

## 否极泰来，6月将形成重要转折点

## 股指期货

## 内容提要：

- ◆ 当前股指估值的决定性因素取决于风险偏好，6月份是美联储加息、英国脱欧公投等风险事件密集的时间窗口，待风险因素充分释放后，股指有望形成中期底部。
- ◆ 中国4月经济、金融数据全面转弱，经济增长短期回暖的持续时间可能缩短。工业利润增长放缓，企业盈利边际收窄，将对股指的估值水平形成拖累，但转型期经济增长不是决定因素。
- ◆ 在去杠杆、防风险的宏观政策背景下，央行货币政策回归稳健，进入中性观察期，存在边际收紧的风险，对估值的影响偏中性。
- ◆ 6月影响风险偏好的因素总体偏空，不利影响因素包括：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。美联储加息预期升温，人民币贬值压力再现，英国脱欧公投。有利因素包括：A股纳入MSCI指数，深港通推出、养老金入市；波动率、换手率等反映市场情绪的量化指标显示逐渐接近历史底部。
- ◆ 6月是限售股解禁的高峰期，在存量资金博弈的背景下，解禁压力有待释放。
- ◆ 从时间和空间的角度分析，股指已进入熊市末期，处于构筑中长期大底的阶段，震荡磨底是阶段性特征。此外多个重要的时间窗口均指向6月，风险事件集中在6月中下旬。待风险因素充分释放后，股指有望形成中期底部。
- ◆ 预计6月是行情重要转折点，将酝酿全年最具交易价值的一次多头机会，是考虑逢低分批布局战略性多单的时机。

## 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

中线大底尚需等待，短线有望展开反弹（周报）20160523

趋势向下，但本周短线还有反弹机会（周报）20160516

构筑大底阶段勿失去信心，小C调整结束后将迎来建多良机（周报）20160509

中线筑底阶段，逐步转为多头思路（月报）20160501

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

## 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。

经济数据全面转弱，经济增速回落对股指的估值形成拖累，但转型期经济增长已不是股指估值的决定性因素。央行货币政策回归稳健，进入中性观察期，对估值的影响偏中性。当前股指估值的决定性因素取决于风险偏好，6月是美联储加息、英国脱欧公投等风险事件密集的时间窗口，我们认为待利空因素充分释放后，股指有望形成中期底部。

### 一、经济数据全面转弱，对股指的估值水平形成拖累

4月份经济数据全面走弱，先行指标信贷数据大幅下滑，工业、投资、消费全线回落，中国经济增长短期回暖的持续时间可能缩短。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断6月份经济或有小幅下滑。

工业、投资回落，工业利润增长放缓。5月中旬公布的1-4月固定资产投资和工业增加值双双回落，主要原因是制造业、基础设施以及民间投资增速放缓；月末公布的4月工业利润同比增长6.5%，较上月小幅下滑0.9个百分点。反映随着稳增长力度的减弱，工业和投资增速开始下滑，工业利润增长放缓，经济回暖的持续时间可能缩短。虽然房地产投资增速保持较快增长，但难以抵消稳增长减速带来的负面影响。我们预计6月份投资增速或小幅下滑。

消费小幅下滑，整体保持平稳增长。4月消费品零售增长10.1%，较上月小幅回落0.4个百分点，创近一年新低，主要原因则是汽车销售和食品价格下滑，但总体保持平稳增长。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。

进口意外下降，出口不及预期。中国4月出口同比4.1%（前值18.7%），进口同比-5.7%，较前值下滑4个百分点，贸易顺差同比扩大45.8%。进出口增速双双下滑，主要原因是上月超预期增长的基数效应有所减弱，以及美国、欧盟、日本等贸易伙伴国制造业放缓。表明内外需回暖不足，预计6月进出口仍维持低位运行。

综上，6月经济增速或因基建投资放缓而小幅下滑，大宗商品价格回落，工业利润增长放缓，企业盈利边际收窄，将拖累股指的估值水平，但转型期经济增长不是估值的决定因素。

### 二、货币政策回归稳健，对估值水平影响中性

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1季度货币政策执行报告、通胀水平、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，我们认为央行货币政策回归稳健，进入中性观察期，短期不会收紧，但也不会再度宽松。

央行一季度货币执行报告强调实施稳健的货币政策，以“保持灵活适度”取代“保持松

紧适度”。近日央行货币政策分析小组发文称，为稳定市场而被动投放流动性实属无奈，未来继续实施稳健的货币政策，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境。央行表态意味着货币政策真正转向稳健，不会再进一步宽松。考虑到6月末将面临年中监管考核、上缴存准，是资金缺口压力较大的时间节点，需警惕这一背景下，可能引发资金面紧张，货币市场利率上行的风险。

