

风险偏好提升，股指进入慢牛时代

2017 年 A 股上市公司企业盈利能力回升，同时社会资本依然会追求低风险市场品种，股市中的蓝筹股恰恰符合市场需求，但由于受到宏观货币政策以及“市场利率”回升的影响，也难以出现大的趋势性行情，所以市场以慢牛行情为主。

2016 年股市在国内经济逐步“软着陆”的背景下，同样走出了止跌反弹的震荡行情，其核心要素是股市暴跌之后大蓝筹的低估值优势对社会资本吸引力较强，同时在“资产荒”的背景下，保险资金的强势崛起成为了股市购买的先锋力量，举牌事件频频上演。

从 2015 年到 2016 年的资产价格来看，信贷扩张并没有带来社会实体投资的大幅提升，反而带来较为明显的资产“泡沫”，信贷继续扩张显著的推高了金融风险，导致政策空间压缩。10 月份召开的中央政治局会议在提到货币政策的时候说到了“资产泡沫”。这意味着 2017 年央行很难大规模释放货币流动性。

2017 年我们认为 A 股上市公司企业盈利能力将有所提升，而同时社会资本也在积极寻找低风险的投资品种，而股市中的蓝筹股恰恰符合这种需求。但由于央行的货币政策预期不会出现宽松，而是以稳健偏紧为主，引导市场利率小幅提升。所以股市也难以出现大的趋势性行情。我们认为，股指期货的走势以慢牛为主。

沪深 300 指数预期会在 3300-4000 点之间波动，价值中枢在 3600-3700 点。如果沪深 300 股指期货跌到 3300 点附近，我们建议采取积极的买入策略，同样如果沪深 300 股指期货达到 4000 点附近，建议多单平仓操作。如果在价值中枢附近来回震荡，建议可以投机性高抛低吸。

杜 辉 分析师

倍特期货有限公司

免责声明

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。

风险偏好提升，股指进入慢牛时代

第一部分 2016 年行情回顾

2016 年股市行情波澜不惊，政策性的变化成为引导市场走势的重要因素。1 月份股市受到熔断、证监会打压杠杆、人民币贬值、银行票据、股权质押等风险因素的出现，导致各类资金纷纷离场，并出现过度悲观的局面，引发暴跌。暴跌之后，大量蓝筹股跌出长期投资价值，估值偏低，中小盘股短期跌幅较深，在随后的 3 个月中，出现超跌反弹走势。同时低估值的蓝筹股在 1 月底成为了全年的低点。5 月份之后的股市走势较为平稳，虽然受到英国脱欧，人民币贬值、美国加息摇摆不定等因素的影响，但由于经济数据逐步见底反弹，蓝筹股逐步走稳，保险资金不断入市举牌等因素的影响，股市逐步走出慢牛行情、市场乐观情绪增加。整体从波动幅度来看，相对比 2015 年的大幅波动，2016 年的股市波动较小，相对也较为理性。沪深 300 指数方面，年初快速下跌达到 2821.21 点，11 月份出现高点达到 3583.72 点。年线方面，截止到 11 月底，沪深 300 指数收报 3538 点，振幅约为 23%。

图一：沪深 300 指数日 K 走势



资料来源：指南针全赢博弈系统

第二部分 市场结构分析

1. 宏观经济环境分析

2016 至今全球经济形势动荡不安，黑天鹅事件频频发生，英国脱离欧盟对欧盟以及世界经济造成影响，美联储加息摇摆不定以及美国大选搅

动投资者的情绪。从经济增速上看，以美国为首的发达国家经济增长乏力，尤其是欧洲和日本。而以中国为代表的新兴经济体相比 2015 年有所好转，但也面临杠杆过高，过度依赖大宗商品价格，外需不足，地缘政治风险等问题。国内方面，人民币汇率继续承压，从美联储加息节奏和美元的走势来看，我们认为由于特朗普上台，主张在 2017 年扩大基础设施建设，计划投资 5000 亿美元。这点对拉动经济复苏有很积极的作用，同时减税等政策对提高就业有积极影响，所以明年美联储加息有望提速，美元继续走强。对于人民币而言，基本上并不支持大幅贬值，央行通过外汇市场干预，资本管制以及紧盯一篮子货币等政策来应对资本外流的压力。人民币明年预期会保持缓慢的贬值速度，人民币兑美元汇率有望破 7。

