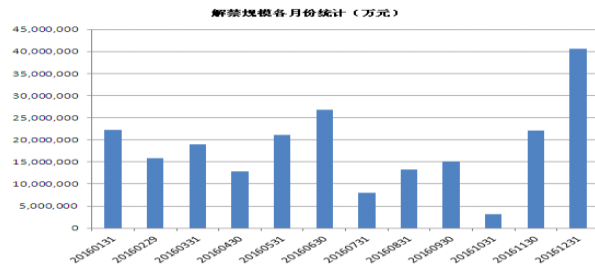
到修复，基于买预期、卖事实的市场逻辑，甚至存在利好兑现后资金撤出的风险。有利方面在于：抑制房地产市场泡沫背景下，房地产限购政策频繁出台，楼市调控政策不断收紧，有利于吸引部分投机资金回流股市。养老金入市进程正在有条不紊的进程中，顺利实施后，将直接增加场外资金对股票的需求。总体来看，12月份资金面压力在增多。

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，本轮熊市已持续了一年半时间。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，年初上证2638以来的中期反弹趋势仍在延续，突破8月高点后，反弹大概率进入了最后的加速赶顶阶段。

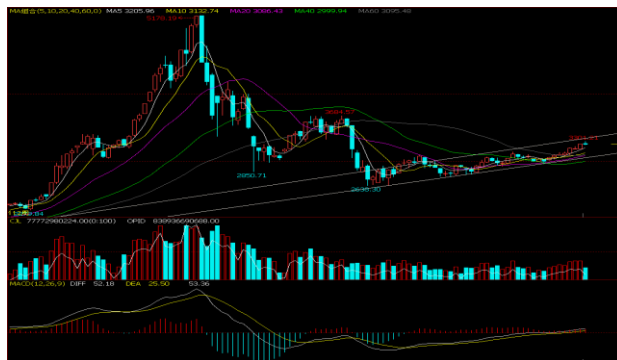
从空间上来看，上证指数从2月低点2638至11月高点3301，期间反弹663点，最大涨幅也不过25%。从时间跨度上来说，反弹幅度并不是太大，因此预计向下调整的空间也不会太大，不宜过度悲观。

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，60周线逐渐走平向上，均线簇依次多头排列、向上发散，多头格局仍在延续。上证指数突破8月高点3140后，进入加速反弹阶段，周线已

实现七连阳，5浪上升行情逐渐进入尾声。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。

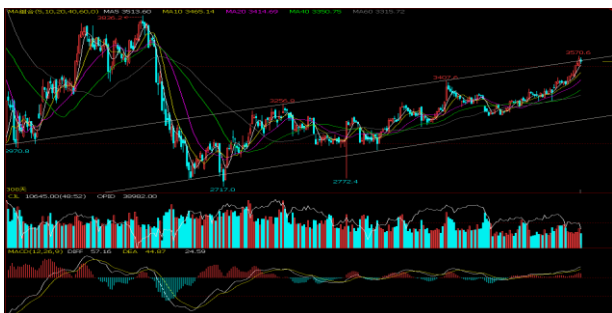
日线方面，IF 加权突破前期高点 3407 后，不断创出年内新高，但上方受到前期高点 3256 与 3407 形成的上升轨道线的压力。上证指数放量突破 8 月高点 3140，进一步打开了反弹空间，技术上进入 5 浪延伸阶段，并逐渐远离 2638 与 2780 连线构成的上升趋势线。但我们认为股指大概率进入加速赶顶阶段，需警惕日线背离条件的出现。

综上，股指年初以来的中期反弹趋势仍在延续，但突破 8 月高点后，大概率进入加速赶顶阶段，预计 12 月份将结束反弹，进入调整期。

## 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。11 月 29 日，上证指数创下年内反弹新高 3301 点，已基本完成反弹目标。

图 10. IF 加权日 K 线



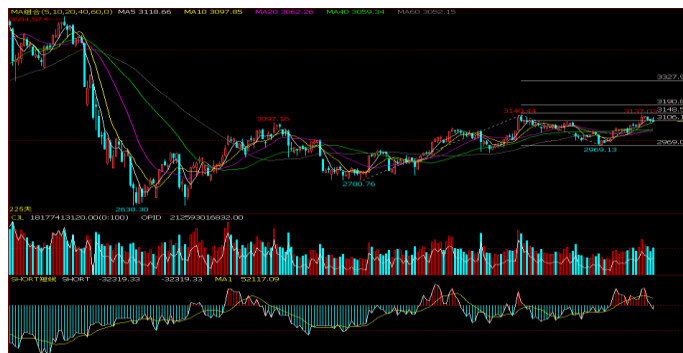
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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



12月份影响股指的基本面不利因素在增多，意大利修宪公投、美联储加息等风险事件接踵而来，国债收益率持续上行，股指结束上涨进入调整期是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标信贷、社融规模大幅回落，房地产销售明显下滑，房地产投资或将见顶回落；第二，央行货币政策将继续维持中性取向，短期降息降准不值得期待，国债收益率上行甚至对股指的估值水平有抑制作用；第三，新股发行明显提速加量，12月限售股解禁规模创年内新高，将对资金面造成较大压力；第四，影响风险偏好的不利因素在增多。深港通正式开通时间（12月5日）落地，在买预期、卖事实的交易逻辑下，甚至存在利好出尽的风险；意大利宪改公投、美联储加息等风险事件接踵而来，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。12月基本面不利因素增多，意大利修宪公投、美联储加息等风险事件将接踵而至，股指结束上涨转入调整期是大概率事件。波动区间：IF 加权 3150-3600，上证 2970-3300。建议稳健者以观望为主，耐心等待调整到位再布局中线多单。

## 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