

熊市基调难改，抵抗式反弹后有望再度探底

股指期货

内容提要：

- ◆ 3月经济增长仍将延续缓慢探底态势，对估值形成拖累，但转型期经济增长对股指的估值不是决定性因素。
- ◆ 1月信贷巨量投放，2月仍维持高位，1季度信贷高增长几成定局。春节后，货币政策明显转向放松，周小川首次承认货币政策稳健偏宽松，并全面降准，引导利率下行，对提升股指估值水平边际改善。
- ◆ 风险偏好处于回落周期，美联储3、4月加息预期减弱、外围股市止跌企稳、政策暖风及两会利好预期，推动当前风险偏好修复。
- ◆ 注册制推出时间的不确定性，及冲击创业板估值体系的担忧大大抑制风险偏好，导致股指2月底再度暴跌反弹夭折。该因素仍将在3月份继续抑制市场风险偏好。
- ◆ A股扩散指数、苏富比股价等反映市场情绪的量化指标还不具备典型的历史性底部特征。
- ◆ 经过三轮股灾后，股指接近市场底部区域，目前正在寻底过程中。由于春节后反弹空间有限做空动能不足，2月底的暴跌不应理解为股灾4.0，企稳后或有抵抗式反弹，但反弹高度不应过度预期，两会期间或之后股指有望或再度寻底。
- ◆ 我们认为C浪下跌目标位在上证2450-2500，极端条件下的非理性目标位在2250。股指仍处于熊市之中，在未摆脱下降通道之前，需尊重趋势，熊市思路对待。
- ◆ 预计3月股指的运行节奏是抵抗式反弹——反弹遇阻——再度探底，运行区间上证2900-2450。

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

基本面难觅支撑，震荡寻底筑底
为主基调 20160201

震荡筑底概率增大
20160125

熊市特征显著，右侧交易更稳妥
20160118

熊市魅影已现，但巨震后有望短
暂喘息 20160111

警惕向下破位风险
20160104

供给改革领全局 转型蜕变迎新
生 20151230

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。DDM 模型的分子端由上市公司利润构成，在股指估值分析中，我们用经济增长作为替代指标。DDM 模型的分母端的必要收益率由无风险利率和风险溢价两部分构成。因此，本文着重分析经济增长、无风险利率和风险溢价/风险偏好对股指估值的影响。

一、经济增长持续低迷，对股指估值形成拖累

最新公布的官方制造业 PMI、进出口数据双双下滑，经济仍在缓慢探底的阶段，探明底部尚待产能出清。从拉动经济增长的三驾马车投资、消费和出口分析，我们判断一季度经济增速仍将小幅下滑。

投资增速继续下滑。1月官方制造业 PMI 录得 49.4（前值 49.7），连续第 6 个月低于枯荣线，产能过剩叠加内外需疲弱是主要原因。去产能、去库存是 2016 年的首要任务，但产能、库存的出清是一个相对漫长的过程。我们预计 3 月份投资增速仍将继续下滑，但下滑趋势随着库存去化逐渐平缓。

消费保持平稳增长。12 月消费品零售增长 11.1%（前值 11.2%），消费支出对 GDP 的贡献率为 66.4%，提升 15.4 个百分点，表明中国经济转型持续推进，产业结构不断优化。我们预计 3 月消费会随着春节假日的结束而有所回落，但依然保持平稳增长。

进出口增速双双下滑。1 月出口同比 -6.6%，较去年 12 月的 2.3% 大幅下滑，主要原因是欧洲、美国、日本等贸易伙伴经济下滑，人民币贬值对出口的影响逐渐减弱；进口同比 -14.4%，跌幅较前值扩大 10 个百分点。在全球贸易增长停滞的背景下，预计 3 月进出口将随着节后生产的陆续开工而有所回暖，但仍维持低位运行。

综上所述，3 月经济增长仍将延续缓慢探底的走势，对股指估值形成拖累，但转型期经济增长对股指的估值不是决定性因素。

二、货币政策显著转向放松，对估值的拉动作用边际改善

分母端无风险利率对股指估值的拉动作用主要体现在：第一，在其他条件不变的情况下，无风险利率下行传导至实体经济，降低了企业的融资成本，提升了企业的投资热情，使得企业的盈利能力上升，企业经营利润增加传导至分子端，提高股指的估值；第二，如果通胀水平高于无风险利率，意味着居民的财富缩水，使得投资者在资产配置方面向股市倾斜，增加了对股票、基金等资产的需求，使得股指的价格提升。

