

经济预期将接受考验，春季反弹或将接近尾声

宏观经济/股指

内容提要:

- ◆ 年初以来，受经济悲观预期修复、无风险利率下降以及风险偏好回升的推动，股指开启春季反弹行情。但进入 3 月中下旬，稳增长预期将接受经济数据的检验，恰逢两会结束的时间窗口，股指春季反弹接近尾声的可能性在增加。
- ◆ 中国 1-2 月固定资产投资、工业增加值、消费品零售等宏观数据将于 3 月中旬陆续公布，鉴于宏观政策向实体经济领域传导存在时滞，一季度经济难言明显好转，市场预期将面临再次被定价的风险。
- ◆ 货币政策将保持松紧适度，继续加强逆周期调节，根据经济形势，相机预调微调，为缓解小微企业融资难融资贵问题，降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，对股指的估值水平形成正向的促进作用。
- ◆ 影响风险偏好的有利因素总体偏多。中央政治局会议强调深化金融供给侧改革，中美贸易磋商取得实质性进展，美国延后对华加征关税，中美贸易摩擦进一步缓和。美联储暂缓加息，并释放年底结束缩表的信号，有利于提升风险偏好。不利因素在于，两会结束后维稳窗口不在，市场预期将接受一季度经济数据的检验，风险偏好或面临重估。
- ◆ 进入 3 月份，稳增长预期将接受一季度数据的检验，经济预期和风险偏好或被重新定价，股指进入阶段性调整的可能性较大。波动区间：IF 加权 3400-3800，上证 2700-3000，稳健者维持逢低偏多的思路。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

节前政策利好偏多，春季反弹行情正在开展（周报）

稳增长预期持续释放，春季反弹行情或已开启（周报）

政策红利改善风险偏好，短期反弹有望延续（周报）

市场悲观预期充分释放，再次探底后有望反弹（月报）

外部风险有待出清，短期维持反复探底（周报）

全球股市暴跌抑制风险偏好，短期将再次探底（周报）

静待 G20 峰会落地，短期或面临方向性选择（周报）

G20 峰会召开在即，等待回调后的低吸机会（周报）

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。

年初以来，受经济悲观预期修复、无风险利率下降以及风险偏好回升的推动，股指开启春季反弹行情。但进入3月份，股指反弹渐近尾声的可能性在增加。基本面逻辑在于：第一，中国1-2月固定资产投资、工业增加值、消费品零售等宏观数据将于3月中旬陆续公布，稳增长预期将接受经济数据的检验。鉴于宏观政策向实体经济领域传导存在时滞，一季度经济难言明显好转，市场预期将面临再次被定价的风险。第二，央行货币政策将保持松紧适度，继续加强逆周期调节，根据经济形势，相机预调微调，为缓解小微企业融资难融资贵问题，降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，对股指的估值水平形成正向的促进作用。第三，影响风险偏好的有利因素总体偏多。中央政治局会议强调深化金融供给侧改革，中美贸易磋商取得实质性进展，美国延后对华加征关税，中美贸易摩擦进一步缓和。美联储暂缓加息，并释放年底结束缩表的信号，有利于提升风险偏好。不利因素在于，两会结束后维稳窗口不在，市场预期将接受一季度经济数据的检验，风险偏好或面临重估。

一、2019年一季度经济仍有下行压力，企业盈利有待边际改善

近期公布的中国1月经济数据显示，官方制造业 PMI 小幅回升，但连续第二个月低于枯荣线。进出口增速双双回暖，金融数据超预期回升，但排除春节前抢出口因素的影响，一季度出口仍将面临下行压力，经济形势难言明显好转。

中国1月官方制造业 PMI 小幅回升至 49.5（前值 49.4），但已连续两个月低于枯荣线。财新制造业 PMI 降至 48.3（前值 49.7），创 2016 年 3 月以来新低。分项数据显示，新订单指数连续两个月下滑，其中新出口订单有所回升，结束九连降，表明内需依旧疲软。大型企业制造业活动保持扩张，中小型企业经济活动进一步放缓，表明全球经济增长放缓以及国内经济结构调整背景下，中小型企业极易受到冲击，支持小微企业发展是经济补短板的重要抓手。