图二：美元对人民币中间价



资料来源：Wind 资讯

图三：美元指数走势图

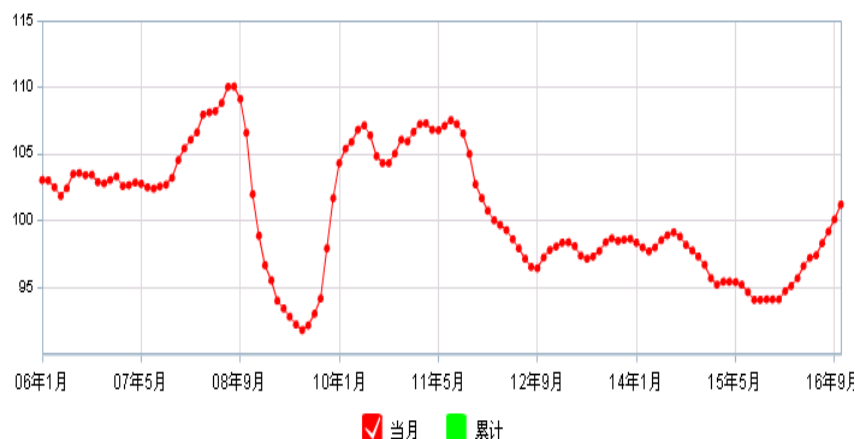


资料来源：文华财经

2016 年中国经济在“供给侧改革”的带动下止跌企稳。其三季度 GDP 维持 6.7% 的增速，内需成为经济增长的新动力。前三季度消费拉动经济增长 4.8%，投资拉动增长 2.5%，进出口为-0.5%。宏观数据方

面，工业生产者出厂价格指数(PPI)在连续下跌 54 个月之后首次转正，到 2016 年 10 月份，同比增长 1.2%，显示供给侧改革的效果相当明显。在去产能、扩大基建投资等政策推动下，工业企业效益明显改善。

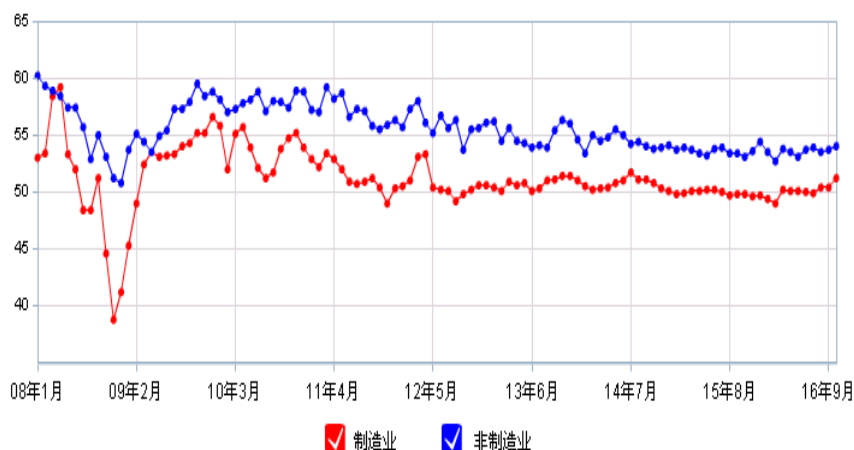
图四：工业生产者出厂价格指数(PPI)



资料来源：东方财富网

中国制造业采购经理指数 (PMI) 由收缩转为扩张，制造业与非制造业景气状况双双回升。2016 年 10 月份制造业 PMI 回升至 51.2%，是 2014 年 8 月份以来的最高值，并且分项指数全部上升。非制造业方面 PMI 上升至 54%，服务业保持稳健发展态势。

图五：中国制造业采购经理指数 (PMI)

