

转入下跌周期，震荡寻底酝酿反弹

股指期货

内容提要：

- ◆ 正如我们在9月报告中所预测基本面显著转空，股指如期结束了年初以来的反弹趋势，转入下跌周期。导火索是美联储加息预期升温重创美股，道琼斯高位回落致使全球股市受挫。
- ◆ 10月份影响股指的基本面因素总体偏空，股指震荡寻底酝酿反弹是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据小幅回暖，房地产投资、销售止跌回升，但实体经济回报率低下，企业投资意愿低迷，经济增长短期回暖难以边际提升股指的估值水平；第二，全球货币宽松遇到流动性陷阱，央行货币政策将继续维持中性，近期降息降准不值得期待。抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用；第三，影响风险偏好的因素总体偏空。金融监管全面收紧，供给侧改革过程中债券违约事件将增多，美联储年底加息预期有待释放，美国11月大选前不确定性因素增多，美股高位回落风险尚未解除；第四，新股发行提速加量，限售股解禁高峰期陆续到来，以及金融去杠杆的全面推进将对资金面造成较大压力。
- ◆ 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，10月份股指仍将运行于下跌周期，或以抵抗式下跌的节奏运行，震荡寻底酝酿反弹是大概率事件。
波动区间：IF 加权 2970-3240，上证 2780-3050。
- ◆ 操作建议：回踩上证 2850 一线可轻仓试多博反弹，若有机会下探至上证 2780，可分批建立趋势多单。

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

防范反抽结束，再次探底风险
(周报) 20160926外围风险因素增加，谨慎观望为宜
(周报) 20160919利空影响或有下探，但不必恐慌
可逢低短多 (周报) 20160912警惕反弹结束进入下跌周期 (月
报) 20160901本周区间震荡为主，后市需谨慎
不乐观 (周报) 20160829进入五浪阶段，冲新高需收缩防
线 (周报) 20160822IF 已过前高待确认，上证将冲
3069-3097 (周报) 20160815

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。

正如我们在 9 月报告中所预测基本面因素显著转空，9 月中旬股指如期结束年初以来的反弹趋势，转入下跌周期，导火索是美联储加息预期升温重创美股，道琼斯高位回落引发全球股市受挫。10 月份影响股指的基本面因素总体偏空，股指震荡寻底酝酿反弹是大概率事件。基本面逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据小幅回暖，房地产投资、销售止跌回升。但实体经济回报率低下，企业投资意愿依旧低迷，经济短期回暖难以边际提升股指的估值水平；第二，全球货币宽松遇到流动性陷阱，央行货币政策将继续维持中性，近期降息降准不值得期待，抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用；第三，新股发行提速加量，限售股解禁高峰期陆续到来，以及金融去杠杆的全面推进将对资金面造成较大压力；第四，影响风险偏好的因素总体偏空。金融监管全面收紧，供给侧改革过程中债券违约事件将增多，美联储年底加息预期有待释放，美国 11 月大选之前不确定性因素增多，美股高位回落风险尚未解除。

一、经济增长短期回暖，但难以边际提升股指的估值水平

经济增长先行指标房地产投资和销售止跌回升，带动固定资产投资低位反弹，8 月金融数据超预期增长，M1 与 M2 剪刀差有所收窄，同步指标工业增加值、消费好于预期。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断 9、10 月份经济或有小幅反弹，但实体经济回报率下降背景下，企业投资意愿依旧低迷，经济增长下行压力犹存。

投资增速止跌回升。中国 1-8 月固定资产投资同比增长 8.1%（前值 8.1%），结束四连降，主要受房地产以及民间投资回暖的带动；8 月房地产投资同比增长 5.4%（前值 5.3%），30 个大中城市商品房成交面积 2560.74 万平方米，环比增长 6.24%，房地产销售小幅回升。我们预计 9、10 月份投资增速或因房地产投资回暖而小幅回升，但房地产投资、销售回暖主要受“金九银十”消费旺季的提振，并不具备持续推动力，房地产销售年内拐点已经形成，10 月份过后房地产投资增速或继续放缓。

