

余潮渐尽，起点之年

——2011与“十二五”期间A股远景方略

平安期货研究所

宏观研究小组

股指研究小组

☎:86-755-83788578

✉:@pingan.com.cn

核心内容:

中国步入多经济周期共振下的起点之年

2010年，中国高增长低通胀的黄金十年已然结束。在21世纪一十年代的起点，转型之困迎面袭来。中国的下一步增长的动力是什么？国家工业化能否完成从出口到房地产再到大消费的战略转型？这一阶段的货币供应、经济增长、通胀、房价等关系又将如何变动？

从长周期来看，中国开始进入经济长波的高原阶段，意味着经济增速下降以及通胀持续高企，这是我们需要面临的一个严峻考验。但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。所谓“牛市横跨秋季”，在多经济周期的共振之下，资本市场的新起点呼之欲出。

A股第五轮牛熊循环蓄势待发

在我们的图卷中，A股从1990至今已运行了四轮波动形态与运行时间都颇为相似的牛熊循环，其背后的内因正是国内经济“五年规划”所推动的短波周期。当前A股已步入第四牛熊循环的末端，第五轮启动在即。对比其他亚洲国家的起飞经验，预计“十二五”期间这一周期内，A股市场将是史上最好的“黄金时代”，无论是级别还是力度都将远超想象。站在牛熊循环的起点上，未来我们将以“牛眼”看市。

从今年的战术策略上，投资者需要注意节奏的把握，考虑到中小盘估值修复的内需以及政府的调控节奏，我们认为二季度A股将有调整的可能；三、四季度随着估值底、政策底、经济底的次第形成，2011年作为起点之年——大牛市格局正在形成。

目 录

引子 日光之下，并无新事.....	3
上篇 起点之年	4
一、A股全景，四轮牛熊循环周期清晰可见	4
二、中国经济周期的短波、中波与长波	5
三、五年周期揭示股市的波动规律	8
四、中波周期、黄金十年与超级大牛市	9
五、终焉：起飞阶段的高速增长	10
六、起点：痛苦的转型之路	15
七、多周期共振下的起点之年，未来必将精彩	17
下篇 余潮渐尽	20
一、当潮水褪去，A股的脉络了然清晰	20
二、估值--便宜或贵，如何衡量？	21
三、政策--步步加码，何时卸甲？	22
四、经济--渐行渐缓，何处见底？	32
五、估值底、政策腰、经济顶的琴瑟和鸣	34
策略 牛熊定律	35
一、时空观：只要站在正确的起点上，预测百年宛如洞悉明日	35
二、现实意义：十二五开局顺利，下半年奠定底部	39

引子 日光之下，并无新事

大约两千多年前，有位希伯来先贤说过一席话，他的真理响彻几个世纪：

一代过去，一代又来，地却永远长存。日头出来，日头落下，急归所出之地。风往南刮，又向北转，不住地旋转，而且返回转行原道……。

已有的事，后必再有；已行的事，后必再行。日光之下，并无新事。岂有一件事能指着说这是新的？哪知，在我们以前的世代，早已有了。

——《旧约·传道书·第1章4-6，9-10节》

是的，前人智慧一早指出万物自有其规律，并不因时间推移而改变。无论是自然界的、社会的、人性的、市场的，或表象、或抽象，均无法摆脱循环往复模式。当其以不同的面貌出现时，我们难道可以从中指出一事说这是新的？而归结到人类社会的必然结果是：人性不会变，人性的形态也不会变。

经济周期是以上法则在人类社会演化的具体表现。在众多研究者中结构主义是其中的佼佼者，从其理论来看，目前全球处于第四长波周期的下降阶段，经济减速已成必然。中国同样有自身的经济周期，但不幸的是当前中国却处于经济的起飞阶段。当中国崛起遭遇全球经济滑坡，机遇还是挑战？这的确是一个问题。

而资本市场的牛熊周期则是该法则的另一体现。作为人性规律集中体现的金融市场，相同结构不断重演成为一种必然，并在不同国家的资本市场以及同一市场的不同时期反复上演，牛熊规律早有定数。

A股市场在整个2010年熊霸全球。2011年，随着新的五年规划开启，市场似乎见到了希望。但我们对将要到来的变化并不感到意外，所谓“日光之下，并无新事”，中国五年经济规划的启动意味着A股新一轮牛熊循环模式又将再次演绎。在这期间，中国自身的长波动力将引发工业化从起飞走向成熟。可以预见这将催生中国资本史上最声势浩大的牛市，因为这一现象早已在日、韩等国家一再上演。

上篇 起点之年

已有的事，后必再有；已行的事，后必再行。日光之下，并无新事。

——《旧约·传道书·第1章第5节》

一、A股全景，四轮牛熊循环周期清晰可见

金融资产价格的预测往往带有巨大的不确定性，无论是背后的政治或经济的推动因素，还是市场参与者的随机噪音都会导致价格的波动，而对于A股市场而言更是如此。但是这并不意味着一切分析都毫无意义，我们并不相信掷飞镖的投资手法能够为资产增值带来任何好处。圣经给予我们的启示是，不论是自然的、社会的、人性的、市场的皆有反复重演的倾向或规律。从我们的研究经验来看，价格的波动结构的确有其模式可循，关键取决于研究的方法是否得当而已。

1、对数坐标下，四轮循环无所遁形

我们一直认为对于长期价格研究而言，对数坐标往往比普通坐标有着更大的优势，对于结构方面的研究更是如此。因此我们将上证指数对数化，随后得到一个非常有趣的图景：在对数坐标中，上证指数从1990至今已经历了三个完整而且结构相似的牛熊周期循环，而当前正处于第四个牛熊周期的末端。

图1-1:上证指数四轮牛熊循环的熊市部分均出现五个阶段



资料来源: wind、平安期货研究所

每轮牛熊循环的特征是开启后的一年半时间成为上涨趋势，随后展开的下跌以五组浪构成。前三轮牛熊循环分别时间为1990-1995，1995-1999，1999-2005，持续时间为5年、4年、6年，平均每个循环所用时间是5年。而第四个牛熊周期展开至今已逾5年有余。这为我们提出了一个疑问：第四个牛熊周期何时结束？而结束之后，第五个周期将以何种方式开启？过去之事未来会否重演？

2、寻找股价波动背后的规律

另一方面，作为一个理性的投资者，单纯根据图形或许无法形成有说服力的投资逻辑。但我们认为规律形成的背后总有其原因，既然规律已经发现，那么探寻规律背后的驱动因素，并因此形成相应的投资逻辑是更进一步而且相当有意义的工作。在本篇报告中，我们还会指出在下一个牛熊周期这种驱动因素会发生什么变化，以及上证指数对应的演化方向是什么。

二、中国经济周期的短波、中波与长波

周期理论的本质事实上就是历史以不同形式重演。

1、全球经济周期的划分

按照传统的金融理论，资产价格波动与经济波动在长时间内是存在共振的，A股市场也是如此。奥地利学派的熊彼特提出最为完整的经济周期理论，即其三重嵌套模型，将其他各种经济周期理论很好的整合在一起。

在其模型中，经济周期分为长波周期（康得拉季耶夫周期），中波周期（朱格拉周期），短波周期（基钦或库存周期）。库存周期一般为40个月左右，由库存投资驱动；中波周期一般为10年左右，中间嵌套三个库存周期，由设备投资驱动；而长波周期一般为54年，中间嵌套5个中波周期，由新兴技术驱动。我们可以看到从1782年开始全球共经历了4个长波周期，而目前欧美正处于长波周期的萧条阶段，需要注意的是周期的时间可以扩张和收缩，但周期阶段的发生顺序却不会变化。

表 1-1: 世界经济长波周期

	上升(春)	见顶(夏)	高原(秋)	萧条(冬)	中心国	标志创新技术
第一波	1782-1802	1803-1821	1821-1836	1837-1845	英国	纺织机、蒸汽机
第二波	1845-1859	1859-1865	1866-1873	1873-1898	英国	钢铁、铁路
第三波	1898-1907	1908-1920	1921-1929	1929-1949	美国	电气、化学、汽车
第四波	1949-1966	1966-1981	1982-2000	2000-2020E	美国	汽车、计算机

资料来源: 信报财经新闻、平安期货研究所

2、长波周期的特征

对于长波周期而言，一般可以划分为上升、见顶、高原、萧条四个阶段，伊恩戈登形象的将之称为春、夏、秋、冬四季。

上升部分(春): 长波周期上升阶段承接于萧条期，是长波周期的起始也是复苏阶段，在这个过程中经济处于稳定恢复阶段，企业以及个人的资产负债表都相当健康，

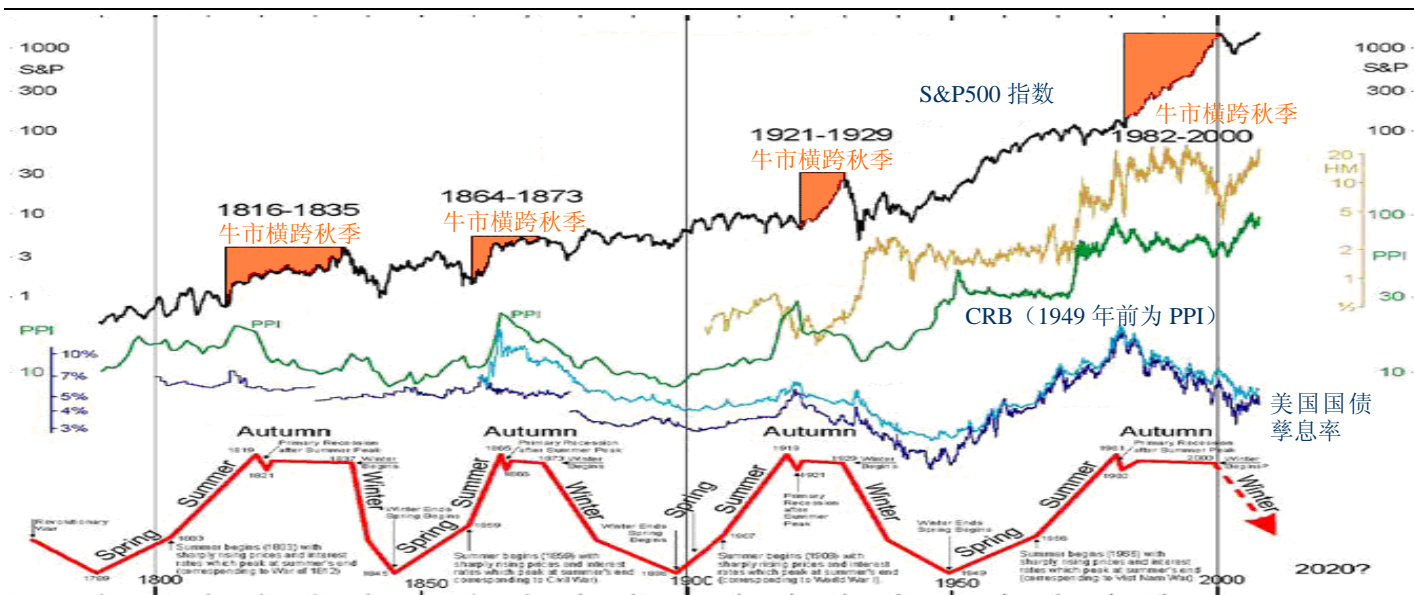
债务处于低水平，而通胀也处于温和的阶段。

见顶阶段（夏）：这是长波周期的加速阶段，经济在这个阶段增长加快，这个阶段的典型特征是投资以及消费开始加速，经济增长进入黄金时期，但由于企业及个人资产负债表开始扩张，通胀逐步升温。同时政府开始介入调控，利率进入上升周期，

高原阶段（秋）：这是增长放缓的阶段，一般而言，在经济见顶后经济会出现一次小规模收缩，然后再进入高原阶段，这个阶段的典型特征是经济增速开始放缓，通胀回落，但利率依然处于高位，直接导致的后果是企业负担加重，但投资仍在扩张，在这个阶段，往往是资本市场的黄金时期，所以有“牛市横跨秋季”的说法。

萧条阶段（冬）：这是经济开始回落的阶段，在高原阶段，企业以及私人的资产负债表都已经十分糟糕，高额的利率使得两个部门的负担开始加大，最终导致消费以及投资的双重收缩，经济进入萧条期。

图1-2:全球长波周期



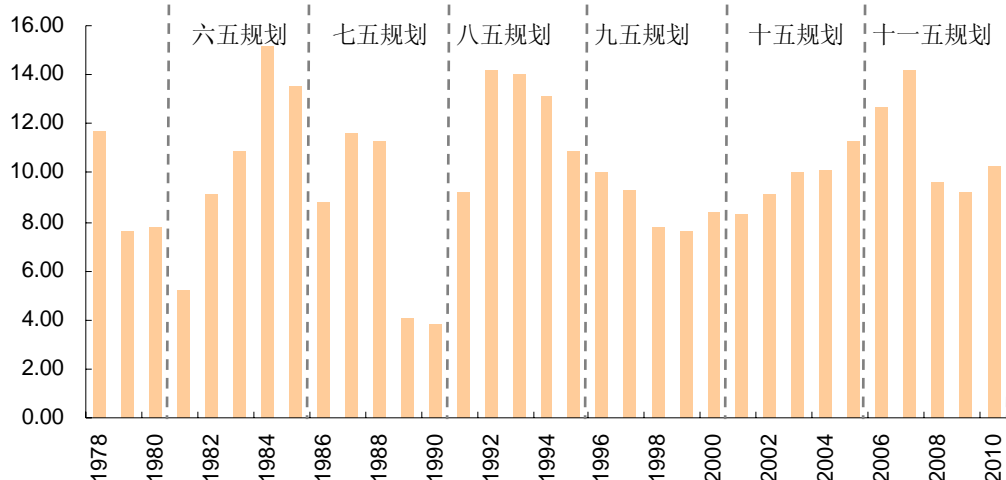
资料来源:平安期货研究所

3、中国的周期现象

对于中国而言，我们发现情况略有不同，从1978年改革开放以来的数据看，我们识别出中国经济增长存在三种经济周期，而这三种周期对于上证指数有不同程度的影响。中国短期的经济波动从来都是由政策周期所引起，更长的才是经济周期（或长波周期）自身的作用，而事实上对于上证指数而言，短波与中波周期的痕迹相当明显，长波周期由于周期较长而A股存在时间较短，目前仍未显现出来。

五年短波周期。与上证指数波动规律最为相近的就是这种短波周期，该周期由政府传统五年计划所推动，因此与五年计划的时间一致，同时呈现明显前高后低特征。

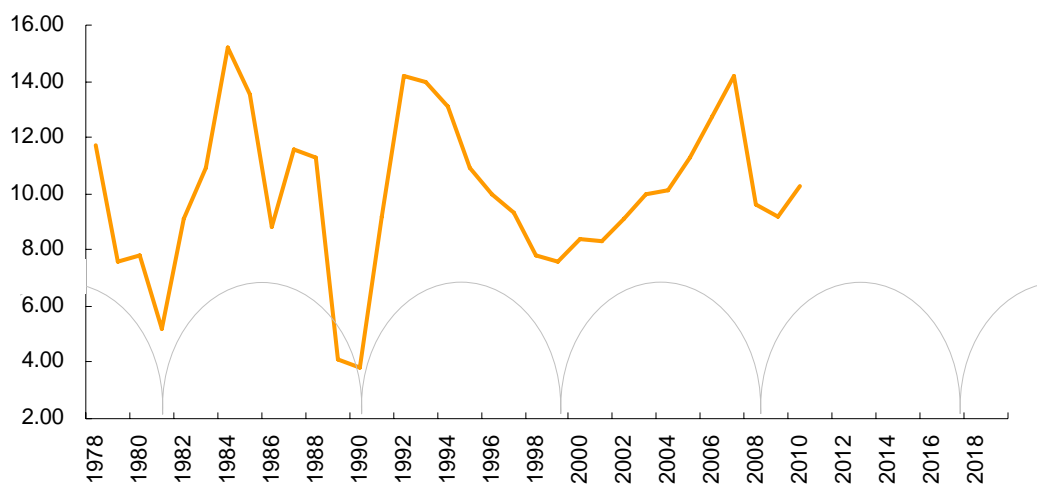
图1-3:五年规划导致经济呈前高后低的波动模式



资料来源:wind、平安期货研究所

十年中波周期。按标准的经济周期理论，中国经济呈明显的十年中波周期，该周期是典型的朱拉格周期，有趣的是周期的起点往往与五年周期的起点重合。

图1-4:十年中波周期清晰可见

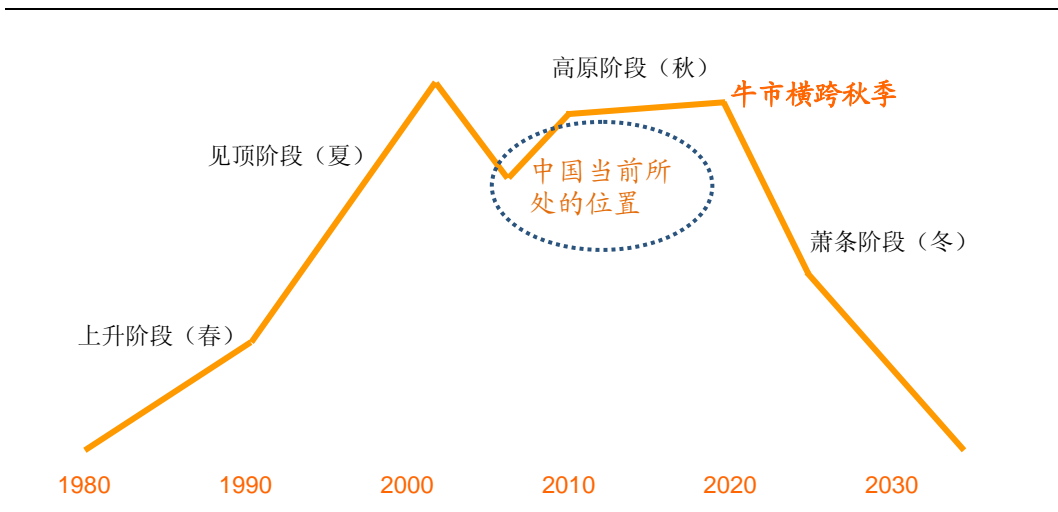


资料来源:wind、平安期货研究所

50年长波周期。从1978年开始的中国经济并未经过完整的长波周期，但我们可以看到中国经济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年那次经济衰退可以看做是高原阶段之前的回落。我们将在下文讨论经济增速下降将为我们带来什么。

