



2016.01

改革砥砺前行 期指波段为宜

——2016 年宏观经济形势分析和股指期货投资策略


王永红


021-52138046



wangyonghong@gjjas.com

投资咨询资格

Z0001804

毛磊

021-32504851

maolei013138@gjjas.com

Z0011222

报告导读:

- ◆ **我们的观点:** 2016 年 A 股市场将呈现出波动加大, 宽幅震荡的走势, 而影响市场的核心因素为风险偏好的变化。在宏观环境预期稳定时, 风险偏好上升将提升高风险偏好品种估值; 而当潜在的风险事件出现时, 风险偏好的回落将导致市场出现阶段性回调。此外, 在经济探底过程中, 当经济增长实际增速高于市场预期时, 市场或将出现阶段性的风格切换行情。
- ◆ **我们的逻辑:** 中国经济进入新常态, 背后是结构、动力、体制政策环境的转换。2016 年, 政府将加快落实 2015 年中央经济工作会议精神, 大力推进供给侧结构性改革。着力去除过剩产能, 矫正要素配置扭曲, 扩大有效供给, 促进经济转型升级。我们认为一系列**改革政策有利于提升投资者风险偏好, 这将成为 2016 年资本市场最核心的驱动因素**。宏观政策方面, 财政政策将更加积极, 货币政策将继续放松, 对资本市场而言继续利多。不过, 在去产能、去杠杆过程中, 可能出现的一些风险暴露将造成短期风险偏好降至冰点, 市场随之将出现明显回调。此外, 经济增速在稳中趋降, 继续探底过程中, 可能出现阶段性的企稳反弹。当实际增速高于市场预期时, 市场或将出现阶段性的风格切换行情。
- ◆ **投资建议:** 2016 年 A 股市场总体上将呈现宽幅震荡走势, 全年把握随风险偏好变化而出现的大开大合、宽幅震荡的波段行情。方向性与节奏感俱佳的投资者可尽量把握其中的诸多交易机会。沪深 300 现货指数核心运行区间在 2860 点至 4558 点, IF 主力合约核心运行区间在 2808 点至 4588 点; 上证 50 现货指数核心运行区间在 1912 点至 2955 点, IH 主力合约核心运行区间在 1886 点至 2968 点; 中证 500 现货指数核心运行区间在 5330 点至 9368 点; IC 主力合约核心运行区间在 5290 点至 9516 点。

分析师简介:

王永红: 宏观策略分析师, 擅长通过对宏观经济、市场流动性及国家政策的解读, 研判大势, 发掘投资机会。研究思路开阔, 深入扎实, 逻辑缜密。曾在《经济参考报》、《期货日报》等媒体上发表文章多篇, 并长期担任《第一财经》财经早班车节目连线特约嘉宾。

毛磊: 宏观策略分析师, 主要从事股指期货及大宗商品配置策略研究。擅长从国内外宏观基本面入手来寻找投资方向, 通过分析影响期指的价值内及价值外因素, 判断未来走势。长期接受多家主流财经纸质、电视媒体的特约撰稿、文章采编及连线采访。

目 录

1. 2016 年宏观经济继续探底	3
1.1 加强供给侧结构性改革	3
1.1.1 产能去化加快	3
1.1.2 降低企业成本	4
1.1.3 化解房地产库存	5
1.1.4 补齐供给短板	6
1.1.5 防范化解金融风险	7
1.2 宏观政策力度加大	8
1.2.1 财政政策更加积极	8
1.2.2 货币政策继续放松	9
2. 2016 年策略展望——宽幅震荡 波段为宜	11
2.1 策略框架及 2015 年市场回顾	11
2.2 影响市场走势的价值内因素分析	12
2.2.1 经济增长存预期差	12
2.2.2 无风险利率低位持稳	12
2.2.3 投资者风险偏好维持高位，并继续呈现较大波动	13
2.3 影响市场走势的价值外因素分析	16
2.3.1 注册制推出	16
2.3.2 养老金入市	17
2.3.3 深港通启动	17
2.3.4 对于 QFII、RQFII 额度的放松	17
2.3.5 A 股纳入 MSCI	18
2.3.6 救市政策逐步退出	18
2.4 2016 年策略展望	19
附录 2016 年重要财经事件日历	20

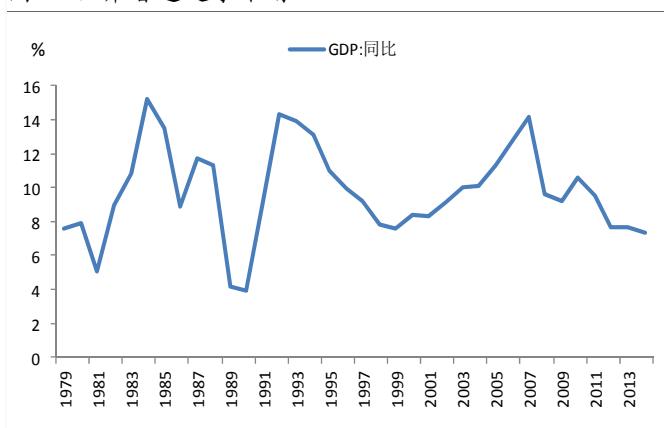
1. 2016年宏观经济继续探底

1.1 加强供给侧结构性改革

2015年12月18日召开的中央经济工作会议指出“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”。需求侧与供给侧是经济增长的两面。需求侧指拉动经济增长的三驾马车投资、消费、出口。当前，出口、投资对经济增长贡献乏力，虽说消费贡献正慢慢崛起，但仍难以对冲经济下行的压力。供给侧则包含了劳动力、土地、资本、全要素生产率等。在当前我国总需求依然强劲（从十一长假期间，国人在日本、韩国大肆扫货以及美国“黑色星期五”期间我国海淘交易量暴增可以看出），但供给结构不能满足需求结构变化的背景下，中央提出供给侧结构性改革正当其时。供给侧结构性改革旨在解决资源配置扭曲的问题，扩大有效供给，提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长的动力。

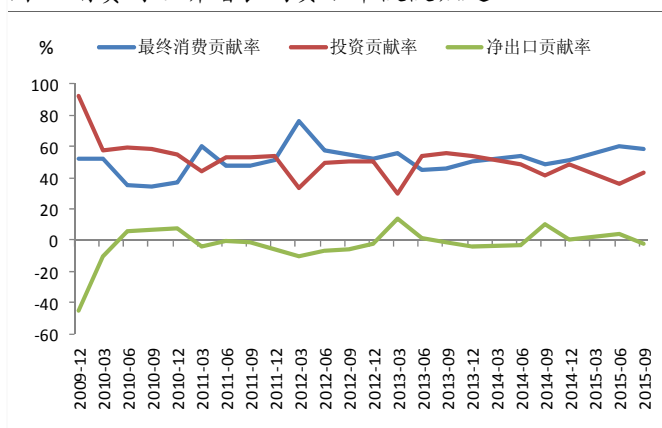
在《人民日报》上发文的权威人士看来，对于供给侧结构性改革，我们不妨用“供给侧+结构性+改革”这样一个公式来理解，即从提高供给质量出发，用改革的办法推进结构调整，矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，更好满足广大人民群众的需要，促进经济社会持续健康发展。

图1 经济增速趋于下滑



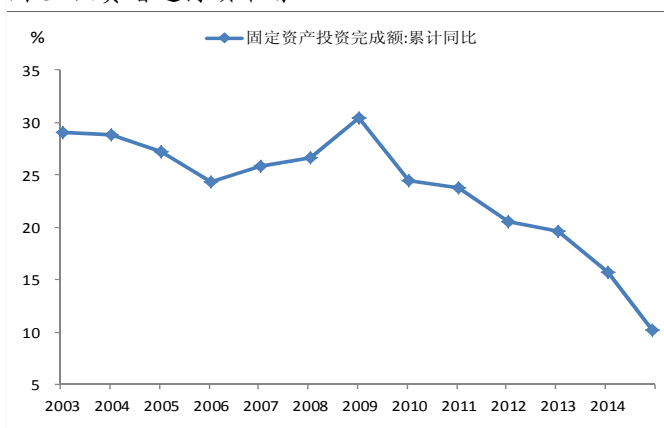
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图2 消费对经济增长的贡献率慢慢崛起



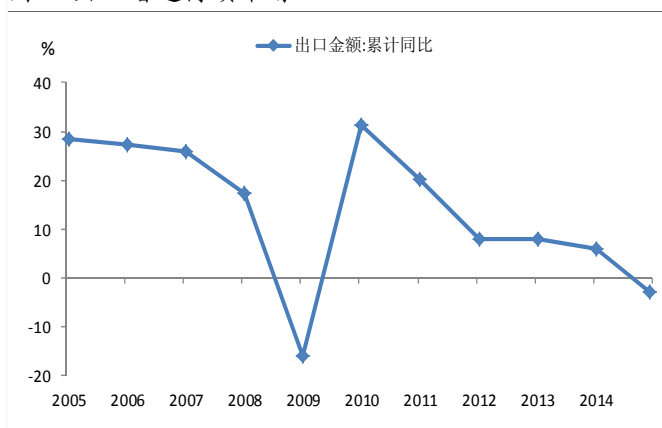
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图3 投资增速持续下滑



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图4 出口增速持续下滑



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

根据中央经济工作会议的部署，2016年供给侧结构性改革主要集中在去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大关键点上。

1.1.1 产能去化加快

尽管十八大以来，中央加大去产能力度，但钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝、船舶等传统产业产能过剩的局面并没有明显缓解。目前，PPI已经创纪录地连续46个月负增长。同时，2014年发电设备的平均利用小

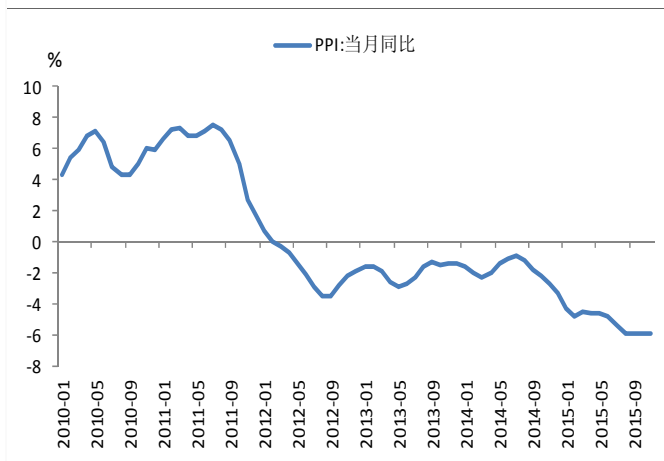
时数为 4286，2015 年预估在 4100 小时左右，将创造改革开放以来的最低值。这些迹象均表明我国产能过剩的局面仍然比较严重，淘汰落后产能将是一个相当长的过程。

这些产能过剩的行业往往以国企为主，而国企并非是完全自主决策的市场主体。由于涉及到当地就业、社会稳定等问题，这些企业难以依靠市场自身力量退出，逐渐成为“僵尸企业”。但这些企业占据了大量资源，使得人力、资金、土地等成本居高不下，制约了新经济的发展。如果它们不退出市场，其占据的资源就难以转移到新兴产业，经济的转型升级就难以实现。因此，政府将下大决心，对“僵尸企业”、“绝对过剩产能”的企业狠下刀子，加快市场出清。国有企业通过行政手段实现优化重组，民营企业则通过资本市场实现兼并重组。

2016 年，政府将通过严格环保、能耗、技术等标准，利用工业企业结构调整专项奖补资金，加大特困行业过剩产能化解力度。开展钢铁、水泥、平板玻璃等行业化解过剩产能试点。

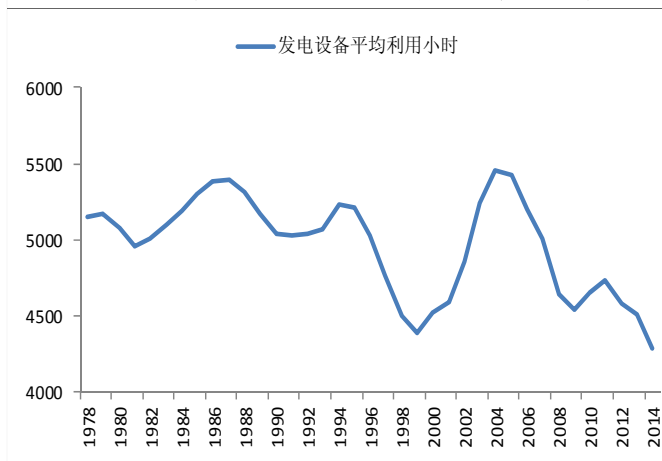
由于过剩产能往往和债务联系在一起，过剩产能去化将是债务重组、释放金融风险的过程。今年以来，中钢股份、云煤化、山水水泥等信用违约事件接连爆发。2016 年，由于过剩产能去化加快，企业偿债能力下降，信用违约事件将明显增多，银行不良贷款将明显上升。而债务违约风险的加大将抬升信用利差，导致市场资金风险偏好降低。

