

## 基本面因素总体偏多，夏季行情有望延续

## 股指期货

## 内容提要：

- ◆ 6月风险事件集中落地，金融监管压力有所释放，7月份基本面因素总体偏多，股指夏季反弹行情有望延续。基本面逻辑在于：第一，5月经济数据喜忧参半，房地产投资增速年内拐点出现，下半年或进入下行周期，将对经济增长形成拖累。但出口和消费保持平稳增长，将对经济下行风险起到一定的缓冲作用。
- ◆ 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。但国债收益率温和下行，有利于提升股指的估值水平。
- ◆ 第三，影响风险偏好的因素总体偏多。6月份欧美风险事件集中落地，金融监管压力有所释放，新股发行节奏放缓，资金面压力缓解，十九大召开前政策维稳的基调未变。以上因素将对风险偏好形成支撑。
- ◆ 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，经过近两个月的调整后，开启夏季反弹行情。根据历史经验，夏季反弹行情要持续两个月左右，结束的时间窗口在8月中上旬。
- ◆ 从熊市演进的三个阶段来看，第一阶段—恐慌式下跌已经结束，股指当前运行在熊市的第二阶段—震荡市，以宽幅震荡为主要特征，结构性行情的特征明显。
- ◆ 7月份基本面因素总体偏多，股指夏季反弹行情有望延续，波动区间：IF 加权 3500-3800，上证 3100-3300。
- ◆ 操作建议：稳健者以轻仓持多为主，激进者可采取高抛低吸、适度滚动的策略。

## 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

A 股纳入 MSCI 落地，短期防范回调风险（周报）20170622

基本面多空交织，短期陷入震荡（周报）20170615

待欧美风险事件落地，股指反弹有望延续（周报）20170608

基本面因素总体偏空，区间震荡或为主基调（月报）20170601

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

## 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。

6 月风险事件集中落地，金融监管压力有所缓解，7 月份基本面因素总体偏多，股指夏季反弹行情有望延续。基本面逻辑在于：第一，5 月经济数据喜忧参半，房地产投资增速拐点出现，下半年或进入下行周期，将对经济增长形成拖累。但出口和消费保持平稳增长，对经济下行风险起到一定的缓冲作用；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，但国债收益率温和下行，有利于提升股指的估值水平；第三，影响风险偏好的有利因素增多。欧美风险事件集中落地，金融监管压力有所释放，新股发行减速，资金面压力缓解，十九大召开前政策维稳的基调不变，以上因素将对风险偏好形成支撑。

### 一、房地产投资拐点出现，三季度经济下行压力加大

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 5 月财新制造业 PMI 连续三个月下滑，为去年 7 月以来首次跌破 50 枯荣线。1-5 月固定资产投资连续第二个月回落，房地产投资增速年内首次出现下滑，下半年开始或进入下行周期，将对经济增长形成拖累。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断今年三季度我国经济下行压力将进一步加大。

投资增速继续放缓。中国 1-5 月固定资产投资同比增长 8.6%（前值 8.9%），连续两个月回落。其中房地产投资同比增长 8.8%（前值 9.3%），年内首次出现下滑。先行指标房地产销售增速连续数月下滑，1-5 月商品房销售额同比增长 18.6%（前值 20.1%），销售面积同比增长 14.3%（前值 15.7%），分别连续 7 个月和 3 个月下滑。在楼市调控政策的持续影响下，5 月房地产投资增速开始回落，暗示本轮房地产投资周期的拐点或已出现，下半年开始进入下行周期是大概率事件，将在一定程度上对经济增长形成拖累。

消费整体保持平稳增长。中国 1-5 月消费品零售同比增长 10.7%，与前值持平，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，对经济增长的贡献率不断上升，预计下半年消费仍将保持平稳增长的态势。

进出口温和反弹。按美元计价，中国 5 月出口同比增长 8.7%（前值 8%），出口回升主要得益于对欧盟、美国、日本、东盟等贸易伙伴出口的增加。进口同比增长 14.8%（前值 11.9%），对铁矿石、原油、天然气等大宗商品进口回升是主要原因。发达国家经济短期波动对我国外贸造成冲击在所难免，但鉴于欧美经济正处于温和复苏的轨道上，预计三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，楼市调控政策不断加码，金融监管持续收紧，房地产投资增速年内拐点出现，下