促使我们写这篇深度报告的一个重要原因是，我们发现当前中国经济同时处于五年周期、十年周期的起点，以及长波周期从加速阶段向减速阶段过渡的转折点，而对于股票市场而言也恰好处于第四与第五轮牛熊周期的转折点上。四大周期的共振必将对中国未来经济产生重大影响，在这个特别的时点上，对过往规律的总结有助于我们更好的把握未来的方向。

图1-5: 中国目前处于长波周期的减速阶段(高原阶段)



资料来源: 平安期货研究所

三、五年周期揭示股市的波动规律

1、股指周期的内在推动因素：五年规划的投资周期

一个问题是何为上证指数呈五年周期（大致上）的牛熊转换而非其他周期。我们认为其内在推动因素就是中国乃至整个亚洲国家所喜爱的五年经济增长计划所引起的经济波动，对于中国而言，就是自建国后开始的五年计划。

2、五年计划使经济呈前高后低的五年周期

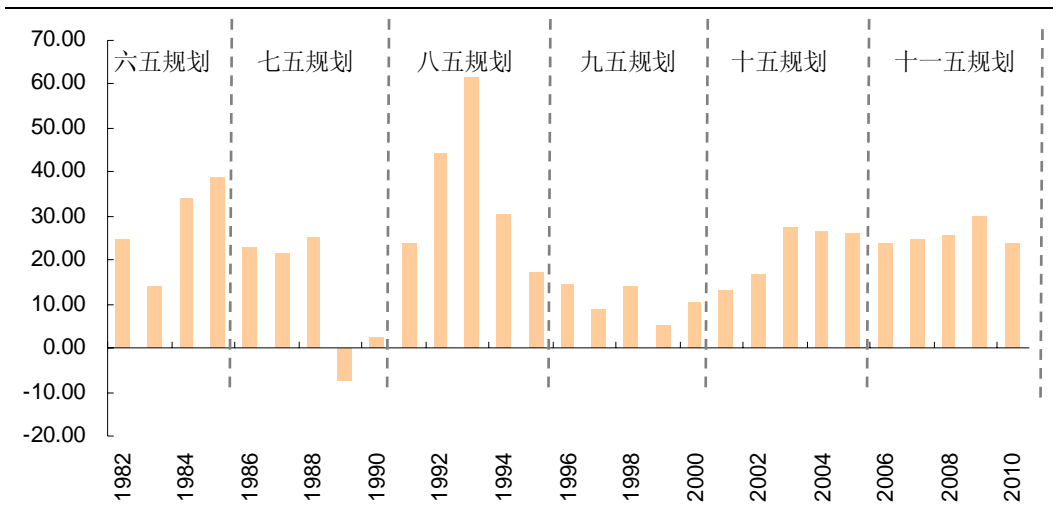
虽然建国之后五年计划就已经开始实施，但是自 1978 年改革开放后，中国经济模式才由行政指导转向市场经济，研究从此时开始才有意义。我们发现“六五”之后的每一个五年计划，GDP 增速都呈现前高后低的趋势。每一个五年周期的前半段，经济高速增长直至过热，而后期在政府的调控下逐步降温，直至下一个五年周期的开启。这种现象的背后是中国经济的实质推动力为投资与资本拉动，而这与中国政府主导投资方向并按“五年计划”规划实施密不可分。五年周期的前半段大量项目规划上马，并直接推动投资的大幅上升，在投资进行的中段，由于中国 GDP 政绩考核机制的存在，盲目上马项目的现象导致经济出现过热，随后中央政府层面的宏观调控，陆续出台并导致投资的降温。因此我们可以看到投资在每个五年也形成了前低后高再降低的固定模式。

3、股指的牛熊结构与五年计划惊人吻合

这个经济周期的特性与上证指数的结构呈现惊人的一致性，在每个牛熊周期开启之后，上证指数都会迎来一波长达一年半的上涨行情，而随后是一波三折的下跌波段。同时每一个五年计划出台都伴随大量投资机会，无论是在市场环境良好时期的价值投资以及市场环境相对恶劣时期的主题投资，投资的步伐都与政府投资一致。“八五”、“九五”期间，家电等轻工业，钢铁、水泥行业。“十五”出口、地产、金融以及中游制造

业都得到市场的青睐。在“十一五”计划收官之际，“十二五”计划的提出将对下一个五年循环提供助力。

图1-6:五年规划中固定资产投资呈现出典型的前高后低现象



资料来源:wind、平安期货研究所

4、方向并不一致，更长的经济周期背后主导

虽然从整体结构来看，市场的表现与政府的计划一致，但是从投资的逻辑而言，政府的计划方向却大大不同，当我们去回顾历届五年计划的指导方向时，就发现市场的热点与政府的规划并不一致。以上一届“十一五”计划为例，政府的工作重点在于控制过剩产能以及对房地产领域的调控，可以说基本没有抓住这一轮经济增长的核心。当时对于过剩产能的抑制只是在民营企业领域起到作用，最后对产能的消化是工业化以及城市化加速的结果，而对房地产调控，也没有考虑到后来几年工业化、城镇化的加速。从现在回过头看，如果单纯把目光聚集到十一五规划和政策上，根本抓不住行情发展的主线，也无法洞悉一轮超级大牛市的到来，因此在更多的时候，我们需要去考虑经济自身的波动规律。

四、中波周期、黄金十年与超级大牛市

中波周期背后所揭示的是每个十年经济自身的波动规律，但却无法解释2000年后中国经济进入高速增长低通胀的黄金十年，而在这个十年，A股也迎来了一轮前所未有的超级大牛市。

1、中波周期与政策红利

从整个经济层面的角度来考虑，五年周期主要反映的是政府投资周期的影响，但是对于经济波动自身而言，中国的经济波动呈现一个明显的十年周期，而周期的时间长度跨越了政府的政治周期以及五年计划周期的约束，从某种意义上讲可以看成是中国自身经济规律的体现，也与朱格拉周期所契合。

有趣的是在每一轮十年周期的末端，我们总是看到政府的市场化改革措施，应该

说政府的渐进式改革都会在每十年遭受一次矛盾的集中积累爆发，经济增速的放缓使得政府痛下决心，每一轮新周期的开始都是以制度改革来启动的。

1979-1991年，市场化改革的启动阶段。这个阶段主要是摸着石头过河，改革从农村突破，实行家庭联产承包责任制；随后，进行企业改革，向国有企业“放权让利”；在流通领域，出现了从“双轨制”到“价格闯关”；在区域方面，设立了经济特区并在十四个沿海城市进行了对外开放。

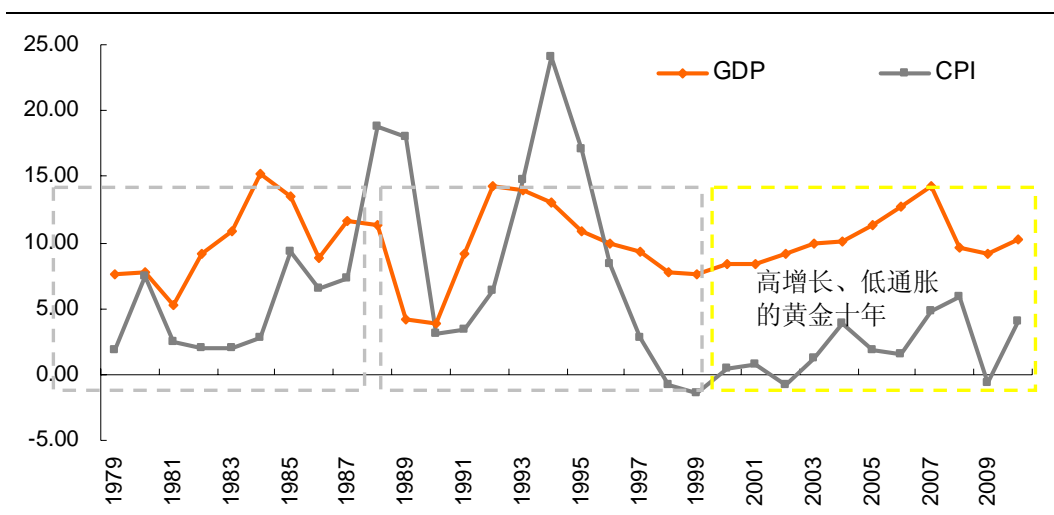
1992-2000年，建立社会主义市场经济体制阶段。这一阶段以邓小平南巡讲话为开端，明确提出以建立社会主义市场经济体制为改革目标。对内，国有企业股份制改革成为核心，而民营经济也得到全面的发展与支持，并初步形成了自由流通的劳动力市场，实现了农村与城镇劳动力的就业迁移；对外，实现全面开放，涉外经济体制改革得到深入；而政府宏观调控体系的初步形成。

2001年-2010年，完善市场经济体制的阶段。这个阶段，中国入世进一步融入全球化的经济链条之中；生产要素的进一步市场化，劳动力、资本、土地得到有效整合；而收入分配制度改革及社会保障体系也得到初步的完善。

2、黄金十年与超级大牛市

从1978年至今，一共经历了两个完整的十年周期，而当前处于第三个十年周期的末端。在前两轮周期中与经济高速增长所伴随的往往是难以承受的高通胀，经济增长也往往承受了巨大的波动。自2001年开始的第三个十年周期是经济增长进入了低通胀、高增长的黄金时期，我们称之为“黄金十年”。虽然在08年，CPI曾经到达8%的高峰，但是与80年代末期以及90年代初期的通胀相比，基本处于可控范围之内。而经济增长处于9%以上稳定增长的局面也是前两个十年周期所不具备的。

图1-7:中国经济目前处于高增长低通胀的黄金十年



资料来源:wind、平安期货研究所

单纯依赖改革无法解释为何中国经济能在2000年之后获得如此快速的经济增长，而在此之前却面临如此之大的经济波动，也无法解释为何每一个十年经济总会遇到这样或者那样的问题。事实上总量意义的经济理论并不能解释中国经济为何在改革开放

后获得腾飞，而这个问题需要借助结构主义的理论来回答。

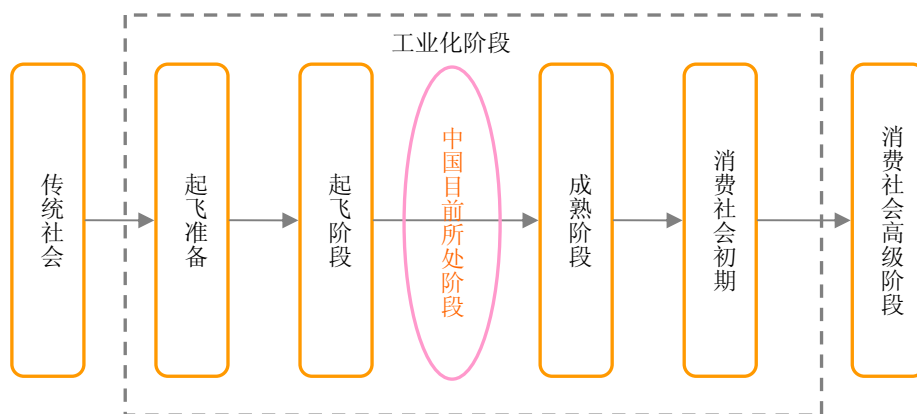
五、终焉：起飞阶段的高速增长

五年计划的本质是依赖于投资拉动经济增长，而投资拉动经济的根本原因是中国自1978年进入了工业化的阶段，那么在工业化进程已近完成的阶段，中国的下一步增长的动力是什么？

1、中国工业化进程解释了中波周期的波动规律

从中国经济崛起的种种迹象表明，中国目前正在重复当年美国、德国、日本、韩国等国赶超国家的工业化进程，而罗斯托的经济成长阶段论则很好的描述了这一现象。罗斯托的经济成长整套理论基本解决了两个问题，一是一国经济在工业化的过程中是如何持续增长的，二是增长的动力是什么？第一个问题是一个国家的工业化阶段的划分以及承接，罗斯托将工业化进程为起飞准备、起飞、走向成熟、高额群众消费、以及消费阶段以后五个阶段，同时指出了五个阶段中的阶段特征。第二个问题是指出了在这五个阶段中的主导产业以及产业的更替。其中有两点值得我们关注：

图1-8: 罗斯托经济起飞理论的经典六段论



资料来源: 平安期货研究所

工业化每个阶段对应一个中波周期。罗斯托总结各国工业化进程得出一个规律，工业化进程的不同阶段对应一个资本投资周期，按资本折旧的周期推算一般为8-10年。

不同经济体其工业化效率有所差异，决定于所在阶段的外围需求、自身资源以及技术条件。这个规律解释了为何中国的中波周期通常以10年为单位波动，而周期的末端与五年规划重合又恰好解释了该周期的展开为何恰恰与每个十年的开端相契合。

每个周期可能出现新的主导产业。罗斯托得出的第二个重要结论是，工业化不同阶段对应不同的主导产业。所谓主导产业即指在工业化过程中能够带动整个经济体上下游一众产业以及相关产业的核心产业或产业链。美国在起飞阶段的主导产业是铁路，而日本是政府支持下的重化工业。

工业化准备阶段基本是一个国家工业基础设施投资阶段；起飞阶段是一个重化工业的投资阶段；成熟阶段是一个结构升级、技术改造和多元发展阶段，是一个从设备

投资向消费过渡的阶段。从中国的发展阶段来看，1978-2000年中国是处于工业化的准备阶段，而2000年以后中国处于经济起飞阶段，这也解释了中国为何在2000年之后进入了高增长低通胀的黄金时期。

表 1-2: 罗斯托经济增长理论对应产业结构

消费主要阶段		产业结构	主导产业
传统社会阶段	食	以农业为主	农产品
准备阶段	衣	由以农业为主逐步向现代工业转变。以初级产品的生产为主。	轻纺工业和低档电器成为主导产业
起飞阶段	住行	由轻型工业的迅速增长转向重型工业的迅速增长，第三产业开始迅速发展，处于重工业化阶段。	房地产、交通工具开始进入高速增长期，成为主导产业；
成熟阶段	住行与服务	第一、第二产业协调发展，重化工业为主导产业，第三产业开始由平稳增长转入持续的高速增长	金融等新型服务业进入高速增长期
消费社会初期	服务	制造业内部结构由资本密集型产业为主导向技术密集型产业为主导转换。	第三产业
消费社会后期	服务	第三产业开始分化，智能密集型和知识密集型产业开始从服务业中分离出来，并占主导地位	第三产业

资料来源: 平安期货研究所

2、1978—2000 年具备典型的起飞阶段特征

1978—2000 年所处于的是典型的赶超国家的起飞准备阶段，由于市场体制仍未完全建立，社会资本的原始积累尚未完成，在这个阶段基本是以轻纺工业以及低档电器等劳动密集型的产业成为主导产业，同时重化工业以及基础设施建设在这个过程中不断积累，伴随的是中国城市化进程的启动以及资本的集中。在这个阶段人口负担正不断的通过制造业升级转化为人口红利，同时东部地区的快速崛起正迅速的与中西部地区拉开距离，人口红利的转换是在低档制造业成为主导产业的过程中实现的。

