

基本面难觅支撑，震荡寻底筑底为主基调

股指期货

内容提要：

- ◆ 2月经济增长仍将继续下滑，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。
- ◆ 央行货币政策受到维稳本币汇率的掣肘，2月降息降准的概率微乎其微。无风险利率下行空间有限，对估值的提升作用边际减弱。
- ◆ 风险偏好处于回落周期，在造成股灾3.0的风险因素没有解决之前，风险偏好难以提升。
- ◆ 尽管股指明显回落，但当前换手率和波动率依然偏高，不具有典型的历史性底部特征。
- ◆ 股指进入周线级别的技术性熊市，趋势逆转之前以服从趋势为基本原则。
- ◆ 预测本轮股灾下跌的目标位在上证2450-2500之间，极端条件下的非理性目标位在2250。
- ◆ 2月份股指以反复探底及震荡筑底为主，运行区间上证2450-2850，极端区间上证2250—3000。
- ◆ 熊市之中长空短多，右侧交易可操作性大大降低。稳健者以观望为主，等待明确的右侧交易信号；激进者遵循熊市思维，逢高沽空。

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

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

中国 2015 年四季度 GDP 同比增长 6.8%（前值 6.9%），全年增长 6.9%（前值 7.3%），增速降至 2009 年以来新低，延续 2010 年以来的下滑态势，工业、建筑业增速下滑是拖累经济增长的主要原因。最新公布的投资、消费、工业数据全面下滑，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。12 月固定资产投资同比增长 6.8%（前值 10.8），呈趋势性下滑，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 2 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 2 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。

进出口增速回落。我国对外贸易自 2010 年以来一直处于收缩状态，目前没有逆迹象。12 月出口同比上涨 2.3%，较 11 月的-3.7%大幅回升，主要原因是人民币贬值；进口同比下降 4%，跌幅较前值缩窄。在全球贸易增长停滞的背景下，预计 2 月出口增速随着人民币汇率的回稳而下滑，进口受春节假日因素影响也将呈现回落。

综上所述，2 月经济增长仍将继续下滑，延续缓慢探底的趋势，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、无风险利率对估值的拉动作用边际减弱

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。

自2014年11月，央行已进行5次降息，一年期存款利率降至历史低位1.5%，再度降息的空间已十分有限。

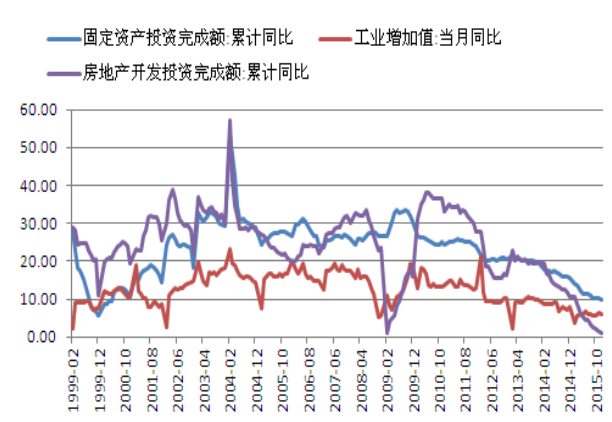
进入2016年，美联储进入加息周期，人民币汇率出现中期贬值压力，蒙代尔不可能三角理论产生作用，中国央行货币政策受到维稳本币汇率的掣肘。为了维稳春节前后流动性，并遏制信贷过度投放的苗头，央行使用定向工具投放流动性来替代全面降准：最近两周通过逆回购分别净投放3150亿、5900亿元；并通过MLF(中期借贷便利)投放7225亿、SLO(短期流动性调节工具)投放2050亿。由此，2月份降息降准的可能性微乎其微。受此影响，无风险利率下行空间有限，在DDM估值模型的分母端提升估值水平的边际效用微弱。

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. 投资增速下滑趋势难改



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。

我们对于当前阶段影响风险偏好的主要因素进行梳理。

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。

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。2月份是美联储加息的空窗期，预计人民币汇率保持稳定，但中期存在贬值的压力。本币汇率因素在2月份对风险偏好影响中性，但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。如果美联储加息次数和节奏超出了市场预期，则会极大压制风险偏好。若美联储3月份再度加息，将造成风险偏好冲击。

