

下有支撑上有压力，反弹路径蜿蜒曲折

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后，7月份风险偏好触底回升，股指如期开启了中级反弹行情。但月末金融监管政策收紧风声再起，显著抑制了风险偏好，造成股指大幅下跌。我们认为强化监管短期利空，长期有利于股市健康发展。三季度改革有望加速推进，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。8月份影响风险偏好的多空因素相互交织，股指走区间震荡的概率更大。
- ◆ 先行指标房地产投资、销售持续下滑，预计7、8月份中国经济增长将面临下行压力，工业利润增长放缓，企业盈利边际收窄，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。
- ◆ 央行货币政策将继续维持稳健，M2增速回落，CPI拐点出现，通胀、货币数据并未偏离政府目标，货币政策有放松空间，但取决于经济数据是否继续走弱。需求端刺激更依赖于财政发力。预计货币政策维持稳健，对估值的影响偏中性。
- ◆ 全球负利率、货币超发及资产荒背景下，投资收益率普遍下降，高股息绩优蓝筹股对于过剩资金具备足够吸引力，有利于大类资产配置向股市倾斜。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。月度周期而言，股指上有压力，下有支撑，预计8月份以区间震荡运行为主。波动区间IF加权2970-3270，上证2780-3090。若跌至上证2900-2930可适度建多，若有机会跌至上证2780-2800则是极好中线建多机会。而上方上证3060压力显著，若能放量有效突破，意味着上升空间打开，可回抽时加多。

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

周初或继续调整，但不改中线向上趋势（周报）20160725

三浪上升确认，短期震荡不改向上格局（周报）20160618

短期调整是回补多单机会，而非风险（周报）2016711

否极泰来，积极把握7月多头行情（月报）2016701

脱欧风险释放后将迎来建多良机（周报）20160627

退欧风险释放后将迎来多头建仓良机（周报）20160620

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后，7月份风险偏好触底回升，股指如期开启中级反弹行情。但月末金融监管政策收紧风声再起，显著抑制了风险偏好，导致股指大幅下跌。我们认为监管收紧短期利空，但长期有利于股市健康发展。三季度国企改革有望进入加速阶段，深港通，养老金、企业年金入市等利好因素将接踵而至。8月份影响风险偏好的因素多空交织。经济增长先行指标房地产投资、销售持续下滑，经济增速再现下行压力，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。央行货币政策继续维持稳健，对估值的影响偏中性。基本面因素综合分析，8月股指走区间震荡的可能性更大

一、经济增长再现下行压力，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持续下滑，拖累固定资产投资下行，6月金融数据虽好于预期，但 M1 与 M2 剪刀差扩大，显示企业投资意愿不足。同步指标工业增加值、消费小幅回升，从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断 7、8 月份经济仍有下行压力。

投资增速继续放缓。中国 1-6 月固定资产投资同比增长 9.0%（前值 9.6%），连续第三个月下滑，主要受房地产以及民间投资持续下滑的拖累；房地产投资同比增长 6.1%（前值 7.0%），连续第二个月出现下滑。房地产销售也呈现相应的下降趋势，6 月 30 个大中城市商品房成交面积 2526.81 万平方米，连续三个月下滑。表明房地产投资、销售年内阶段性高点已过，或迎来调整期，我们预计 7、8 月份投资增速或因房地产投资减速而继续下滑。

消费小幅回升，整体保持平稳增长。1-6 月消费品零售增长 10.6%（前值 10.0%），在连续两个月小幅回落后开始回升，主要受家电销售大幅增长的提振，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 7、8 月消费仍将维持平稳增长。

进出口双双下滑，外需持续疲软。按美元计价，中国 6 月进口同比录得-8.4%（前值-0.4%），主要受 5 月高基数效应、投资下滑、需求减少的影响。出口同比下降 4.8%（前值-5%），连续三个月下滑，反映在全球贸易收缩，国内投资增速回落的背景下，内需不振，外需持续疲软。预计 7、8 月进出口仍维持低位运行。

