

## 风险偏好回升 股指上涨动能越发充足

广期研究所 王志武  
2016年4月5日

4月权益类资产投资表现，主要关注点有经济企稳的确定性、通胀回升的动能和持久性，美联储加息的空间与力度。据测算我们认为一季度经济增速可达6.9%，高于市场6.7%的预期，经济企稳概率大；猪周期致使通胀回升，不过可持续性仍存疑，对货币政策边际影响较小，或影响投资者的边际预期；美联储加息继续顺延，全年或不足两次，上半年加息概率甚微。总体利于市场风险偏好的回升，利于权益类资产的配置，股指上行动能加大。

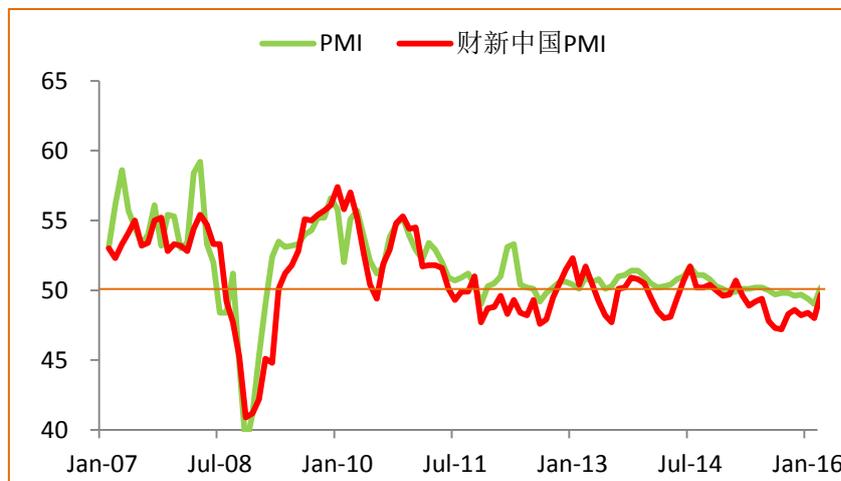
### 一二季度经济短期企稳已无悬念

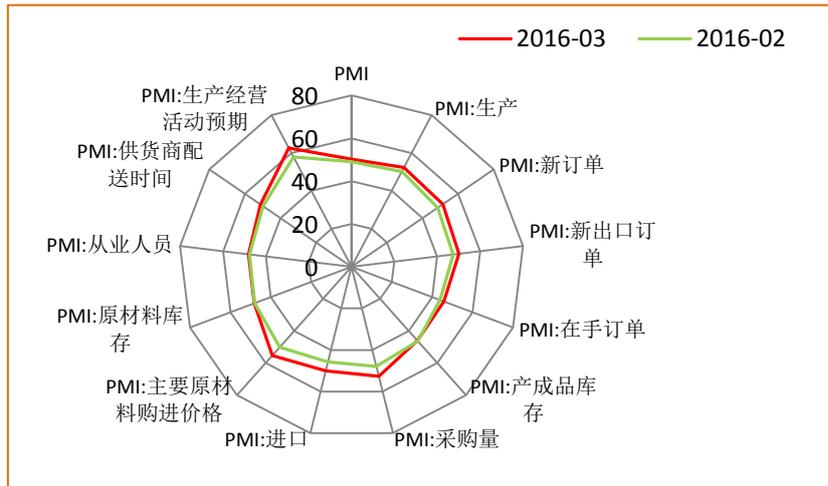
从4月1日公布的PMI数据，终值50.2%，预期49.3%，前值49.0%，相隔7月重返荣枯线上方，企业经济景气度的靓丽表现，显示了政府对稳定经济6.5%增长底线的决心，2月的固定资产投资增速和房地产投资增速的加快，带来了需求端的改善。

投资的加速传导与PMI表现交相辉映，从订单指数来看，3月新订单终值51.4%，新出口订单50.20%，重返临界点上方，相比上月回升2.8个百分点，进口方面表现也十分靓丽，3月终值50.10%，相比2月大幅回升4.3个百分点。需求端的回暖，逐渐传导至生产端，3月生产指数终值为52.3%，相比上月大幅回升2.1个百分点，与生产端密切相关的从业人员指数亦出现难得的回暖，相隔7个月再次回到48上方，终值48.1%，政府对需求端的微刺激，促使生产面复苏明显，从而带动工业品价格指数的回升，经济企稳越发明显。

我们采取三个模型分别预测第一季度经济增速，1)采用全社会用电量；2)采用美国的预测模型，自变量包括新订单指数、就业指数和供应商交付指数；3)采用修正后的国内模型，自变量包括新订单指数、从业人员和生产者物价指数(PPI)。