消费保持平稳增长。受汽车销售大幅增长的提振，1-8 月消费品零售同比增长 10.6%（前值 10.2%），消费增速整体保持平稳。从 09 年开始消费增长经历了逾 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 9、10 月消费仍将维持平稳增长。

进口超预期增长，出口温和改善。按美元计价，中国 8 月进口同比增长 1.5%（前值-12.5%），为两年来首次转正，主要受大宗商品价格回升以及企业补库存的影响；出口同比下降 2.8%（前值-4.4%），人民币贬值以及欧美、日本需求回暖导致出口改善。但在全球贸易收缩，国内投资

增速回落的背景下，内外需无明显改观，预计9、10月进出口仍维持低位运行。

综上，先行指标投融资数据小幅回暖，房地产及民间投资止跌回升，但“金九银十”销售旺季过后，投资增速或将继续放缓，经济增速短期反弹难以边际提升股指的估值水平。

二、货币政策维持稳健，无风险利率难有下行空间

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，近期降息降准可能性极小；抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用。

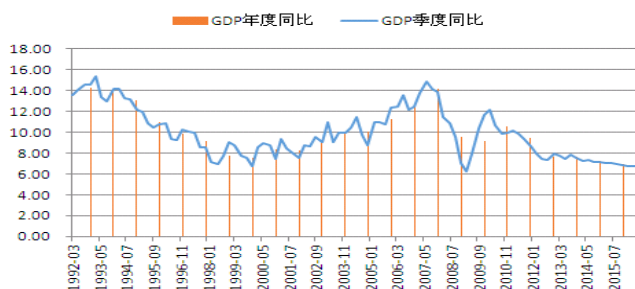
9月杭州G20峰会公告强调，避免货币依赖，加强财政政策，加快推进供给侧改革。在政治局强调抑制资产泡沫背景下，央行货币政策将继续维持中性取向，近期再度宽松的空间几乎不存在，降准的可能性微乎其微，需求端刺激将更多依赖于财政发力。

今年政府工作报告确定2016年M2增长目标为13%左右，M2增速自1月份到达14%的高位以来，呈现逐渐回落的态势，直到8月份才首次录得低位反弹，同比增长11.4%（前值10.2%），总体来看货币供应量并未大幅偏离政府目标。CPI同比录得1.3%，较7月回落0.5个百分点，连续四个月下滑。鉴于通胀和货币供应数据并未偏离政府目标，因此货币政策取向没有进一步宽松或收紧的必要性。

8月新增人民币贷款9487亿（前值4636亿），以房贷为主的居民中长期贷款大幅增加是主要原因。社融规模增量14700亿元，较7月份的4879亿大幅回升。M1与M2剪刀差虽有所收窄，但实体经济回报率低下，企业投资意愿低迷，流动性“脱实向虚”的趋向依旧严重。因此，在投资遇到流动性陷阱的窘境下，货币政策边际宽松的空间将在很大程度上受到制约。

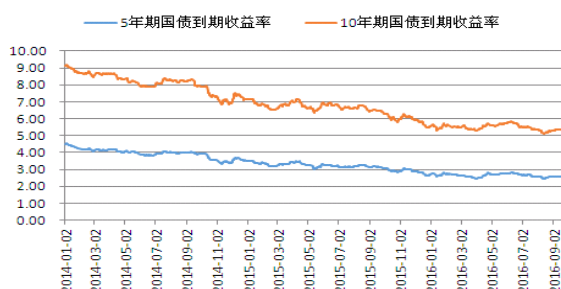
无风险利率自2014年初进入下行周期以来，债券牛市已持续2年有余。在监管层抑制债市泡沫的背景下，央行重启14、28天逆回购，利率端“锁短放长”的意图明显，试图在保持充裕流动性的基础上抬升资金成本，引导金融机构主动去杠杆。此举加重了市场对于央行货币政策边际收紧的忧虑。因此，无风险利率难以再有下行空间，甚至金融去杠杆存在引发货币市场利率上行的可能，对股指的估值水平有抑制作用。

