

牛市未终结，万点仍可期

在距上一轮大牛市数年后的 2015 年，货币政策再度进入宽松周期内股市步入新一轮猛烈上涨则是一件并不出人意料事情；而 2014 年-2015 年中国股市的大幅上涨，也许只是在当前国内经济发展阶段中、在金融市场规律作用下的后期更大级别牛市的“序曲”。

中国股票市场而言，2015 年是一个“大起大落”的年份。

2014 年 11 月 22 日央行降息、新一轮宽松货币政策周期推动股市开始连续大幅上涨，而在 2015 年 6 月证监会“一刀切”的去杠杆措施又打压股市掉头急跌，再出现“国家队”强力出手救市，最后到年底监管层、券商和“股神”等诸多“金融汉奸”悉数落马-----这一年内中国股市跌宕起伏的情节不啻于一部好莱坞大片。

如果说 2015 年上半国内股市的飙升已经初步显示出了市场蕴藏的巨大上涨能量，那么在进入 2016 年后中国股市就更有条件掀起大牛市的上涨浪。2016 年作为中国共产党“十九大”召开的前一年以及国内“十三五”规划头一年，其在政治经济等方面具有重要的时间窗口意义；预计管理层在这一年对“稳增长”的重视程度或高于以往-----这或将在政策上直接或间接的为股票市场源源不断的提供诸多利好。

由于我们判断在 2016 年国内股市仍将延续大牛市的格局，因此操作上还是建议采取积极的多头策略。

相关报告：

《一六年前后，一万点左右》

康黎 分析师

倍特期货有限公司

研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

股指：牛市未终结，万点仍可期

第一部分：2015 年行情回顾

对中国股票市场而言，2015 年是一个“大起大落”的年份。以 2015 年 6 月为分水岭，市场在上半年和下半年里分别经历了“疯牛”模式的急涨以及“股灾”模式的暴跌“冰河两重天”走势：从 2015 年初至 6 月中旬，上证指数已较 2014 年 7 月上涨了 152%、较年初上涨了 59.7%，中小企板、创业板较年初更是上涨了 138%和 165%；而在 2015 年 6 月-8 月的短短三个月内，上证指数竟然一口气大幅回调了约 45%！

2014 年 11 月 22 日央行降息、新一轮宽松货币政策周期推动股市开始连续大幅上涨，而在 2015 年 6 月证监会“一刀切”的去杠杆措施又打压股市掉头急跌，再出现“国家队”强力出手救市，最后到年底监管层、券商和“股神”等诸多“金融汉奸”悉数落马-----这一年内中国股市跌宕起伏的情节不啻于一部好莱坞大片。

图一：上证指数日 K 走势



资料来源：文华财经

第二部分：市场结构分析

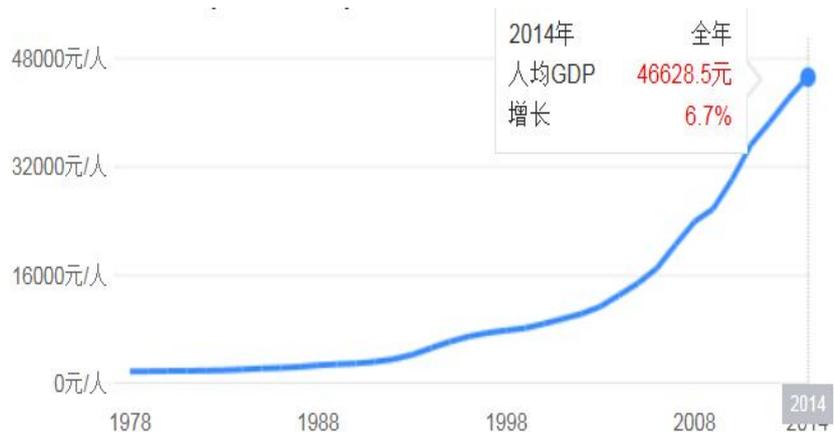
1.宏观经济分析

2015 年是中国宏观经济风险集中释放和加速探底的低迷年。国内投资增速依然下滑，各行业产能过剩库存高企，工业面临较大下行压力，外需持续疲软以及政策刺激效应的弱化，经济趋稳的基础并不扎实，增速反弹的拐点尚未出现。预计 2015 年中国 GDP 实际增速为 6.9%，较 2014 年下滑 0.4 个百分点。