在这个过程中，由计划到市场的过渡并不是一蹴而就，其中伴随了无数的试验性的政策与制度的出台与反复，而制度的不完善与国家宏观调控体系的不成熟造成了经济的大起大落。至于物价在 80 年代末与 90 年代初的两次暴涨则是因为物价体系的开放与商品供给短缺的双重背景下的共同产物。

3、2000 年开始中国进入起飞阶段

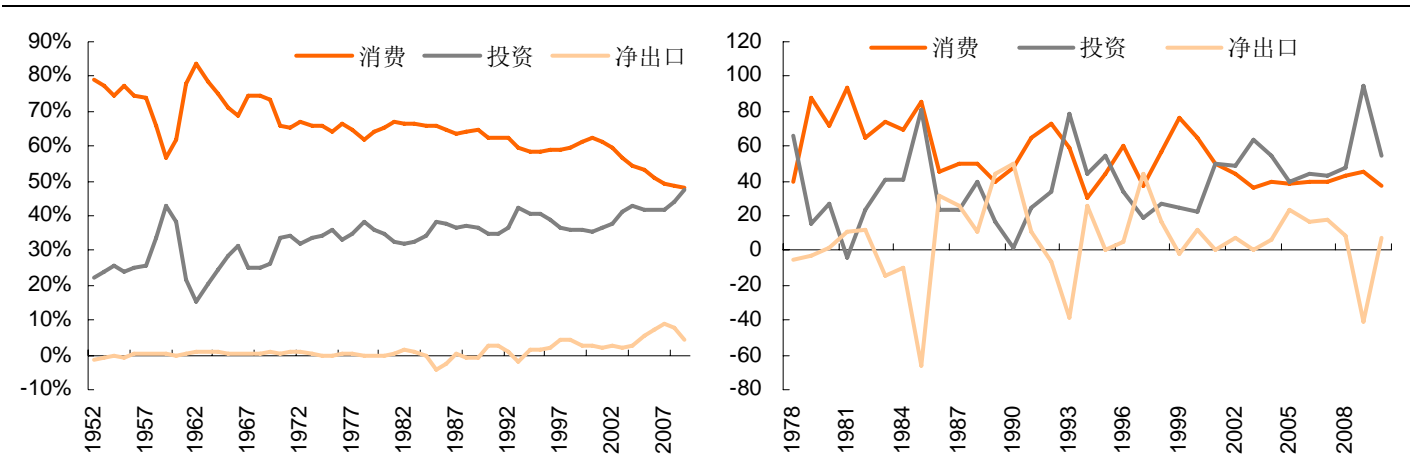
而进入 2000 年后，入世打开了初级产品产能过剩的出口，社会资本的积累基本完成，资本成为这个十年的主要驱动力量。其直接表现就是经济的拉动力由消费逐步过渡到固定资产投资，中国经济在黄金十年由劳动密集型经济逐步过渡到初级资本密集型经济。在这个阶段初级产品作为主导产业显然已经没有办法拉动经济快速增长，而亚洲金融危机使其前向效应以及后向效应的影响都在不断减弱，经济增长在 90 年代的最后两年陷入了低谷。但是在改革开放的前 20 年，资本的积累与金融体系的改革使得资本密集型经济的发展成为可能，在这个阶段房地产业与重化工业接替了轻纺与低档电器成为中国经济的主导产业。

因此对于中国而言，起飞阶段既是依靠固定资产投资来拉动经济增长的阶段，又是城市化的加速阶段，而房地产作为主导产业使这两个阶段相互重合。与历史上几个追赶国家相同的是在工业化起飞阶段重化工业的崛起以及工业体系的完善，而与绝大

部分国家不同的是中国过早的将房地产作为了主导产业，而无论是美国、日本还是韩国，房地产业都是在成熟阶段后期才开始崛起的。

图1-9:固定资产投资占GDP比例已经超过消费

图1-10:固定资产投资对GDP的增长影响巨大



资料来源:wind、平安期货研究所

4、起飞阶段的末期，问题重重

工业化的起飞阶段使得中国经济得以快速的增长，在2010年中国GDP已经超越日本成为世界第二大经济体。此时，工业化过程进入扩散阶段，经济进入转型的关键期，在向成熟阶段过渡的大背景下，中国也出现了追赶国家起飞阶段的一些典型问题，这些问题正成为制约起飞阶段持续的原因。

投资比例过大。工业化依靠投资而起飞，但是由于成功的示范效应以及资本的逐利性，大量资源都向投资靠拢，无论是政府的政策倾斜、投资冲动，还是民间企业的逐利行为，都使得投资开始挤压其他部门的空间与动力，这是各个追赶国家的必然现象，但是当投资开始在整个经济增长中占据主导地位，问题就会浮现出来。同时还会衍生出以下几个问题：

部门的产能过剩。投资的效果是提供更多的产能，但如果消费与出口部门被过度挤压，那么这些由投资而产生的产能就会因为缺乏消化而过剩，中国在起飞的准备阶段通过出口解决了初级产品产能过剩的问题，在2000年后通过房地产与基建消化了重化工业的产能过剩问题，但是在以上两者的动力开始放缓之际，问题就会暴露出来。

贫富分化严重。既然投资成为增长的主要动力，那意味着资本成为这个阶段的主要资源，而是否拥有资本则成为这个阶段人们的主要区别。随之而来的后果是资本的拥有者可以分享经济高速增长的大部分好处，而没有资本的人只能被动的获得经济增长的溢出效应。这种现象同样在其他追赶国家先后上演，日本在60年代的起飞阶段中，基尼系数就已经高达0.37。

图1-11:中国的贫富差距已到了极不平衡的程度(基尼系数)

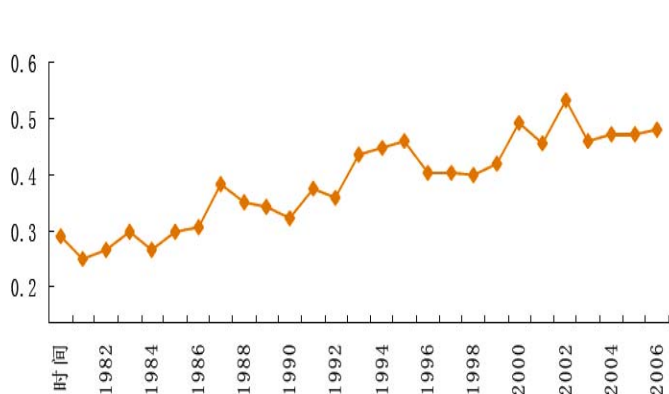
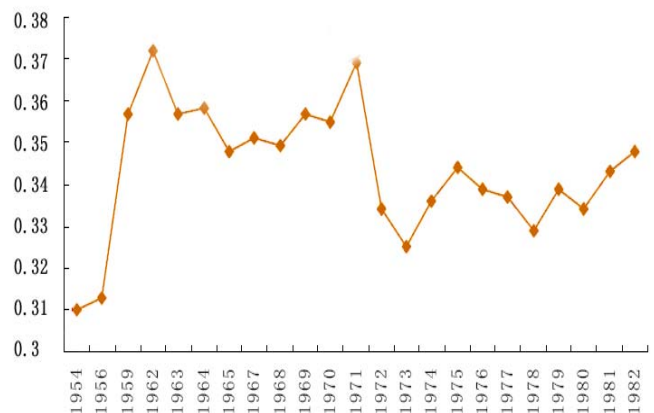


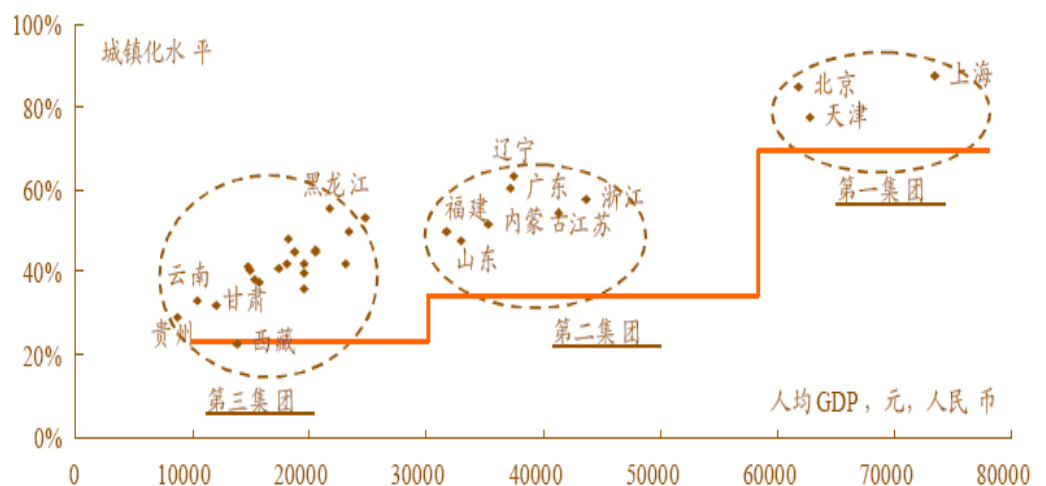
图1-12:日本在起飞阶段同样出现过贫富差距分化的现象



资料来源:wind、平安期货研究所

城市化差距。投资的另一个特点就是集群效应，这意味着一旦一国经济在具有某些优势的地方启动，越来越多的资源就会向此倾斜，最终造成的结果就是地区间的不平衡以及城市化的差距。中国在东部沿海地区启动了工业化的进程，十年间东西部地区差距不断拉大。地区之间的不平衡需要依赖于政府的政策倾斜以及产业转移来完成，而中国目前这种现象正越来越明显。

图1-13:地区化差异也相当严重



资料来源:wind、平安期货研究所

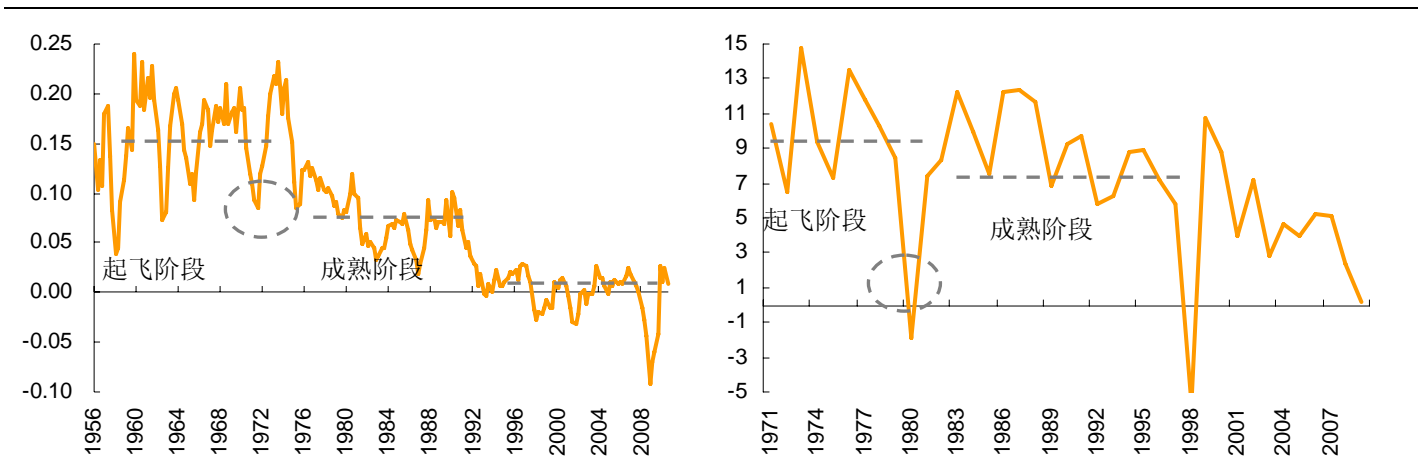
5、起飞阶段通常以衰退而终结，随后进入较低增速时期

起飞必然伴随的是资源的过度集中，这样导致的结果是经济中的某些部门发展过度以及其他部门的无法跟随，最终结果就是起飞阶段以衰退而终结。以日本为例，在经济起飞阶段的末期，1963年四季度日本开始经历了一年半的深幅调整，1965年开始迅速恢复并开始向成熟阶段过渡，一年之后实际GDP回到原有水平，韩国在起飞阶段末期的1980年也出现了严重的经济衰退。

就中国而言，2008 年金融危机中已经出现了起飞阶段终结的迹象，但随着政府 4 万亿经济刺激计划的出台，大规模政府投资取代私人投资成为经济的拉动力，旧有模式得以延续，但从各国的经验来看，中国这一起飞阶段的终结只是被延后。

图1-14:日本经济起飞阶段以衰退终结

图1-15:韩国同样出现这种现象



资料来源:wind、平安期货研究所

六、起点：痛苦的转型之路

中国经济的未来进程将由工业化进入消费社会，在这过程中将经历什么？

1、转折的必然性

随着起飞阶段步入尾声，中国未来转型是必然的，通过衰退而实现的转型是被动的，同时往往伴随着失业以及旧有产业大量破产的危机，才为新的主导产业腾挪出崛起的空间。但是中国 2008 年衰退之际恰逢全球长波衰退的开始，中国政府选择以投资的方式将转型的时间窗口推后，但是进入 2011 年原有的经济问题正逐渐演化为政治问题，转型的序幕或将悄然来临，而政府这次需要承担起主动转型的责任。从其他国家的经验来看，成功的转型有两个问题需要解决，从现在的情况来看问题重重。

(1) 主导产业的转换

当房地产以及重化工业越来越成为制约未来经济增长动力的时候，内在变革的要求将会发生，从目前的情况来看，主导产业转换不会是以泡沫爆破的形式实现，而是由政府主导的经济转型实现。

房地产领域的光环已经被过快上涨的泡沫所遮盖，政府对于房地产领域的调控已经到了史无前例的高度，无论是从供给端的房地产企业资金链的压缩、囤地行为的打击、还是从需求端的直接控制，甚至不惜采用含有倒退性质的户籍性歧视措施，其目的只有一个，就是扭转市场对于房地产市场只涨不跌的预期。而 5 年内 3600 万套保障性住房计划的推出更是进一步改变了自 1998 年来住房市场由商品房主导的局面。纵观未来十年，房地产领域投资回报的吸引力将在政府的引导下落后于其他新兴产业，进而完成主导产业的转换。

当然，这并不意味着房地产投资增速将大大放缓，以及房价会出现暴跌。同时中国目前的城市化阶段尚未完成，按目前的城市化速度中国仍需依赖房地产投资的增长来完成城市化的阶段以及吸收重化工业在转型阶段所产生的过剩产能。另一方面，就目前的财政收支体系而言，房地产市场依然为地方政府贡献了重要的财政收入，地方政府对于房地产市场的调控目的绝非是房价下跌，而是房价增速的放慢。在主导产业转换的过程中，房地产仍将在经济增长中起到相当重要的作用。

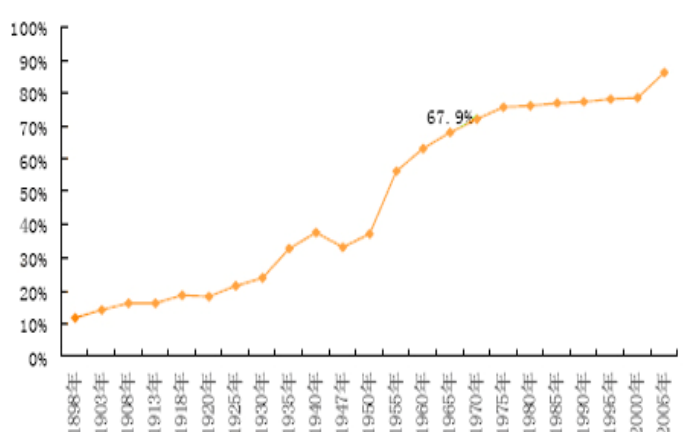
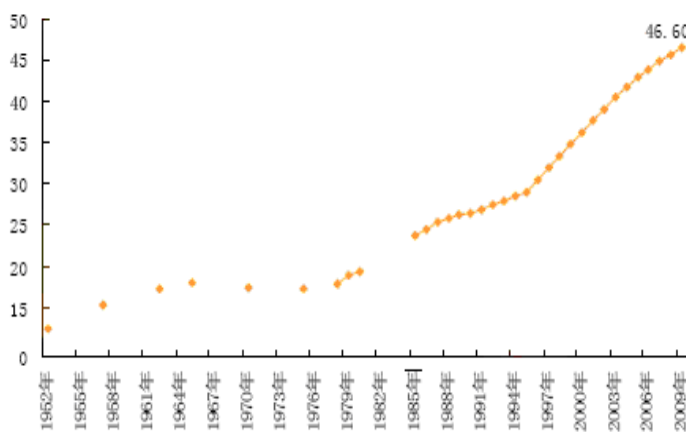
(2) 贫富差距的缩小