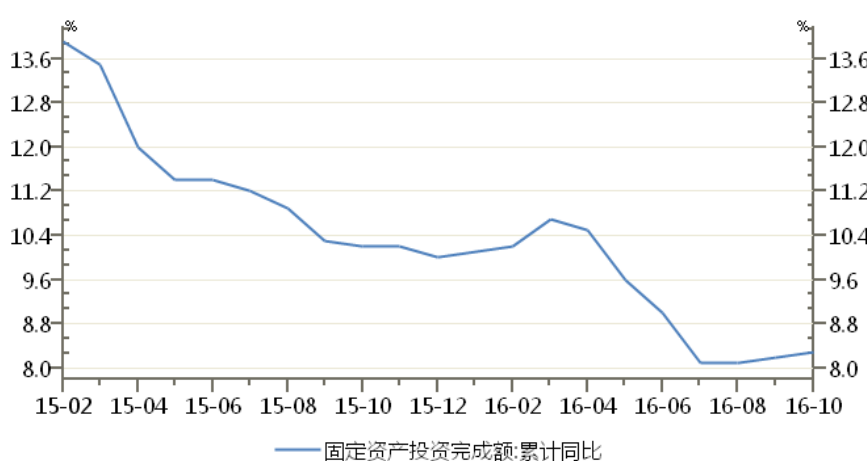


资料来源：东方财富网

在固定资产投资方面，今年下半年固定资产投资出现企稳回升的良好态势，今年前 10 个月，固定资产投资同比增长 8.3%，增速比前 9 个月提高 0.1 个百分点，连续两个月出现回升。其中基础设施投资在固定资产投资中占比 19.6%，今年以来持续保持高速增长，在稳增长中发挥了重要作用。另外民间投资在持续下滑之后，出现回升势头，1-10

月份民间投资同比增长 2.9%，增速比前 9 个月提高 0.4 个百分点。整体数据表明 2016 年中国经济发展呈现稳中有升的态势。但同时，中国宏观经济也面临一些潜在的压力，第一，基建投资增长面临财政赤字的约束，传统大型制造业较高的杠杆水平以及产能过剩问题依然存在，消费增长依然不足，进出口延续弱势。第二，企业创新不足，难以形成规模，对投资的带动较低，对就业的提升仍然不足。

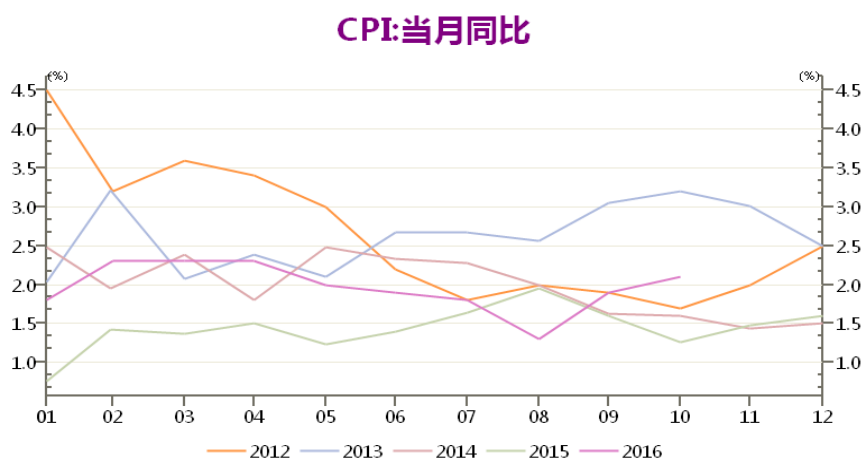
图六：固定资产完成额：累计同比



资料来源：Wind

2016 年随着全球经济通胀的不断走好以及大宗商品价格的回升，推动 PPI 开始上涨，说明国内需求改善。同时蔬菜、鲜果食品价格的回升推动 CPI 的回升，逐步进入 2 的时代，从供给侧来看，受到成本影响，未来价格难以下跌，所以 2017 年的物价缓慢上升为主。

