

基本面总体向好，积极博弈十月多头行情

股指期货

内容提要：

- ◆ 进入10月份，十九大召开期间政治维稳的基调不变，政策面整体友好，经济悲观预期得以充分释放，股指将大概率迎来多头行情，重心有望上移。基本面逻辑在于：第一，7-8月经济数据全线回落，加重了市场对下半年经济下滑的担忧。但我们认为上半年经济已取得了6.9%的增速，即使下半年有所回落也在可预期的范围之内，市场难免有些过度悲观了。
- ◆ 第二，在以去杠杆和防控金融风险为工作重点的宏观背景下，央行货币政策将保持稳健中性，既不宽松也不收紧成为常态，对股指的影响边际减弱。
- ◆ 第三，影响风险偏好因素总体偏多。国外方面，欧洲央行及美联储利率决议等风险事件相继落地，特朗普税改取得超预期进展，美股再创历史新高，市场信心显著回升。国内方面，十九大召开期间政治维稳的基调不变，政策面偏向友好，国企改革提速，定向降准的预期升温，将对风险偏好形成支撑。
- ◆ 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。
- ◆ 从股指运行的季节性特征来看，5月中旬以来中期反弹趋势仍在延续，夏季和秋季行情连在一起的可能性较大。上证指数突破3300重要心理关口，重心将上移至3300-3600。
- ◆ 综合基本面因素，我们认为10月份股指大概率迎来多头行情，重心有望上移。波动区间：IF加权3760-4060，上证3300-3600。
- ◆ 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

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

chengwei@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

节前市场波动料将收窄，轻仓布局节后多头行情（周报）
20170921

经济数据走弱及美联储会议扰动，注意把握低吸机会（周报）
20170914

连续上涨后进入强势震荡格局（周报）
20170907

政策维稳预期支撑，重心有望上移（月报）
20170901

前高承压回落，防范再次下探风险（周报）
20170824

警惕短线反弹结束（周报）
20170818

经济数据有转弱迹象，警惕夏季行情结束（周报）
20170811

日线顶部结构出现，防范回调风险（周报）
20170804

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。

9 月份基本面因素多空交织，股指整体维持弱势震荡，低于我们在月度报告中的预测。但进入 10 月份，十九大召开期间政治维稳的时间窗口仍在，政策面整体友好，经济悲观预期得到充分释放，股指将大概率迎来多头行情，重心有望上移。基本面逻辑在于：第一，中国 7-8 月经济数据全线走弱，加重了市场对下半年经济下滑的担忧。但我们认为上半年经济已取得了 6.9% 的增速，即使下半年有所回落也在可预期的范围之内，全年实现 6.5% 的增长目标绰绰有余，市场难免有些过度悲观了；第二，货币政策保持稳健中性，既不宽松也不收紧是常态，对股指的影响边际减弱。第三，影响风险偏好的因素总体偏多。国外方面，欧洲央行及美联储利率决议等风险事件相继落地，特朗普税改取得超预期进展，美股再创历史新高，市场信心得到提振。国内方面，十九大召开期间政治维稳的基调不变，政策面偏向友好，国企改革提速，定向降准的预期升温，将对风险偏好形成支撑。

一、8 月宏观数据继续走弱，三季度经济将有小幅回落

2017 年中国前两个季度 GDP 均实现 6.9% 的增速，上半年经济超预期增长，预计全年完成 6.5% 的增长目标绰绰有余。但鉴于 7-8 月宏观数据呈现明显的回落态势，预计三季度经济将有小幅下滑。具体数据显示，中国 1-8 月固定资产投资与工业增加值增速分别创年内新低，消费品零售增速连续两个月放缓，出口增速受人民币升值的影响显著回落。房地产投资依然运行在下行周期，制造业和基建投资边际放缓，将对经济增长形成拖累。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断今年三季度我国经济增长将有小幅回落，整体呈现降中趋稳的走势。