进出口增速双双回暖，但后续仍面临下行压力。按美元计价，中国1月进口同比下降 1.5%（前值-7.6%），出口同比增长 9.1%（前值-4.4%），实现贸易顺差 391.6 亿美元，较前值 570.6 亿美元大幅收窄，2015 年以来贸易顺差呈现阶梯式下滑。受春节因素的影响，贸易商选择提前出口，是 1 月份出口增速超预期回升的主要原因。中美贸易摩擦阶段性缓和，随着抢出口因素的消退，今年一季度出口仍将面临下行压力，将在一定程度上拖累经济增长，稳外贸政策仍将继续实施。

金融数据超预期回升，期待信用政策边际宽松。中国 1 月金融数据表现亮眼，新增人民币贷款 32300 亿元（前值 10800），社会融资规模增量 46400 亿元（前值 15900），双双创历史新高。1 月份信贷放巨量，一方面与年底前审批的投资项目在年初集中投放有关，另一方面，遵循早放款、早受益的原则，年初往往是银行贷款业务冲量的时期。通过对比历史数据不难发现，1 月份信贷和社融规模均处于年内高位。

1 月 M2 同比增长 8.4% (前值 8.1%)，连续两个月回升，货币供应增速呈现底部企稳的迹象，伴随社融规模增速回升，我们认为信用政策边际宽松正在得到验证，未来我们将继续关注 M2 及社融增速的变化。信贷政策边际宽松，有利于改善企业融资环境，进一步扩大总需求，促进社会固定资产投资和消费增长。

综上，2019 年全球经济增长放缓，抢出口因素消退后外贸将面临下行压力，将对上半年经济增长形成拖累。宏观政策仍需加强逆周期调节，通过增加有效投资和稳定消费来扩大内需，稳外贸政策将继续实施，经济增速有望在下半年回暖。

二、货币政策定向宽松，有利于提升股指的估值水平

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。全球经济增长放缓及国内经济结构调整背景下，2019 年我国经济下行压力依然较大，货币政策将加强逆周期调节，定向降准将在未来继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，有利于降低企业融资成本，对股指的估值水平形成正向的促进作用。

央行 2018 年四季度货币政策执行报告指出，稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡。与三季度相比，四季度报告将下一阶段的货币政策由“稳健中性”改为“稳健”，删除“把好货币供给总闸门”，明确提出“保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”，“引导货币市场利率中枢下行”。表明国内经济形势稳中有变，稳增长成为经济工作的重心，货币政策基调由“中性”转向边际宽松，与中央经济工作会议精神一脉相承。

2019 年初央行宣布降准 1 个百分点，对冲一季度到期的中期借贷便利 (MLF) 之后，净释放长期资金约 8000 亿元。此外，节前央行还开展 2575 亿定向中期借贷便利 (TMLF) 操作，实施期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到 3 年。操作利率为 3.15%，比中期借贷便利利率优惠 15 个基点。央行此举旨在为银行提供长期稳定的廉价资金，从提高金融机构对小微企业的贷款能力，降低实体经济融资成本。

解决小微企业融资难融资贵的问题，除了降准释放流动性，让有企业能够融到资金之外，还需降低资金的使用成本，这就需要价格型的货币政策工具相配合。我们认为在保持存贷款基准利率不变的同时，降低逆回购、中期借贷便利、再贷款再贴现等结构性利率，能够保证不大水漫灌的前提下，实现定向调控、精准调控，有利于结构性降低实体经济融资成本。

2018 年受资管新规和金融去杠杆的影响，债券、非标等表外融资大幅收缩，社融规模增速断崖式下滑，广义货币供应量 M2 同比增速连续创历史新低。在全球经济增长放缓，我国经济下行压力加大背景下，1 月金融数据超预期回暖，新增贷款及社融规模创历史新高，M2 增速底部企稳回升，表明宽货币正在向宽信用领域传导，信用政策有望边际放松。

