

否极泰来，积极把握7月多头行情

股指期货

内容提要：

- ◆ 风险偏好的变化是当前阶段股指波动的主要驱动力。6月风险事件集中释放：A股纳入MSCI、美联储加息、英国脱欧公投等事件全部落地，利空因素出尽后意味着否极泰来。而三季度改革加速预期再起，深港通，养老金、企业年金入市等利好因素将接踵而至。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。7月份风险偏好的修复回升将推动股指走出中级反弹行情。
- ◆ 先行指标房地产投资、销售下滑，社融规模回落，预计6、7月份中国经济增长仍将维持缓慢下行的态势，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。
- ◆ 央行货币政策维持稳健的态度更加明显，M2增长高位回落，CPI短期拐点出现，通胀、货币供应数据并未偏离政府目标，货币政策短期不会收紧，但也不会再度宽松，对估值的影响偏中性。
- ◆ 6月限售股解禁高峰期已过，7月份解禁规模全年次低，解禁压力大大减轻。此外，深港通推出、养老金入市将吸引场外增量资金对股票的需求。
- ◆ 从半年度周期来看，股指大概率进入熊市的第二阶段—震荡市。7、8月份将是震荡市中的上行周期。年内最具操作价值的中级反弹已经开启。
- ◆ 预计7月股指以震荡反弹为主，波动区间IF加权3060-3400，上证2880-3240。更看好IC的多头机会。建议树立多头思路备战7月行情，逢低分批布局多单。

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

脱欧风险释放后将迎来多头建仓良机（周报）20160620

周初或短期调整，是多头机会而非风险（周报）20160613

底部提前确定，中级反弹已经展开（周报）20160606

否极泰来，6月将形成重要转折点（月报）20160601

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

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。

风险偏好的变化是当前阶段股指波动的主要驱动力。6月风险事件集中释放，利空因素出尽后意味着否极泰来。而三季度改革加速预期再起，深港通，养老金、企业年金入市等利好因素将接踵而至。7月份风险偏好的修复回升将推动股指走出中级反弹行情。经济增长先行指标呈现下滑态势，经济增速低迷对股指的估值形成拖累，但转型期经济增长不是股指估值的决定性因素。央行货币政策取向维持稳健的态度更加明显，进入中性观察期，对估值的影响偏中性。

一、经济增长延续疲软态势，对股指的估值水平形成拖累

经济增长先行指标房地产投资和销售开始减速，社融规模大幅回落，同步指标投资、消费连续下滑，工业增长放缓，经济增长短期回暖或已结束。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断6、7月份经济或有小幅下滑。

投资增速放缓。中国1-5月固定资产投资同比增长9.6%（前值10.5%），连续第二个月下滑，主要原因是制造业投资大幅回落，以及民间投资持续下滑；房地产投资同比增长7%（前值7.2%），为今年以来首次下滑。房地产销售也呈现相应的下滑趋势，5月30个大中城市商品房成交面积2590.97万平方米，连续两个月下滑。在楼市政策收紧的背景下，房地产投资增速开始放缓，我们预计6、7月份投资增速或因房地产投资减速而小幅下滑。

消费小幅下滑，整体保持平稳增长。1-5月消费品零售增长10.2%（前值10.1%），连续两个月小幅回落，主要受家电销售大幅下滑的影响，但总体保持平稳增长。从09年开始消费增长经历了5年的趋势性下滑，但年初以来一直维持10%左右的增速，我们预计6、7月消费仍将维持平稳增长。

外需疲软，出口继续降温。中国5月出口同比增长1.2%（前值4.1%），连续两个月下滑，但进口同比增长5.1%（前值-5.7%），创19个月最好表现。反映内需复苏及低基数效应推动进口改善，外需依然疲软，特别是欧盟、日本需求不足，导致出口下滑。预计6、7月进出口仍维持低位运行。

