

## 供给改革领全局 转型蜕变迎新生

## 宏观经济/资产配置

### 内容提要:

- ◆ 2016 年中国经济增速缓慢探底，逐步探明潜在增速底部。预计 GDP 同比增速全年在 6.7%左右，呈前低后高走势。
- ◆ 改革、转型是宏观经济关键词，经济转型不可能一蹴而就，新旧引擎转换存在失速风险，市场出清取决于改革进度，存在不确定性。
- ◆ 通缩压力仍在，CPI 年度同比涨幅在 1.6%左右。CPI 同比在 1 季度相对较高，之后低位徘徊。
- ◆ 货币政策继续宽松：央行可能下调基准利率 2 次，共 50 基点；降低存款准备金率 6 次，共 300 基点。
- ◆ 财政政策真正积极：赤字率红线有望突破；通过减税，扩大政府支出，为结构性改革提供稳定的宏观环境。
- ◆ 供给侧结构性改革成为政策重心，核心是允许市场出清，提高有效供给能力。
- ◆ 美联储开启加息周期，2016 年加息次数可能低于四次。美元指数区间波动或者重心下移的可能性较大，难以出现趋势性上涨。
- ◆ 大宗商品已探明底部。一季度将产生宏观因素推动的中级反弹行情。二季度价格再度回落。下半年，期价有望再度反弹，但行情依赖于淘汰产能工作的推进程度，存在一定不确定性。
- ◆ A 股整体呈箱体震荡格局，波动空间收窄。一季度以上涨为主基调；二季度受新股供应压制，及美联储二次加息预期影响，出现阶段性回调；三季度震荡为主；四季度随着经济企稳和改革落地，有望再度攀升。整体波动区间：上证 3300-4300。
- ◆ 美联储加息次数和节奏超预期，将是金融市场最大风险因素。



### 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

中央财经大学经济学博士，  
新纪元期货研究所所长，中  
期协金融衍生品讲师。主要  
从事宏观经济、股指期货、  
国债期货研究。

# 第一部分 中国宏观经济分析

## 一、2016 年经济增速缓慢探底，硬着陆风险较小

始自 2007 年的本轮经济下滑周期，至今已持续 8 年，中国 GDP 增速已从 14% 的峰值降至 7% 左右。从中周期来看，“增速换挡”已由快速下滑期转入缓慢探底期，2016、2017 年将逐步探明潜在经济增速底部，6.6% 左右的 GDP 增速成为中国经济“新常态”的中枢。

本轮经济调整不仅是经济周期的转换，更重要的是经济结构的巨变，旧动力逐渐衰退，新引擎有待成长。破旧立新难免阵痛，但却是成功转型的必由之路。涅槃之后的中国经济必将迸发出巨大的内生新增长动力。

2016 年，改革、转型是宏观经济关键词，经济转型不可能一蹴而就，新旧引擎转换存在失速风险，市场出清取决于改革进度，存在不确定性。2016 年传统的三驾马车欲振乏力，预计固定资产投资增速将进一步下降，但跌势趋缓；消费增速略有回落，但继续快于投资增速；衰退式顺差有望延续。但是，经济结构调整将取得重要进展，传统重化工业增加值增速放缓，而高端装备制造业、高新技术产业及现代服务业则保持较快增长。因此，2016 年中国经济出现硬着陆的可能性较小，预计 GDP 同比增速全年在 6.7% 左右，一季度将再度探底，三季度企稳，呈前低后高走势。