图 5 至今 PPI 连续 46 个月负增长



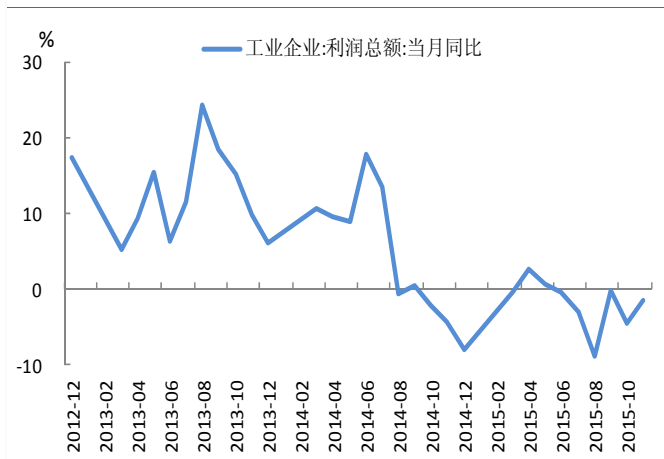
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 6 发电设备平均利用小时数处于历史最低水平



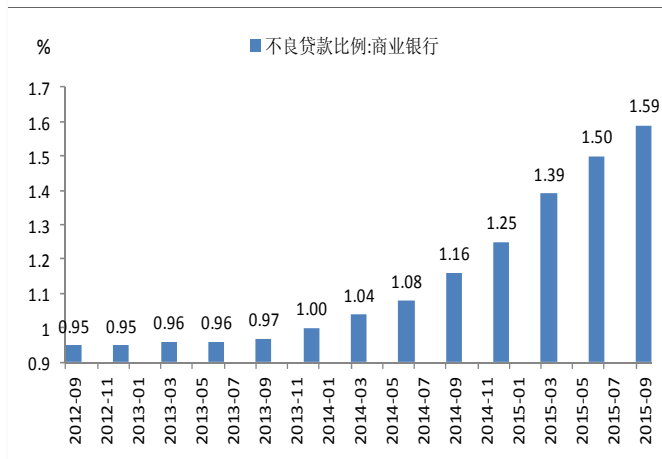
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 7 工业企业盈利水平下降



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 8 银行不良贷款率明显上升



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

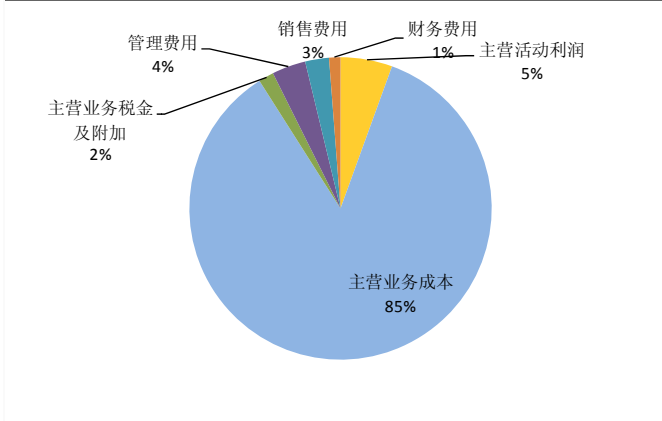
1.1.2 降低企业成本

高成本是供给侧的最致命硬伤。以工业企业为例，2015 年 1-11 月规模以上工业企业主营业务收入中，主营业务成本占比高达 85%，各种税费占比 10%，主营利润占比仅 5%。为改善企业盈利水平，提升资本回报，中央经济工作会议明确降低六大类企业成本，包括：降低制度性交易成本、税费负担、社会保险费、财务成本、电力价格和物流成本等。其中最大的亮点在于降低制造业增值税税率、精简归并“五险一金”、金

融部门为实体经济让利等。这意味着财税改革、社保改革、金融市场化改革、资源品价格改革等将加快推进。

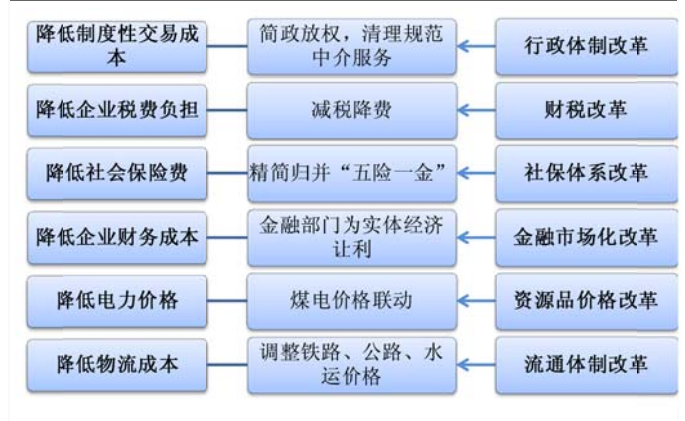
在电价调整上，国家发改委12月27日已发文，降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格。此次电价调整降低全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约3分钱，降低全国一般工商业销售电价平均每千瓦时约3分钱，自2016年1月1日起执行。2016年，铁路货运价格和水运价格下调、企业所得税扩大优惠范围、企业发债再放松、企业社保补贴增加等政策或将出台，以帮助企业降低成本。

图9 工业企业成本占比高



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

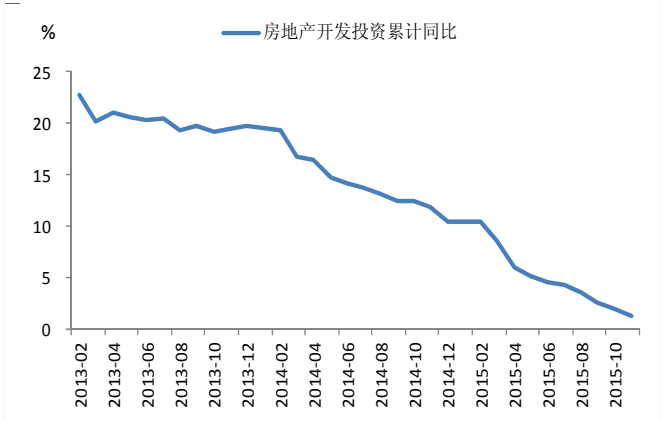
图10 降低企业成本的方法



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

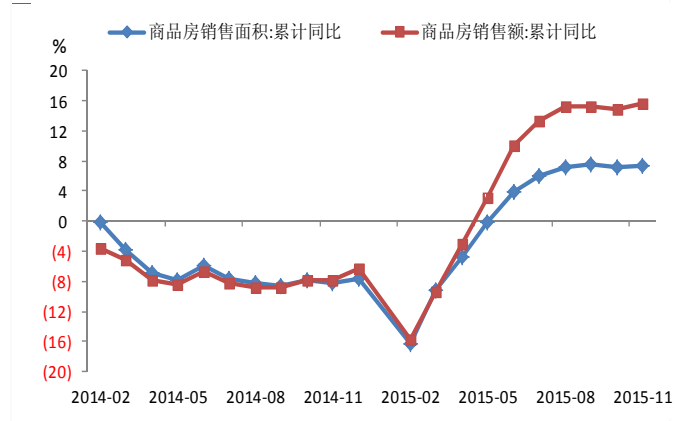
1.1.3 化解房地产库存

图11 房地产开发投资增速持续下滑



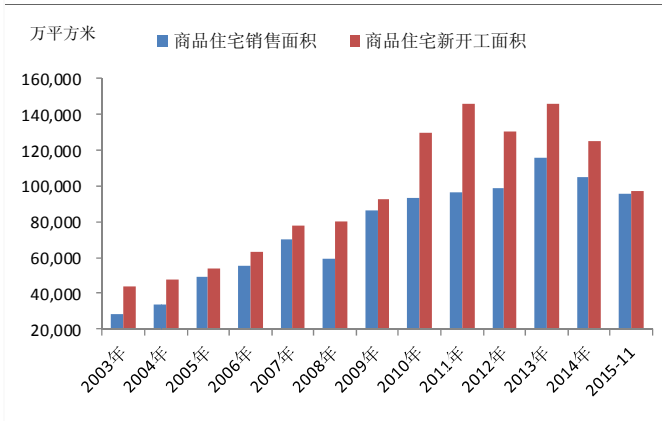
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图12 房地产销售明显好转



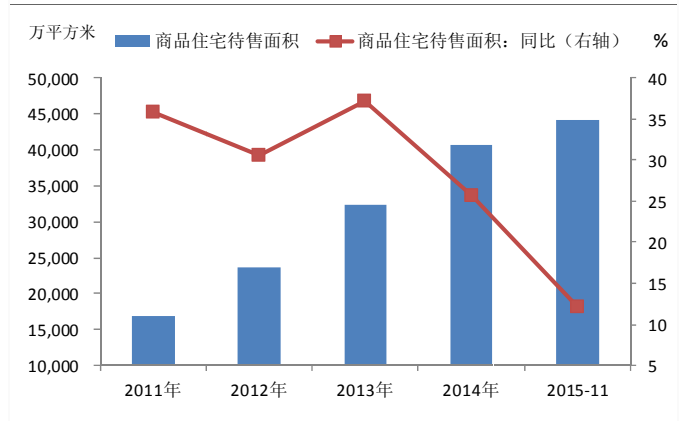
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图13 商品住宅销售面积与新开工面积基本持平



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图14 商品住宅待售面积增速明显下降



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

2015年以来，伴随着央行多次降息、房贷利率打折、公积金贷款额度上调、首付比例下调、购房满2年

免征营业税等救市政策，房地产销售明显好转。但房地产市场总体呈现“库存过剩、结构分化”的特点。一线和二线重点城市的刚需及改善性需求仍较为充足，销售出现量价齐升，而部分二线及三线以下城市销售却持续低迷，面临严峻的去库存问题。此外，虽然政府出台政策放松对房地产企业的融资限制，房地产企业的融资成本已大幅下降，且房地产销售也已明显好转，但房地产投资增速仍持续下滑。

从商品住宅来看，随着年轻人口的逐步减少，销售面积正逐渐见顶，而新开工面积在2013年已经见顶。2015年1-11月份，住宅销售面积96011万平方米，住宅新开工面积97077万平方米，销售面积与新开工面积基本持平。这意味着新开工面积过多问题已经基本解决，住宅库存大量增加的态势已得到扭转，未来需要解决的问题在于逐步消化现有的高库存。

为化解房地产市场高库存，实现房地产市场软着陆，中央经济工作会议提出多种措施，包括：加快农民工市民化、扩大公租房到非户籍人口、鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业、鼓励房地产开发企业适当降价、取消过时的限制性措施等。归根结底，去库存的落脚点最终将落在扩需求上。而激活刚性需求的最“大招”或是降低首付比例，首套房首付比例降至10%或在未来几年出现。此外，传言中的房贷利息抵扣个税政策也有利于提高购房者的购买力，特别是对改善型需求的刺激或更为明显。

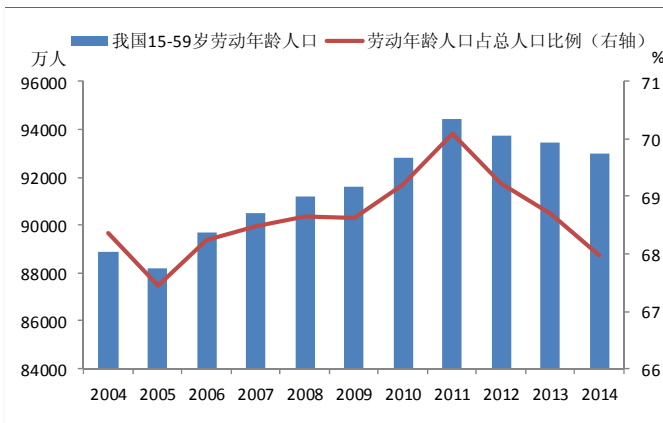
鼓励农民进城定居对于消化三四线城市房地产的高库存，确实是一个不错的路径。在政策上，通过户籍制度改革，允许农民工落户，让农民工享有同等的公共服务和公共产品，出台农民进城购房补贴政策，提高农民工购房的意愿。目前已有安徽和河南多个城市出台了购房补贴政策，补贴方式包括农民退宅基地补贴、契税补贴、房款补贴等。从效果上来看，短期内补贴政策对于消化商品房库存起到了积极作用。不过，也应看到，大部分农民工支付能力有限，这部分购房需求尚不是有效需求，按揭买房存在一定的潜在风险。因此，多途径提高农民工购房能力是提升农民工购房需求的关键。未来，政策看点在于农村宅基地流转（或质押）、农村承包土地经营权抵押贷款、将农民工纳入住房公积金体系等。