综上，先行指标房地产投资、销售增速放缓，社融规模大幅回落，我们预计6、7月经济增速或有小幅下滑。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。从通胀水平、

信贷投放、货币供应量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。

央行发布 2016 年金融稳定报告，强调继续实施稳健的货币政策，重点提到供给侧改革和监管，透露出货币政策真正转向稳健，以配合供给侧改革为主，进一步宽松的可能性较小。

今年政府工作报告确定 2016 年 M2 增长目标为 13% 左右，前 4 个月 M2 增长分别为 14%、13.3%、13.4% 和 12.8%，5 月份 M2 同比增长 11.8%，连续第二个月回落，货币供应量并未偏离政府目标。CPI 同比录得 2.0%，较上月回落 0.3 个百分点，随着猪肉价格见顶回落，蔬菜供应旺季到来，CPI 短期出现拐点，市场对通胀的担忧消退。鉴于以上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 4 月信贷大幅萎缩之后，5 月新增贷款回升至 9855 亿元（前值 5556），但社融规模大幅不及预期，主要原因是未贴现银行承兑汇票和企业债券融资减少，反映金融去杠杆背景下，“影子银行”业务大幅收缩。M1 与 M2 剪刀差扩大，反映因实体经济回报率、民间投资和消费投资下滑，银行体系资金没有回转到实体经济中去。综合判断，货币再度宽松不值得期待。

央行 6 月 7 日开展 2080 亿 MLF（中期借贷便利）操作，以对冲前期 MLF 到期对流动性的影响。为缓解半年末时点缴税、监管考核、上缴存准带来的流动性紧张压力，央行加大了逆回购投放的力度。6 月 20 日至 30 日，央行共开展 14500 亿 7 天期逆回购操作，实现净投放 7100 亿。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 6 月 30 日，5 年期国债收益率 2.6865%，较上月小幅下行 7 个基点。10 年期国债收益率 2.8411%，比上月小幅下行 14 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。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。

6月风险事件相当集中，A股纳入MSCI、美联储加息、英国脱欧公投、欧洲杯魔咒等事件最终全部落地，避险情绪得到有效释放。利空因素全部落地，意味着否极泰来，而三季度改革加速预期再起，深港通，养老金、企业年金入市等利好因素将接踵而至。7月份风险偏好修复并大幅回升将推动股指走出中级反弹行情。

（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.英国脱欧。脱欧短期内对中国经济的直接冲击不大，但对人民币汇率产生贬值压力；对中国股市的影响有限，主要是恐慌情绪对风险偏好的影响。随着欧美股市的企稳，目前风险基本完全释放。

（1）对中国经济的影响。短期来看，英国脱欧对中国经济的影响不大，更多体现为对人民币汇率的影响。长期来看，英国脱欧对中国经济的影响有利也有弊。有利的方面在于，英国脱欧后在与中国贸易合作、吸引中国投资等方面，拥有更多的自主权，对中国经济的依赖性增强；不利地方是，脱欧对欧盟乃至世界贸易、经济造成冲击，而欧盟又是中国第一大贸易伙伴，同时也是中国第四大实际投资来源地，假如欧盟经济走向衰退，对中国经济造成的间接影响不容忽视。但脱欧完全实现大致要在两年后，所以近期影响有限。

（2）脱欧对中国股市的影响。英国脱欧对欧股、美股造成巨大冲击，但A股急跌后又迅速回稳，并没有受到较大拖累。主要原因是，前期市场一直在反复预期和消化这一因素。我们认为，英国脱欧对中国股市的影响有限，随着欧美股市企稳，风险基本完全释放。

（3）脱欧对政治的影响。

英国退出欧盟，可能引起其他成员国相继脱离欧盟，如果欧盟最终解体，中国的国际地位将相对增强。但是欧元、英镑地位削弱后，美国可能将人民币作为重要竞争对手。从国际关系角度看，假如欧盟走向衰落，则意味着美国减少了一个强大的竞争对手，世界多极化出现削弱，这对于中国来说是不利的。