然而，国内经济增速的疲弱并未直接拖累 A 股市场，反倒是管理层为稳增长而采取的降息降准等宽松货币政策在 2015 年上半年一路为股市上涨不断的“助力”。

而据国家统计局数据显示，2014 年中国人均 GDP 已达到 7575 美元，不出意外 2016 年国内人均 GDP 将超过 8000 美元。从资本市场发展规律和世界各大经济体证券市场发展经验来看，一个国家或地区的股市在人均 GDP 超过 5000 美元后就将步入加速发展的阶段。2014 年中国 7575 美元的人均 GDP，按照购买力平价则相当于 70 年代的日本、80 年代后期的中国台湾和 90 年代初其的韩国水平。而这些经济体在相同发展阶段前后均出现经济增速换挡，而且股市也都迎来或将迎来其最为猛烈的大牛市---其中和大陆同宗同源的中国台湾地区，股票市场在 1990 年股指超过 12000 点时其人均 GDP 正是在 8000 美元左右。

图二：中国国内人均 GDP 水平变化（单位：元）



资料来源：中国国家统计局

如果把经济发展水平的高低比作不同季节的温度，那么现阶段中国 8000 美元左右的人均 GDP 水平对股市上涨而言就如同四月阳春的一般特别适合。因此，在距上一轮牛市数年后的 2015 年，货币政策再度进入宽松周期，而股市步入新一轮猛烈上涨则是一件并不出人意料事情；而 2014 年-2015 年中国股市的大幅上涨，也许只是在当前国内经济发展阶段中、在金融市场规律作用下的后期更大级别牛市的“序曲”。

2.市场状况分析

从国内股市目前的市场结构来分析，我们认为 2016 年 A 股市场或仍将运行于牛市进程当中，其理由主要有以下几点：

a. “股灾”或难终结牛市，宽幅震荡实属正常

从 2015 年 6 月至 2015 年 8 月，沪指从 5178.19 点大幅回调至 2850.71 点，跌幅达 45%。于是，很多媒体将此次回调称为“股灾”；结合此前市场已有超过一倍多的涨幅，很多投资者就此断定本轮牛市上涨已经结束，后市股市或步入漫漫熊途。

然而，从世界各国股市历史走势的演化轨迹来看，牛市上涨过程中出现大幅回调的现象并不罕见、甚至可以说是司空见惯。

在与本轮 A 股市场上涨最为相似 1986-1990 年台湾股市大牛市中，市场曾经出现过两次回调幅度超过 40% 的大震荡。1986 年台股加权指数在突破了 1000 点后，在其后 9 个月的时间内指数超过了 2000 点，随后两个月又接连突破了 3000 点和 4000 点达到超过 4800 点的阶段性顶部。但在 1987 年的全球股灾的冲击下，市场在短期内令人目眩地下跌了 51%、于 1987 年 12 月底回落至 2300 点附近。尽管此次巨大跌幅使投资者信心倍受打击，但在 1988 年 6 月市场又突破前期的高点，并且首次达到了 5000 点，在 7 月超过了 6000 点，并在 8 月接连越过了 7000 点和 8000 点达到第二个阶段性高点 8790 点。接下来，因当时受台湾“财政部长”宣布征收资本利得税这一利空的打压，市场再度自由落体式地下跌，最终在年底跌破了 5000 点，下跌了 43%。然而这两次巨幅回调并没有就此阻挡住台湾股市超级大牛市的步伐---第二次回落后台湾加权指数在 1989 年再次快速上涨，并只用了 4 个多月就突破了前期高点，之后连续突破 6000 点、7000 点、8000 点、10000 点，最牛市最终在 12495 点的璀璨高位才骤然谢幕。

图三：台股加权指数周 K 线走势



资料来源：文华财经

除了台湾股市，香港、印尼、法国和德国等国家及地区的股票市场在其历史上的大牛市中都曾出现过幅度超过 40%急速回调，但牛市的进程都未被终结、之后市场继续高歌猛进的大幅上涨，并屡创新高。

图四：香港、印尼、法国和德国股市历史走势



资料来源：文华财经

b. 货币政策仍然宽松,市场流动性保持充足

从 2014 年 11 月 22 日央行时隔两年半再次降息开始，中国进入降息周期、货币政策趋于宽松。就国内外股票市场的历史运行来看，在降息周期中股市持续下跌的情况非常少见；而牛市往往是在加息周期内才最终结束。