节后现金回笼等因素推动流动性总量上升，银行体系流动性合理充裕，央行连续两周暂停逆回购操作。2 月 11 日至 21 日，央行在公开市场净回笼 6800 亿，此外有 3830 亿中期借贷便利 (MLF) 到期，实现资金净回笼超万亿。春节假期导致税期后移，月末资金面偏紧，央行重启逆回购操作，保持流动性合理充裕。

综上，2019 年货币政策将保持宽松倾向，继续强化逆周期调节，根据经济形势变化，相机预调微调。为对冲经济下行风险，定向降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，从这一方

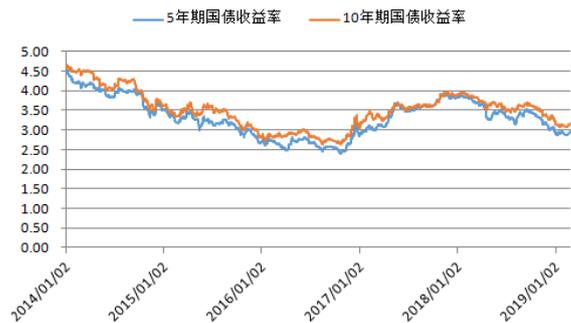
面来说，有利于降低实体经济融资成本，提升股指的估值水平。

图 1.制造业 PMI 跌破扩张区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2.无风险利率仍有下降空间



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。

2019 年伊始，宏观政策强化逆周期调节，在宽货币、宽财政的政策组合下，经济悲观预期逐渐修复。中美贸易磋商取得积极进展，美联储释放暂缓加息和年底停止缩表的信号，进一步提升了风险偏好，推动股指开启春季反弹行情。全国两会将于 3 月初召开，期间改革和维稳预期将支撑风险偏好，但进入中下旬，中国 1-2 月宏观数据将陆续公布，鉴于宏观政策向实体经济领域传导存在滞后效应，一季度经济难言明显好转，恰逢两会结束的时间窗口，若经济数据不及预期，风险偏好将面临重估的风险。

（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. 中央政治局会议强调深化金融供给侧改革。习近平主席在中共中央政治局第十三次集体学习时指出，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。强调深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。从会议精神来看，深化资本市场改革是推动改革开放的重要环节，被赋予了时代使命，设立科创板、试点注册制是今年改革的首要任务，有望在上半年落地，对股市长期利好。

2. 中美贸易磋商取得实质性进展。中美第七轮高级别经贸磋商于 2 月 24 日在华盛顿结束，双方在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上取得实质性进展，美国将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施。在此基础上，双方将按照两国元首指示做好下一步工作。年初以来中美经济团队密集展开了四轮贸易磋商，并取得了突破性进展，此前特朗普表示“有很大可能”同中国达成协议，预计会在 3 月与习近平主席会面，中美贸易摩擦进一步缓和，有利于提升风险偏好。

3. 美联储释放年底结束缩表的信号。美联储公布的 1 月货币政策会议纪要显示，与会者认为经济将持续

扩张，就业市场强劲，通胀接近目标，但部分下行风险已经增加，核心和总体通胀疲弱是对政策保持耐心的一个原因。几乎所有委员希望在今年晚些时候结束缩表，只有少数委员认为如果经济处于正轨，2019年将会加息。美联储副主席克拉里达表示，劳动力市场数据仍强劲，零售数据疲软，可能存在今年不加息的情况，但政策立场上的改变不意味着“U型转弯”。美联储会议纪要进一步强调对加息保持耐心，并释放年底结束缩表的信号，意味着货币政策在未来一段时间将进入观察期，下一步的行动完全取决于经济数据。美国联邦基金利率期货显示，今年3月不加息的概率为98.7%，6月不加息的概率为95.1%。去年11月份以来，美联储月度缩表的规模连续两个月下降，紧缩步伐放缓的预期进一步得到验证。

影响风险偏好的不利因素包括：

1.英国脱欧谈判最后期限临近。根据脱欧时间表，英国将于3月29日正式脱离欧盟，在此之前达成脱欧协议是最好的结果，否则英国将面临“硬脱欧”或脱欧期限被推迟的风险。无协议脱欧情形下，英国将面临经济严重衰退、货币剧烈贬值以及其他无法预测的风险，欧盟也将受到拖累，全球经济增速将进一步放缓，全球风险偏好将急剧下降。

