

股市震荡下行

倍特期货 · 研究发展中心

2018年3月26日

简述：股市走势偏弱，预期震荡下行。

相关报告：

《股市趋势性上涨保持，阶段性有望加速》2017-8

研究员：杜辉

联系电话：13589217098

QQ：2858174922

要点：

- ◆ 估值体系发生变化，流动性预期减弱，市场跷跷板效应。
- ◆ 中美贸易战逐步升温，市场加息预期逐步增强，股市负面影响加大。

观点和操作策略：债券市场在经过连续的下跌之后，目前处于反弹上涨阶段，同时央行不断收紧流动性，导致市场整体资金偏弱，债券市场的回暖分流股市资金，对股市形成负面影响。美国针对中国的贸易压制使得贸易冲突预期增加，股市整体负面因素增加。所以我们认为目前股指预期逐步走弱，点位来看，沪深300指数有望跌破2月份低点3759点，创出年内新低，股指跟随。

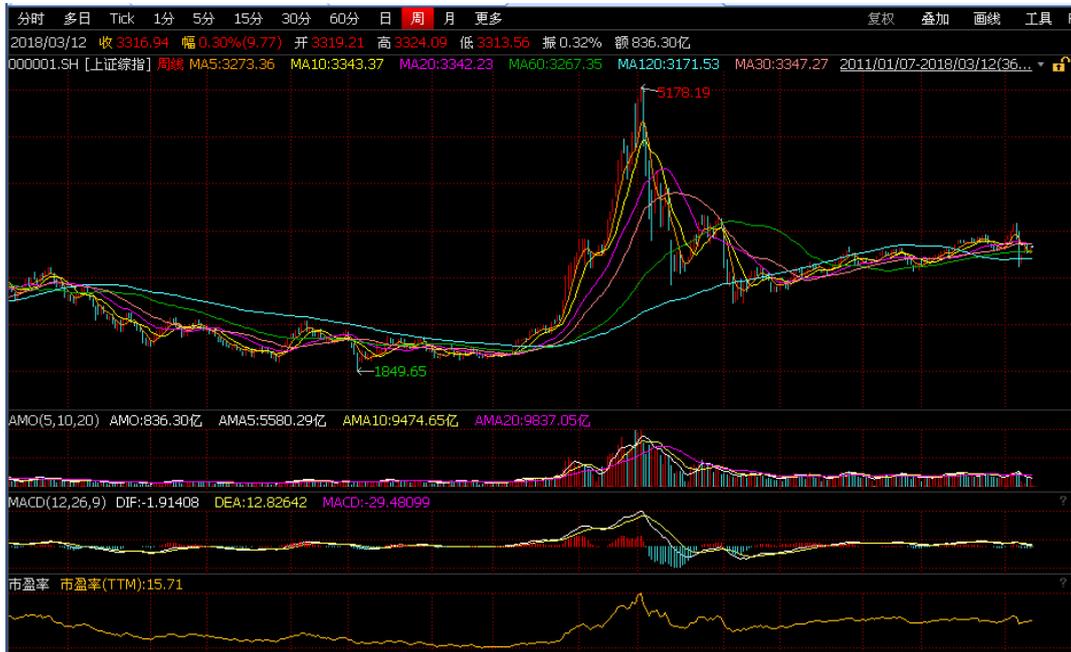
风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、主要影响因素分析