从历史数据来看，降息周期往往伴随 A 股市场步入牛市上涨：1996 年 5 月 1 日~1999 年 6 月 10 日，市场迎来一次降息周期，央行连续 7 次降息，引发 A 股走出一波慢牛行情；2008 年 9 月 15 日~2008 年 12 月 23 日，央行连续降息 5 次，沪指从 2008 年 10 月 28 日的 1664.93 连续反弹翻番，到 2009 年 8 月 4 日见顶于 3478.01 点；2014 年 11 月 22 日央行降息，再度启动了一轮大幅上涨，至 2015 年 6 月 12 日上证指数涨至 5178 点，相比 2013 年 6 月的 1849 点低点暴涨 180%。国外的类似例子也很多：美联储的三轮量化宽松政策推动道指几乎没有回撤的一直涨到 18000 点。

目前中国经济“稳增长”的压力依然很大、通胀水平仍然很低的情况下，可以预见国内宽松的货币政策在 2016 年还将延续，其构成了股市走牛最重要的经济金融基础。

宽松货币政策最直接的结果便是导致流动性充裕。而根据经济学研究结果：流动性充裕和股市上涨总体呈现正相关性。由于股市的涨跌从根本上来讲是一种资金流动的结果：资金涌入市场，股市大幅上涨；反之市场下跌。因此，市场资金充裕是股市出现牛市的充分条件，是股市上涨的主要推动力。2014年下半年至2015年上半年在经济基本面并无明显趋好的情况下，国内股市的大幅上涨正是流动性在市场中发挥出部分威力的结果。

2015年下半年A股市场虽然大幅回调，但其并没有改变国内流动性充裕的现状；股市的下跌只是暂时将部分资金挤出市场而并没有消灭流动性。因此，在2016年股市维持牛市的充分条件依旧没有改变。同时随着管理层为提振经济稳增长而进一步放松货币政策以及采取积极的财政政策，可以预见市场中的流动性在还将增强，进而使得股市上涨更加“不差钱”。

c.市场群众基础扎实，股民后备力量充足

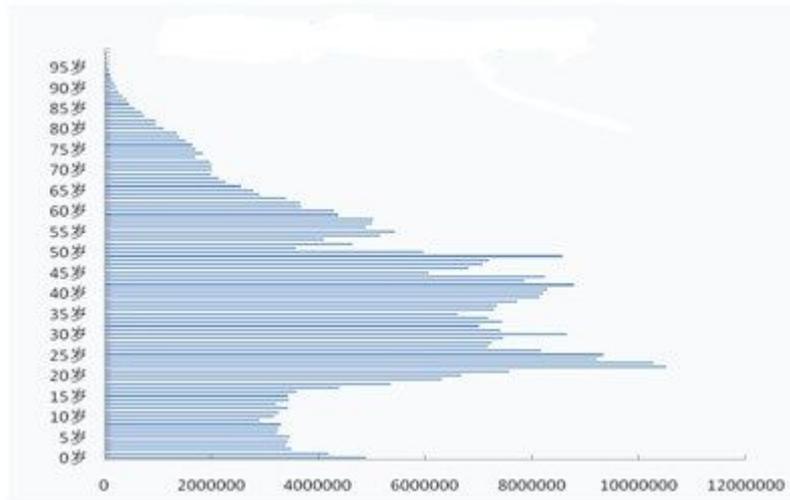
股票市场的涨跌，虽然直接由资金流动所引起，但其背后归根结底是市场参与者集体行为的结果-----所以人才是市场一切表现的核心因素。因此，参与者群体的数量多寡往往决定了市场规模的大小。同时，股市的牛市往往也是在所以能参与股市的投资者都入市、市场因缺乏后续力量推动价格继续上涨后才开始崩盘并“寿终正寝”。

根据中登公司的数据显示,截至2015年5月底,沪深两市的开户数量合计已经达到了2.13亿户,考虑到不少投资者同时拥有沪深两个账户数,因此减半计算,测算出当时中国股民数已超过了亿级大关。

那么，在2015年6月A股市场大幅回调之前，国内能参与股市的投资者是否都已全部入市、股市的“兵源”是否已经枯竭了呢？通过分析可得出的答案是：目前国内投资者的数量还远未到牛市鼎盛时“全民炒股”的状况，后市股市上涨仍然“兵源充足”。

据调查数据显示，受教育情况、收入水平及其风险承受能力等因素影响，股市投资者年龄在25-45岁之间的中青年占绝大多数，占比高达76.1%。因此，中国A股市场投资者的中坚力量主要由25-45岁之间的中青年构成。而目前国内在25--45岁之间的70后和80后人口总数已达到了约4.39亿人-----这一规模是国内股市中目前的1亿多存量民股人数的4倍还要多，更是其中25--45岁股民“主力军”群体人数的近6倍之多。