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。

9月中旬股指终结年初以来的反弹趋势，步入下行周期，针对上证2638至3140以来的反弹趋势展开一轮中期调整。主要原因在于影响风险偏好的因素明显转空，导火索是美联储加息预期升温重创美股，道琼斯大幅下跌引发全球股市受挫。通过对影响风险偏好的主要因素进行梳理和分析，我们认为当前外围风险因素正在不断积聚，10月份影响风险偏好的因素总体偏空，将显著抑制风险偏好。

（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.金融监管收紧。今年5月份以来，在抑制资产泡沫以及“防风险、去杠杆、严监管”的政策背景下，金融监管新规陆续出台。从人民银行货币政策由宽松转向中性，到证监会私募资管运作规定、银监会理财业务新规、保监会险资杠杆约束，充分体现了监管层从严监管的决心，A股将进入全面监管时代，金融监管持续收紧将抑制风险偏好。

2.债券违约事件增多。四季度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年债市打破刚性兑付以来，截止8月底共有违约债券67只，合计违约金额404.2亿元。2016年以来共有违约债券44只，比去年同期（9只）增加了近4倍，违约金额达265亿元，占2014年至今违约总规模的65.56%。

3.人民币汇率。美联储9月会议按兵不动，但暗示年底前加息的概率增加，后期随着12月加息预期的释放，人民币汇率将面临贬值压力。但在人民币汇率6.70关口，央行干预的意图明显，考虑到10月1日人民币正式纳入SDR、11月美国大选紧随其后，我们认为四季度央行维稳人民币汇率的意愿将增强。短期来看，受维稳预期的影响，本币汇率波幅明显收窄，9月份在岸人民币汇率微涨0.07%。预计10月人民币汇率仍将以维稳为主，大幅波动的可能性较小，对风险偏好的影响中性。

4.全球国债收益率上行。G20会议上全球央行就避免货币依赖达成共识，暗示货币宽松已接近边缘，再度宽松的空间几乎不存在，甚至存在边际收紧的可能性。全球货币宽松的预期落空，致使国债遭到大规模抛售，国债收益率由降转升。彭博公布的数据显示，发达国家主权债券指数从7月创下的纪录低点0.39%涨至0.6%，为6月23日来新高。截止9月28日，美国1年期国债收益率报0.60%，创近3个月新高，较从6月末上升15个基点。在全球国债遭遇抛售潮的背景下，无风险利率显著上行将抑制风险偏好。

5.美联储加息。美联储9月FOMC会议维持利率不变，符合预期，但指出年底前加息概率

增加，点阵图显示年内或加息一次。耶伦表示本次会议不加息，是为了等待更多经济朝着目标方向发展的证据。只要就业数据持续好转，又未有重大风险事件，预计年内将加息一次。我们认为美国就业、通胀数据持续走好，已满足美联储加息的必要条件，若下半年经济有超预期表现，则美联储12月加息是大概率事件。

6.美国11月大选前不确定性因素增多。从希拉里和特朗普两位候选人的政策主张来看，前者趋向于鸽派，而后者则明显倾向鹰派。若特朗普大选获胜，则对全球金融市场造成重大利空。目前来看，经过第一场辩论，希拉里暂时领先，但二者支持率相差不大，最终结果存在较大不确定性，对风险偏好形成压制。

7.道琼斯高位回落风险尚未解除。9月9日美股历史高位大幅下跌，形成破位之势，导致全球股市遭受重创。之后虽然逐渐得到修复，但受美联储12月加息预期的困扰，顶部回落风险仍未消除，将抑制风险偏好。