投资增速继续放缓。中国 1-8 月固定资产投资同比降至 7.8%（前值 8.3%），连续两个月下滑并降至年内新低，主要受基建和制造业投资放缓的拖累，房地产投资增速持平于 7.9%。先行指标房地产销售增速在经过一个月的短暂反弹后连续两个月下滑，其中 1-8 月商品房销售额同比增长 17.2%（前值 18.9%），销售面积同比增长 12.7%（前值 14%），分别创一年半新低，主要受三四线城市商品房销售放缓的影响。国家统计局公布的数据显示，截至 7 月底，全国住宅库存创 33 个月新低，去化周期回到 2012 年水平，表明房地产去库存任务基本完成。为抑制房地产投机，防止出现新一轮的库存积压，未来楼市调控政策将进一步收紧，房地产投资增速或继续下滑，将在一定程度上对经济增长形成拖累。

消费增速小幅回落，但整体保持平稳增长。中国 8 月消费品零售总额同比增长 10.1%（前值 10.4%），连续两个月小幅回落，汽车、家电销售增速放缓是主要原因。长期来看，2015 年初以来消费一直保持 10% 左右的增速，对经济增长的贡献率不断上升，预计下半年消费仍将保

持平稳增长的态势。

进口回升、出口下滑。按美元计价，中国8月进口同比增长13.3%（前值11%），煤炭、铁矿砂、成品油等大宗商品进口量大幅增长是主要原因。出口同比增长5.5%（前值7.2%），人民币升值导致出口成本增加，是出口受到拖累的主要原因。表明人民币升值在一定程度上抑制了出口，预计三季度出口将有小幅下滑。但鉴于全球经济正处于温和复苏的轨道上，料下半年进出口总体维持平稳增长。

综上，2017年前两个季度，中国经济超预期增长。但8月经济数据继续走弱，房地产投资依然运行在下行周期，制造业和基建投资边际放缓，出口受人民币升值的影响连续回落，将对经济增长形成拖累。我们预计三季度经济将有小幅回落，整体呈现降中趋稳的走势。

二、货币政策保持稳健，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，对股指估值水平的影响边际减弱。

央行二季度货币政策执行报告强调，下一阶段要继续实施稳健中性的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系，为供给侧结构性改革营造中性适度的货币金融环境。加强金融监管协调，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。我们认为今年下半年，货币政策将继续保持稳健，既不宽松、也不收紧是常态，防控金融风险依然是工作重点。

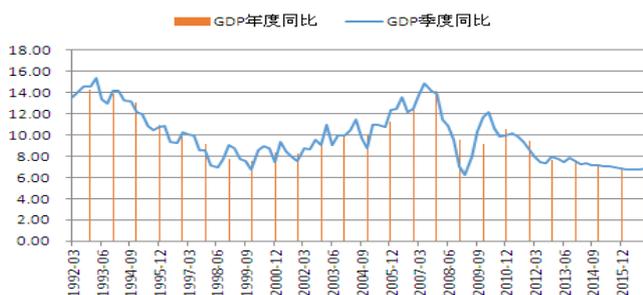
2017年政府工作报告明确今年M2增长目标为12%左右，较去年下调1个百分点。8月份M2同比降至8.9%（前值9.2%），增速已连续7个月放缓，续创历史新低。8月CPI同比增长1.8%（前值1.4%），PPI同比增长6.3%（前值5.5%），双双超预期回升。央行表示随着去杠杆深化和金融回归为实体服务，比过去低一些的M2增速可能成为新常态。预计下半年货币供应量将维持低速增长，CPI总体保持平稳，货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

中国8月新增人民币贷款1.09万亿，较前值8225亿大幅回升。新增社会融资规模为1.48万亿（前值1.22），远超预期的1.28万亿。今年1-8月份新增人民币贷款9.89万亿，较去年同期增长9455亿，前8个月信贷投放总量创历史新高。但值得注意的是，居民类和短期类贷款占比上升，表明在房贷额度受限的背景下，居民开始加大对短期贷款的需求，年初以来房贷增长依旧居高不下。总体来看，随着金融去杠杆的深化，资金逐渐回归并服务于实体经济。预计下半年信贷投放将保持适度增长，实体经济融资难的问题将进一步得到改善。

