

节前维持震荡调整，逢低布局春季多头行情

内容提要：

- ◆ 2 月份进入经济数据发布的空窗期，春节前市场情绪偏向谨慎，股指维持震荡调整是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，全球经济复苏背景下，我国经济保持稳中向好，供给侧结构性改革继续深化，制造业投资企稳回升，企业盈利持续改善，分子端将边际提升股指的估值水平。
- ◆ 在防范化解重大风险为工作重点的背景下，2018 年货币政策将继续保持稳健中性，既不宽松、也不收紧是常态，对股指的估值水平影响边际减弱。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织。有利因素在于：国外方面，特朗普税改开始全面实施，基建投资计划进入立法阶段，有利于提振市场信心。国内方面，2 月进入经济数据发布的空窗期，政策面变化不大，2018 年全国两会将于 3 月初召开，两会期间以维稳为主，改革预期有利于提升风险偏好。
- ◆ 不利因素在于：金融监管任重道远，金融去杠杆继续深化。美联储进入鲍威尔时代，货币政策正常化的进程可能加快，美债收益率持续上行，利率环境由宽松逐渐转向紧缩，将对风险偏好形成抑制。
- ◆ 春节前市场情绪偏向谨慎，股指 2 月份维持震荡调整是大概率事件，波动区间：IF 加权 4000-4400，上证 3300-3580。稳健者维持以逢低建多为主，博弈节后多头行情。

宏观经济/股指

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

短期调整不改向上格局，逢低布局节后多头行情 (20180201)

高位震荡加剧，注意防范回调风险 (20180125)

上行压力逐渐加大，注意防范回调风险 (20180118)

逼近前高压力，短期注意回调风险 (周报) 20180111

脱离震荡区间，进入中期反弹阶段 (周报) 20180104

短期反复震荡筑底，逢低布局春季多头行情 (20171228)

下跌趋势进入尾声，中期反弹逐渐开启 (20171221)

短期进入反复震荡、缓慢筑底的过程 (20171214)

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。

2018 年 1 月普惠金融定向降准全面实施,央行建立临时准备金动用安排释放流动性,基本面因素总体偏多,股指实现开门红。2 月份进入经济数据发布的空窗期,节前市场情绪偏向谨慎,股指大概率维持震荡调整。基本面逻辑在于:第一,全球经济复苏背景下,我国经济保持稳中向好,供给侧改革深入推进,制造业投资企稳回升,企业盈利持续改善,分子端将边际提升股指的估值水平;第二,货币政策保持稳健中性,既不宽松也不收紧是常态,对股指的影响边际减弱。第三,影响风险偏好的因素总体偏多。国外方面,特朗普减税计划正式落地并开始实施,1.5 万亿美元的基建计划进入立法阶段,有利于刺激经济增长和大宗商品需求。国内方面,2 月进入经济数据发布的空窗期,政策面变化不大,2018 年全国两会将于 3 月初召开,两会期间以维稳为主,有利于提升风险偏好。不利因素在于,美联储进入鲍威尔时代,货币政策正常化的进程可能加快。

一、2017 年经济超预期回升,企业盈利持续改善

2017 年中国第四季度 GDP 同比增长 6.8% (前值 6.8%),全年 GDP 实现 6.9% 的增速,较上年加快 0.2 个百分点。全球经济复苏背景下,出口得到显著改善,供给侧结构性改革深入推进,制造业投资企稳回升,消费保持平稳增长,是经济取得超预期回升的主要动力。预计 2018 年房地产投资仍将运行在下行周期,基建投资略有放缓,制造业投资继续回升,进出口和消费保持平稳增长,经济增速或小幅回落至 6.7%。但我国经济由高速增长阶段进入高质量发展阶段,经济增速不再是衡量经济好坏的唯一标准。从投资、消费、出口三个方面分析,我们判断 2018 年一季度,我国经济增长与去年四季度持平,整体呈现降中趋稳的走势。

