

起点之年，识别真底

核心内容

反弹而非反转

在我们的宏观大图景中，今年将是A股的转折之年、起点之年。起点意味着前景远大，但当下往往身处困顿之中。今年是中国经济结构转型的开端，经济自身面临的阵痛以及政策转向带来的紧缩必然会对市场构成冲击，而4月以来的下跌恰恰印证了我们的判断。

6月，在机构造势以及抄底资金的推动下，市场出现修复性反弹，本轮反弹能否逆转为反转？我们研究表明，与市场底部最为相关的是政策的放松。三季度，通胀仍将维持在高位，而房价也难以见到显著下跌，“政策底”将难以触及，这意味着市场的底部当前可能仍未出现。另外在调控未见松动的情况下，经济持续探底的局面也不会改变，而市场所认为的“估值底”，在形成条件上仍有诸多欠缺。种种情况表明，2610点以来的回升显然是反弹而非反转。

“牛市横跨秋季”的启动仍在等待中

A股在情绪驱动下即使三季度出现反弹，但宏观形势及政策持续紧缩，后期回落的风险依然存在。但毋庸置疑的是，市场的确进入重大转折期，而只有当政府推动的经济结构转型步入佳境，货币政策将进入观察期。如果通胀逐步回落，紧缩预期消除，流动性有望进一步缓解。同时，当前贸易盈余下降对应投资需求在上升，说明私人部门的投资意愿在恢复，我们预期四季度（最迟在明年初），新一轮经济扩张性周期或将展开。

不同的是，当中国经济进入长波周期的高原阶段，伴随的经济转型增速下降将成常态，但恰恰是资本市场新的腾飞时期，所谓“牛市横跨秋季”的黄金时代也将开启。在重大的历史机遇面前，我们要做的就是等待这一底部的到来。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 宏观/股指研究小组

! : 明 枫
☎: 86-755-83786971
* : cenweizhong495@pingan.com.cn

! : 简 翔
☎: 86-755-23946145
* : jianxiang247@pingan.com.cn

! : 袁斐文
☎: 86-755-82567126
* : yuanfeiwen209@pingan.com.cn

! : 李 斌
☎: 86-755-83563929
* : libin719@pingan.com.cn

相关报告

1、余潮渐尽，起点之年——2011与“十二五”期间A股远景方略

2011.03.18

摘要

1、3月份，在本系列的首篇《余潮渐尽，起点之年》中，描绘第五轮牛熊周期的宏观大图景。在我们的图景中，下一轮大牛市诞生的动力是经济的转型，是由投资、出口双轮驱动过渡到消费、投资、出口三驾马车真正的并驾齐驱。时至6月，种种迹象表明由政府大力推动下的经济变革正在各个领域发生，经济转型的起点之年仍在进行之中。

2、在这样的背景下，A股经历了4月以来连番下挫后，估值持续下移，机构的悲观态度也开始发生改变。在市场情绪的推动下，6月下旬正引发一轮由存量资金驱动的自救行情。但如果没有新增资金进场意味着市场只有结构性的行情，持续的时间以及反弹高度都值得怀疑。

3、政策底在三季度出现的概率较低。研究表明政策是历史性底部形成的重要原因。我们认为，三季度的物价、房价仍难以显著下降，政策松动的可能性较小，进一步加息的可能依然存在。但到第四季度，翘尾因素的影响将大幅下降，大宗商品价格也将企稳，通胀形势有望得到控制，因而货币紧缩政策也有望告一段落，届时市场才会迎来“政策底”，而市场的底部才会真正到来。

4、经济底部将在四季度探明。我们认为受政策紧缩以及企业去库存周期的影响，三季度经济环比数据将持续下降，并对企业盈利构成冲击。4季度企业去库存周期结束，补库阶段的库存上升周期与保障房的大量开工将使经济进入新一轮的扩张周期。

5、估值寻底过程将在三季度持续。当前市场估值已经较低，但仍未到达真正底部。一方面，无论是大盘自身的估值还是是低估值的公司数量都与05、08年有很大距离、另一方面，当前市场整体低估值是受到金融、地产板块的影响，其余板块估值离低点仍有距离。我们预期，三季度经济的寻底过程将影响到企业估值的变化，在这个阶段高估值板块尤其是中小市值股票还将经历剧烈调整，届时才会迎来真正的“估值底”

6、策略上我们认为：七月份，影响市场的利淡因素将逐渐弱化，舆论造势推升市场抄底意愿，股指有望展开持续性修复行情，预期上升目标为2900-3000点；但由于是存量资金推动，后继驱动力不足，三季度将或呈现前高后低的走势；到四季度（最迟到明年初），政策将进入观察期，而经济也将进入新一轮的扩张周期。A股的新一轮牛熊循环才真正开启。

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 摘要..... | 2 |
| 宏观大图景：起点之年进行时..... | 4 |
| 一、二季度股指如期下跌..... | 4 |
| 二、起点之年棋至盘中，历史大底渐行渐近..... | 5 |
| 近景显微：黎明前的十字路口..... | 6 |
| 一、六月飞霜后，七月钱潮涌..... | 6 |
| 二、历史大底之面相特征——反转还是反弹？..... | 7 |
| 三、政策三季度无松动可能，股市反转条件不成立..... | 9 |
| 四、经济探底过程仍将持续，企业盈利可能恶化..... | 14 |
| 五、关于估值处于历史性底部的解读..... | 16 |
| 策略布局：大底未至，浅尝辄止..... | 21 |
| 一、七月：利空淡化，机构造势，修复上行..... | 21 |
| 二、八、九月：资金后劲不足，分歧渐大，前高后低..... | 22 |
| 三、第四季度：底部根基初定..... | 23 |
| 结语..... | 25 |
| 图表..... | 26 |

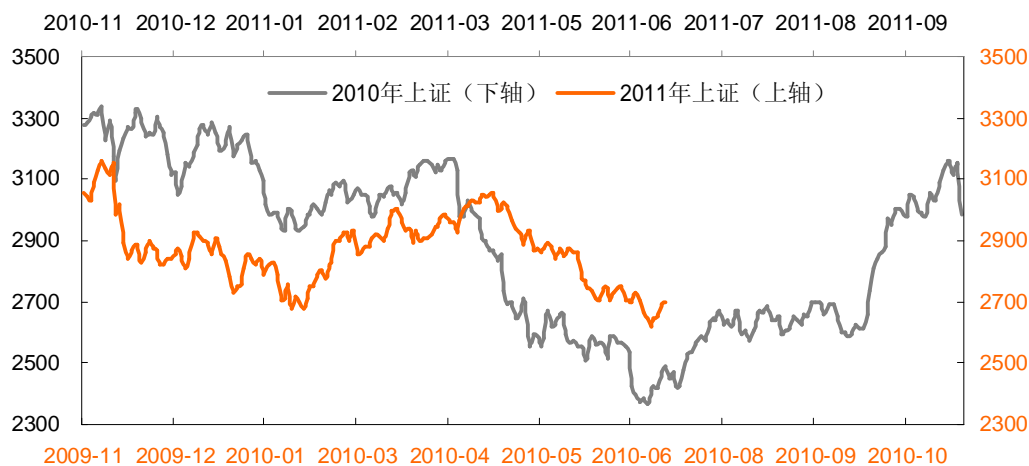
宏观大图景：起点之年进行时

一、二季度股指如期下跌

3月，我们在本系列的首篇《余潮渐尽，起点之年——2010I与“十二五”期间A股远景方略》（以下简称《余潮渐尽》）中指出，今年是中国经济几大周期叠加的共振之年，更是A股第五轮牛熊周期的起点。在这个大图景下，股指需要经历最后一轮调整来完成第四轮的牛熊周期。就今年的走势而言，我们提出股指与去年的情况会有相似之处，一季度修复上行，二季度见顶回落，三季度探底，四季度触底回升是指数的基本路线图。

目前为止，我们的推断完全准确，4月中以来A股所出现的下跌无论是时间点还是背后板块的轮动都与我们的预期相符，市场在经济与政策的双重压力下大幅下挫，基本已经吞噬年初以来的上涨幅度。

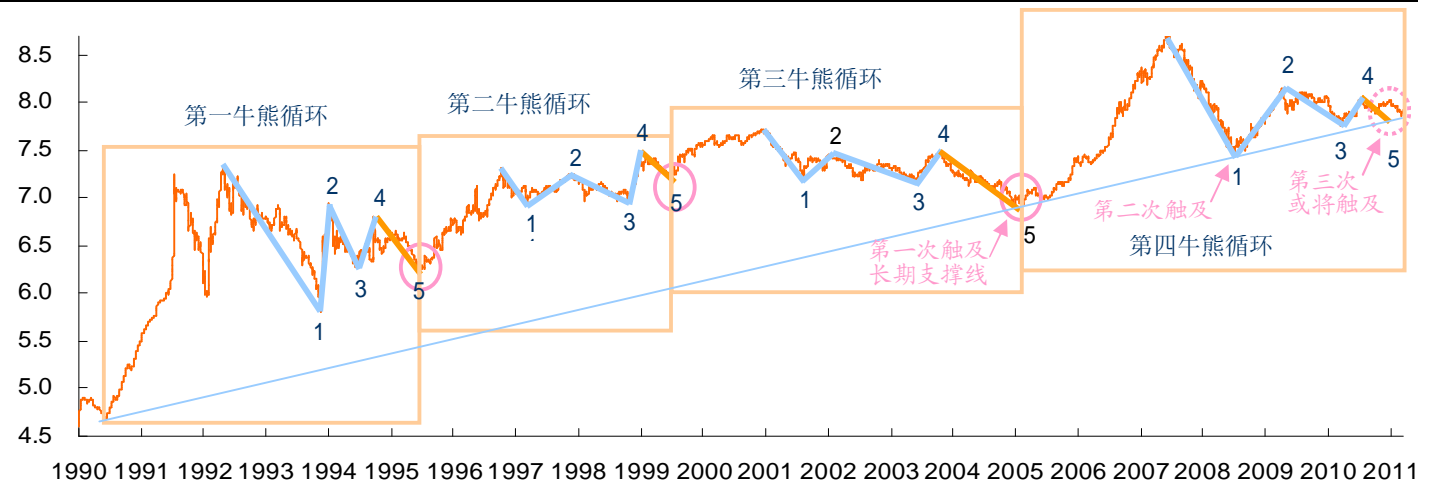
图1-1:4月以来的走势与我们的预期吻合



资料来源: wind、平安期货研究所

时至年中，我们需要回答两个问题：一、在政策持续紧缩下，经济出现了下行的趋势，这是否会影响到我们对于起点之年的判断；二、更重要的是，如果我们维持原判，那么4月开启的这轮最后一跌何时终结，6月底A股出现回升会否成为反转的契机？

