

中线筑底阶段，逐步转为多头思路

股指期货

内容提要：

- ◆ 5月份影响股指估值的基本面因素总体向好：经济增长短周期回暖，货币政策维持宽松，风险偏好继续修复，促进股指估值水平的提升。
- ◆ 中国经济增长短周期回升。继一季度经济实现开门红后，4月PMI连续第二个月扩张。预计5月经济有望继续回暖，工业利润持续回升，企业盈利温和改善，在分子端提高估值水平。
- ◆ 央行货币政策继续维持宽松取向，连续三周MLF投放7150亿流动性，平抑资金面。美联储4月不加息，6月之前人民币汇率的掣肘因素消除。基于经济基本面逻辑，我们认为央行没有收紧货币政策的理由，不会拖累股指的估值水平。
- ◆ 5月份影响风险偏好的因素总体偏多。有利因素：注册制暂缓、证监会下调券商杠杆比例，股市政策转向友好；美联储4月不加息、美元弱势运行、人民币汇率走强；指数波动率、换手率等反映市场情绪的量化指标逐渐接近历史底部；不利因素：供给侧改革落实过程中信用风险事件增多，引发债券违约风险的担忧。
- ◆ 在货币超发、“资产荒”背景下，持续调整后的股票市场吸引力增强，有望成为资产配置的首选对象。
- ◆ 从时间和空间看，股指已进入熊市末端，处于构筑中长期大底的阶段，震荡磨底是阶段性特征。建议转向多头思路，可以考虑逢低战略性分批布局多单。
- ◆ 预计5月股指运行节奏以反弹为主，运行区间上证2800—3150。2800-2850是逢低布局中线多单的较好位置。

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

2800-2850 是逢低建多的机会
(周报) 20160425

接近目标位后注意减持多单(周报)
20160418

短期震荡调整，但不宜过分看空
(周报) 20160411

先反弹后震荡的概率大(月报)
20160401

政策鼓励做多信号明确，中级反弹行情启动(周报) 20160321

下半周选择突破方向，谨慎观察
勿冒进(周报) 20160314

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。

从影响估值的三个基本面因素分析，我们认为 5 月份基本面总体向好，支持股指反弹向上。经济增长短周期回升，工业利润持续改善，企业盈利增加，从分子端提升估值水平；央行货币政策维持宽松，短期没有理由收紧货币，无风险利率低位运行，不会边际拖累股指估值水平；风险偏好继续修复，从分母端提高股指估值。

一、经济增长短周期回暖，分子端提升股指的估值水平

中国经济增长短期回暖。继一季度经济数据实现开门红之后，4 月制造业 PMI 继续位于分水岭之上，经济连续第二个月处于扩张状态，工业利润增速大幅回升。表明中国经济短周期回暖，出现阶段性筑底的迹象，从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断 5 月经济将继续回升。

制造业连续扩张，工业利润大幅回升。继一季度经济增长实现开门红之后，4 月官方制造业 PMI 录得 50.1，连续第二个月位于分水岭之上，经济活动继续扩张。同时 1-3 月工业利润增速比上期提高 2.6 个百分点至 7.4%；制造业、工业利润连续回升，反映稳增长持续发力、房地产投资及销售回暖、企业投资意愿改善、补库存需求增加，我们预计 5 月份投资增速或因房地产投资的加快而继续回升。

消费保持平稳增长。3 月消费品零售增长 10.5%，超过上月 0.3 个百分点，主要受食品价格上涨及房地产销售改善的影响。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 5 月消费受传统五一小长假日因素的刺激而继续回升，保持平稳增长。

出口超预期回暖、进口降幅继续收窄。3 月出口同比 18.7%（前值-20.6%），为 9 个月来首次增长，低基数以及稳增长政策支持是主要原因；进口同比-1.7%（前值 8.0%），跌幅继续收窄，主要得益于大宗商品价格反弹，企业盈利改善，补库存需求增加。进出口超预期回暖表明内外需有所改善，预计 5 月进出口将随着生产旺季的到来而继续回升。

综上，5 月经济增速或因投资加快而小幅回升，大宗商品价格反弹，工业利润大幅回升，改善企业盈利，有利于提升估值水平。

二、货币政策维持宽松，不会边际拖累估值水平

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。从央行货币调控目标、近期货币政策的实施情况以及人民币汇率等几个方面分析，我们判断央行货币政策短