半年或进入下行周期，将在一定程度上对经济增长产生拖累，三季度经济下行压力将进一步加大。但出口和消费保持温和增长，将对经济下行风险起到一定的缓冲作用。

## 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，今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。

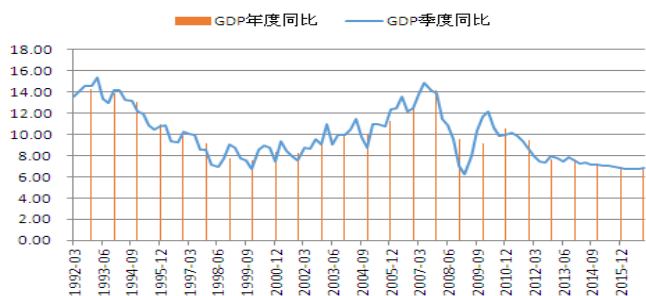
政府工作报告明确2017年M2增长目标为12%左右，较去年下调1个百分点。5月份M2增速进一步回落至9.6%（前值10.5%），已连续4个月下滑，并创下历史新低。M1与M2剪刀差收窄至7.4%，反映在金融去杠杆的持续推进下，资金逐渐回归并服务于实体经济。5月CPI同比增长1.5%（前值1.2%），连续第三个月回升。而PPI则由4月的6.4%进一步回落至5.5%，连续三个月下滑。随着金融去杠杆的深化和资金脱虚向实，预计下半年货币供应量将维持低速增长，CPI总体保持稳定，货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

今年3月份开始，防控金融风险这一任务上升至新的高度，金融监管全面升级。为整治银行业金融乱象，银监会出台了“三违反、三套利、四不当”的监管政策，金融去杠杆全面铺开。在金融去杠杆的持续影响下，市场流动性明显趋紧，国债收益率大幅上行。5年期国债收益率最高上升至3.72%，10年期国债收益率最高上升至3.69%，分别创2014年10月以来新高。但是，随着金融去杠杆的逐步落实，市场恐慌情绪逐渐消退，市场流动性恢复平稳，国债收益率开始回落。截止6月28日，5年期国债收益率报3.4654%，10年期国债收益率报3.5333%，分别较年内高点下行26和16个基点。我们判断下半年国债收益率仍将温和下行，有利于提升股指的估值水平。

6月份面临银行监管考核、企业缴税带来的流动性压力，央行通过续作MLF（中期借贷便利）和加大逆回购投放的方式，保证资金面平稳过渡。6月6日，央行开展4980亿一年期MLF操作，以缓解前期投放的4313亿MLF到期对流动性的冲击。6月5日，央行重启28天期逆回购，并加大各期限逆回购操作的力度，维护流动性基本稳定。6月5日至19日，央行共开展12000亿逆回购操作，实现净投放5100亿。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弥补基础货币缺口，短期降准的可能性微乎其微。

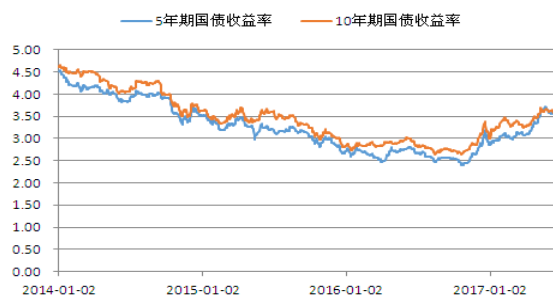
综上，货币政策继续保持稳健中性，对股指的影响边际减弱。但随着金融去杠杆的深化，流动性压力有所缓解，国债收益率将温和下行，有利于提升股指的估值水平。

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. 无风险利率开始回落



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。

4月初金融监管风暴全面来袭，风险偏好显著下降，是导致股指连续下跌的主要原因。为避免市场恐慌情绪进一步发酵，5月份监管层接连发文安抚市场情绪，风险偏好触底回升，股指逐渐企稳反弹，开启夏季反弹行情。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7月份影响风险偏好的因素总体偏多，风险偏好有望继续回升。

#### （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. 金融监管压力有所缓解。5月份以来，监管层接连发文安抚市场情绪，强调在推进金融去杠杆的同时，维护金融稳定。证监会放缓IPO节奏，新股发行数量由每周10家降至每周6家。并进一步完善大股东减持新规，维护中小投资者利益。银监会表示在开展监管行动的同时，要科学把握力度和节奏，稳妥有序推进自查督查和规范整改工作之间安排4至6个月的缓冲期，并实行新老划断。此外，允许部分银行推迟提交自查报告，维护金融稳定。金融监管压力在一定程度上得以释放，监管层出手维稳市场，有利于推动风险偏好回升。