4.全球股市动荡。虽然1月末欧美、日本股指出现强劲反弹，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。

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，但当前换手率和波动率依然偏高，不具有典型的历史性底部特征，指数调整可能仍未到位。

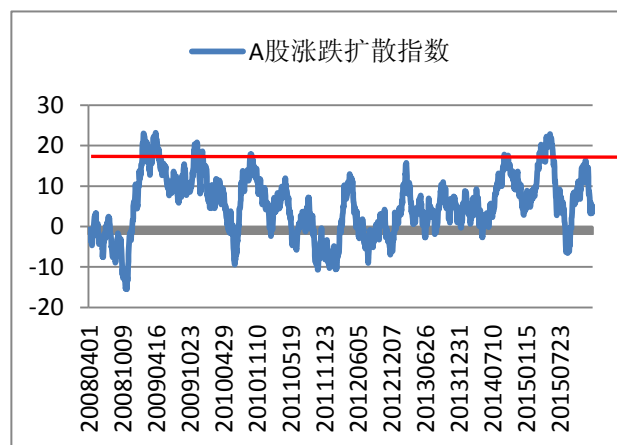
（一）扩散指数还未达到历史底部

我们统计 2008 年以来所有 A 股中每日上涨的股票占比与下跌的股票占比之差，进而把上述时间序列数据取 60 日移动平均，如图 3 所示，称之为 A 扩散指数。我们通过统计历史数据发现，从 2008 年开始，上证指数的四个历史底部：2008 年 10 月-11 月、2012 年 10 月-11 月、2013 年 6 月、2014 年 5-6 月，在此期间 A 股扩散指数都处于 -10 至 -5 之间。历史上扩散指数触及 18 这一位置后，回调的概率都比较大，而且回调的幅也比较深。对应的历史顶部分别是上证 2009 年 11 月、2010 年 10 月、2015 年 5 月。我们用这一指标来反映市场强弱转换的内在趋势，同时也反映了市场情绪的变化。根据统计的结果，我们认为目前 A 股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。

（二）换手率依然偏高

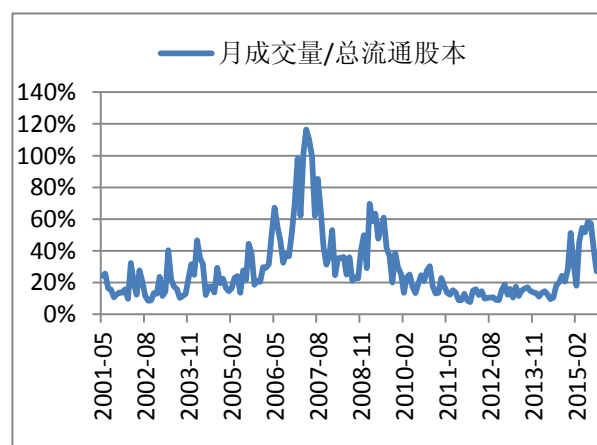
我们用 A 股月成交量除以流通股本代表换手率，换手率的高低一方面说明了市场的活跃程度，另一方面也反映了市场情绪变化。换手率越高说明交易活跃，市场情绪高涨；换手率越低说明市场交投清淡，市场情绪低落。我们统计了上证指数 2008 年以来 4 个历史底部的换手率情况，发现当时的换手率都处在 10% 上下的水平，对应的时间分别是 2011 年 8 月-9 月、2012 年 8 月-9 月、2013 年 6 月、2014 年 5 月-6 月。通过与历史统计数据的比较，我们发现目前 A 股的换手率位置还相对较高，不具有典型的历史性底部的特征。