图1-2:第四轮牛熊周期的末端预示着最后一跌的到来



资料来源: wind、平安期货研究所

二、起点之年棋至盘中，历史大底渐行渐近

对于第一个问题，我们认为当前经济下行基本在预期的范围之内，在我们的图景中，下一轮大牛市诞生的动力不是经济增速的再度腾飞，而是经济的转型，是由投资、出口双轮驱动过度到消费、投资、出口三驾马车真正的并驾齐驱。问题在于工业化起飞阶段造成的资源集中与贫富分化问题将制约转型的时机以及方向，转型成功需要政府自上而下的改革。

对这个大方向依然维持我们的判断。虽然资源集中与贫富分化的现象并没有得到根本性的改变，这是必然的。因为以上两者会形成利益的固化，问题的解决必然伴随着利益群体的阻挠，改革不可能一蹴而就，这也违背了政府多年以来积累下来的渐进式改革的成功经验。

但我们对变革的前景依然乐观。在转型时期，这种阻扰的时间不会太长，因为这将会造成巨大的不确定性，按照教科书的讲法生产方式无法匹配生产力的进步，变革是必然的，动力可能来源于社会的倒逼机制。矛盾的集中爆发从宏观来讲就是当前国内所遭遇的高通胀、低增长的类滞涨局面，而微观来讲当前民众的不满情绪在日益积累。时值地方政府换届的关口，而2012则是中央政府的换届，可以看到的是政府工作的重心已经由“保增长”过渡到“保稳定”，当前经济以及社会出现的不确定反过来将成为政府自上而下改革的动力，其实现方式就是推动既得利益阶层的分权与让利。

在这方面，政府的决心远远超出我们的预计，在很多方面政府所推动的变革都向良性的方面发展。包括全力推动保障房建设，降低全国范围内公路收费导致的物流成本问题，地区官员的考核等等一系列的措施都让我们见到了变革的希望。趋势的力量无法改变，我们对中国经济的转型依然保持信心，A股的前景依然光明。

对于第二个问题，是我们本报告讨论的主要内容。战略上我们明确了光明的前景，那么在战术上，对于底部的精确把握有利于更好的配置资源。纵观中国股市的历史，底部往往需要识别，面对暴跌之后的反弹更是如此。

近景显微：黎明前的十字路口

一、六月飞霜后，七月钱潮涌

1、市场在憧憬中反弹

虽然我们在《余潮渐尽》中提出，三季度市场将迎来估值的底部，左侧投资者将主动发掘部分低估板块，并为市场带来支撑，随后四季度政策触底、经济回升，起点之年的概念真正确立。

时至年中，暴跌之下尽管市场交投大幅萎缩，但市场情绪似乎远比我们想象中乐观。根据我们金融工程研究小组开发的机构舆情指数显示，机构情绪在5月末达到阶段低点后，从6月开始已经逐步回升。而报章媒体对于底部的报道也不绝于耳，百度的网络舆情指数显示，对于“抄底”一词网络关注度大大提高。

这令我们感到困惑，因为这并不符合典型的大底部特征。从我们的研究来看，估值的真正底部仍未见到，资金面并不支持市场大幅上涨，投资者也从未陷入极度悲观之情，如果7月前就出现快速性上涨，这样的底部令人怀疑。

图2-1: 机构舆情指数

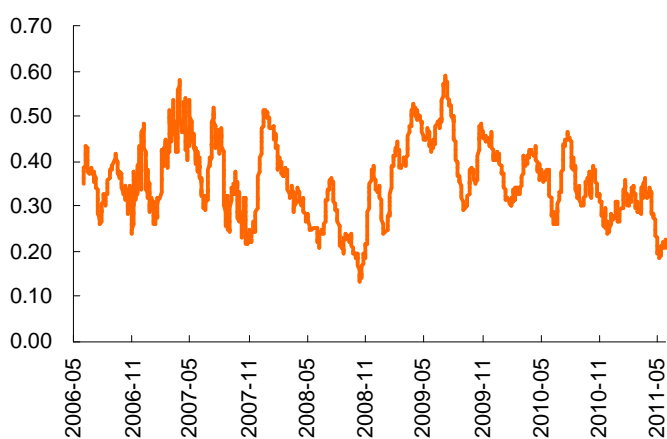


图2-2: 百度舆情指数



资料来源:wind、平安期货研究所

2、预期的自我实现

那么接下来的一个问题是七月持续上涨的概率有多大？主因是什么？

我们更相信如果7月出现上涨，那么这波行情主要是市场情绪而推动。因为资本

市场一直有“预期自我实现理论”，即如果市场预期高度一致，那么运行轨迹就很有可能顺着这一预期发展。从当前大部分机构的市场策略中，我们见到对第三季度的乐观，但对于机构投资者而言基金的仓位已经降至8成以下，很多私募也出现了清盘的危险。买方、卖方一致唱多就成为自救的可选项，毕竟市场已跌了不少，说不定底部会随时降临，那么通过预期的自我实现，或许就会造出一个真正的底部来。

更进一步的问题是：反弹变反转的概率有多大？因为资金从来都是趋利的，如果市场能够形成稳定的赚钱效应，增量资金就会入场，毕竟在通胀的环境中，投资热情受到极大的鼓励，只是市场的不确定性打压了民众的情绪。在各方面条件的配合下，反弹就会逆转为反转。这就是我们下面要讨论的问题，真正的底部何时到来？

二、历史大底之面相特征——反转还是反弹？

底是什么？在市场坚定看涨的热情中，我们更应该秉持一份谨慎研究的姿态。反观A股这些年来来的历史走势，行情总是绝望中产生，犹豫中上涨，疯狂中下跌，极易错过。但当我们回头审视那些历史大底时，我们发现底部其实是有特征的，是可以预判、观测、确认的。

1、反弹与反转的历史总结

反弹与反转行情有着本质不同，对投资者而言则关系到操作方式的选择。在反弹行情中，投资者理应侧重于及时减轻仓位，盘活资金；对于反转行情，则需反复调整持仓结构，必要时追高介入。尽管两者在初期，都表现为连续下跌后的上涨，但背后本质的动力及原因不一，其结果也南辕北辙。

从研究者的角度，我们定义了事后判别反弹和反转的市场标准，即：反弹为上涨持续时间短（约几个月），随后下跌时间较长的走势；而反转为上涨持续时间长（约几年），且不断创新高的走势。这样的标准有助于我们进行回测，寻找反弹反转的主因。综合上证及深成指比较，我们的研究结果如下表：

表 2-1: 历次反弹底特征（以上证指数为准）

| 反弹 | 1994年7月18日 | 2003年11月13日 | 08年7月3日 |
|------|--|--|--------------------------------------|
| 点位 | 325 | 1307 | 2566 |
| 估值状况 | 平均市盈率12倍； 平均市净率1.2倍 | 平均市盈率34倍； 平均市净率约2.5倍 | 平均市盈率20.9倍； 平均市净率约3.2倍 |
| 通胀程度 | CPI=24% | CPI=3% | CPI=6.3% |
| 政策状况 | 位于加息周期 95年内2次加息 | 货币政策停顿期 | 位于国内连续加息后、美国次贷危机爆发期间的政策观察期 |
| 经济状况 | GDP=12.4% 位于下跌趋势 最低下滑至98年二 季度7.2% | GDP=9.7% 位于上升趋势 最低上升至07年二季 度14.5% | GDP=11% 位于下降趋势 最低下滑至09年一季度6.6% |

资料来源:WIND、平安期货研究所

从两个表的对比，我们发现了一些有趣的结论：在下跌趋势中，PE 和 PB 可以持续创下新低，俗称地板之下仍有地下室，因此，估值的底部往往只有极少数人踏准；而经济的底部与市场的底部未必同步出现，不过可以确认的是，当经济与市场同向时，会对价格产生推波助澜的效果；而与市场底部最紧密相连的，便是政府的调控行为所导致的政策底。其中，亦能发现反弹与反转的最大区别，即：反弹时，CPI 往往位于高位；而反转时，对应的是低位或处于下行通道的 CPI。

表 2-2: 历次反转底特征（以上证指数为准）

| 反转 | 1996年1月18日 | 05年6月6日 | 08年10月28日 |
|------|--|---|---------------------------------------|
| 点位 | 512 (深圳成指破94年低点) | 998 | 1664 |
| 估值状况 | 平均市盈率19.44倍 平均市净率2.44倍 | 平均市盈率15.87倍 平均市净率1.7倍 | 平均市盈率14.24倍 平均市净率1.95倍 |
| 通胀程度 | CPI=9% | CPI=1.6% | CPI=4% |
| 政策状况 | 央行停止加息，3个月 后开始降息 | 股权分置改革 | 连续5次降息；两年 4万亿元的刺激经济方案 |
| 经济状况 | GDP=10.9% 位于下跌趋势 最低下滑至98年二 季度7.2% | GDP=11% 位于上升趋势 最低上升至07年二季 度14.5% | GDP=10.6% 位于下降趋势 最低下滑至09年一季度6.6 |

资料来源:WIND、平安期货研究所

图2-3: 上证指数周线图（94-96年）

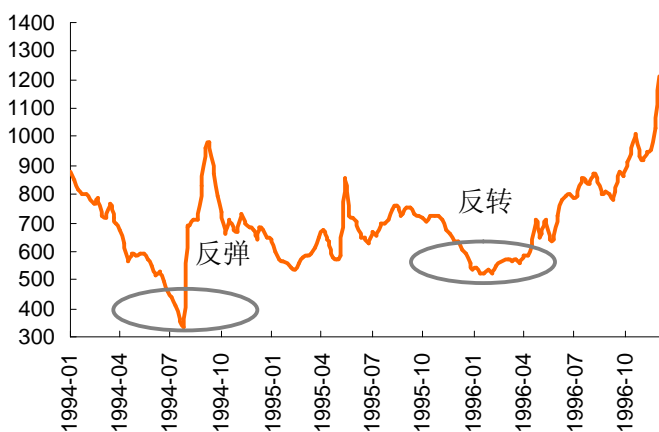
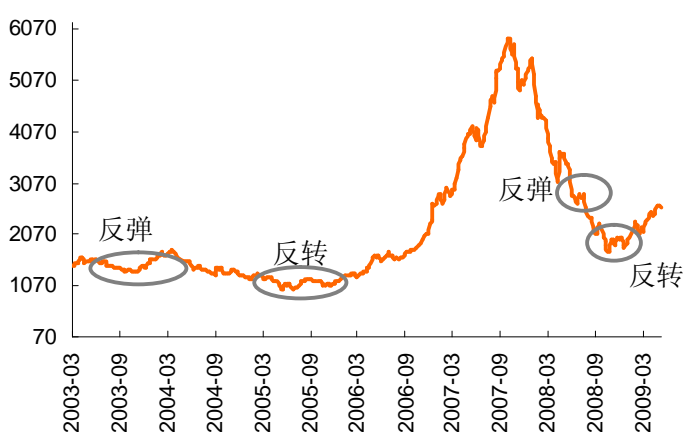