（一）估值体系发生变化，流动性预期减弱，市场出现反向跷跷板效应。

2018年2月份之后，股市出现较大级别的下跌行情。其中一个因素是欧美股市大跌传导到亚太市场。但我们认为这并不是核心要素。大跌之后的反弹行情可以看出，A股市场整体明显较弱，走势与2017年底以及2018年初的行情完全不同，内在因素在于目前股市估值体系发生变化，市场投机方向预期并不一致，市场矛盾开始加剧。估值体系出现了两个明显的变化。第一，2015年股灾之后，创业板持续保持震荡下跌的局面，而蓝筹股正好相反出现震荡上涨的局面。主要核心要素是蓝筹股相对较低的价格以及业绩回升的预期导致。创业板是高估的估值以及业绩整体增速下滑导致，同时股权质押爆仓风险增加。在2月份股市暴跌之后出现了变化，市场的分歧从此展开。从数据来看，在2012年12月份，创业板的市盈率在33倍左右。这个位置成为了上一波创业板大牛市的起点。2018年的2月份，创业板市盈率为36倍左右。历史的相似性使得市场资金逐步开始参与到创业板当中，市场预期发生变化，不再是一味的看空。创业板的上市公司处于企业成长发展的高速阶段，市场给与较高的估值。但发展的受限因素是银行、融资等资金情况，企业扩张的速速往往决定企业的业绩。2015年创业板大泡沫引爆之后，企业信贷、融资等受到不同程度的限制，所以股票的业绩水平增速放缓。而目前，银行理财利率偏高，银行监管加强、同业拆借减少、房地产市场信贷收益不佳等因素影响，迫使部分中小型银行的授信体系重新回到传统信贷方面，创业板企业的信贷情况逐步转好，所以未来业绩有望转好。所以在估值体系相对偏低以及业绩回升的预期下，创业板开始得到资金关注，分流主板市场资金。但创业板会复制2012-2015年的大牛市吗？我们给与的答案是否定的。一个方面是市场利率环境不同，目前市场利率环境要比之前高很多。影响企业利润增速。另外一个方面是今年监管更加严格，资金使用上银行同样会加强自身监管，杠杠资金使用难度增加。而房贷利率会与企业利率形成互相制约，使得企业贷款不会无限制扩张，利润增速有限。同时债券市场经过连续的下跌之后，市场对未来利率上涨的预期减弱，债券市场有望筑底反弹，投资价值显现，股市流动性预期减弱。所以在股市增量资金放缓的情况下，市场容易形成跷跷板效应，上证50与创业板、中小板形成你涨我跌的跷跷板格局，造成股市整体上行空间受到压制。