为推动房地产去库存，政府将继续推进打通商品房市场和棚改安置房、公租房市场。所谓商品房和棚改房打通，即以货币化安置的方式，通过自行或组织购买市场存量房源，解决棚改安置住房。对于商品房和公租房打通，即公租房尽量不再新建，通过政府收购市场存量商品房完成。

此外，政府应考虑建立国家住房银行。这类似于美国的“房利美”和“房地美”，目的在于为购房者提供更低的按揭利率，提供更多的按揭贷款。

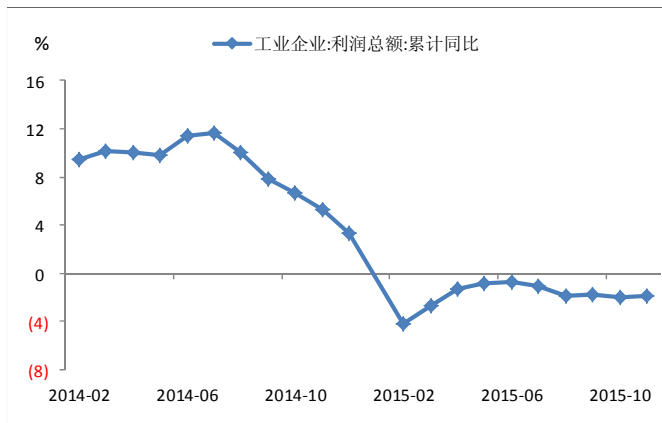
1.1.4 补齐供给短板

图 15 我国人口红利结束



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 16 规模以上工业企业利润总额持续负增长



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

在我国劳动年龄人口持续减少，人口红利消失，产能过剩抑制资本投资，全要素生产率随着跟前沿国家技术差距的缩小而趋势性放缓的情况下，中央将多措并举解除供给抑制、放松供给约束。

劳动力方面，一方面要通过“全面二孩”政策鼓励生育，减缓人口老龄化压力，增加劳动力供给；另一方面要通过户籍制度改革，加快劳动力人口的有效流动；此外，要加大教育尤其是职业教育和继续教育领域的财政投入，提高劳动力素质。

土地方面，要着力提高土地使用效率。农村土地在确权的基础上，放活经营权流转，提升土地的流动性。

资本方面，一方面要提高资本的配置效率，让市场在资源配置中起决定性作用；另一方面，要提高资本回报率。在提升资本配置效率上，要加快淘汰落后产能。对于已经丧失盈利前景和严重资不抵债的“僵尸企

业”，强化市场约束，加快关停并转，从而将存量资本及劳动力资源尽快释放出来，通过市场化机制转移到更有效率的使用方向上。此外，对于存在准入限制和政府管制的行业，加快建立和全面压缩负面清单，向民间资本开放更多的领域。在提高资本回报率上，要降低企业原材料、资金、人力、财税等成本，改善企业盈利。

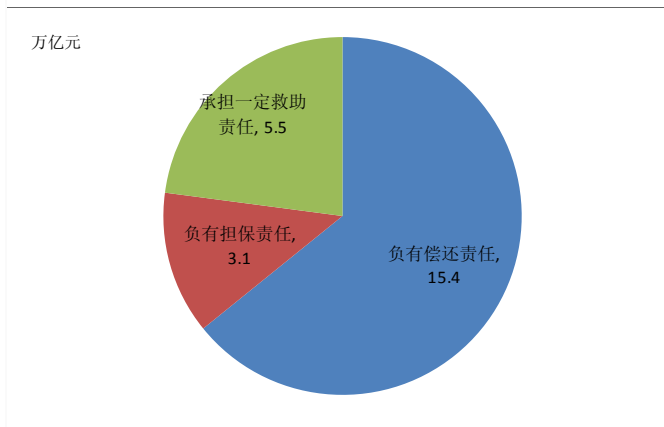
全要素生产率方面，首先要通过建立完善的股权市场提升大众创新意愿。在这方面，要加快推出注册制，以新三板、战略新兴板、科技创新板为突破口，进一步完善多层次的资本市场体系。其次，要为技术创新提供便利的资源和宽松的成长环境，从而提高创新者的存活率和创新产品的转化率。这方面包括加大知识产权保护，通过税收优惠鼓励企业加速折旧和加大研发投入，为创业企业提供更为便利的资金支持等。

1.1.5 防范化解金融风险

近年来，我国金融业快速发展，银行、保险、证券、信托、基金交叉经营，混业经营趋势日趋明显。2015年以来，资本市场剧烈波动。这与上半年杠杆资金大量流入股市后，监管层着力降杠杆存在密切的联系。由于杠杆资金来源涉及多个监管部门，但当前分业监管的体制难以适应这一情况，容易出现监管真空。另外，2015年下半年，保险资金在资本市场频频举牌。从市场高度关注的“万宝之争”事件来看，宝能系举牌资金来自多种途径，分开来看都是合法的，但总体来看，由于涉及“短线长配”且使用高杠杆资金等问题，背后潜伏着比较大的风险。而在金融机构交叉经营的情况下，不同市场之间的关联度上升，局部市场风险有可能引发金融市场系统性风险。2015年资本市场出现的种种新问题，愈发凸显出现行的分业监管体制已难以适应我国金融业的发展。在隐性的混业经营已成事实的背景下，从分业监管到统筹监管的改革势在必行。

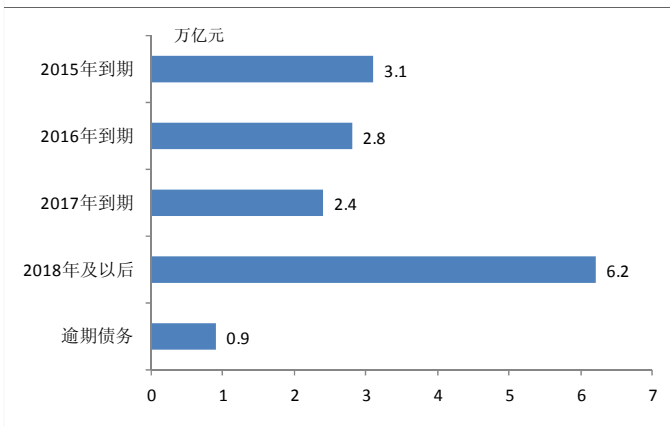
由于央行是事实上的“最后贷款人”，为防止金融机构的“道德风险”（倾向于进行高风险金融活动，最后让央行兜底），央行理应具有监管权，更何况，监管金融风险是央行的法定职责。目前，央行已宣布，从2016年起将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”。虽然，目前这一监管范围仍局限于银行体系。但是，未来宏观审慎的监管范围有望不断扩大，央行很可能从“监管商业银行”逐步过渡到“监管所有金融机构”，从而构建央行主导的统筹监管体系。

图 17 2014 年末，全国地方政府债务情况



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 18 2014 年末地方政府 15.4 万亿元债务到期期限



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

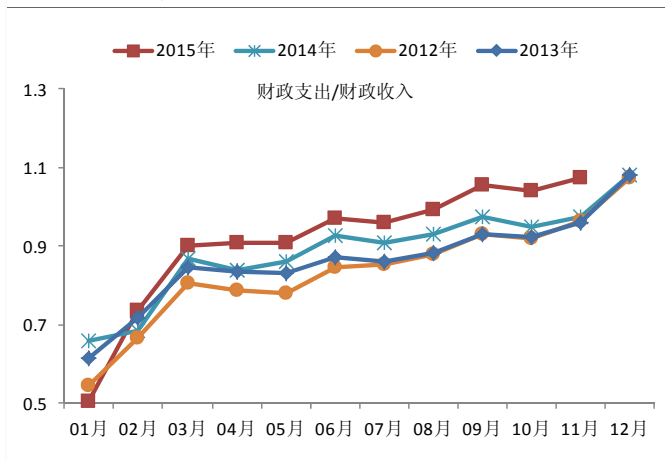
在改革完善金融监管框架的同时，防范化解地方债务风险也是防风险的重要一环。截止到 2015 年年底，地方政府负有偿还责任的债务余额限额 16 万亿元，这包括 2014 年末的地方政府债务余额 15.4 万亿元和 2015 年新增限额 0.6 万亿元，债务率预计约为 86%，低于 100% 的风险警戒线，债务风险总体可控。但据财政部统计，我国个别省份债务率已经超过 100%，还有 100 多个市本级、400 多个县级债务率超过 100%。此外，变相举债、违规担保等一些错误做法并未得到有效纠正。在当前经济下行压力加大，土地收入锐减，财政收支矛盾突出的情况下，个别地方政府出现事实上“破产”的问题值得警惕。如果控制不当的话，就有可能引发系统性风险。

2015 年，通过债务置换的方式，将被置换的存量债务成本由平均 10% 降至 3.5% 左右，为地方政府每年节省利息支出 2000 亿元。为化解地方债务风险，预计 2016 年将继续推进地方政府债务置换。同时，为解决地方政府财力与事权不匹配的问题，必须深化财政体制改革，调整中央和地方的财权与事权关系。此外，为严格控制债务增长，应督促地方落实限额管理的规定，加快推动建立违规举债责任追究制度。

1.2 宏观政策力度加大

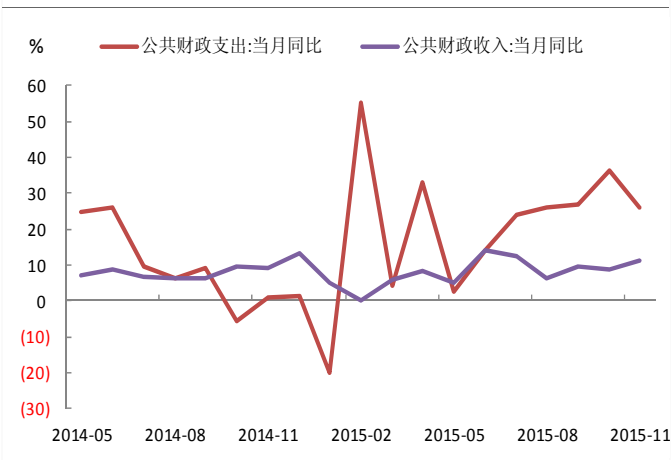
1.2.1 财政政策更加积极

图 19 2015 年财政支持力度加大



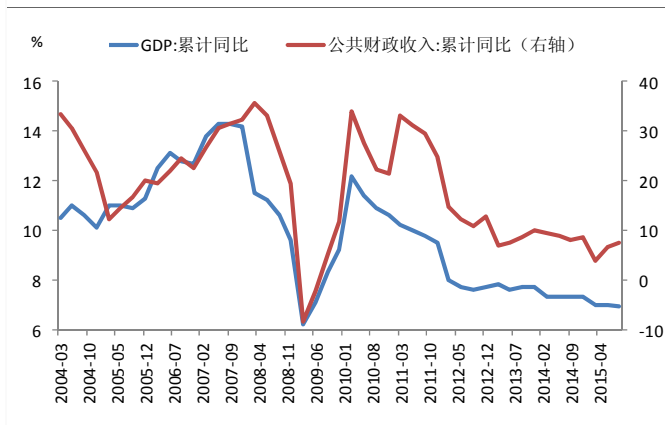
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 20 财政收支困难



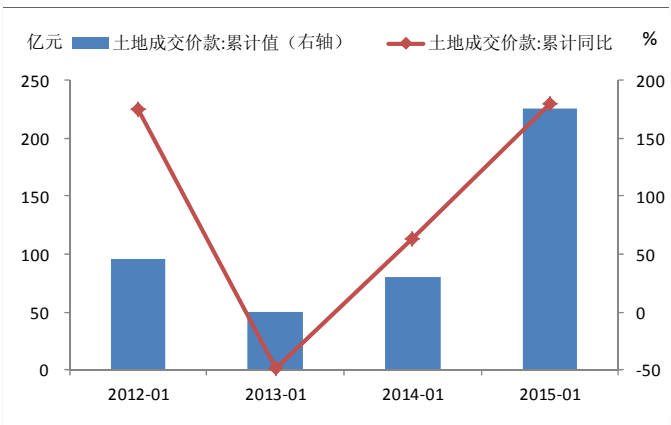
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 21 经济增长下滑拖累财政收入增速下行