要提高消费对于经济的影响力必须化解当前中国贫富差距过大的现象，一是阶层之间的贫富差距问题，二是地区之间的贫富差距问题，两者又是相互影响相互促进。

首先是中国农产劳动力无限供给时代已经完结，未来将进入有限供给的时代。由于中国的计划生育政策使得正常的人口结构被打乱，在黄金十年期间至为关键的人口红利因素正逐渐耗尽，而对比日本与韩国，其“刘易斯拐点”到来之时，城市化的进程几乎完结。劳动力供给的减少意味着劳动力市场供需平衡的历史已经被改变，工资水平的上升已经成为必然，这个现象在目前全国各地先后上演。

图1-16:中国的城市化率

图1-17:日本城市化率



资料来源:平安期货研究所

地区间差距问题正通过产业的转移来实现，由于东部地区不断上涨的工资以及租金成本压力，同时中国政府多年以来的基础设施建设为中西部地区为产业承接打下了良好的基础，越来越多的企业正往中西部地区迁移，比进一步提升了这些地区的收入与城市化水平。但是地区间收入差距的减少反过来进一步威胁到东部地区人力资源，并推升其人力成本。未来东西部地区工资水平将会呈相互推升的局面。

但是工资的提升并不是无限的，当前吸纳大量劳动人口的依然是早已非主导产业的低端制造业，金融危机与资源价格的上涨已经使得这些企业的利润极其微薄，人工成本继续上升的最终结果是使得这些企业的利润被进一步蚕食，部分企业已经开始选择地区之间的转移，部分企业选择产业的升级，但是更多的小型企业将面临倒闭，这必将意味着就业岗位的缺失，如果政府不能很好的处理这个问题，中国很有可能进入拉美国家所经历的中等收入陷阱的危险。

2、中国工业化成熟阶段的形态：消费、投资、出口三引擎

我们认为在政府主动转向的“十二五”下，中国可能会重塑经济增长的结构：从双引擎——投资、出口拉动，到三引擎——消费、投资、出口共同拉动。在下一个五年至十年，高增长必然伴随着高通胀，高增长低通胀的黄金十年可能一去不返，但根据其他国家的经验更有可能形成一个 7-8% 的 GDP 增速，以及 4-5% 之间通胀的局面。

（1）固定投资增速下降

起飞阶段往往是一国固定资产投资的最高峰，随后投资的增速将大大收敛。从实证的角度来看，美国于 1898 年投资下降开始，其工业化的起飞阶段结束，而日本大约出现在 1970 年附近。同时投资的集中性以及规模效应，起飞阶段往往是一国经济增长的最快阶段，当工业化进入成熟阶段，经济增长的步伐也将放慢。

对于中国而言，未来十年将进入工业化的成熟阶段，但这并不意味着中国的固定资产投资大大下降，相较于日本以及美国，中国的工业化进程只是进行了一半，这意味着未来从工业化社会进入到消费社会仍有一个漫长的过程，在这个过程中投资仍将成为经济的重要推动因素之一，而政府通过财政政策刺激经济增长的模式也不会在这个十年得以改变。

（2）消费提升成为关键

对于从起飞阶段过度到成熟阶段的工业化国家而言，由于投资动力的下降，消费的提升至为关键。但是由于起飞过程中造成的贫富差距以及财富的边际效用等问题，消费的崛起有赖于贫富差距的消除。地区间的贫富差距问题的解决得益于工业化的扩散，这点在政府多年的努力之下目前正逐步实现，未来这个过程仍将持续。而阶层间的贫富差距有赖于利益阶层的让利以及分配制度的改善，这点将在下面提到。从各国的发展经历来看，如果贫富差距不能得到有效的改善，消费的动能将无法提升，落入中等收入陷阱危机的可能将会很大。

表 1-3: 各国工业化阶段对外依存度对比

国家	工业化阶段	对外贸易依存度	GNP 年增长率
美国	1882-1893	14.2	6.6
日本	1965-1975	21.5	7.8
中国	2000-2009	53.8	10.2

资料来源:wind、平安期货研究所

（3）出口仍有主要作用

与其他工业化国家不同的是，中国的贸易依存度极高，这也与准备阶段的主导产业的过剩产能依靠出口消化有关。从当前的全球格局来看，即使劳动力成本有所上升，但与发达国家相比，我国的劳动力成本仍然较低，与发展中国家相比，我国的生产条件又占有优势，全球廉价消费品还是会在中国出现，即出口能够保证。

七、多周期共振下的起点之年，未来必将精彩

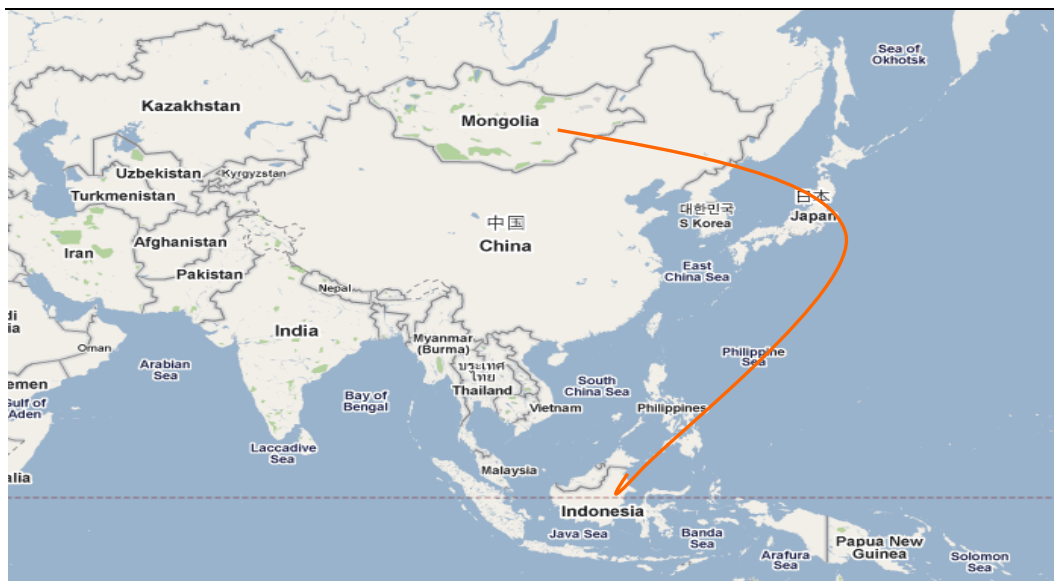
中国当前所走之路只是当年日、韩等赶超国家的重演，那么，这为我们带来了哪些投资启示，A股的结构性的投资机会又在哪儿呢？

1、经济增速放缓，未来挑战增大

不管怎样，未来中国转型已经成为必然，由起飞阶段向成熟阶段过渡以后，投资不再成为拉动经济增长最为有利的武器，消费将发挥更大的作用。但是从其他国家的经验来看，这意味着相对较低的经济增长速度。温家宝总理提出未来7%的经济增长速度或许正是出于这个方面的考虑。另一方面，人口以及资源红利的优势不再存在，这意味着未来通货膨胀将更多的与经济增速联系在一起，高速增长的过程将伴随的是高通胀。过去高增长低通胀的黄金十年将成为历史。

对于世界而言，这或许是新一轮产业转移的开始，印度目前正雄心勃勃的试图成为下一个世界工厂，而越南、柬埔寨这些被高盛称之为新钻十一国的亚洲国家也在跃跃欲试，中国已经成为亚洲雁阵中的领先国家，当年在日本、亚洲四小龙身上发生的事情将在中国重演。如果中国不能抓住机会实现产业转型，以更好的姿态迎接消费时代的到来，未来将迎来更多的竞争压力。

图1-18: 雁阵模式的转移



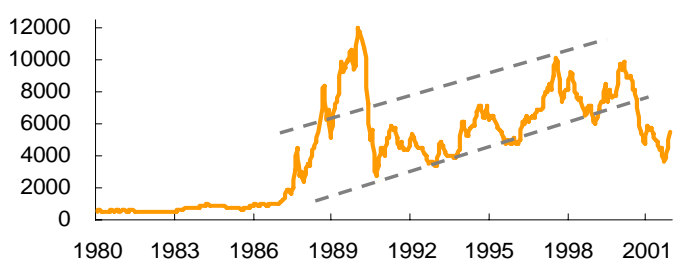
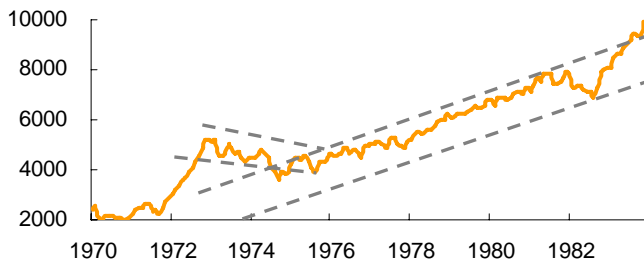
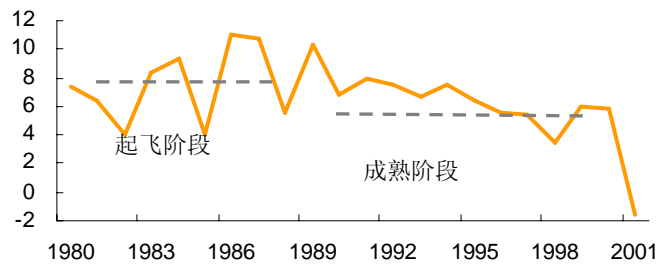
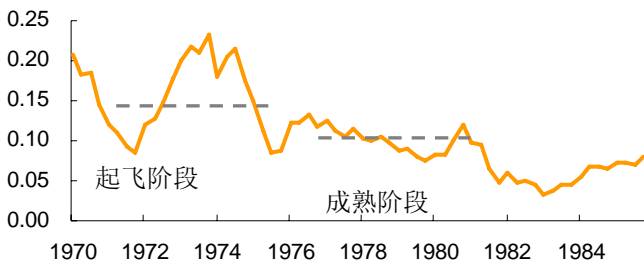
资料来源:google、平安期货研究所

2、转型过后，超级牛市将再次降临

尽管未来中国经济增速将下一个台阶，但是这并不意味着股票市场前景的暗淡。从亚洲几个转型成功的国家与地区的经验，股市的表现也不一定完全相同，作为雁阵模式领头羊的日本在起飞阶段完结后恰逢石油危机，但股票市场在充分调整后迎来了长达十年的超级牛市，台湾在经历了调整以后虽然上升中枢有所下降，股票市场仍旧迎来了其“白银十年”，而韩国市场则是经历了十年的宽幅震荡，随后也迎来了上涨。有趣的是我们发现台湾与韩国的股票市场无论是时间还是空间结构竟与上证指数前四轮牛熊结构波动极为相似。

图1-19:日本起飞阶段结束后迎来股市的黄金十年(上GDP、下股指)

图1-20:台湾起飞阶段结束后迎来股市的白银十年

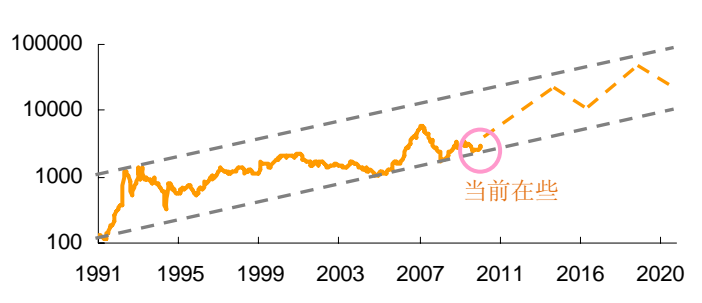
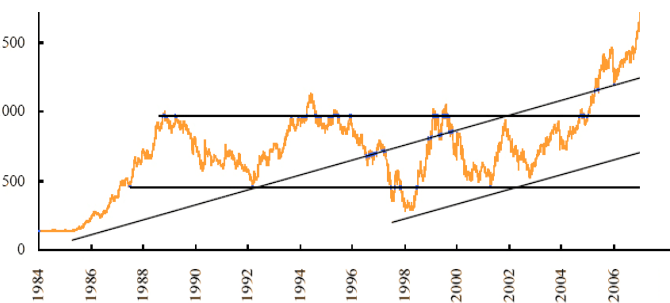
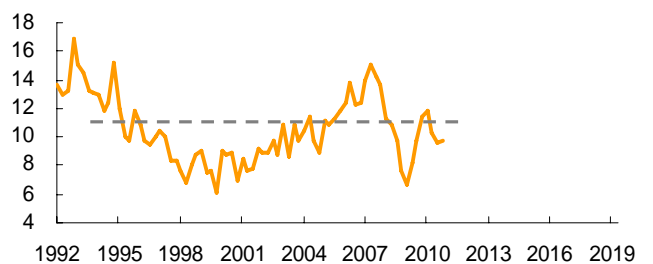
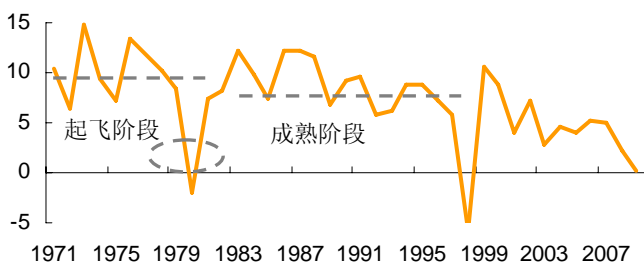


资料来源:wind、平安期货研究所

2011年是十二五规划的开端之年,也是十年中周期的完结之年,更是中国工业化起飞阶段与成熟阶段的转折之年,多周期的共振之下,起点之意呼之欲出。从日韩的经验来看,转型后股市往往迎来大发展时期,而中国目前同样处于这样一个关键时刻。由于工业化起飞阶段的结束,高增长低通胀的黄金十年已经过去,但是资本市场的黄金十年可能将要开启,只要取法得当财富之门并不遥远。

图1-21:韩国出现同样状况

图1-22:中国股票市场会否出现黄金十年?



资料来源:wind、平安期货研究所

下篇 余潮渐尽

日头出来，日头落下，急归所出之地。风往南刮，又向北转，不住地旋转，而且返回转行原道。

——《旧约·传道书·第1章5-6节》

一、当潮水褪去，A股的脉络了然清晰

已持续2年垫底全球股市的A股，进入了涨跌两难的十字路口。但关于A股底部的争论永远在进行中：从2300到2660，是“构筑双底”还是“中途歇息”？3000点关口是“阶段顶部”还是“整固突破”？对此市场存在较大分歧。我们认为，底部不是一个点位而是一个区域。即使未来出现下破2300点的情况，也属于筑底过程的合理范围。

事实上，没有人会怀疑一个大底部正在形成和确认的过程中，问题在于如何明晰它的诞生模式。或许我们有必要先考虑这样的问题：为什么市场认同这个底部？在什么时候“有足够的动力”让价格远离底部？这个底部将预示着什么？我们能否从它预示的“证”，倒推其已形成之“据”。

第一个问题最容易回答，而这个答案又能引导着我们回答其他两个问题。底部之所以出现，首先是因为它是便宜的（或更低的价格将引来外围资金的围猎），情况通常如此，除非经济下滑得太快，迫使市值持续在难堪的血本以下徘徊。而一旦企业市值的低估在股票市场中广泛地出现，求大于供的现象必然出现，这就是我们一贯称之为“估值底”的诞生。

但，我们很难对大部分公司的股价做出可靠的估算，相比于价格与价值，或许更需要找到一个助推A股的动力源。估值有分歧，但对“政策调控导致A股弱势”的观点却是当前市场唯一的共识。只有政策调控目标达到，或初见成效，比如说物价、房价开始下跌，这时候，相对于其他国家深幅下跌的股市才有望回稳，形成人们期盼的“政策底”。

然而，政策也只是主观意愿的产物，我们需要更严谨地，通过观察“政策底”所带来的影响，来进一步确认底部的有效性。在这个层面上，GDP、PMI都将是“经济底”的最优参照物。

因此，在可操作性的层面上，我们对底部进行完美的分解，设立估值底（左侧观察）、政策底（当下确认）、经济底（右侧顺势）等3个观测点，从而按部就班、有据可循地描绘出一个5年的大底部全景。