投资增速继续放缓。2017 年中国 1-12 月固定资产投资同比增长 7.2%,与前值持平,较上年同期下降 0.9 个百分点。其中房地产投资同比增长 7% (前值 7.5%),较年初下滑 2 个百分点,增速创年内新低。基建投资同比增长 14.93% (前值 15.83%),比年初放缓 4 个百分点,主要原因是与基建投资相关的项目在年初集中投放。制造业投资同比增长 4.8% (前值 4.1%),较上年同期加快 0.6 个百分点。先行指标房地产销售增速于 2016 年 5 月开始进入下降趋势,目前尚未出现企稳迹象,其中 1-12 月商品房销售额同比增长 13.7% (前值 12.7%),销售面积同比增长 7.7% (前值 7.9%),分别创近两年新低。预计 2018 年一季度房地产投资仍将运行在下行周期,基建投资略有放缓,但整体保持中高速增长,制造业投资有望继续回升。固定资产投资增速放缓,将在一定程度上拖累经济增长。

消费增速小幅回落,但整体保持平稳增长。中国 1-12 月消费品零售总额同比增长 9.4% (前值 10.2%),创年内新低,主要受汽车、家电销售增速放缓的影响。长期来看,2015 年初以来消费一直保持 10% 左右的增速,对经济增长的贡献率不断上升,预计 2018 年一季度消费仍将保持平稳增长的态势。

进口大幅下降、出口保持平稳。按美元计价,中国 12 月进口同比增长 4.5% (前值 17.7%),增速创年内最低,进口大幅下滑主要受国内环保限产以及年末季节性效应的影响。出口同比增长 10.9% (前值 12.3%),但依

然处于年内较高水平，人民币升值对出口的影响边际减弱。主要原因是，全球经济复苏加快，美国、欧盟、日本等贸易伙伴外需增长强劲。预计 2018 年一季度出口仍将保持平稳增长，贸易顺差改善对经济增长形成正向促进作用。

综上，2018 供给侧结构性改革持续推进，房地产投资依然运行在下行周期，基建投资边际放缓，制造业投资有望继续回升。全球经济加快复苏背景下，出口仍将保持温和增长。预计一季度我国经济与去年四季度持平，整体呈现降中趋稳的走势。

二、货币政策保持稳健，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，对股指估值水平的影响边际减弱。

2017 年中央经济工作会议指出，稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。我们认为 2018 年货币政策将继续保持稳健，为供给侧结构性改革营造稳定的货币金融环境，防控金融风险是依然是工作重点。

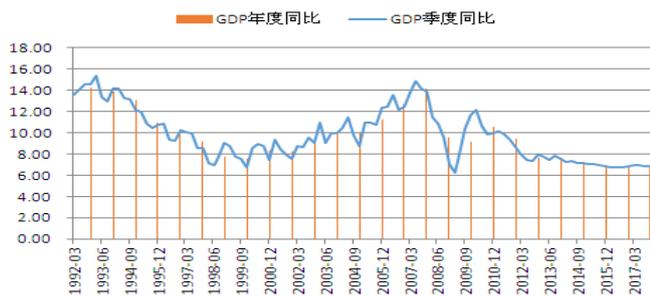
随着金融去杠杆的深入推进，2017 年以来 M2 增速呈现持续下降的趋势，截止 12 月份，M2 同比增长 8.2%，较上年同期放缓 3.2 个百分点，增速创历史新低。2017 年 12 月 CPI 同比增长 1.8%（前值 1.7%），PPI 同比增长 4.9%（前值 5.8%），二者剪刀差进一步收窄，主要受工业品价格涨幅回落，食品价格上涨的影响。央行表示随着去杠杆深化和金融回归为实体经济服务，比过去低一些的 M2 增速可能成为新常态。预计 2018 年货币供应量将继续维持低速运行，CPI 总体保持温和增长，货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

2017 年 1-12 月新增人民币贷款 13.5 万亿，较上年同比多增 8782 亿元。全年新增社会融资规模为 19.4 万亿，比上年增加 1.6 万亿元。从贷款投向来看，企业中长期贷款、小微企业贷款增长加快，居民中长期住房贷款增速明显回落，表明随着金融去杠杆的深化，以及房地产调控政策的收紧，资金逐渐回归并服务于实体经济。预计 2018 年信贷投放将保持适度增长，对实体经济的支持力度继续加大，小微企业融资难的问题将进一步得到改善。

