

政策维稳预期支撑，重心有望上移

股指期货

内容提要：

- ◆ 9月基本面因素多空交织，但十九大召开前政治维稳的基调不变，政策面整体友好，股指大概率维持强势震荡，重心有望上移。基本面逻辑在于：第一，7月经济数据全线回落，官方制造业PMI小幅放缓，进出口增速大幅下滑，房地产投资继续下行，制造业和基建投资边际放缓，将对经济增长形成拖累，预计三季度经济将有小幅回落。
- ◆ 第二，央行货币政策保持稳健中性，既不宽松也不收紧成为常态，对股指的影响边际减弱。但非银金融机构对银行的负债明显回升，资管产品有重回加杠杆的倾向，一旦金融监管再次收紧，将导致被动去杠杆，并引发货币市场利率上行的风险。
- ◆ 第三，影响风险偏好因素多空交织。国外方面，欧洲央行及美联储9月利率决议等风险事件接踵而至，特朗普新政前景黯淡，美股高位回落风险加大。但国内方面，国企改革提速，十九大召开前政策维稳的基调不变，将对风险偏好形成支撑。
- ◆ 从时间和空间的角度来看，股指夏季反弹行情在5月中旬展开，目前中期反弹格局仍在延续。上证指数突破3300重要心理关口，重心将上移至3300-3600。
- ◆ 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一震荡市，以宽幅震荡为主要特征，结构性行情的特征明显。
- ◆ 综合基本面因素，我们认为9月份股指大概率维持强势震荡，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

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

基本面多空交织，夏季行情或已进入尾声（月报）20170801

进入加速上涨阶段，警惕短期高点出现（周报）20170721

强弱分化加剧，警惕短期高点出现（周报）20170714

上涨压力逐渐加大，注意防范风险（周报）20170707

基本面因素总体偏多，夏季行情有望延续（月报）20170701

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，但十九大召开前政治维稳的基调不变，政策面整体友好，股指大概率维持强势震荡，重心有望上移。基本面逻辑在于：第一，7 月经济数据全线走弱。官方制造业 PMI 小幅放缓，进出口增速大幅回落，房地产投资增速继续下滑，制造业和基建投资边际放缓，将对经济增长形成拖累，预计三季度经济将有小幅回落。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。但非银机构对银行的负债明显回升，资管产品有重回加杠杆的倾向，一旦金融监管再次升级，将面临被动去杠杆压力下货币市场利率上行的风险。第三，影响风险偏好的因素多空交织。国外方面，欧洲央行及美联储 9 月利率决议等风险事件接踵而至，特朗普新政前景黯淡，美股高位回落风险加大。但国内方面，国企改革提速，十九大召开前政策维稳的基调不变，将对风险偏好形成支撑。

一、7 月宏观数据全线走弱，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 7 月宏观数据全线回落，预计三季度经济将有小幅下滑。具体数据显示，中国 7 月官方制造业 PMI 小幅放缓，进出口增速大幅回落，固定资产投资、工业增加值以及消费品零售增速全面下滑。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 1-7 月固定资产投资同比降至 8.3%（前值 8.6%），其中房地产投资同比增长 7.9%（前值 8.5%），连续三个月下滑。先行指标房地产销售增速在经过一个月的短暂反弹后再次转为下跌，其中 1-7 月商品房销售额同比增长 18.9%（前值 21.5%），销售面积同比增长 14%（前值 16.1%），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。在楼市调控政策的持续影响下，房地产投资依然运行在下行周期，将在一定程度上对经济增长形成拖累。

消费增速小幅回落，整体保持平稳增长。中国 1-7 月消费品零售同比增长 10.4%（前值 11%），家具及汽车销售增速大幅回落是主要原因。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。

进出口双双下滑。按美元计价，中国 7 月进口同比增长 11%（前值 17.2%），主要受大宗商品进口减少以及高基数效应的影响。出口同比增长 7.2%（前值 11.3%），主要原因是对欧盟、