图2-4: 上证指数周线图（03-08年）



资料来源:WIND、平安期货研究所

2、政策松动是历史大底的必要条件

为什么政策底至为重要？

真正意义上的底部，大多是在市场人气极度低迷时形成。此时若单纯依靠市场自身的力量，很难逆转大盘疲软的运行趋势，所以，需要强大的外力来扭转。估值属于市场内部的力量，无法扭转自身的疲态，而经济往往是在政策触底后才触底，因此，A股市场每一次重大意义的底部，都必须有政策的配合。

2005年上半年宏观调控持续，市场一片萧条，出于对通货紧缩的忧虑，年中政策有所放松，政策触底，加之股权分置改革的开启使05年形成一个历史性的底部；2008年的政策底更为典型，连续5次降息、下调印花税、4万亿元的刺激经济方案轮番出台，才能力挽狂澜。因此政策底往往是历史大底的必要条件，而经济与估值的触底都不能促使股市底部的逆转。

再将目光转到现在，面对反弹还是反转的市场分歧，我们的核心问题只有一个：政策何时到底？

三、政策三季度无松动可能，股市反转条件不成立

要回答这个问题，首先要做的是理清政策的阈值是什么？即政府根据哪些指标以及状况来决定其政策的指向，其次需要研究这些指标将在何时转向，并带出政策的底部。我们回溯对比历史上的货币政策，渐渐厘清政府政策的调整依据。

1、货币政策的观察对象是什么？

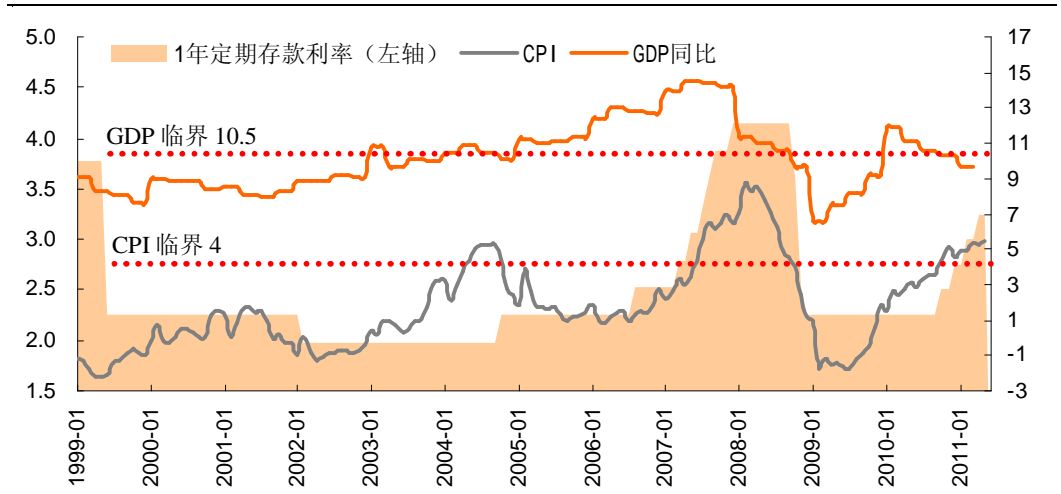
货币政策首先注重的是政策连贯性，但央行在面对不同的经济环境所采用的货币政策规则实际上是不尽相同的。一般而言，在“稳定”的货币政策执行时段，市场利率相对平稳，而基本与通货膨胀和产出缺口无关；在“从紧”时段，决策层表现出治理通胀的决心，导致市场利率的变化与CPI数据息息相关；在“宽松”时段，市场利率与汇率、产出和通胀项均关系密切。

归根结底，令央行的货币政策变动的主要因子均为产出和通胀两个指标，此外包含对汇率稳定（或热钱流入程度）的考量，以及有一定的前瞻性预期信息。

2、寻找调控的平衡木：货币松紧阈值

回顾调控史，央行利率工具实施当时的经济状况来看：从2000至今的13次加息中，有9次利率变动前1季度GDP实际增速均在10.5%之上，均值高达12.4%。从CPI来看，13次加息前2个月的CPI均值在4.06%，而加息当月的均值则达到4.42%。

图2-5: 央行加息的观察对象及阈值

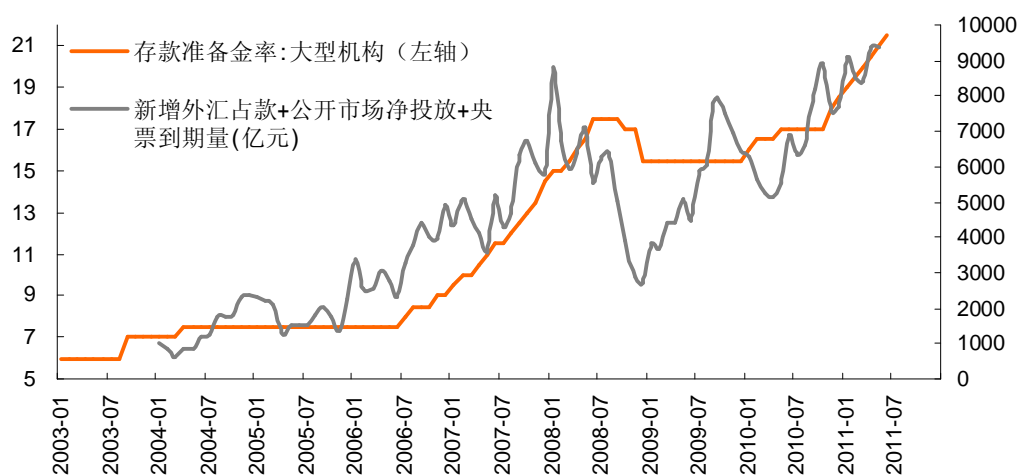


资料来源:WIND、平安期货研究所

因此，从加息的行为可以总结剖析出：经济过热或者通货膨胀将推升加息预期，以至产生加息要求。其中最重要的两个量化指标是GDP实际增速为10.5%以上(或产出缺口连续数个季度为正)，CPI连续3月高于4.1%；降息则是CPI为负，或者经济下滑趋势明显。央行10余年以来的利率调控基本上未能出脱这一逻辑框架。

再观察央行货币政策的次要工具——存款准备金率，同样可以发现有趣的现象，即存款准备金率的提高，跟外汇占款与公开市场净投放之和密切正相关。这极好地解释了为什么今年的屡次提准都恰好发生在公布外汇占款日之前，也准确地证明了周小川行长的“池子”，指的就是存款准备金与公开市场操作。

图2-6: 央行调准的观察对象



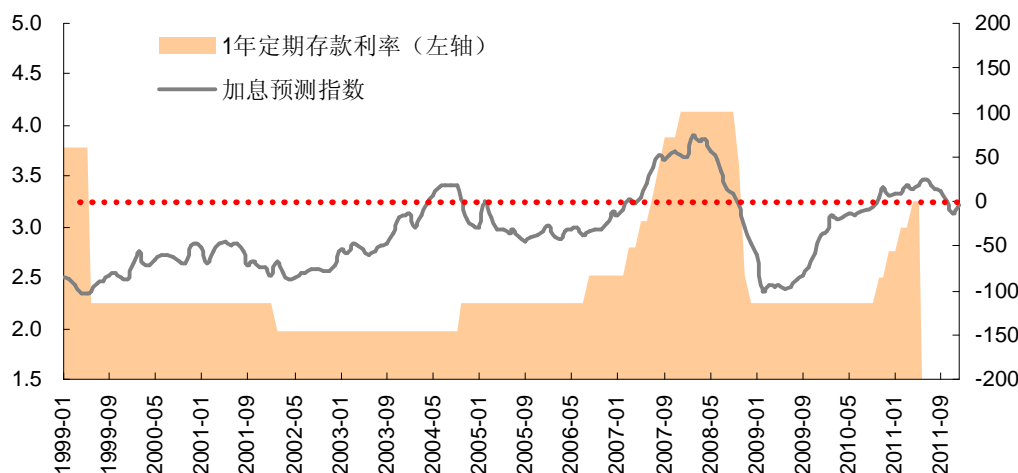
资料来源:WIND、平安期货研究所

3、对于货币政策转向的时间判断

(1) 模型预测7月仍将加息

更进一步地，我们可以构建出央行货币调控政策的模型，以对未来的货币政策方向作出判断。自变量为利率或存款准备金率，因变量为CPI、GDP、外汇占款增速。即： $利率 \sim CPI \times GDP$ 、或 $存款准备金率 \sim 外汇占款增速 \times 公开市场净投放$ 。

图2-7: 央行货币调控政策模型：利率~CPI*GDP 【注：加息预测指数大于0则可能引发加息】



资料来源:WIND、平安期货研究所

从我们拟合出来的加息预测指数可观测到，当其大于0时，就引发了央行的担忧，并开始了连续的紧缩调控政策。目前，该指数的现值还位于0轴以上，7月央行仍有加息可能，但根据我们的预测的数据显示，第4季度将拐头下破零轴，彼时紧缩的忧虑才能真正解除。

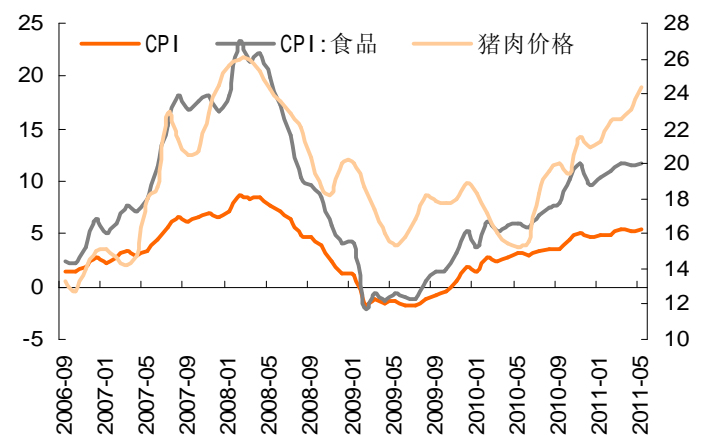
(2) 成本推动型通胀将贯穿3季度

考虑到当前大宗商品依然处于高位，而影响通胀最为重要的猪肉价格也一路飙升，在当前成本约束供给下降的情况下，三季度通胀大幅回落的可能性很低，而政府也无可能放松调控，这与模型预期的一致。

