

先反弹后震荡的概率大

股指期货

内容提要:

- ◆ 中国经济增长整体延续缓慢探底走势。但4月经济或有小幅回暖,企业盈利温和改善,对估值的拖累作用减弱,但需接受一季度经济数据的检验。转型期经济增长对股指估值不是决定性因素。
- ◆ 央行货币政策取向明显转向宽松,继降准之后下调MLF(中期借贷便利)利率,引导市场利率下行。美联储4月加息几无可能,人民币汇率的掣肘因素消除,为中国央行再度降息降准打开了时间窗口,有利于提升股指估值水平。
- ◆ 影响风险偏好的有利因素包括:继注册制暂缓、战新板搁置之后,证金公司恢复转融资业务并降低费率,股市政策转向友好;美联储4月加息概率微乎其微、美元弱势运行、人民币汇率走强。
- ◆ 影响风险偏好的不利因素包括:供给侧改革推进落实过程中信用风险事件增多;A股扩散指数、苏富比股价等反映市场情绪的量化指标还不具备典型的历史性底部特征。
- ◆ 影响股指估值的决定性因素是风险偏好。4月份影响风险偏好的因素总体偏多,支持股指延续反弹节奏。
- ◆ 历史经验显示,熊市周期最短为一年,若按此规律本轮熊市周期最快要6月份才能结束。未来若有C浪下跌,底部应在上证2450-2500。但经过三轮股灾后,股指已经接近市场底部区域。目前股指处于中级反弹阶段,已突破双底颈线位上证2930,4月初反弹趋势有望延续,双底突破后的理论目标在上证3200。
- ◆ 预计4月股指运行节奏以反弹—震荡为主,运行区间上证2750—3250。鉴于时间空间上熊市周期都接近结束,因此不建议过分看空后市,整个2季度中线资金可逢低分批战略性建立多单。

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

政策鼓励做多信号明确,中级反弹行情启动 20160321

下半周选择突破方向,谨慎观察勿冒进 20160314

两会维稳行情,警惕反弹随时结束 20160307

熊市基调难改,抵抗式反弹后有望再度探底 20160301

基本面难觅支撑,震荡寻底筑底为主基调 20160201

震荡筑底概率增大
20160125熊市特征显著,右侧交易更稳妥
20160118

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。

一、经济增长暂时企稳，对股指估值的拖累减弱

中国经济增长整体延续缓慢探底走势。但最新公布的先行指标 3 月 PMI 数据大幅回升至分水岭之上，工业企业利润也大幅改善，表明经济出现短期企稳迹象。我们判断 4 月经济小幅回暖。

制造业、工业利润及投资回升。3 月官方制造业 PMI 回升至 50.2（前值 49.0），自去年 8 月以来首次返回枯荣线上方；1-2 月工业利润同比增长 4.8%（前值-2.3%），终结一年的负增长。固定资产投资同比增长 10.2%，较前值回升 0.2 个百分点。制造业扩张、工业利润回升，反映稳增长持续发力、房地产投资回暖、企业投资意愿改善，我们预计 4 月份投资增速或因下游需求的回暖而小幅回升。

消费小幅回落但保持平稳增长。1-2 月消费品零售增长 10.2%（前值 11.1%），汽车、家电消费增速回落是主因。消费支出对 GDP 的贡献率不断上升，表明中国经济转型持续推进，产业结构不断优化。我们预计 4 月消费受清明、五一假日因素的刺激而回升，继续保持平稳增长。

出口跌幅扩大、进口降幅收窄。2 月出口同比-20.6%，较 1 月的-6.6%大幅下滑，主要原因是外需持续低迷，而人民币汇率回稳也在一定程度上对出口产生抑制；进口同比-8.0%，跌幅较前值收窄 6.4 个百分点，主要得益于大宗商品价格企稳，企业补库存积极性提高。在全球贸易增长停滞的背景下，预计 4 月进出口将随着生产旺季的到来而有所回暖，但仍维持低位运行。

综上所述，4 月经济增速或因投资加快而小幅回升，对股指估值的拖累减弱。大宗商品价格反弹改善企业盈利预期，也有利于提升估值水平。但转型期经济增长对股指估值不是决定性因素。