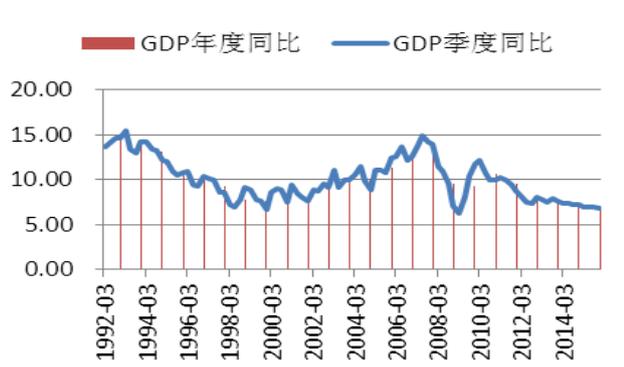
央行 12 月货币政策执行报告直言降准引发资本外流和本币贬值，实行稳健的货币政策以配合供给侧改革为主。但春节之后，央行货币政策取向显著转向宽松。周小川在 G20 会议首次承认货币政策稳健偏宽松，2 月 29 日再度全面降低存款准备金率 0.5 个百分点。截止 2 月

25日，10年期国债收益率2.8545%，5年期国债收益率2.7767%，总体来看处于历史低位，表明无风险利率从2014年11月以来持续下降，目前维持低位运行。

1月新增信贷2.51万亿创历史新高，远超预期的1.9万亿和过去三年均值的1.3万亿，银行年初冲量、外债转内债等季节性、短期因素是主要推动力。一季度整体信贷高投放已成定局，此为取消银行存贷比政策之后再度天量放水的标志性信号。09年4万亿强刺激时的1月信贷投放1.62万亿，同期2、3月分别超万亿，沪指月涨幅分别达到9.33%、4.63%、13.94%。2003年11月至2004年4月也是类似情况。根据历史统计，当信贷大量投放的月份，股市都呈现不同程度的涨幅。若2、3月信贷继续大量投放，则将助推这一反弹过程。

综上所述，货币政策显著转向宽松，无风险利率低位运行，对在DDM估值模型的分母端提升估值水平的边际效用有所改善。

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、风险偏好影响因素分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降使得分母端下降，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。

而春节过后股指迎来一波反弹行情，主要原因则是风险偏好的回升。美联储3月加息预期下降，人民币汇率回稳，1月信贷创历史新高，央行等八部委发文加大金融支持工业力度，稳增长政策再度加码以及两会改革预期等因素，显著改善了风险偏好，推动了节后反弹行情。

但注册制推出时间的不确定性，及冲击创业板估值体系的担忧大大抑制风险偏好，导致2月底股指再度暴跌反弹夭折。

（一）风险偏好影响因素分析

1. 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。3月初两会期间如果有超预期的改革利好政策出现，将促进风险偏好的提升。

2.人民币汇率。811 汇改以来人民币经历了两轮暴贬，极大地降低了风险偏好。美联储 3 月加息的概率下降缓解了本币短期贬值的压力，但 2 月 29 日中国央行降准将加大人民币贬值压力。本币汇率因素在 3 月份对风险偏好影响中性偏空，2 季度开始将对风险偏好产生持续压制作用。

3.美联储加息。美联储最新会议纪要表达对全球经济放缓、金融市场动荡的担忧，加息时机和步伐取决于经济数据基础上的前景判断，与耶伦证词相吻合。联邦基金利率期货显示，市场预期 2016 年加息一次，加息幅度为 0.45 个百分点。3 月加息概率较之前虽有下降，但 1 月核心 CPI 创四年半新高，通胀数据强劲将加大 3 月加息可能。因此经济数据将是影响风险偏好的重要因素。

4.全球股市动荡。春节期间欧美、日本股指、国际原油暴跌，避险情绪高涨，风险偏好急剧下降。节后随着中国股市的企稳反弹，外围股市开始止跌企稳，风险偏好得以改善。虽然 2 月末欧美、日本股指出现强劲反弹，但目前技术上仍未到达安全边界，但中期破位下跌风险仍未消除，这是影响风险偏好的重要因素。