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%，而4月M2增速回落至12.8%。此外，CPI连续三个月持平于2.3%，在政府设定的3%目标范围内运行。鉴于通胀、货币供应数据并未偏离政府目标，我们认为央行货币政策短期没有收紧的必要。

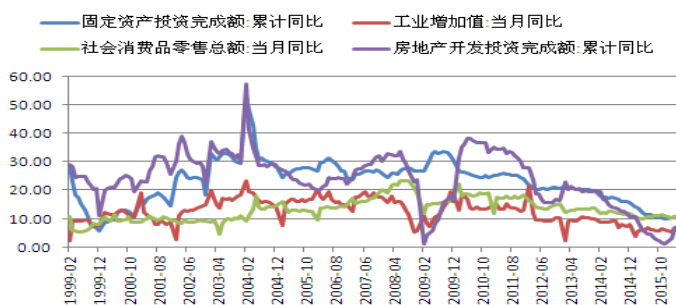
继1季度信贷巨量投放4.61万亿之后，4月新增贷款大幅萎缩至5556亿(前值1.37万亿)，社融由上月的2.34万亿大降至7510亿，地方债置换、企业投资需求不足以及季节性因素等是主要原因。表明依靠大规模刺激实现稳增长不可持续，货币再度宽松不值得期待。

美联储主席耶伦在哈弗大学讲话表示，如果数据改善，未来数月加息很可能是合适的，之后市场对6、7月会议上加息的概率预期显著增加。联邦基金利率期货显示，美联储6月加息的概率由30%上升为34%，7月加息的概率上升4个百分点至62%。随着美联储加息预期的上升，美元指数企稳走强，人民币则面临加速贬值的压力，将掣肘央行货币政策操作空间。

5月16日央行开展2900亿MLF(中期借贷便利)，以应对前期MLF到期对流动性的冲击，维稳资金面。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5月30日，5年期国债收益率2.7561%，较上月小幅上行3个基点。10年期国债收益率2.9776%，较月初小幅上行9个基点。

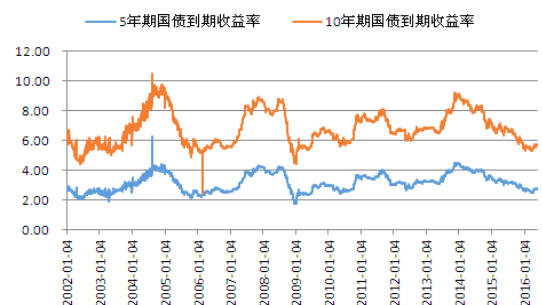
综上，我们认为央行货币政策进入中性观察期，短期不会收紧，也不会进一步宽松。无风险利率低位运行，对估值的影响偏中性。

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，近期政策面发生重大转向，导致风险偏好急剧下降，这是造成4月下旬以来股指下跌的主要原因。政府工作重心由稳增长转向供给侧改革，降低了市场对中国经济回暖、货币宽松的预期。此外，金融监管政策收紧也显著抑制了风险偏好。

### （一）风险偏好影响因素分析

6月份影响风险偏好的主要因素包括：政策面对股市的态度，债券违约事件，人民币汇率，美联储加息，英国脱欧公投等几个方面。通过对以上几个因素的分析，我们认为6月份是风险事件集中的时间窗口。

影响风险偏好的不利因素包括：

1.股市政策边际收紧。“权威人士”讲话股市要回其本位，充分发挥自身调节作用，意味着股市不再承担稳增长的作用，未来将减少干预，对市场信心造成打压。证监会严查借壳上市，严控“忽悠式重组”，强化资管业务监管，降低资管产品杠杆等一系列金融收紧政策，对风险偏好形成压制，但这一利空因素已被市场初步消化。

2.信用违约事件增多。政府工作重心转向供给侧改革，稳增长以配合供给侧改革为主。在供给侧改革推进落实过程中，信用违约事件将会增多，引发市场对债券违约风险的担忧。截止5月24日，今年国内债券市场已经发生16家债券违约事件，涉及债券数量30只，本金超过200亿元，规模超去年全年。

3.金融去杠杆。6月末因面临年中监管考核、上缴存准等因素，根据历史经验，6月是资金面相对偏紧的时间窗口。在这一背景下，金融去杠杆可能导致资金面进一步紧张，引发货币市场利率上行的风险。需警惕利率波动风险传导至股市，造成恐慌情绪的宣泄。

