

基本面因素总体偏空，区间震荡或为主基调

股指期货

内容提要：

- ◆ 正如我们在5月报告中预测，股指下行趋势延续至本月末。二季度经济存在下行风险，金融监管压力有待释放，6月份基本面因素总体偏空，股指维持区间震荡是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，金融监管持续收紧，楼市调控政策加码，4月经济数据全面转弱。房地产销售增速连续数月下滑，房地产投资或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累。
- ◆ 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。
- ◆ 第三，影响风险偏好的因素总体偏空。国内方面，防控金融风险贯穿全年，政策面转向谨慎，金融监管持续收紧，房地产调控政策不断升级。国际方面，美联储6月加息是大概率事件，“特朗普行情”预期透支，美股存在高位回落风险。待风险事件充分释放，风险偏好有望触底回升。
- ◆ 从时间和空间的角度来看，股指春季行情在4月中旬如期结束，进入下跌周期。根据历史经验，春季行情见顶后，调整要持续两个月左右，阶段性底部出现的时间窗口在6月中下旬。
- ◆ 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。
- ◆ 6月份基本面因素总体偏空，股指维持区间震荡是大概事件，波动区间：IF 加权 3200-3600，上证 2970-3300。
- ◆ 操作建议：稳健者以观望为主，激进者可参考在上证 3000 之下，逢低分批建多。

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

短线反弹承压，防范再次探底风险（周报）20170519

短线超跌反弹，短多逢高减持（周报）20170512

B浪反弹大概率结束，防范再次探底风险（周报）20170505

基本面因素偏空，下行趋势或将延续（月报）20170501

春季行情进入尾声，或在加速赶顶阶段（周报）20170407

基本面因素转空，春季行情或已进入尾声（月报）20170401

房贷政策进一步收紧，短期上行承压（周报）20170327

美元加息利空出尽，三浪上升或已开启（周报）20170320

美联储加息扰动，短线下探是机会而非风险（周报）20170313

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 5 月报告中的主要观点是，基本面因素总体偏空，股指下行趋势大概率仍将延续。正如我们所预测，股指经过短暂反弹后，在 5 月初开启第二轮下跌。进入二季度，经济存在下行风险，金融监管压力有待释放，6 月份基本面因素依然偏空，股指维持区间震荡是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，金融严监管持续推进，楼市调控政策加码，房地产销售增速连续数月下滑，房地产投资或在二季度见顶回落，经济增长将面临下行压力；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；第三，影响风险偏好的因素总体偏空。国内方面，防控金融风险这一任务贯穿全年，宏观政策面转向谨慎，金融监管持续收紧，房地产调控政策进一步升级。国际方面，美联储 6 月加息是大概率事件，“特朗普行情”预期透支，美股存在高位回落风险。待风险事件充分释放，风险偏好有望触底回升。

一、4 月宏观数据转弱，二季度经济下行压力显现

2017 年中国第一季度经济数据实现开门红，经济增长开局良好。但进入二季度，经济数据全面转弱，经济下行压力进一步显现。宏观层面，中国 4 月官方、财新制造业 PMI 双双回落，1-4 月固定资产投资、工业增加值开始下滑。微观层面，作为房地产投资的先行指标，房地产销售增速已连续 6 个月下滑，房地产投资或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断今年二季度我国经济将存在下行压力。

投资增速开始放缓。中国 1-4 月固定资产投资同比增长 8.9%（前值 9.2%），其中房地产投资同比增长 9.3%（前值 9.1%），连续 5 个月上涨，增速创两年新高。但先行指标房地产销售增速却连续回落，与房地产投资增速严重背离。1-4 月商品房销售额同比增长 20.1%，销售面积同比增长 15.7%，分别连续 6 个月和 2 个月下滑。今年前三个月房地产投资增速意外加快，反映三四线城市去库存力度加大，且与一季度信贷投放高增长有关。但随着房地产调控政策的持续跟进，房地产投资或在二季度见顶回落，将在一定程度上对经济增长产生拖累。

消费小幅回升，整体保持平稳增长。中国 1-4 月消费品零售同比增长 10.2%（前值 10%），主要受网上零售增长强劲的提振。长期来看，2015 年初以来消费一直保持 10%左右的增速，考虑到受清明、五一、端午等假日因素的刺激，预计二季度消费或有小幅回升，整体保持平稳增长的态势。

进出口双双大幅回落。按美元计价，中国 4 月出口同比增长 8%（前值 16.4%），出口下滑主要受美国一季度经济增长放缓的影响。进口同比增长 11.9%（前值 20.3%），主要原因是本轮企业主动补库存周期进入尾声，大宗商品价格见顶回落。发达国家经济短期波动对我国进出