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

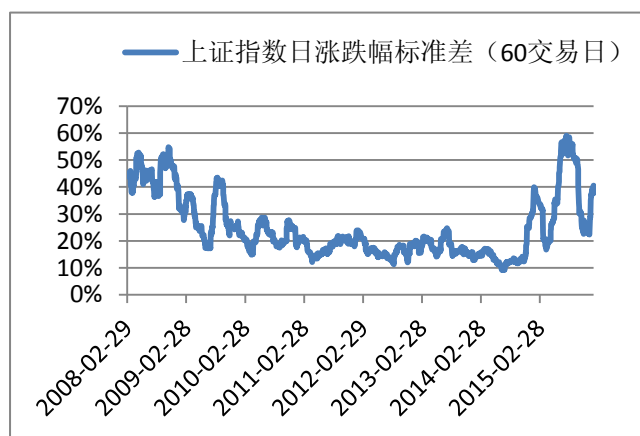


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（三）指数日涨跌幅波动率仍处于较高位置

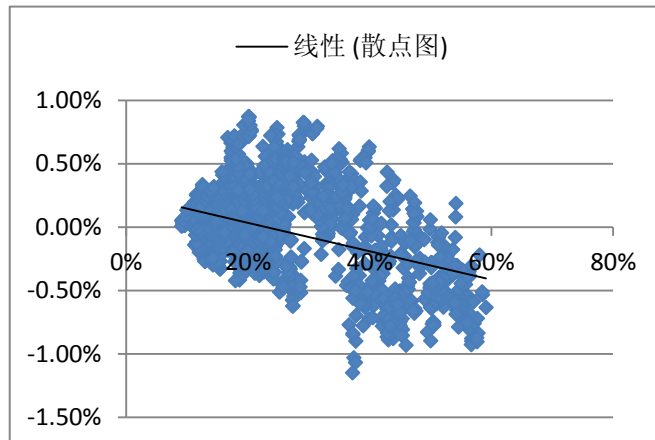
我们用上证指数为例，计算从2008年以来的每个交易日涨跌幅，继而以60日周期为基准，求取上证指数日涨跌幅的标准差，我们称之为指数日涨跌幅波动率。该指标能够反映一段时期指数偏离均值的程度，也可以在一定程度上反映市场情绪的变化。即当市场剧烈波动时，指数涨跌幅的波动率一般较高；当市场表现平淡时，指数的波动率相对较小。我们统计了2008年以来上证指数的波动率情况发现，当处于市场底部时，上证指数日涨跌幅的波动率相对较小，基本处于10%-20%之间，对应的时间为2012年10月、2014年5月-6月，与股票市场所处的底部时间较为吻合。而目前上证指数的波动率远高于这一区间，从指数波动率的角度说明，当前指数还不具备市场底部的显著特征。

图5. 上证指数日涨跌幅波动率仍处于较高位置



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图6. 上证指数日涨跌幅标准差与均值负相关



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

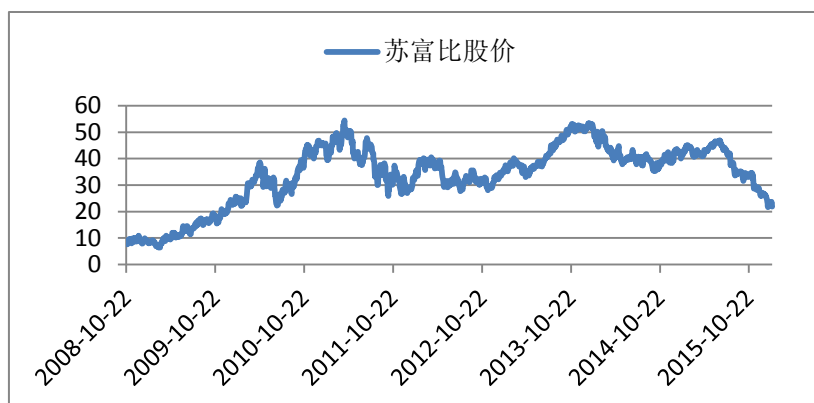
（四）收益与风险不对等

我们通过对上证指数日涨跌幅的标准差和均值进行回归发现，二者之间呈现负相关性，目前指数涨跌幅的标准差处于较高位置，而其均值却处于较低的位置。说明目前承担较高的风险，却不能获得较高的收益，在这种情况下体现不出交易的价值。

