



## 节日效应行情稳定 资金面临长期压制

### 1. 期指结构分析

标的的快速的下行使得期指成交量微弱上升，而趋势性下跌行情激发了风险管理需求，期指持仓量一路走高，增幅尤以 IC 明显，有近万张的增幅。值得注意一点的是 IC 持仓量已经逐渐超过 IH 的持仓量，并且二者之差正在逐渐放大。我们认为这是非常值得注意的信号，这说明在高波动率的市场背景中，对于流动性的管理极其重要，而小票股的头寸很容易被锁定。另一方面，虽然经过连续的下挫，大部分板块的估值已达到历史低点，但是创业板估值仍然较历史低值高出 40%左右，弱势行情下有极强的风险对冲需求。1 月连续重挫的行情时的贴水持续高位运行，并且基差、各合约间的价差达到甚至超过股灾时期水平。IF 远近价差达到了 18%，IC 远近价差更是达到了 28%，而 2015 年股灾时价差也不过 20%。

### 2. 行情展望

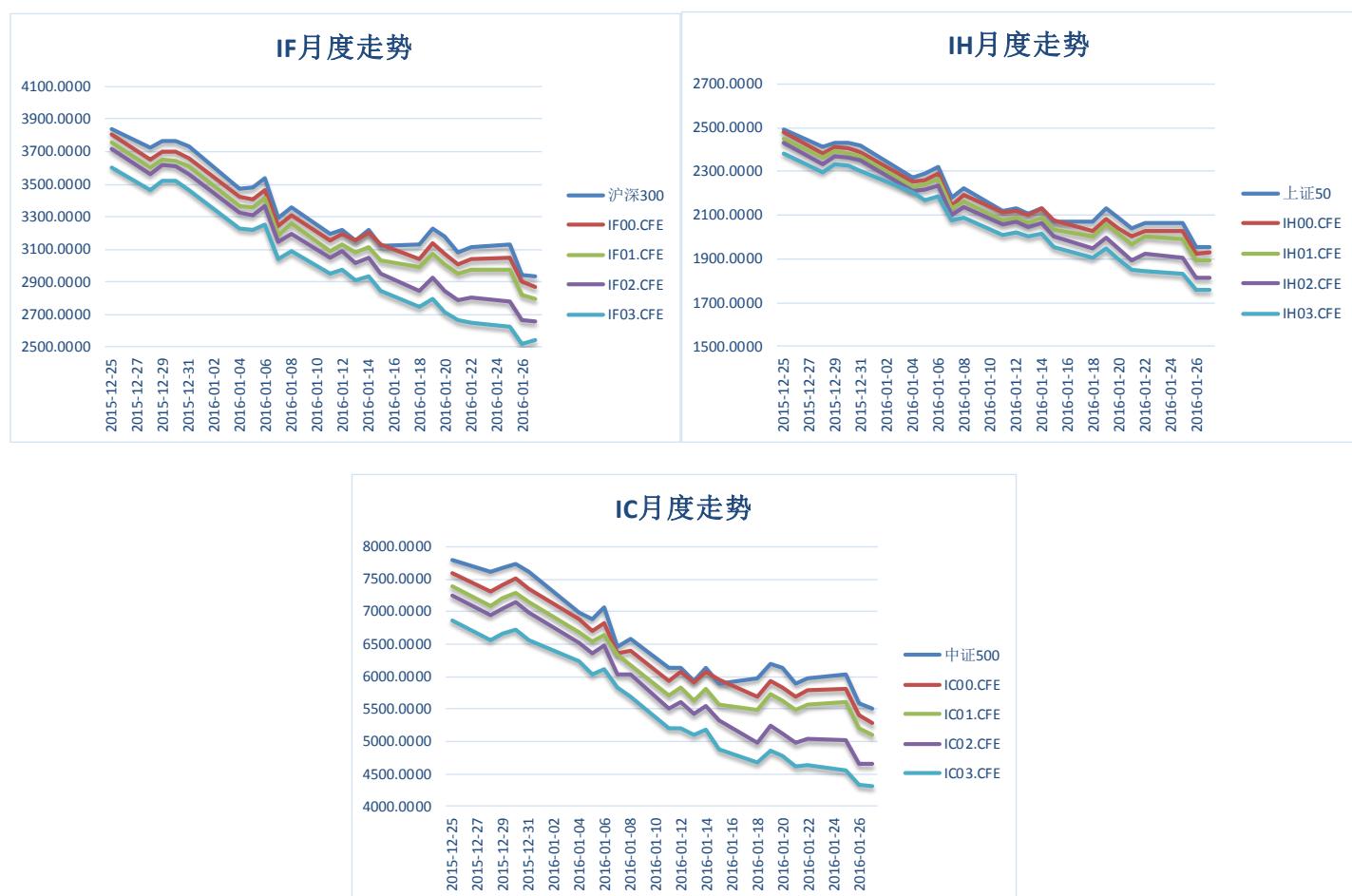
春节过后冷淡的基本面将得到改善，预期将有更多稳增长政策的公布，但同时去产能也将逐步进入攻坚期，经济的基本情况不会产生转好预期。而在股指自身方面，一月份暴跌后二月或有小级别反弹，沪深 300 上方 3100 存在较大阻力位。不同于国内市场春节过后的缓慢复苏，国际资本已对春节国内休市的机会蠢蠢欲动，无论是股指、外汇以及大宗商品市场均面临复杂的局势。央行更多精力受制于应对资金外流，以及财政政策为主、货币政策为辅的政策导向，货币宽松边际减弱，直接融资压力将长期持续。另外房地产去库存正式拉开大幕，在政策助推下，从资金角度利空股指。