5.美元指数休整。美元指数经过连续两周大跌，目前正在反弹和休整阶段。随着人民币汇率暂稳，美联储加息预期减弱，美元指数短期仍存在下行的压力，也为大宗商品的反弹提供了时间窗口。

（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。我们得出以下结论：目前市场情绪仍处于风险偏好回落的周期，尽管股指明显回落，但当前量化指标依然偏高，不具有典型的历史性底部特征，指数调整可能仍未到位。

1. 量化指标依然偏高

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 股月换手率所处位置依然偏高



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

截止 2 月 26 日，A 股扩散指数为 1.47 接近零轴，与 1 月相比虽有所降低，但仍高于-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 股的换手率为 30%，相比历史底部的换手率 10% 上下所处位置相对较高，不具有典型的历史性底部的特征。

截止 2 月 26 日，上证指数的日涨跌幅波动率为 40%，远高于 10%-20% 历史性底部区间，从指数波动率的角度说明，当前指数还不具备市场底部的显著特征。

2. 苏富比股价处于技术弱势

苏富比是全球最大的拍卖行之一，作为经营艺术品拍卖的公司，其业绩的好坏取决于人们对收藏品的追逐和喜好程度。所谓“乱世的黄金，盛世的古董”意思是说，当经济衰退，人们风险偏好普遍降低的时候，就不会选择风险比较高的资产进行投资而导致其价格下跌，比如股票、基金、艺术品等；而当经济高涨，人们风险偏好普遍提升的时候，股票、古玩字画等收藏品就会得到人们的追捧，而导致其价格上涨。因为拍卖行公司的业绩和风险偏好之间存在正相关性，可以用苏富比公司的股价来反应当前的风险偏好情况，作为衡量全球风险情绪的指标之一。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 2 月 25 日，苏富比股价为 24.39 元，虽然位于这一区间，但在全球熊市基本面因素的影响下，股价还有下降的空间，表明风险偏好还在不断下降。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率仍处于较高位置

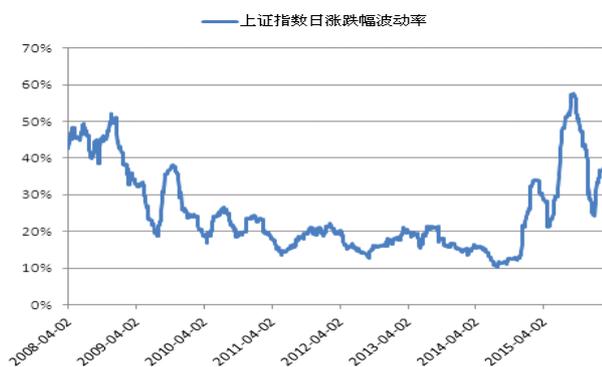
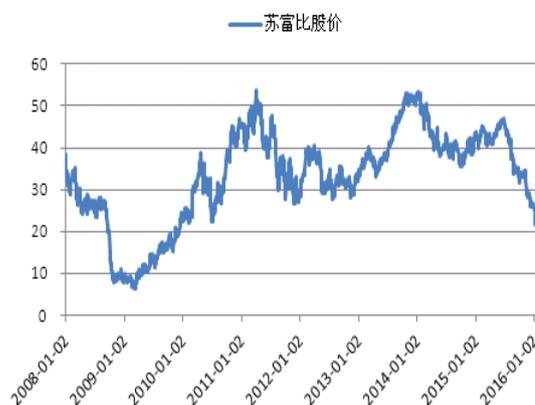


图 6. 苏富比股价侧面反应了当前风险偏好程度



第二部分 波动分析

一、趋势分析

从周线来看，IF 加权 2 月呈现超跌反弹再度回落的弱势震荡走势。IF 加权技术上仍处于熊市周期，受到下降趋势线的压制。从上证指数周线组合来看，也是底部震荡的形态。综合来

看，期现指数均已进入周线级别的熊市波动，均线簇形成空头排列向下发散，下降趋势未改。

日线方面，IF 加权自 1 月 4 日开长阴，前期上升趋势宣告结束，转而进入快速下跌趋势。在熊市周期中，反弹只是次要趋势，下跌才是主要趋势。经历 3 轮股灾，股指逐渐接近市场底部区域，目前正在探底阶段，技术上仍未摆脱下跌趋势的压制，还处于熊市基调之中。股指当前运行节奏以抵抗式下跌—反弹受阻—再度探底为主基调，在下跌趋势没有彻底扭转之前，仍以熊市思路对待。