4.美联储加息。美联储4月会议纪要释放了6月可能加息的信号，5月末耶伦表示如果经济改善，未来数月加息合适。美国劳动力市场持续走好，接近充分就业的状态，如果通胀朝着2%的目标迈进，二季度经济数据强劲，美联储则可能启动二次加息。联邦基金利率期货最新公布的数据显示，6月加息的概率由30%上升为34%，7月加息的概率上升至62%。6月加息的概率虽不足50%，但仍将压制风险偏好。我们认为二次加息的时点可能在7月或9月。

5.人民币汇率。随着美联储6月加息预期的升温，人民币进入了加速贬值的周期，5月在岸人民币贬值幅度达1.6%，创三个月新低，人民币中间价则刷新逾五年低位。6月份本币贬值因素将对风险偏好产生压制作用。

6.英国脱欧公投。6月23日将举行英国脱欧公投，英国BMG民调显示，支持退欧的比例为45%，不支持退欧的比例为44%。鉴于支持退欧的比例明显上升，我们认为应警惕“黑天鹅”事件的发生，即使最终结果选择留在欧洲，届时也会对市场情绪造成一定冲击，抑制风险偏好。

影响风险偏好的有利因素包括：6月份A股有望纳入MSCI新兴市场指数，养老金入市，深港通推出，如果以上利好兑现，将增加资金需求，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研究。我们的结论是：量化指标显示，股指正逐渐接近市场底部区域。

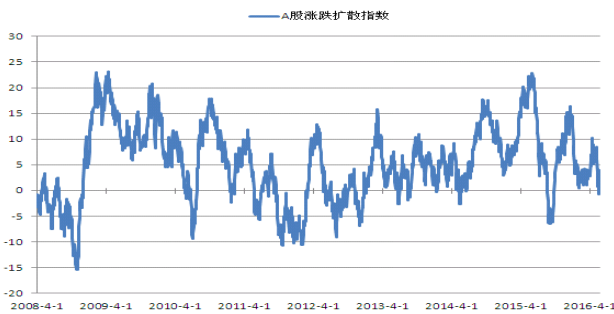
## 1. 量化指标

(1) A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止5月30日，A股扩散指数为0.84，与4月末的8.05相比大幅下降，但略高于-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。

(2) A股月换手率接近历史底部。A股的月换手率经过连续下降，当前到达15%的低位，比较接近历史底部10%上下的水平，已初步具备典型的历史性底部特征。

(3) 上证指数日涨跌幅波动率接近历史底部区间。截止5月30日，上证指数的日涨跌幅波动率为17%，已进入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股月换手率已经接近历史底部

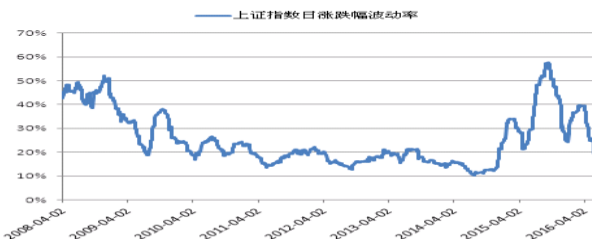


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2. 苏富比股价

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5月30日，苏富比股价为29.95，较5月初反弹了8.76%，但仍位于上述区间，表明在全球风险偏好正在修复中。

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. 苏富比股价反映全球风险偏好正在修复



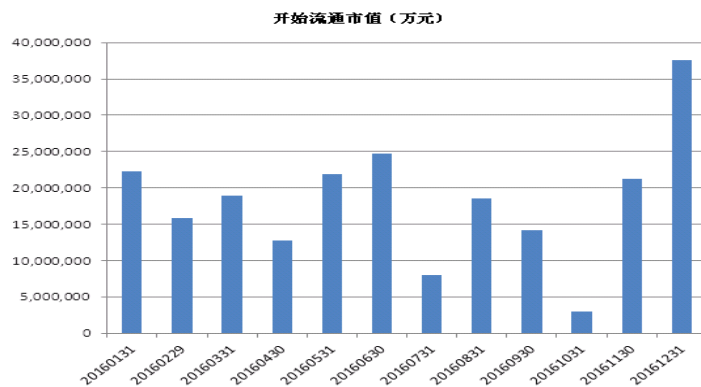
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 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。股票的供给体现为新股的发行、限售股解禁数量的变化，股票的需求直接体现在场外资金的流入或场内资金的流出。在市场存量资金博弈的情况下，股票供给增加，无疑将给市场造成较大压力。