## 一、一月行情回顾

### 1. 市场综合表现

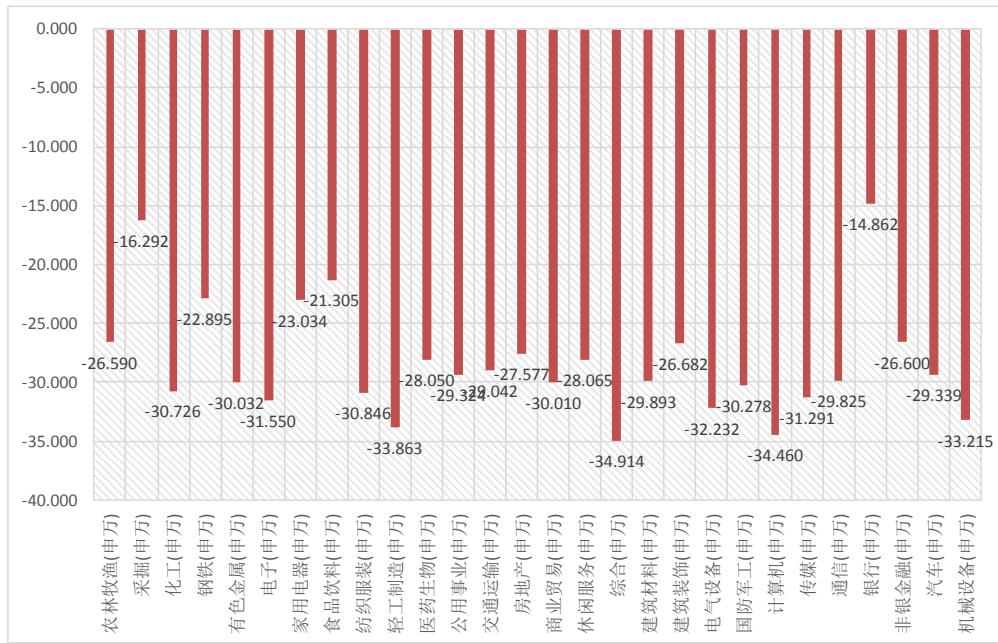
2016年的第一个月市场上演了诸多精彩大戏。首个交易日便出发了刚正式实施的熔断，随后股指便再度开启了断崖下跌似的行情。除了在前低2850一线获得了些许支撑，从3500到2600基本走出了流畅下跌。上证跌幅达22.65%，深证成指跌幅25.64%，沪深300跌幅21.04%，上证50跌幅18.5%，中证500跌幅达到了28.2%。在各版块表现中，只有采掘、食品和银行跑赢大盘。