图2-8: 商品价格仍旧处于高位 (CRB)



图2-9: 猪肉价格大幅上涨并刺激通胀走高



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-10: 本轮与上轮通胀表现对比

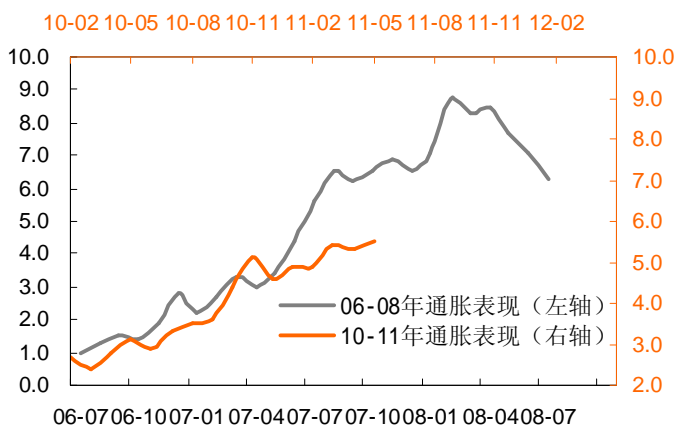
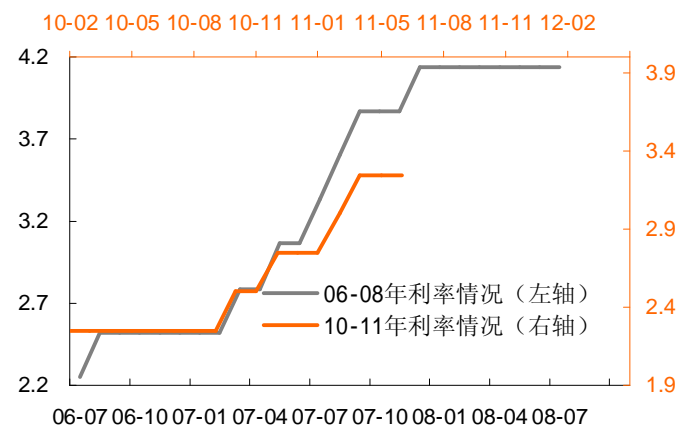


图2-11: 本轮与上轮利率情况对比



资料来源:wind、平安期货研究所

(3) 货币政策或将在4季度转向

通胀何时转向？我们认为本轮通胀上升与06年有相似之处，通过两个时期的利率与通胀对比，我们得出与上面模型一样的结论。如图，本轮通胀的攀升情况类似上轮，且极有可能到今年9月才出现显著回落，而非市场预期的6月。而加息的情况更是完全一致，到目前为止，加息的时间点及次数完全一致，仅仅是加息幅度略有不同。

因此，在多种方法的相互验证下，我们预计，央行在7月份还会再加一次息，这可能是年内最后的一次，而通胀将在9月见顶。到了第四季度，货币紧缩政策告一段落，货币政策底确立。

但需要注意的是，上文提到的猪肉价格将会是影响国内通胀最为关键的变量之一。我们的农产品中期策略报告指出：猪肉价格上涨很有可能贯穿下半年。而按历史经验来看，这往往会招致更为严厉的调控措施，这样的话关于4季度出现政策底的预测将难以成立。

4、资金制约本轮上涨高度

如果我们的判断正确，货币政策将在4季度才告一段落，那么一个直接的问题是：本轮上涨资金何来？就7月而言，通胀高企的现象难以得到缓解，人行放松银根下调利率、存准率的可能性为零，另一方面央票到期资金在下半年将远远低于上半年，即使央行不大量发行央票回收流动性，市场资金并不充裕。更要命的是，今年的7月与去年的7月有一个本质的不同，去年政府调控房地产，部分资金流入股票市场，进而助推了行情的反弹，但从今年的情况来看资金更倾向于进入银行理财产品。也就是说增量资金希望不大，行情只能依靠存量资金推动。

图2-12: 公开市场到期资金

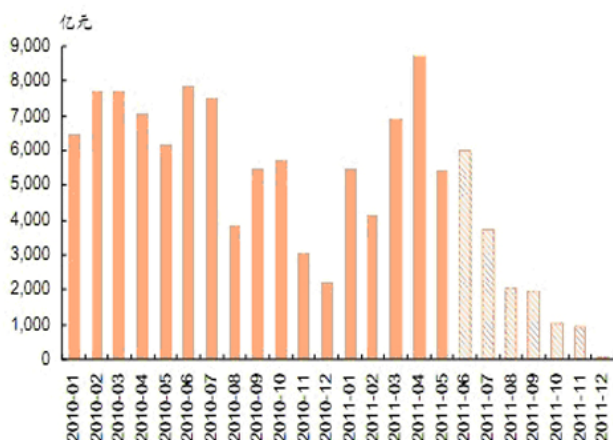
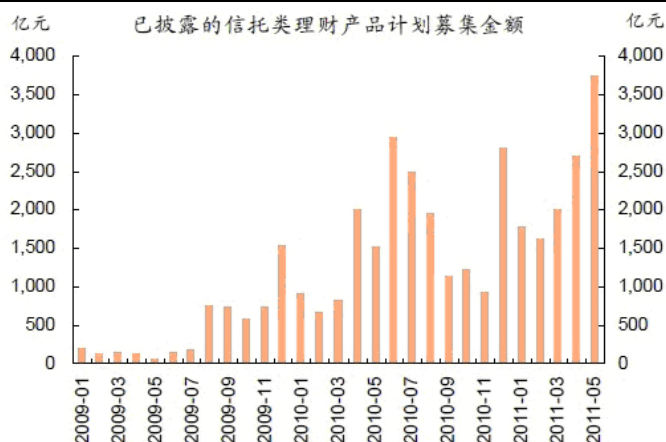


图2-13: 银行理财产品发行屡创新高

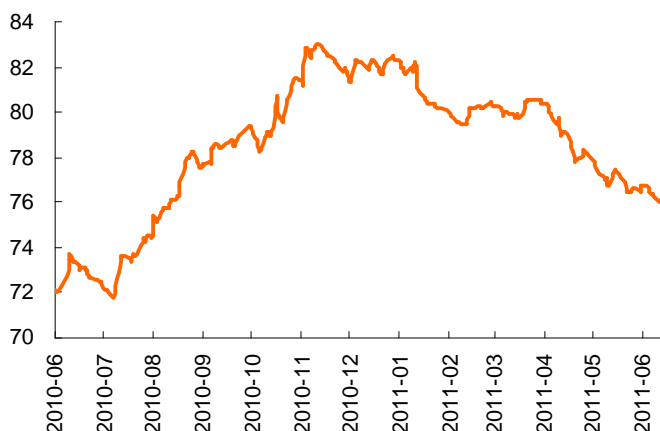


资料来源:wind、平安期货研究所

图2-14: 存量资金行情并不能形成真正的底部



图2-15: 机构仓位已经降至8成以下

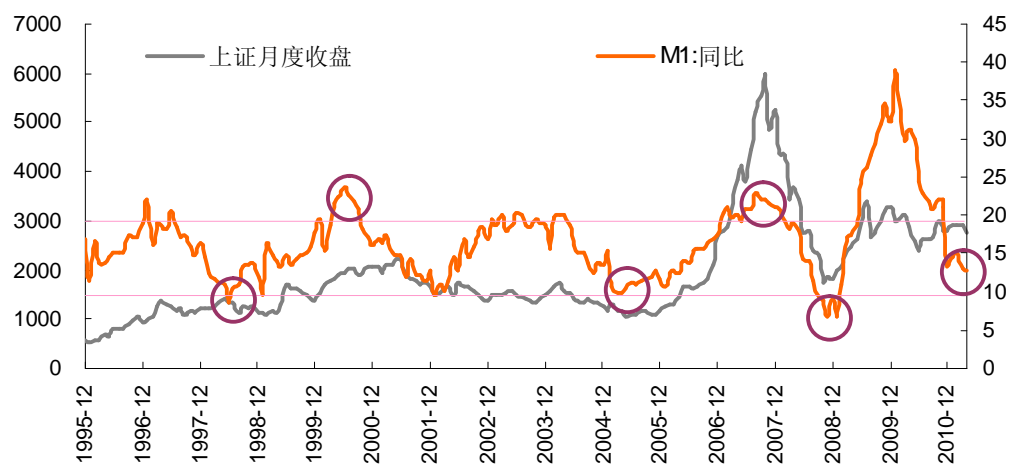


资料来源:wind、平安期货研究所

存量资金的来源在于机构手中目前握有的现金以及调仓所产生资金，但没有新增资金进场意味着市场只有结构性的行情，持续的时间以及高度都值得怀疑。这点从去年的反弹中就可以看得一清二楚。

另一方面，从 M1 的走势来看，同样为我们的观点提供了支持。通过回测，在 1996-2009 年 7 月这段时间内，如果以 M1 增速作为上证指数的买卖标准，当接近于 10% 的时候买入，超过 20% 的时候卖出，投资收益将非常惊人的。目前，无论是从 M1 的绝对值来看，还是从 M1 先行于上证的月数来看，见底时间都仍未到来。

图2-16: M1增速先行于上证指数约3个月



资料来源:wind、平安期货研究所

5、财政政策侧重结构调整，房产限购令年内难以放开

对于影响 A 股走势的政策，主要集中在货币政策部分，但财政政策对房地产的调控，也能起到重要的助波推澜的效果，而货币政策，又将影响房价的走势，通过政策与行业的反复博弈，造成财政政策与货币政策的殊途同归。

单从财政政策上考量，今年的财政政策积极中将有所“收紧”。一是，积极财政政策体现在注重民生与政府投资引导经济结构调整。今年重中之重聚焦在住房保障支出，即保障性住房的建设上。二是，财政政策“收紧”体现在今年财政赤字或降至 9500 亿元，比去年下降 10%，这或预示基建投资低位运行。