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。若供给侧改革、国企改革、户籍改革等系列改革和创新取得实质性、超预期进展，将边际改善风险偏好。但当供给侧、国企改革预期相继落地后，风险偏好难以再度提升。

2.深港通启动、养老金入市。8月16日国务院正式批准《深港通实施方案》，预计11月份将正式启动，养老金入市各项进程也在有条不紊的进行。以上利好预期有利于风险偏好的修复和反弹。

（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。

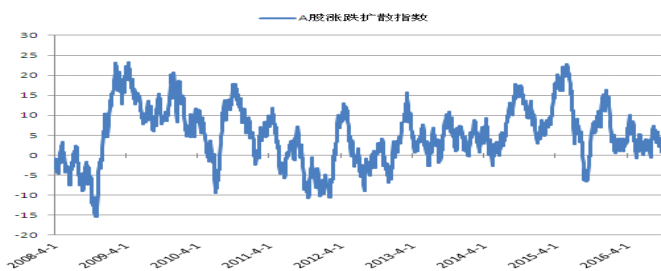
1. 量化指标

（1）A股扩散指数尚未到达历史底部区间。截止9月28日，A股扩散指数为0.66，与8月末相比小幅下降，略高于-10至-5这一历史底部区间。我们认为，股指由反弹转入下行周期，A股扩散指数也相应走低，但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，9月份A股月换手率录得14%的低位，与8月份的21%相比继续下降，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。

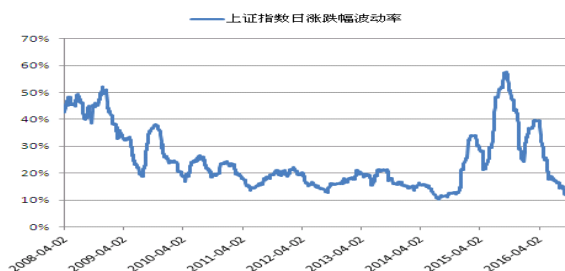
（3）上证指数日涨跌幅波动率已进入历史底部区间。截止9月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为12%，已进入10%-20%历史性底部区间。从波动率的角度分析，当前股指正在接近市场底部区域。

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

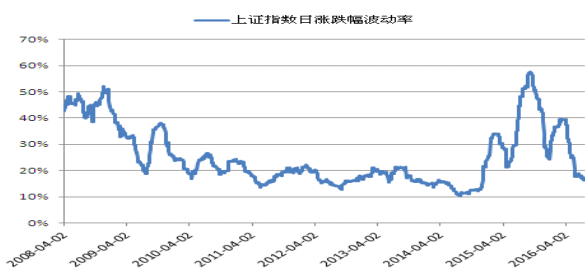


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

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9月28日,苏富比股价为36.87,较8月底小幅下降了9.25%,但仍高于20-30这一历史底部区间,表明在全球风险偏好有待回落。

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有待回落



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

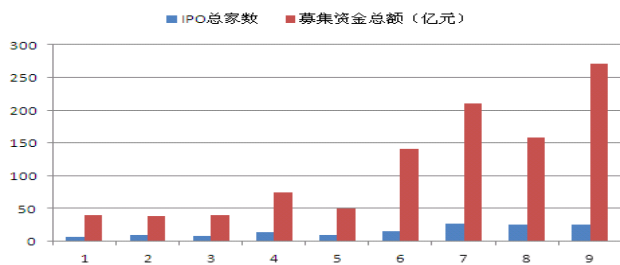
四、资金面分析

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发行、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9月份核发两批IPO总计26家,募集资金总额271亿,规模为年内最高水平。下半年新股发行提速加量,限售股解禁高峰期也陆续到来,这将在一定程度上对股票市场造成供给压力。