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 22 一线城市深圳 2015 年卖地收入继续大幅增加



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

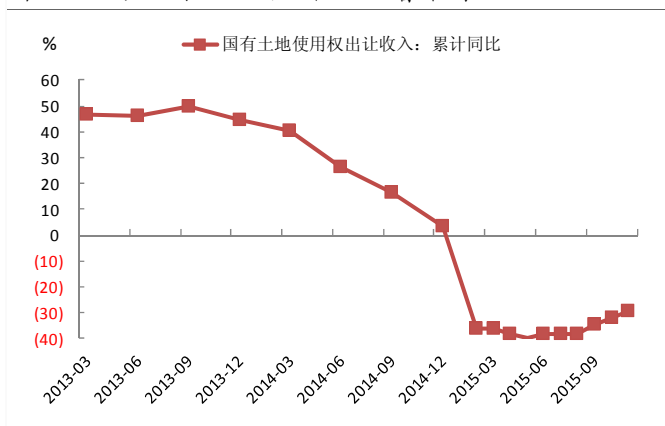
为稳定经济增长, 2015 年维持了积极的财政政策。一方面, 扩大地方政府债券自发自还的规模和范围, 并实施了大规模的地方政府债务置换, 全年债务置换额度高达 3.2 万亿元, 完全覆盖了当年到期的地方政府债务本金。另一方面, 发行专项金融债, 用于基础设施建设。2015 年 8 月, 根据国家发改委相关会议要求, 国家开发银行、农业发展银行向邮政储蓄银行定向发行 1-1.5 万亿元的专项建设债券, 建立专项基金用于基础设施建设, 中央财政按照专项建设债券利率的 90% 给予贴息。此外, 对中小微企业的减税政策也不断推出。

2016 年, 积极的财政政策将加大力度, 充当稳增长的主角, 预计 2016 年财政赤字将达到 2 万亿元以上, 赤字率扩张至 3% 左右。当前, 在经济增长下行压力依旧较大的背景下, 企业经营困难, 需要政府出台更多的减税降费政策, 让利于民。同时, 伴随着经济增长下滑, 中央和地方的财政收入增长都持续放缓。此外, 在房地产投资需求长周期拐点到来的情况下, 地方政府土地收入增速下滑更为明显。2015 年, 虽说在北京、上海等一线城市, 地王频现, 土地收入维持高位, 但在广大的三四线城市, 土地收入却是出现大幅的下跌。总体而言, 2016 年财政收入增速将延续下滑态势。财政支出方面, 在去产能约束制造业投资扩张, 房地产投资需求长周期拐点到来以及高库存抑制房地产投资回升的情况下, 为稳定经济增长, 基建投资将是缓冲投资增速回落的重要手段。而当前基建投资基数已相对较大, 要维持高增速, 边际上新增的财政支出将更多。因而, 在 2016 年财政收入增速继续下滑的情况下, 为保证财政支出的稳定增长, 财政赤字将继续扩张。2015 年 11 月, 财政部副部长朱光耀曾提出, 要反思 3% 的赤字率红线和 60% 的负债率红线是否是绝对科学的标准。这暗示着政府已考虑调整赤字率红线, 大量增加投资。

除了扩大财政赤字规模外, 稳增长的财政政策还体现在“准财政”上。在当前土地出让金收入减少、融资平台受限制的情况下, 许多地方政府财力难以支撑基建投资。而解决地方政府融资难题还将依赖于“准财

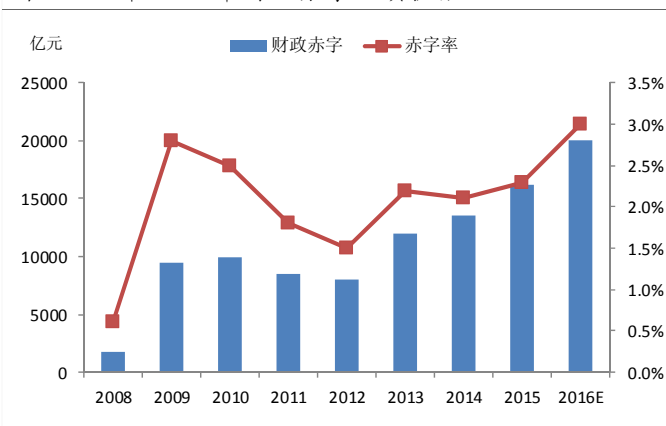
政”活动，如地方政府债务置换和专项金融债。预计 2016 年还将增加至少 2.5 万亿元的债务置换额度。债务置换一方面能为地方政府解流动性之急，另一方面也能为地方政府节省利息支出。此外，预计 2016 年专项金融债的发行规模也将加大。

图 23 地方政府土地出让收入显著下滑



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

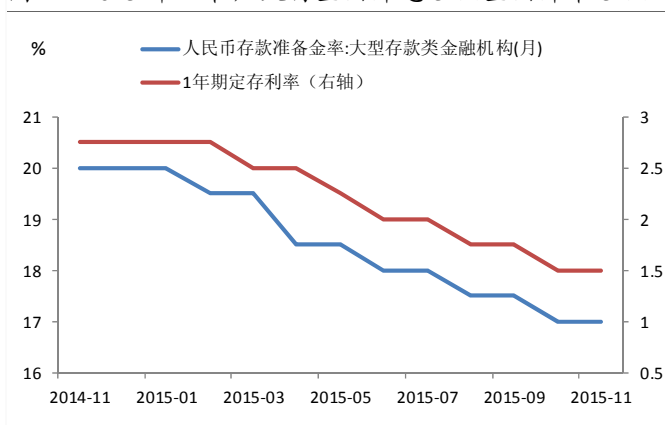
图 24 预计 2016 年财政赤字继续扩张



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

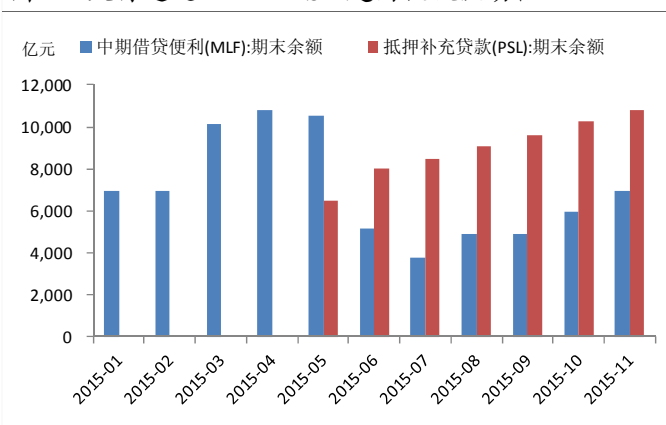
1.2.2 货币政策继续放松

图 25 2015 年以来，央行全面降息 5 次全面降准 5 次



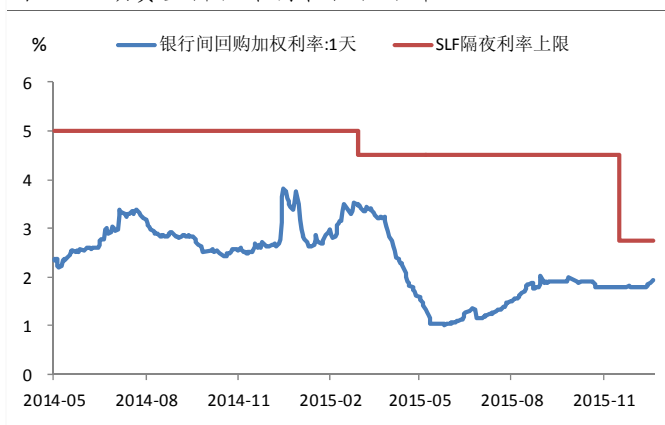
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 26 央行通过 MLF、PSL 定向投放流动性



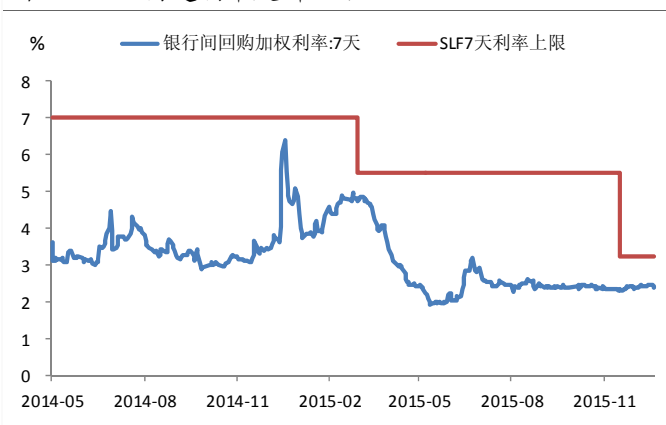
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 27 短期资金价格维持在低位水平



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 28 SLF 构建利率走廊上限



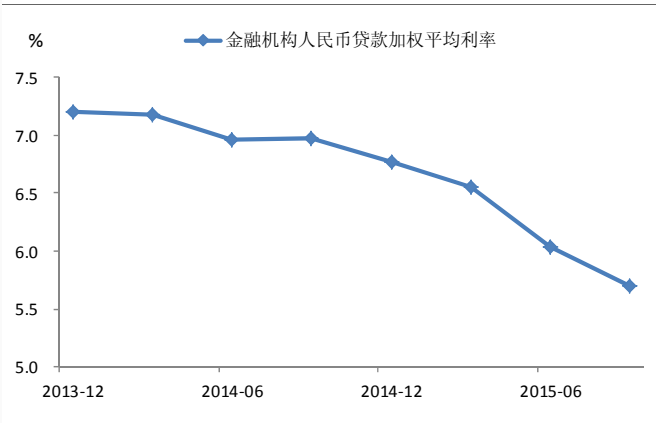
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 29 无风险利率中枢明显下移



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 30 金融机构贷款加权平均利率持续下降



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

2015 年以来, 央行陆续进行了 5 次全面降息和 5 次全面降准, 并延续之前操作, 使用定向政策工具, 如: 定向降准、定向再贷款、SLF、MLF、PSL 等, 进行有针对性的流动性投放。此外, 央行通过 SLF 构建利率走廊上限, 封死利率上行空间。利率走廊作用机制, 即在利率触及走廊上限时, 央行必须通过 SLF 提供银行所需的流动性。这意味着利率只能下降不能上升。具体操作来看, 2014 年 1 月 20 日, 央行宣布将 7 天期、隔夜 SLF 利率分别定在 7% 和 5%。此后, 又分别在 2015 年 3 月 2 日和 11 月 20 日下调利率。目前, 7 天期、隔夜 SLF 利率已分别调降至 3.25% 和 2.75%。

2015 年, 货币政策充当了稳增长的主角, 央行通过全面宽松和定向宽松相结合的方式, 为稳定经济增长创造了良好的货币环境。一方面, 货币市场流动性充裕, 短期资金价格持续稳定在较低水平。同时, 无风险利率中枢明显下移, 10 年期国债收益率从 2015 年初的 3.6% 左右持续下行至当前的 2.8% 左右; 另一方面, 一定程度上降低了实体经济融资成本, 金融机构贷款加权平均利率从 2014 年底的 6.77% 降至 2015 年第三季度的 5.70%, 降幅 107 个 bp。

表 1 2015 年以来央行主要货币政策

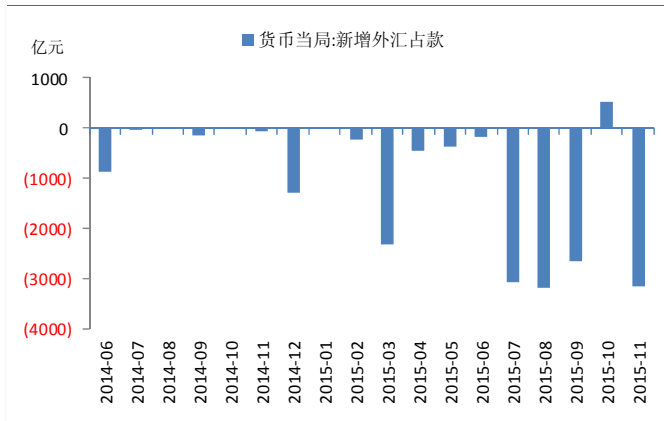
施行日期	政策内容
2 月 5 日	下调金融机构存准率 0.5%; 额外降低符合条件城商行、农商行存准率 0.5%; 额外降低农发行存准率 4%
3 月 1 日	下调金融机构 1 年期存贷款基准利率 0.25% 至 2.5% 和 5.35%, 并扩大存款利率浮动区间
4 月 20 日	下调金融机构存准率 1%; 额外降低农村金融机构存准率 1%; 额外降低农发行存准率 2%, 额外降低符合农小微贷比例金融机构存准率 0.5%
5 月 11 日	下调金融机构 1 年期存贷款基准利率 0.25% 至 2.25% 和 5.1%, 并扩大存款利率浮动区间上限
6 月 28 日	有针对性地对金融机构实施定向降准, 对符合条件的金融机构下调存准率 0.5%, 下调财务公司存准率 3%; 下调金融机构 1 年期存贷款基准利率 0.25% 至 2% 和 4.85%
8 月 26 日	下调金融机构 1 年期存贷款基准利率 0.25% 至 1.75% 和 4.6%
9 月 6 日	下调金融机构存准率 0.5%, 额外降低农村金融机构存准率 0.5% 和金融租赁、汽车金融公司存准率 3%
10 月 24 日	下调金融机构存准率 0.5%, 对符合标准的额外降低 0.5%; 下调金融机构 1 年期存贷款基准利率 0.25% 至 1.5% 和 4.35%; 放开存款利率上限