2.美联储加息。美联储6月FOMC会议维持利率不变，并下调年内加息次数预期。耶伦国会证词重申缓慢加息，措辞偏向鸽派。英国脱欧事件对全球金融市场造成较大冲击，使美联储加息的预期再次推迟。目前市场预期9月和11月加息的概率为0%，12月加息的概率仅为7.7%。我们认为美联储7月加息几无可能，应做好年内不加息的准备，预计这一因素对风险偏好的压制将大大减轻。

3.人民币汇率。英国脱欧导致资金追逐避险货币美元和日元，推动美元大幅升值，从而加大人民币贬值的压力。英国脱欧消息公布当天，离岸人民币贬值0.87%，6月份累计贬值1.24%。但中国央行公告已做好预案，预计若人民币剧烈波动央行必将出手干预，人民币近期贬值空间不大，7月份本币因素对风险偏好的影响中性。

影响风险偏好的有利因素包括：

1.改革和创新进展。政府工作重心转向供给侧改革，下半年有望进入加速推进的阶段。当

供给侧改革、国企改革、户籍改革等系列改革和创新取得超预期进展时,将边际改善风险偏好。

2.深港通推出、养老金入市。目前深港通已准备就绪,正等待时机出台。养老金入市各项进程也在有条不紊的进行,受以上利好预期的推动,风险偏有望迎来修复和反弹。

3.随着退欧影响逐渐被市场消化,全球风险偏好将迎来修复和回升,为A股提供良好外部环境。

(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。

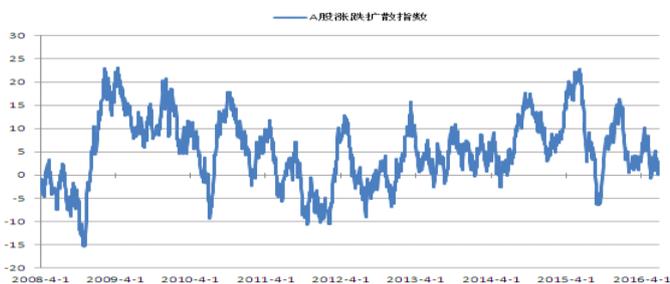
1. 量化指标

(1) A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止6月30日,A股扩散指数为2.58,与5月末的0.84相比小幅上升,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。

(2) A股月换手率接近历史底部。A股的月换手率自去年股灾以来呈现逐渐下降的趋势,截止6月份A股月换手率录得17%的低位,逐渐接近历史底部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6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

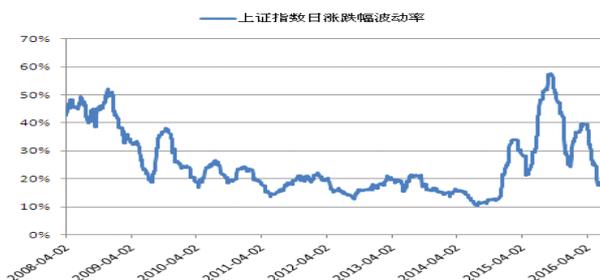


资料来源:WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

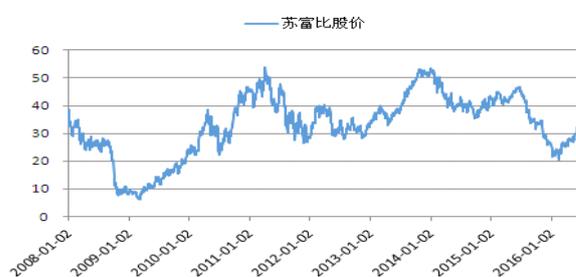
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反应当前的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为20-30。截止6月27日,苏富比股价为27.40,较6月初下跌了8.36%,表明在全球风险偏好有所下降。