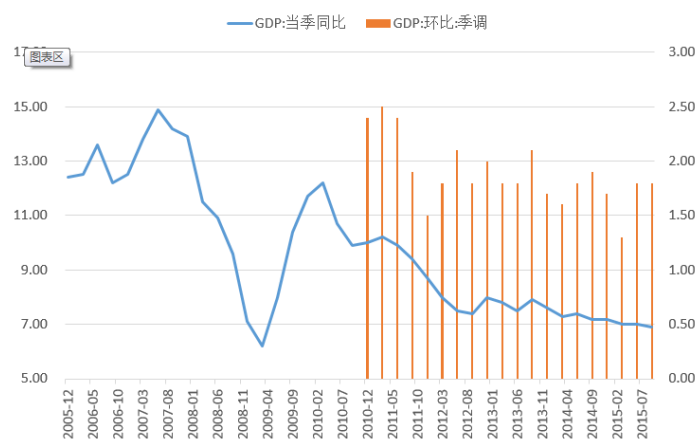
### （一）投资增速继续下滑，跌势趋缓

2016 年，在供给侧改革背景下，受重化工业持续去产能，以及二三线城市房地产去库存的影响，固定资产投资增速将进一步下滑，但跌势趋缓。

#### 1. 地产投资：快速下滑的趋势被明显遏制

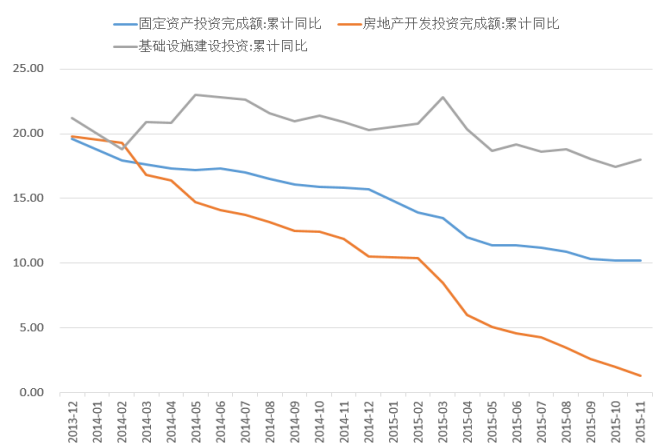
2014 年房地产周期进入下行阶段，投资增速见顶回落。2015 年房地产投资大幅下滑，1-11 月房地产投资同比仅增长 1.3%，较 14 年 10.5% 的增速大幅滑落。但房地产销售与价格已经开始回暖，将抑制投资的下滑趋势。

图 1. 2016 仍处在探明潜在增速底部阶段



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 投资增速下滑趋势难改



资料来源：WIND 新纪元期货研究

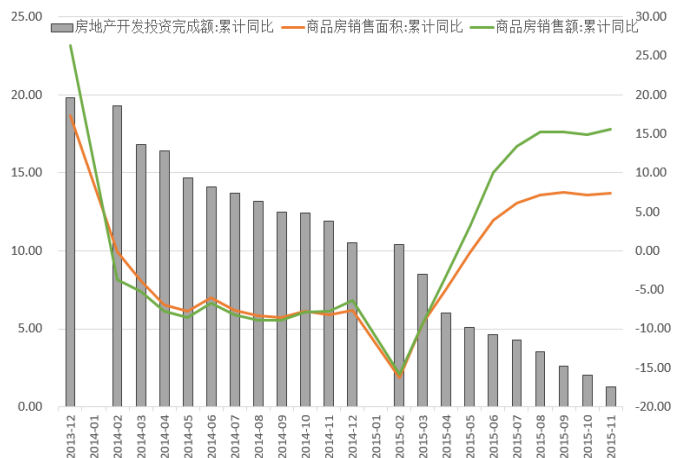
2016 年中央将继续出台促进房地产市场的政策，销售与房价的回暖趋势将传递至投资端，预计 2016 年房地产投资较 2015 年明显改善，对 GDP 增速的负面效应减弱。投资增速 1 季度低位企稳，2 季度始逐渐回升，全年增长 4%。

## 2. 基建投资：保持高速增长，增速略有放缓

本轮经济下行周期，基建投资一直是对冲房地产投资下滑的重要手段。2015 年基建投资总体仍保持较高增速，1-11 月同比增长 18.2%，高出整体投资水平 8 个百分点，是固定资产投资中增速最高的部分。2015 年基建投资也经历了增速逐月下滑的过程，直到四季度在新开工项目增速回升带动下，基建投资开始出现明显改善。

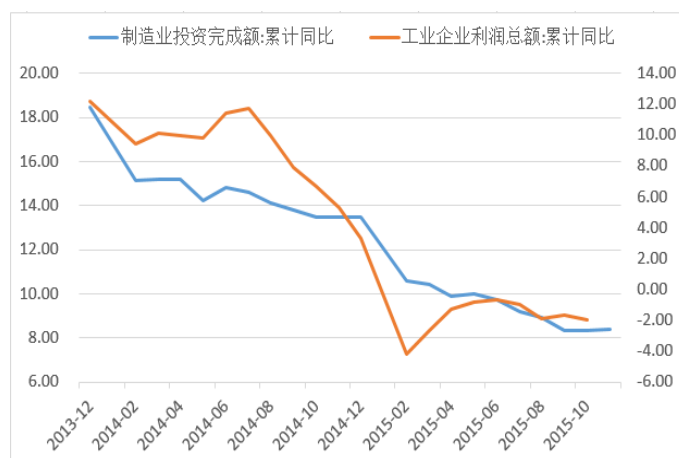
2016 年是“十三五”规划实施第一年，交通基础设施、水利设施、地下管廊与海绵城市建设、生态保护和环境治理、城市信息化建设将成为基建投资的重点领域。PPP 模式、地方债、专项建设债将拓宽基建投融资渠道，预计 2016 年基建投资将保持高速增长，但增速较 15 年略有放缓。