二、估值——便宜或贵，如何衡量？

在当下，市场估值已经处于底部区域，但是结构性的差异导致真正的底部尚未形成。

1、A股正处15倍市盈率以下的底部区域

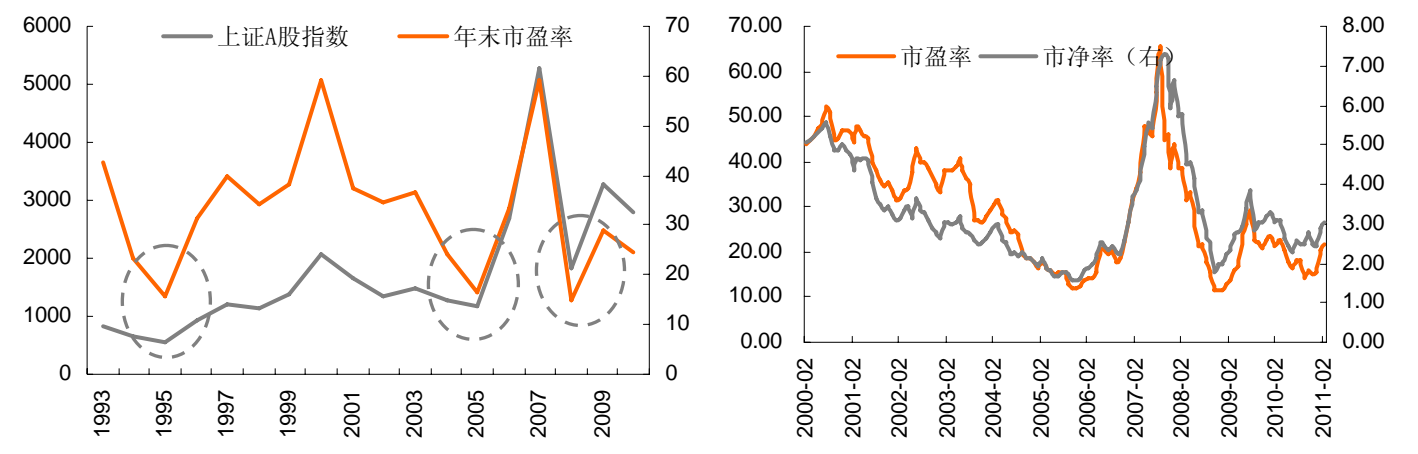
便宜是买入的理由之一，因为这提供了足够的安全边际，所以现在一个问题是A股目前是否足够便宜。

估值底的出现是市场底部的重要条件。中国股市的几个重要底部，其估值均处于相对的历史低位：1993年2月16日至1994年7月29日，上证指数从1558点下跌至325点，A股平均市盈率从95倍剧降至22倍；2001年6月至2005年6月，从2245点下跌至998点，A股平均市盈率从67倍急降至18倍；2007年10月至2008年10月，从6124点下跌至1664点，A股平均市盈率从60倍再降至13倍。

当前A股已经处于底部区域。而按照2011年业绩增长19%计算，曾在1月底，市场整体市盈率一度抵达15.54倍，处于历史底部区域（2006-2010年三个底部区域的估值均为15倍市盈率）。由于大盘蓝筹股估值较低，基本上排除了市场大幅下跌的可能性，而房地产限购政策将使股市成为居民进行资产配置的主要渠道，对市场流动性构成中长期利好，因此，A股跌破15倍市盈率的概率较小。

图2-1: 市盈率的底部是市场底部的重要条件

图2-2: 目前市场已经处于底部区域



资料来源:wind、平安期货研究所

2、大小盘风格分化，真正底部尚未出现

但是如果从市场结构来看，目前市场出现严重分化，投资者更青睐于主题投资的模式，这导致尽管大盘股仍旧在低位震荡，而中小盘股票却不断创出新高，同时从市盈率的角度来看，中小盘目前市盈率处于均值水平之上，与底部区域的大盘股形成明显对比。

图2-3:股市风格分化现象依旧严重

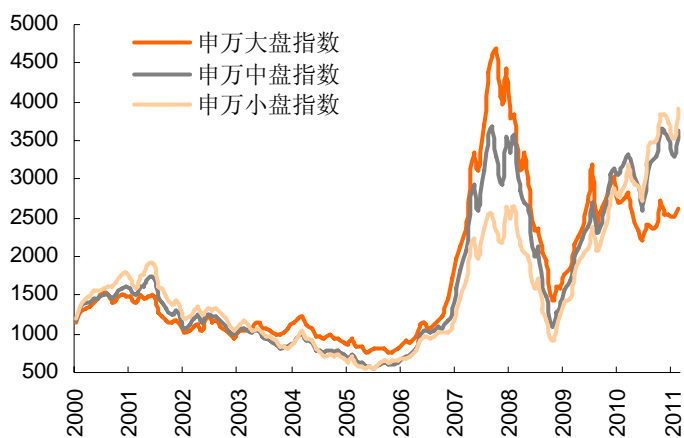
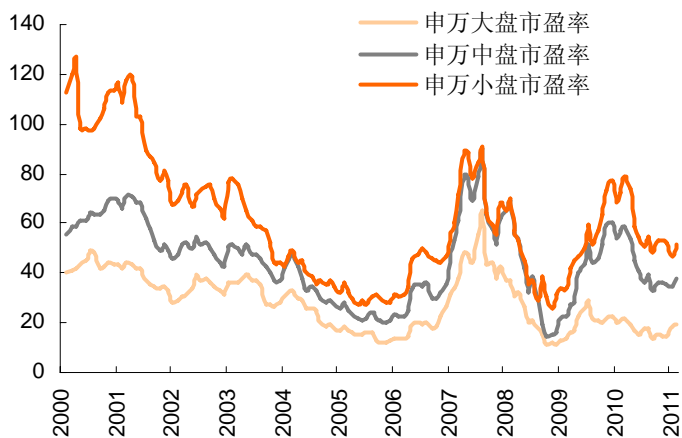


图2-4:中小盘估值仍然偏高



资料来源:wind、平安期货研究所

风格分化的结果是导致市场只存在结构性的机会，进而无法形成明显的财富效应，这显然是不利于牛市的到来，我们认为市场估值底的真正显现，需要通过中小盘股票下跌修正来完成。从节奏上考虑，当前市场再度追捧概念板块，主题投资盛行，中小盘的风险已经悄然积累，而未来一两个月随着紧缩政策的进一步出台，我们预计中小盘将通过下跌释放风险，估值的修复将使得整体市场的估值底部真正来临。

三、政策——步步加码，何时卸甲？

从2009年下半年开始，疲弱的A股市场就致力于解决一个问题：过多的流动性、高房价、高通胀。解决了这个问题，其他困难便可迎刃而解。

解铃，还须系铃人。

由于政府对房价与物价的贴身调控，是2010年让股市一路下行的关键，那么我们无疑可以得出这样的结论，只要“政策调控”这把悬在资本市场头上的达摩克利斯之剑一日未卸下，真正的A股底部就不可能来临。而卸甲之日，便是我们要观测的“政策底”诞生之时。

于是，我们分两种情况探讨调控政策退出的条件，其一，乐观的情况下，政府达到其调控目标，主动退出；其二，悲观的情况下，调控导致经济下滑到无法承受的底部，被迫退出。

1、调控主动退出的必要条件之一：物价回落，通胀可控

由于通胀是上半年中国宏观经济的主要冲击力量，同时通胀又会影响到社会稳定和政治稳定，因此，自去年四季度以来，国家采取了一系列货币、财政和行政手段来管理通胀预期和通胀本身。

截止撰稿日，央行累计在四个月内3次加息，5次提准备金，虽然进入三月份的两会期间，紧缩政策有所缓和，但两会上仍然以“稳物价”作为最迫切话题，可见政府在使用价格工具，对抗通胀以及资产泡沫的坚定决心。考虑到上半年抑制通胀的手段，

政府仍将“三率齐发”，综合运用准备金率、利率和汇率等。此外，国家还将对猪肉、蔬菜、粮食等生产、流通、销售环节进行大规模的补贴，以降低终端价格，并且十分罕见地对市场主体进行“窗口指导”，禁止其对商品调价，甚至出台了违背市场经济规律的“限购”等极端措施。

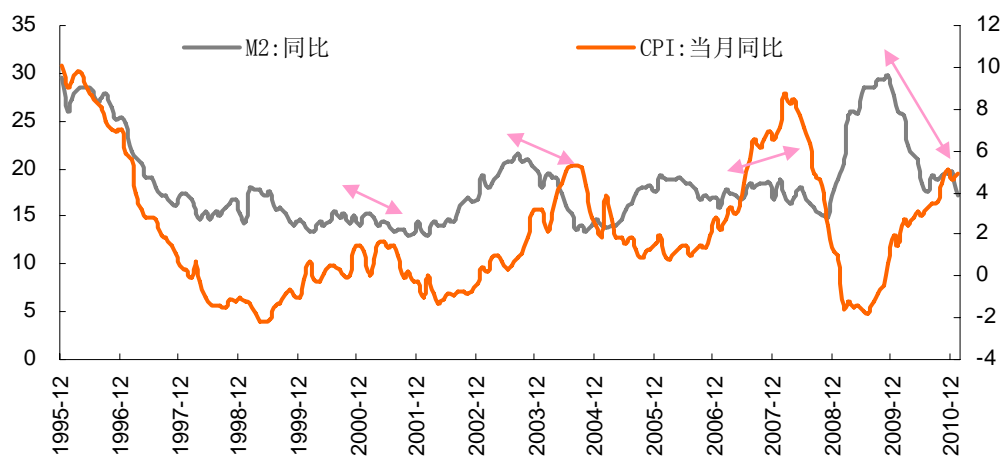
考虑政策的强度和效率，我们认为，下半年应能达到控制物价过快上涨、同时不会引起经济硬着陆的双重效果。

(1) 货币超发引起的高通胀有望缓解

货币主义学派的代表人物米尔顿·弗里德曼认为：“无论何时何地，通货膨胀都是货币现象。要想控制通货膨胀，只需控制货币供给”。在经济发展史上，超常规的货币增发是导致通胀的原因。而2008年底以来，我国的超常规货币供给牵引CPI从低谷到顶峰。虽然2009年11月M2同比增速已经见顶并开始回落，流动性的水龙头正在拧紧，但货币供给对通货膨胀的影响存在时滞。

货币刺激对产出的影响会在6-9个月后出现，而对通胀的影响则在12-18个月后出现。但这两个时滞都是易变的，因此也是难以预测的。

图2-5: M2同比领先于CPI, M2同比09年末开始回落预示CPI也即将见顶



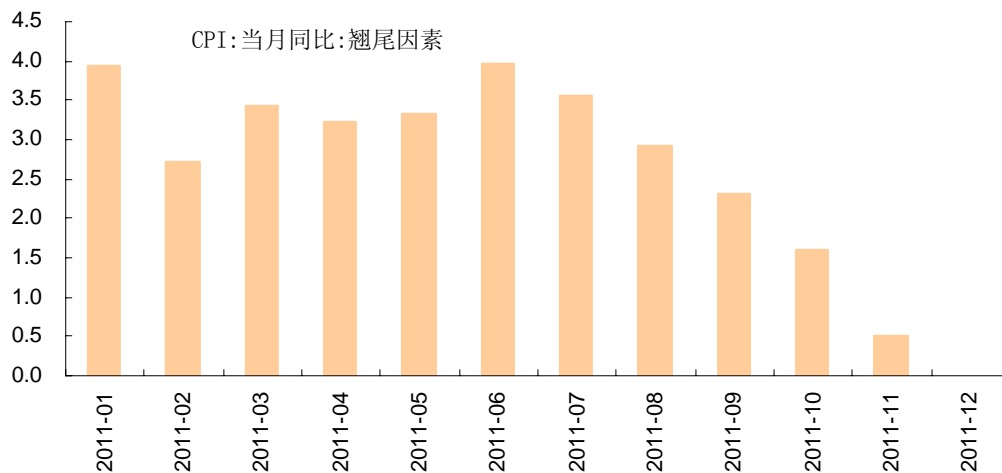
资料来源:wind、平安期货研究所

就中国目前的情况而言，如果单纯从货币角度来理解通胀，我们认为CPI还有一个季度左右在高位徘徊的时间，而随着货币增速的进一步下降和滞后效应的弱化，此后CPI下行概率较大。

(2) 翘尾因素引发的高通胀在下半年将下降

2011年，CPI的算法及权重有了修改，但结构相差无几，因此我们仍能以老算法计算2011年CPI的翘尾因素，来对今年的CPI进行预判。如图可见，翘尾因素基本上呈现“前高后低”走势，前7个月除了2月份之外均超过3%，特别是1月和6月达到最高，超过3.7%。

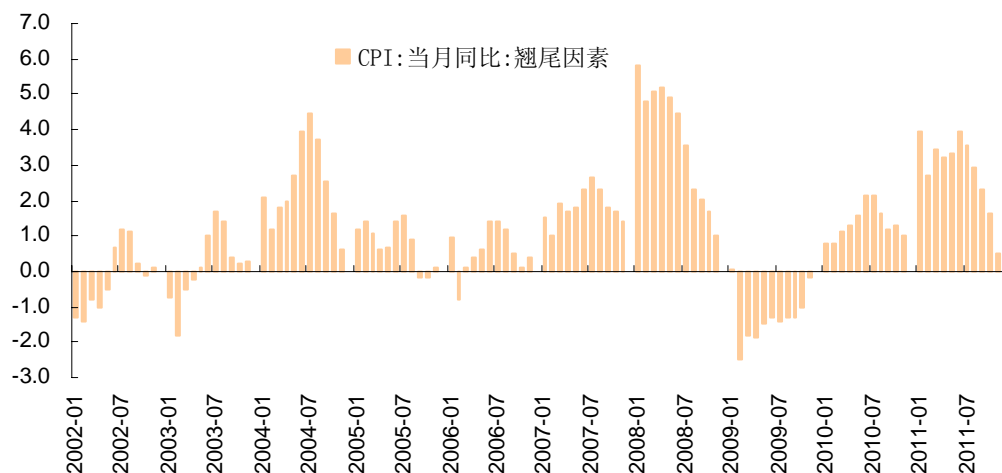
图2-6:按老算法2011年CPI翘尾因素较高,虽然CPI算法更改,但情况仍较类似



资料来源:wind、平安期货研究所

从历史走势来看, CPI 翘尾因素只在 2004 年 6-8 月、2008 年 1-7 月超过 3%, 而当时的通胀周期高点, 月度均在 6% 以上。可见, 2011 年的 CPI 高翘尾足以令市场对通胀忐忑心慌, 如果再考虑到异常天气、季节性消费等新涨价因素的影响, 单月 CPI 突破 7% 不是没有可能。

图2-7:从翘尾因素来看只有2004和2008年有如此严重的通胀



资料来源:wind、平安期货研究所

(3) 不确定性较大的 CPI 影响因素研判

在最新的权重调整中, 降低了 CPI 主要推手食品的比重, 并调高了居住的比重。从相对权重上观察, 租金方面受新政限购的影响, 租金目前出现了一个普涨格局, 综合考虑季节性因素, 每年的 5、6 月份开始进入传统的租房旺季, 届时可能将推动 CPI 走向峰值。

而从绝对通胀权重考察, 决定国内通胀的关键因素在于: 夏粮收成情况、粮食价格调整措施是否奏效、以及低端劳动力成本上涨会否减速。由于年初北方大旱, 夏粮

欠收或将再推动一轮价格上涨，主要的防火墙来自我国的粮食储备。乐观的一面是，春节后食品价格出现适度回落，CPI 中食品部分也随之走低。如果在未来几个月，极端气象冲击结束和北方蔬菜上市，蔬菜价格会持续走低。

表 2-1: 中国 CPI 统计权重变化

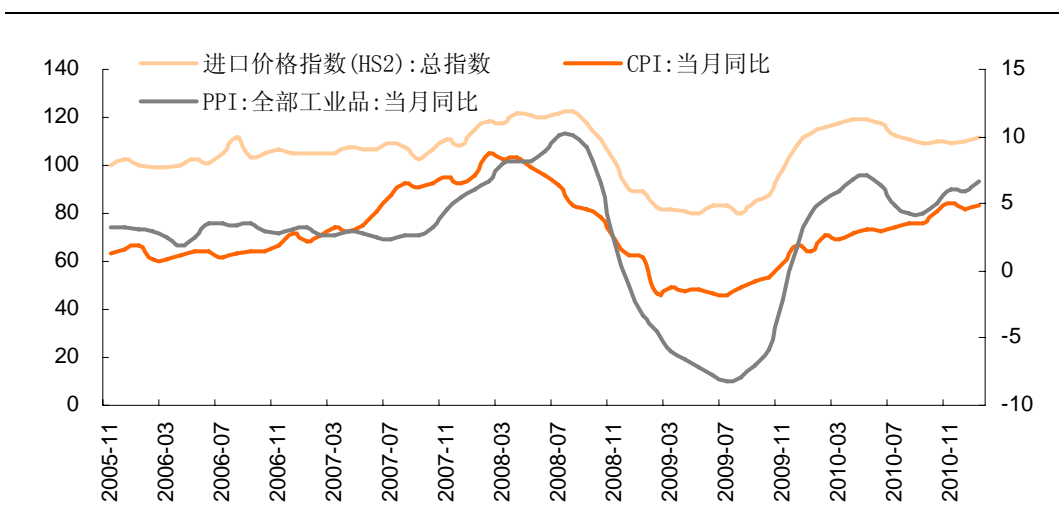
	食品	烟酒	衣着	家庭设备	医疗保健	交通通讯	文教娱	居住
老权重	31.39	13.89	8.51	5.84	9.04	9.25	4.25	17.82
新权重	29.18	13.38	8.02	5.48	8.68	9.2	4	22.04
变化	-2.21	-0.51	-0.49	-0.36	-0.36	-0.05	-0.25	4.22