表 2-3: 房地产调控政策影响 A 股的四种可能性推断

| 地产行业表现 | 概率 | 政策可能对策 | 对A股影响 |
|----------------|----|-------------------------|---------------------------------------|
| 量价齐升、量滞价升或量滞价滞 | 最大 | 政策继续打压 | 地产板块估值水平难有起色，A股底部震荡。 |
| 量价齐跌 | 较大 | 调控效果达到，为避免超调伤及经济，政策及时撤出 | 利空消除，带动地产板块估值修复，推动A股震荡上行。 |
| | 较小 | 政策持续，继续调控 | 导致超调，风险向产业链的上下游及银行、地方财政传导，给A股造成系统性风险。 |
| 量增价滞、量增价跌、软着陆 | 最小 | 政策撤出 | 此为最优结果，A股出现趋势性上涨机会。 |

资料来源:WIND、平安期货研究所

而与股市相关度最大的财政政策——房价限购令，丝毫没有在年内放松的迹象。据6月份的最新资讯推断，住建部仍将加强房价监控，限购令或扩至三四线城市。受到大型热点城市楼市影响较大、房价上涨压力较大、本地居民住房支付能力较低的小城市将首当其冲，比如环首都经济带的一些城市。

综合考量，我们列举出政策与房价博弈的四种可能，政策继续打压是大概率事件。

四、经济探底过程仍将持续，企业盈利可能恶化

既然政策不支持三季度大底的形成，那么经济会否出现反弹，并对企业盈利形成支持，进而改善市场预期？我们的答案也是否定的。

1、供给下行是当前经济下滑的特征

图2-17:工业增加值处于下行通道

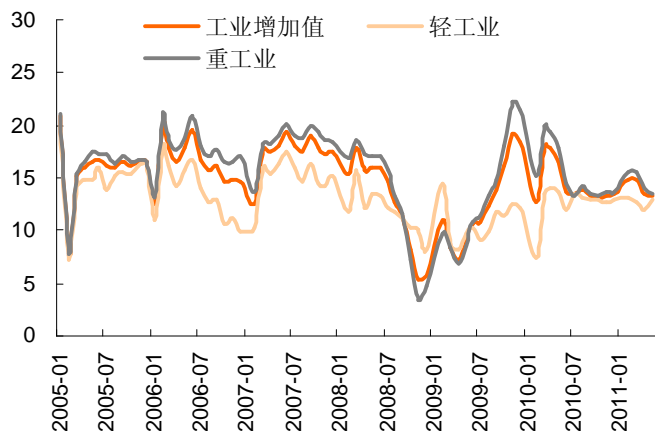
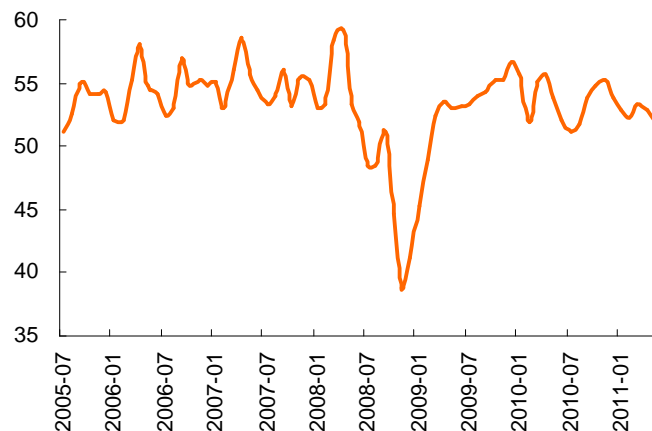


图2-18:领先指标PMI加速下跌



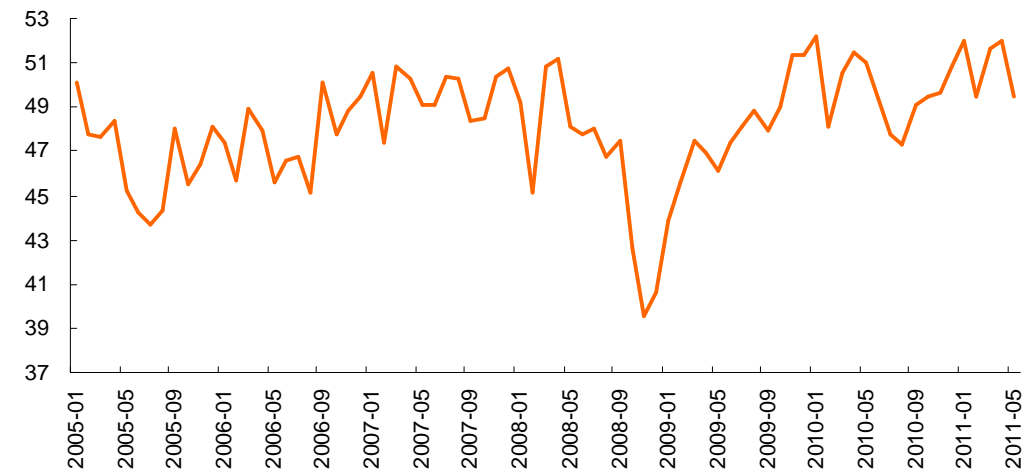
资料来源:wind、平安期货研究所

我们在《余潮渐尽》中指出，今年国内经济将在政府的主动调控下回落，但温和而可控。从二季度的数据来看，经济下行的幅度要比我们预期温和。从宏观的角度来看，4月开始的经济收缩特征是供给受限，但需求并受到太大的冲击，供需的不匹配带来了经济的下滑。

2、经济进入库存下行小周期

PMI、工业增加值都是较好的反应供给的指标，而4月以来两者都出现了下行，表明社会整体供给增速的确遭遇了下降。究其原因电荒、干旱都对企业生产构成了一定的冲击，但我们认为更重要的是政府抑制通胀而采取的限价措施使得企业无法通过提价消化成本压力，生产的意愿以及能力双双下降，进而通过消耗库存的方式来实现供给。这一方面表明需求的扩张无法得到满足，另一方面表明企业进入了去库存阶段，从周期的角度来讲，经济进入了库存周期的下降阶段，经济下行是必然的。

图2-19:经济处于去库存小周期 (PMI-库存)



资料来源: wind、平安期货研究所

图2-20:固定资产投资持续上升

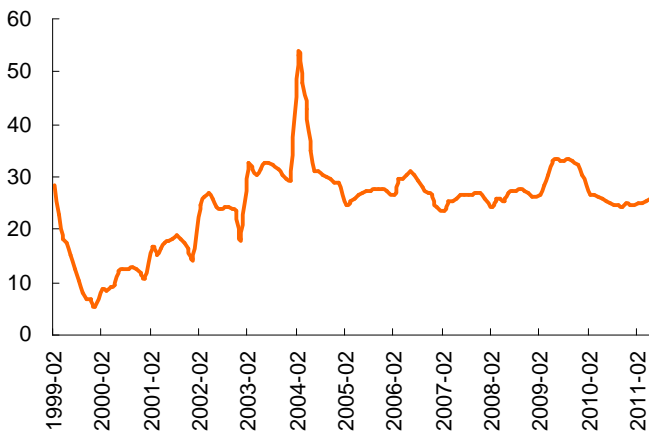
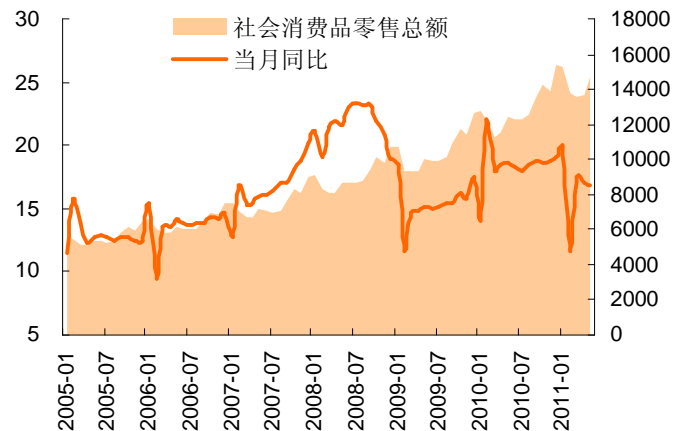


图2-21:社会消费品零售相对稳定

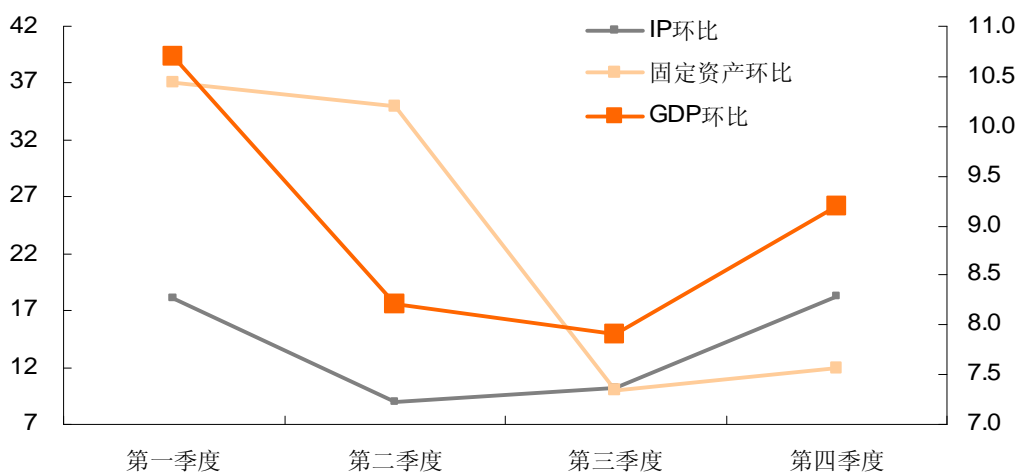


资料来源:wind、平安期货研究所

3、三季度经济情况并不乐观

另一个问题是三季度的经济如何演化。当前供需失衡的情况必然不会长久，可能出现的情况有二：一是需求增长带动供给增长，两者在高位达至平衡；一是供给下降导致需求下降，两者在低位达至平衡，我们所担忧的是三季度企业面临成本约束的情况不会发生改变，政府调控之手也不会放松，供给扩大的情况难以发生，最终导致的结果是低位平衡。在这种情况下，企业去库存的力度将会更大，对企业利润的损害也会更深，对于经济而言三季度将加速下行并探明底部，对于市场而言，企业 ROE 的下降将使估值上升，而估值的重新探底可能导致的是 4 月所出现的戴维斯双杀现象再度上演。

图2-22:经济将在3季度见到低点



资料来源: wind、平安期货研究所

4、10月将是经济拐点的时间窗口

但是，正如固定资产投资、零售消费增速等数据显示国内需求的强劲，中周期上行的趋势不用怀疑，问题是当前短暂下行的库存周期何时结束。如果按照一般的周期理论，库存周期下行的时间一般持续6个月，如果从4月算起，本轮去库存的过程将在10月之前完成，那么经济将在10月见到低点。但这有个前提，就是所指出的，通胀于9月出现拐点，政府对物价的调控开始放松。如果通胀持续高企，政府对于物价持续，企业去库存的时间可能延长，对于经济的伤害则可能更大。