图七：CPI 价格

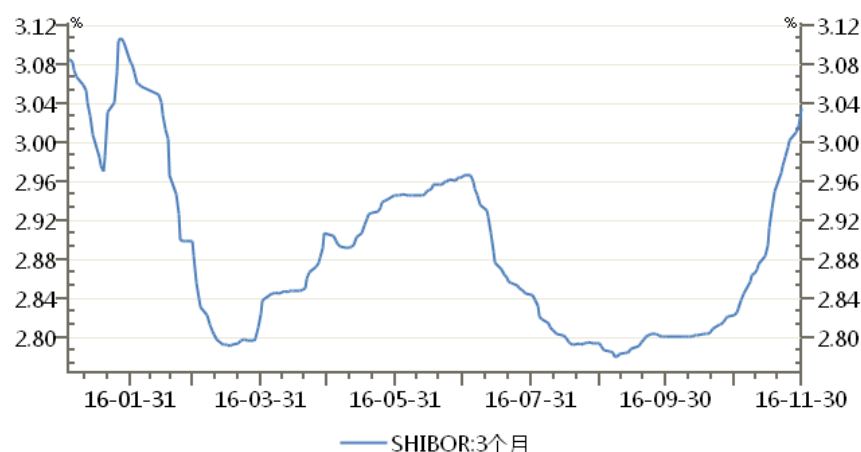


资料来源：Wind

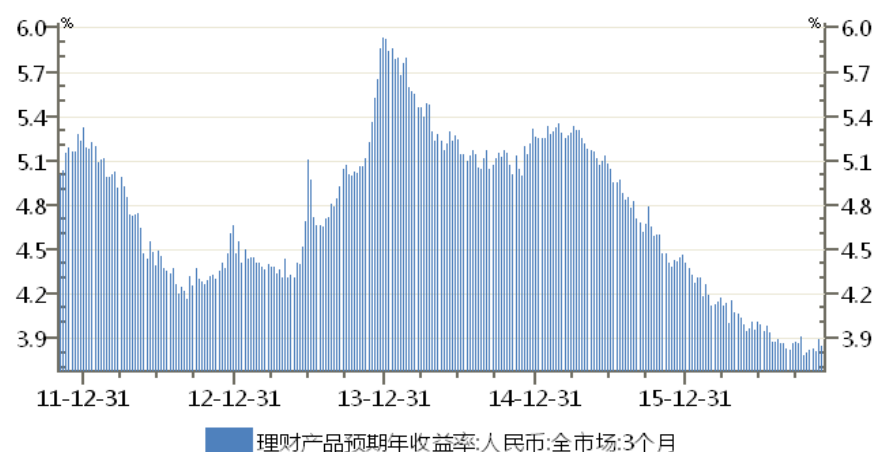
流动性方面，2016 年初货币政策偏松，流动性宽松，推动人民币贬值，房价暴涨。从 8 月份开始货币政策开始转向稳健偏紧，流动性

环境发生变化。首先央行在公开市场拉长逆回购周期的融资期限，缓慢抬升利率中枢水平，也限制机构的杠杆率。另外央行非常慎重的使用基准利率和存款准备金率的工具，所以今年以来降准等市场释放流动性的预期一次也没出现。从市场利率来看，我们认为 2017 年央行不会降息也不会加息，降低存款准备金率的概率也较低。因为在目前经济形式依然不够稳定的情况下，如果因为汇率的问题而去加息，可能会导致市场对未来经济预期发生变化，转向悲观。从而导致更多的资本外流，同时加息会明显提高企业的融资成本，对刚刚有起色的制造业投资会有明显负面影响。同样如果降息，今年以来频频出现资产泡沫会进一步加剧，人民币贬值会加速，更无助与去杠杆和经济结构的调整。今年以来央行多次利用 SLO、SLF、PSL 等模式向市场投放流动性，体现了对货币政策调节工具的创新，同时保持合理的流动性，完善货币政策的传导机制，央行引导帮助企业降低融资成本。2017 年由于通胀因素，使得货币政策保持稳中偏紧的格局，市场原先“钱多、资产荒”的格局预期逐步改变。未来的目标是维持稳健的货币政策，在稳增长和防泡沫之间取得平衡。

图八：上海银行间拆放利率



图九：银行理财产品收益率



资料来源：Wind

2. 股市基本面分析

2.1 企业盈利情况回升

2016 年以来在政府加大基础建设投资以及房地产去库存等利好政策的带动下，房地产市场延续 2015 年下半年以来的火爆行情，房价上涨，销量增加。同时其他行业也明显受到带动，回升较快。汽车销量的快速增加、信贷融资的提升，大宗商品价格不断上涨，同时工程机械、重卡、钢铁、水泥等行业的销售回升，使得企业整体盈利能力明显回升。目前大宗商品价格仍处于上涨周期阶段，同时社会库存不断下降，2017 年社会资本对原材料的需求增加，投资活动提升，增加库存。所以 A 股资源类上市公司企业盈利能力可持续增加。另外从经济结构规律来看，2016 年上游原材料类行业价格涨幅较大，但中端产业价格涨幅较低，面临较大经营压力。明年这种涨价必然会向中端产业转移，从目前部分企业的策略来看，倾向于通过涨价来进行传导，所以我们认为中端商品价格也将进入涨价周期。整体来看，2017 年 A 股企业盈利能力提升是投资的重要逻辑。