二、货币政策取向再度转向宽松，有利于提升股指估值水平

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。

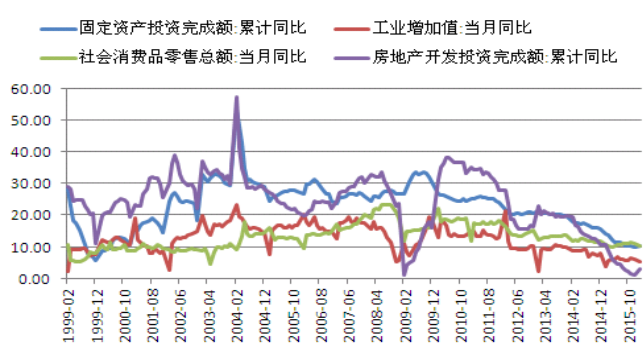
春节过后，周小川在 G20 会议上首次承认货币策略略偏宽松，表明央行货币政策取向再度转向宽松。继 2 月 29 日全面降准之后，央行于 3 月 16 日下调各期限 MLF（中期借贷便利）利率 0.25 个百分点，引导中长期利率下行，降低企业融资成本。

3 月底耶伦态度显著偏向鸽派，美联储 4 月加息的可能性微乎其微。由此将导致美元走弱，人民币走强，制约中国央行货币政策操作空间的本币稳定因素已经消除，为中国央行再度降息降准打开了时间窗口。

无风险利率自2014年11月以来不断下降，目前维持低位运行。截止3月30日，5年期国债收益率2.4718%，10年期国债收益率2.8362%，较3月1日分别下行15和2个基点。季末监管考核、上缴存准等因素导致月末资金面偏紧，货币市场利率飙升。3月30日7天回购利率报2.7877%，较29日大幅上行27个基点。为应对资金面的紧张压力，央行月末加大了逆回购的投放力度，最后两周共开展6350亿7天期逆回购，实现净投放850亿元。

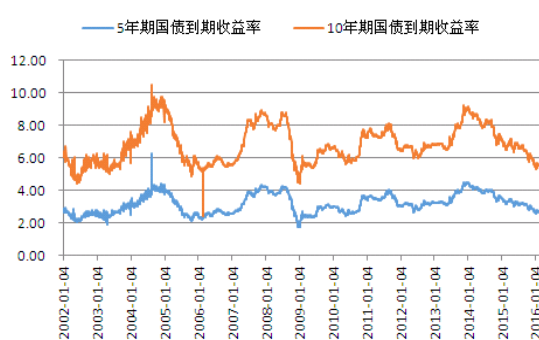
综上所述，货币政策显著转向宽松，再度降息降准的时间窗口打开，无风险利率低位运行，有利于在DDM估值模型的分母端提升股指估值水平。

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。

我们认为造成股灾3.0的主要原因就是风险偏好的急剧下降。监管层对于注册制推出时间、新股发行数量和节奏、大股东减持等市场最为关切的问题，始终没有明确的说法。预期不明确导致投资者对于A股估值体系重建的担忧加重，极大压低了风险偏好。

而两会过后股指开启了中级反弹行情，主要原因则是风险偏好的显著回暖。继注册制暂缓、战略新三板被删除之后，证金公司恢复转融资业务并降低费率，股市政策转向友好。再者美联储3月不加息，并将年内加息预期从4次降为2次。4月加息概率微乎其微，美元走弱、人民币汇率走强，以上事件显著改善了风险偏好，成为驱动股指向上的主要逻辑。

（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. 改革进展。供给侧改革、国企改革、财税改革、户籍改革等系列改革必须真正落实，取得超预期的进展才能边际改善风险偏好，因此需关注相关改革措施的出台。

2. 注册制暂缓、战新板搁置。刘士余讲话注册制不可以单兵突进，改革需要相当长的时间，表明注册制被无限期延期。证监会表态战略新三板要深入研究论证，预示短期不可能推出。我们认为，4月份注册制、战新板对风险偏好的压制效应基本消除。

3. 人民币汇率。811汇改以来人民币经历了两轮暴贬，极大地降低了风险偏好。近期中国

高层频频表态人民币汇率将保持基本稳定,不存在持续贬值的基础。美联储4月加息预期消退,人民币汇率走强,本币汇率因素在4月份对风险偏好影响偏多。

4.美联储加息。继鸽派声明发布之后一周,美联储17位FOMC成员中有5位公开呼吁4月加息。但之后美联储主席耶伦表示全球经济存在风险,美国经济数据喜忧参半,加息应谨慎。耶伦讲话鸽派立场明显,使得4月加息概率微乎其微,极大地提升了风险偏好。联邦基金利率期货最新数据显示,美联储4月加息概率下降至5%,6月、7月、9月、10月加息概率分别降至30%、43%、50%、54%,12月概率降至65%。