年初是企业缴税、金融机构上缴存准的高峰期，为缓解春节前后资金面紧张压力，保持流动性基本稳定，央行建立临时准备金动用安排，并确定普惠金融定向降准于 2018 年 1 月 25 日全面实施。此外，央行续作 MLF 并加大逆回购的投放力度。2018 年 1 月 15 日，央行开展 3980 亿一年期 MLF 操作，以缓解前期投放的 2895 亿 MLF 到期对流动性的冲击。1 月 10 日至 24 日，央行共开展 20100 亿逆回购操作，实现净投放 8700 亿。公开市场操作透露出，未来央行将更多地使用 MLF、PSL 等流动性调节工具来弥补基础货币缺口，全面降准的可能性较小，但定向降准是可选项。

综上，在防范化解重大风险为工作重点的背景下，2018 年货币政策将继续保持稳健中性，既不宽松、也不收紧是常态，对股指的估值水平影响边际减弱。

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. 无风险利率中枢上移



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，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，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。

国内方面，2 月份进入中国经济数据发布的空窗期，政策面不会发生重大变化，春节期间风险事件主要集中在海外。国外方面，2 月 7 日美国众议院投票通过短期拨款议案，为政府提供资金至 3 月 23 日，随后将提交参议院表决。若参议院否决短期支出法案，则政府将面临再次关门的风险，届时将给金融市场带来较大的负面冲击。通过对国内外因素进行分析，我们认为 2 月份影响风险偏好的因素多空交织。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 十九大报告指出，“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业”。在十九大报告的指引下，预计 2018 年国企改革仍将深入推进，混合所有制改革是重要突破口。此外还将推进财税、金融、土地、城镇化、社会保障、生态文明等基础性改革。中央经济工作会议强调，加大重要领域和关键环节改革力度，营造支持民营企业发展良好环境，深化国企国资、财政金融等改革，与十九大精神一脉相承。2018 年依旧是全面深化改革之年，当改革取得超预期、实质性进展时，将边际改善风险偏好。

2. “临时准备金动用安排” 确保流动性无忧。为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生临时流动性需求，央行决定建立“临时准备金动用安排”，在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为 30 天。临时准备金动用安排以及普惠金融定向降准，消除了春节前后流动性紧张的担忧情绪，有利于风险偏好的稳定。

3. 特朗普税改全面实施，基建计划提上日程。2017 年 12 月 22 日，特朗普税改方案正式完成立法，并于 2018 年起开始实施，预计未来 10 年将减税 1.5 万亿美元，为 30 年来最大规模的减税计划。税改全面实施后，有利于美国企业利润的回升，刺激经济增长和消费支出。此外，特朗普在国情咨文讲话中，提出 1.5 万亿美元的基建投资计划，在美国全面新建公路、桥梁、高速公路、铁路、水道等基础设施，预计立法时间缩减至 1-2 年。2018 年特朗普基建计划将进入立法阶段，未来将刺激大宗商品的需求，并带动资产价格上涨，有利于提升风险偏好。

影响风险偏好的不利因素包括：

1. 金融监管继续加强。2017 年中央经济工作会议把防范化解重大风险放在三大攻坚战的首位，重点是防控金融风险，促进金融与实体、金融与地产、金融体系内部的良性循环，为供给侧结构性改革营造稳定的宏观金融环境。2018 年初银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象》的通知，在巩固前期专项治理成果的基础上，继续保持监管高压态势，严肃惩处违法违规行为，着力引导银行业回归本源，促进金融与经济的良性循环。中央经济工作会议将防范化解重大风险放在更加突出的位置，意味着金融监管的进程远未结束，未来还将进一步强化。