期没有收紧的必要，不会边际拖累股指的估值水平。

春节过后，周小川在 G20 会议上首次承认货币政策略偏宽松，表明央行货币政策取向再度转向宽松。两会政府工作报告确定 2016 年 M2 增长目标为 13% 左右，今年前 3 个月 M2 增长分别为 14%、13.3% 和 13.4%。鉴于货币供应数据并未显著偏离政府目标，央行缺乏收紧货币的必要性。

继 1 月激增和 2 月急剧萎缩之后，3 月新增人民币贷款再度飙升至 1.37 万亿（预期 1.1 万亿）；社融规模 2.34 万亿，远超预期的 1.4 万亿。一季度信贷投放 4.61 万亿，同比多增 9031 亿元，主要原因是房地产销售回暖和稳增长政策发力，推升居民和企业贷款高增长，但并没有超过 09 年大规模刺激时的同期水平。

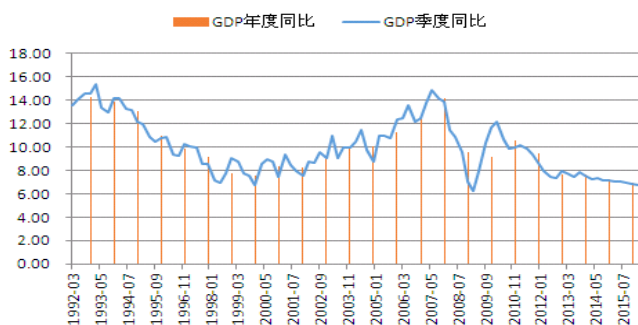
春节之前投放的 5510 亿 MLF（中期借贷便利）于 4 月末集中到期，央行分别于 4 月 13 日、18 日、25 日共开展 MLF 操作 7150 亿，到期流动性已被完全对冲。此外央行加大了逆回购的投放力度，连续两周进行 14500 亿 7 天期逆回购，净投放 3900 亿。考虑到未来一周将有 5800 亿逆回购到期，央行或继续开展 MLF、逆回购对冲，但两者补充规模可能有限，使得降准变得十分有必要。

美联储 4 月会议不加息，撤销“全球形势对美国前景构成风险”的措辞，表示将密切监测相关发展。在 6 月之前美联储加息预期再起的空窗期，美元走弱，人民币走强是大概率事件，制约中国央行货币政策操作空间的本土稳定因素已经消除。

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 4 月 28 日，5 年期国债收益率 2.7391%，较上月小幅上行 27 个基点。10 年期国债收益率 2.7987%，较月初小幅下行 2 个基点。

基于经济基本面逻辑，我们认为央行货币政策取向继续维持宽松，短期没有收紧的理由。此外 1 季度信贷放巨量，无风险利率低位运行，不会边际弱化对估值的水平。

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，证监会调整券商杠杆比例，优化监管呵护市场，股市政策转向友好。再者美联储4月会议不加息，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

当前影响风险偏好的主要因素包括：供给侧改革、注册制、战新板进展，政策对股市的支持态度，债券违约事件，人民币汇率，美联储加息等几个方面。通过对以上几个因素的分析，我们认为5月份影响风险偏好的因素总体偏多，支持股指以反弹为主的节奏运行。

影响风险偏好的有利因素包括：

1.股市政策显著转向友好。新主席上任后，政府的股市政策出现显著转向。现象之一是开始鼓励加杠杆，与前三次股灾期间仍持续去杠杆的态度形成鲜明对比。特别是4月29日中央政治局会议罕见地将股市放在汇率、房地产、就业等经济工作之前，明确提出，“要保持股市健康发展。”表明中央对股市的定位出现重大调整，希望股市修养生息恢复元气，而不再一味要求为实体经济服务。

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，5月份注册制对风险偏好的影响基本可以忽略。

3.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。

4.人民币汇率。美联储年中加息预期减弱，我们判断二次加息时点可能在9月。美元有望继续弱势调整，人民币汇率5月则有望继续企稳走强。我们认为在美联储6月议息会议之前的空窗期，本币汇率因素对风险偏好影响总体偏多。

5.美联储加息。美联储4月会议不加息，删除“全球形势对美国前景构成风险”的措辞，指出美国经济喜忧参半，通胀仍低迷，劳动力市场持续改善，将密切监测相关发展。美联储4月政策声明偏中性，我们认为6月之前这一因素对风险偏好的影响中性偏多。美国联邦基金利率期货最新公布的数据显示，6、7、9、11和12月加息的概率分别为23%、39%、54%、58%和72%。

6.美元指数休整。美联储4月会议不加息，二次加息推迟，美元指数将继续维持弱势调整格局，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，信用风险事件增多，引发市场对债券违约风险的担忧。我们预计5月份这一因素对风险偏好的影响较为有限。

