

基本面因素转空，春季行情或已进入尾声

股指期货

内容提要：

- ◆ 4月份基本面因素总体偏空，股指春季行情进入尾声的可能性增加。基本面逻辑在于：第一，年初天量信贷投放之后，央行对房贷的调控政策升级，房地产投资增速或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累。
- ◆ 第二，央行货币政策将更加稳健中性，既不宽松也不收紧成为常态，对股指的影响边际减弱。
- ◆ 第三，影响风险偏好的负面因素增多。国内政策面转向谨慎，房地产调控政策加码，金融监管持续收紧。国际方面，特朗普减税、基建投资计划延后，美股存在高位回落风险，欧洲大选的不确定性依然较大。以上因素将对风险偏好形成抑制。
- ◆ 从时间和空间的角度来看，2017年春季行情已持续了近三个月时间，反弹高度逼近去年11月高点。根据历史经验，股指春季反弹行情或已进入尾声，时间窗口指向4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。
- ◆ 4月份基本面因素总体偏空，股指春季反弹行情进入尾声是大概率事件，或以先扬后抑的节奏运行，波动区间：IF 加权 3500-3200，上证 3300-3050。
- ◆ 操作建议：稳健者多单逢高减持，激进者可参考在上证 3300 附近逢高布局中线空单。

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

房贷政策进一步收紧，短期上行承压（周报）20170327

美元加息利空出尽，三浪上升或已开启（周报）20170320

美联储加息扰动，短线下探是机会而非风险（周报）20170313

两会维稳预期支撑，维持逢低做多思路（周报）20170306

春季行情有望延续，或以先抑后扬的节奏运行（月报）20170301

短线调整不改反弹格局，把握低吸机会（周报）20170220

逼近关键压力位，防范回调风险（周报）20170213

节前震荡为主，市场波动收窄（周报）20170123

反弹结束进入再次探底阶段，等待企稳信号（周报）20170116

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。

4 月份影响股指的基本面不利因素增多，春季反弹行情进入尾声的可能性增加。基本面逻辑在于：第一，年初天量信贷投放之后，央行对房贷的调控政策升级，二季度房地产投资增速或将见顶回落，经济增长将面临下行压力。第二，央行货币政策将更加稳健中性，既不宽松也不收紧成为常态，对股指的影响边际减弱；第三，影响风险偏好的不利因素增多。国内方面，房地产调控政策升级，金融监管持续收紧，宏观政策面转向谨慎。国际方面，特朗普税改、基建计划延后，美股存在高位回落风险，欧洲大选的不确定性依然较大。以上因素将对风险偏好形成抑制。

一、经济增长在一季度保持回暖，但二季度存在下行压力

2017 年 1-2 月中国经济数据迎来开门红，经济增长开局良好。1-2 月份房地产及民间投资增速扩大，企业贷款保持增长，制造业 PMI 连续数月维持扩张态势。数据显示，国内宏观环境改善，企业投资积极性明显提升，融资需求显著回升，资金进入实体经济得到进一步验证，投资流动性陷阱的窘境逐步扭转。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断今年一季度中国经济将保持回暖态势，但二季度存在下行压力。

投资增速意外加快。中国 1-2 月固定资产投资同比增长 8.9%，较去年全年加快 0.8 个百分点，房地产及民间投资增速加快是主要原因。1-2 月商品房销售面积同比增长 25.1%（前值 22.5%），房地产销售增速连续三个月下降后首次回升。今年前两个月房地产投资增速意外加快，反映三四线城市去库存力度加大，开发商拿地热情高涨。我们认为 1-2 月固定资产投资增速扩大，与年初信贷投放高增长有关，随着房地产调控政策的持续跟进，二季度房地产投资或将见顶回落，将在一定程度上对经济增长产生拖累。

消费小幅回落，但整体保持平稳增长。中国 1-2 月消费品零售同比增长 9.5%（前值 10.9%），主要受汽车销售增速放缓的拖累。此外，去年居民住房贷款大幅攀升，也在一定程度上抑制了消费需求。但长期来看，2015 年初以来消费一直保持 10% 左右的增速，预计 3、4 月份消费或有小幅回升，整体保持平稳增长的态势。

进口增长、出口下滑。按美元计价，中国 2 月进口同比增长 38.1%（前值 16.7%），主要原因是供给侧改革背景下，大宗商品价格持续回暖，企业仍处在积极补库存阶段。出口同比录得 -1.3%（前值 7.9%），对欧盟、美国、东盟等贸易伙伴的出口增幅收窄是主要原因。总体来看，2 月进出口数据喜忧参半，2014 年 12 月来首现贸易逆差，春节因素或是主要原因，我们预计 3、4 月进出口贸易逆差将得到改善。