综上，先行指标房地产投资、销售增速继续放缓，民间投资持续下滑，我们预计 7、8 月经济增速仍有下行压力。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、货币政策维持稳健，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，有放松空间，但取决于经济数据是否继续走弱。

中央政治局会议强调，要坚持适度扩大总需求，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，注重相机、灵活调控，把握好重点、节奏、力度，为供给侧结构性改革营造良好宏观环境。G20全球财长和央行行长会议公告强调，单凭货币政策无法实现平衡增长，需要在结构性改革的同时，积极采取财政政策。透露出央行将继续维持稳健的货币政策，重点以加强监管和配合供给侧改革为主，需求端刺激更依赖于财政发力。

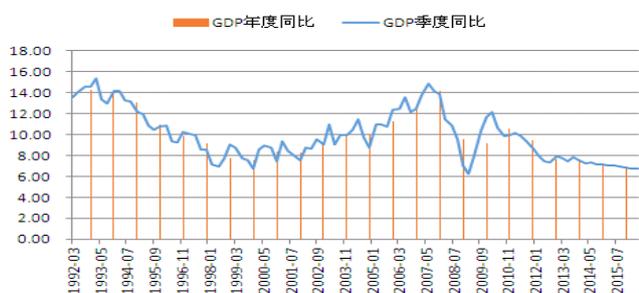
今年政府工作报告确定2016年M2增长目标为13%左右，前4个月M2增长分别为14%、13.3%、13.4%和12.8%，6月份M2同比增长11.8%，与5月持平，货币供应量并未偏离政府目标。CPI同比录得1.9%，重回1时代，较上月回落0.1个百分点。未来猪肉价格继续高位回落，大宗商品供给收缩性价格反弹难以持久，CPI拐点出现，货币政策有放松空间，但取决于经济数据是否继续走弱。

6月新增贷款回升至1.38万亿元（前值9855），社融规模从上月的6599亿大幅回升至1.63万亿，主要原因是人民币贷款和企业债券大幅增加。M1与M2剪刀差进一步扩大，反映实体经济回报率、民间投资和消费投资下滑，企业投资意愿低，银行体系资金没有回转到实体经济中去。因此，货币宽松遇到流动性陷阱，需求端刺激将更多依靠财政政策积极发力。

央行7月13日和18日共开展4860亿MLF（中期借贷便利）操作，以对冲前期MLF到期对流动性的影响，缓解中下旬企业缴税对资金面的压力。此外，月末央行加大了逆回购投放的力度。7月18日至28日，央行共开展8250亿7天期逆回购操作，实现净投放4700亿。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7月27日，5年期国债收益率2.5821%，较上月小幅下行9个基点。10年期国债收益率2.7967%，比上月小幅下行4个基点。

综上，我们认为央行货币政策将继续维持稳健，M2增速回落，CPI拐点出现，货币政策有放松空间，但取决于经济数据是否继续走弱。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月风险事件集中落地后，避险情绪得到有效释放，全球风险偏好触底回升，7月份股指如期开启了中级反弹行情。但月末金融监管政策收紧的风声再起，又显著抑制了风险偏好，造成股指大幅下跌。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8月影响风险偏好的因素多空交织，缺乏能够驱动股指单方向变动的突发性因素，8月份股指走区间震荡的概率更大。

（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.金融监管政策收紧。深交所发文坚决遏制热点题材股炒作，加强风险揭示及内幕交易核查。证监会进一步强化券商行业监管，包括严查借壳上市、虚假重组，清理结构化产品、降低资管产品杠杆，加强IPO审核等。银监会发布银行理财业务新规，对于投资股票市场做出限制，将对入市资金边际变化上的预期产生影响。金融监管政策全面收紧表明监管层强化监管的意图非常明显，A股将进入全面监管时代，从严监管是大势所趋。这对于市场来说，短期利空，但长期来看有利于股市的健康发展。