9月7日，央行开展2980亿一年期MLF操作，以缓解前期投放的2830亿MLF到期对流动性的冲击。临近季末，资金面将受到MPA监管考核、企业缴税、上缴存准等因素带来的压力，为保持流动性基本面稳定，央行加大逆回购的投放力度。9月15日至26日，央行共开展12800亿逆回购操作，实现净投放5900亿。公开市场操作透露出，未来央行将更多地使用MLF、PSL等流动性调节工具来弥补基础货币缺口，普遍降准的可能性较小，但定向降准是可选项。

综上，在去杠杆、防风险为工作重点的宏观背景下，资金脱实向虚的现象逐步扭转，通胀水平保持稳定，经济运行平稳，货币政策将继续保持稳健中性，对股指的影响边际减弱。

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. 无风险利率降幅收窄



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，风险偏好的变化是股指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。

9月份以来，欧洲央行、美联储利率决议等风险事件相继落地，风险偏好企稳回升。此外，中共十九大将于10月18日召开，在此期间受政治维稳预期的支撑，风险偏好有望维持高位。国际方面，特朗普税改计划取得超预期进展，欧美股市连续上涨，道琼斯指数再创历史新高，市场信心得到显著提振。美联储未来加息和缩表预期已被提前消化，对风险偏好的影响边际减弱。综上，我们认为10月份影响风险偏好的因素总体偏多。

（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. 国企改革提速，混改稳步推进。李克强总理9月27日主持召开国务院常务会议，指出要推进装备制造等领域央企重组整合，继续化解过剩产能，以及推动重点领域国企混合所有制改革，积极稳妥引入社会资本参与央企重组。同时还提出，加大对小微企业发展的财政金融支持力度，包括对涉及小微企业贷款的银行定向降准给予再贷款支持，扩大免征增值税政策范围，提高享受免税贷款额度上限。上半年市场对国企改革的预期持续走弱，但下半年随着国改持续提速、落实力度加大，以及十九大召开，国企改革有望迎来突破进展。此外，市场对中小银行获得定向降准、以及中小企业减税的预期开始升温，将边际提升风险偏好。

2. 十九大召开期间政治维稳的基调不变。中国共产党第十九次全国代表大会将于2017年10月18日召开，这将是今年最重要的一次会议。在此之前，为迎接党的十九大胜利召开，政策维稳是必要条件。9月25日，证监会召开全系统视频会议，部署迎接党的十九大各项工作，指出要全力确保资本市场平稳运行，从政治高度来看待维护市场稳定的极端重要性，从讲政治、顾大局的角度来抓好维护市场稳定的各项措施。因此，我们认为十九大召开前后，政治维稳的

基调不变，政策面整体偏向友好，将对风险偏好形成支撑。

3.美联储加息与缩表预期被提前消化。9月21日，美联储利率决议宣布10月开始缩减资产负债表，符合市场预期。但点阵图显示年内还将加息一次，支持12月加息的委员由6人上升至11人，这一点超出市场预期。美联储主席耶伦讲话表示，美国经济未来数年将温和扩张，飓风对经济的影响是短期的，劳动力市场稳健向好，拖累通胀疲软的因素是暂时性的。美国联邦基金利率期货显示，美联储12月加息的概率由50%上升至70%。由于通胀疲软的缘故，前期市场对美联储年内再次加息的预期连续下降，并低于货币政策委员会的预期，政策声明公布后，市场预期被迅速纠正。我们认为美联储未来加息和缩表的预期已被提前消化，对市场的影响边际减弱，有利于风险偏好的回升。

4.特朗普税改进展超预期，市场信心显著回升。9月27日，美国共和党公布税改框架，大范围降低家庭和企业税负，拟将企业所得税率降至20%。虽然减税的幅度低于特朗普希望的15%，但就税改进展的速度来说，总体超出市场预期。受税改预期的推动，月初以来美股连续上涨，道琼斯指数再创历史新高，市场信心得到显著提振，有利于提升风险偏好。