资料来源: 中国人民银行、国泰君安期货金融衍生品研究所

2016 年, 央行将延续全面宽松和定向宽松相结合的方式, 维持市场资金充裕, 并着重引导资金利率下行。在数量工具方面, 预计央行将进行数次对冲性降准, 大型存款类金融机构降准 200 个 bp 至 15% 左右。鉴于

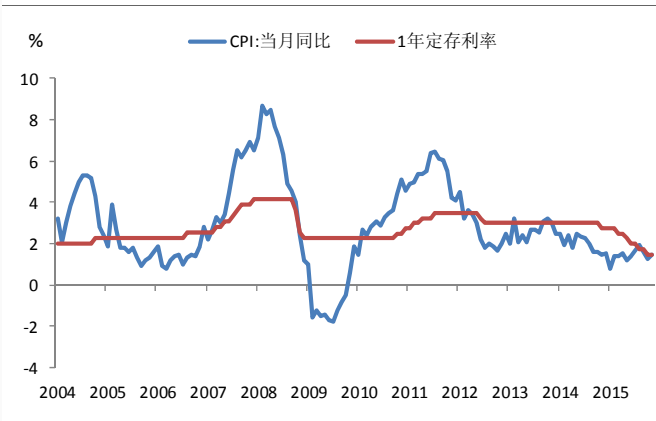
美国进入加息周期，而人民币兑美元汇率贬值预期较强，跨境资本依然面临较大的外流压力，届时央行需要继续降低存款准备金率，以对冲新增外汇占款下降造成的基础货币萎缩。不过，考虑到目前资金由金融体系向实体经济传导不畅，预计 2016 年央行的降准操作将以对冲为主，起到支持保障作用，而过度宽松边际上注入大量流动性的可能性较低。在价格工具方面，预计央行降息 1-2 次，基准利率降低 25-50 个 bp。这主要是因为：一方面，当前实体经济融资成本仍然不低。另一方面，预计 2016 年通胀水平仍处于低位，这为货币政策的进一步宽松预留了空间。总体而言，在 1 年期定存利率已与 CPI 相当，而存款准备金率依然较高的情况下，降准空间将大于降息空间。

图 31 新增外汇占款持续减少



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 32 1 年期定存利率已与 CPI 相当



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

虽然中央将加强供给侧结构性改革，增强经济持续增长的动力，但短期对经济增长的拉升作用有限。积极的财政政策、宽松的货币政策等逆周期的刺激政策虽会放缓经济下行的节奏，但难以改变经济下行的趋势。2016 年 GDP 增速将延续下滑的态势，预计全年 GDP 增长 6.7% 左右，呈现前低后高的态势。而在经济增长疲弱的情况下，通胀将继续低位徘徊。

2. 2016 年策略展望——宽幅震荡 波段为宜

2.1 策略框架及 2015 年市场回顾

我们策略研究使用的框架为 DDM 模型，主要由三个因素对股市进行定价。分别为，分子端的经济或上市公司盈利表现，分母端的无风险利率及由风险偏好决定的风险溢价。此外，影响市场的因素还涉及到资本市场微观结构理论。

2015 年，A 股市场呈现出先涨后跌随后宽幅震荡的走势，沪深 300 现货指数全年上涨 5.58%，最大振幅达 82.26%。在上半年的上涨行情中，先表现为低风险偏好品种（主要由低估值蓝筹构成）领涨市场，随后高风险偏好品种（主要由“中小创”品种构成）接棒跑赢市场。其中，低风险偏好品种的估值修复行情，主要原因在于，在 2014 年信托、债券发生一系列违约事件后，市场刚兑预期打破，无风险利率出现大幅下行。随后增量资金从信托等产品回流入市；而随后高风险偏好品种的大涨，主要是由于增量资金入市修复低估值洼地后，增量资金入市步伐放缓。场内存量资金在宏观环境稳定背景下，随着风险偏好提升而出现“勇敢者的游戏”，大幅追逐高风险偏好品种。可见，增量资金博弈低风险特征股票，存量资金博弈高风险特征股票。而从资本市场微观结构理论角度看，牛市实质上就是将做多工具（现金）转化为股票筹码的过程。而当时杠杆（两融、伞形信托和场外配资）的大量使用，加速了这种转化。在 2015 年年中，虽然当时出现了全市场一致看多的情形，但此时参与者手中做多工具已经被大幅消耗，加上部分品种估值已高，结果物极必反，市场出现剧烈调整。随后，在监管层大力救市，以及个股普遍超跌的背景下，随着宏观环境企稳，存量资金再度追逐高风险偏好品种，并进一步出现了泛化，表现为在一定时期内部分蓝筹、大市值品种的上涨。

展望 2016 年，我们认为影响市场走势的 DDM 模型各要素，继续存在大幅变动的预期差，市场波动也将由此形成。

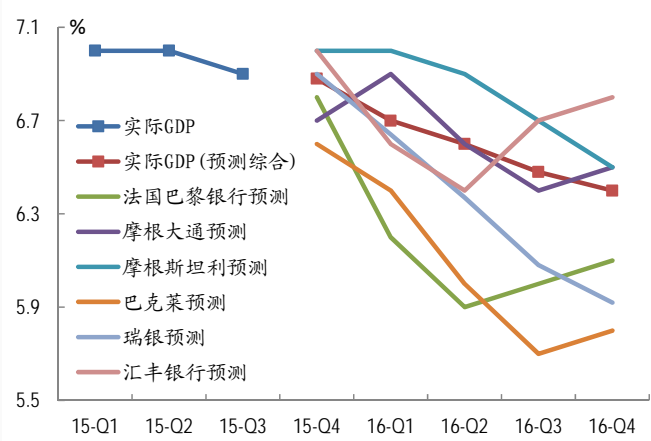
2.2 影响市场走势的价值内因素分析

2.2.1 经济增长存预期差

从 DDM 模型分子端来看，自 2010 年以来，中国宏观经济增长率逐步下滑。根据中央经济工作会议对 2016 年经济走向展望，以及各大投行对经济走势预测来看，2016 年经济表现将继续较为疲弱。因此，从宏观经济或者企业盈利角度，在 2016 年宏观经济探底过程中，市场难以从宏观层面的增速企稳来寻找到上行支撑。

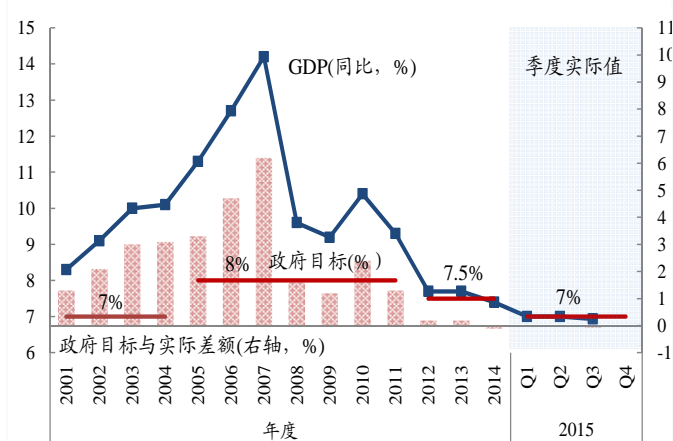
不过，由于经济继续探底这一判断已被市场普遍预期。特别是，在经济增速换挡过程中，旧分析框架下的刺激政策导致经济增速企稳的推断，在 2015 年屡次落空，导致市场目前对经济判断更为悲观。不过，在 2016 年，我们仍认为由于基数效应、政策影响等因素将使得经济增长出现阶段性企稳。因此该预期差的存在，使得大市值品种将具备阶段性表现的机会，从而实现阶段性的风格切换。

图 33 国际大投行对 2016 年经济走势略显悲观



资料来源: Bloomberg、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 34 不断下台阶的经济增速导致增长预期中枢下移



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

2.2.2 无风险利率低位持稳

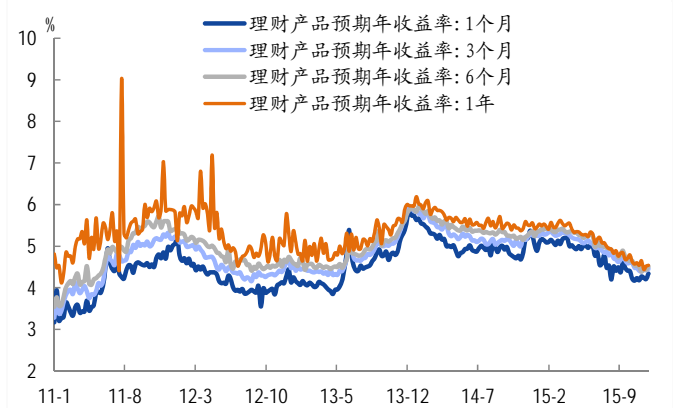
从无风险利率角度来看，虽然全社会无风险利率并不能通过某一具体指标进行衡量，但我们依旧可以通过市场主流利率品种了解无风险利率变动趋势。2015 年 12 月，十年期国债利率一度跌破 2.8%，刷新 2009 年来最低水平，对投资者的心理形成较强的冲击。从广谱利率走势来看，全年各期限利率均呈现下降走势。而社会居民更为关心的理财产品利率，中枢亦回落至 4% 左右。整体来看，对比 2013 年影子银行盛行时期，当前市场无风险利率继续维持在较低水平。而展望未来，鉴于我国劳动年龄人口持续减少，经济增长下行压力依旧较大，无风险利率大概率将继续走低。这将对市场构成支撑。

图 35 广谱利率继续下行



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 36 理财产品收益率走低



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

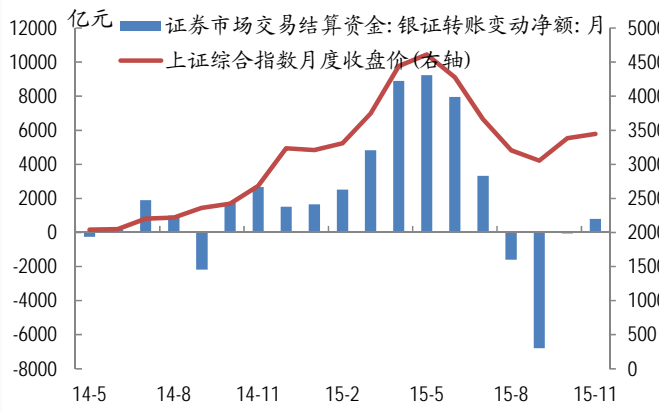
表 2 2015 年部分利率变动幅度 (单位: %)

	固定利率国债到期收益率:10 年	银行间同业拆借加权利率:7 天	中债企业债到期收益率(AAA):5 年	票据直贴利率(月息):6 个月:长三角	SHIBOR :3 个月	一年期存款基准利率	一年期贷款基准利率
2015-12-31	2.8212	2.4457	3.3089	2.8	3.0852	1.5	4.35
2014-12-31	3.6219	4.8928	4.8066	4.8	5.1351	3	5.6
变动幅度	-22.11	-50.01	-31.16	-41.67	-39.92	-50.00	-22.32

资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

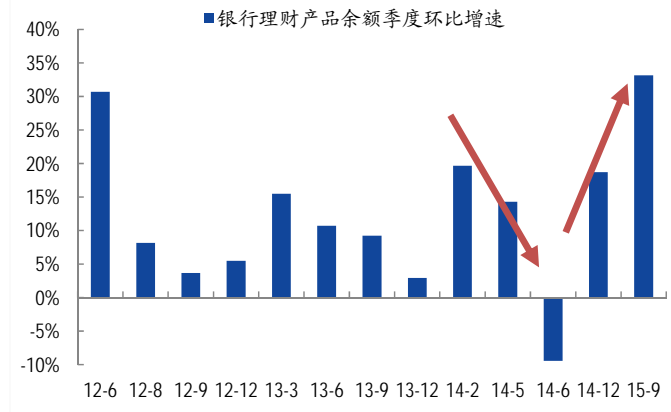
不过,从边际角度而言,无风险利率维持低位并不存在过多超预期因素,与 2014 年年底因无效资金黑洞破除导致的增量资金大幅入市环境不同,当前无风险利率下行空间已有限,增量资金难以有效、持续流入股市。