图五：中国城市人口年龄结构（2012年）



资料来源：Wind 资讯

可见，中国股市后备力量充足、可参与者数量惊人，目前虽股民数量已经突破一亿人，但后市股市上涨仍然“不差人”。

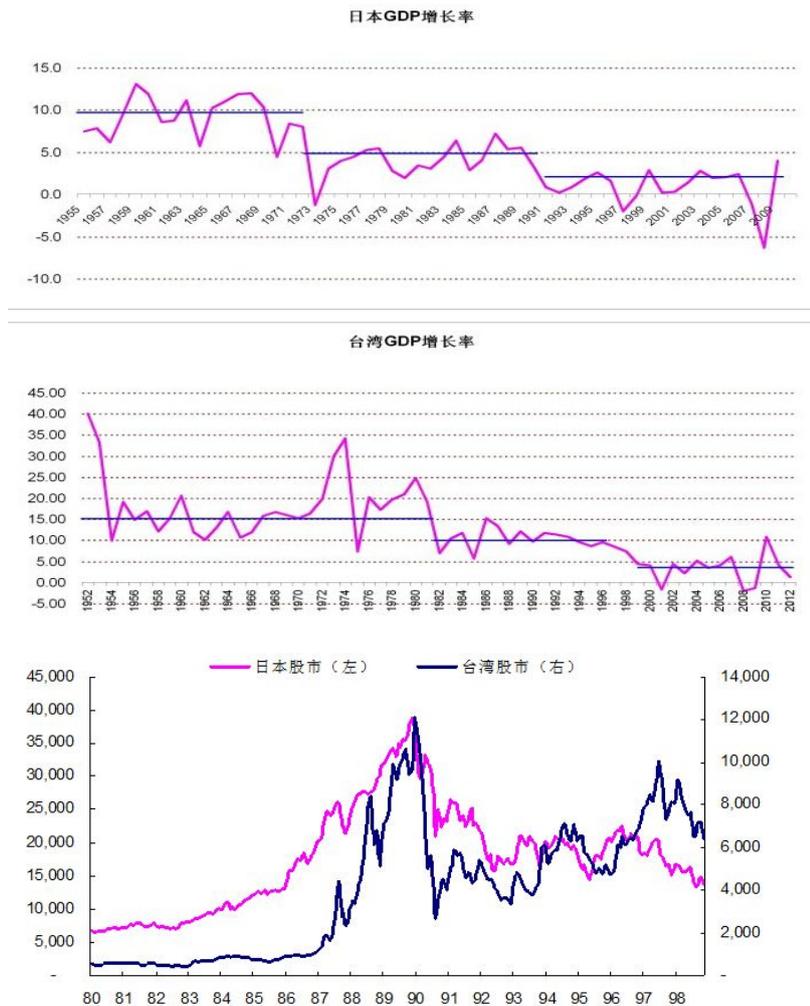
d.经济回落不妨碍牛市，增长拐点或助推股市上涨

虽然 2015 年国内经济整体处于加速探底的状态，但由此得出 A 股牛市缺乏经济基本面支撑的结论却是难以站住脚的。原因如下：

首先：经济加速增长并不是股市牛市的必要条件，国内 GDP 增速放缓不拖累股市的上涨。

就全球证券市场发展的历史来看，股市大牛市和经济增长“错拍”的现象比比皆是。从 1970 年开始日本 GDP 增速从在 1945-1970 年间平均 10%的水平迅速下降 至 1970-1990 年 GDP 增速 5%的水平区间，但日经指数却从从 1975 年初的 3777 点上涨至 1989 年 38957 的高点，涨幅超过 10 倍；韩国经济增长率在上世纪 80 年代末到 90 年底初从平均 9%下降至平均 6%左右，而期间 KOSPI 指数却上涨了 140%。此外，中国台湾地区 90 年年代的大牛市也是最典型的实例：在 1985-1993 年之间台湾地区 GDP 增速持续下降，但股市却走超级大牛市---股指总共上涨近 20 倍。

图六：日本和台湾地区 GDP 增速及股市走势



资料来源：Wind 资讯

从国内以往的牛市经验来看，A 股市场每次牛市的出现与经济增长速度也并没有必然联系：1999 年“5·19”行情和 2005--2007 年大牛市都是在经济增长中速或低速时启动。

相关研究显示，与股市关联最为紧密的宏观经济因素是货币供应水平，股市的上涨往往和宽松的货币政策密不可分。同时，经济增长往往也是宽松货币政策的一个结果。所以，股市的上涨和经济的快速增长可以看作是宽松货币政策这棵树上同时结出的两颗果实。这也就解释了为什么有些时候股市牛市和良好的经济增长相伴而行，有时两者却背道而驰---宽松的货币往往能够催生股市的一波上涨，但不是一定就立刻能够促成经济的快速增长。