资料来源: 平安期货研究所

决定通胀的外围关键因素则在于：国际原油价格。国际油价的决定因素又来自此起彼伏的北非以及中东政治动荡，以及欧美因素的拉动。

石油价格的上涨会导致 2008 年那样国内难以控制的输入型通胀，在经历了 2009 年的大跌和 2010 年的恢复性上涨后，我国的进口价格指数在国际大宗商品上涨的影响下，已经出现了再次上行的苗头，虽然这种输入型通胀有一定滞，但其杀伤力不容小觑。事实上，1 月份大幅上涨的进口额中就已经包含了一定比例的进口品价格上涨因素。随着进口价格向 PPI 然后向 CPI 传导，中国作为生产国在全球分工中的不利条件再次显现出来，好在缓慢升值的人民币一定程度上能缓解这种压力。

图2-8: 进口价格向PPI然后向CPI传导



资料来源: wind、平安期货研究所

此外，无论欧美经济复苏情况如何，欧美因素对油价的拉动是大概率事件。如果经济复苏超预期，正在进行中的 QE2 不会马上退出，但是作为全球最大的能源和石油消费者，美国和其他 G7 国家的需求将推升石油价格。如果美国经济复苏仍然不能让政治家们满意的话，下半年可能会打开 QE3 的窗口，石油价格仍然会引来一波货币型上涨。目前，唯一能够缓冲国际油价的是各国的原油库存相对处于高位。

综合考虑货币超发、翘尾因素、极端天气冲击、季节性和国际大宗商品价格等因素，我们认为通胀中枢将上移，短期有波动，总体上可控。一季度是今年通胀压力最

大的时间段，此后 CPI 逐季降低，控制通胀的压力一直存在到二季度。

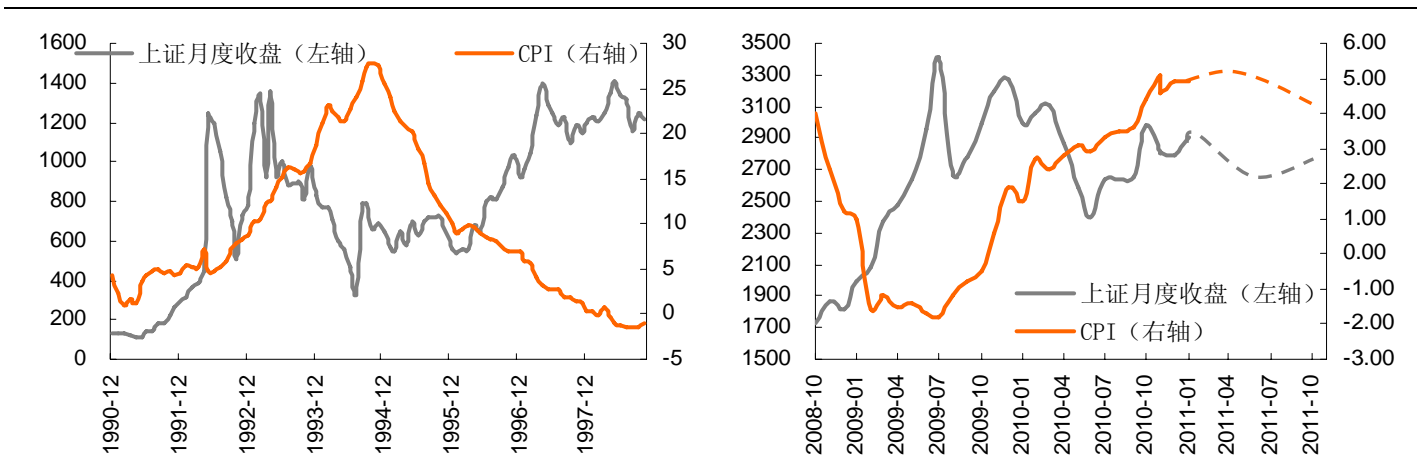
(4) 通胀与 A 股的联系密不可分

对于 A 股，通胀从来都不是一个绝对的影响因素，高通胀对大盘也并非一味都是坏消息。实际上，通胀和经济的匹配度才是真正影响市场预期、决定政策解读、左右大盘涨跌的关键。目前，在可预见的高通胀背景下，政策紧缩手段还将陆续出台，这必然会给 A 股市场带来较大的波动。

对比分析，当前美股与 A 股的情况是：一个持续创出新高、一个持续在低位徘徊，这其中最大的因素就在于通胀预期。预计在年内，中国 CPI 走势仍将始终与 A 股保持负相关的关系。同样的情形可参看 1993-97 年的 A 股，以及 1972-84 年的美股。

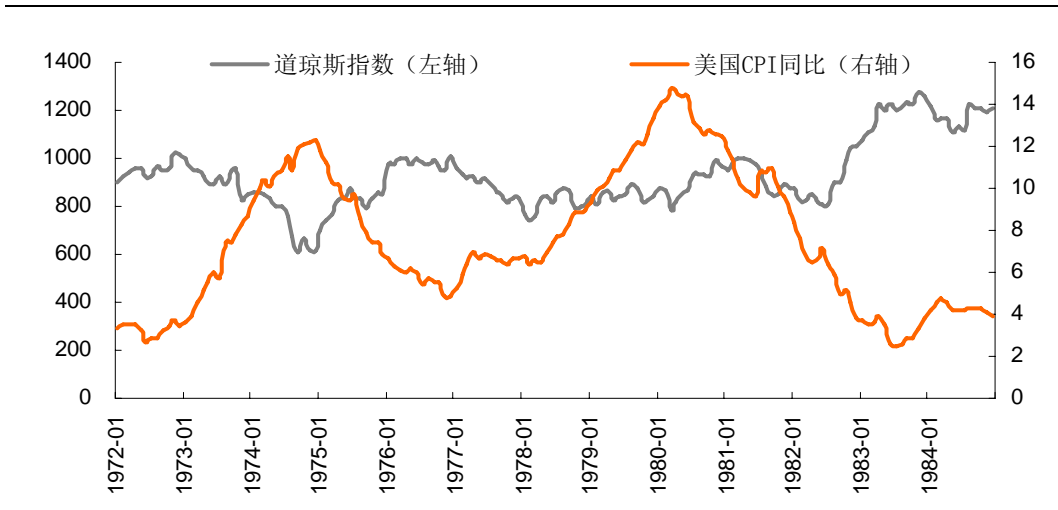
图2-9：93-97年间，CPI与A股呈显著的负相关情况

图2-10：CPI与上证指数自2009年至今也呈负相关关系



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-11：72-84年间，美股与CPI也呈现多次负相关模式



资料来源:wind、平安期货研究所

最后，我们大胆推论，在政府主动退出紧缩政策之前，市场必须先呈现这样一幅图景：上半年，通货膨胀成为市场的主要矛盾，宏观政策将处于紧缩高峰，这同时导致经济增速下降，股市承压下行。下半年，若没有突发的恶性政治经济因素，通胀将

开始逐步回落，一些信贷项目逐渐上马以提振经济，A股才能构筑底部。更精确地，据两会期间的发言人表态，2011年CPI的预期调控目标设在4%左右，这其中，既包含反映了价格变动的趋势，又表明了政府控制价格过快上涨的决心。那么，4%，将成为我们重点观测的临界点。

2、调控主动退出的必要条件之二：遏制房价增速

如果说高物价对于调控政策的退出而言只是一道坎，高房价则可称作一座山。在深入讨论之前，我们不妨先回顾一下近一年的房价的调控历程：

表 2-2: 近一年余的房价调控历程

时间	政策措施	调控对象
2009年12月14	国务院提四措施遏制房价	投资客
2009年底	五部委联手开始打击囤地	开发商
2009年12月23	财政部：五年内住房转让全额征收营业税	投资客
2010年03月18	国资委要求78家非地产主业央企15天出退出方案	央企开发商
2010年04月11	银监会：银行不得对投机投资购房贷款	投资客
2010年04月13	住建部：加快保障房建设 遏制房价过快上涨	增加供应
2010年04月18	“新国十条”出炉	投资客、开发商
2010年04月20	未获预售许可项目，开发商不得收取定金	开发商
2010年5月份	多个地方政府出台限贷、限购政策	投资客、开发商、改善性需求
2010年06月04	三部委发文明确个人房贷二套房认定标准	投资客、改善性需求
2010年07月12	银监会：严格执行差别化房贷政策	投资客、改善性需求
2010年09月18	银监会：严格执行差别化房贷政策	投资客、改善性需求
2010年09月29	多部委出台巩固房地产市场调控成果措施	投资客、改善性需求
2011年01月26	“新国八条”出炉，重庆、上海试点房产税	投资客、改善性需求
2011年1月-2月	限贷和限购进一步扩散至多个城市	投资客、改善性需求、刚性需求

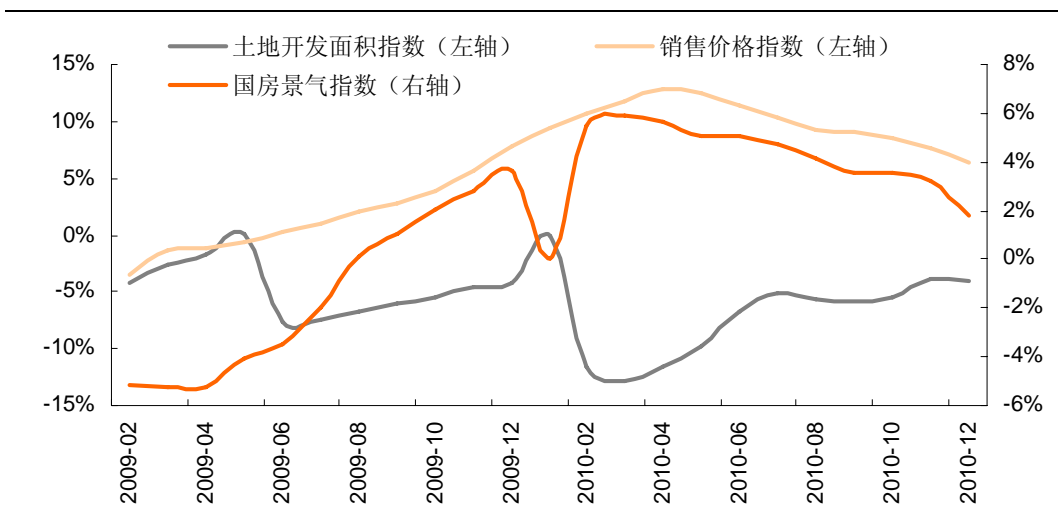
资料来源：平安期货研究所

而在2010重磅调控的一年里，地产行业经历了从去年3、4月的楼价和地价暴涨，到第一轮调控开始，到5、6月的缓涨，再到8、9月的市场复苏，引发了10月的第二轮调控，然而11月房产依然量价齐升——地产行业从未经历过如此波荡起伏的一年，但高房价似乎根基牢固。

现在，第三轮调控正如火如荼，“新国八条”颁布之后，上海、重庆相继开始房产税试点，北京发布“京十五条”，广州也随即发布了调控细则……限购令更趋严格，“房产税”落地开花，央行开启加息通道，种种迹象表明，中央调控房价决心坚定如磐。

不过，我们应该更本质地看到，到今天为止，政府还没有筹划在土地方面直接让利。第一轮调控是让房地产商让利，第二轮调控是推着房地产商让利，现在的第三轮则是让刚需速冻，让市场价格先慢下来。于是我们不妨这样揣测，只要有效遏制住房价的增速，政府的紧缩政策自然将有所松动。

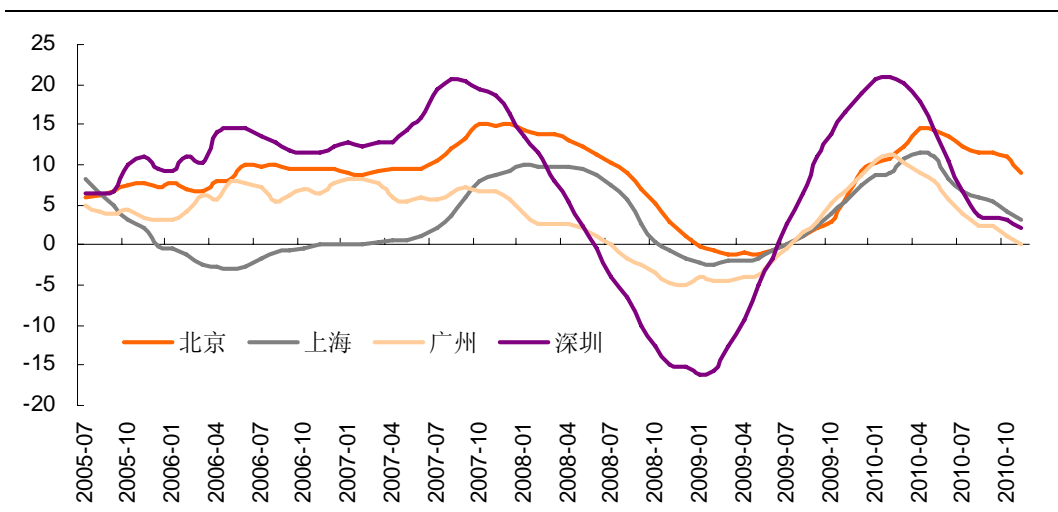
图2-12: 衡量房地产行业热度的同比数据已连续下降



资料来源:wind、平安期货研究所

目前, 虽然没动摇高房价根本, 虽然房价抗跌性很强, 但整个房地产行业的压力其实已经从政策面转向了基本面。而在持续的政策打压下, 成交速度、与购房需求猛烈下滑, 成交量萎缩也将持续较长时间。展望今年, 4、5月随开发商推盘量提升, 去化的速度也将趋缓, 同时, 下半年地产行业盈利锐减的可能性较大, 部分小型开发商不排除因销量低迷而导致资金链断裂。这些现象, 都有助于房价增速大大放慢, 从而达到政府的调控目标。

图2-13: 四大城市的房价增速正在接近零轴



资料来源:wind、平安期货研究所

更进一步地, 我们有必要重点关注精确的房价调控目标。而根据国务院近期的表态, 一季度将要公布各地房价调控目标, 虽然这价格调控目标如何制定尚无定论, 不过根据目前的种种迹象, 房价涨幅不超过当地经济增速或者居民收入增速将会成为重要标准。广泛地, 今年GDP增速目标在8%, 则如果70个大中城市房价的同比涨幅不超过8%, 那么, 对于房价的调控将有望减轻。

总而言之，房地产属于资金密集型的行业，在目前整个货币紧缩与行政压制的政策氛围下，虽然房价出现大幅下跌的概率不大，但房价增速无疑已经位于加速下降的趋势中。当见到成效之后，随着国内经济增长放缓的幅度加大，政府主动退出调控亦是必然的结果。

3、紧缩调控政策被动退出条件：经济增速大幅下滑

如果外围经济走坏、全球经济恶化、成本走高带动下半年通胀反复，那么基于防止经济过度下滑、避免失业率上升的原因，政府或将不得不忍受高物价与高房价，从而被动退出紧缩政策，之后的财政资金布局将缓解经济可能出现硬着陆的风险。

从实体经济角度来说，随着流动性的进一步缩紧，对流动性依赖较大的企业盈利水平将会出现一个较为明显的下滑，经济增长速度受到制约。在企业盈利模式没有得到全面升级的情况下，实体经济可能陷入后危机时代的疲软。尽管我们并不认为实体经济可能出现硬着陆，但由于经济下滑带来的失业率上升将可能迫使政府提早退出紧缩政策。

从政策实施角度来看，目前财政政策是能够缓解上述利空的最佳调控手段。但我们认为，财政政策有悖于市场自身运行规律，长时间的财政分配资源将对经济的健康发展产生长远性的挫伤。因此，我们分析认为，2011年财政政策是否结束取决于两个方面：（1）财政资金布局的到位；（2）包括房产税在内的税收措施的顺利落实。在以上两个方面能够得到实现的前提下，市场可能将出现一个明显的调整后缓慢上行，在新盈利模式下展开的以内需带动的经济模式将成为推动危机后市场上涨的主要动力。