图 3. 房地产销售开始回暖



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. 制造业利润下滑抑制投资增速



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 3. 制造业投资：低位波动

产能严重过剩是当前经济运行的重要矛盾之一，由此导致企业利润连续大幅下滑。2015 年 1-11 月份，规模以上工业企业利润同比下降 2%，制造业利润总额同比增长 3.8%，均较上年同期大幅下降。投资收益率的不断下滑抑制了制造业投资的增长，2015 年 1-11 月份制造业投资同比增长 8.4%，较去年同期下降 5 个百分点。

2016 年，制造业产能过剩、企业利润下降压制制造业投资的逻辑仍然有效。我国现在处于工业化向后工业化过渡阶段，产业转型升级是必经之路，压缩过剩产能将是一个持续性过程。2016 年，宏观层面，政府加大供给侧改革力度，主要着力点就是清理僵尸企业，淘汰落后产能。微观层面，企业投资重点将是产业链上下游的并购重组，而非外延式产能扩张。预计 2016 年制造业投资难以显著改善，维持低位波动格局。

### （二）消费增长乏力，增速略有回落

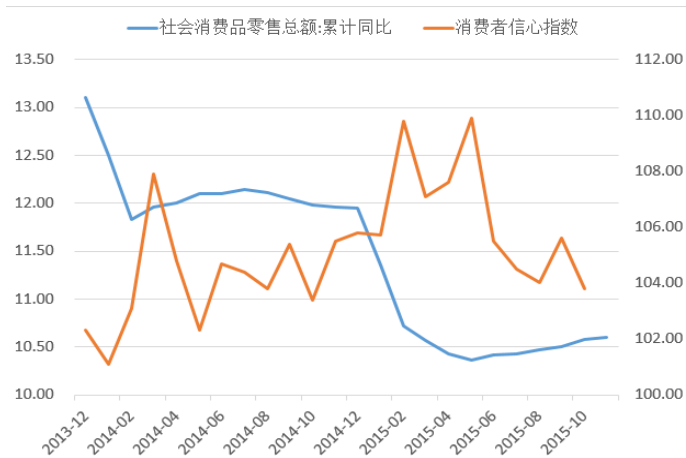
2011 年以来，消费增速呈现阶梯式下滑趋势，2015 年 1-11 月份社会消费品零售总额同比增长 10.6%，整体走势平稳，但较 2010 年峰值下跌了 7.3 个百分点。这反映了公款消费大幅下滑、居民收入增速下降的影响。

人均可支配收入是决定消费的重要因素，2016 年 GDP 增速缓慢下行，决定了人均收入增速难以显著回升，无法带动消费有效回暖。近年来政府消费增速明显下降，2016 年政府反腐力度没有丝毫减弱迹象，反腐倡廉将更上一层楼，修订廉政准则，增加明察暗访比例，三公经费只减不增。无疑，上述措施将进一步抑制政府消费增长，对社会消费总额增长构成负面拉动。因此，我们认为，2016 年社会消费总额增长乏力，增速较 2015 年略有回落，但继续快于固定资本形成增速。

### （三）出口略有回暖，进口降幅收窄

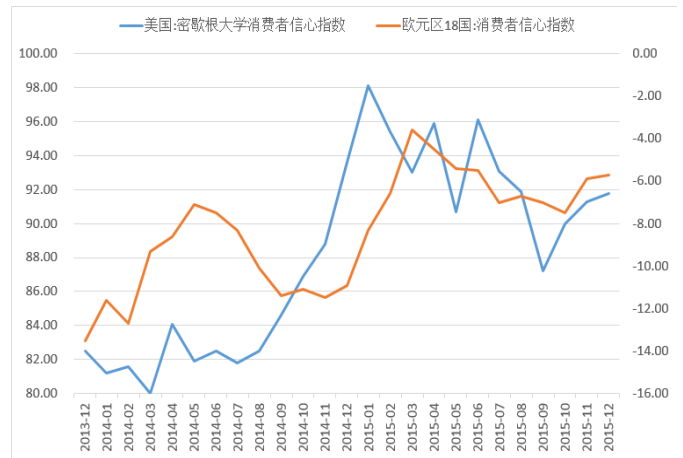
2010 年以来，我国对外贸易出现持续收缩的趋势，目前该趋势仍没有扭转迹象。2015 年 1-11 月我国进出口总额同比下降 7.8%，增速较去年同期下滑 10 个百分点，呈现增速逐季回落，衰退性顺差大增的态势。对外贸易的衰退，既有全球贸易增长停滞的外因，也有内需不足、实际汇率偏高削弱出口产品竞争力的内因。