2. A股成功纳入MSCI新兴市场指数。明晟公司6月21日宣布，明年6月起将中国A股纳入MSCI新兴市场指数和MSCI ACWI全球指数，初始纳入222只大盘A股，在MSCI新兴市场指数中的权重为0.73%。意味着从明年6月起，海外资金可以直接通过MSCI新兴市场指数购买A股。据明晟公司估计，目前全球约有10.5万亿美元资金在跟踪MSCI指数，约有1.6万亿美元资金在追踪MSCI新兴市场指数。从资金配置规模上来看，A股纳入MSCI将带来116亿美元的增量资金。A股纳入MSCI直接利好大盘蓝筹股，有利于提升风险偏好。

3. 国企改革稳步推进。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，将边际提升风险偏好。

4. 欧美风险事件集中落地。英国大选出现“悬浮议会”，保守党未获得议会多数席位，无法单独执政，将与其他政党组成联合政府。欧洲央行利率决议按兵不动，低通胀成为制约其退出宽松政策的主要因素。美联储6月会议宣布加息25个基点，暗示年内还将加息一次，符合市场预期。耶伦讲话称若经济符合预期，未来还将进一步加息，并从今年开始逐月缩减资产负债表。以上风险事件集中落地，避险情绪快速回落，有利于风险偏好回升。

影响风险偏好的不利因素包括：

1. 特朗普税改计划预期透支，美股存在高位回落风险。近日美国国家经济委员会主席科恩和财政部长努钦在一次闭门会议上，就税改推出时间发表意见称，争取在国会议员夏季休假返回后，达成一份众议院、参议院、白宫三方共同认可的税改方案，然后努力在9、10、11月通过。而此前努钦曾表示，希望在8月国会休会前正式颁布税改方案，意味着税改方案的推出时间将从8月延迟到11月。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。近日美国参议院将特朗普医改议案投票推迟到7月7日之后，最终是否通过仍存在较大的变数，再次引起市场对特朗普减税、基建投资计划遇阻的担忧。一旦特朗普税改方案推行遇阻或力度不及市场预期，美股或面临较大幅度的调整，将在一定程度上抑制风险偏好。

2. 美联储最早将于9月开启缩表。美联储6月货币政策声明称，预计今年开启缩表，将每月削减国债再投资60亿美元，抵押支持债券（MBS）每月削减40亿美元。缩表规模将每季度扩大，直至国债削减规模达到300亿美元，抵押支持债券（MBS）达到200亿美元。美联储6月会议首次提出明确的缩表计划，这一点超出市场预期，我们认为美联储最早将于今年9月份开始缩减资产负债表，期间缩表预期可能再次发酵，将对风险偏好形成抑制。

## （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。

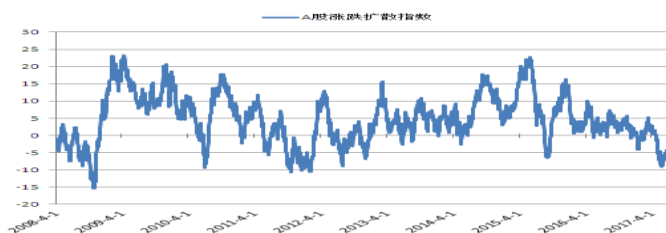
### 1. 量化指标

（1）A股扩散指数进入历史底部区间。5月末以来，随着股市企稳反弹，A股扩散指数也呈现相应的回升态势。截止6月28日，A股扩散指数为-4.23，略高于-5至-10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，仍有进一步上升的空间。

（2）A股月换手率连续三个月下降，接近历史底部区域。A股月换手率从3月份的20%降至6月份的15%，接近历史底部10%左右的水平。

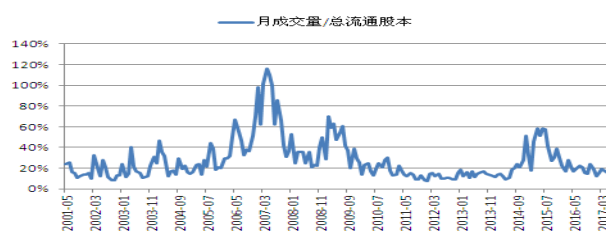
（3）上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止6月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为9%，明显低于10%-20%历史性底部区间。从波动率的角度分析，当前股指正在接近市场底部区域。