综合来看，期现指数仍处于周线、日线级别的熊市波动周期，短期为超跌后的抵抗式反弹震荡，之后应该还有进一步的下跌。在没有走出下降趋势之前，我们应尊重趋势，服从趋势为主，以熊市思路对待。

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

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

由于春节后反弹空间有限做空动能不足，2 月底的暴跌不应理解为股灾 4.0，企稳后或有抵抗式反弹，但反弹高度不应过度预期。我们首先测算短期抵抗式反弹的空间。从股灾 3.0 开始的起点 3684 到前期低点 2638，上证指数目前已完成 0.809 的第一目标位，第二、第三目标位将是 0.618、0.5 的黄金分割位，对应点位 3040、3156。

鉴于市场的弱势，我们认为短期抵抗式反弹的目标位是春节后高点上证 2933，达到上述

分析的 3040,3156 的概率较小。

根据 2 月报告中对股指下跌目标位的测量结果，我们认为目前股指还未到达历史性底部，对应的底部区间为上证 2450-2500，极端条件下的非理性目标位在 2250。

三、后市研判

根据股指当前运行特征，我们在总结历史经验的基础上，对股指未来走势作出以下两种情形假设：情形一，本次反弹并未结束，2 月底的暴跌不是股灾 4.0，短期企稳后有望再度产生抵抗式反弹，但反弹幅度不应过分看高，反弹之后应该还有一轮 C3 的杀跌。情形二，本次反弹已经结束，跌破前期低点上证 2638 后，到达我们测量的下跌目标位 2450-2500，极端条件下的非理性目标 2250。

目前来看股指以第一种情形演绎的概率较大，我们认为原因在于月初将召开两会，根据历史统计两会期间股指出现暴涨暴跌的情况非常少，跌幅度超过 10% 的仅出现过 2 次。

图 11. 上证指数帝纳波利理论的波浪尺测度



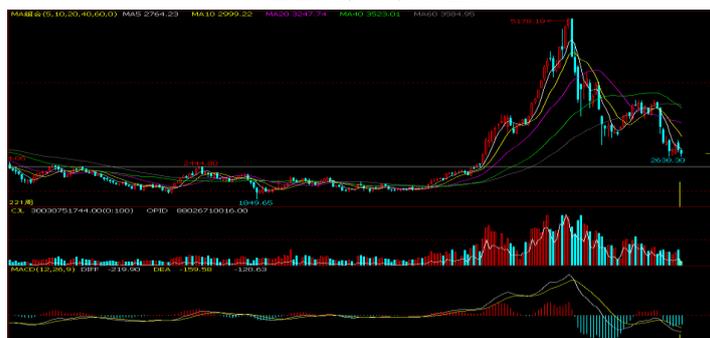
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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

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

3 月份影响股指估值的基本面因素中，货币政策显著转向宽松，对股指有正向影响。但决定性因素仍取决于风险偏好。注册制推出时间的不确定性，以及冲击创业板估值体系的担忧依然是主要矛盾，将继续抑制风险偏好。同时 A 股扩散指数、苏富比股价等反映市场情绪的量

化指标还不具备典型的历史性底部特征。

经过三轮股灾后，股指接近市场底部区域，目前正在寻底过程中。由于春节后反弹空间有限做空动能不足，2月底的暴跌不应理解为股灾4.0，企稳后或有抵抗式反弹，但反弹高度不应过度预期，两会期间或之后股指有望或再度寻底。我们认为C浪下跌目标位在上证2450-2500，极端条件下的非理性目标位在2250。股指仍处于熊市之中，在未摆脱下降通道之前，需尊重趋势，熊市思路对待。预计3月股指的运行节奏是抵抗式反弹——反弹遇阻——再度探底，运行区间上证2900-2450。

操作建议：在下降趋势未逆转之前，熊市思维对待，长空短多当是理性选择。稳健者耐心等待底部区域的到来。

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

总部

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

苏州营业部

业务电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002

常州营业部

业务电话：0519-88059976
传真：0519-88051000
邮编：213121

地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

地址：苏州干将西路399号601室

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