图 5. 消费增速将略有回落



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 6. 美欧经济复苏有望支撑外部需求



资料来源: WIND 新纪元期货研究

展望 2016 年外贸形势，外需方面，美国和英国将引领发达经济体复苏，欧元区经济稳步增长，有望支撑中国的外部需求。人民币兑美元将有小幅贬值，实际有效汇率偏高状况有望得到边际改善，在一定程度上提升出口产品竞争力，预计出口增速将较 15 年小幅加快。内需方面，中国经济下行压力仍在，淘汰过剩产能将持续推进，消费品需求的增长无法对冲大宗商品需求的下滑。而原油低位运行带动大宗商品价格低位徘徊，无法从价格端对进口形成正面推动。预计进口在上半年继续萎靡，下半年有望企稳回暖，全年下降幅度将收窄。因此，衰退式顺差有望对经济增长形成微弱正向拉动。

## 二、通缩压力仍在，CPI 保持较低水平

2015 年通缩压力显著，1-11 月 CPI 同比增长 1.4%，较 2014 年的 2% 明显回落。主要原因在于：经济低迷、内需疲弱、猪周期力度有限、原油价格暴跌带动大宗商品持续下跌。

2016 年，上述因素改善的空间不大，通缩压力仍在，CPI 整体低位波动，年度同比涨幅在 1.6% 左右，较 2015 年的 1.5% 略有回升。CPI 同比在 1 季度相对较高，之后低位徘徊。工业品价格的通缩程度将会缓解，PPI 下降 2%。

### （一）2016 年总需求继续低迷

宏观总供求状况是决定物价基本运行态势的根本因素，2016 年宏观经济失衡状况将延续。在货币超发严重，货币存量处于历史高位的情况下，2016 货币供应量的扩张空间有限，且其对通胀的边际影响弱化。而在经济增速缓慢探底的背景下，总需求将持续低迷，需求端难以形成物价上升动力，这从根本上决定了通胀水平将维持低位波动。

### （二）食品价格面临下跌压力

2015 年全球粮食丰收，中国粮食库存达到历史峰值水平。2015 年下半年粮食批发价格出现快速回落，2016 年粮食及食品价格将普遍面临下跌压力。同时，季节性和周期性的食品价格涨幅也将受到宏观景气度低迷的影响而明显受到抑制。

2015 年 2、3 季度，国内生猪价格快速上涨，涨幅高达 60%。主要原因在于生猪存栏处于历史低位，较峰值缩减近两成。2015 年 11 月，能繁母猪存栏 3,825 万头，同比下滑 12.4%，生猪存栏 38,806 万头，同比缩减 10.1%，仍处于低位。一般而言，能繁母猪存栏的变化，决定了 10-12 个月之后的生猪供给。预计 2016 年春节前猪肉价格将再度上涨，并在 8、9 月份达到高点。但受总需求低迷的影响，猪价总体涨幅将受到抑制，对全年 CPI 的拉动作用有限。

### （三）原油及大宗商品对物价的拖累减弱

在供给失衡冲击下，2015 年国际原油价格巨幅下跌。2016 年欧佩克将坚持高产政策，全球原油供给仍较充裕，而原油需求增幅有限，同时原油库存高企，对油价形成制约。预计 2016 年原油价格总体仍维持弱势，但波动性收敛，继续下跌的空间已经不大，WTI 原油震荡区间 28-46。2016 年美元进入加息周期，大宗商品价格已经提前反应，快速大幅下跌的过程在 2015 年已完成，底部已经探明。但受到需求不足的抑制，2016 年大宗商品价格也难以出现持续性大幅反弹。综合分析，2016 年原油及大宗商品价格对 PPI 的拖累将减弱。

### （四）其他影响因素

经济增速放缓、内需疲弱将抑制相关消费品价格，并通过拖累工资和收入抑制非食品价格上涨。公用事业价格改革对 CPI 整体影响不大。

## 三、货币政策继续宽松

2015 年 12 月中旬召开的中央经济工作会议为 2016 年货币政策定调：“稳健的货币政策要灵活适度。”

连续 5 年的货币政策都被定义为“稳健”，称呼相同，但每年的内涵均有较大区别。我们认为，2016 年货币政策将延续宽松取向，为结构性改革营造稳定的货币金融环境，降低融资成本，保持流