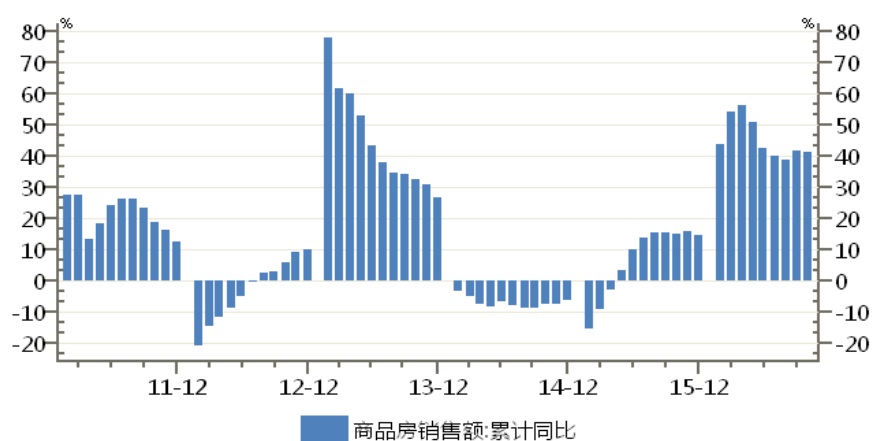
图十：工业企业营业收入



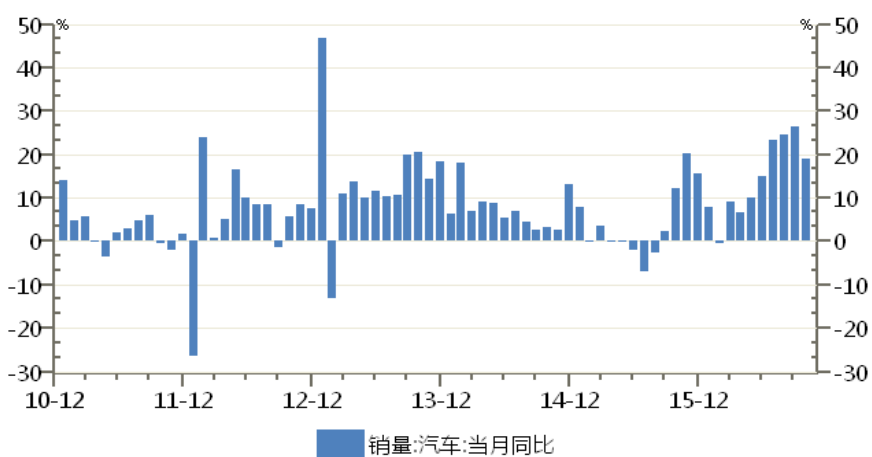
图十一：工业企业利润



图十二：商品房销售额

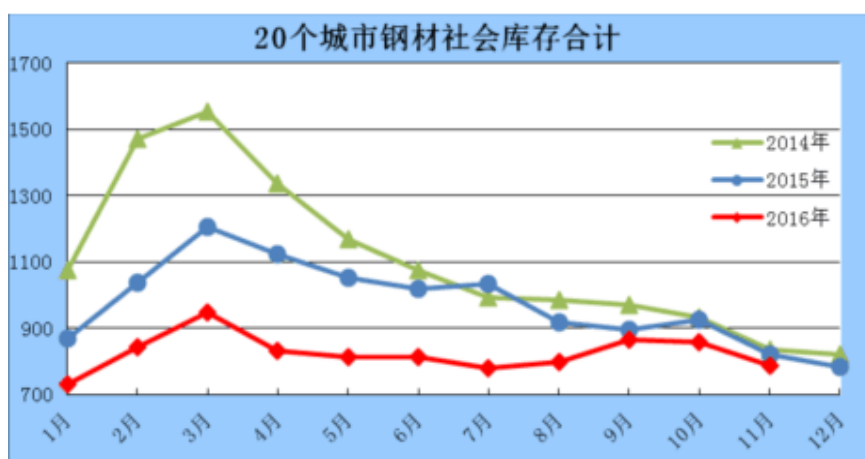


图十三：汽车销量



资料来源：Wind

图十四：钢材社会库存



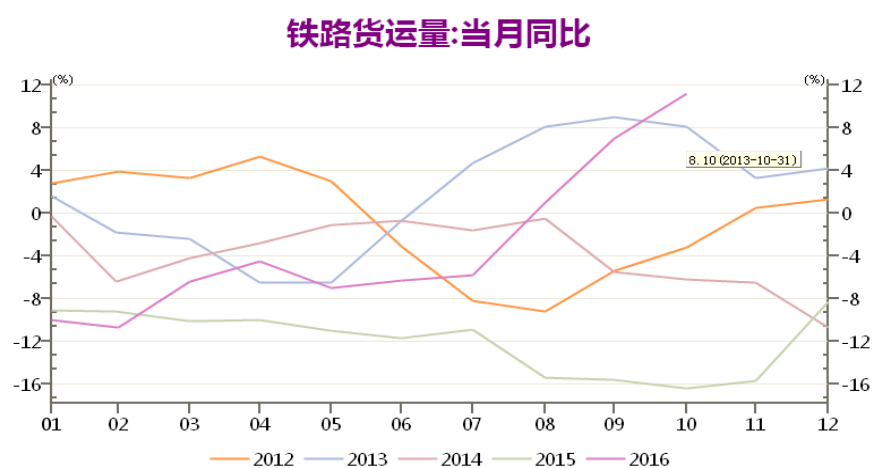
资料来源：中国钢铁工业协会网

图十五：水泥企业利润



资料来源：中国水泥协会

图十六：铁路货运量



资料来源：Wind

2.2 蓝筹股的估值合理，创业板中小板股指偏高，市场分化明显

蓝筹股目前正处于估值合理区域，并且部分板块以及个股处于历史偏低的位置。截止到12月上旬，上证50指数动态市盈率10.6倍，从历史数据来看，2007牛市的高峰上证50指数动态市盈率超过45倍。2009年的高峰上证50指数动态市盈率超过25倍。2015年的股市高峰上证50指数动态市盈率接近15倍。上证指数方面，截止到12月上旬，动态市盈率是15.7倍，从历史数据统计来看处于合理水平。国际市场方面，美国道琼斯工业指数动态市盈率19.8倍，恒生指数动态市盈率11.4倍，德国DAZ动态市盈率20倍。所以综合来看，目前大盘蓝筹股的整体市盈率处于合理区间。对于投资者而言，即使出现局部的利空因素，蓝筹股的下跌空间也不大，反而如果在企业盈利能力回升，以及资产转移的过程中，蓝筹股上行空间比较可观。从长期配置来看，对资金的吸引力也较强。但创业板中小板市盈率依然较高，长期配置不佳。

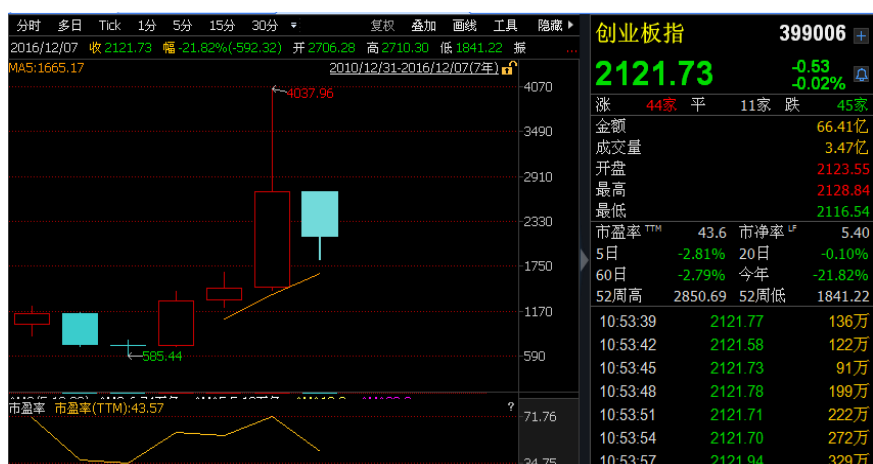