图 37 资金流入股市并不明显



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 38 银行理财产品发行规模回升



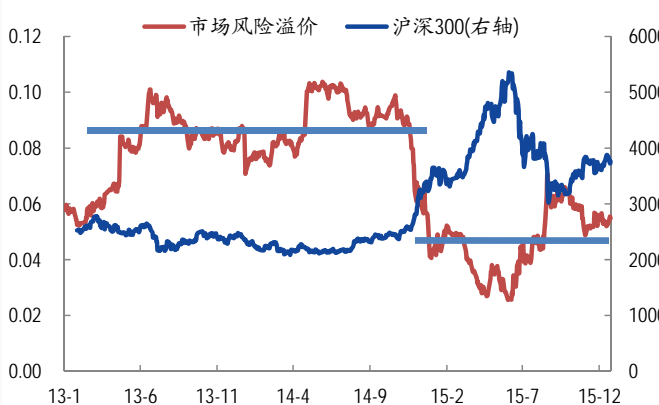
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

2.2.3 投资者风险偏好维持高位,并继续呈现较大波动

从风险偏好角度来看,我们认为这将是正确理解过去持续出现的结构性行情以及对未来走势预测的关键因素。

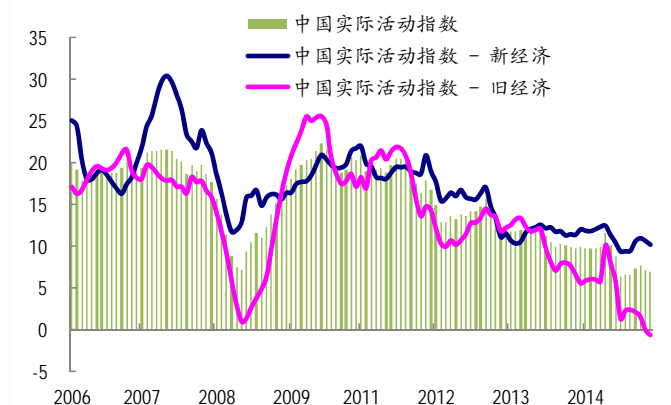
虽然众多投资者从估值角度,认为当前市场股票,特别是中小市值上市公司股价并不便宜。不过,价格是客观指标,价值是主观指标。价格是过去的价值,价值是未来的价格。在 2016 年,改革继续推进仍是确定性事件,一系列改革政策或实质性落地将继续影响投资者预期,进而影响对于成长股价值的判断。在这一年,我们仍然认为市场走势并非由业绩驱动,而是由风险偏好驱动。因此从全年来看,市场整体风格将继续出现高风险偏好品种跑赢大市的特征。

图 39 市场风险溢价整体回落



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

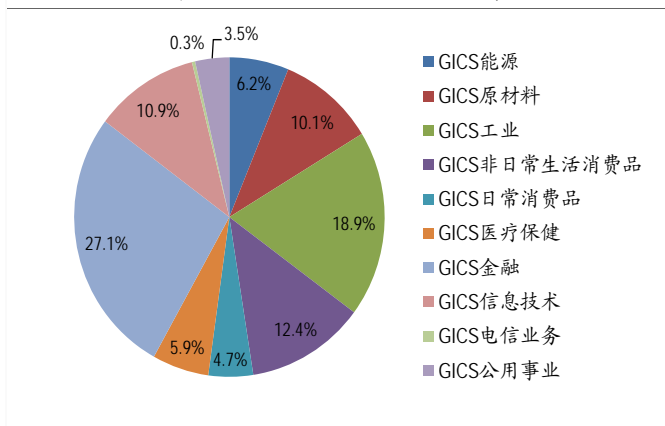
图 40 经济结构性转型仍在持续



资料来源: Bloomberg、国泰君安期货金融衍生品研究所

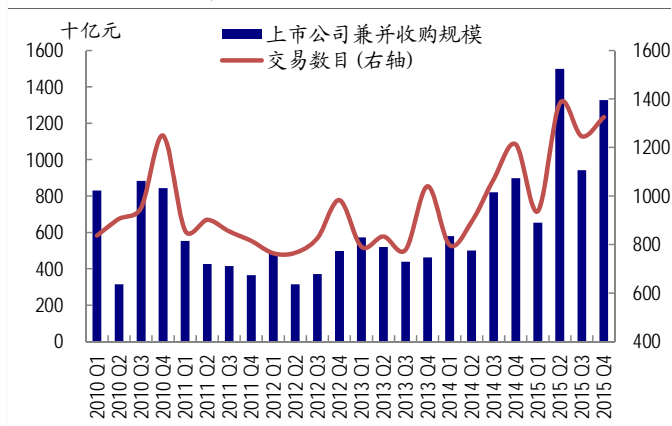
2016年，在供给侧改革推进环境下，大量无效供给有望退出，无效供给占用着的资源有望得到释放，有效供给不足的结构性矛盾将得到改善。符合人民群众需求转型升级的相关产业，如信息技术、传媒娱乐、体育教育、节能环保、医药生物等，将继续出现巨大的想象空间，相应上市公司的估值有望继续得到扩张。此外，2015年A股上市公司兼并收购案例继续增加，并购标的主要分布在科技、消费等新经济领域，外延式并购继续增厚上市公司业绩。

图 41 总市值中传统行业市值占比仍较高



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 42 上市公司兼并收购规模持续扩大



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

从风险角度而言，2015年，部分过剩产能行业，业绩下滑行业债券违约案例频发。而在2016年，2015年12月召开的中央经济工作会议所确定的五大任务，“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”中，去除无效供给，让无效供给不再占用有效供给的资源，成为首要任务。而在使过剩行业的僵尸企业实现出清过程中，不可避免带来一些破产清算、债务违约等事件。我们认为，若市场小范围发生信用违约事件，有助于进一步打破刚兑预期，降低无风险利率，对股市价值股利好，如果发生大范围违约，则将打压市场风险偏好，对股市利空。

表 3 2015年部分债务违约案例汇总

发行人	违约时间	债券类型	企业性质	行业	区域	违约事件	事态进展
中科云网	2015/4	公司债	民营	餐饮	北京	回售到期无法兑付	中湘实业代偿本金
天威集团	2015/4	中票	央企	电器设备	河北	利息无法兑付	发行人申请破产重组
珠海中富	2015/5	公司债	公众企业	橡胶塑料	珠海	到期无法兑付，本金	违约15年10月兑付本息
中国二重	2015/9	中票	央企	工业机械	四川	被债权人申请破产重组	控股股东国机集团在二级市场上收购债券，但仅兑付本金
中钢股份	2015/10	企业债	央企	钢铁	北京	延长回售期，延期付息	增加担保，延长回售期
天威英利	2015/10	中票	民营	装备制造/半导体产品	河北	未按期足额兑付本息，构成实质性违约	正在变现资产，承诺最终偿还时间为天威英利2011年度中票到期前
山水集团	2015/11	超短融	民营	水泥	山东	母公司申请清盘，债券本息违约	未解决，尚未召开持有人会议
宿迁市中小企业	2015/11	中小企业集合票据	民营	综合	江苏	资金链断裂，公司已停产，兑付不确定	江苏省信用再担保公司代为偿付

龙煤集团	2015/11	中期票据和超短融	地方国企	煤炭	黑龙江	兑付不确定性	政府以财政预支方式介入
圣达集团	2015/11	公司债	民营	石油煤炭	四川	回售债券本金存在不确定性	12月5日兑付，目前或进行资产重组
三力炭素	2015/12	中小企业集合票据	民营	炭素	河南	应于12月27日兑付本息，兑付不确定性	
江苏共创新造草坪公司、淮安嘉诚高新化工公司和淮安华尔润化工公司	2015/12	中小企业集合票据	民营	化工	江苏	12月28日应兑付本息，兑付不确定性	若二者无法按时足额偿付本息，则由该集合票据的担保人中债信用增进履行代偿责任。

资料来源：根据公开资料整理、国泰君安期货金融衍生品研究所

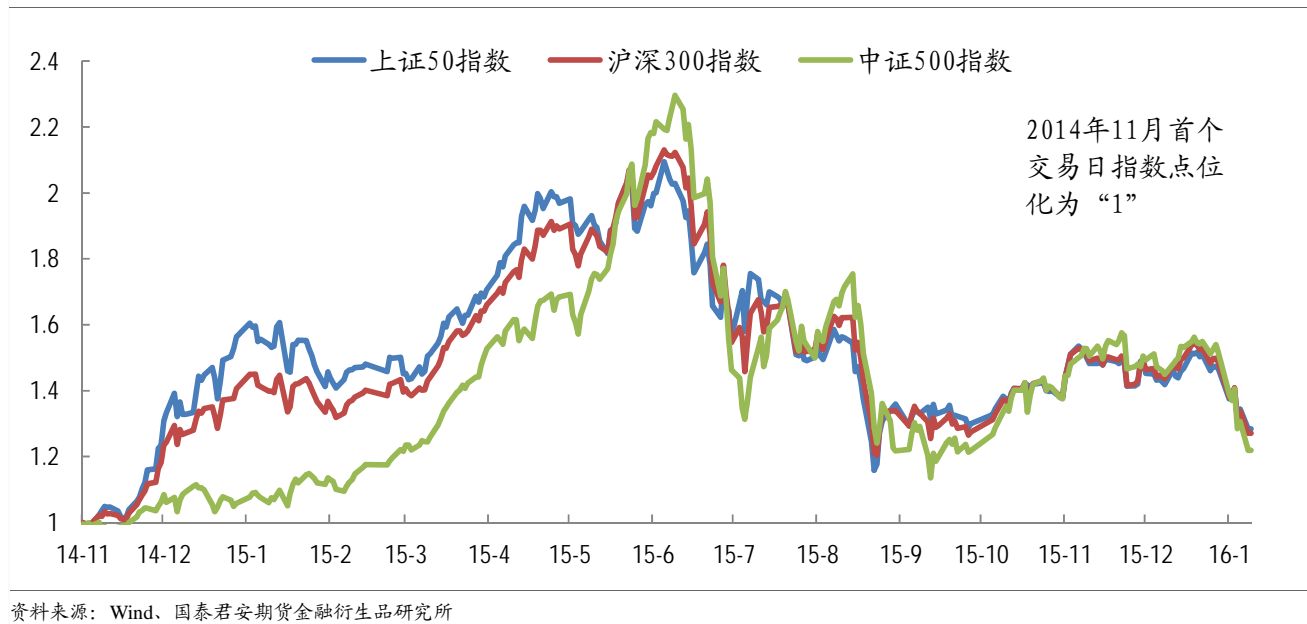
2016年，汇率是资本市场存在的新增变数。年初人民币一轮凛冽的快速贬值使得市场对于资本流出担忧加大。根据《2016年国债期货年报》，预计在人民币有效汇率没有调整之前，人民币名义汇率的贬值趋势不会结束，2016年美元兑人民币中间价或贬值至6.8-7.2，对应贬值幅度为4.56%-7.64%。对于央行来说，汇率贬值引发流动性收紧，而货币政策放松又将进一步加大汇率贬值压力，因此央行货币政策操作的难度加大。即面临所谓的“三元悖论”（又称“不可能三角”）。因此市场预期的降准等宽松手段在汇率大幅贬值时期推出的可能性很小。整体上来看，人民币贬值将打压市场风险偏好。

不过，我们认为2016年央行货币政策在“三元悖论”框架下会更加从货币政策有效性出发，货币政策未来或倾向于“汇率自由调整+资本流动稳定+货币政策主动”，因而降准等货币政策宽松措施的推出也属于顺势而为。此外，从基本面因素以外分析，近期的快速贬值，使得此前因加入SDR而累积的贬值压力一次性释放，有利于为央行后期在汇率及国内货币政策上提供调控空间。

最后，在风险偏好回落而导致的回调行情中，市场融资盘，股票类投资产品、股权质押等触及止损线导致的强平风险，可能对投资者情绪、市场流动性带来较大冲击。因此市场大幅回调过程中，市场参与各方对此类风险须引起高度重视。

从操作品种选择上来看，风险偏好变动对中小市值品种带来的波动更为剧烈。因此在风险偏好扩张，风险溢价下降过程中，高风险偏好品种将跑赢大市；而当风险偏好迅速回落时，对高风险偏好品种的杀伤力将更大。2016年，为获取更高的资金使用效率，投资者在不同阶段所首选的操作品种存在差异。在博弈风格切换的上涨行情时，首选做多上证50期指IH及沪深300期指IF；在宏观环境稳定，出现由风险偏好驱动的上漲行情时，首选做多中证500期指IC；在市场风险偏好降至冰点的过程中，首选做空中证500期指IC，以对冲下跌风险。