动性合理充裕和社会融资总量适度增长。

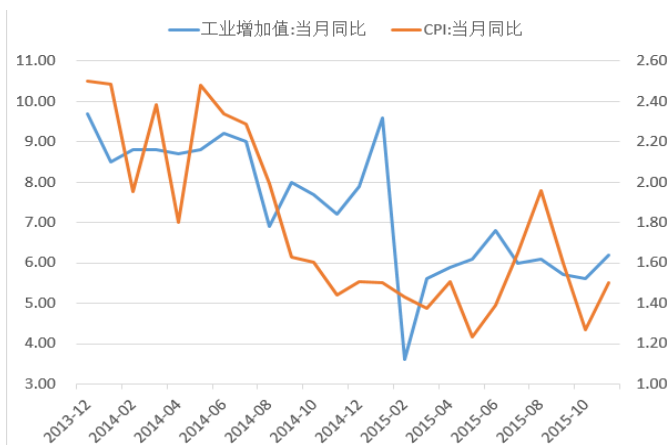
### （一）货币宽松为改革保驾护航

“积极稳妥化解产能过剩”放在 2016 年五大经济工作任务之首，“推进供给侧结构性改革”成为 2016 年宏观经济政策的重心，货币政策的目标将更侧重于为清理过剩产能、推进结构改革保驾护航，防范系统性风险发生。2016 年，房地产去库存，僵尸企业淘汰整合均需货币宽松进行缓冲托底，宽松的货币政策取向将延续。转型与改革的镇痛需要货币泡沫发挥麻醉剂的功效，这已是货币政策的必然选择。

### （二）降息仍有必要，但空间有限

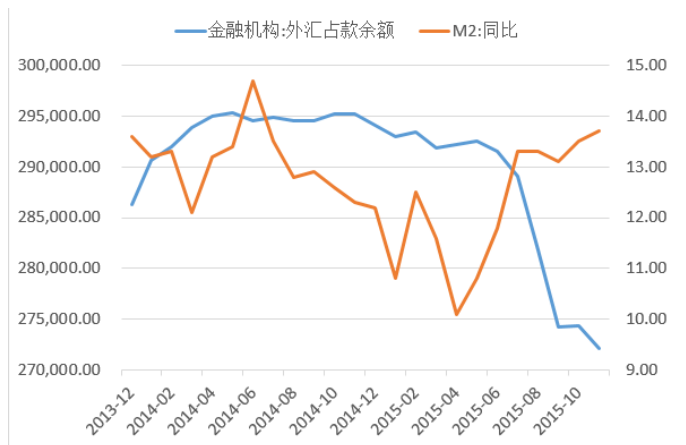
央行货币政策是通过目标利率控制经济活动，通过货币扩张或收缩达到稳定经济增长和稳定通胀的目标。根据泰勒规则，目标利率是跟随经济增速和通胀的变化而调整的。2016 年经济增速缓慢探底、通缩压力仍在，相应提升了降息的必要性。

图 7. 降息仍有必要



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 外汇占款趋势性下滑制约基础货币投放



资料来源：WIND 新纪元期货研究

一方面，当前基准利率处于历史低位（一年期定期存款利率 1.5%），实际利率已为负值，而且降低基准利率的边际传导效应逐渐减弱，因此基准利率下调空间有限。另一方面，市场实际无风险利率远高于基准利率，比如银行理财产品及优先级分级产品的年化收益率普遍高于 4%，因此降息空间仍然存在。鉴于上述因素，2016 年央行可能下调基准利率 2 次，共 50 基点。

### （三）降准非常必要，且空间较大

2016 年存在较大的基础货币投放缺口。在美联储开启加息周期的背景下，国际资本回流美国成为新趋势。而且中美息差收窄，中国经济下行，人民币贬值预期升温，将导致资本外流的压力持续存在，外汇占款出现趋势性下降，进而形成较大的基础货币投放缺口。2015 年央行和金融机构口径外汇占款已经呈现逐月下滑趋势，1-11 月份累计分别下降 15062、21942 亿元，预计 2016 年该趋势仍将延续。

降低法定存款准备金率可以提高货币乘数，对冲基础货币投放缺口压力，保持货币供应的合理增长。此外，当前大型银行的法定存款准备金率仍高达 17.5%，为全球最高。降低过高的存款准备

金率也是改革货币政策传导机制，完善货币调控手段的要求。预计 2016 年存在降准 300 基点的空间。

结构性货币政策在 2016 年还会继续推进，包括定向降准、定向再贷款与抵押补充贷款等，以适应货币政策精准化、定向化的新要求。

## 四、财政政策真正积极

2015 年 12 月中旬召开的中央经济工作会议为 2016 年财政政策定调：“积极的财政政策要加大力度。”