（五）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。目前苏富比股价仍处于技术弱势，表明风险偏好还在不断下降。

图 7. 上证指数牛市的起点 2450



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

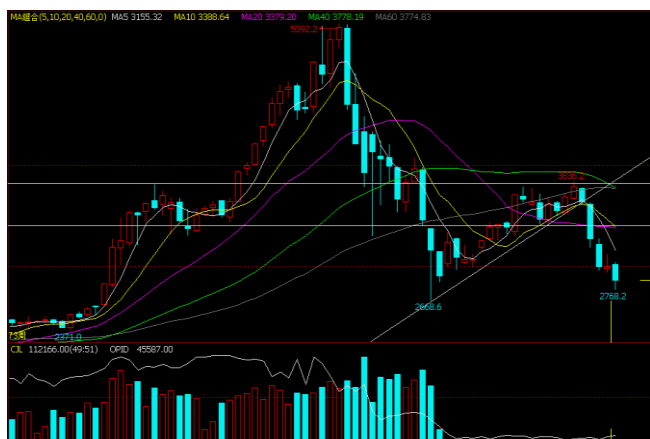
一、趋势分析

从周线来看，IF 加权本月初跌破上升通道，转而进入快速下降趋势。周线 MACD 指标由上而下形成死叉，目前尚未出现明显的止跌信号，技术上处于熊市周期。上证指数周线呈现两阴夹一阳的技术形态，处于强烈的下跌趋势中。综合来看，期现指数均已进入周线级别的熊市波动，均线刚形成空头排列向下发散，下跌趋势强烈。

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。在未脱离下降通道之前，我们坚持仍以熊市思路对待，短暂的反弹只是超跌后的技术性反弹。上证指数已跌破二轮股灾的低点 2850，均线簇向下发散形成空头排列，空头趋势较为明显。上证 2850 由支撑位变为压力位，短期反弹空间有限。

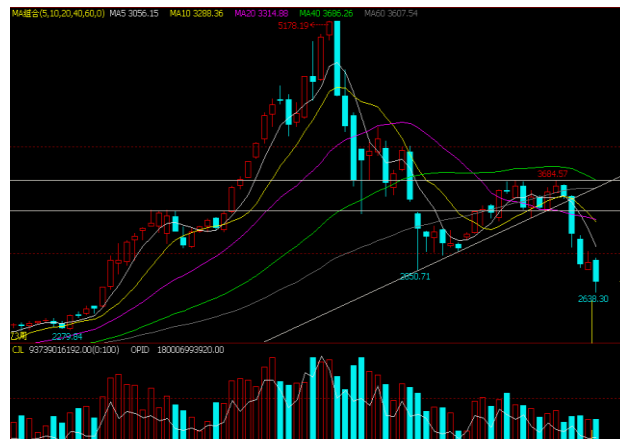
综合来看，期现指数均已步入周线、日线级别的技术性熊市，在没有走出下降趋势之前，我们应尊重趋势，服从趋势为主，以熊市思路对待。

图 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



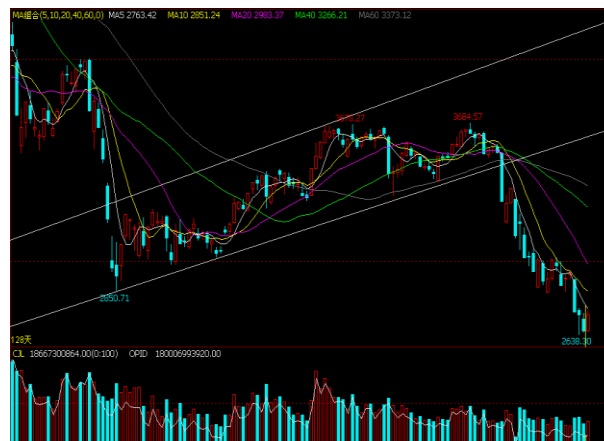
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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、目标测度分析