图 43 三个现货指数走势波幅差异对比



2.3 影响市场走势的价值外因素分析

市场走势的价值外因素影响股票筹码和现金的分布，并影响投资者预期。2016年，在改革继续推进的环境下，涉及资本市场的改革将继续成为重中之重，对市场的微观结构影响较大。2016年，注册制或将成为资本市场最重要的制度性变革。作为一项系统性改革工程，由于其推出过程将经历漫长时间，有关退市、信息披露、欺诈处罚等的制度性建设，以及发行的节奏、数量和价格，将是影响市场运行的关键性因素，各市场参与方需密切关注。而对于诸如养老金入市、深港通、A股纳入MSCI等变革，目前来看市场对此充满乐观预期。不过，与市场预期不同的是，我们认为养老金入市、A股加入MSCI指数手续复杂，资金真正入市时点将慢于市场预期，最早出台的开放措施或将是深港通。

2.3.1 注册制推出

作为资本市场改革的重中之重，注册制改革被写进了十八届三中全会文件，也被列为2015年证监会头等大事。不过受到2015年年中资本市场大幅波动影响，注册制推进进程放缓。但是，随着股市在2015年下半年开始企稳回升，目前从消息面来看，注册制改革已加快步伐。在2015年12月底，第十二届全国人大常委会第十八次会议决定公布：授权国务院对拟在上交所、深交所上市交易的股票的公开发售，调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定，实行注册制度，具体实施方案由国务院作出规定，报全国人大常委会备案。上述决定的实施期限为两年，决定自2016年3月1日起施行。在人大常委会决定正式生效前，国务院及国务院证券监督管理机构需草拟IPO注册制、发布征询意见稿、收集反馈意见，并进行修订。

目前，市场对注册制出台存在一定预期，其影响已部分在股市中反映。不过，注册制是一项长期性的制度改革，所涉及到的配套制度的完善是一项系统性工程。因此后期注册制相关规则出台的具体内容与时间进程，包括现行核准制下排队企业所适用的发行审核规则如何平稳衔接至注册制等问题，都将对市场产生影响。从目前已披露的规定来看，未来注册制审核权限将下放至沪深交易所，作为更加市场化运作的交易所如何做好有效监管，把握好新股上市的节奏、数量及定价，对于市场预期具有重要影响。此外，更重要的是，目前投资者权益保护机制仍停留在核准制之下，因此对于拟上市公司信息披露、退市制度的完善、欺诈发行的处罚标准制定，也是注册制出台后能否有效运行的重要一环。若违法违规成本太低，造假上市仍有利可图，导致一些公司不惜铤而走险，最后遭受损失的仍是普通投资者，这将对市场信心产生极大的打击。

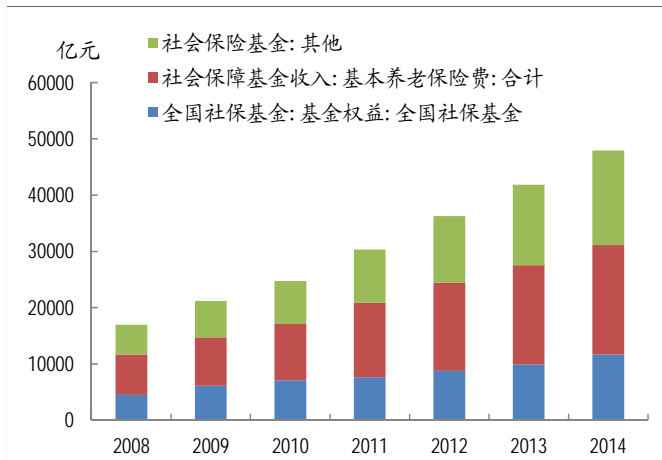
整体来看，我们认为2016年注册制将有较大进展，而具体的配套法律法规及制度完善将是市场评估其影响的重要依据。若注册制相关配套法律法规以从严规定信息披露，从严惩处欺诈上市为目标，并且在注册制推行初期做好过渡性安排，考虑到注册制的积极一面，如有利于为现阶段无法达到上市门槛而又具有较高成长性的企业创造良好公平的融资环境，优化社会融资结构。有利于发挥资本市场自身调节供需的作用，避

免“壳资源”的盲目炒作，成为资本市场长期健康发展的制度基石。届时市场对注册制的解读将转为更加积极。否则，若注册制相应规则的出台不能打消市场的种种疑虑和担忧，市场将面临调整压力。

2.3.2 养老金入市

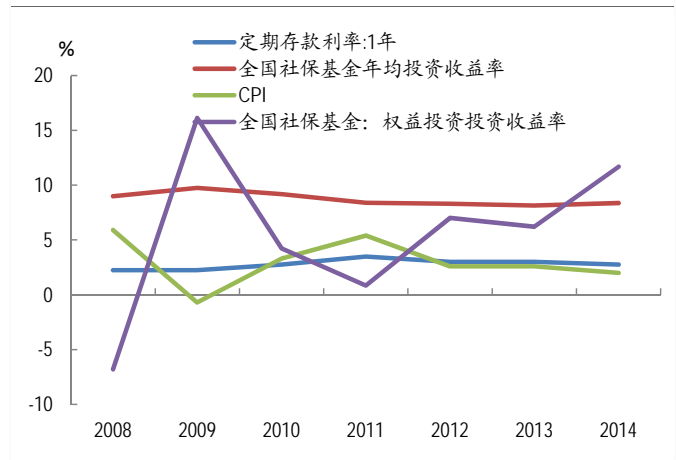
目前养老保险基金累计结余 3.06 万亿元，据人社部称未来将有部分资金将进入股市。就具体入市资金量来看，考虑到不同省份结余不同，需要留一定的备付金，因此真正能够用于投资的规模大概 1.5 万亿。据测算社保基金投资股市比例在 20%-30%之间，以此参考计算养老金入市或带来 3000 亿至 4500 亿增量资金。不过考虑到养老金相较社保基金更低的风险偏好以及运作初期谨慎的投资心态，若按下限 20%的比例计算，理论上将有 3000 亿元资金可以投入到股市中。不过，虽然人社部称将于 2016 年启动实施基本养老保险基金投资运营工作，但从实际操作层面看，地方养老金需要先归集到各省或者中央，然后再交给受托机构，而受托机构的筛选评估也需要过程。因此养老金入市是个长期推进过程，我们预计从推出到真正入市最快也至少需要半年以上时间。

图 44 中国社保基金等规模持续增长



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 45 社保基金权益投资收益率较高



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

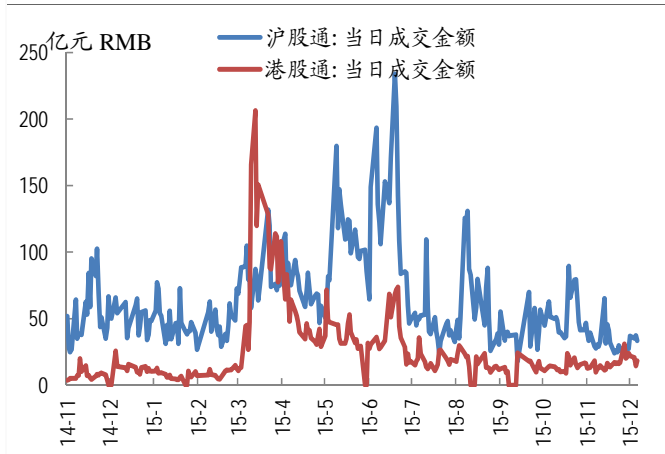
2.3.3 深港通启动

2014 年 11 月 17 日，沪港通正式启动，目前已经成功运行一年有余。目前，沪股通每日总投资额度 3000 亿，近期每日使用 1200 亿左右，港股通总投资额度 2500 亿，使用 1100 亿左右，分别占总额度的 40%和 44%。沪港通的成功实践，使得我国资本市场全面互联互通提速，为 A 股市场走向国际创造了可复制、可延展的模式和机制。2015 年 1 月 5 日，李克强总理在深圳考察时表示，沪港通后应该有深港通。不过随后因年中资本市场剧烈波动影响，市场认为深港通推出进程将有所推迟。但是，考虑到沪港通的成功运行及其带来的积极影响，我们认为深港通的开通阻力并不大。目前据媒体报道，经过筹备，深港通已经完成方案设计以及技术开发，只待高层的正式许可。而据公开资料显示，高层有关深港通的最新发言来自于 2015 年 12 月 25 日，证监会副主席方星海表示：“明年证监会会在对外开放方面推出多项举措，深港通应该会推出”。我们预计深港通的启动最快将在两会前后宣布，随后将在 2016 年年中前后启动。而深港通启动后，或许还会出现沪台（湾）通，沪伦（敦）通，沪新（加坡）通，沪德（国）通等等，实现更大范围的互联互通。

2.3.4 对于 QFII、RQFII 额度的放松

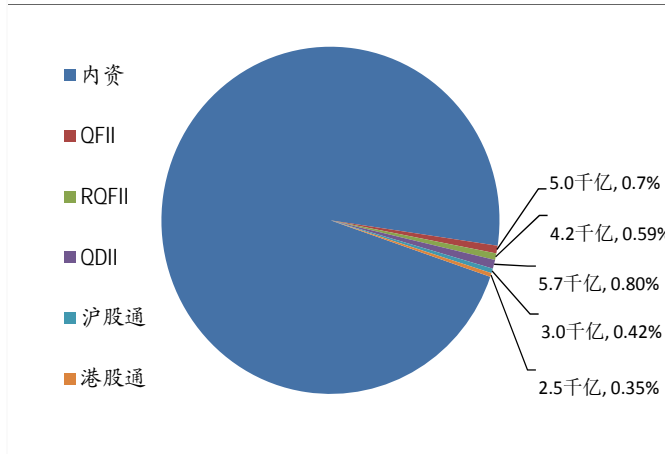
目前，中国资本项目的开放主要通过配额控制资金跨境流动，主要制度包括合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)，合格境内机构投资者(QDII)和沪港通。但相对于债券及股票市场 69.3 万亿元的市值规模来看，跨境投资占总市值比例只有 3%左右。在 2015 年 11 月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中，提出要“扩大金融业双向开放。有序实现人民币资本项目可兑换。”，“推进资本市场双向开放，改进并逐步取消境内外投资额度限制。”未来放开资本管制的大方向将明确。不过，相比于更具标志意义的深港通，我们认为对 QFII、RQFII 额度的放松在力度及时间进度上将更为谨慎。

图 46 沪股通成交大于港股通



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 47 中国债券和股票市值投资者分布



资料来源: Bloomberg、国泰君安期货金融衍生品研究所

2.3.5 A股纳入MSCI

按照 MSCI 测算，A 股完全纳入 MSCI 新兴市场指数、全球市场指数，所占权重分别为 15.7%、2%。按照 2014 年底 1.5 万亿追踪 MSCI 新兴市场 和 2.1 万亿美元追踪全球市场指数的资金规模测算，A 股将被动新增配置资金超过 2500 亿美元。按照期初 10% 的折算比例测算，增量资金为 250 亿美元，折算为 1600 亿人民币。

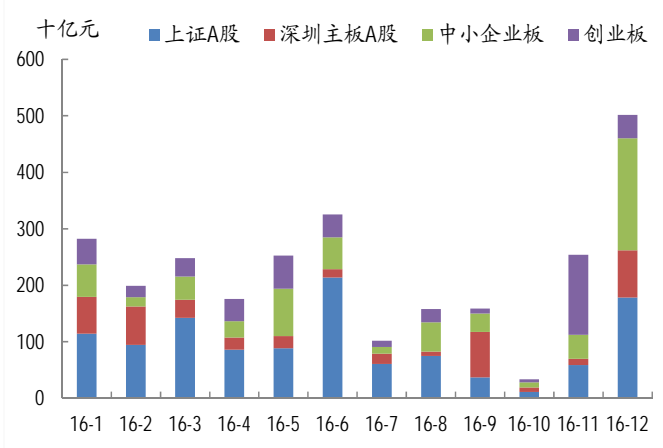
2015 年指数年度评估时 MSCI 决定暂不纳入 A 股。主要存在三大障碍：额度分配过程、资本流动限制、受益权属界定。按照以往规定，每年 6 月，在与国际投资者讨论咨询后，MSCI 会公布其指数评估的国家名单，并公布下一个评审周期内，可能对其市场重新分类评估的国家名单。在 2015 年 MSCI 曾表示，A 股纳入 MSCI 指数体系只是一个时间问题，而这个时间将更多地取决于中国政府对于 MSCI 对资本市场开放诉求的满足程度和实施进展，如果相关问题解决，将随时宣布 A 股纳入新兴市场指数，而不必等到 MSCI 的年度评审。预计 A 股真正加入 MSCI 仍需较长时间，在深港通启动，包括与其他地区的互联互通，并大幅放宽 QFII 额度限制，并在人民币资本账户开放取得较大进展后，才有望进一步讨论 A 股纳入 MSCI。此外，即使 A 股在 2016 年被允许纳入 MSCI 指数，其所占权重也可能将非常有限。