实体经济回报率低迷背景下,一二线楼市价格暴涨,吸引大量投机资金回流房地产市场,这对股市存量资金来说将产生“失血效应”,对资金面造成一定的压力。此外,银行配资、险资、私募资管产品遭遇全面去杠杆,金融去杠杆在限制增量资金入市的同时,也将逐步清理清理部分高杠杆存量资金,严监管下现货市场活跃资金入场意愿降低。有利因素在于,《深港通实施方案》已获批准,预计11月份将正式启动,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。但总体来看,我们认为10月份资金面显

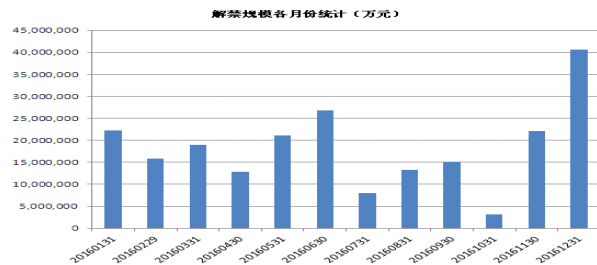
著偏空。

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

图8. 2016年限售股解禁规模



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

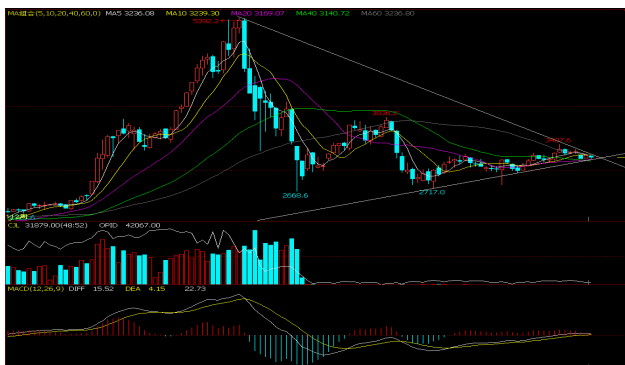
第二部分 波动分析

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,自去年6月股灾以来,本轮熊市已持续了1年有余。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。股指自9月12日形成向下跳空缺口,宣告年初以来的反弹趋势结束,转入下跌周期,针对上证2638至3140以来的反弹展开一轮中期调整。由于今年春季和夏季行情连在一起,反弹持续了7个月之久,预计下跌周期持续时间也不会太短,大概率以震荡式下跌的节奏运行。

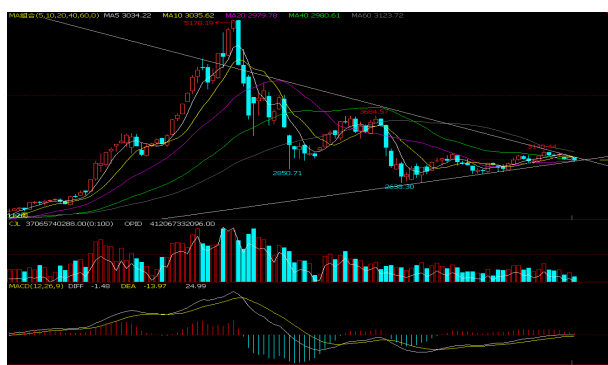
从空间上来看,上证指数2月低点2638至8月高点3140,期间反弹约500点,从时间跨度上来说,反弹幅度并不是太大,因此预计下跌的空间也不会太大,不宜过度悲观。

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5周线下穿10周线,技术上形成反压,若有效跌破20周线,则周线反弹趋势宣告结束。上证指数逼近2638与2780连线构成的上升趋势线,这一支撑位若被跌破,则周线转入下行趋势是大概率事件。长周期来看,期现指数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,此前上涨趋势仍定性为震荡市中的反弹阶段,并非牛市中的主升浪。