断崖下挫的行情除了使得指数缩水，市场人气也遭到了严重的打压，到了1月底两市成交量已不足5000亿，比去年年中股灾时的成交量还要小！当前悲观情绪弥漫，至少从形态上看，沪指2500上方已无有效平台可以支撑。而在小级别的结构中，虽然出现筑底结构，但基本没有量能配合，小级别反弹也是有气无力。



数据来源: Wind、方正中期研究院

## 2. 各版块表现

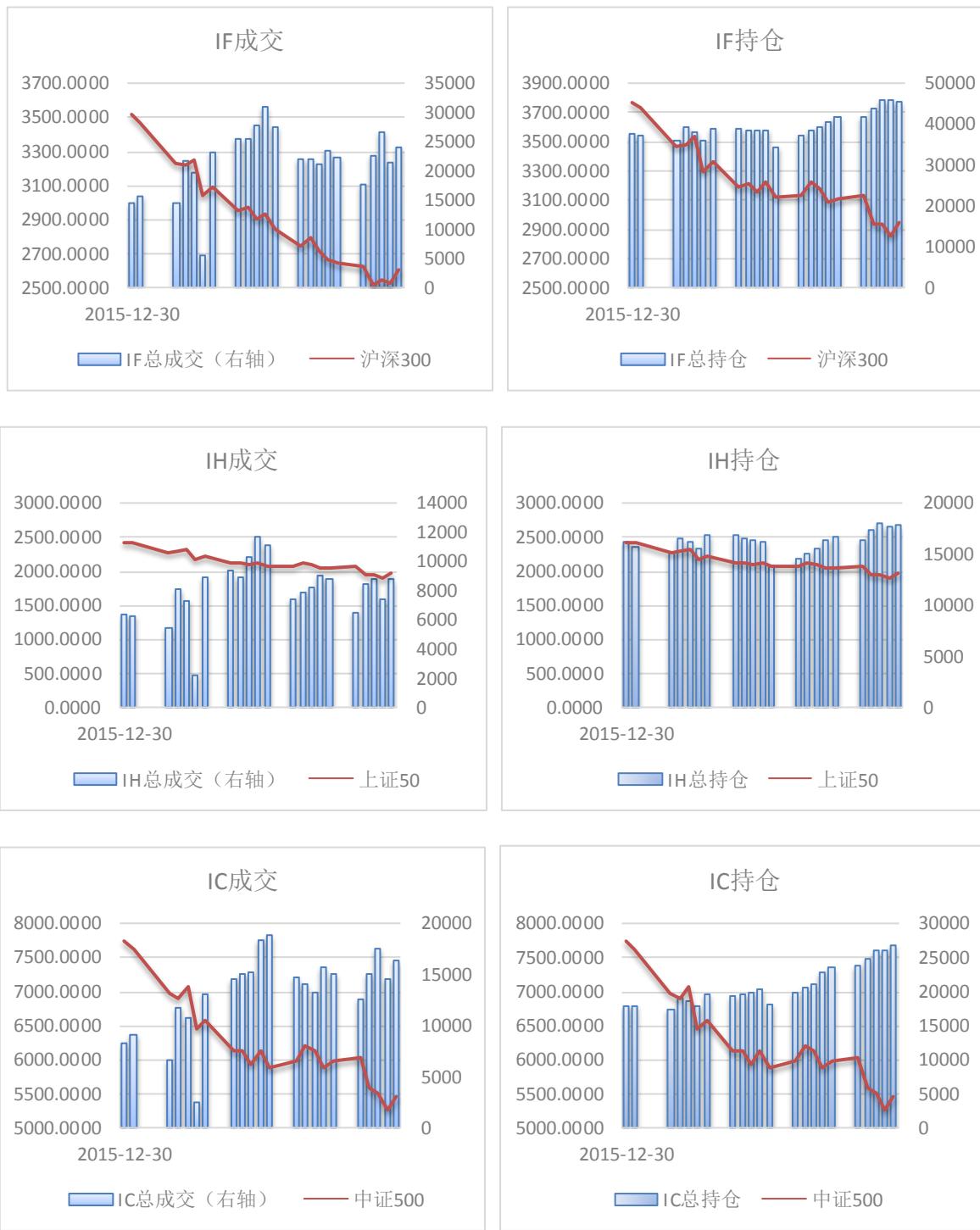


数据来源: Wind、方正中期研究院

## 二、股指期货分析

### 1. 成交持仓分析

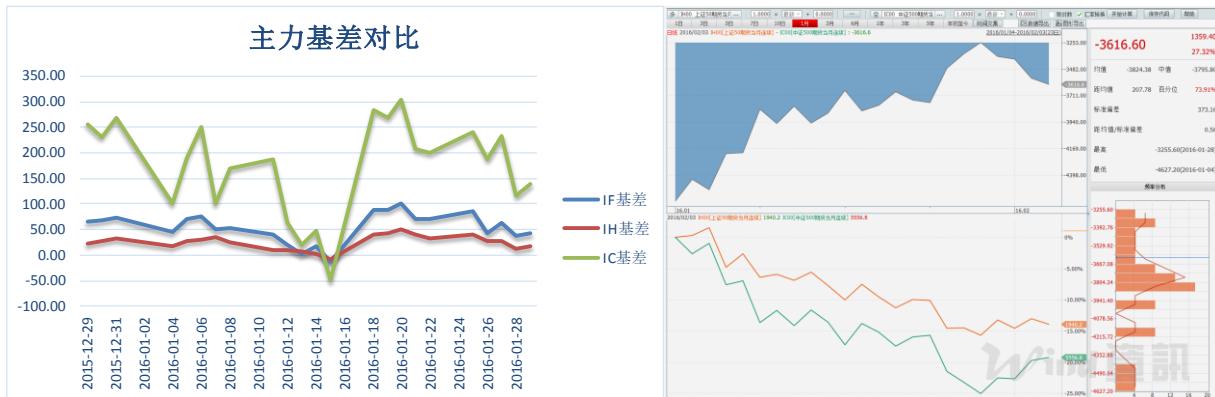
标的的快速的下行使得期指成交量微弱上升，而趋势性下跌行情激发了风险管理需求，期指持仓量一路走高，增幅尤以 IC 明显，有近万张的增幅。值得注意一点的是 IC 持仓量已经逐渐超过 IH 的持仓量，并且二者之差正在逐渐放大。我们认为这是非常值得注意的信号，这说明在高波动率的市场背景中，对于流动性的管理极其重要，而小票股的头寸很容易被锁定。另一方面，虽然经过连续的下挫，大部分板块的估值已达到历史低点，但是创业板估值仍然较历史低值高出 40%左右，弱势行情下有极强的风险对冲需求。



数据来源: wind、方正中期研究院

## 2. 基差分析

1月连续重挫的行情时的贴水持续高位运行，并且基差、各合约间的价差达到甚至超过股灾时期水平。IF 远近价差达到了 18%，IC 远近价差更是达到了 28%，而 2015 年股灾时价差也不过 20%。