2.3.6 救市政策逐步退出

在 2015 年年中救市期间，证监会第 18 号公告曾要求，自 2015 年 7 月 8 日起六个月内，上市公司控股股东和持股 5% 以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份。受禁止减持政策影响，市场在 2015 年三四季度较为罕见地出现了大股东增持情况，累计增持规模在 2500 亿元左右。而原本在此半年时间内应有 1.1 万亿元大股东限售股解禁，占 2016 年年初流通市值比例在 2.85%。

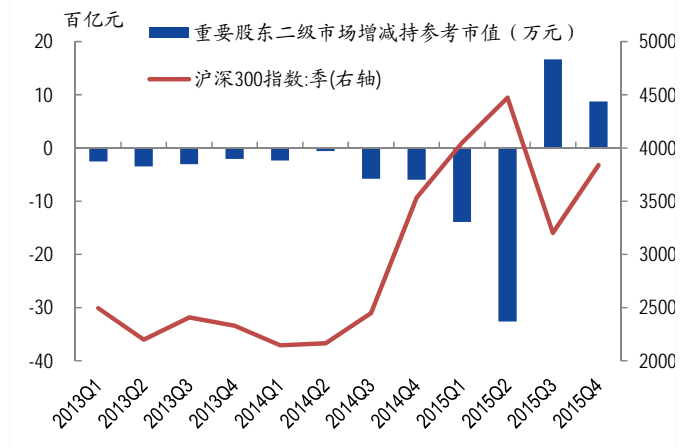
不过在政策到期前夕，证监会已发布减持新规，规定大股东 3 个月内减持不得超过公司股份总数的百分之一。此外大股东减持前，需提前 15 个交易日披露减持计划。目前，1 月已不足 15 个交易日，因此大股东 1 月减持的时间窗口被关闭。随后 2 月春节长假将至，再加上原有规定年报、季报发布前 30 日，业绩预告、快报发布前 10 日不得减持股份，可以预见的是，在 3、4 月年报、一季报密集发布期，大股东的减持受到多种限制，对市场的冲击将大为减轻。不过，该规定延后了大股东减持压力，亦相应拉长了大股东减持时间，将减持压力分散到随后的月份中。特别是若后期市场走高，大股东的减持力度将增大。

图 48 2016 年各月解禁规模估算 (未考虑 2015 年因限制解禁而延至 2016 年解禁的部分)



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 49 2015 年第三四季度大股东出现增持



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

2.4 2016 年策略展望

整体来看，我们预计 2016 年市场运行将继续由风险偏好驱动。逻辑上看，从宏观经济或者企业盈利角度，在 2016 年宏观经济探底过程中，市场难以从宏观层面的增速企稳来寻找到上行支撑。从无风险利率角度，下行空间已然有限，增量资金流入动力不足。而从风险偏好角度出发，在经济转型升级，改革持续推进的大环境下，市场对于未来“预期”、“故事”的炒作有望延续。此外，从影响市场走势的价值外因素方面看，一系列金融领域的改革，包括深港通、养老金入市及 A 股加入 MSCI 指数等，虽然实质性落地将经历漫长的过程，但对于市场风险偏好提升亦具有积极作用。因此总体上我们认为支撑市场走强的力量来自于风险偏好的提升，市场的存量博弈特征也将延续。不过，2016 年在宏观经济继续探底过程中，因前期微刺激政策而出现的经济阶段性超预期企稳反弹成为可能，届时市场将出现阶段性风格切换行情。

就市场走势的风险点而言，在“去产能、去库存、去杠杆”指引下，预计 2016 年个别的违约案例将继续出现。而若违约范围扩大，将引发风险偏好的快速回落。2016 年，汇率问题将成为影响市场走势的新的变量，对于资本外流的担忧亦将打压风险偏好。风险偏好的回落，将引发 A 股市场回调。从过去经验来看，市场的杠杆资金、涉及到止损线的股权产品，在回调过程中或存在一定的强平风险，对此，市场参与各方须密切注意。此外，经历过年初熔断机制暂停的扰动，市场对于资本市场制度建设层面的关注度将更高。2016 年，市场广泛预期的注册制推出进程或将加快，届时对投资者预期影响重大，并对行情产生较大影响。综合来看，我们认为 2016 年 A 股市场将呈现出波动加大，宽幅震荡的走势。

因此，在风险偏好驱动市场的情况下，由于风险暴露、经济增速等因素存在预期差，在预期调整过程中，将形成市场波动来源。预计全年走势震荡放大，操作上采取波段操作策略。分品种而言，在宏观环境稳定，风险偏好回升时，首选做多中证 500 期指 IC。博弈风格切换时的上涨行情首选做多上证 50 期指 IH 及沪深 300 期指 IF。若出现信用风险事件等超预期的利空事件时，市场风险偏好将快速回落至冰点，此时首选做空中证 500 期指 IC 以对冲下跌风险。点位方面，上证综指核心运行区间在 2716 点至 4318 点；沪深 300 现货指数核心运行区间在 2860 点至 4558 点，IF 主力合约核心运行区间在 2808 点至 4588 点；上证 50 现货指数核心运行区间在 1912 点至 2955 点，IH 主力合约核心运行区间在 1886 点至 2968 点；中证 500 现货指数核心运行区间在 5330 点至 9368 点；IC 主力合约核心运行区间在 5290 点至 9516 点。

附录

2016 年重要财经事件日历

1 月	
1 月 1 日	制造业和非制造业指数月度报告
1 月 9 日	消费和工业价格指数月度报告
1 月 16 日	台湾地区领导人选举
1 月 18-19 日	AFF 亚洲金融论坛, 香港
1 月 18 日	70 个大中城市住宅销售价格月度报告
1 月 19 日	国民经济运行情况新闻发布会
1 月 19 日	上月宏观数据
1 月 20 日	季度主要行业增加值初步核算报告
1 月 20 日-23 日	世界经济论坛年会, 瑞士达沃斯
1 月 26 日-27 日	美联储议息会议, 纽约
1 月 27 日	工业经济效益月度报告
2 月	
2 月 1 日	制造业和非制造业指数月度报告
2 月 18 日	消费和工业价格指数月度报告
2 月 29 日	2015 年国民经济和社会发展统计公报
2 月 26 日	70 个大中城市住宅销售价格月度报告
2 月 27 日	工业经济效益月度报告
3 月	
3 月 1 日	制造业和非制造业指数月度报告
3 月 10 日	消费和工业价格指数月度报告
3 月 12 日	上月宏观数据
3 月上旬	全国两会, 北京
3 月 15 日-16 日	美联储议息会议 (可能加息)
3 月 18 日	70 个大中城市住宅销售价格月度报告
3 月 27 日	工业经济效益月度报告
3 月底	博鳌论坛, 海南
4 月	
4 月 1 日	制造业和非制造业指数月度报告
4 月 11 日	消费和工业价格指数月度报告
4 月 15 日	上月宏观数据
4 月 15 日	国民经济运行情况新闻发布会
4 月 16 日	季度主要行业增加值初步核算报告
4 月 18 日	70 个大中城市住宅销售价格月度报告
4 月中旬	IMF 和世行春季年会, 华盛顿
4 月 26 日-27 日	美联储议息会议
4 月 27 日	工业经济效益月度报告
4 月 29 日	规模以上文化及相关产业生产经营季度报告
5 月	

5月1日	制造业和非制造业指数月度报告
5月10日	消费和工业价格指数月度报告
5月14日	上月宏观数据
5月18日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
5月26日-27日	G7峰会, 日本
5月27日	工业经济效益月度报告
5-8月	第八轮中美战略与经济对话, 北京
6月	
6月1日	制造业和非制造业指数月度报告
6月1日前后	上海迪斯开园
6月9日	消费和工业价格指数月度报告
6月12日	上月宏观数据
6月下旬	陆家嘴论坛, 上海
6月14日-15日	美联储议息会议
6月18日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
6月27日	工业经济效益月度报告
6月或9月	英国或举行退欧公投
7月	
7月	金砖国家领导人第八次会晤, 印度
7月1日	制造业和非制造业指数月度报告
7月10日	消费和工业价格指数月度报告
7月15日	上月宏观数据
7月15日	国民经济运行情况新闻发布会
7月16日	季度主要行业增加值初步核算报告
7月18日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
7月26日-27日	美联储议息会议
7月27日	工业经济效益月度报告
7月29日	规模以上文化及相关产业生产经营季度报告
7月-8月	2016年美国总统选举候选人提名
8月	
8月1日	制造业和非制造业指数月度报告
8月5日-21日	第三十一届奥林匹克夏季运动会, 巴西里约热内卢
8月9日	消费和工业价格指数月度报告
8月11日	上月宏观数据
8月18日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
8月27日	工业经济效益月度报告
9月	
9月1日	制造业和非制造业指数月度报告
9月4日-5日	G20峰会, 杭州
9月7日-18日	里约残奥会
9月9日	消费和工业价格指数月度报告
9月19日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
9月上旬	夏季达沃斯论坛, 天津

9月12日	上月宏观数据
9月20日-21日	美联储议息会议
9月27日	工业经济效益月度报告
10月	
10月1日	人民币纳入SDR正式生效
10月1日	制造业和非制造业指数月度报告
10月上旬	世行和IMF秋季年会, 华盛顿
10月14日	消费和工业价格指数月度报告
10月19日	上月宏观数据
10月19日	国民经济运行情况新闻发布会
10月20日	季度主要行业增加值初步核算报告
10月21日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
10月27日	工业经济效益月度报告
10月31日	规模以上文化及相关产业生产经营季度报告
10月-11月	东亚峰会-东盟峰会, 老挝
10月或11月	APEC领导人峰会, 秘鲁
11月	
11月1日-2日	美联储议息会议
11月1日	制造业和非制造业指数月度报告
11月8日	美国总统选举投票日
11月9日	消费和工业价格指数月度报告
11月12日	上月宏观数据
11月18日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
11月27日	工业经济效益月度报告
12月	
下半年	十八届六中全会, 北京
12月1日	制造业和非制造业指数月度报告
12月9日	消费和工业价格指数月度报告
12月11日	中国开始自动成为“市场经济国家”
12月12日	上月宏观数据
12月13日-14日	美联储议息会议
12月17日	美国选举产生总统及副总统人选
12月19日	70个大中城市住宅销售价格月度报告
12月下旬	中国农村工作会议, 北京
12月27日	工业经济效益月度报告

备注:

1. 上月宏观数据包括: 规模以上工业生产月度报告、固定资产投资(不含农户)月度报告、民间固定资产投资月度报告、房地产开发和销售情况月度报告、社会消费品零售总额月度报告
2. 每月10日至15日央行将发布上月货币信贷等金融数据
3. 制造业和非制造业指数月度报告包括: 中国制造业采购经理指数月度报告、中国非制造业商务活动指数月度报告
4. 消费和工业价格指数月度报告包括: 居民消费价格指数月度报告、工业生产者价格指数月度报告

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买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安期货金融衍生品研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话：021-52137126

传真：021-52138150

金融理财部

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)

电话：021-52138122 传真：021-52138110

上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)

电话：021-68401861 传真：021-68402738

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)

电话：022-23392200 传真：022-23300863

杭州营业部

杭州市西湖大道 58 号华顺大厦三楼 (310009)

电话：0571-56112999 传真：0571-56112821

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 603、604 室

电话：0755-83734575 传真：0755-23980597

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼 (315040)

电话：0574-87816665 传真：0574-87916513

广州营业部

天河区体育西路 111-115 单号建和中心 9 楼 AB 单元

电话：020-38628010 传真：020-38628583

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室

电话：0371-65600697 传真：0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室

电话：0532-80993629 传真：0532-80993630

产业发展部

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼

电话：021-52131163

上海曲阳路营业部

上海市曲阳路 910 号复城国际 11 号楼 705-707 室

电话：021-55892500 传真：021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 507、508 单元 邮编：200063

电话：021-32522822 传真：021-32522823

北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话：010-58795755 传真：010-58795787

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室

电话：0411-84807755 传真：0411-84807759

长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 99 号盛世国际 2022 室

电话：0431-85918811 传真：0431-85916622

南京营业部

南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室

电话：025-87780990 传真：025-87780996

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话：027-82886695 传真：027-82888027

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务

客户服务中心：95521

<http://www.gtjaqh.com>**国泰君安期货客户服务电话 95521**