图十七：上证指数动态市盈率



图十八：上证50动态市盈率



图十九：创业板指数动态市盈率



资料来源：Wind

2.3 资产配置匮乏，股市市场需求增加

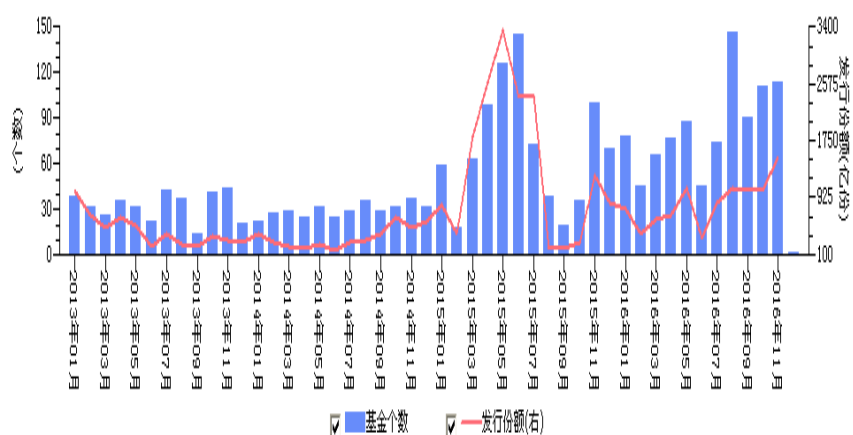
2016 年，在经济增长止跌反弹以及温和通胀的背景下，货币政策从宽松逐步转为稳健为主，政策的重心从稳增长转向为调结构，促改革、抑制资产泡沫。而供给侧改革以及降低市场杠杆率意味着传统行业难以出现大规模的资产投资。而创新行业目前尚未形成规模，缺乏大规模投资的条件。所以由于资产配置的匮乏，资本市场的的需求将有所增加。对于股市而言，低估值相对便宜的股票对社会资本的吸引力较高。另外，2016 保险资金迅速发展，尤其是新兴保险公司，在股市中举牌上市公司，主要工具是杠杆并购和万能险。万能险的特点是募集资金的成本相对较高，这种高资金成本会倒逼万能险去配置高风险资产或者通过拉长杠杆、放宽担保等手段来提高收益。由于其较高的收益率，在过去三年的时间里，万能险发展的非常迅速，相对于 2013 年保费增长 5.6 倍，复合年增长率 78%。2016 年以来，保险资金频频举牌上市公司，万科“野蛮人”收购事件，中国建筑保险资金大举并购，保险资金增持格力股权等事件频频爆发，显示万能险在资本市场对优质上市公司的需求大幅增加，这也是 2016 股市资本买入的一个重要方面。如果未来监管层不出现明显压制，那高收益率的万能险将继续快速扩张，上市公司被频频举牌的事件继续增加。总体来看，万能险等产品的快速扩张，本质核心要素仍然是社会资本充足，市场利率较低，资产配置可选择的目标不足，创新步伐较为缓慢。所以股市中的低估值蓝筹股对社会资本存在吸引力，导致需求增加。