2. 美联储加息步伐可能加快。2017 年美国保持温和增长，劳动力市场持续走强，但通胀表现疲软，美联储维持缓慢加息。美联储 12 月会议纪要称，若通胀因减税而加速回升，可能要加快加息。美国税改通过后，各大公司纷纷为员工加薪，薪资的增长将会刺激消费支出，从而提升通胀预期。美国 1 月非农数据显示，平均小时薪资增速达到 2.9%，创 2009 年以来的最大增幅，表明美国薪资增速的回升确实受到了减税的影响。我们认为特朗普税改全面实施，将会增加企业利润和提高员工收入，从而刺激经济增长和消费支出，并提升长期通胀预期。2018 年若通胀加速回升并达到 2% 的目标，美联储货币政策正常化的进程将会加快，长期国债收益率上行，对风险偏好形成抑制。

（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 股换手率和涨跌幅波动率逐渐远离历史底部区域，表明风险偏好处在上升期。

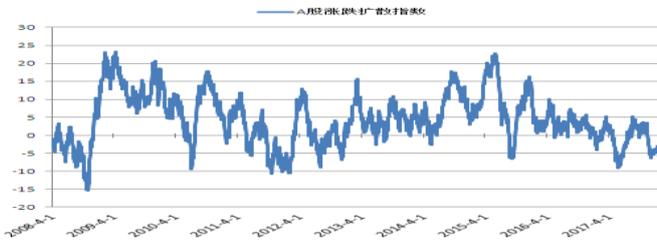
1. 量化指标

（1）A 股扩散指数进入历史底部区间。2017 年 10 月份以来，A 股扩散指数呈现逐渐回落的态势，但股指重心缓慢上移，表明 A 股结构性行情特征明显，结构分化持续存在。截止 2018 年 1 月 31 日，A 股扩散指数为 -6.14，进入 -5 至 -10 这一历史底部区间。A 股扩散指数反映当前市场风险偏好处于相对低位，未来仍有进一步的上升空间。

（2）A 股月换手率开始上升，逐渐远离历史底部区域。A 股月换手率从 2017 年 12 月份的 13% 上升至今年 1 月份的 20%，明显高于 10% 左右的历史底部位置。

（3）上证指数日涨跌幅波动率低位回升。截止 2018 年 1 月 31 日，上证指数的日涨跌幅波动率为 10%，并呈现不断扩大的趋势。从波动率的角度分析，股指已由震荡反弹进入温和上涨阶段，表明股指正在远离市场底部区域。

图 3. A 股扩散指数进入历史底部区间



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 4. A 股月换手率逐渐远离历史底部区域

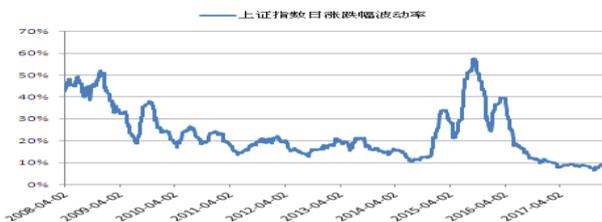


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

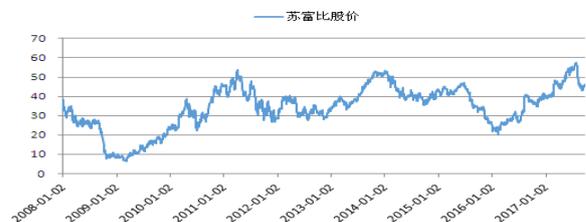
作为衡量全球风险情绪的指标之一,我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了 2008 年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是,2008 年 12 月、2010 年 6 月、2012 年 10 月、2014 年 7 月,与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合,期间对应股价区间为 20-30。截止 2018 年 1 月 31 日,苏富比股价为 52.76,整体处于上升趋势中,表明全球风险偏好仍在回升。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率低位回升



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仍在上升



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在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面,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。十九大以来,新股发行审核日益趋严,IPO 通过率明显下降,新股发行数量由之前的每周 7-10 家降至每周 3-5 家。截止 2018 年 1 月 26 日,证监会 1 月份共核发 14 家 IPO 批文,募集资金总额 200 亿元,新股发行数量较前期明显下降,但筹资总额有所增加。2 月份限售股解禁市值 27225864.83 万元,规模较 1 月份大幅下降。综合来看,新股发行通过率降低,限售股解禁规模下降,将在一定程度上减轻资金面压力。

图 7. 2016-2018 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. 2018 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