口造成冲击在所难免,但鉴于欧美经济正处于温和复苏的轨道上,预计二季度进出口总体向好。

综上,2017年第一季度,受房地产及制造业投资加快的拉动,中国经济超预期回暖。但进入二季度,随着楼市调控政策不断加码,金融监管持续收紧,4月份经济数据全面走弱,经济下行压力逐步显现。

二、货币政策保持稳健中性,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,对股指的估值水平影响边际减弱。

央行在第一季度货币政策执行报告中明确提出,“将有机衔接监管政策出台的时机和节奏,稳定市场预期,把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡,为稳增长、调结构、去杠杆、抑泡沫和防风险提供相对平稳的流动性环境”。意味着防控金融风险这一主线贯穿全年,2017年货币政策将继续保持稳健中性,不会再度宽松,但也不会收紧,兼顾各方平衡,确保不发生系统性风险,为供给侧结构性改革营造稳定的宏观金融环境。

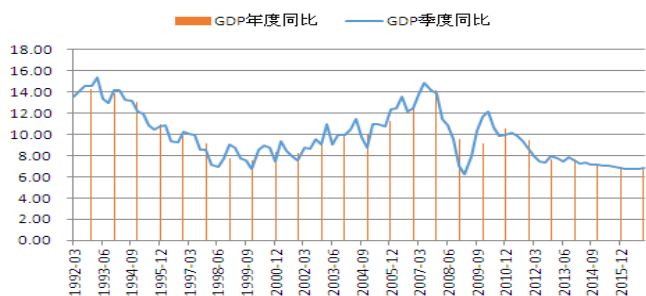
政府工作报告明确2017年M2增长目标为12%左右,较去年下调1个百分点。4月份M2同比增长10.5%(前值10.6%),已连续4个月回落,M1与M2剪刀差收窄至8%。4月CPI同比录得1.2%,较上月小幅回升0.3个百分点。而PPI则由3月的7.6%大幅回落至6.4%,连续第二个月下滑。考虑到上游工业品价格向终端消费领域传导不畅,预计今年通胀和货币供应量总体保持稳定,货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

货币政策报告在关于“缩表”的专栏文章中表示,“缩表”并不一定意味着收紧银根,4月央行资产负债表已重新转为“扩表”。这一表述打消了市场对于央行货币政策收紧的疑虑,安抚了市场的紧张情绪。关于未来货币政策工具的操作,报告进一步强调了逆回购将以7天期为主,MLF(中期借贷便利)将以1年期为主。表明央行前期依靠逆回购“锁短放长”引导货币市场利率上行的目的已经达到,未来将逐步减少短期流动性工具的操作,更多以MLF操作来补充基础货币,旨在引导金融机构主动去杠杆。

5月12日,央行开展4590亿MLF(中期借贷便利)操作,以缓解前期投放的4095亿MLF到期对流动性的冲击。5月16日,央行停止开展28天期逆回购,并加大7天期逆回购操作的力度,充分体现了货币政策报告中对于逆回购操作从短的表述。5月16日至25日,央行共开展7500亿逆回购操作,实现净投放1100亿。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。

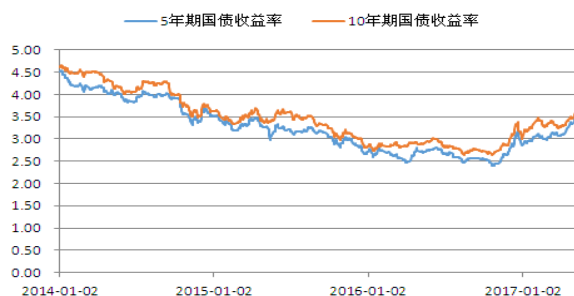
综上,在货币政策真正回归稳健中性的背景下,降息降准的可能性微乎其微。MLF、SLF以及公开市场操作利率的上调,主要引起货币市场利率的上移,短期内对于股指的影响有限。

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. 无风险利率处在上升期



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。

进入二季度，影响风险偏好的不利因素增多。4月份伊始，金融监管风暴全面来袭，风险偏好显著下降，股指如期结束春季行情，进入下行周期。国内方面，防控金融风险上升至前所未有的高度，房地产调控升级，金融监管全面收紧。国际方面，英国议会通过提前选举、美联储6月加息等国际风险事件相对集中。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6月份影响风险偏好的因素总体偏空，待风险事件充分释放，风险偏好有望触底回升。