10月出现转机的另一个希望是保障性住房的全面开工将刺激宏观需求的再度上行，并抵消由于供给受限而带来的低位平衡的危险。从现有数据来看保障性住房的开工率只有30%，由于中央政府要求保障性住房在年内需要全部开工，这意味着有70%将在下半年开工，而从目前地方政府资金筹集的情况来看可能有40%—45%将在4季度集中动工，巨大的需求将刺激以及通胀拐点后的成本拐点将刺激企业的供给上行，并推动经济回归上升周期。

五、关于估值处于历史性底部的解读

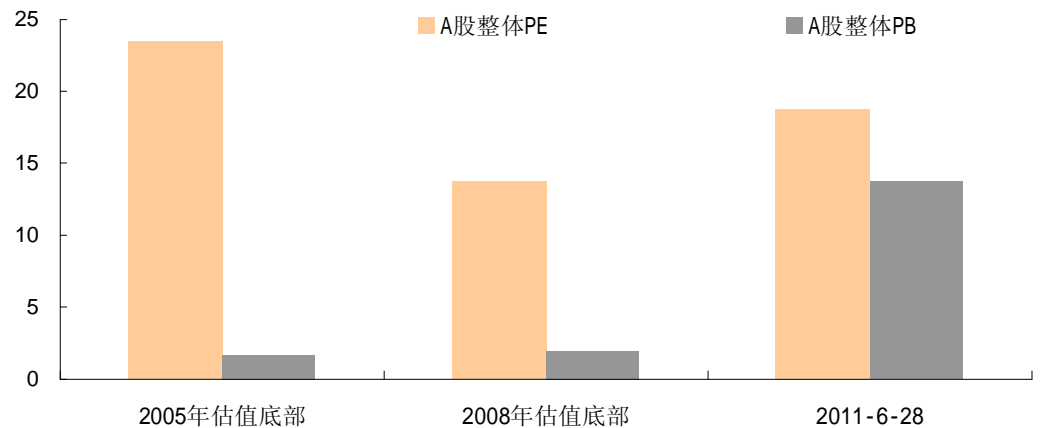
A股市场早在年初便已处于历史性估值底部区域，但是区域这个概念意味着仍有下跌的可能。事实证明市场的走势受到政策紧缩的影响，在上半年遭遇资金瓶颈，相对估值PE在年中续创新低。我们认为在宏观政策（尤其是利率政策）未有明显放松的情况下，市场资金成本持续上升，股市资金的挤出效应使得A股估值将继续向下寻底。

1、历史底部估值特征是衡量目前市场位置的重要参照指标

从历史相对估值区间来看，目前A股PE、PB数据仍未有反弹的迹象，总体上位于接近于前两次底部（2005、2008年）的区域。然而，面对市场的继续“跌跌不休”，我们不禁思考历史数据带来的底部是否真正能作为此次底部形成参照。

纵观历史数据，A股估值曾经在2005年12月及2008年11月出现过两次估值探底过程。市盈率（PE）及市净率（PB）都有较大幅度下降：从PE来看，2008年最低时A股整体PE为14，PB值为2.0；2005年12月的估值最低点时，PE低至16，PB低达1.6。从低估值数量来看，历史底部低估值公司数量在30倍PE以下的约占总上市公司数量在50%以上。

图2-23：A股整体估值仍高于前两次市场底部水平

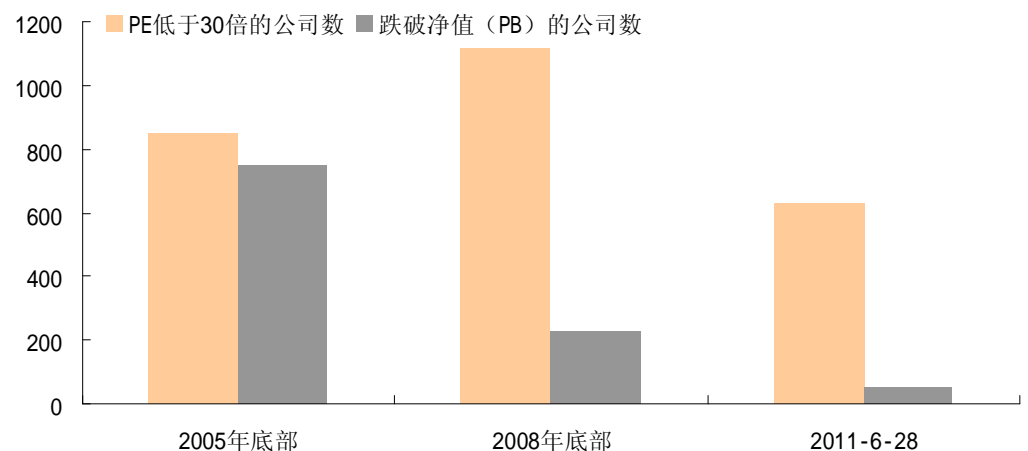


资料来源:wind、平安期货研究所

2、目前市场各类数据特征均表明距历史底部估值仍有较大空间

目前低于市场整体估值的公司数量低于历史上另两次底部此类公司数量。从统计数量来看，市场所处的现阶段低于30倍PE的公司数量为630家，占市场总上市公司比例为28.57%；相比较而言，08年见底时低于30倍PE的公司数量为1120家，占市场总上市公司比例为50.79%；05年见底时低于30倍PE的公司数量为851家，占市场总上市公司比例为38.59%。从PB来看，市场目前低于净值的公司数为53家，占所有上市公司比为2.40%；该数据在08年底时为227家，05年底时为749家。

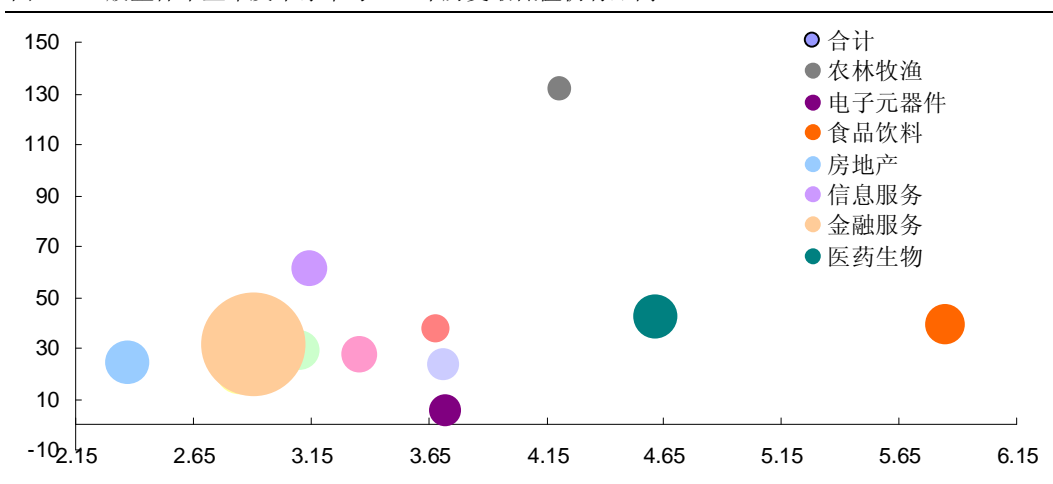
图2-24：低估值公司数远不及前两次探底时的数量



资料来源:wind、平安期货研究所

行业估值分布表明市场资金避险情绪严重，多数板块估值高于08年低点。从行业估值来看，银行与房地产板块估值已成为各板块中最低。尤其是房地产板块，其估值水平已相较各板块落入最低区间。其次是金融板块，市值占比较大，两者拖低了A股大盘整体估值水平。PB估值相对最高的是具备防御性质的食品饮料等大消费类板块，综合相对估值水平最高的是农林牧渔板块。我们认为，市场资金仍偏好高估值的防御性板块，放弃低估值的价值板块。表明避险情绪主导市场，非理性因素影响目前A股走势较为明显。

图2-25:A股整体市盈率及市净率与2008年历史最低值仍有距离



资料来源:wind、平安期货研究所

零售、电器、信息服务和航运相关板块的当前PE值、PB值与10年历史均值及08年的极低值相比，都存在进一步下跌空间。

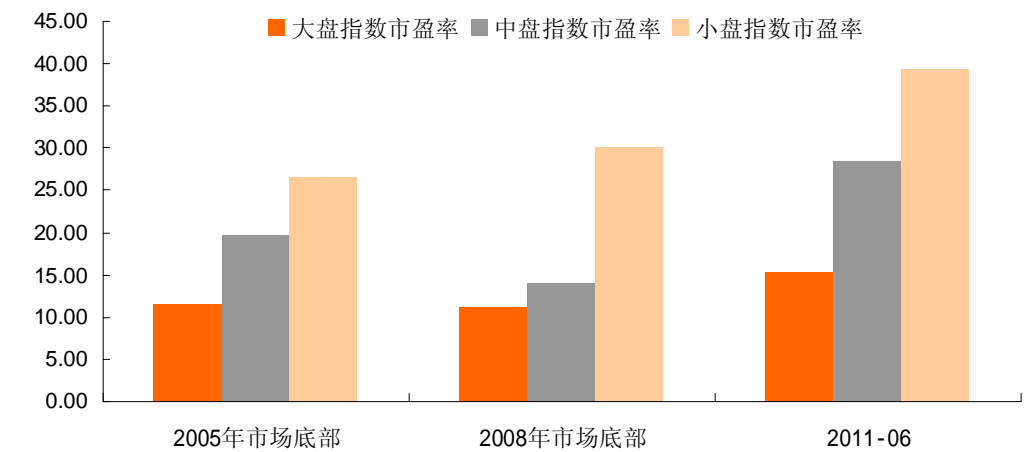
表2-4: 上证估值水平历史数据比较

| 行业 | 05年低值 | 08年低值 | PE当前 | 05年低值 | 08年低值 | PB当前 |
|-----|-------|--------|-------|-------|-------|------|
| 上证 | 16.00 | 11.86 | 15.65 | 1.53 | 1.87 | 2.45 |
| 机械 | 24.46 | 12.10 | 23.60 | 1.65 | 2.26 | 4.05 |
| 医药 | 47.65 | 24.44 | 42.45 | 1.86 | 2.82 | 4.91 |
| 建材 | 67.78 | 17.69 | 25.01 | 1.47 | 1.66 | 3.95 |
| 计算机 | 68.70 | 26.76 | 49.85 | 2.24 | 3.16 | 4.74 |
| 零售 | 30.22 | 20.91 | 31.14 | 1.97 | 2.68 | 3.82 |
| 银行 | 15.68 | 9.53 | 8.76 | 2.48 | 1.97 | 1.79 |
| 煤炭 | 8.30 | 5.99 | 17.34 | 1.64 | 2.08 | 2.95 |
| 电力 | 17.22 | 263.44 | 38.00 | 1.73 | 1.93 | 1.79 |
| 有色 | 16.96 | 14.35 | 60.42 | 1.68 | 1.79 | 4.50 |
| 钢铁 | 5.46 | 5.91 | 26.61 | 1.06 | 1.00 | 1.38 |
| 房地产 | 19.11 | 16.96 | 18.82 | 1.72 | 1.90 | 1.95 |