图 1: 上证综合指数 2011 年至今市盈率



数据来源: WIND

图 2: 创业板 2012.12-2018.2 市盈率



数据来源: WIND

图 3: 创业板 2012.12-2018.2 市盈率



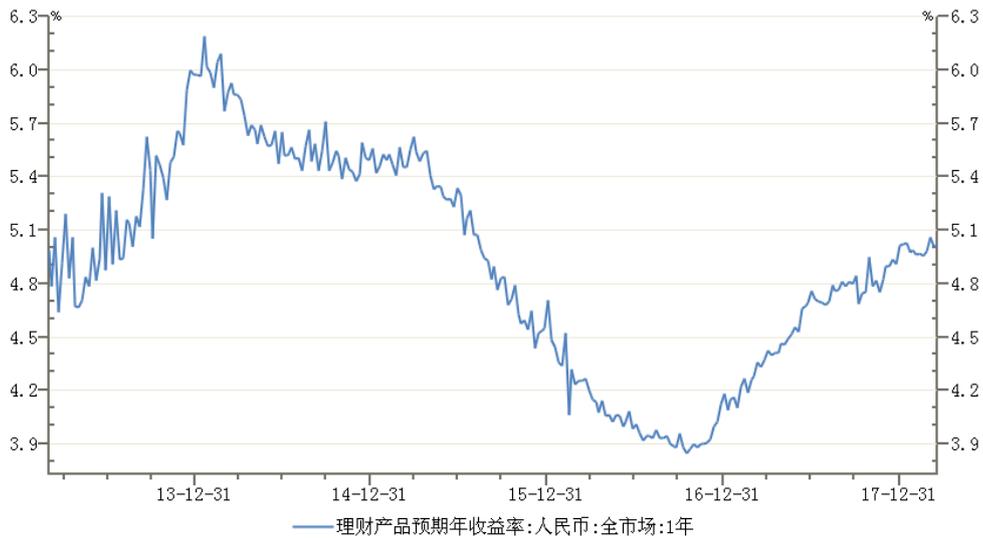
数据来源: WIND

(二) 中美贸易战逐步升温, 股市负面影响加大

中美针对贸易的问题争论较多, 2017 年 12 月 17 日, 特朗普政府公布首份《国家安全战略报告》, 其中提出中国和俄国为美国的“战略竞争者”, 着重在经贸、投资等问题上加强对美国经济利益的保护力度。2018 年 3 月 8 日, 特朗普签署公告, 认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全, 对进口钢铁和铝产品全面征税。3 月 23 日美国宣布针对中国知识产权侵权, 对中国出口商品征收关税。此次美国针对中国征税规模达到 500-600 亿美元, 大约占据中国对美国出口的 10%。特朗普之所以特针对中国进行贸易战, 主要因素在于美国每年对中国的巨大贸易逆差和高科技产业的竞争。贸易逆差方面, 2017 年达到 3700 多亿美元, 中国占据美国总共贸易逆差的 60% 之多。中国高科技产业的快速发展已经开始影响到美国全球的核心地位, 中国技术追赶美国引发美国的恐慌, 高新技术产业未来将成为中美贸易战的主战场。美国《2018 贸易政策纲要暨 2017 年度报告》明确指出: “要确保美国在研究和技术方面的领先地位, 保护美国经济免受不公平获取我们知识产权竞争对手的影响。我们认为中美贸易战预期逐步升温, 对股市的冲击力增加。利率方面, 3 月 22 日凌晨, 美联储加息 0.25 个百分点, 提升至 1.50%-1.75%, 同时, 维持今年加息三次预期不变。当日中国央行开展 100 亿元 7 天逆回购, 且上调 7 天公开市场逆回购利率 5bp。应该来说, 今年美联储持续加息是大概率事件, 但中国跟随同步加息面临较大内在压力。一个方面是目前国内市场利率明显高于基准利率, 在去杠杆工作没有完成的情况下, 如果跟随美国快速加息, 势必会导致国内市场利率进一步提升,

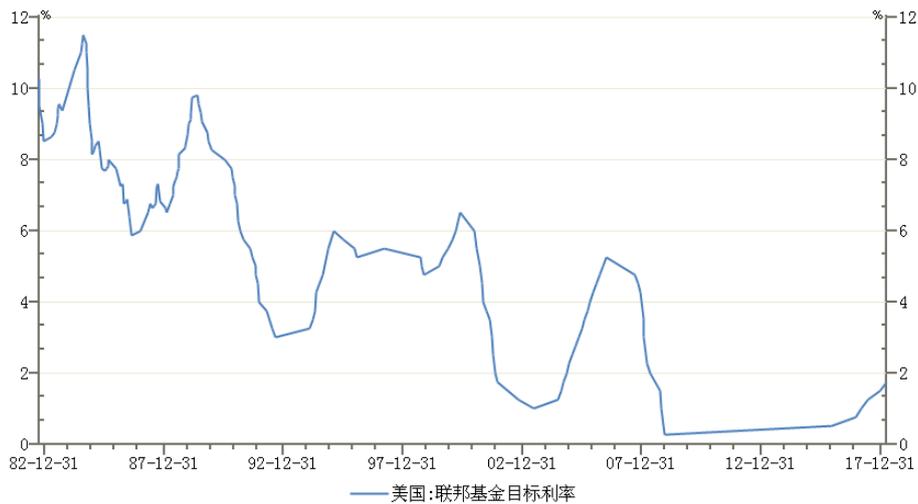
企业债务支出进一步扩大，难以承受。而目前国内较高的利率水平和金融去杠杆工作的展开，使得股市投资价值减弱，配置资产减少，产生较大影响。