同为“积极的财政政策”，2016 年财政政策的宽松力度较上年将大为增强，通过实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，为结构性改革提供稳定的宏观环境。在货币政策对经济增长的边际效用逐步减弱的情况下，赤字规模的扩大，将使财政政策在宏观调控中的重要性增强。

### （一）赤字率红线有望突破

积极的财政政策将采取减税与扩大政府支出双管齐下的方式，必将导致赤字率上升。我国政府一贯严格控制赤字水平，把 3% 作为上限。即使在抗击金融危机的 2009 年，赤字率也仅为 2.7%。近期财政部副部长朱光耀表示，3% 的赤字率红线和 60% 的负债率红线是否科学，值得反思调整。3% 的赤字率红线设定最早由欧盟设定，现在欧盟很多国家已经突破这个上限。本次中央经济工作会议明确提出“阶段性提高财政赤字率”，预示着赤字率将有较大提升，红线有可能被突破，连续多年的“积极的财政政策”在 2016 年将真正突显积极的特征。预计 2016 年财政赤字率可能接近 3%，赤字规模在 2 万亿元左右，较 2015 年的 1.6 万亿元增加 4000 亿元左右。

### （二）地方债务置换、政策性金融债规模扩大

为了化解地方政府债务风险，财政部允许发行地方政府债券，置换截至 2014 年底的到期政府债务，以降低存量债务成本，缓释系统性金融风险。2015 年的置换规模是 3.2 万亿元，若按财政部在 3 年内置换完毕的规划，2016 年债务置换规模将高于 15 年水平，积极缓解地方财政压力。

作为稳增长的重要措施，专项政策性金融债于 2015 年推出。政策性银行利用债券募集的资金，建立专项建设基金，用于 PPP、城投项目资本金投入。未来 3 年专项政策性债券规模可能超过万亿，作为资本金投入后将带动 5 倍的投资规模。

## 五、供给侧结构性改革起航

2016 年宏观政策的最大突破在于推进供给侧结构性改革，这是我国宏观管理理论与实践的重大创新，也是适应我国经济发展新常态的必然要求。其核心在于加大结构性改革力度，矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构适应性和灵活性，提高全要素生产率。

### （一）核心是允许市场出清

以凯恩斯主义为代表的管理理论认为，需求不足导致产出下降，市场不能自动出清，需

要通过扩张性的货币和财政政策来提高总需求，使实际产出达到潜在产出。而供给侧管理认为市场可以自动出清，所以不需要刺激政策调节总需求，拉动经济增长需要提高潜在产出水平。

## （二）供给侧改革切中要害

长期以来，我国宏观调控一直实行需求端管理，反复刺激投资拉动经济增长。当前，三驾马车疲弱不堪，产能过剩相当严重，刺激政策难以为继。另一方面，中国居民在国外抢购奶粉、奢侈品和日常用品的规模不断增加，反映了国内的供给能力无法满足国民的消费能力。当前中央提出进行供给侧改革，无疑是把握了问题的本质，切中要害。

## （三）供给侧改革提高有效供给能力

供给侧改革的实质是从劳动、资本、技术、制度等生产要素入手，通过改革提高资源配置效率和全要素生产率，提高有效供给能力，提升供给质量，扩大消费需求。供给侧改革有助于推动经济结构调整，主要改革内容包括简政放权、放松管制；推动金融改革、国企改革、土地改革、户籍改革；淘汰过剩产能、清理僵尸企业。国企改革的推进将极大提高企业的经营效率和整体竞争力。户籍制度改革将释放巨大的增长潜力。

# 第二部分 资产配置

## 一、美联储开启加息周期

2015年12月美联储宣布了近十年来的首次加息，将联邦基金利率升高25个基点至0.25%-0.5%。这标志着美联储在货币政策正常化道路上迈出重要步伐，加息周期开启。

### （一）2016年加息次数低于四次

在美国次贷危机、全球性金融危机爆发之后，美联储实施了零利率叠加3轮QE的超级宽松货币政策。在美国经济与劳动力市场复苏取得显著进展之后，美联储开始了回归货币政策正常化的道路，2014年10月结束第三轮QE。美联储先结束资产购买，再启动加息，即“先量后价”的做法就是当初开启宽松政策的逆向操作。