资料来源:平安期货研究所

估值分化较年初有所缓和，但中小板指数PE仍离底部时估值有较远的距离。相较主板股票，中小板指数估值偏高，中小板综指、创业板指数的PE普遍达到30倍以上，这个数字还包含了新上市公司普遍高于平均水平的前溯12个月财报。从PB来看，多在4倍左右，仍然处于一个较高的位置。在目前情况下，随着各板块指数PE较年前有聚拢态势，表明整体估值分化水平有所下降。

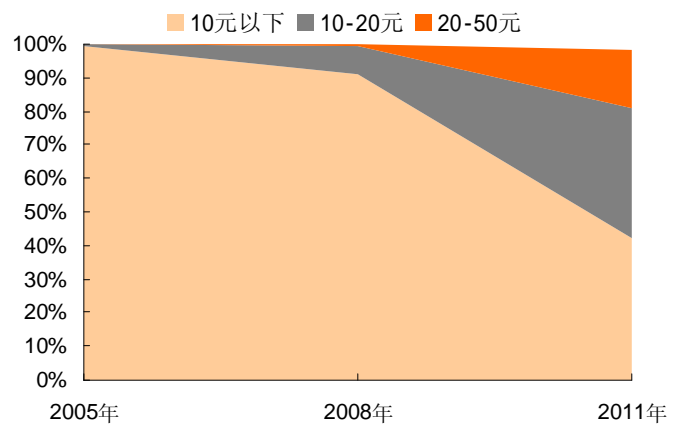
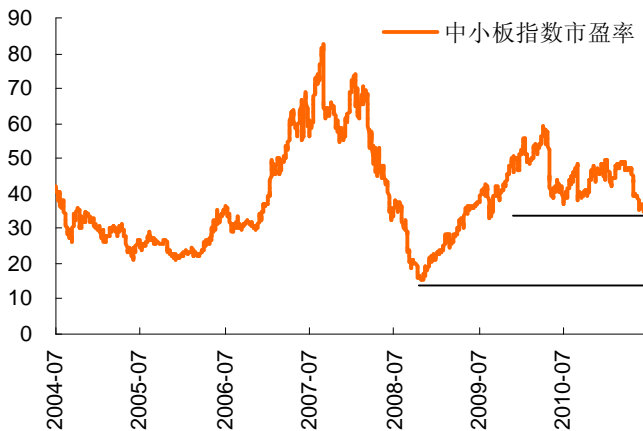
图2-26: 大小盘估值分化有所减弱



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-27: 从长时间周期来看中小板指数PE仍距历史低点有较大距离

图2-28: 从市场价格来看, 中高价股仍占较大比例



资料来源:wind、平安期货研究所

从市场绝对价格来看, 目前统计中高价股票占比仍高于见底时比例。从统计结果来看, 目前A股10元以下股票数量占比约为42.09%, 远低于08年的91.24%及05年的99.52%。截止6月28日, A股个股价格主要集中在10元-30元, 占比超过55%; 而08、05年底部时期, 该价格区间股票数量占比分别仅有8.62%及0.48%。

从A股大盘指数的PE估值来看, 虽现在处于历史低位, 但其相对低廉的PE是建立在过去12个月高ROE的基础上的, 尤其是金融股的高ROE。而且, 相比外围市场, 当前PB并未达到历史低点, 除了美股外, 大致处于中等水平。总结这两个点来看, A股主要指数的估值已达底部区间, 但仍未到历史底部。

3、相对前期历史ROE水平, 目前估值有较大反弹概率

由于金融股的高ROE水平, 市场估值随着指数下跌出现接近历史底部的特征。2011年以来, 金融行业ROE水平随着政策不断紧缩的过程有了进一步下降的趋势。作为大盘的权重板块, 金融行业的盈利水平下降将直接拖累市场整体ROE水平, 并将在未来抬高PE水平(假设前提: 指数点位维持横盘整理)。我们分析认为, 虽然PE距历史低位仍有下跌空间, 但目前随着实体经济盈利能力的衰退以及经济增长速度的实质性放

缓，PE 短期内出现反弹的概率较大，这意味着估值如果要再次探底，很有可能就要面临“戴维斯”双杀的危险。

4、经济发生变化，估值无法提振市场乐观情绪

我们认为，估值在何处并不能完全表明市场的底部是否到来。与历史数据的比较只能说明在历史周期性变化中，经济与市场参与者对估值水平的容忍底线为市场反弹提供了数量上的参照。然而面对着不同的市场情况，这种底线也会发生相应变化。

就目前而言，宏观政策紧缩程度远远大于 08 年的情况，尤其是在当时量宽做为政策主基调之时，估值触底后反弹具备市场资金的支持。从国内市场来看，ROE 水平在近期下降明显，但市场资金已无力支撑低估值带来的反弹预期。从外围市场来看，前期估值低点出现之时，美国正准备推出一系列量宽政策，这对股市上涨也带来必要的流动性预期支撑。而目前的情况却是希腊危机重启，美国 QE3 搁置，QE1 及 QE2 并未给美国经济带来显著性复苏预期。相对与之前的历史估值低处的市场环境，目前 A 股市场更为悲观。

策略布局：大底未至，浅尝辄止

关于我们的主要观点以及投资策略，我们分别给出了一副远景图与显微镜下的轮廓，读者亦能厘清大致的脉络。最后，我们不妨再将投资节奏精细化，将重要的时、点描摹出来，力图更精准地踏准A股的涨跌旋律。

一、七月：利空淡化，机构造势，修复反弹

从4月中旬至今，A股运行于一个斜率较大的下行通道中，中间的几次小反弹全都中道崩阻，遭遇空头猛烈反扑，传言社保资金也深陷抄底之牢笼。究其原因，是政府并没放松货币政策与行政手段的密集调控，房价限购令执行面逐步扩大，1月一次的提准按时进行，流动性指标——SHIBOR 7天银行间的拆借利率在6月23日更是高达9%以上。

7月，根据我们前面的分析，在连跌近3个月之后，市场目前亦产生了CPI下半年将逐步下降的预期，如果央行再次加息，反而带来利空出尽的效果，这推动市场情绪高涨，展开一段趋势性行情。

图3-1:上证指数受1664-2319上升趋势线支撑而反弹



资料来源: wind、平安期货研究所

分析股指的价格形态，不难发现，3年以来上证指数一直难以摆脱区间震荡收敛的格局。因此，6月底上证指数在回落到长期上升趋势线之际，得获支撑并展开强势的反弹，本轮的反弹幅度，应受长期下降趋势线2900-3000区间的压制。

二、八、九月：资金后劲不足，分歧渐大，前高后低

7月的反弹演变为反转的概率多大？7月能成为新一轮股指上升周期的大底吗？进入8、9月，做多人气能否保持，赚钱效应能否持续？

前面关于估值底、政策底、经济底的分析，概括来讲：其一，从历史相对估值区间来看，目前A股PB、PE数据仍未有反弹的迹象，而中小板指数市盈率仍离底部有较远的距离；其二，在政策的节奏上，我们预计央行在7月份还会再加一次息，而下次决定加息与否，至少还需2个月的观察期，通胀也有望在8、9月见顶，因此，在10月之前，央行货币政策并无放松可能，房地产政策方面，限购令在第三季度或扩至三四线城市，继续抑制房价是大概率事件；其三，从经济的运行状况看，经济的持续下行将对企业的利润构成冲击，进一步影响到企业估值的变化，短周期中的去库存阶段仍未结束，经济难以支撑A股大盘。

宏观基本面的弱势，首日破发率、中签率双高等因素，必然会打击增量资金的入场热情，这意味着市场只有结构性行情，单凭存量拉动的7月上漲行情就难以贯穿第三季度，反弹的高度也将有限，并形成前高后低的走势。只有当10元以下的低价股逐渐增多，中小盘补跌并回归价值洼地之后，市场的底部基础方可奠定。

图3-2:新股首日涨跌幅

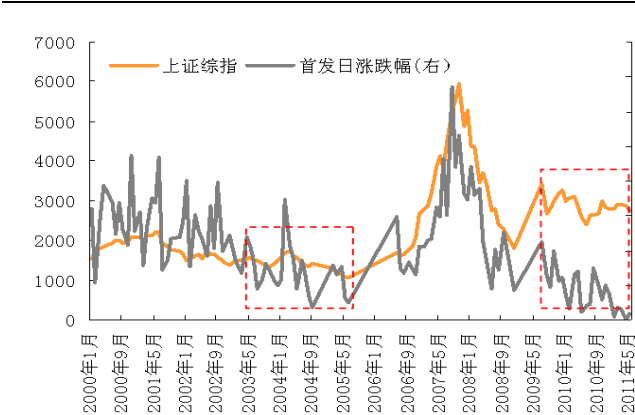
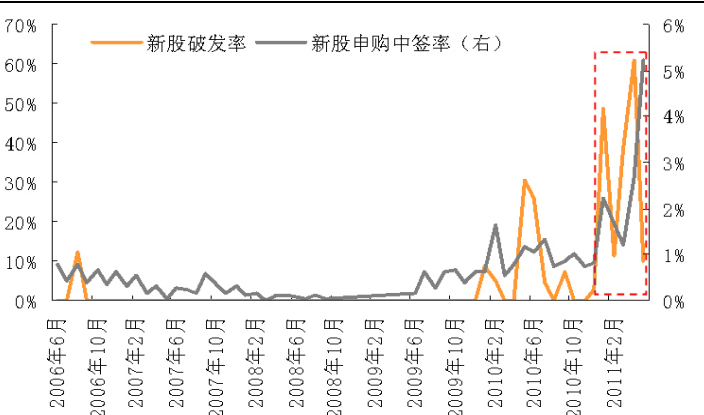