综上，2017年初国内外宏观环境改善，经济数据总体向好，我们维持一季度经济保持回暖的判断，但二季度开始经济将存在下行压力。微观方面，企业投资积极性明显提升，融资需求显著回升，企业盈利温和改善，分子端有利于提升股指的估值水平。

二、货币政策更加稳健中性，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。

2017年政府工作报告明确指出，货币政策要保持稳健中性，综合运用货币政策工具，维护流动性基本稳定。央行行长周小川在博鳌亚洲论坛明确表示：全球货币政策经过多年量化宽松之后，本轮政策周期已经接近尾声，即货币政策不再像过去那样宽松。这一表述与中央经济工作会议精神一脉相承，在去杠杆、防控金融风险这一政策背景下，货币政策不会再度宽松，甚至存在边际收紧的可能，需求端刺激将更多依赖于财政发力。

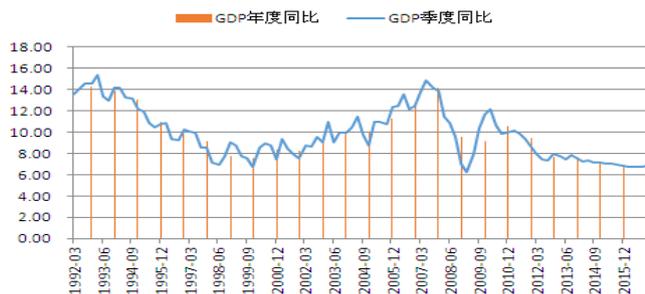
政府工作报告明确2017年M2增长目标为12%左右，较去年下调1个百分点。2月份M2同比增长11.1%（前值11.3%），M1与M2剪刀差由上月的3.2%上升至10.3%，终结连续7个月收窄。CPI意外降至0.8%（前值2.3%），节后食品价格明显回落以及1月高基数效应是拉低CPI的主要原因。预计今年通胀和货币供应量总体保持稳定，货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

3月16日，在美联储宣布加息25个基点之后，央行第二次全线上调MLF、SLF和逆回购利率。我们认为央行这样做，一方面是维持中美息差在一定程度上的稳定，减轻人民币贬值的压力。另一方面旨在引导金融机构主动去杠杆，防控金融风险。在这种情况下，货币市场利率上行，将对债券价格产生不利影响，短期内对股指的影响有限。但长期来看，将引起长端利率中枢的上移，对股指的估值水平有抑制作用。

3月7日和16日，央行分别开展1940亿和3030亿MLF（中期借贷便利）操作，以缓解前期MLF投放到期对流动性的冲击。临近月末财政持续支出，对冲逆回购到期后银行体系流动性总量适中，3月24日至31日，央行暂停逆回购操作。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补充基础货币缺口，短期降准的可能性微乎其微。

综上，在货币政策真正回归稳健中性的背景下，降息降准的可能性微乎其微。MLF、SLF以及公开市场操作利率的上调，主要引起货币市场利率的上移，短期内对于股指的影响有限。

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. 无风险利率由降转升



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，风险偏好的变化是市场波动的主要驱动力，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。

春节过后，影响风险偏好因素总体偏多，股指如期开启春季反弹行情。但进入二季度，影响风险偏好的不利因素增多。房地产政策调控政策升级，国内政策面转向谨慎，欧洲大选、英国启动退欧程序等国际政治风险事件接踵而至。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 4 月份影响风险偏好的因素总体偏空，风险偏好下降的可能性增加。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的不利因素包括：

1. 房贷调控政策升级。近日央行紧急下发《做好信贷政策工作的意见》，文件明确要求各分支机构，一方面要加强对商业银行窗口指导，督促其优化信贷结构，合理控制房贷比和增速。另一方面要合理搭配使用最低首付比例、贷款利率优惠幅度和最长贷跨年限等住房信贷政策。

自去年 9 月份楼市调控政策出台以来，一二线城市房地产价格明显降温。但今年年初以来，部分三四线城市商品房价格涨幅加快，为抑制房地产市场过热，近日多个重点三线城市陆续启动限购限贷政策。楼市调控政策从一二线城市逐渐扩展至三四线城市，将进一步抑制房地产投机，开发商拿地热情也将开始降温，房地产投资拐点或在今年上半年到来。楼市调控政策持续收紧将在一定程度上抑制风险偏好。

2. 金融监管升级。去年 12 月份以来金融监管再次升级，证监会主席刘士余讲话怒批“野蛮式收购”，矛头指向险资举牌，对相关概念板块形成重大利空。之后保监会对险资入市进行全面整改，引导险资主动去杠杆，并暂停了个别保险公司的产品申报。险资入市遭遇史上最严监管限制，金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