当前市场的关注点在于美联储加息的次数与节奏问题。美联储在声明中表示，实际利率路径将取决于经济前景和数据，利率正常化之路将会是循序渐进的。点阵图显示，美联储预期2016年底利率可能达到1.375%。这意味着按25基点/次的加息速度，2016年美联储可能加息四次。以美联储一年开8次会议推算，则每隔一次FOMC会议或每个季度就可能加息一次。

鉴于2016年全球经济复苏乏力，新兴市场存在尾部风险，四季度美国总统选举，我们认为，美联储加息步伐可能低于上述预期。若实际加息次数超出预期，则构成2016年金融市场的重大风险因素。



## （二）美元指数重心下移或区间波动

金融危机之后，各主要经济体复苏步伐并不同步，当前各国处在不同的经济周期。美国在经济复苏方面领先全球，欧元区落后美国两年时间，日本仍然复苏乏力。与此相对应，各经济体的货币政策分道扬镳，美国、英国开始退出宽松货币政策，美联储开启加息周期，而欧洲、日本可能进一步放松货币，扩张资产负债表。经济及利差等基本面因素有利于美元指数中期维持强势特征。

我们统计了历次美联储加息周期美元指数与股市的波动情况，发现美联储开启加息周期之后，美元指数下行的概率更大。在统计的四次加息周期中，有三次美元指数下跌，期间收益率为负；而股票指数则四次全部上涨。以 2004 年开始的加息周期为例，2004 年 6 月首次加息，美元指数在小幅升值一个月后，开始了持续近半年的下跌，幅度超过 10%；到 2006 年 6 月加息结束，整个加息周期内美元指数贬值 3.7%。

表 1. 美联储加息周期美元与股市收益率

升息周期	升息幅度 (%)	美元指数收益率 (%)	道琼斯指数收益率 (%)
1987-1989	3.72	-10.06%	42.87%
1994-1995	3.16	-12.54%	36.22%
1999-2000	2.04	16.99%	17.45%
2004-2006	3.3	-3.76%	19.72%

资料来源：WIND 新纪元期货研究

自 2014 年 7 月至第一次加息前，美元指数出现了单边上涨，最高突破 100，累计涨幅达 25%。这已经充分反映了加息预期，基于“买预期，卖事实”的逻辑，加息落地后，预计 1 季度美元指数将展开阶段性调整。后期美元指数的走势则取决于美国经济表现和加息节奏。如果在 3 月或 4 月的 FOMC 会议即宣布第二次加息，或者全年加息 4 次或以上，美元将再度阶段性走强。反之，美元指数则面临下跌压力。我们预计，2016 年美元指数区间波动或者重心下移的可能性较大，难以出现趋势性上涨。

## （三）大宗商品探明底部

在美联储加息预期升温，及中国需求持续低迷的双重压制下，2015 年大宗商品延续熊市波动节奏，CRB 指数较年初下跌 25%，跌破 2009 年金融危机时的低点。黑色系商品跌势惨烈，螺纹指数最低点较年初大跌 38%。大宗商品超跌严重，存在强烈的反弹要求。

根据历史经验，美联储首次加息预期的兑现往往是美元阶段性高点和大宗商品价格反弹的起点。由美联储升息周期 CRB 指数统计表可以看出，CRB 综合指数平均涨幅 13.31%，仅 1999 年互联网泡沫破裂时期的升息周期，CRB 指数出现小幅下滑。升息周期的开启从侧面确认了美国经济的复苏，反而预示着大宗商品探明底部。同时，中国推进供给侧改革，清理淘汰过剩产能，将显著改善大宗商品供应过剩的局面。综上，大宗商品已经探明底部。若 2017 年后中国的供给侧结构改革最终能实现市场出清，将形成大宗商品牛市的新起点。

表 2. 美联储加息周期 CRB 指数波动情况

加息周期	加息幅度 (%)	CRB 综合指数波幅 (%)	CRB 油脂指数波幅 (%)	CRB 金属指数波幅 (%)	CRB 工业原料指数波幅 (%)
1987-1989	3.72	13.58%	-5.45%	40.68%	19.78%
1994-1995	3.16	15.89%	18.03%	35.73%	21.94%
1999-2000	2.04	-4.90%	-31.65%	-0.76%	-2.85%
2004-2006	3.3	28.68%	-10.29%	166.35%	45.28%

资料来源：WIND 新纪元期货研究

我们对于 2016 年大宗商品波动轨迹的判断：一季度，美联储加息利空兑现，重化工业出现自发性压缩产能的新动态，大宗商品将产生宏观因素推动的中级反弹行情，以超跌修复为主要特征。二季度，大宗商品或回归疲软的基本面，价格再度回落。下半年，压缩过剩产能有望实质改善大宗商品供求，期价有望再度反弹，但行情依赖于淘汰产能工作的推进程度，存在一定不确定性。