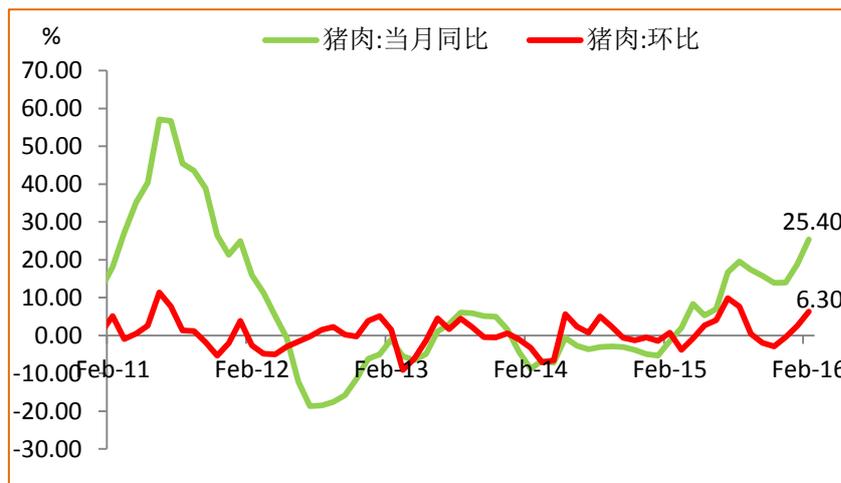
所有自变量的选择都经过严格筛选和多重检验，包括不限于序列相关性检验、平稳性检验等多种检验方法，多有月度数据皆经过季调且都采取滞后一期，详细过程不再记叙，三个模型我们得出的Q1GDP增速分别达7.2%、6.89%、6.93%，总体上我们认为第一季经济没有那么悲观，增速可达6.9%及以上，高于市场6.7%的预测。





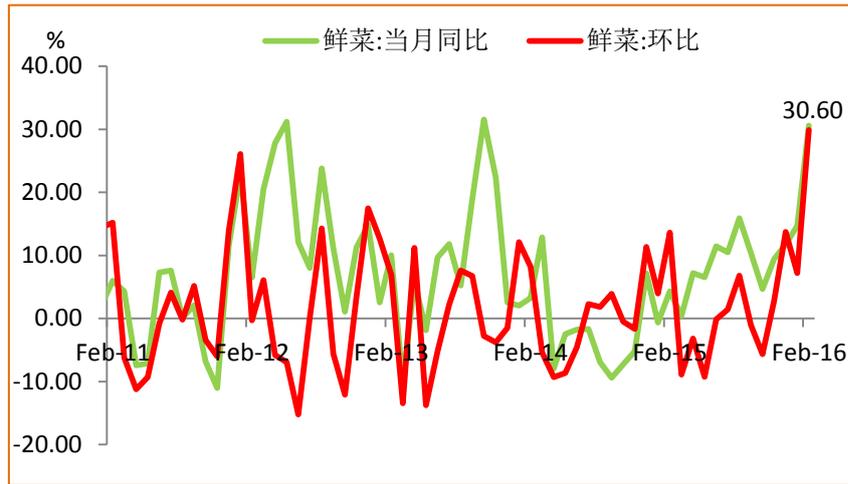
### 猪周期促使通胀回升可持续性存疑，难致政策转向

猪肉经历了从 12 年到 15 年的大幅下挫，深深地伤害了养殖户的利益，仔猪供应大幅减少，生猪存栏已降到 3.67 亿头，连续 27 个月处于负增长，2 月同比增速-5.5%，能繁母猪 3760 万头，连续 30 个月负增长，2 月同比增速-7.9%，考虑目前猪粮比已处于历史高位，猪周期大概 10 个月，随着养殖户效益的变好，猪肉价格回落概率增强，不过短期仍将对 CPI 带来正向拉动作用。



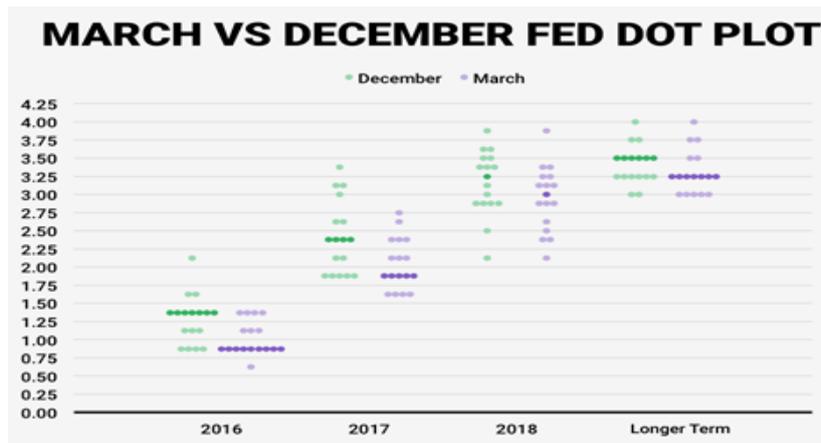
考虑春节期间，及冷冻天气，鲜菜价格回升相当明显，同比、环比增速皆高达 30% 左右，鲜菜周期大概只有 3-4 个月，且随着天气的转好，鲜菜供应将会跟上，鲜菜对 CPI 的拉动作用持续性较弱。