另外，我们认为高物价与高房价持续的时间将长于A股市场预期，也将成为2011年上半年A股不可能出现大幅上涨的主要制约因素。

如果通胀与房价在翘尾回落、价格调控等作用下回吐，那么加息阴影有望彻底消散，政府将主动退出紧缩政策。相反，如果外围经济走坏、全球经济恶化、成本走高带动下半年通胀反复，那么基于维持经济增速、避免失业率上升的原因，政府或将不得不忍受高物价与高房价，从而被动退出紧缩政策。

4、政府立场的量化识别：增量货币供应

前面我们分析了紧缩政策的退出条件：CPI与房价均要受到抑制，两者的调控目标缺一不可。那么，除了观察CPI、房价增速、GDP之外，还有什么指标可以更提前地帮助我们识别政策底？

带着这个疑问，我们对拟合大量数据，以求量化“政策底”。

（1）内部流动性测量器：M1增速

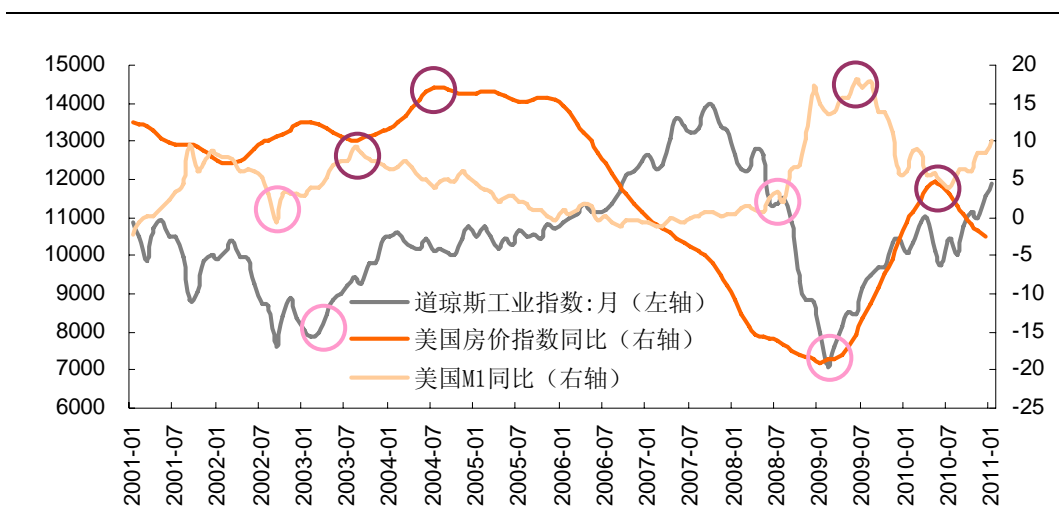
通过筛选与验证，我们发现一个指标可以较优地反映政府的立场，这就是M1增速。M1增速的波动情况直接反映了企业的资金宽裕程度，其一头主宰着市场资金面，另一头则对经济增长的速度有重要影响。对于中国经济目前是投资型经济主导的特色，M1增速在很大程度上，可以说是经济的领先指标，也是A股行情研判的最核心支点。

我们搜集的数据表明，1990年以来中国M1增幅与GDP名义增幅的相关系数高达0.65。为了更精确地监测底部，我们下面将回溯美、日、香港的股市历史，寻找M1增速对股市的影响。

如图2-14，美国在2001-2005年间，M1增速与股价高度相关，M1增速领先约3个月左右。2008年9月M1增速由2%左右，迅速提高到2009年1月的16%，创近二十二年的新高。股市也于2009年3月开始触底反弹，滞后于M1变化约6个月。

M1与美国楼市的关联度还高于股市。其一是2003年8月M1增幅到顶，2004年8月房价指数增幅见顶；其二是2009年6月M1增幅到顶，2010年5月房价指数增幅见顶。两次的滞后时间均约为一年。

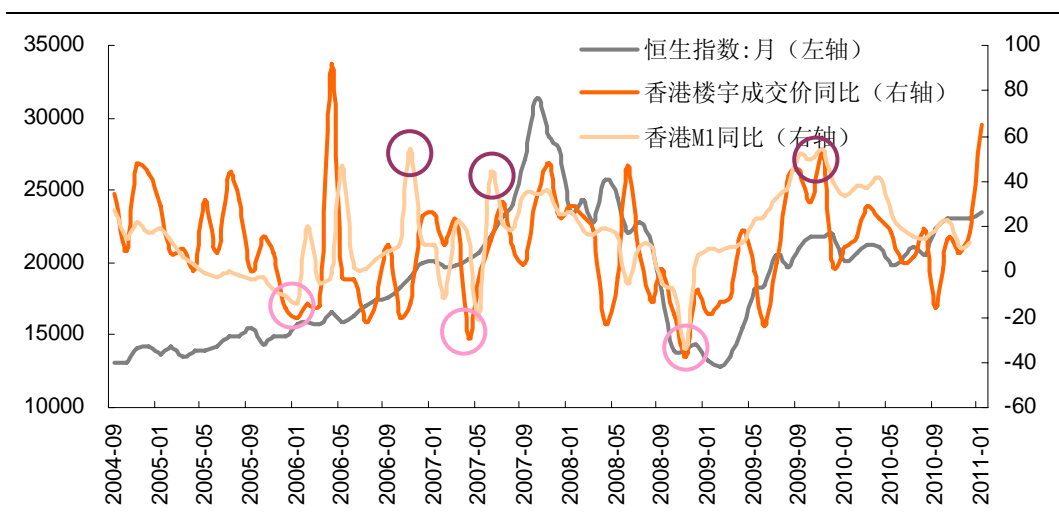
图2-14:2001年以来美国股市、房价、与M1增速的对比



资料来源:wind、平安期货研究所

日本方面，1987-1989间，M1增幅持续维持在较高位置，其后快速回落；1989年底股指达到最高点，随即崩盘。

图2-15:2004年以来香港股市、房价、与M1增速的对比

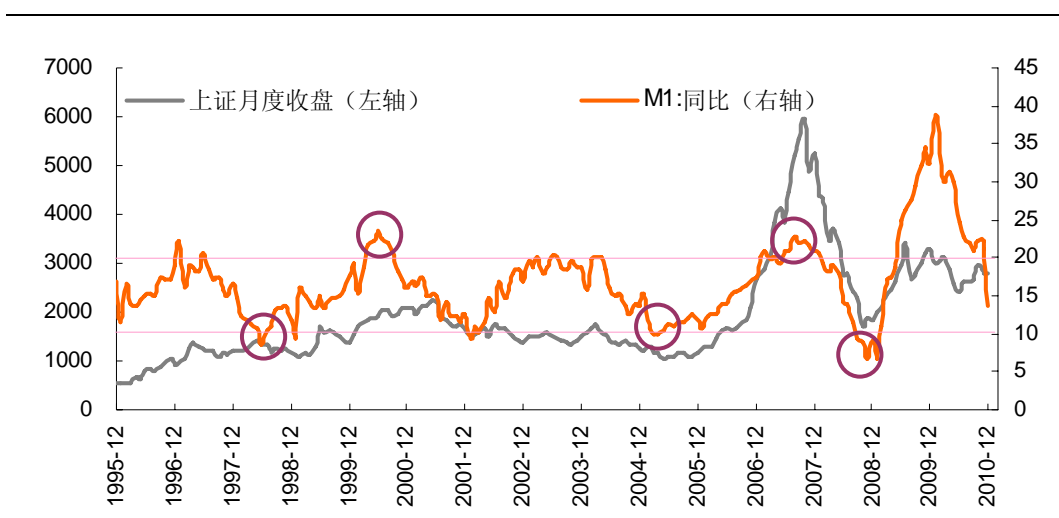


资料来源:wind、平安期货研究所

香港股市、楼市的情况如图，M1 与楼市、股市拟合度较高，几乎是同向波动。在 07、09 年的 2 个峰点里，M1 增速都领先了 2-3 个月左右。实际上从 87-04 年的情况也曾 6 次精准地反映了这种对应关系。

回顾国内的历史数据，亦为我们的研究提供了惊异的论据。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，投资收益是非常惊人的。模型设计为，当 M1 增速接近于 10% 的时候买入，当超过 20% 的时候卖出，按照这个极其简单的投资模型，自 96 年以来投资上证指数的累计收益大约为 23 倍。

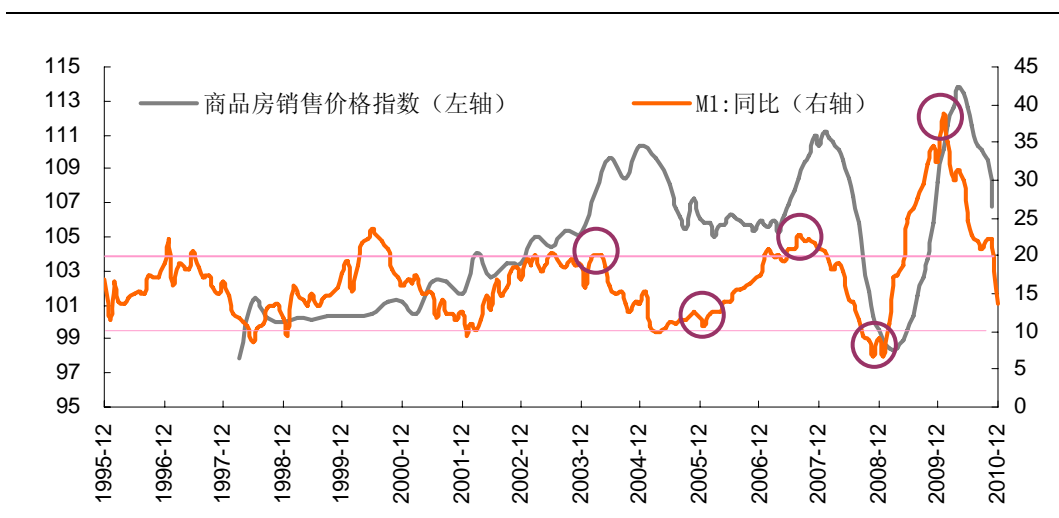
图2-16:M1增速先行于上证指数约3个月



资料来源:wind、平安期货研究所

除了股市之外，M1 增速还领先于楼市约 5 个月左右，配合上篇的基本面推论，在行政手段与货币手段的双重干预下，2011 年上半年的房地产市场势必承受重压。

图2-17:M1增速先行于房价指数约5个月

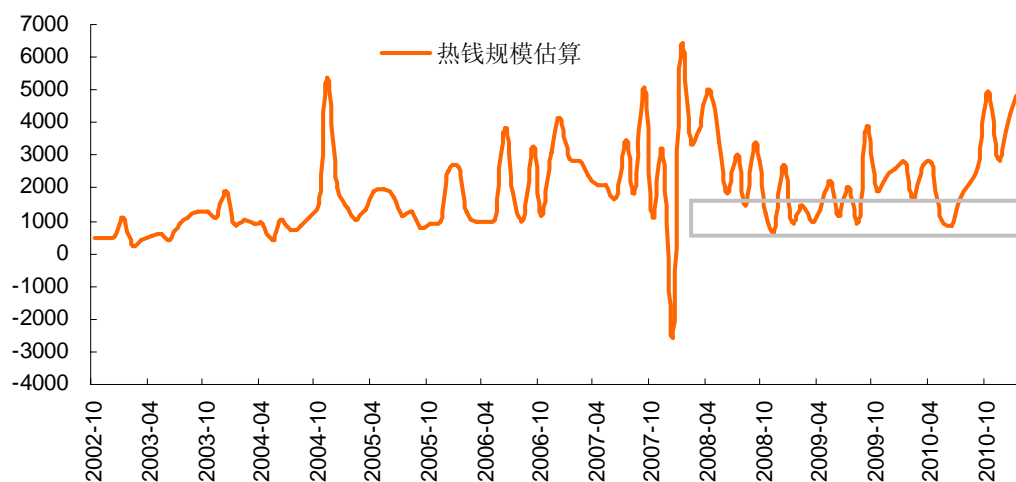


资料来源:wind、平安期货研究所

(2) 外部流动性测量器：外汇占款

除了内部流动性，我们还需观察热钱的流入情况。在此我们采用了目前广为流传的算法： $\text{热钱规模} = \text{新增外汇占款} - \text{贸易顺差} - \text{FDI}$ 。从目前的情形看，热钱在 11 月快速流出之后，1 月有回流迹象。不过，由于数据的滞后性，我们又参考了美国新兴市场投资基金研究公司 (EPFR) 公布的数据，其显示，巴西和中国股票基金分别出现连续第 7 周和第 6 周资金流出，而累积今年以来，已经有超过 210 亿美元资金流出新兴市场股基，这主要是因为主要新兴国家经济体央行在抑制通胀问题上未尽人意，投资者担心未来或有更多的紧缩措施出台，出于对价值的追求，投资者重新返回欧洲债市和美国蓝筹股。我们预计，上半年总体而言，热钱规模将回落，而当回归到 2008 年末与 2010 年 7 月左右的低点时，基本代表流动性收缩完毕，届时，政策底或可确认出现。

图2-18: 热钱规模估算



资料来源:wind、平安期货研究所

终归，我们的宗旨和能力都不允许对政策底的全貌作一番详细的、甚至完美的描述。但是，通过以上分析，我们还是能一叶知秋地得出这样的结论：

其一，增量货币供应预先反映股市、楼市走向，而上半年货币政策大幅收紧，对资本市场的影响必然偏空。其二，从 M1 增速的区间上下限看出，M1 增幅预计 2-3 个月后将见底回升，这可能导致房价的同比增幅低点可能出现在今年三季度，而物价综合翘尾因素等年内将逐月走低。

综合评判，紧缩政策的退出时间表也大约在三季度，股市则有望在二季度与三季度左右呈现复合形的底部。

四、经济——渐行渐缓，何处见底？

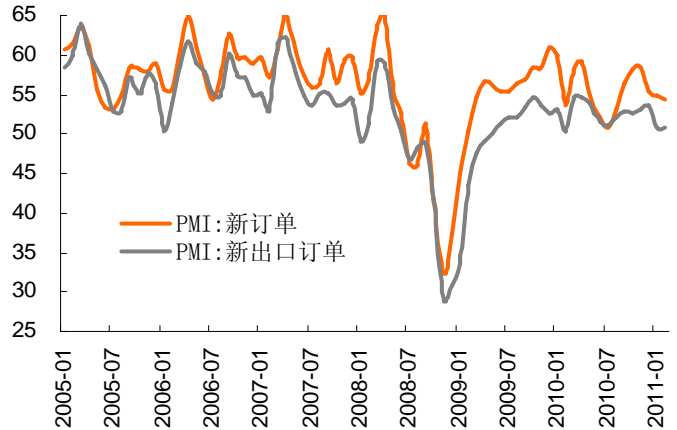
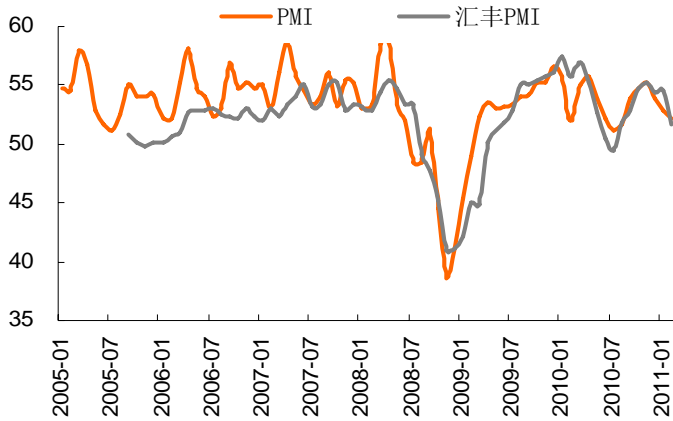
1、经济下行已成定局

政策紧缩引发经济下行担忧，目前已经部分变为现实。固定资产投资增速在宏观调控与货币紧缩下放缓，而消费未能提供有效的提振，同时出口增速有所回落。我们预计一季度经济放缓的担忧将成为现实。而从领先指标 PMI 来看，2 月环比回落 0.7 个百分点至 52.2%，自去年 12 月以来持续第 3 个月回落，虽然从总指数水平连续第 24