图 3. A 股扩散指数略高于历史底部区间



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

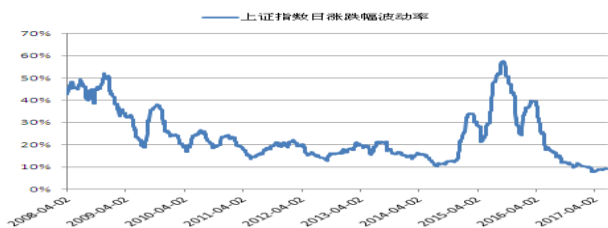


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 2. 苏富比股价

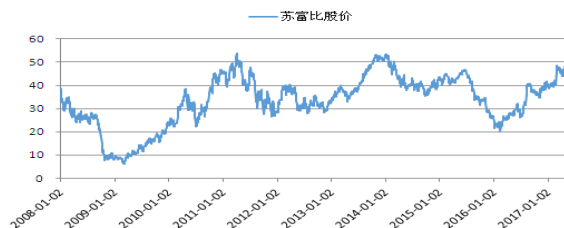
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了 2008 年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008 年 12 月、2010 年 6 月、2012 年 10 月、2014 年 7 月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为 20-30。截止 6 月 28 日,苏富比股价为 54.57,明显高于 20-30 这一历史底部区间,并呈现不断攀升的态势,表明全球风险偏好处于上升周期。

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

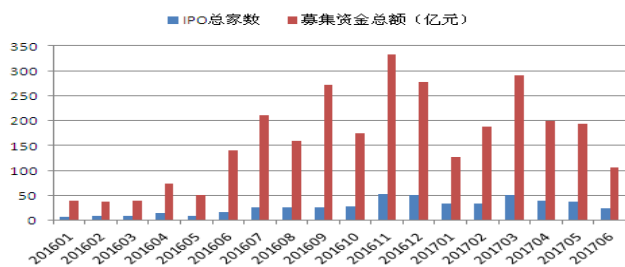


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 四、资金面分析

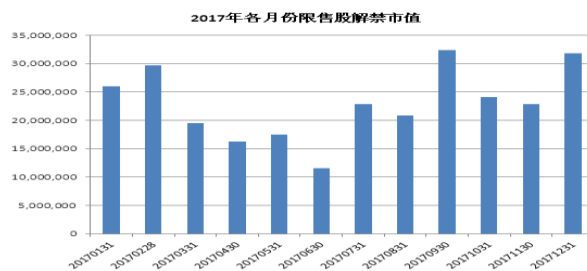
股票作为一种特殊的商品,其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析,股票的供给主要体现为新股发行、限售股解禁规模的变化等,股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。4 月金融监管风暴导致股市连续下跌,个股受伤严重,市场对 IPO 减速的呼声愈发强烈。为安抚市场情绪,维护市场稳定,证监会在充分征求各方意见后,决定放缓 IPO 节奏。从 5 月 26 日开始,新股发行从每周 10 家降至每周 6 家左右。截止 6 月 29 日,证监会 6 月份共核发 24 家 IPO 申请,募集资金总额 106 亿元,新股发行数量和筹资总额较前期明显下降。7 月份限售股解禁市值 22806760.05 万元,规模较上月大幅增加。综合来看,新股发行减速,将对减轻市场供给压力产生持续性影响。

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年限售股解禁市值



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

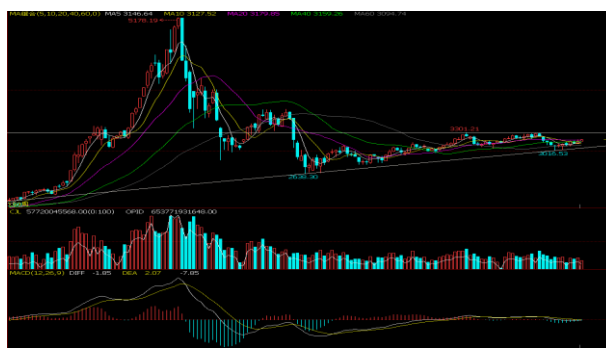
从时间周期的角度分析,中国股市的熊市周期大致为1.5—2年,自2015年6月股灾以来,本轮熊市已持续了两年时间。从熊市周期的阶段性演进来看,第一阶段为恐慌式下跌,经过三轮股灾,第一阶段已经结束。第二阶段为震荡市,以宽幅震荡为主要特征,下跌和反弹的速度明显放缓。第三阶段为绝望式下跌,即熊市的最后一跌,之后将形成终极大底。目前来看,股指正运行在熊市的第二阶段。从股指运行的季节性规律来看,2017年4月中旬股指如期结束春季反弹行情,进入下跌周期。在经过两个月的调整后,开启夏季反弹行情。