第一, 我们通过比较分析三轮股灾中上证指数的下跌幅度, 来对当前股指运行的目标位进行测量。第一轮股灾中, 上证指数从最高点 5178 至最低点 3373 下跌了 34%; 第二轮股灾中, 上证指数从最高点 4178 到最低点 2850 下跌了 31%。我们以前两次股灾中上证指数的下跌幅度为基准, 分别对第三轮股灾的下跌幅度进行预测。从第三轮股灾的最高点 3684 计算, 假设下跌幅度为 34%, 则本次下跌的目标位是上证 2431 点; 如果下跌的幅度为 31%, 则本次下跌的目标位是上证 2541 点; 如果取前两次股灾下跌幅度的均值 32.5% 作为第三轮股灾下跌的幅度, 那么本次下跌的目标位是 2486。根据预测的结果, 目前上证指数还没有到第三轮股灾下跌的目标位。

从技术支撑角度分析, 我们认为股指下一个强支撑位将是上证指数牛市的起点 2450, 此处是经过长期震荡整理形成的圆弧底突破的颈线位。

第二, 我们使用帝纳波利理论的波浪尺度量本轮股灾下跌的目标位, 从上证指数周线图来看, 本次牛市的最高点 5178 点, 到第二轮股灾政策救市的低点 2850, 再到灾后反弹的高点 3684 点, 形成了一个完整的 abc 浪形。根据波浪尺测量的结果, 目前上证指数已跌破第一目标位 2794, 第二目标位 2522 将是较强技术支撑位, 最极端的目标下跌位是 0.618 处的 2249 点。

第三, 我们采用黄金分割率对上证指数本轮下跌的目标位进行测量。如果认为本次下跌是对于自 1849 到 5178 上升浪的调整, 黄金分割测量的结果显示: 上证指数已经跌破 0.618 的目标位 3116, 下一个关键技术支撑位是 0.809 的位置 2479。

综合以上三种方法对股指下跌目标位的测量结果, 第一个测量结果 2486 与第二个测量结果 2522、第三个测量结果 2479 比较接近, 因此我们预计本轮股灾下跌的目标位在上证 2450-2500 之间, 极端条件下的非理性目标位在 2250。我们预计 2 月份上证指数运行区间为 2500-2850。

图 12. 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 13. 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 14. 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

综上，我们认为股指目前处于强烈的下跌趋势，表现出深度熊市特征。股指目前还没有出现明显的历史性底部特征。预计本轮股灾下跌的目标位在上证 2450-2500 之间，极端条件下的非理性目标位在 2250。

1 月份上证指数报收跌幅达 22% 的巨阴月线。历史上 A 股出现过 10 次类似跌幅的月阴线，次月有 9 次收出月阳线。当前 A 股超低严重，短期有强烈反弹要求。如有反弹应先定性为超跌后的技术性反弹。在未摆脱下降通道之前，我们以尊重趋势为主，熊市思路对待。预计 2 月股指以反复探底及震荡筑底为主，运行区间上证 2450-2850，极端区间上证 2250—3000。

支撑以上观点的基本面逻辑在于：经济仍在缓慢探底，去产能与稳增长存在矛盾，对股指估值形成拖累；央行货币政策受到维稳本币汇率的掣肘，2 月份降息降准的可能性微乎其微，无风险利率下行空间有限，提升估值水平的边际效用微弱；在造成股灾 3.0 的风险因素没有解决之前，风险偏好难以提升；股指的换手率、涨跌幅波动率还不具有典型的底部特征。

操作建议：2 月份股指以反复探底及震荡筑底为主，运行区间上证 2450-2850，极端区间

上证 2250—3000。熊市之中长空短多，右侧交易可操作性大大降低。稳健者以观望为主，等待明确的右侧交易信号；激进者遵循熊市思维，逢高沽空。

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
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

上海东方路营业部

业务电话：021-61017395
传真：021-61017336

重庆营业部

业务电话：023-67917658
传真：023-67901088

邮编：310004

地址：杭州市绍兴路168号
1406-1408室

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

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

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

邮编：400020

地址：重庆市江北区西环路8号1幢
8-2号