美国、日本等贸易伙伴国的出口下降，与欧美日等发达经济体增长短期放缓有关。7月进出口双双不及预期，表明内外需有所放缓，欧美等主要发达国家经济短期波动对我国外贸造成冲击在所难免。但鉴于全球经济正处于温和复苏的轨道上，预计下半年进出口总体保持平稳增长。

综上，2017年前两个季度，中国经济超预期增长。但7月经济数据全面走弱，进出口增速双双下滑，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。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。

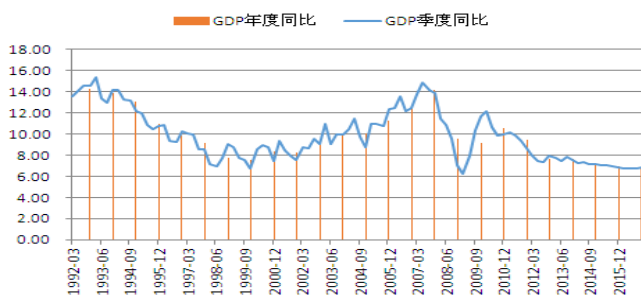
2017年政府工作报告明确今年M2增长目标为12%左右，较去年下调1个百分点。7月份M2同比增长9.2%（前值9.4%），增速已连续6个月放缓。7月CPI较上月回落0.1个百分点至1.4%，PPI同比增长5.5%，连续三个月与前值持平。央行表示随着去杠杆深化和金融回归为实体经济服务，比过去低一些的M2增速可能成为新常态。预计下半年货币供应量将维持低速增长，CPI总体保持稳定，货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

中国7月新增人民币贷款8225亿，较前值15400亿大幅回落，新增社会融资规模降至12200亿（前值17800），但均超出市场预期，其中居民中长期贷款依旧保持高增长。今年1-6月份新增人民币贷款7.97万亿，较去年同期增长4423亿，上半年信贷投放量创历史新高。7月新增贷款和社融规模环比回落主要受季节性因素和高基数效应的影响，但信贷对实体经济的支持力度依旧不减，表明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。

8月15日，央行开展3995亿一年期MLF操作，以缓解前期投放的2875亿MLF到期对流动性的冲击。月初以来，央行滚动开展逆回购操作，资金面重视“削峰填谷”，维护流动性基本稳定。8月1日至29日，央行共开展25000亿逆回购操作，实现净回笼3800亿。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，短期降准的可能性微乎其微。

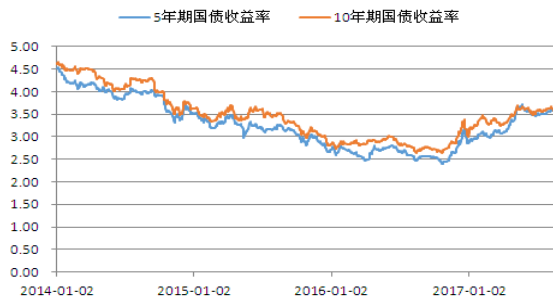
综上，货币政策继续保持稳健中性，对股指的影响边际减弱。但非银机构对银行的负债明显回升，资管产品有重回加杠杆的倾向，一旦金融监管再次收紧，将带来被动去杠杆的压力，以及货币市场利率上行的风险，对股指的估值水平有抑制作用。

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。

4月初金融监管风暴全面来袭，风险偏好显著下降，是导致股指连续下跌的主要原因。为避免市场恐慌情绪进一步发酵，5月份监管层接连发文安抚市场情绪，风险偏好触底回升，股指逐渐企稳并开启夏季反弹行情。进入9月份，欧洲央行以及美联储利率决议等风险事件接踵而来，但十九大召开前政策维稳的基调不变，我们认为影响风险偏好的因素多空交织。

（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.全国金融工作会议强化监管。五年一度的全国金融工作会议于7月中旬结束，会议强调金融回归本源，服务实体经济，发展直接融资。将防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，提出降低国有企业杠杆是重中之重，并成立国务院金融稳定发展委员会，旨在加强金融监管协调，补齐监管短板。从工作会议精神来看，金融监管的进程尚未结束，下半年宏观政策将转向谨慎。若金融监管再次升级，将会极大地抑制风险偏好。