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加权在60周均线附近企稳反弹,接连收复40、20周均线,MACD指标形成金叉。并突破去年12月高点3572,均线簇多头排列,周线级别的反弹格局仍在延续。上证指数在3000关口附近受到支撑,连续反弹后站上20周均线,有望向上挑战前期高点3295。

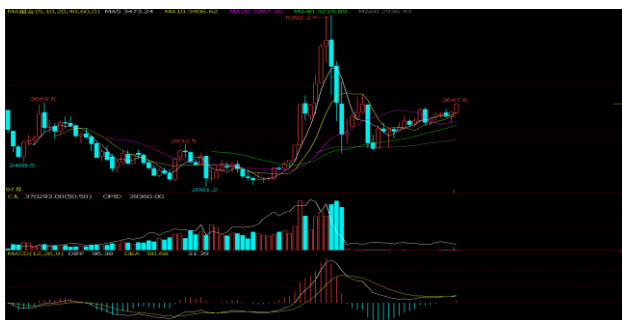
日线方面,IF加权在3300关口附近受到支撑后企稳回升,接连突破4月高点3529和去年12月高点3572,反弹空间或进一步打开。IH加权逼近2015年12月高点2550,基本收复第三轮股灾的跌幅。上证指数在3000关口构筑“小双底”后开启反弹,并回补了3189-3196跳空缺口。5、10、20日线多头排列,形成日线级别的反弹趋势。

综上，股指 2017 年春季反弹行情在 4 月中旬如期结束，经过两个月的调整后，于 5 月末开启夏季反弹行情。目前来看，股指日线、周线级别的反弹趋势仍在延续。根据历史经验，股指夏季反弹行情要持续两个月左右的时间，结束的时间窗口在 8 月中上旬。

## 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反弹的目标位进行测量。上证指数从 4 月高点 3295 展开调整，宣告春季行情结束，最低跌至 3016 点，基本符合我们所预测的目标点位 2970。夏季行情可视为对前期下跌的修复，目前上证指数已完成 0.618 的理论反弹幅度，下一目标将是 0.809 的黄金分割位，对应点位上证 3242。

图 11. IF 加权月 K 线



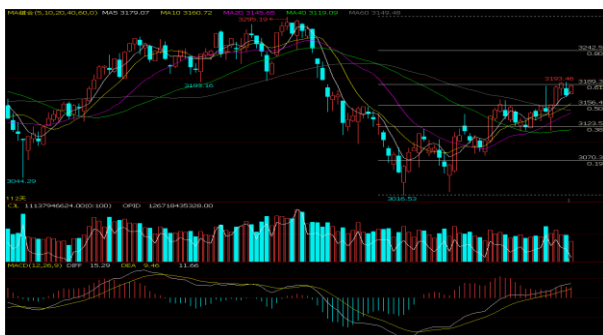
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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

6 月风险事件集中落地，金融监管压力有所缓解，7 月份基本面因素总体偏多，股指夏季反弹行情有望延续。基本面逻辑在于：第一，5 月经济数据喜忧参半，房地产投资增速拐点出现，下半年或进入下行周期，将对经济增长形成拖累。但出口和消费保持平稳增长，将对经济下行风险起到一定的缓冲作用。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，但国债收益率温和下行，有利于提升股指的估值水平；第三，影响风险偏好的因素总体偏多。6 月风险事件集中落地，金融监管压力有所释放，新股发行减速，资



金面压力缓解，十九大召开前政策维稳仍有必要，以上因素将对风险偏好形成支撑。

从时间和空间的角度而言，熊市的第一阶段—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—震荡市。综合基本面因素，我们认为7月份股指夏季行情有望延续，波动区间：IF 加权 3500-3800，上证 3100-3300。稳健者以轻仓持多为主，激进者可采取高抛低吸、适度滚动的策略。

## 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