（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股扩散指数及换手率逐渐远离历史底部区间，表明风险偏好仍在上升阶段。

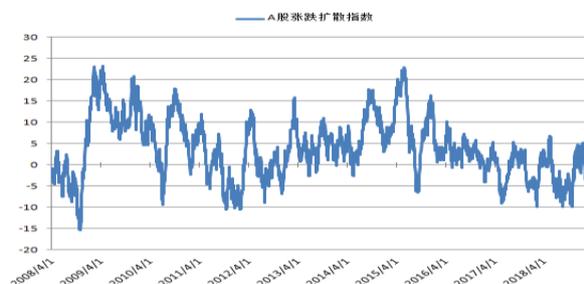
1.量化指标

（1）A股扩散指数高于历史底部区间。2018年11月以来，A股扩散指数自低位持续攀升，逐渐远离历史底部区间。截止2019年2月25日，A股扩散指数为3.3，明显高于-5至-10这一历史底部区间，表明随着股市底部企稳反弹，风险偏好也在不断上升。

（2）A股月换手率低位回升，远离历史底部区域。A股月换手率从2018年12月份的13%上升至2019年2月份的19%，逐渐远离10%左右的历史底部区间。

（3）上证指数日涨跌幅波动率小幅攀升。2019年1月份以来，股指低位企稳反弹，波动率较2018年12月份显著下降，表明外部风险因素趋于稳定，风险偏好逐渐修复。截止2019年2月25日，上证指数的日涨跌幅波动率为19%，较上月的16%小幅上升。

图3. A股扩散指数高于历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图4. A股月换手率远离历史底部位置



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2019年2月25日，苏富比股价为41.16，与1月底相比略有上涨，表明全球风险偏好连续下降后将进入修复阶段。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 苏富比股价显示风险偏好正在修复



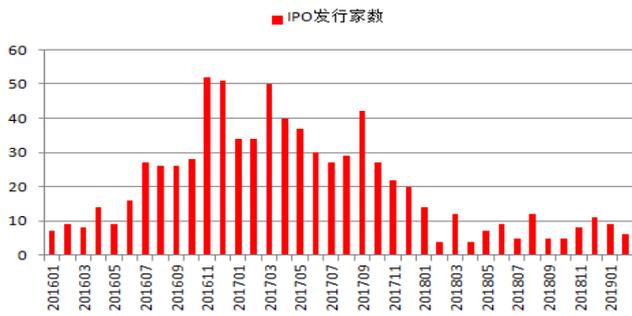
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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。2018年证监会共核发102家IPO批文，实现总筹资规模约1300亿元，发行数量较2017年的401家大幅下降。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周7-10家降至每周2-5家。截止2019年2月28日，证监会2月份共核发6家IPO批文，筹资总额未曾披露。2019年限售股解禁市值约27433.88亿元，规模较2018年下降约10%，今年限售股解禁压力将有所缓解，其中3月份限售股解禁市值约1453.89亿元，为年内最低水平。综上，2019年3月份限售股解禁压力进一步减轻，新股发行数量维持低位，将在一定程度上缓解资金面压力。

2018年6月1日，A股正式纳入MSCI新兴市场指数，初始纳入比例为2.5%，并于9月1日提高至5%。MSCI公告称，将在3月1日前公布关于A股扩容的市场咨询结果，此前MSCI计划分两阶段将A股大盘股纳入因子从5%扩大到20%，实施时间将分别在2019年5月和8月，另外计划在2020年5月一次性将A股小盘股纳入因子扩大至20%。2018年4月份以来，沪深港通资金北向通道持续净流入，且规模不断扩大，2018年4月1日至2019年2月22日，沪股通资金累计净流入2275.04亿元，深股通资金累计净流入1366.10亿元。相对全球其他新兴市场来说，A股估值水平明显偏低，随着A股纳入MSCI比例的上升，将吸引更多海外资金增加对A股的配置，预计潜在资金流入达660亿美元。

图 7. 2016-2019 年新股发行家数



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 8. 2019 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