3. 特朗普税改、基建计划延后，美股存在高位回落风险。美国财政部部长努钦表示，将在 8 月底前正式颁布针对中产阶级及企业的减税计划。而此前特朗普承诺将在 3 月份公布税改

计划，意味着特朗普政府的减税计划至少推迟在8月份公布，而有关基建投资计划的推出时间估计要更迟。此外，废除奥巴马医保议案遭到国会否决，引发市场对特朗普减税计划遇阻的担忧，在缺乏特朗普政策预期的支撑下，美股出现开始调整的迹象。截止3月27日，道琼斯指数自21000点高位累计下跌700点，且向下调整空间依然较大，将在一定程度上抑制风险偏好。

4. 欧洲大选存在不确定性。英国脱欧引发欧洲其他国家民粹主义政治抬头，法国极右翼总统候选人勒庞，在竞选过程中承诺，若当选将推行保护主义政策，主导法国脱离欧元区。4月23日至5月7日将举行法国总统选举，虽然多项民调显示，中间派候选人马克龙将在第二轮选举中击败勒庞，但从英国脱欧、美国大选的经验来看，民调的可信度值得怀疑，需警惕“黑天鹅”事件再次发生。欧洲大选的不确定性，将对风险偏好形成抑制。

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 国企改革迈出关键性步伐。2017年全国两会圆满落幕，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，才能边际提升风险偏好。

2. 美联储3月加息靴子落地。3月16日凌晨，美联储利率决议宣布上调联邦基金利率25个基点至0.75%-1%，为2015年以来的第三次加息，符合市场预期。美联储主席耶伦在新闻发布会上表示，利率路径预估中值相比去年12月基本未变，美国经济表现良好，加息还会循序渐进，2017年利率目标中值为1.4%，耶伦讲话暗示年内将加息三次。美联储3月加息靴子落地，意味着6月之前为再次加息的空窗期，期间有利于风险偏好的修复和回升。

（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、换手率尚未回落至历史底部区域。

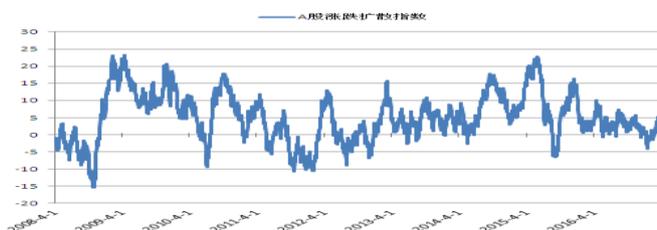
1. 量化指标

（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止3月28日，A股扩散指数为2.21，与上月相比小幅上升，依然高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为A股扩散指数距历史底部位置尚有一段距离，市场情绪还需不断地被消磨。

（2）A股月换手率小幅攀升，略高于历史底部区域。今年年初以来，随着股指进入春季反弹行情，A股月换手率呈现小幅回升的态势，换手率从1月份的12%上升至3月份的17%，与历史底部10%上下的水平相比，位置略微偏高。

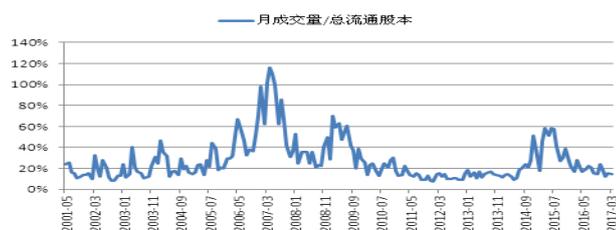
（3）上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止3月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为8%，明显低于10%-20%历史性底部区间。从波动率的角度分析，当前股指正在接近市场底部区域。

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 股月换手率低位回升

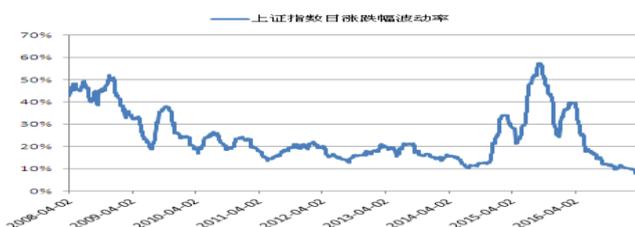


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

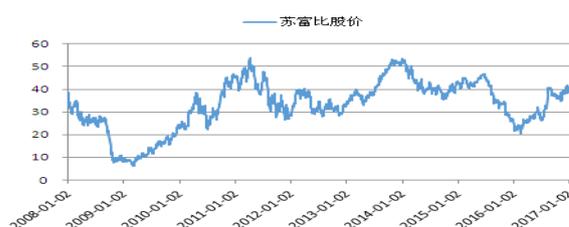
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了 2008 年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008 年 12 月、2010 年 6 月、2012 年 10 月、2014 年 7 月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为 20-30。截止 3 月 24 日,苏富比股价为 45.71,高于 20-30 这一历史底部区间,并呈现不断攀升的态势,表明全球风险偏好处于上升周期。