总体，我们认为猪肉、鲜菜等食品推动的 CPI 的回升，可持续性存疑，不过房地产的持续的火爆，要引起重视，随着一线城市房价的水涨船高，上海、深圳立即出台严格限制措施，体现了政府对于房价过快上涨的担忧和谨慎，鉴于此，货币政策的边际变化受通胀回升影响甚微，相反，房价的大幅上扬可能抑制央行的边际宽松。



### 美联储加息节奏放缓全年或不足两次

美联储 3 月的利率决议中，耶伦显示鸽派言论，加息预期从前期的四次大幅下调至两次，投票比率是 9:1，美联储的点阵图亦证实了此点。耶伦在 3 月底再次发表鸽派观点，并下调核心 PCE 和 GDP 的潜在增速，同时表示对全球经济波动的担心。



我们根据美国基准利率期货来对美联储今年加息次数和月份进行估算，根据计算公式主要参考 CME 公布的计算文章（链接：<http://i9.hexunimg.cn/2015-12-16/181237020.pdf>）。所得出的结论如下表：

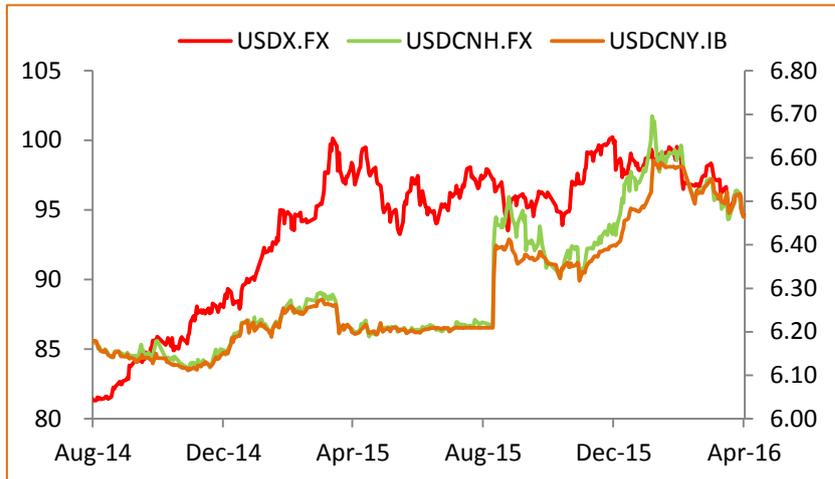
|     | 价格     | 隐含联邦基金利率 | N  | M  | FFER(end) | FFER(start) | (目标期隐含利率-基期隐含利率)/预期利率变动 |
|-----|--------|----------|----|----|-----------|-------------|-------------------------|
| 3   | 99.638 | 0.362    | 31 |    |           |             |                         |
| 4*  | 99.635 | 0.365    | 30 | 26 | 0.380     | 0.363       |                         |
| 5   | 99.620 | 0.380    | 31 |    |           |             | 6%                      |
| 6   | 99.600 | 0.400    | 30 | 14 | 0.418     | 0.380       | 14%                     |
| 7   | 99.575 | 0.425    | 31 | 26 | 0.470     | 0.416       | 24%                     |
| 8   | 99.530 | 0.470    | 31 |    |           |             | 42%                     |
| 9*  | 99.525 | 0.475    | 30 | 20 | 0.485     | 0.470       | 44%                     |
| 10* | 99.505 | 0.495    | 31 |    |           |             | 52%                     |
| 11  | 99.490 | 0.510    | 30 | 1  | 0.511     | 0.495       | 58%                     |
| 12  | 99.460 | 0.540    | 31 | 13 |           |             | 70%                     |

我们的计算结论和交易员的预测基本一致，相对于 CME 网站所公布的加息概率小幅低估，CME 网站公布的 4 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 月加息 0.25 个百分点的概率分别为 4.6%、26.1%、41.2%、50.9%、55%、60%，从 92 年开始，只有当美联储加息概率超过 60%，加息决议才会落实，市场预期的引导或需要继续参考 4 月底的美联储利率决议。