数据来源：wind、方正中期研究院

### 三、市场分析

2015 年中国经济 6.9% 的增速符合市场预期，平稳的数据是稳增长的效果，下滑的利润是企业的心病，结构的变化是不争的事实，虽然总体数据有所衰退，但二三产业的角色转变，新旧经济的有序过度基本符合政策预期，6 时代也未必就是一个坏的开始。

工业增加值的地板卧倒是情理之中，毕竟传统工业的去产能、去库存和去杠杆的“三去”之路涉及到就业、地区金融风险等诸多问题，仍然任重道远。但采矿业 12 月的好转确实意料之外，12 月人民币贬值使得国内资源类商品价格获得一定支撑，改善了采矿业的困局，但这种改善的可持续性值得商榷。而另外建筑业的拖累也及其明显，虽然房地产数据有所起色，但是在高库存的大背景下，销售数据转好仍不足以改善新建开工。能源类的大幅去产能是直观表现，供给侧改革明确提出对于 2016 年去产能的决心，能源类增加值仍有可能继续走低。工业增加值 6.1% 的历史低值继续被小幅刷新可以预期。

消费数据得益于猪周期全年保持平稳，是诸多下行数据中为数不多的亮点。但猪价的上涨并没有带动明显的补栏，总体需求不旺的背景下二师兄很难再有所作为。而美元的加息周期和原油价格持续走低将成为 2016 年的长期热点，中东地缘政治因素和美元上涨周期若形成共振，会对消费数据形成阶段性的正向刺激，长度和力度仍需观测。虽然从趋势上来看，消费数据每年一台阶的“稳步”下滑，分项数据已经出现掉头向下的趋势，但考虑到诸多商品价格已接近历史底部，成本侧继续向下的空间已经不大。