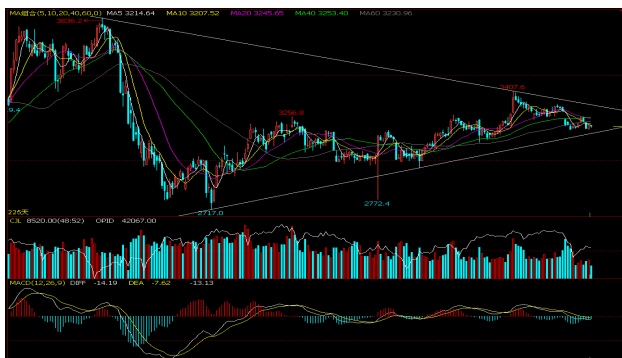
日线方面，IF 加权 9 月 12 日形成向下缺口，反弹回补部分缺口后，再次跳空向下，均线簇空头排列，下跌趋势明显。上证指数 9 月 26 日收放量长阴，确认 3040-3078 缺口为突破性缺口，或再次向下寻找支撑。虽然上证 2638 与 2780 连线短期存在支撑，但鉴于上证 50、中小板、创业板等指数均已跌破上升趋势，上证指数上升趋势线也终将会被下破，重新得到修正。

综上，股指年初以来的中期反弹趋势已被跌破，当前正运行在下行趋势中，大概率以抵抗式下跌的节奏运行。

二、目标测度分析

我们使用黄金分割率对股指下跌周期中的目标支撑位进行测量。以上证指数为例，从今年 2 月低点 2638 至 8 月高点 3140，上证指数已完成 0.809 的理论回撤幅度，下一目标支撑位将是 0.618 或 0.5 的黄金分割位，对应点位上证 2948、2889。

图 10. IF 加权日 K 线



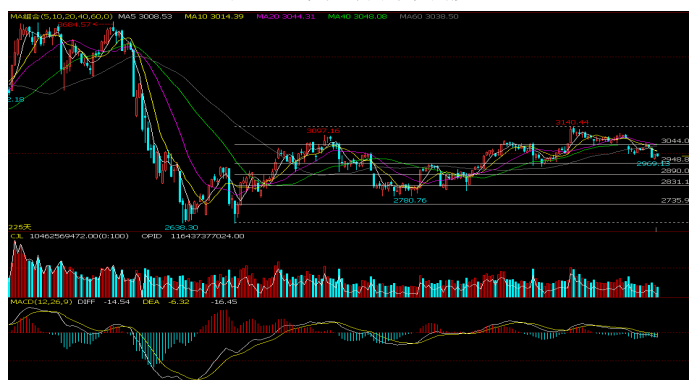
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 11. 上证指数日 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 黄金分割率测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

10 月份影响股指的基本面因素总体偏空。逻辑在于：第一，经济增长先行指标投融资数据小幅回暖，房地产投资、销售及民间投资止跌回升。但实体经济回报率低下，企业投资意愿

依旧低迷，经济短期回暖难以边际提升股指的估值水平；第二，全球货币宽松已到尽头，央行货币政策将继续维持中性，短期降息降准不值得期待，抑制债市泡沫导致无风险利率难有下降空间，甚至存在上行风险，对估值水平有抑制作用；第三，新股发行提速加量，限售股解禁高峰期陆续到来，以及金融去杠杆的全面推进对资金面造成较大压力；第四，影响风险偏好的因素总体偏空。金融监管全面收紧，供给侧改革过程中债券违约事件将增多，美联储12月加息预期有待释放，美国11月大选前不确定性因素增多，美股高位回落风险尚未解除。

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，股指运行在熊市的第二阶段一震荡市。综合基本面因素，10月份股指仍将运行于下跌周期，或以抵抗式下跌的节奏运行，震荡寻底酝酿反弹是大概率事件。波动区间：IF加权2970-3240，上证2780-3050。回踩上证2850一线可轻仓试多博反弹，若有机会下探至上证2780可分批建立趋势多单。

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

苏州营业部

业务电话：0512-69560998
 传真：0512-69560997
 邮编：215002

常州营业部

业务电话：0519-88059976
 传真：0519-88051000
 邮编：213121

地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

地址：苏州干将西路399号601室

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

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

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

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