影响风险偏好的不利因素包括：

1.一行三会发声强监管，防范金融风险。在9月15日举行的“2017年金融街论坛”上，中国人民银行行长助理刘国强讲话表示，要加大力度把杠杆率减下来，把金融乱象减下来，把不符合供给侧结构性改革要求方面的资金减下来；银监会副主席王兆星表示，要把主动防范系统性金融风险放在更加重要的位置，要科学防范，做到早识别、早预警、早发现、早处置；证监会主席助理张慎峰表示，把主动防范、化解风险放在更加重要的位置，强化依法、全面、从严监管，深入扎实整顿市场乱象。一行三会继续强化金融监管，与中央经济工作会议和全国金融工作会议精神一脉相承，意味着金融监管的进程尚未结束，若金融监管再次升级，将会极大地抑制风险偏好。

（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分析。我们的结论是：量化指标显示，A股扩散指数、换手率高于历史底部区域，暗示风险偏好存在回落的可能。

1. 量化指标

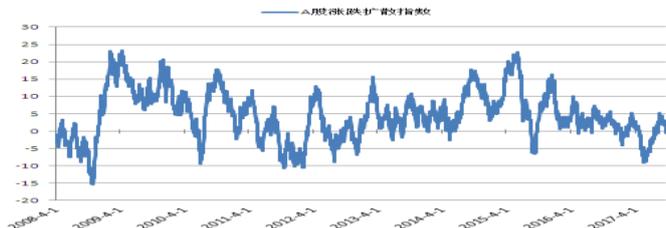
（1）A股扩散指数高于历史底部区间。5月中旬以来，随着股市企稳反弹，A股扩散指数也呈现相应的回升态势。截止9月27日，A股扩散指数为-0.42，虽然较月初有所回落，但仍高于-5至-10这一历史底部区间。A股扩散指数反映当前市场风险偏好处于年内相对高位，短期仍有回落的空间。

（2）A股月换手率有所下降，但仍高于历史底部区域。A股月换手率从8月份的22%降至9月份的19%，但仍高于10%左右的历史底部位置。

（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8%，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股扩散指数依然高于历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图4. A股月换手率略有下降

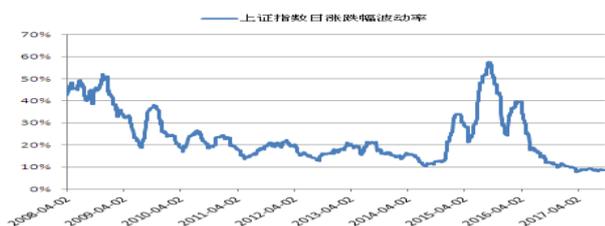


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

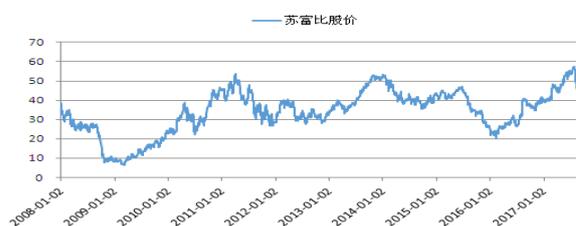
作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月，与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为20-30。截止9月27日，苏富比股价为46.24，较月初小幅上涨1.58%，表明全球风险偏好较前期小幅回升，依然高于20-30这一历史底部区间。