5.美元指数休整。随着美联储4月加息概率的显著下降,美元指数将继续维持弱势休整格局,有利于风险偏好的回升。

影响风险偏好的不利因素在于,供给侧改革推进落实的过程中,信用风险事件将增多,但短期尚未看到。预计4月份这一因素对风险偏好的影响较为有限。

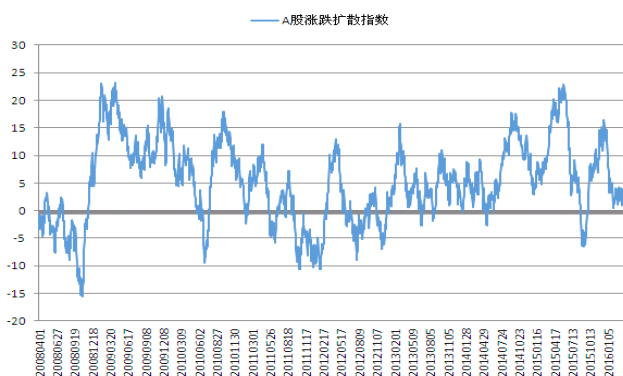
综上,4月份影响风险偏好的因素总体偏多,有利于股指延续当前的反弹行情。

(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:衡量市场情绪的量化指标目前依然偏高,不具有典型的历史性底部特征,指数调整可能仍未到位。

1. 量化指标依然偏高

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股月换手率所处位置依然偏高



资料来源:WIND 新纪元期货研究所

截止3月30日,A股扩散指数为3.32,与2月相比略有上升。虽已接近零轴,但仍高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为目前扩散指数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,风险偏好也没有降到历史低位。

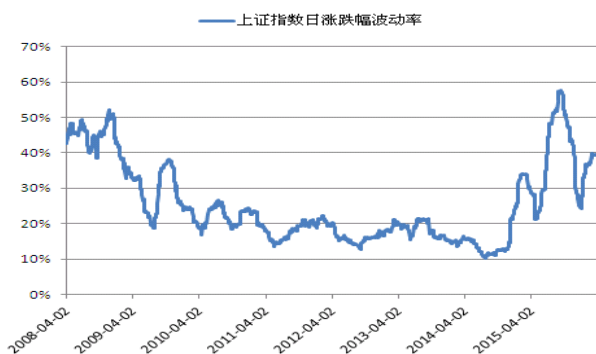
当前A股的换手率为22%,相比历史底部的换手率10%上下所处位置相对较高,不具有典型的历史性底部的特征。

截止3月30日,上证指数的日涨跌幅波动率为40%,远高于10%-20%历史性底部区间,从指数波动率的角度说明,当前指数还不具备市场底部的显著特征。

2. 苏富比股价处于技术弱势

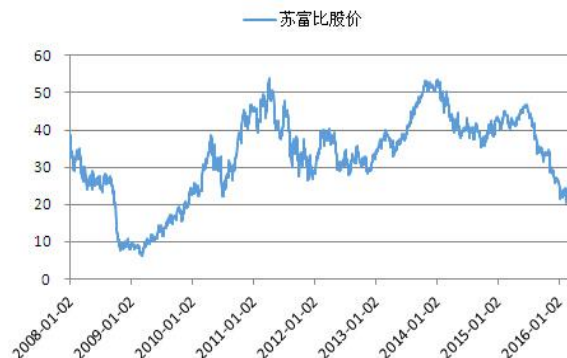
作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反应当前的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月，与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合。期间对应股价区间为20-30元，截止3月30日，苏富比股价为25.46元，虽然位于这一区间，但在全球熊市基本面因素的影响下，股价还有下降的空间，表明风险偏好还在不断下降。

图5. 上证指数日涨跌幅波动率仍处于较高位置



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图6. 苏富比股价侧面反应了当前风险偏好程度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