2.债券违约事件增多。下半年供给侧改革有望加速推进，这一过程中债券违约事件将会增多，引发市场对信用违约风险的担忧，对风险偏好有压制作用。数据显示，自2014年以来，共有违约债券62只，合计违约金额376.31亿元。2016年以来共有违约债券38只，违约金额达247.61亿元，占2014年至今违约总规模的65.8%，仅今年上半年的违约金额就达到2015年全年债券违约规模的两倍。

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。从6月24日英国脱欧至7月22日，在岸人民币累计贬值1.73%，贬值幅度创年内新高。但在人民币汇率6.70关口，央行干预的意图明显，成都G20峰会期间汇率维稳或是主要原因。考虑到9月杭州G20峰会临近，10月人民币正式纳入SDR、11月美国大选紧随其后，我们认为下半年央行维稳人民币汇率的意愿将增强。人民币近期贬值空间不大，8月份本币因素对风险偏好的影响中性。

4.美联储加息。美联储7月会议维持利率不变，认为威胁美国经济的风险因素在减小，劳动力市场在好转，暗示形势在朝着有利于加息的方向转变。最近公布的美国6月零售、核心CPI向好，英国脱欧短期影响逐渐消散，美股反弹创历史新高，全球金融市场动荡局势开始缓和，这为美联储未来加息作了铺垫。市场焦点转向即将公布的美国二季度GDP，若经济数据开始走好，则加息预期升温的可能性将增加。

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，风险偏好将继续修复和反弹。

3.英国退欧影响短期内已被市场充分消化，全球风险偏好正在不断修复和反弹，欧洲、日本股市经过连续上涨已到达退欧前水平，道琼斯反弹创历史新高，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。

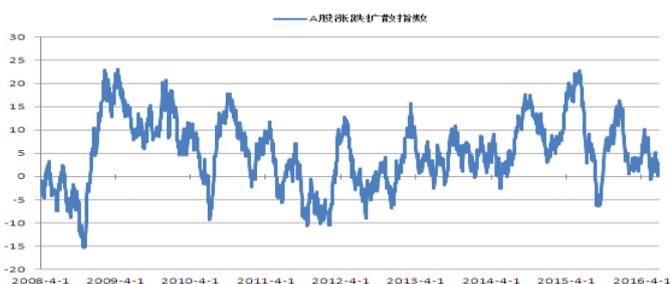
1. 量化指标

（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止7月27日，A股扩散指数为2.57，与6月末相比小幅上升，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，7月份A股月换手率录得21%，与6月份的17%相比略有上升，但逐渐接近历史底部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7月27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股月换手率逐渐接近历史底部



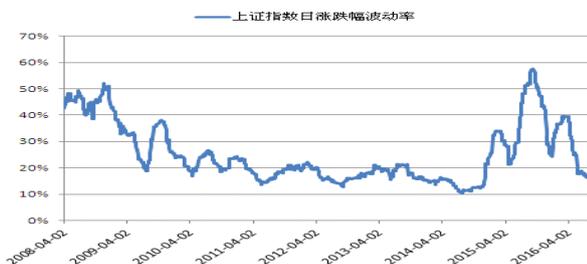
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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

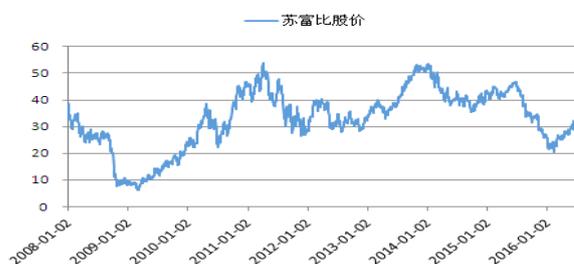
股价区间为 20-30。截止 7 月 26 日，苏富比股价为 31.81，较 7 月初上涨了 16.69%，表明在全球风险偏好正在修复和反弹。