2.4 基金发行扩张、融资融券进场提速

在经历了 2015 年的股灾之后，基金的发行速度大幅下降，从月高峰的发行 144 只，募集资金 3300 多亿，下降到低谷的不足 20 只，募集资金不足 200 亿。但在 2016 年的下半年开始，基金的发行速度开始复苏，逐月增加，到 11 月份基金发行 113 只，募集资金 1500 多亿。

从基金发行的数量以及规模来看，市场对于股市的风险偏好在逐步提升。另外融资融券数据方面也出现了积极的变化，2016 年 5 月份融资融券余额数据连续下降之后出现年内低点 8200 多亿，随后逐月回升到 11 月份达到 9700 多亿。结构方面，从 9 月底开始，上海市场的融资速度快速提升，从 4800 多亿增加到 5500 多亿，增速加快。但同期深圳市场相对较慢，数据从 3800 亿增加到 4100 亿。侧面反映低估值的上海市场参与资金更为积极。

图二十：基金产品发行情况



资料来源：Wind

图二十一：上海市场融资融券余额



图二十二：深圳市场融资融券余额



资料来源：东方财富网

第三部分 2017 年行情展望及操作建议

1. 行情展望

在经过了 2016 年股市的波澜不惊之后，市场开始回归理性和基本面。整个 2016 年宏观经济出现了“软着陆”的局面，经济也出现触底反弹的迹象。2017 年我们认为 A 股上市公司企业盈利能力将有所提升，而同时社会资本也在积极寻找低估的可投资的品种，而股市中的蓝筹恰恰符合这种需求。同时，由于受到“供给侧改革、去杠杆、防泡沫”等政策的影响，实体经济难以出现大规模投资建设的回升，所以社会资本对股市的风险偏好将有所提升。但由于央行货币政策预期不会出现宽松，而是以稳健偏紧为主，引导市场利率小幅提升，所以股市也难以出现大的趋势性行情。我们认为，股指方面的走势以慢牛为主。