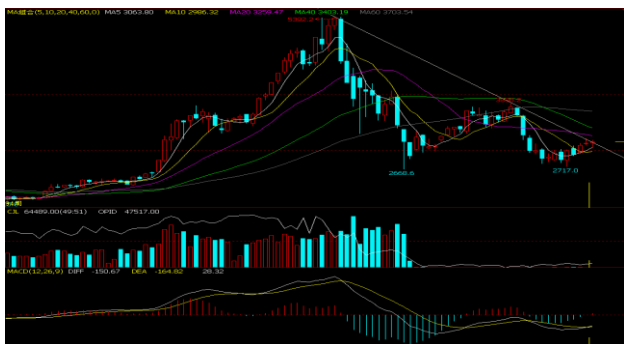
一、趋势分析

IF 加权3月走出超跌后的修复性反弹行情。从周线来看，重心不断上移，K线组合构成小圆弧底形态，MACD指标向上形成金叉，短期反弹趋势明显。但IF加权技术上仍处于熊市周期，受到下降趋势线的压制。从上证指数周线组合来看，5周线上穿10周线，形成了周线级别的反弹趋势。综合来看，期现指数均已进入周线级别的阶段性反弹趋势，但长期来看仍处于熊市周期，长期均线依然在向下运行，均线走平将是熊市进入尾声的特征。

日线方面，IF加权已突破前期震荡箱体，反弹趋势并未被破坏。上证指数二次探底2638后企稳反弹，突破前期震荡箱体及2930颈线位，形成日线级别的底背离，双底突破后的理论目标在3200点。综上，期现指数双底形态基本确立，均线簇向上发散形成多头排列，短期反弹趋势未改。经历3轮股灾，股指逐渐接近市场底部区域，目前正在不断探底、反弹阶段。技术上股指仍未摆脱下跌趋势的压制，还处于熊市基调之中。但我们认为熊市已走完大半，股指再度下跌的空间有限。

综合来看，股指仍未摆脱熊市下跌趋势的压制，但期现指数正处于阶段性反弹过程，短期形成日线、周线级别的反弹趋势。

图7. IF加权周K线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图8. 上证指数周K线



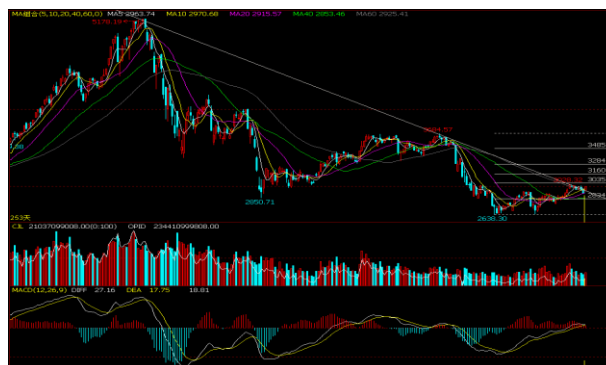
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图9. IF加权日K线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图10. 上证指数日K线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

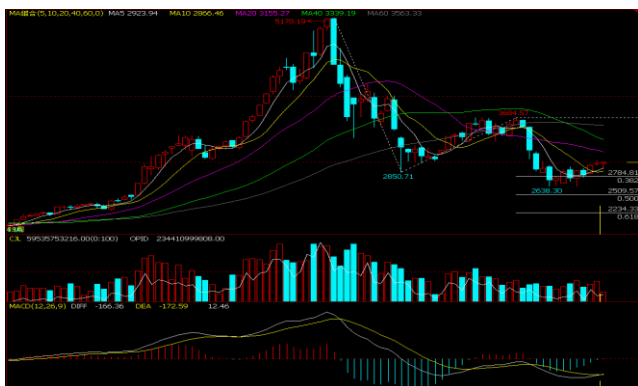
二、目标测度分析

股指二次探底上证 2638 后, 逐渐企稳反弹, 且已突破前期震荡箱体及 2930 颈线位, 形成日线级别的底背离。前期低点 2638 距离颈线位 2930 大约 300 点, 因此双底突破后的理论高度应在 3230 点; 从反弹幅度来看, 上证指数从前期低点 2638 已反弹约 10%, 按照股灾 3.0 后 20% 的反弹幅度, 则本次反弹的目标位在 3165 点; 我们使用黄金分割率计算, 从股灾 3.0 的起点上证 3684 到前期低点 2638, 上证指数反弹的目标位将是 0.618 和 0.5 的黄金分割位, 对应点位上证 3050、3150。

此外从技术指标来看, 上证指数日线、周线的压力位分别在 120 日线以及 20 周线, 对应点位 3200、3150。综合以上分析, 我们认为本次中级反弹行情的理论目标位在上证 3200 点。