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



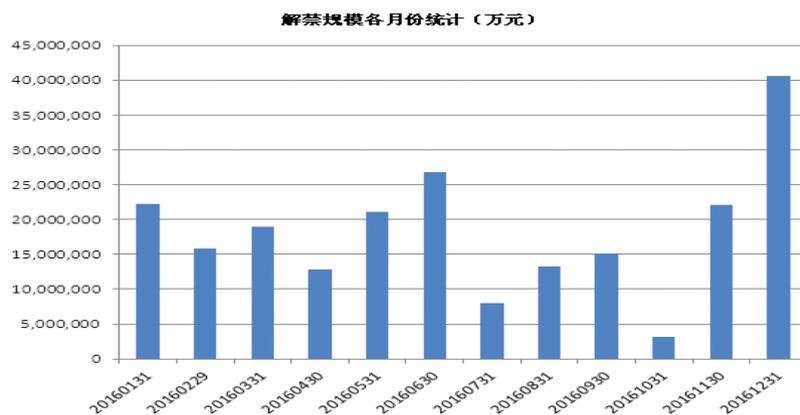
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

四、资金面分析

根据我们对 2016 年限售股解禁规模的统计结果, 6 月份是限售股解禁的高峰期, 解禁规模为全年第二高水平, 目前来看解禁压力较大的时间段已经过去。统计结果显示, 7 月份是解禁压力较小的一个月份, 解禁规模 7970227.43 万元, 为全年次低水平。因此, 从股票供给的角度分析, 我们认为 7 月市场供给压力将大大减轻。

此外, 深港通已准备就绪, 正等待择机出台, 养老金入市进程也在有条不紊的进行中, 以上顺利实施后, 将直接增加资金对股票的需求。综上, 从供给和需求的角度分析, 我们认为 7 月份将是股指上行的有利时间段。

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 1 年时间。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。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。第二阶段为抵抗式下跌，以宽幅震荡为主要特征。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。我们认为股指当前正处于第二阶段，在经历了5、6月份的震荡下跌之后，随着风险事件的集中落地，7月份将进入上行阶段。

从空间上来看，经历三轮股灾，股指大的下跌趋势已经走完，再度下跌的空间较为有限。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。

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

周线方面，IF 加权 20 周均线由下降开始走平向上，但 60 周均线仍在下行过程中，长期均线走平将是股指形成中期大底的特征。上证指数 2638 与 2780 连线形成重要支撑，经历 6 月多重风险事件的冲击，股指数次下探均在此处企稳回升，表明此处为多头筑起的一道重要防线，若被有效跌破，则有再度寻底的风险。

日线方面，IF 加权站上 60 日线，MACD 指标金叉。上证指数突破前期高点 2945 与 2919 连线的压力，形成三角整理的突破，成交量有效放大，中级反弹大概率已经开启。

综上，6 月风险事件集中释放后，股指迎来了重要转折，7 月大概率形成中级反弹。

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

以上证指数为例，假设本次中级反弹符合三浪上升技术规律，从一浪上升的起点 2638 到终点 3097，上涨 459 点。若按等量涨幅测算，则三浪上升的理论目标位应是 3239 点。

图 12. I 帝纳波利波浪尺测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

风险偏好的变化是当前阶段股指波动的主要驱动力。6月风险事件集中释放，利空因素出尽后意味着否极泰来。而三季度改革加速预期再起，深港通，养老金、企业年金入市等利好因素将接踵而至。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。7月份风险偏好的修复回升将推动股指走出中级反弹行情。

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，股指大概率进入熊市的第二阶段—震荡市。7，8月份将是震荡市中的上行周期。

综合基本面和技术面因素，我们认为7月份股指将展开中级反弹行情。预计股指以震荡反弹为主，波动区间IF加权3060-3400，上证2880-3240。更看好IC的多头机会。建议树立多头思路备战7月行情，逢低分批布局多单。

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

北京东四十条营业部

南京营业部

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

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

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