（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逐渐接近历史底部区间，指数调整也将逐渐接近市场底部区域。

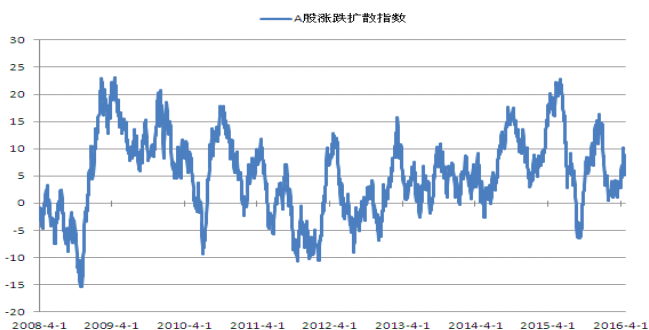
截止4月28日，A股扩散指数为6.98，与3月相比略有上升，依然高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为目前扩散指数还没有到达历史底部所在的区间，市场情绪还需不断地被消磨，风险偏好也没有降到历史低位。

当前A股的月换手率为28%，相比历史底部10%上下的换手率虽然偏高，但正在逐渐接近历史底部，已初步具备典型的历史性底部特征。

截止4月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为27%，逐渐接近10%-20%历史性底部区间。从指数波动率的角度说明，当前指数正在接近市场底部。

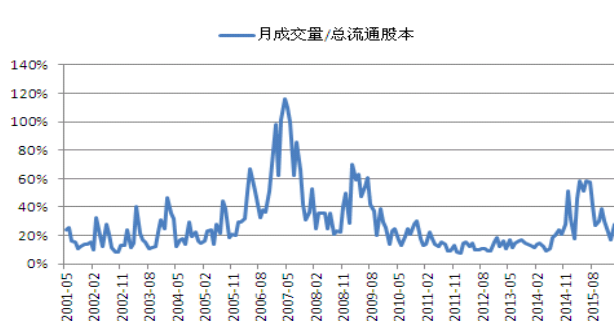
1. 量化指标逐渐接近历史底部区间

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股月换手率正在接近历史底部

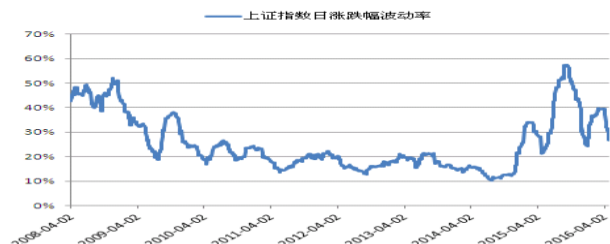


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价底部反弹

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4月28日，苏富比股价为28.04元，较3月初反弹了15%，但仍位于这一区间，表明在全球风险偏好正在不断修复。

图5. 上证指数日涨跌幅波动率逐渐接近历史底部



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

四、资金面分析

在货币超发、“资产荒”背景下，持续调整后的股票市场吸引力增强，有望成为资产配置的首选对象。

自2015年6月股灾以来，社会资金相继在债市、楼市、商品市场搏杀。从大类资产轮动的角度，股票市场有望成为下一个资金关注的领域。股指从去年6月高点上证5178至第三轮股灾的低点2638，累计下跌约49%，按最新点位2938计算已下跌43%。无论从时间、空间还是估值的角度来说，股指当前已具备战略性资产配置的价值。春节以来，外资借道沪港通持续流入A股市场，说明外资已开始逢低介入。从2月5日至4月29日，沪股通资金累计净流入347.54亿元。

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从时间周期角度分析，我们认为股指本轮熊市已进入尾声，当前处于震荡磨底阶段，再度下跌的空间十分有限。历史经验显示，中国股市的熊市周期大致为1.5—2年，自去年6月股灾以来，本轮熊市已持续了11个月。若按最短周期1年来算，本次熊市已接近尾声。经历三轮股灾，股指大的下跌趋势已基本走完，进入反复震荡筑底的阶段，也是逢低布局战略性多单的阶段。