2.特朗普新政前景黯淡，美股高位回落风险加大。近期美国白宫人事变动频繁，多位官员意外宣布辞职或被特朗普解雇，引发市场对特朗普税改前景的担忧。叠加朝鲜半岛紧张局势的困扰，欧美股市连续下挫，道琼斯指数自22179点的历史高位大幅回落。美国白宫首席策略师班农宣布离职，被市场解读为减少了税改推行的阻力，但结果仍存在较大的不确定性。根据美国财政部长努钦的表述，将争取在国会议员夏季休假返回后，达成一份众议院、参议院、白宫三方共同认可的税改方案，然后努力在9、10、11月通过。而此前努钦曾表示，希望在8月国会休会前正式颁布税改方案，意味着税改方案的推出时间将从8月延迟到11月。近期美国政治局势动荡，引起市场对特朗普减税、基建投资计划遇阻的担忧。一旦特朗普税改方案推行受阻或力度不及市场预期，美股或面临较大幅度的调整，将在一定程度上抑制风险偏好。

3.美联储9月会议大概率宣布缩表。美联储7月FOMC货币政策会议纪要显示，多数官员就年内开启缩表达成共识，但对通胀是否会持续疲软下行的看法不一，导致对年底前能否再加息一次的路径存在分歧。我们认为年初以来美国通胀表现疲软，降低了美联储年内再次加息的预期，但美元持续走低，同时有利于通胀水平回升。我们预计美联储9月会议将大概率宣布缩减资产负债表，12月加息仍存在较大的可能性。美联储缩表意味着直接从市场回收流动性，虽然初期缩表规模不大，但长期来看，将导致长端利率中枢上移，届时风险偏好将受到压制。

影响风险偏好的有利因素包括：

1.国企改革升级，混改稳步推进。近期李克强总理主持召开国务院常务会议，部署推进央企深化改革降低杠杆工作，要求加大央企兼并重组力度，稳妥实施混合所有制改革。中国联通混改方案正式落地之后，保利集团重组又迅速加入了改革浪潮，意味着国企混改试点取得实质性进展。6月初国资委在国企改革吹风会上表示，中央企业混改速度明显加快，下一步将沿三路径加快深度调整重组步伐，稳妥推进煤电、重型装备制造、钢铁等领域重组。年初以来，市场对国企改革的预期持续走弱，但随着下半年国改持续提速、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，届时将边际提升风险偏好。

2.十九大召开前政策维稳的基调不变。中国共产党第十九次全国代表大会将于今年秋季召开，也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。因此，我们认为9月份政策面整体偏向友好，市场出现大幅下跌的可能性较小，将对风险偏好形成支撑。

（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。

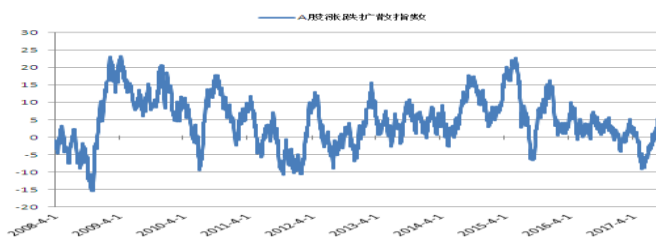
1. 量化指标

（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8月28日，A股扩散指数为4.55，明显高于-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较前期显著回升，短期存在回落的可能。

（2）A股月换手率低位反弹，逐渐远离历史底部区域。A股月换手率从5月份的15%上升至8月份的20%，逐渐远离10%左右的历史底部位置。

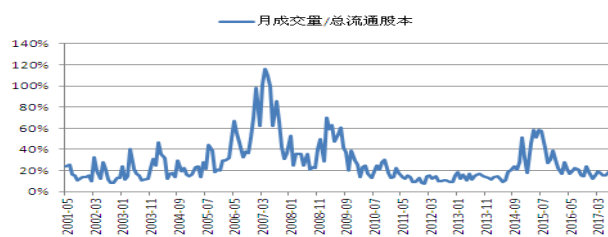
（3）上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止8月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为9%，明显低于10%-20%历史性底部区间。从波动率的角度分析，当前股指正在接近市场底部区域。