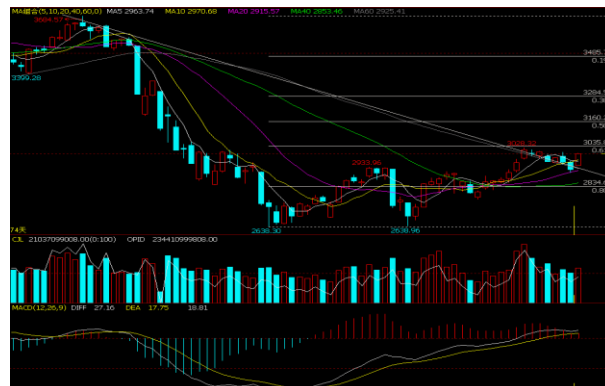
历史经验显示, 熊市周期最短为一年, 若按此规律本轮熊市周期最快要 6 月份才能结束。未来若有 C 浪下跌, 根据 3 月报告中对股指下跌目标位的测量结果, 底部应在上证 2450-2500。但经过三轮股灾后, 股指已经接近市场底部区域。

图 11. 上证指数帝纳波利理论的波浪尺测度



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数黄金分割率测度

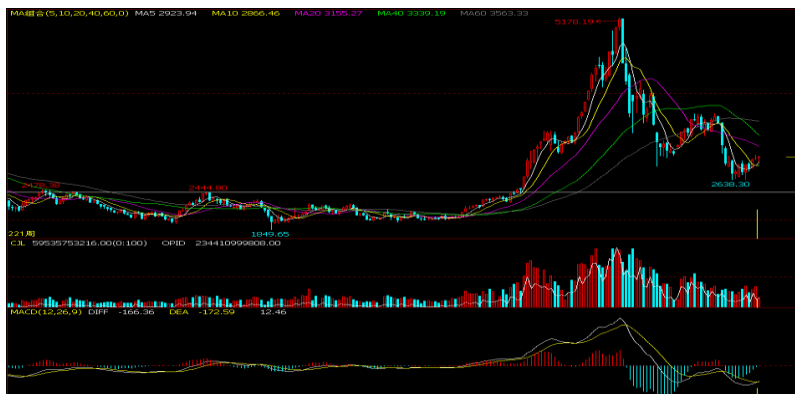


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

三、后市研判

根据股指当前运行特征,我们在总结历史经验的基础上,对股指未来走势做出以下两种情形假设:情形一,4月初股指完成上证 3200 理论反弹目标,期间若有央行降息、降准等利好政策出现,股指则有可能超过反弹预期目标,之后进入强势震荡;情形二,期间若无上述利好出现,股指完成理论反弹目标后,则可能震荡回落。综上,我们预计股指 4 月运行节奏以反弹—震荡为主,运行区间上证 2750-3250。

图 13. 上证指数牛市的起点 2450



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

4 月份影响股指估值的基本面因素中,经济增长暂时企稳,对股指估值的拖累作用减弱;货币政策再度转向宽松,无风险利率低位运行,再度降息降准时间窗口打开,有利于提升股指估值水平。我们认为,估值的决定性因素依然取决于风险偏好,注册制暂缓推行、战新板搁置,股市政策转向友好,4 月份影响风险偏好的因素总体偏多,支持股指延续反弹节奏。

历史经验显示,熊市持续的周期为 1—2 年,若按此规律本轮熊市周期最快要 6 月份才能结束。在未摆脱熊市下降通道之前,仍需尊重趋势。未来若有 C 浪下跌,底部应在上证 2450-2500。

但经过三轮股灾后，股指已经接近市场底部区域。目前股指处于中级反弹阶段，已突破双底颈线位上证 2930，4月初反弹趋势有望延续，双底突破后的理论目标在上证 3200。

预计4月股指运行节奏以反弹—震荡为主，运行区间上证 2750-3250。鉴于时间空间上熊市周期都接近结束，因此不建议过分看空后市，整个2季度中线资金可逢低分批战略性建立多单。

操作建议：月初上证 3200 点附近减持多单。稳健者耐心等待历史大底的构筑。

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

上海东方路营业部

重庆营业部

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

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

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

无锡营业部

业务电话：0510-82829687

传真：0510-82829683

邮编：214000

地址：无锡市天山路8号1301室

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