## 二、股指箱体震荡，波动收窄

2016 年 A 股市场整体将呈现箱体震荡格局，波动性变小，波动空间收窄，价格中枢相对稳定。

### （一）基本面因素对股指估值的边际改善减弱

#### 1. 经济增长对股指估值的拖累减弱

2016 年经济增速虽然缓慢探底，但下行空间较窄，硬着陆的可能性较小，预计 GDP 同比增速全年在 6.7% 左右。在 DDM 估值模型中，分子端的经济增长无法拉动估值上升，但也不会出现明显的边际恶化。相较 2015 年，经济增长对股指整体估值水平的拖累有所减弱。在经济转型期，经济增长状况不是驱动股指的主要逻辑。我们更关注的是分子端的变动。

#### 2. 货币宽松对估值的边际改善减弱

2016 年货币政策延续宽松周期，但降息空间有限，预计央行下调基准利率两次共 50 基点，降息力度明显弱于 2015 年。受此影响，无风险利率仍有下降，但下行空间有限，在 DDM 估值模型的分母端拉高估值水平的边际效用有所减弱。

#### 3. 风险偏好的提升取决于改革措施的落实

2015 年改革牛特征明显，强烈的改革预期显著提升估值水平。2016 年，改革预期必须真正落地才能进一步改善风险偏好，在 DDM 估值模型的分母端提升估值水平。中央经济工作会议强调推进供给侧结构性改革，改革的决心和力度超出预期，但涉及企业破产重组等问题，推进程度存在较多变数。国企改革、财税改革、户籍改革均需有超预期的进展才能提升风险偏好，改善估值水平。

综合上述分析，我们认为基本面因素对进一步提升股指估值水平的边际效用减弱，2016 年股指估值中枢相对稳定，上升空间有限。

## （二）注册制推出加大市场变数

股票发行注册制的推出无疑是 2016 年中国证券市场影响深远的大事件。2015 年 12 月 22 日，证监会就实施注册制提请全国人大授权，这意味着发行注册制改革将在《证券法》修订完成前先行落地。考虑到人大会议召开、注册制实施细则草案制定、征求意见等工作流程，预计注册制最快将于 3 月份之后正式推行。

我们认为，注册制对市场的影响是多维的，不能简单以利空理解。

第一，目前各行业龙头企业基本都已上市，这类业绩优秀、具备行业话语权的优质上市公司是市场的稀缺资源，无论有多少新股上市都无法改变其行业的优势地位和优质属性。这类优质价值股的估值将会向上提升。因此，实施注册制后，市场指数将更平稳。

第二，注册制实施之后，将有更多创新型企业通过上市获得资本市场的资源配置。假以时日，A 股市场必将涌现一批与苹果、微软、亚马逊匹敌的伟大公司，从而奠定股指长期走牛的微观基础。这也将扩大投资者选择范围，提升资本市场吸引力。这是对市场的长期利好。

第三，证监会明确表示注册制改革是一个循序渐进的过程，新股发行价格、节奏均受控制。我们判断，证监会维稳市场的决心坚定，不可能出现新股集中上市导致股指暴跌的情况。预计 2016 年新股发行规模较 2015 年的 200 家将有所增加，叠加上交所战略新兴板的推出，新股供应压力加大，将抑制股指上行动力。

## （三）宏观因素决定股指波动性减小

2015 年金融反腐不断深入，证监会官员相继落马，意味着清除毒瘤之后中央对于证监部门、资本市场的掌控力大为加强，类似 2015 年暴涨暴跌的失控局面未来难以再现，中央的慢牛思路将得以贯彻并实现。

2015 年证券市场经历了强力去杠杆的过程，场内两融业务得以规范，场外高杠杆配资全面清除，市场杠杆水平显著下降，极大地削弱了暴涨暴跌的微观基础。综合分析，宏观、微观两方面因素决定 2016 年 A 股波动性将减小，呈现波动空间收窄的特征。

## （四）总体观点

综合上述分析，我们认为 2016 年基本面因素对股指估值的边际改善减弱，注册制推行将增加新股供应量，而增量资金入市力度有所减弱。A 股市场整体呈箱体震荡格局，与 2015 年相比，波动性显著变小，波动空间收窄，缺乏强趋势行情。股指具体波动轨迹判断：一季度以上涨为主基调；二季度受新股供应压制，及美联储二次加息预期影响，出现阶段性回调；三季度震荡为主；四季度随着经济企稳和改革落地，指数再度回升。整体波动区间：上证 3300-4300。

## 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。