中央经济工作会议指出, 我国经济稳中有变、变中有忧, 宏观政策要强化逆周期调节, 保持经济运行在合理区间。2019 年伊始, 稳增长政策不断加码, 央行宣布年内首次全面降准, 个人所得税专项扣除政策全面落实, 小微企业普惠性减税措施落地, 地方专项债提前发行, 城市轨道交通、铁路、机场等基础设施目标集中审批。年初股指开启春季反弹的行情, 截止 2 月底, 三大期指累计上涨均超过 20%, 进入技术性牛市。全国两会将于 3 月初召开, 期间改革和维稳预期将支撑风险偏好, 股指反弹有望延续。但进入中下旬, 市场预期将接受一季度经济数据的检验, 恰逢两会结束的时间窗口, 股指春季反弹或将进入尾声。

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

从月线上来看, IF 加权连续两个月上涨, 接连突破 60、40 及 20 月均线压力, 成交量和持仓量显著扩大, 但上方面临 2015 年 6 月高点 5392 和 2018 年 1 月高点 4430 连线的压力, 若能有效突破, 则上升空间进一步打开, 否则将面临回调风险。IH 加权站上 20 月均线, 短期面临 2018 年 3 月高点 2932 一线压力, 关

注能否有效突破。IC 加权一举突破 5、10 月均线压力，但上方受到 20 月均线的压制，当前仍以反弹性质对待。上证指数创下 2440 点的新低后企稳回升，站上 5、10 月均线，但上方受到 20、40 及 60 月均线的联合压制，预计短期内突破的可能性较小。

周线方面，IF 加权连续八周上涨，突破 60 周线压力，MACD 指标形成底背离，周线级别的反弹趋势仍在延续。IH 加权 10 周线上穿 20 周线，20 周线开始向上运行，持仓量显著上升，周线反弹趋势正在展开。IC 加权反抽 60 周线承压回落，表明上方存在较大压力，短期或考验 4795-4829 跳空缺口支撑。上证指数站上 60 周线，在 2804-2838 处形成向上跳空缺口，但上方受到 2015 年 6 月高点 5178 和 2018 年 1 月高点 3587 连线的压制，短期若不能有效突破，需防范回调风险。

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

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回调和反弹的目标位进行测量。上证指数从 2018 年 1 月高点 3587 至 2019 年 1 月低点 2440，期间累计下跌 1147 点。截止 2019 年 2 月底，上证指数已突破 0.191 和 0.382 的黄金分割位，下一反弹目标将是 0.5 和 0.618 的黄金分割位，分别在 3013 和 3149 点。

图 13. 黄金分割率测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

年初以来，受经济悲观预期修复、无风险利率下降以及风险偏好回升的推动，股指开启春季反弹行情。但进入 3 月份，股指反弹渐近尾声的可能性在增加。基本面逻辑在于：第一，中国 1-2 月固定资产投资、工业增加值、消费品零售等宏观数据将于 3 月中旬陆续公布，稳增长预期将接受经济数据的检验。鉴于宏观政策向实体经济领域传导存在时滞，一季度经济难言明显好转，市场预期将面临再次被定价的风险。第二，央行货币政策将保持松紧适度，继续加强逆周期调节，根据经济形势，相机预调微调，为缓解小微企业融资难融资贵问题，降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，对股指的估值水平形成正向的促进作用。第三，影响风险偏好的有利因素总体偏多。中央政治局会议强调深化金融供给侧改革，中美贸易磋商取得实质性进展，美国延后对华加征关税，中美贸易摩擦进一步缓和。美联储加息步伐放缓，货币政策转向保持经济更加持久的增长，有利于提升风险偏好。不利因素在于，两会结束后维稳窗口不在，市场预期将接受一季度经济数据的检验，风险偏好将面临重估。

进入 3 月份，稳增长预期将接受一季度数据的检验，经济预期和风险偏好或被重新定价，股指进入阶段性调整的可能性较大。波动区间：IF 加权 3400-3800，上证 2700-3000，稳健者维持逢低偏多的思路。

特别声明

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达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。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
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

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
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2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
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：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#