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



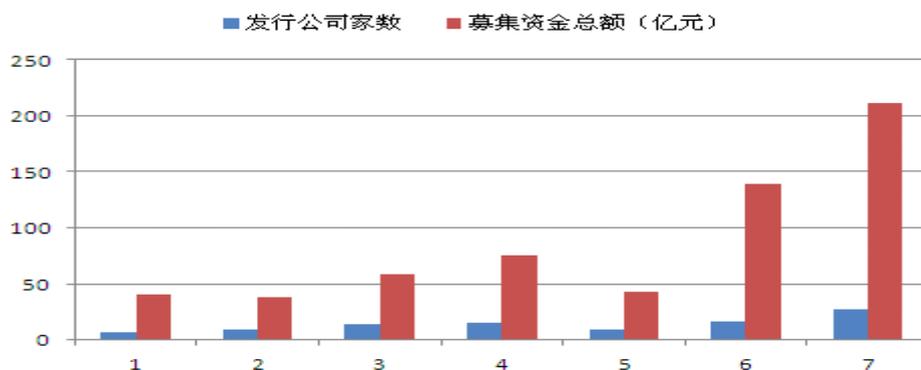
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给体现为新股的发行数量、限售股解禁规模的变化，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。证监会 7 月份核发两批 IPO 总计 27 家，募集资金达 211 亿，这一规模相当于 3、4、5 三个月的总和。监管层新股发行提速加量的趋势非常明显，这将在一定程度上对股票市场造成供给压力。

但是在全球负利率及货币超发的背景下，过量资本将寻求避险和保值，因此高股息率的绩优蓝筹股将具备投资价值，吸引资金流向这一价值洼地。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，将直接增加场外资金对股票的需求。综上，从供给和需求的角度分析，我们认为 8 月份资金面总体偏多。

图 7. 2016 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

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 年有余。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 月份股指如期开启了中级反弹行情。但月末因监管政策收紧，导致股指大幅下跌，反弹中途夭折。

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 周均线开始走平向上运行，5、10、20 周线多头排列，周线反弹趋势并没有受到破坏。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。经过 5、6 月份的震荡下跌之后，上证指数以周线三连阳确认了底部反弹形态，成交量有效放大，周线虽经历了连续两周的调整，但反弹结构并未受到破坏。

但日线方面，IF 加权自 7 月 27 日收中阴，宣告了上证 2780 以来的反弹趋势暂时告一段落，后期将进入修复阶段。上证指数跌破 5、10、20 日线，形成断头铡刀之势，日线 MACD 指标死叉，日线反弹趋势遭到破坏。今年二月 2638 以来的历史走势显示，股指放量大跌之后，展开修复和反弹的概率较大。

综上，6 月风险事件集中释放后，风险偏好触底回升，7 月份股指开启了中级反弹行情，但 27 日股指收放量中阴，反弹中途夭折。鉴于上证 3060 上方压力显著，但 2780 一线经受多重风险事件的冲击，支撑较为坚实。上有压力下有支撑，8 月份股指或以区间震荡的方式展开修复和反弹。

二、后市研判

我们根据股指当前运行特征，并结合历史规律，对8月份股指的走势作出以下两种情形假设。情形一，股指完成对7月27日长阴线的修复，反弹至前期高点上证3069附近遇阻回落；情形二，股指反弹在长阴中轨遇阻回落，再次向下寻找支撑。

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

图 12. 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。7月末金融监管政策收紧的风声再起，显著抑制了风险偏好，造成股指大幅下跌。我们认为金融从严监管短期利空，但长期有利于股市的健康发展。三季度国企改革有望加速推进，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。8月份影响风险偏好的因素多空交织，股指以区间震荡的格局运行的概率较大。

从时间和空间的角度而言，熊市的第一阶段一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一震荡市。月度周期而言，股指上有压力，下有支撑，预计8月份以区间震荡运行为主。波动区间：IF加权2970-3270，上证2780-3090。若跌至上证2900-2930

可适度建多，若有机会跌至上证 2780-2800 则是极好的中线建多机会。而上方上证 3060 压力显著，若能放量有效突破，意味着上升空间打开，可回抽时加多。

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。

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