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小幅回升



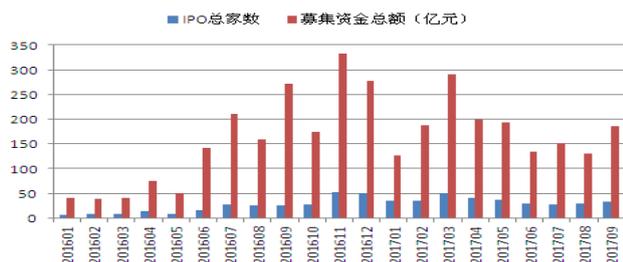
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，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。4月金融监管风暴导致股市连续下跌，个股受伤严重，市场对IPO减速的呼声愈发强烈。为安抚市场情绪，维护市场稳定，证监会在充分征求各方意见后，决定放缓IPO节奏，新股发行由年初的每周10家降至每周6家。后来随着市场逐渐企稳、并屡创新高，从7月份开始，证监会加快新股发行节奏，IPO数量由之前的每周6家增至每周7-9家。截止9月22日，证监会9月份共核发33家IPO批文，募集资金总额186亿元，新股发行数量和筹资总额都较前两个月略有增加。但10月份限售股解禁市值24101255.56万元，规模较9月明显下降。综合来看，新股发行速度和筹资总额整体保持稳定，但10月限

售股解禁规模显著下降，将减轻对资金面的压力。

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,本轮熊市已持续了两年有余。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,股指正运行在熊市的第二阶段。从股指运行的季节性规律来看,夏季行情于 5 月中旬展开,截止 9 月末反弹已持续了 4 个多月,根据历史经验,我们认为夏季和秋季行情连在一起的可能性较大,预计 10 月将以上涨为主。

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 3800 整数关口后,连续 5 周维持横盘震荡,前期获利压力在一定程度上得以消化。目前来看,IF 加权周线级别的反弹趋势并未遭到破坏,充分调整后有望重拾升势。上证指数在 3400 关口承压回落,整体维持在 3330-3400 区间震荡,5、10、20 周均线多头排列、向上发散,中期上行趋势未改。待压力充分释放后,有望再上一个台阶。

日线方面,IF 加权跌破 20 日线,但仍维持在 3800 上方震荡,5 月以来的中期反弹趋势完

好，短期调整不改向上格局。上证指数突破 3300 重要心理关口后，维持在 3330-3400 区间震荡，短期调整有利于为后市进一步上行蓄势。

综上，股指 5 月以来的中期反弹趋势仍在延续，我们认为夏季和秋季行情连在一起的可能性较大。股指在经过 9 月份的震荡调整后，有望在 10 月份重拾升势。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指上涨的目标位进行测量。上证指数从 2016 年 1 月低点 2638 至 12 月高点 3301，可视为第一浪上升，期间累计上涨 663 点。从去年 12 月高点 3301 至今年 5 月低点 3016，可视为二浪回调，期间下跌 285 点。未来若有三浪上升，根据波浪理论，三浪的涨幅至少要等于一浪，则三浪上涨的理论目标在 3679 点。

图 11. IF 加权月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 13. 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

受中国 8 月经济数据走弱、朝鲜半岛紧张局势以及美联储缩表等利空因素的影响，9 月份股指经历了弱势震荡，低于我们在月度报告中的预测。但进入 10 月份，十九大召开期间政治维稳的基调不变，政策面整体友好，经济悲观预期得到充分释放，股指将大概率迎来多头行情。基本面逻辑在于：第一，中国 8 月经济数据继续走弱，加重了市场对下半年经济下滑的担忧。但是我们认为上半年经济已经取得了 6.9% 的增速，即使下半年有所回落也在预期之内，全年

实现 6.5% 的增长目标绰绰有余，市场难免有些过度悲观了；第二，货币政策保持稳健中性，既不宽松也不收紧是常态，对股指的影响边际减弱。第三，影响风险偏好的因素总体偏多。国外方面，欧洲央行及美联储利率决议等风险事件相继落地，特朗普税改取得超预期进展，美股再创历史新高，市场信心显著回升。国内方面，十九大召开前政治维稳的基调不变，政策面偏向友好，国企改革提速，定向降准的预期升温，将对风险偏好形成支撑。

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 10 月份股指大概率迎来上涨行情，重心有望上移。波动区间：IF 加权 3760-4060，上证 3300-3600。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。

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