（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. 房贷调控政策升级。去年9.30楼市调控新政出台，标志着我国房地产政策进入紧缩周期。一二线城市率先开启楼市限购政策，二套房首付比例普遍上调至70%，房贷利率从九折上调至九五折。2017年3月份，央行紧急下发《做好信贷政策工作的意见》。之后多个重点三线城市陆续启动限购限贷政策，楼市调控政策从一二线城市逐渐扩展至三四线城市，将进一步抑制房地产投机，开发商拿地热情也将开始降温，房地产投资拐点或在今年二季度到来。楼市调控政策持续收紧将在一定程度上抑制风险偏好。

2. 金融监管全面升级。继一行三会相继表态要“加强金融监管，整治金融乱象”之后，各项金融监管政策频繁出台。证监会痛批高送转乱象，严打虚假重组、借壳上市等行为，抑制过度投机和概念炒作。银监会发文要求银行自查理财资金委外规模，严查“监管套利、空转套利、关联套利”等行为。严管之下，银行理财以及券商、保险等非银金融机构资管产品遭遇全面去杠杆，部分委外资金面临到期赎回的压力。银监会表示自查督查和规范整改工作间安排4至6个月缓冲期，对新增、存量业务实行新老划断，我们认为银监会表态更多地是出于短期维稳考虑，长期来看去杠杆依然需要持续推进。金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

3. “特朗普行情”预期透支，美股存在高位回落风险。近期有关特朗普泄露国家机密、干预司法公正的丑闻引发热议，市场对特朗普可能遭到国会弹劾，以及税改、基建投资计划将受到影响表示担忧。风险偏好因此而受到打压，欧美股市大幅下挫，道琼斯指数单日大跌 1.78%，技术上有构筑双顶的可能。美元指数从年初开始走软，截止 5 月 25 日，已抹去特朗普当选后的所有涨幅，回到去年 11 月大选前的水平。从特朗普任职以来的市场表现来看，税改的推进显然不及特朗普政府的预期。自从 3 月末废除奥巴马医保议案遭到国会否决之后，市场对特朗普减税、基建投资计划遇阻的担忧加重。一旦特朗普税改方案推行受阻或力度不及市场预期，美股将面临较大幅度的调整，将在一定程度上抑制风险偏好。

4. 美联储 6 月加息是大概率事件。美联储 5 月会议纪要显示，多位美官员认为经济仍将保持强劲，今年可以再加息两次。此外，美联储还就缩减其 4.5 万亿美元资产负债表达成共识，预计今年晚些时候开启缩表。美联储 6 月利率决议将于 15 日公布，市场普遍预计本次会议将加息 25 个基点。美国联邦基金利率期货显示，美联储 6 月升息的几率为 83%。我们维持美联储年内加息 3 次的判断，6 月加息是大概率事件，届时风险偏好将受到打压。

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 国企改革迈出关键性步伐。李克强总理在政府工作报告中明确提出，国企改革和金融改革是今年改革领域的重点工作，国企改革的重点是：基本完成公司制改革，深化混合所有制改革，在电力、石油等领域迈出实质性步伐。2017 年是“十三五规划”的关键之年，当以上改革取得实质性的进展时，才能边际提升风险偏好。

2. 美元指数走软，人民币汇率企稳。近期特朗普“泄密门”事件引发市场恐慌情绪蔓延，美元指数连续大幅下挫，回到去年 11 月大选前的水平。截止 5 月 25 日，美元指数逼近 97 整数关口，自年初 103 的高位累计下跌近 6%。而人民币汇率则表现相对强势，整体维持在 6.8-6.9 区间震荡。本币贬值压力得到充分释放，人民币汇率保持稳定，将在一定程度上提升风险偏好。

（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、换手率均已进入历史底部区间。

1. 量化指标

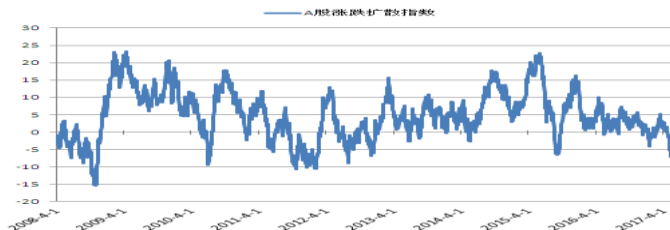
（1）A 股扩散指数进入历史底部区间。今年 3 月以来，A 股扩散指数呈现明显的下降趋势。截止 5 月 24 日，A 股扩散指数为 -9，自去年 8 月份以来首次进入 -10 至 -5 这一历史底部区间。A 股扩散指数反映当前市场风险偏好处于较低位置，出现反转的可能性在增加。