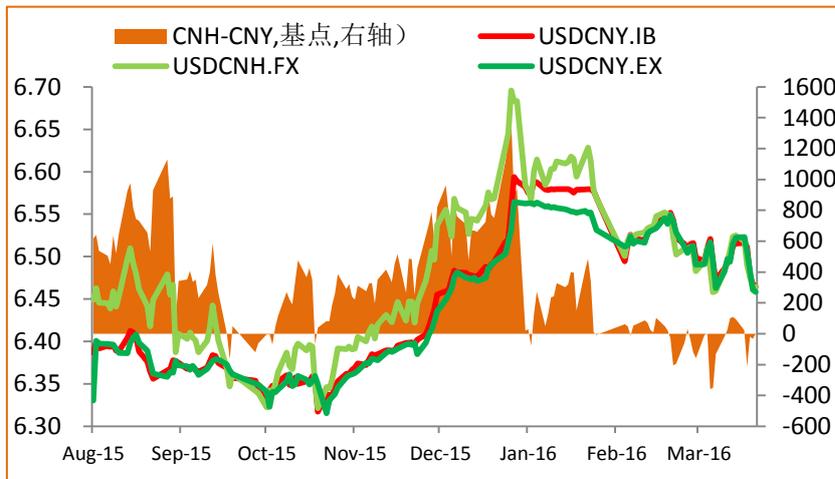
总体我们认为美联储在上半年加息概率相对较小，最快也要推迟至 7 月，不过从 3 月公

布的美非农数据总体靓丽和制造业首现改善，我们对于美元指数走势不过过于大意。相对来看，11月进行加息或许是较好时间窗口。

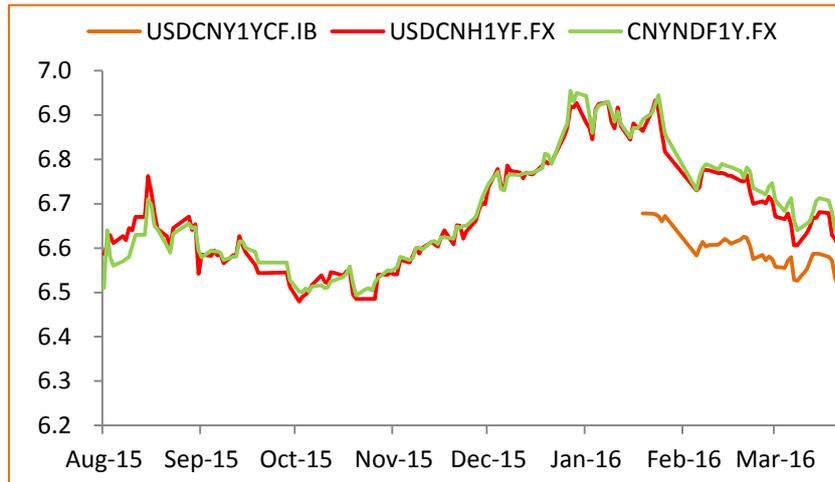
美联储加息预期的推迟，人民币汇率单边贬值预期将大幅减弱，市场单边做空人民币的对冲基金持仓份额亦达到去年10月以来的最低点。美元指数回到94分位，人民币在岸离岸汇差出现汇差倒挂，回到6.47运行平台。



在岸与离岸汇差从前期汇差最高达1384点，现在已出现倒挂，美元兑离岸人民币、在岸人民币和人民币中间价呈现收敛格局，显示市场预期逐渐一致。



从人民币三大远期汇率走势来分析，美元兑人民币1年远期(C-SWAP,CNY)、美元兑离岸人民币1年远期(CNH)、人民币无本金交割1年远期(NDF)贬值趋势明显得到了扭转，分别从最高值6.6786、6.9332、6.9450回到目前6.5502、6.6043、6.6350位置（1月29日-4月1日），数据显示人民币远期贬值压力大幅缓解。



4月是经济数据的披露月，我们总体认为第一、二季度经济企稳已无太大悬念，美联储加息预期继续顺延，人民币汇率贬值压力暂缓，随着天气冻寒的消逝，鲜菜价格有望回到合理区间，猪肉价格的大幅上升在增厚养殖户的利润之后，养殖户补栏动力在上升，猪肉上升小周期或不可持续。CPI有望在短期回升之后重新回到合理平台，对于货币政策的边际变化无需太过担心，总体格局利于市场情绪的回升和配置权益类资产，目前沪指再次来到3000点关键位置，能否突破仍需量能的持续跟进，随着国改、债转股及银行不良资产剥离的推进，目前位置我们相对看好IH，预计A股运行平台将上行至3250，在市场风险偏好和经济逐渐回暖，届时IC或有较好表现。

## 研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

## 联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。