图3. A股扩散指数明显高于历史底部区间



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图4. A股月换手率脱离历史底部区域

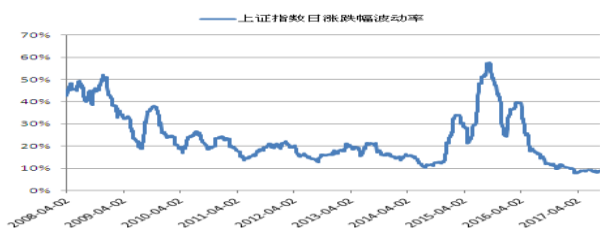


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

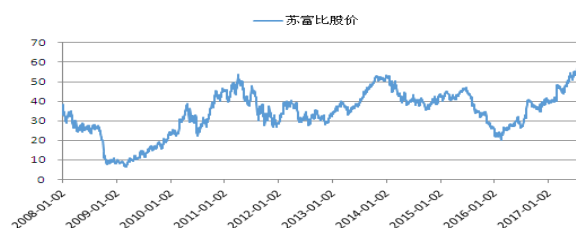
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为20-30。截止8月28日,苏富比股价为44.70,较月初大幅下跌20.42%,表明全球风险偏好较前期有所回落,但仍高于20-30这一历史底部区间。

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有所回落

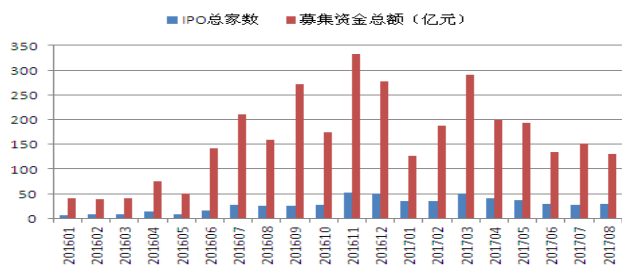


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

四、资金面分析

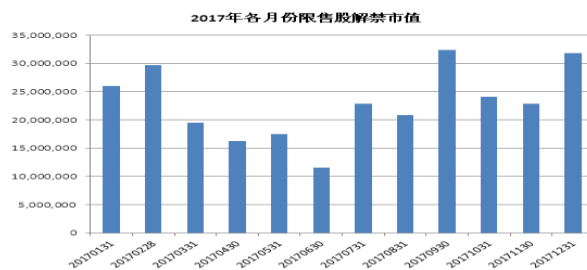
股票作为一种特殊的商品,其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析,股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面,股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。4月金融监管风暴导致股市连续下跌,个股受伤严重,市场对IPO减速的呼声愈发强烈。为安抚市场情绪,维护市场稳定,证监会在充分征求各方意见后,决定放缓IPO节奏,新股发行由年初的每周10家降至每周6家。后来随着市场逐渐企稳、并屡创新高,从7月份开始,证监会加快新股发行节奏,IPO数量由之前的每周6家增至每周7-9家。截止8月29日,证监会8月份共核发29家IPO批文,募集资金总额130亿元,新股发行数量和筹资总额都较前两个月有所减少。9月份限售股解禁市值32367089.32万元,规模创年内新高。综合来看,新股发行速度和筹资总额整体保持稳定,但9月限售股解禁规模显著增加,将加大对资金面的压力。