（2）A 股月换手率连续两个月下降，接近历史底部区域。4 月中旬股指春季反弹行情结束，进入下跌周期，A 股月换手率也呈现相应的回落态势。换手率从 3 月份的 19% 降至 5 月份的 13%，接近历史底部 10% 上下的水平。

（3）上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止 5 月 24 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股扩散指数进入历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. A股月换手率接近历史底部区域

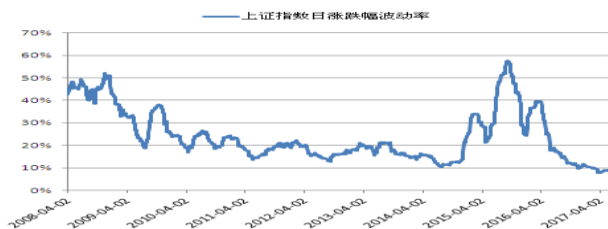


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

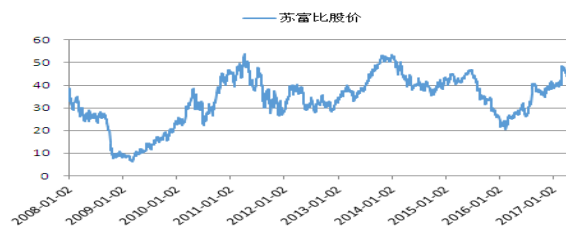
作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月，与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为20-30。截止5月24日，苏富比股价为51.4，明显高于20-30这一历史底部区间，并呈现不断攀升的态势，表明全球风险偏好处于上升周期。

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处于上升周期



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

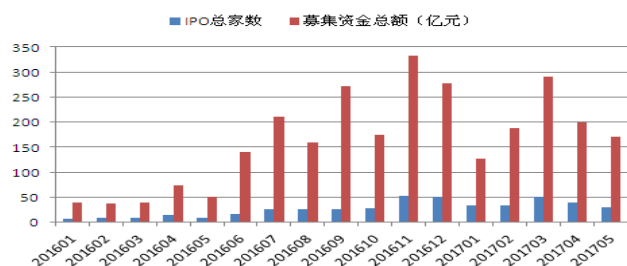
四、资金面分析

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为新股发行、限售股解禁规模的变化等，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。证监会表示要用两到三年的时间解决IPO“堰塞湖”问题，年初以来，新股发行回归常态，IPO保持在每周10家左右。截止5月25日，证监会5月份核发三批IPO批文，共30家企业获批，募集资金总额171亿元。6月份限售股解禁市值11531578.32万元，规模为全年最低。因此，在新股发行速度保持不变的情况下，6月份限售股解禁规模创年内新低，将在一定程度上减轻市场供给压力。

近期证监会在新闻发布会上首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。监管面向整个资管行业，包括券商资管、基金公司及其基金子公司的通道业务。银监会要求银行自查理财资

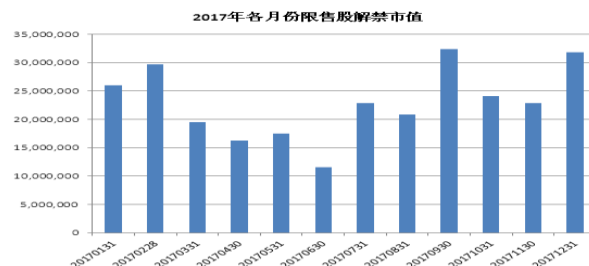
金委外规模，严查“监管套利、空转套利、关联套利”等行为。在监管的高压之下，银行理财以及券商、保险等非银机构资管产品遭遇全面去杠杆，部分银行理财委外投资将面临赎回的风险，届时将对资金面形成一定压力。自深港通正式开通以来，外资借道深股通持续流入 A 股市场，主要流向低估值的绩优蓝筹股。但是年初以来，多数绩优蓝筹股在价值投资理念的支撑下，已获得较大幅度的上涨，价格已变得不再便宜，吸引力将会大大降低。总体来看，6 月份影响资金面的因素多空相互交织。