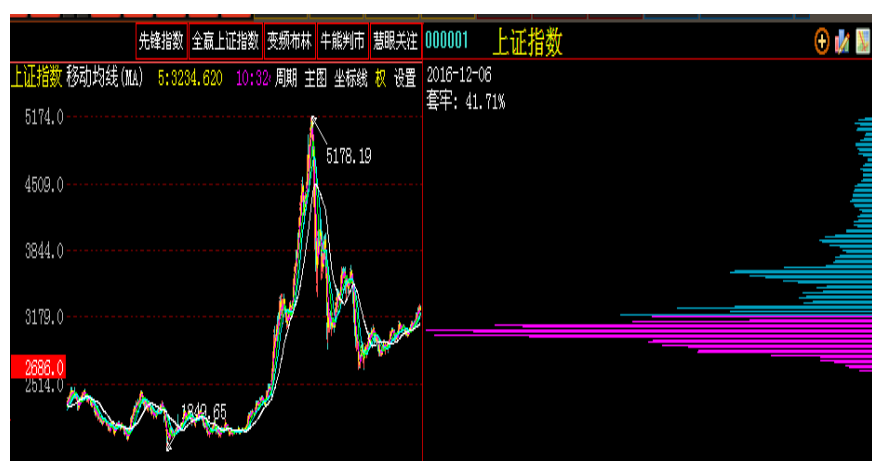
2. 技术分析

沪深 300 指数技术方面，第一，月线形态上 MACD 指标处于修复阶段，有金叉的迹象。第二，月线结构突破 20 日均线，并且 5 日、10 日、30 日、60 日均线出现初步多头排列迹象。筹码分布方面，上证指数 5178 点的高位筹码基本消失，并且在 2800-3200 点之间形成筹码密集区域。深证方面筹码密集程度高于上证，处于 10100-10800 之间。从历史数据对比来看，这种结构性走势往往属于底部结构。后市形成上涨性趋势行情概率较大。从黄金分割线来看，沪深 300 指数从 2015 年高点下跌以来，如果是个反弹结构，反弹第一阻力位在 3800 点附近。

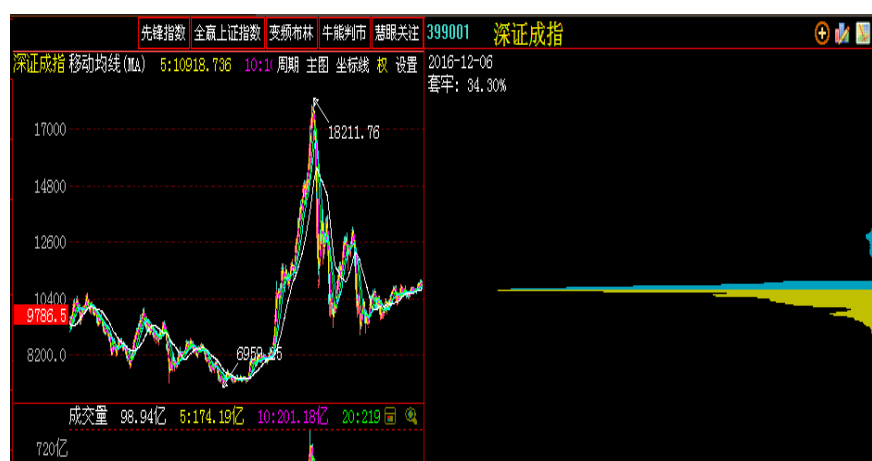
图二十三：沪深 300 指数月线走势图



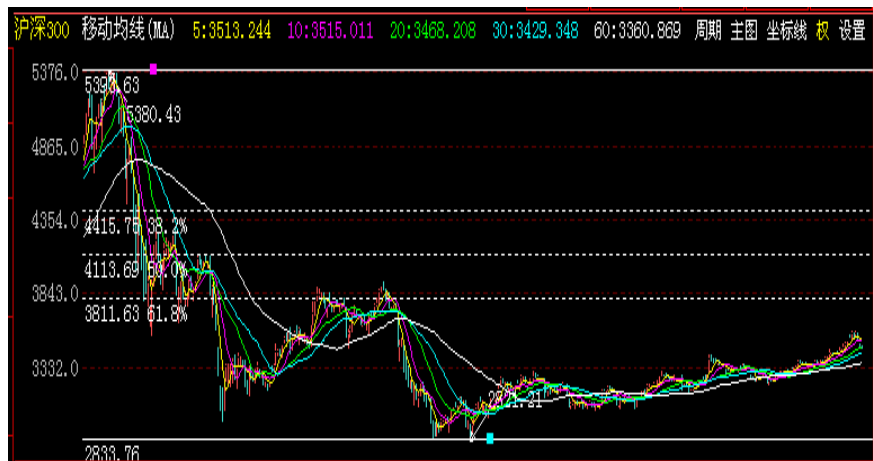
图二十四：上证指数筹码分布图



图二十五：深证成指筹码分布图



图二十六：沪深 300 指数黄金分割线



资料来源：指南针全赢博弈系统

3. 操作建议

2017 年我们认为沪深 300 指数会在 3300-4000 点之间波动，价值中枢在 3600-3700 点。上证 50 指数会在 2300-2800 点之间波动，价值中枢在 2500-2600 点。中证 500 指数会在 6000-6900 点之间波动，价值中枢在 6400-6600 点。如果沪深 300 股指期货跌到 3300 点附近，或者上证 50 股指期货下跌到 2300 点附近，我们建议采取积极的买入策略，同样如果沪深 300 股指期货达到 4000 点附近，或者上证 50 股指期货达到 2800 点建议多单平仓操作。如果在价值中枢附近来回震荡，建议可以投机性高抛低吸。