何况，纵然以后国内经济可能难以重返 10%或以上的高水平，但 6%-7%的 GDP 增速对于中国这个全球第二大经济体而言仍然属于很快的速度，其也明显高于 80 年代后期台湾、日本股市大牛市期间平均 5%左右的平均 GDP 增速。

其次：2016年后中国经济经增长探底回升的“拐点”更能助推大牛市。

我们预计2016年或将是中国经济触底反弹的一年。中国宏观经济增速在2015年年底至2016年上半年内或将仍出现加速探底态势，但同时已经出现了大量的新产业、新业态和新动力，而且国内城镇化进程尚未完成，房地产和基础设施建设投资还有增长潜力。因此，在经过2014-2016年完成去过剩产能及出现新增长动力的基础上，结合2014年开始的宽松货币政策产生的积极作用，我们预计本轮经济周期的第二个底部或将在2016年-2017年内出现。经济增长向上的“拐点”的出现，其再叠上加宽松的货币政策，就能够形对股市上涨成“风助火势”的局面，从而极大的推动大牛市的进程。

第三部分：2016年行情展望及操作建议

1.行情展望

如果说2015年上半国内股市的飙升已经初步显示出市场蕴藏的巨大能量，那么在进入2016年后中国股市就更有条件掀起大牛市的巨浪。

2016年作为中国共产党“十九大”召开的前一年以及国内“十三五”规划头一年，其在政治经济等方面具有重要的时间窗口意义；预计管理层在这一年内对“稳增长”的重视程度或将高于以往----这也或将在各方面直接或间接的为股市源源不断的提供诸多利好。

我们认为：国内股市发轫于2014年的大牛市尚未终结，A股市场在2015年下半年完成第一轮深度调整后，2016年其继续上涨的概率很大，股指也可能突破2015年的高度而继续大幅上扬。其中两大因素或将为牛市的延续提供主要动力：**一是宽松的货币政策和积极的财政政策；二是中国经济增速或在2016-2017年间企稳后出现向上增长的“拐点”。**

从目前中国大陆所处的经济发展阶段和市场结构来看，本轮A股上涨与1986-1990年台湾股市牛市最为“神似”；我们从股票市场的周期性、市盈率、市净率和证券化率指标等角度进行测算，推测出这轮新的大牛市鼎盛时间可能将出现在2016年-2017年内、股指（上证指数及沪深300指数）上涨的高度或达到10000点左右或更高。（具体计算过程请参考文章“2014年倍特期货年报：一六年前后，一万点左右”！）

2.技术分析

从技术的角度分析：2015 年国内股市的上涨及回落也许并不能真正被视作一轮完整的牛熊转换，原因：对上证指数在上一轮牛市的 2005 年低点（998.23）和 2007 年高点（6124.04）间的上涨幅度进行黄金分割，则可以看出 2015 年指数的上涨和下跌其实仍处于 0.382 黄金分割位和 0.809 黄金分割位之间的区域，其尚未完全突破前一轮牛市的上涨空间产生的所有黄金分割技术压力位而“自立门户”。

图七：上证指数月 K 线走势



资料来源：文华财经

根据艾略特波浪理论，我们认为，2015 年 8 月上证指数在“第二浪”回调至 0.382 黄金分割位受到支撑反弹后，其在 2016-2017 年内有望延续“第三浪”主升浪并最终突破 0.809 黄金分割位（5150 附近）。

图八：上证指数月 K 线走势



资料来源：文华财经

就期指而言，如果对 IF 加权指数在 2014 年 3 月低点（2041.6）和 2015 年 6 月高点（5392.2）之间的上涨幅度进行黄金分割，则可以看到在 2015 年 6 月至 8 月指数的回调已经下探至 0.191 黄金分割位并受其支撑反弹。我们预计，在 2016 年上半年内，IF 加权指数将反弹突破 0.5 黄金分割位（3700 关口）并上攻 0.618 黄金分割位（4100 关口）。

图九：IF 加权指数月 K 线走势



资料来源：文华财经

3.操作建议

由于我们判断在 2016 年国内股市仍将延续大牛市格局，因此操作上建议采取积极的多头策略。具体而言，对 IF 合约可以运用突破跟进做多的操作方式——在确认期价突破 0.5 黄金分割位（3700 关口）及 0.618 黄金分割位（4100 关口）后可顺势做多，也可以采用等待期价回调后依托 20 日均线入场做多的操作方式。IH、IC 合约可参照 IF 合约操作。