图3-3:目前市场已经处于相对估值底部区域，但仍有下跌空间



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-4:道琼斯的历史走势为A股的未来提供佐证



资料来源: wind、平安期货研究所

除了宏观基本面的推理，我们从技术面的形态对比上，也能得出一些有趣的结论。上图是上证指数与大萧条之后的道琼斯工业平均指数的走势叠加图(时间比例为1:3)，两者惊人地相似，这也为我们对后期行情的研判提供了极佳的相互印证：即三季度跌势未止，底部未到。

三、第四季度：底部根基初定

在《余潮渐尽》中，我们描绘了中国经济已进入长波高原、资本市场迎来“牛市横跨秋季”黄金时期的恢弘图景。在图景中，从1978年开始的中国经济长波周期，其最高速增长的时期已经过去，即已经从见顶阶段进入到高原阶段，2008年的经济衰退可以看做是高原阶段之前的回落期。

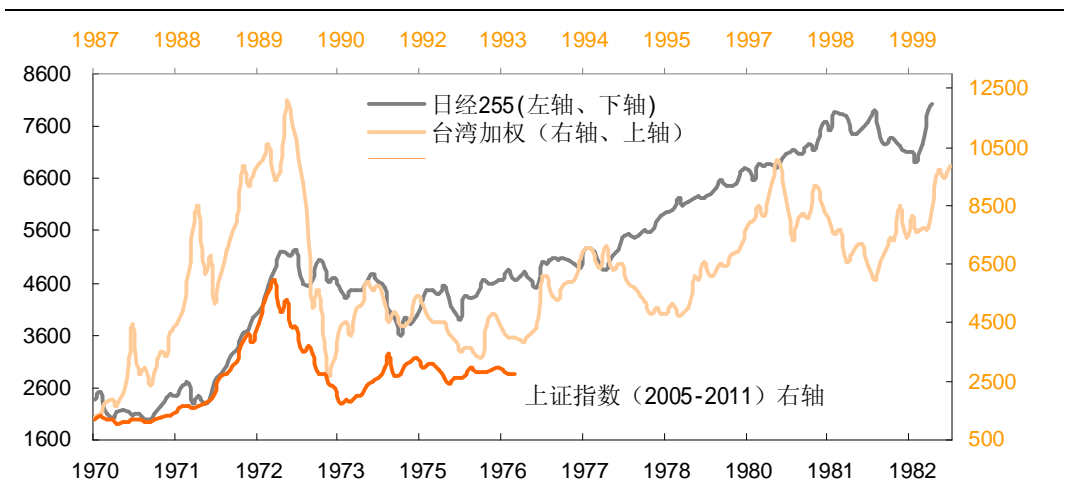
这将意味着经济增速下降以及通胀高位运行，而从各国工业化进程的演化来看，这一阶段恰恰又是资本市场最为辉煌的时期，我们给予一个优雅而浪漫的名称——“牛市横跨秋季”。

图3-5:长波四个季度、中国PPI及上证指数 (“牛市横跨秋季”阶段模拟图)



资料来源: wind、平安期货研究所

图3-6:日、台股的历史走势为A股的未来提供参考



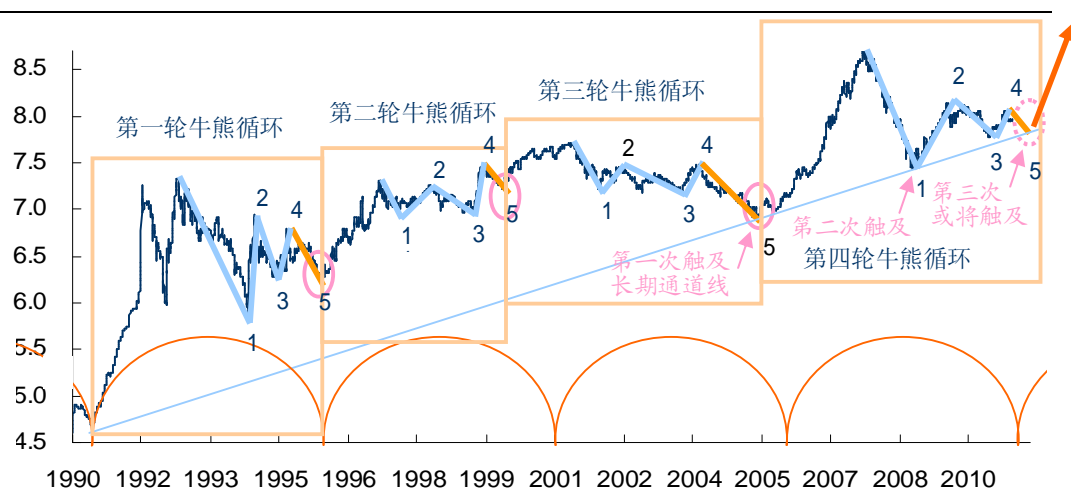
资料来源: wind、平安期货研究所

对于“牛市横跨秋季”时期的上证指数表现，成熟市场的例子可以成为我们的参考。当时的日本、台湾与目前中国经济“工业化起飞期之末、成熟期之始”的时代背景相同，日本股市走出了从1970年到1982年的“黄金十年”、台湾加权指数则经历了1987年至2000年的“白银十年”，上涨幅度无不惊人。

依据“牛市横跨秋季”的长波周期理论基础，我们可以通过波浪理论作估算，A股未来五年将进入循环级III浪之高级(3)浪阶段，这也是30年最具价值的一段。在幅度上，若以05-07年的上涨5000点的幅度为基准，则本轮级别远超历史水平，最低可见到7500点，最乐观更可达12000点。

而从牛熊周期的结构判断，目前正属于第四轮牛熊周期熊市部分第5组下跌的最后阶段，新起点形成的时间窗口已经悄然打开。展望2011年末之间，第五轮牛熊循环有望全新开启。

图3-7:一幅值千言的画面：四轮牛熊循环结构与A股五年周期拐点非常明确



资料来源: wind、平安期货研究所

结 语

历次市场出现的重要底部，估值只是底部的必要而非充分条件，而经济起到的只是推波助澜的作用，政策放松才是最重要的推动因素，是底部确立的真正标志。但无论是政策、估值、经济在三季度仍需经历一个寻底的过程，因此，6月底出现的上涨只是反弹而非反转，市场仍有继续寻底的需求。对于下半年的市场路径，我们有以下的判断：

3 季度，通胀虽有触顶的可能，但也难以回落，政策不会出现明显的松动，政府对于物价与房价的调控将持续，而货币调控将进入观望期，这为市场创造了一定的反弹空间，但难以持续。在这个阶段，经济的持续下行将对企业的利润构成冲击，进一步影响到企业估值的变化，尤其是中小板市场可能还将经历剧烈的调整，届时真正的“估值底”才会到来。

4 季度，在大宗商品回落的前提下，物价得以真正控制，政策对于货币领域的调控将有所放松，“政策底”开始形成。信贷情况好转、货币增速恢复并对市场构成支撑，这个阶段政府对于房价与物价的调控仍将保持谨慎，但“市场底”将由此诞生。在这个基础上，经济短周期中的去库存阶段结束，企业重新进入补库阶段，短周期的上行与中周期产生共振，“经济底”出现，并于市场形成共振。

图 表

| | |
|---|----|
| 图 1-1:4 月以来的走势与我们的预期吻合..... | 4 |
| 图 1-2:第四轮牛熊周期的末端预示着最后一跌的到来..... | 5 |
| 图 2-1:机构舆情指数..... | 6 |
| 图 2-2:百度舆情指数..... | 6 |
| 图 2-3:上证指数周线图 (94-96 年)..... | 8 |
| 图 2-4:上证指数周线图 (03-08 年)..... | 8 |
| 图 2-5:央行加息的观察对象及阈值..... | 9 |
| 图 2-6:央行调准的观察对象..... | 10 |
| 图 2-7:央行货币调控政策模型: 利率 ~ CPI * GDP..... | 10 |
| 图 2-8:商品价格仍旧处于高位 (CRB)..... | 11 |
| 图 2-9:猪肉价格大幅上涨并刺激通胀走高..... | 11 |
| 图 2-10:本轮与上轮通胀表现对比..... | 11 |
| 图 2-11:本轮与上轮利率情况对比..... | 11 |
| 图 2-12:公开市场到期资金..... | 12 |
| 图 2-13:银行理财产品发行屡创新高..... | 12 |
| 图 2-14:存量资金行情并不能形成真正的底部..... | 12 |
| 图 2-15:机构仓位已经降至 8 成以下..... | 12 |
| 图 2-16:M1 增速先行于上证指数约 3 个月..... | 13 |
| 图 2-17:工业增加值处于下行通道..... | 14 |
| 图 2-18:领先指标 PMI 加速下跌..... | 14 |
| 图 2-19:经济处于去库存小周期 (PMI-库存)..... | 15 |
| 图 2-20:固定资产投资持续上升..... | 15 |
| 图 2-21:社会消费品零售相对稳定..... | 15 |
| 图 2-22:经济将在 3 季度见到低点..... | 16 |
| 图 2-23:低估值公司数远不及前两次探底时的数量..... | 17 |
| 图 2-24:低估值公司数远不及前两次探底时的数量..... | 17 |
| 图 2-25:A 股整体市盈率及市净率与 2008 年历史最低值仍有距离..... | 18 |
| 图 2-26:大小盘估值分化有所减弱..... | 19 |
| 图 2-27:从长时间周期来看中小板指数 PE 仍距历史低点有较大距离..... | 19 |
| 图 2-28:从市场价格来看, 中高价股仍占较大比例..... | 19 |

| | |
|--|----|
| 图 3-1:上证指数受 1664-2319 上升趋势线支撑而反弹 | 21 |
| 图 3-2:新股首日涨跌幅 | 22 |
| 图 3-3:目前市场已经处于相对估值底部区域, 但仍有下跌空间 | 22 |
| 图 3-4:道琼斯的历史走势为 A 股的未来提供佐证 | 22 |
| 图 3-5:长波四个季度、中国 PPI 及上证指数 (“牛市横跨秋季” 阶段模拟图) ... | 23 |
| 图 3-6:日、台股市的历史走势为 A 股的未来提供参考 | 23 |
| 图 3-7:一幅值千言的画面: 四轮牛熊循环结构与 A 股五年周期拐点非常明确 | 24 |
| | |
| 表 2-1:历次反弹底特征 (以上证指数为准) | 7 |
| 表 2-2:历次反转底特征 (以上证指数为准) | 8 |
| 表 2-3:房地产调控政策影响 A 股的四种可能性推断 | 13 |
| 表 2-4:上证估值水平历史数据比较 | 18 |

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>