2016 年初以来，股指底部逐渐企稳，重心缓慢上移，但市场结构分化，上证 50 和沪深 300 指数走出慢牛行情，而中证 500 指数维持低位震荡。从 2016 年 1 月至 2018 年 1 月，沪深 300 指数已累计上涨 46%，上证 50 指数累计上涨 58%，中证 500 指数累计上涨 15%。全球经济复苏背景下，我国经济增长保持稳中向好，企业盈利温和改善，资产负债表逐渐修复，股指的估值水平得到边际提升。在金融监管不断强化的背景下，概念炒作逐渐被市场抛弃，估值水平的提升主要靠业绩增长支撑，价值投资成为市场选择的方向，我们认为 2018 年股指将震荡上行，重心缓慢抬升，结构性行情仍会延续，上证 50 和沪深 300 股指期货的表现要好于中证 500 指数。春节临近，市场交投清淡，预计 2 月份股指将进入震荡调整期。

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

从周线上来看，IF、IH 加权连续 4 周上涨后进入高位震荡，技术上存在调整的要求，但均线簇多头排列、向上发散，周线级别的上涨趋势仍在延续，待压力充分消化后有望继续走高。IC 加权反弹受到 20 周线的压制，长阴下挫形成断头铡刀之势，整体维持低位震荡。上证指数在 3600 关口附近承压回落，跌破 20 周线，短期或反复考验 40 周线及上升趋势线支撑，构筑阶段性底部，待压力充分释放，有望重拾升势。

日线方面，IF 加权在 4400 关口上方遇阻回落，接连跌破 20、40、60 日线，MACD 指标死叉，短期或向下试探 4000 整数关口支撑。IH 加权跌破 20 日线，短期或向下寻找 40、60 日线支撑，预计在此处企稳的可能性较大。IC 加权连续大幅下跌，均线簇空头排列，形成日线级别的下跌趋势。上证指数跌破 60 日线，逼近 3300 整数关口，因下跌速度较快，短期或进入反复震荡筑底的过程。

综上，股指连续上涨后进入回调阶段，但周线级别的上升趋势并未遭到破坏，短期调整不改向上格局。预计节前将维持震荡整理，充分调整后有望重拾升势。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指上涨的目标位进行测量。上证指数从 2017 年 5 月低点 3016 至 11 月高点 3450，可视为第一浪上升，期间累计上涨 434 点。从去年 11 月高点 3450 至 12 月低点 3254，

可视为二浪回调，期间下跌 196 点。未来若有三浪上升，根据波浪理论，三浪的涨幅至少要等于一浪，则三浪上涨的理论目标在 3688 点。

图 11. IF 加权月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 13. 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

2018 年 1 月份，普惠金融定向降准全面实施，央行建立临时准备金动用安排维稳流动性，基本面因素总体偏多，股指实现开门红。2 月份进入中国农历新年，节前市场情绪偏向谨慎，股指维持震荡调整是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，全球经济复苏背景下，我国经济保持稳中向好的态势，供给侧改革持续推进，制造业投资企稳回升，企业盈利温和改善，将在分子端边际提升股指的估值水平；第二，货币政策保持稳健中性，既不宽松也不收紧是常态，对股指的影响边际减弱。第三，影响风险偏好的因素多空交织。国外方面，特朗普减税计划正式落地并开始实施，1.5 万亿美元的基建计划进入立法阶段，有利于刺激经济增长和大宗商品需求。国内方面，2 月进入经济数据发布的空窗期，政策面变化不大，2018 年全国两会将于 3 月初召开，两会期间以维稳为主，有利于提升风险偏好。不利因素在于，美联储正式进入鲍威尔时代，货币政策正常化的进程可能加快。

股指在经历 1 月份的连续上涨后进入短暂回调阶段，春节将于 2 月中旬到来，节前市场情绪偏向谨慎，股指 2 月份维持震荡调整是大概率事件，波动区间：IF 加权 4200-4400，上证 3380-3580。稳健者维持以逢低建多为主，博弈节后多头行情。

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

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

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

成都高新营业部

业务电话：028-68850968-826
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1
栋28层2804号

深圳分公司

电话：0755-33506379
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

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

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

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

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

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

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

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

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