我们按照限售股份发行的不同类型，把限售股分为三类：定向增发限售股份、股权激励限售股份、首发原始股限售股份。我们对2016年限售股解禁的规模进行了统计，发现今年6月及12月是限售股解禁的高峰期，其中6月份限售股解禁的规模为24763466.22万元，为全年第二高水平。6月份限售股到期解禁将直接增加股票的供给，给市场带来较大压力。

图7. 2016年限售股各月份解禁市值



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

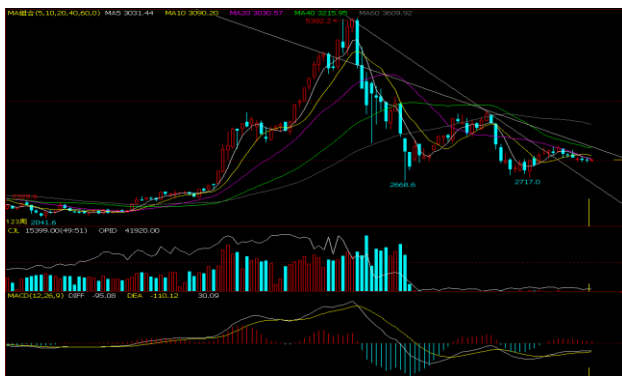
## 第二部分 波动分析

### 一、趋势分析

从时间周期角度分析，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，本轮熊市已持续了近1年。若按最短周期1年来算，我们认为股指已进入熊市末期，当前处于震荡磨底阶段，不排除再次试探前期低点，甚至再创新低的可能。但经历三轮股灾，股指大的下跌趋势已基本走完，即使再创新低，也是逢低布局战略性多单的机会。此外，多个重要周期均指向6月：6月5日芒种变盘日、15日周期纪念日、29日高频变盘日。就时间周期而言，6月中下旬变盘的概率极大。

从空间上来看，经历三轮股灾，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。如果6月股指再次试探前期低点2638，则是逢低布局中线多单的较好位置。

图 8. IF 加权周 K 线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 9. 上证指数周 K 线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

从市场波动轨迹看,当前股指已经出现了熊市末期的特征:三轮股灾中,反弹力度一波比一波弱。成交量逐渐萎缩,5月中旬以来持续维持地量,当前股指的走势充分反映了“反弹不是底,是底不反弹”的这一规律。

短期来看,IF 加权站上 20 日线,已突破 2982-3060 震荡箱体。上证指数突破 2781-2850 震荡区间,成交量有效放大。周线来看,期现指数 5 周线下穿 10 周线,60、20 周均线不断下行,未来有待均线走平,才能形成中期底部。

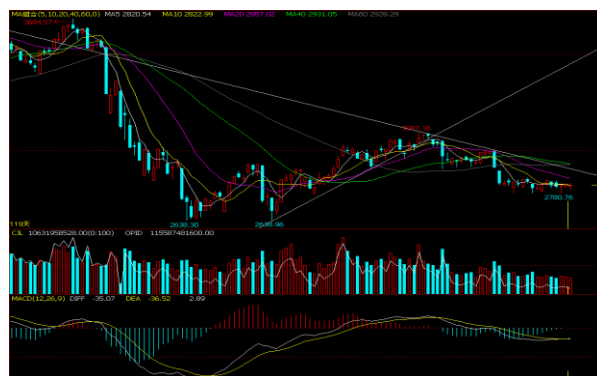
综合来看,股指已进入熊市末期,处在构筑大底的阶段。转折点指向 6 月中下旬。

图 10. IF 加权日 K 线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 11. 上证指数日 K 线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 二、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,美联储加息、英国脱欧等风险事件的释放没有超出市场预期,股指向下试探前期低点 2638,但不创新低,之后展开修复和反弹;情形二,风险释放超出市场预期,股指跌破前期低点 2638 再创新低,形成日线级别的底背离,之后启动中级反弹行情。

## 第三部分 结论及建议

当前股指估值的决定性因素取决于风险偏好,6 月份影响风险偏好的因素总体偏空。6 月份是美联储加息、英国脱欧公投等风险事件集中的时间窗口,待风险因素充分释放后,基本面

因素有望否极泰来。

从时间和空间看，股指已进入熊市末期，现指成交持续维持地量，出现了震荡筑底的波动特征。多个重要时间窗口均指向6月，6月中下旬变盘的概率极大。

综合基本面和技术面因素，我们认为股指已进入熊市末期，目前处在构筑中长期大底的阶段。6月是风险事件密集的时间窗口，待风险因素充分释放后，股指有望形成中期底部。预计6月，特别是6月中下旬，是行情重要转折点，将酝酿全年最具交易价值的一次多头机会。

## 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