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

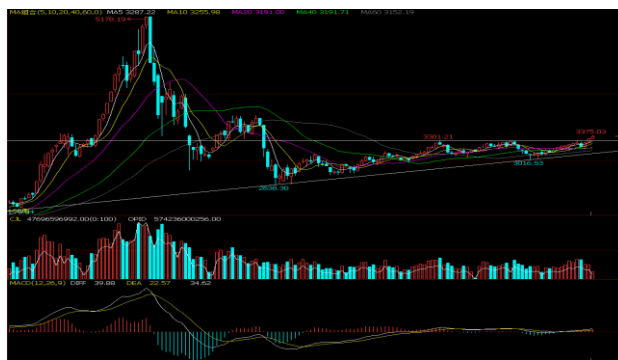
从时间周期的角度分析,中国股市的熊市周期大致为1.5—2年,自2015年6月股灾以来,本轮熊市已持续了两年有余。从熊市周期的阶段性演进来看,第一阶段为恐慌式下跌,经过三轮股灾,第一阶段已经结束。第二阶段为震荡市,以宽幅震荡为主要特征,下跌和反弹的速度明显放缓。第三阶段为绝望式下跌,即熊市的最后一跌,之后将形成终极大底。目前来看,股指正运行在熊市的第二阶段。从股指运行的季节性规律来看,夏季反弹行情于5月中旬展开,截止8月末反弹已持续了3个多月,目前来看,5月以来的中期反弹趋势仍在延续。

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加权已突破2015年12月高点3836,创两年新高,完全收复第三轮股灾的跌幅。目前来看,周线级别的反弹趋势仍在延续,有望向4000点一线发起冲击。经过长期震荡蓄势,上证指数终于突破3300重要心理关口,成交量有效放大,下一目标将挑战2015年12月高点3684。

日线方面,IF加权突破前期高点3836,重心不断上移,MACD指标金叉,均线簇多头排列,日线反弹趋势仍在延续。自去年12月以来,上证指数曾多次挑战3300重要心理关口,均以失败告终,整体在3000-3300区间震荡。经过8个多月的震荡蓄势,终于在8月25日有效突破这一平台压力,运行区间将上移至3300-3600。

综上,股指2017年夏季反弹行情于5月中旬开启,目前来看,周线、日线级别的反弹趋

势仍在延续。上证指数有效突破 3300 关口，运行区间将上移至 3300-3600。

二、目标测度分析

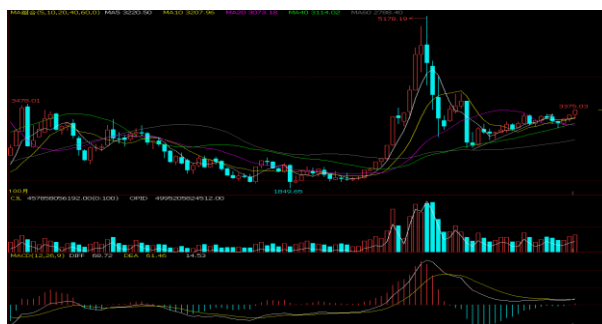
以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指上涨的目标位进行测量。上证指数从 2016 年 1 月低点 2638 至 12 月高点 3301，可视为第一浪上升，期间累计上涨 663 点。从去年 12 月高点 3301 至今年 5 月低点 3016，可视为二浪回调，期间下跌 285 点。未来若有三浪上升，根据波浪理论，三浪的涨幅至少要等于一浪，则三浪上涨的理论目标在 3679 点。

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

9 月份基本面因素多空交织，但十九大召开前政治维稳的基调不变，政策面整体友好，股指大概率维持强势震荡，重心有望上移。基本面逻辑在于：第一，中国 7 月经济数据全线走弱。制造业 PMI 小幅放缓，进出口大幅回落，房地产投资增速继续下滑，制造业和基建投资边际放缓，将对经济增长形成拖累，预计三季度经济将有小幅回落。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。但非银机构对银行的负债明显回升，资管产品有重回加杠杆的倾向，一旦金融监管再次收紧，将导致被动去杠杆，并引发货币市场利率上行的风险。第三，影响风险偏好的因素多空交织。国外方面，欧洲央行及美联储 9 月利率决议等风险事件接踵而至，特朗普新政前景黯淡，美股高位回落风险加大。但国内方面，国企改革

革提速，十九大召开前政策维稳的基调不变，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9月份股指大概率维持强势震荡，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