图 4：理财产品收益率



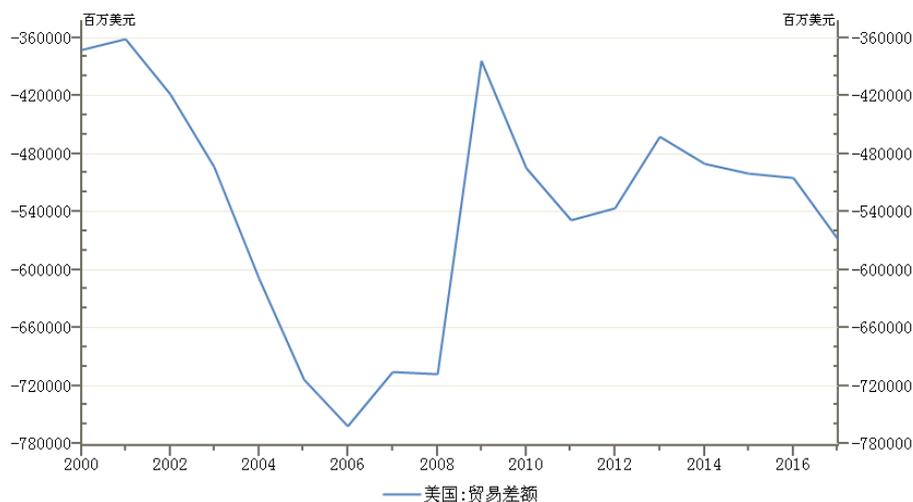
数据来源：WIND

图 5：美联储利率



数据来源：WIND

图 6：美国贸易逆差

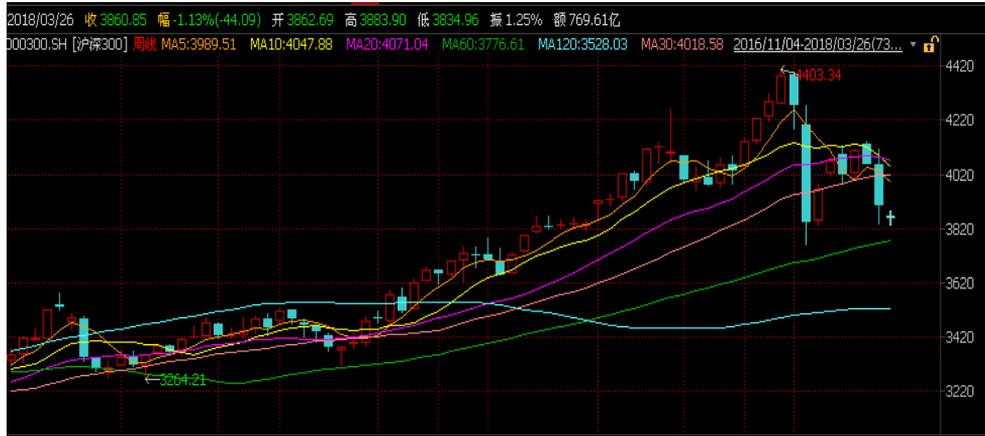


数据来源：WIND

二、技术面分析

技术层面来看，2 月份股市大幅下跌之后，市场投资风格发生一定程度的改变，原先相对强势的上证 50 股票成为市场走势最弱的品种，反而创业板、中小板走势偏强。指数方面，沪深 300 指数走势转弱的迹象较为明显，2017 年 6 月份以来，沪深 300 指数持续保持在 60 日均线上方，多头趋势保持。但在今年 3 月份的反弹中，60 日均线成为压制指数的重要阻力，多头数次冲击以失败告终。成交量方面下滑更为明显，目前沪深 300 指数的日均成交量仅为高峰时期一半的水平。在走势偏弱的格局中，侧面反映市场参与情绪较低，市场缺乏增量资金。沪深 300 指数周线结构中，目前处于下跌周期结构，并且再次出现大阴线走势，空头情绪较高。融资融券数据方面，最近 2 个月以来没有起色，融资融券余额维持在 1 万亿左右的水平，没有增量。

图 7：沪深 300 指数周线走势



数据来源：WIND

图 8：创业板指数日线走势



数据来源：WIND

图 9：上证 50 指数日线走势



数据来源：WIND

三、观点和策略

目前股市的估值体系发生变化，创业板等中小盘股从历史估值体系来看，存在一定的投资价值，吸引中长期资金参与其中。而债券市场的触底反弹也将存在一定的持续性，在央行收紧流动性的情况下，导致股市的流动性偏弱，资金参与积极性降低，对股市产生负面影响。2月份之后，中美贸易冲突逐步增加，中美贸易战的预期进一步加强，对商品市场价格有较为明显的负面冲击作用，对上市公司的业绩有负面影响，企业利润预期减弱。同样技术层面，2月份以来，股市成交量下滑融资融券数据缺乏增量，沪深300指数周线结构K线弱勢明显，所以我们认为目前股指属于下行结构之中。点位来看，沪深300指数有望跌破2月份低点3759点，创出年内新低。

❖ 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。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com