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



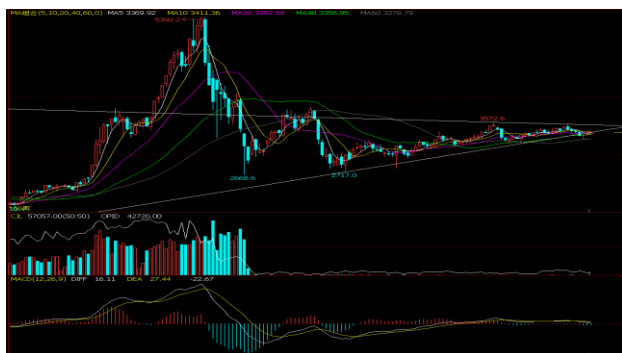
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

一、趋势分析

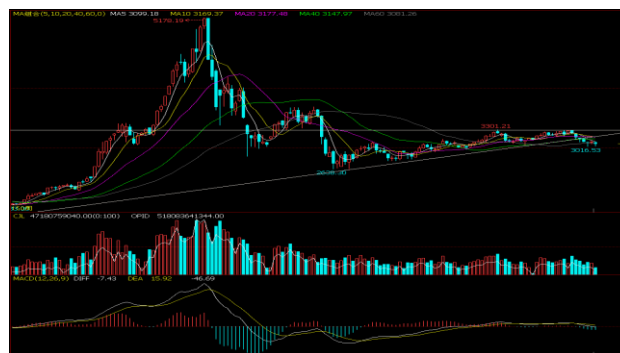
从时间周期的角度分析，中国股市的熊市周期大致为 1.5—2 年，自 2015 年 6 月股灾以来，本轮熊市已持续了近两年时间。从熊市周期的阶段性演进来看，第一阶段为恐慌式下跌，经过三轮股灾，第一阶段已经结束。第二阶段为震荡市，以宽幅震荡为主要特征，下跌和反弹的速度明显放缓。第三阶段为绝望式下跌，即熊市的最后一跌，之后将形成终极大底。目前来看，股指正运行于熊市的第二阶段。2017 年 4 月中旬股指如期结束春季反弹行情，进入下跌周期，大概率以三浪或五浪下跌的方式运行。

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 加权连续五周下跌，并跌破 20 周线，形成周线级别的下跌趋势。之后 IF 加权在 60 周线附近获得支撑，经过连续三周反弹，收复 10、20 周线。上证指数在去年 11 月高点 3301 附近构筑头部，接连跌破 20、60 周均线，10 周线下穿 20 周线，形成周线级别的顶

部结构。上证指数颈线位 3044 一线为多头重要支撑位，若被有效跌破，则意味着前期高点 3301 与 3295 构成的“双头形态”成立，下跌的目标位在上证 2788 点。

日线方面，IF 加权连续数日下跌后在 3300 关口受到支撑，短线展开超跌反弹。向上突破 40、60 日线的压力后，有望向前期高点 3529 发起冲击。上证指数两次下探 3000 关口，受到支撑后企稳反弹，但呈现“上涨缩量、下跌放量”的特征，量价关系明显背离。根据“反弹不是底，是底不反弹”的历史经验，需防范 4 浪反弹结束，5 浪下跌随时开启的风险。

综上，股指 2017 年春季反弹行情在 4 月中旬如期结束，进入下跌周期。目前来看，股指日线、周线级别的下跌趋势仍在延续。根据历史经验，股指春季行情见顶后，调整要持续 2 个月左右，阶段性底部出现的时间窗口在 6 月中下旬。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用黄金分割率对股指下跌的目标位进行测量。从 2016 年初的低点 2638 至 2017 年 4 月高点 3295，上证指数累计上涨约 25%，基本完成对第三轮股灾的修复。因此，本轮下跌可视为对前期上涨的调整，目前上证指数已完成 0.618 的理论回撤位，下一目标将是 0.5 的黄金分割位，对应点位上证 2970。

图 11. IF 加权日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 13. 黄金分割测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

二季度经济存在下行风险，金融监管压力有待释放，6月份基本面因素总体偏空，股指震荡寻底、酝酿反弹是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，金融监管持续收紧，楼市调控政策加码，4月经济数据全面转弱，房地产销售增速连续数月下滑，房地产投资或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累；第二，央行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，影响风险偏好的不利因素总体偏空。国内方面，防控金融风险这一任务贯穿全年，政策面转向谨慎，金融监管全面收紧，房地产调控政策进一步升级。国际方面，美联储6月加息是大概率事件，“特朗普行情”预期透支，美股存在高位回落风险。待风险事件充分释放后，风险偏好有望触底回升。

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。综合基本面因素，我们认为6月份股指维持区间震荡是大概率事件。波动区间：IF 加权 3200-3600，上证 2970-3300。建议稳健者以观望为主，激进者可参考在上证 3000 点之下，逢低分批建多。

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