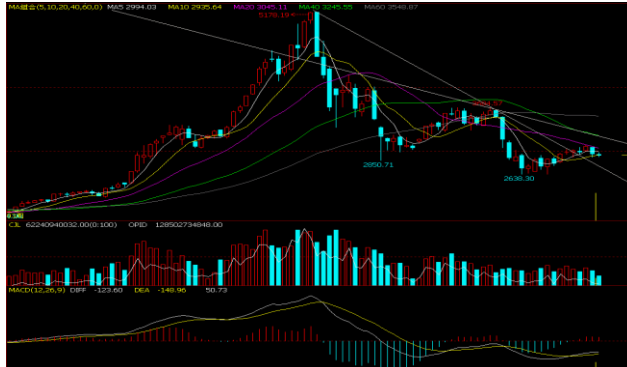
从空间上来看，经历三轮股灾，我们认为股指调整已基本到位，再度下跌的空间较为有限。上证指数从去年牛市顶点5178已累计下跌近50%，最低至第三轮股灾的低点2638，距离我们在2月报告中预测的理性底部区间2450-2500已十分接近。股指自上证2638以来反弹、震荡了三个多月，期间最大涨幅也仅为17%，我们认为跌破前期低点2638的概率较小。若下探至上证2800-2850，则是逢低建立中线多单的较好位置。

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

从股指技术走势上来看，股指自4月20日收中阴，宣告上证2638以来的第一浪上涨结束，进入二浪回调。短期来看，期现指数20日均线向下运行，日线MACD指标死叉，未出现调整

结束的信号。但成交量不断萎缩，表明空头杀跌动能日益衰竭。中长期来看，期现指数 60、20 周均线不断下行，5、10 周线由上升到开始逐渐走平，表明股指正在不断震荡磨底的阶段，均线走平将是熊市进入尾声的特征。我们认为股指正在构筑中期底部的过程中，短期震荡调整不宜过分悲观，恰是逢低布局中线战略性多单的机会。

综合来看，当前股指正以中线震荡筑底的节奏运行，短期或有回调，但空间已十分有限，不宜过分看空，上证 2800-2850 即是布局中线多单的较好位置。

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

股指自 4 月 20 日开始转入震荡调整，我们使用黄金分割率对本次调整的目标位进行测量。上证指数从春季反弹行情的起点 2638 至行情结束的终点 3097，累计上涨 17%，接近 20% 的目标反弹位。目前上证指数已完成 0.618 的黄金回撤位，若继续回调，则下一目标位或是 0.5 和 0.382 的黄金分割位，对应点位上证 2869、2814 点。

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



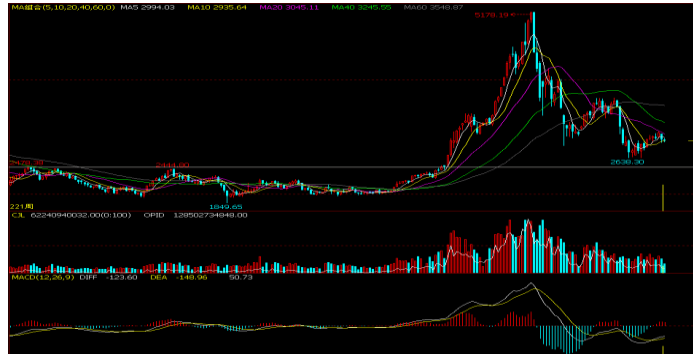
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、后市研判

根据股指当前的走势特征，在总结历史经验的基础上，我们对股指未来的走势作出以下两种情形假设：情形一，股指月初继续回调，到达我们预测的目标区间上证 2800-2850，得到支

撑后展开反弹，目标暂看前期高点上证 3097。情形二，股指月初并未继续回调，直接展开反弹，则第一目标位上证 3097，第二目标位 3150。

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

5 月份影响股指估值的基本面因素中，经济增长有望继续回暖，分子端提升股指的估值水平；货币政策维持宽松，无风险利率低位运行，不会拖累股指的估值水平；风险偏好的影响因素总体偏多，注册制暂缓推行、股市政策转向友好，风险偏好继续修复。5 月基本面因素总体向好，支持股指反弹向上。

历史经验显示，股指熊市周期大致为 1.5—2 年，若按最短周期 1 年来算，本轮熊市周期最快要 6 月份才能结束。但经过三轮股灾，股指已经接近市场底部区域，第三轮股灾低点 2638 距离理性底部区间 2450-2500 已十分接近。从时间和空间看，股指已进入熊市末端，处于构筑中长期大底的阶段，震荡磨底是阶段性特征。

预计 5 月股指运行节奏以反弹为主，波动区间上证 2800—3150。2800-2850 是逢低布局中线多单的较好位置。鉴于熊市周期接近结束，不宜过分看空后市，而应逐渐转向多头思路，中线资金可逢低分批战略性布局多单。

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

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

上海东方路营业部

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

重庆营业部

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