投资完成额虽然减缓，但要看到 2015 年下半年的新增投资增速明显加速，在其他分项投资乏力的情况下，稳增长的明确任务，基建投资尤其是高铁投资是 2016 年可以预期的亮点。而房地产投资在高库存的压力下整体数据的下滑是不可避免，PPI 长达 46 个月的负值仍将长期持续，制造业投资中虽有计算

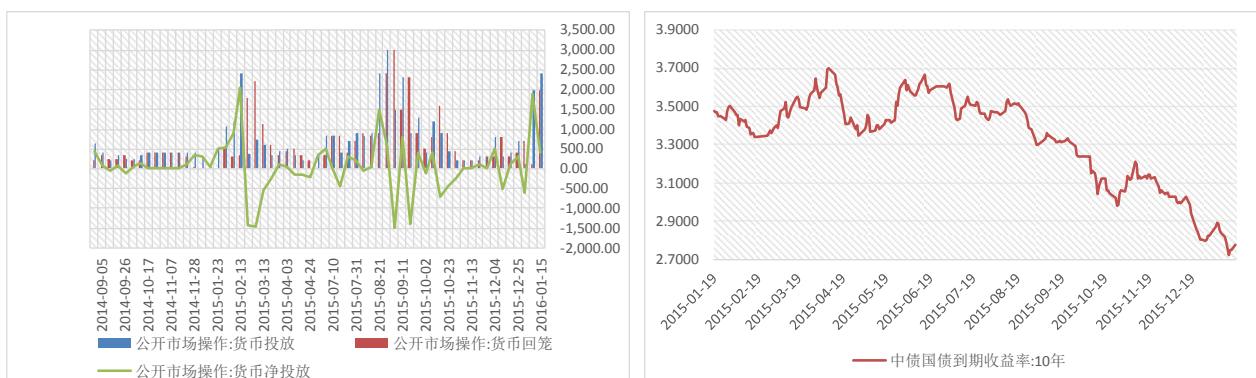
机、通信行业的带动，但是传统行业的“三去”之路注定是漫长而痛苦的，新旧经济间的体量对比没有发生实质性改善之前，制造业投资很有可能继续下行至4%–5%。

全球经济动向愈发的扑朔迷离，各市场各品种的波动率都在高位运行。欧洲表示要继续放水，美国表示情况不妙，日本则直接负利率，全球市场似乎弥漫着一丝货币战争的味道。而1月初在离岸市场上人民币的国际空头和央行就进行了一次大规模的会战，而在央行紧缩离岸银根，国际空头跌到后，目光转向了香港。香港疲软的经济、汇率利率股市房地产等等等面临着系统性风险，央妈是否有足够弹药再度帮助香港避免金融危机成疑。

反观国内，央行对于市场的降准预期老神在在，倒是在银行间市场出手阔绰，单周逆回购净投放达6900亿元，此外还有MLF、SL0等多种工具的投放。此外央行表态近期将密集进行市场操作。春节期间历来是银行流动性紧缺的时候，巨量资金从银行体系流出，但这些资金大多用于春节消费，在信心极弱的大背景下，宽松资金很难传导至股市。



数据来源: wind、方正中期研究院



数据来源: wind、方正中期研究院

#### 四、后市展望与操作建议

春节过后冷淡的基本面将得到改善，预期将有更多稳增长政策的公布，但同时去产能也将逐步进入攻坚期，经济的基本情况不会产生转好预期。而在股指自身方面，一月份暴跌后二月或有小级别反弹，沪深300上方3100存在较大阻力位。不同于国内市场春节过后的缓慢复苏，国际资本已对春节国内休市的机会蠢蠢欲动，无论是股指、外汇以及大宗商品市场均面临复杂的局势。央行更多精力受制于应对资金外流，以及财政政策为主、货币政策为辅的政策导向，货币宽松边际减弱，直接融资压力将长期持续。另外房地产去库存正式拉开大幕，在政策助推下，从资金角度利空股指。

方正金融，正在你身边。

**重要事项：**

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，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的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

**联系方式：**

方正中期期货研究院

地址：北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117

传真：010-64636998