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

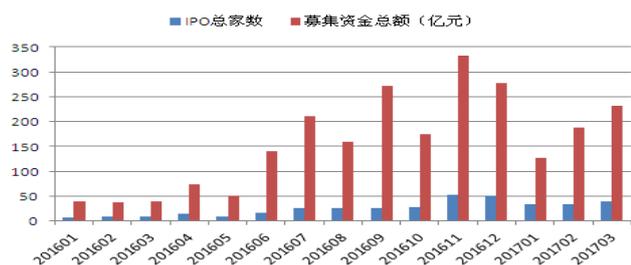
四、资金面分析

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。去年年末新股发行加速引发市场对 IPO “变相注册制”的担忧,证监会表示将在考虑市场承受力同时,让新股发行和再融资回到正常状态。2017 年 1 月份以来新股发行的节奏保持平稳,数量维持在每周 10 家左右。截止 3 月 24 日,证监会 3 月份核发四批 IPO 总计 40 家,募集资金总额 231 亿元,筹资总额创年内新高。4 月份限售股解禁市值 19555895.32 万元,规模较前三个月明显下降。因此,在新股发行速度保持不变的情况下,4 月份限售股解禁规模下降,将减轻市场供给压力。

在中央经济工作会议明确提出“抑制房地产市场泡沫”背景下,商品房限购政策频繁出台,楼市调控政策不断收紧,吸引部分投机资金回流股市。此外,自深港通正式开通以来,外资借道深股通持续流入 A 股市场,主要流向低估值的绩优蓝筹股。但是年初以来,多数绩优蓝筹

股在价值投资理念的支撑下，已获得较大幅度的上涨，价格已变得不再便宜，吸引力将会大大降低。总体来看，4 月份影响资金面的因素多空相互交织。

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 年限售股解禁规模



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 2015 年 6 月股灾以来，本轮熊市已持续了近两年时间。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，股指正运行于熊市的第二阶段。2017 年初股指如期开启了春季反弹行情，截止 3 月底，反弹已持续了近三个月时间。上证指数逼近去年 11 月高点 3301，我们认为春季行情或已进入尾声，警惕中期调整的时间窗口临近。

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 20 周线平稳向上运行，周线重心不断上移，但阳线实体逐渐变小，意味着多头上攻动能日渐衰减。年初上证指数依托 40 周均线企稳，经过两个多月的反弹，逼近去年 11 月高点 3301。根据历史经验，春季行情结束的时间窗口在 4 月中上旬，鉴于变盘时间周期未到，股指短期或仍有冲高，但参与的风险远大于收益。

日线方面，IF 加权 MACD 指标顶背离，形成日线级别的顶部结构，反弹趋势可能随时结束。上证指数放量突破 3174 颈线位，日线形态上构成“W”底，双重底确立后的理论上涨目

标在上证 3280 点。上证指数最高上测 3283 点，理论上已完成上涨目标，调整可能随时开启。

综上，股指 2017 年春季反弹行情或已进入尾声。根据历史经验，变盘的时间窗口在 4 月中旬，鉴于时间周期未到，股指短期或仍有冲高，但风险远大于机会。

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。经历三轮股灾后，市场逐渐恢复理性，开始对前期的下跌趋势展开修复，我们把上证 2638 以来的反弹视为对第三轮股灾的修复。从第三轮股灾的起点上证 3684 至终点 2638，上证指数已完成 0.618 的理论反弹目标 3284，接近去年 11 月高点 3301，从空间上来看，反弹目标基本到位。

图 11. IF 加权日 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

4 月份影响股指的基本面因素总体偏空，春季反弹行情进入尾声的可能性增加。基本面逻辑在于：第一，年初天量信贷投放之后，央行发文要求合理控制房贷比和增速，房贷调控政策进一步升级。房地产投资增速或在二季度见顶回落，将对经济增长形成拖累；第二，央行货币政策将更加稳健中性，既不宽松也不收紧是常态，对股指的影响边际减弱；第三，影响风险偏好的不利因素增多。国内政策面转向谨慎，房地产调控政策升级，金融监管持续收紧。国际方面，特朗普税改、基建投资计划延后，美股存在高位回落风险，欧洲大选的不确定性依然较大。

以上因素将对风险偏好形成抑制。

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 4 月份股指春季反弹行情结束的可能性较大，或以先扬后抑的节奏运行。波动区间：IF 加权 3500-3200，上证 3300-3050。建议投资者以逢高抛空为主。

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