个月处于 50%临界点以上，但经济减速的趋势已经形成。

图2-19:PMI指数处于下降趋势中

图2-20:出口新订单数持续震荡



资料来源:wind, 平安期货研究所

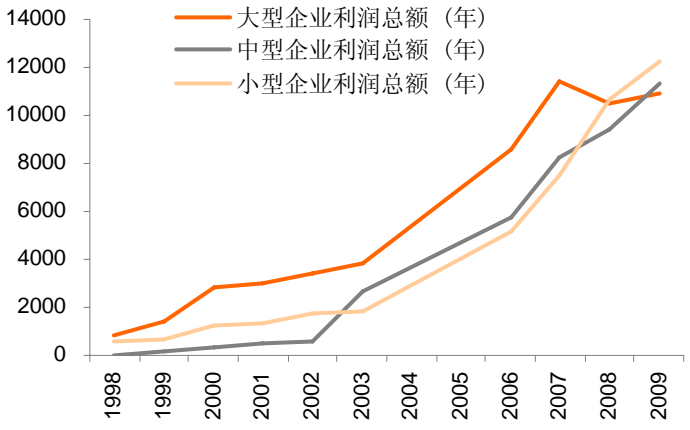
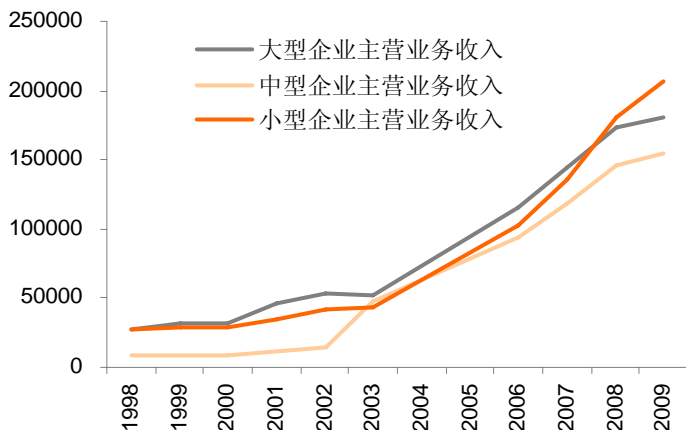
2、新兴产业短期内无法成为主导产业

虽然市场寄望新兴产业能够成为下一阶段经济增长的动力，而十二五很可能成为一个开端，但主导产业的转换并不是一蹴而就的，而新能源、新材料目前的市场规模以及产业集群仍旧处于培育阶段，短期内不可能取代旧有模式成为主导产业。这意味着在今年之内，基建与重化工业仍旧是经济的主要推动力，通过投资扩大规模的外延性增长模式仍是今年经济主要的扩张模式。

事实上从上市公司的业绩来看，也反映了我们的观点。尽管 2010 年市场表现不佳，但传统行业公司业绩表现强劲。按照证监会行业分类，仅有电力、煤气及水的生产和供应业、批发和零售贸易、采掘业的行业净利润同比出现下降。而行业净利润增幅最大的是社会服务业，同比上涨 911.06%，其次是金属、非金属，行业净利润同比上涨 630.46%，再次是电子行业，净利润同比增 616.4%。其他新兴产业如新能源，新材料，生物医药等，概念成分居多，业绩增长并不如理想。

图2-21:小型企业主营业务收入增长率高于大、中型企业

图2-22:中小企业利润总额上涨明显



资料来源:wind, 平安期货研究所

3、经济将在政策触底后反弹

但我们并不认为中国经济会出现硬着陆的局面。正如我们在上篇中的论述，起飞阶段的结束必然以衰退来完成，因此要实现经济转型，经济增速回落是必须的。08年经济的被动调整被政府所延后，当前经济回落是政府主动为之的结果，因此调整是可控的，回落是温和的。

我们认为，既然经济降温是政府主动调控的结果，那么经济触底的必要条件则是政策的放松。另外外延式经济要得以持续，货币扩张则是先决条件，这都意味着政府对于信贷调控的放松将使得经济开始企稳。我们预期年内加息两到三次，最多不超过100个基点，但对信贷调控的节奏将是前紧后松，3季度是一个重要时间窗口。

而政府已经明确1000万套保障房作为今年的死任务，3年内建成3600万套，虽然其中包括了拆迁户与棚户区改造，因此商业以及民间资本将承担相当比例的保障房建设。但政府依然需要在随后三年的保障房建设中提供主导资金，而资金的来源只有卖地收入，这意味着房价增速的回落而非房价本身回落是政府调控的最终目的，缓涨、量增将是地方政府最愿意见到的情况。我们预期房价增速将在3季度得到明显回落，而政府对房地产市场的严控也将在彼时放开。

4、经济三驾马车格局恢复，经济底在4季度出现

综合以上各点分析，由于目前实体经济对流动性的依赖度加大，预计在2011年下半年货币政策放宽的假设前提下，实体经济将止住下滑的趋势，出现企稳的迹象；同时，随着外围经济的回暖，进出口贸易将出现恢复性增长；另外，2011年投资推动将主要由财政支出完成，对新兴产业的扶持与培育将使得经济投资结构向良性发展。随着收入结构的调整，有望在2011年拉动居民消费，以完成实体经济企稳的产业链需求。外贸与财政拉动的出口与投资也同时启动，在内需、投资与外贸的不断恢复下，2011年下半年经济企稳的概率较大。

五、估值底、政策腰、经济顶的琴瑟和鸣

在可操作性的层面里，以上我们对估值底（左侧）、政策底（当下）、经济底（右侧）做了详细的研判。于是我们可以用这样的词汇来描述当前的A股市场：**估值底、政策腰、经济顶**。

当前，实体经济的增速开始从高位开始回落，未来2-3个季度的GDP同步增长将出现逐季回落；政策方面，近期的严厉调控政策已进入白热化加速期，外围因素或可能让国内调控意愿发生微妙变化，从而逐步走进真正的中性稳健期；在股市估值方面，市场已基本形成共识，大盘蓝筹股正在历史低位上兹待眷顾。

下半年，具体而言，底部出现的时间很可能出现在今年的第三季度。我们遵循这样一种操作模式：从市场估值的理性评判，到政策底发出信号进场，再耐心等待经济见底回暖的确认而加仓，一切将行云流水，琴瑟和鸣。

策略 牛熊定律

凡事都有定期，万物都有定时。

——《旧约·传道书·第3章第1节》

上世纪初叶，传奇金融预测大师威廉·江恩（Willian Delbert Gann）曾指出，圣经是人类了解未来进程的钥匙，它道出凡事都有定期、万物都有定时的自然与社会规律，历史总是按照自己特定的规律在重演。

他特别强调：“你必须要知道过去曾经发生过什么，并且站在一个正确的起点上……。如果你站在正确的起点上，又知道再现历史的那种循环，那么预测10年甚至100年将会同预测1年或者2年一样简单。”

收回思绪，关于我们的观点以及投资策略，在上面的篇章中，我们始终在文中贯穿论述，读者亦能大抵洞悉其中的架构。在此，我们不妨再细化投资节奏，将重要的时、点描摹出来，力图更精确地窥探A股市场全貌。

一、时空观：只要站在正确起点上，预测百年宛如洞悉明日

1、A股30年大波浪蓝图

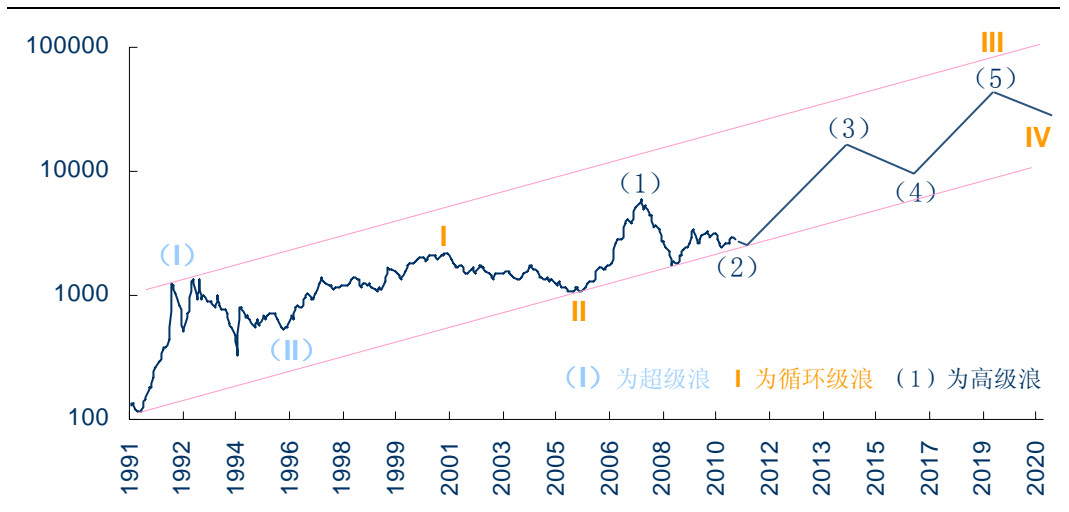
在上下两篇的分析中，我们定性地厘清了中国经济与股指的可能轨迹，在此，还需要更直观、定量地解析它的长期价值架构。一言概括，若以30年为一轮大周期，A股已走过20年，展望未来10年，我们认为A股将比前面更辉煌。对于背后的推动力，就是：当经济进入长波高原（或称之为秋季），增长速度将放缓，欧、美、日、韩等国经历这一阶段时，其资本市场迎来了“牛市横跨秋季”的黄金时期。

事实上，参考日、韩、台股市的运行轨迹后，我们坚信对于一轮持续10年的特大牛市将升至无法想象的高度，或者正如当年日股一样上见35000点乃至40000点也不是没有可能。

那么，“黄金十年”的结构与节奏如何把握，其力度、速度又如何量化？我们在综合评估上升的推动力之后，选择以波浪理论来解释这幅“30年蓝图”。波浪理论将超级第3浪的第3循环级浪称为黄金的“三浪三”，在下图的划分里，中国股市“三浪三”自2005年开启，涨势有目共睹，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。

波浪理论的原理表明，第三浪永远不会是最短的一浪（指上升的1、3、5浪）。其上涨幅度一般为第一浪幅度的1~1.618倍，若以05-07年的上涨5000点的幅度为基准，则这轮级别远超历史的大牛市的范围便能看至7500至12000点。

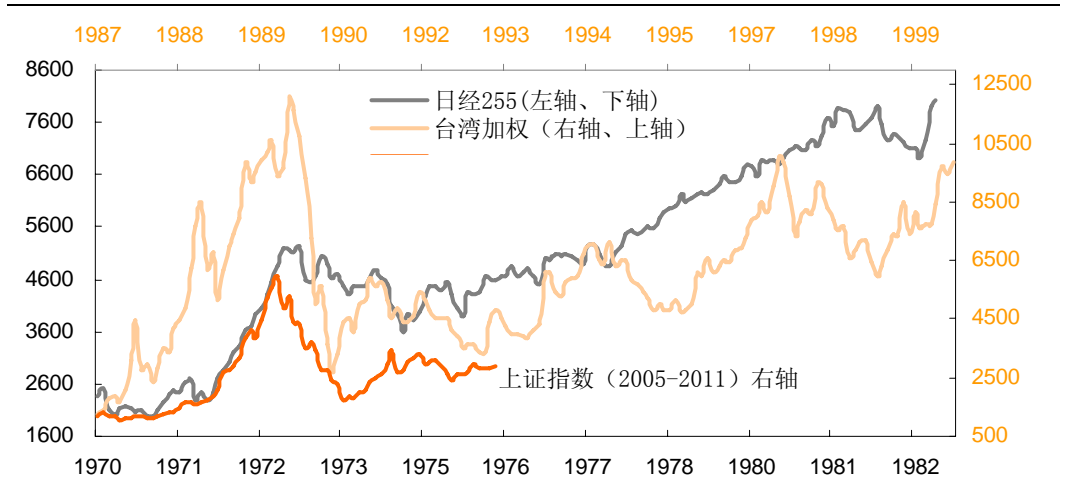
图3-1:未来10年上证指数的可能走势



资料来源: wind、平安期货研究所

对于黄金“三浪三”的上涨幅度估算，成熟市场的例子再次成为最佳参照物。例如日本股市从1970年到1982年的“黄金十年”，4倍的涨幅蔚然可观；台湾加权指数从1987年至2000年的“白银十年”，幅度同样惊人。当时的日本、台湾，与目前中国的“工业化起飞期之末、成熟期之始”的时代背景相同，因此，A股也极有可能复制日本的黄金十年或台湾的白银十年。

图3-2:日、台股市的历史走势为A股的未来提供佐证



资料来源: wind、平安期货研究所

2、五年周期在牛熊循环中屡次应验

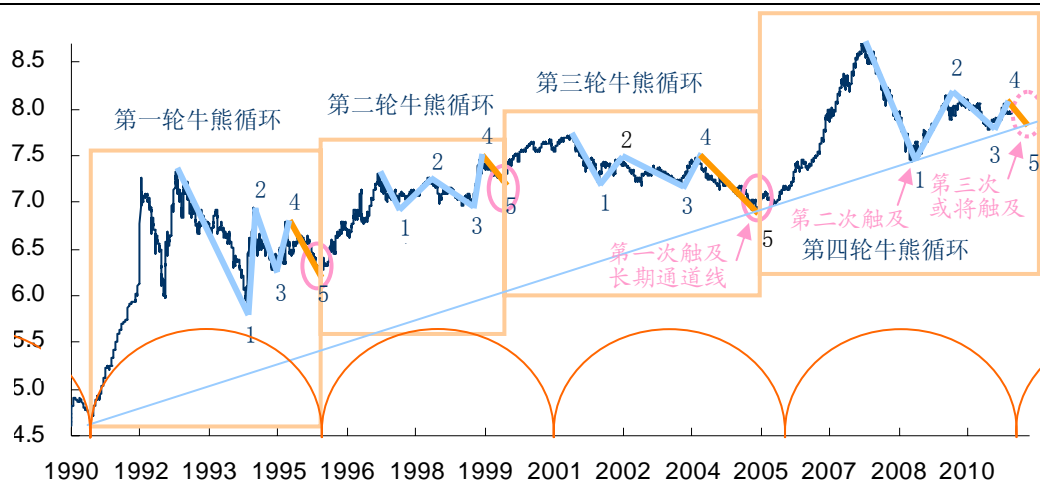
但是，三浪三何时何点正式开启？这需要对时空节奏做进一步探究，以解答“何时何点”正式启动“三浪三”的疑惑。在此，江恩理论的成果让我们找到一种屡试不爽的“重演模式”。正如引子中的“日光之下，并无新事”，市场事实上也以一种循环与重演的节律在运行。

下面这幅远抵千言的画面清晰显现价格上的“重演模式”：A股历史上已运行四轮牛熊周期，且每一周期以六组升跌结构组成，其中熊市走出五组结构，而形态上，可

以看出是W型底之后完成最后一跌，从而结束整个牛熊循环。

从当前看来，正属于第四轮牛熊周期的熊市部分第5组下跌结构，似还未完成。凭借998点、1664点等重要拐点，画出一条原始长期支撑线，再联袂形态结构上的“重演模式”，我们预估下一个拐点大致在2450-2500点附近。

图3-3:一幅值千言的画面：四轮牛熊循环结构与A股五年周期拐点非常明确



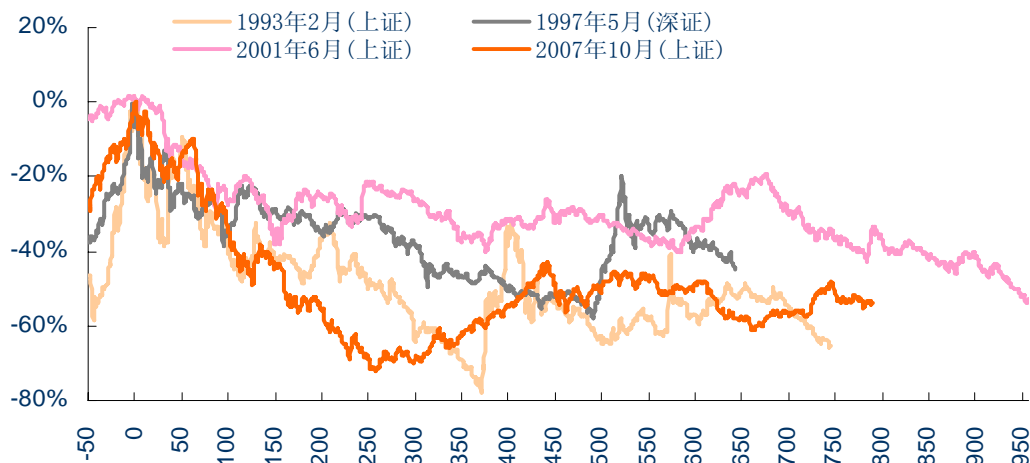
资料来源: wind、平安期货研究所

进一步观察时间上的“重演模式”，上证指数每轮牛熊转换存在着大约5年的周期（四轮牛熊周期运行时间分别是5、4、6、5年，平均为5年），其周期性拐点显著。其中，5年周期中呈现熊市3-3.5年，牛市2-2.5年的时间规律，这与上篇提到的政府“5年计划”的投资周期密切相关。至此，蓝图的轮廓已经大致清晰，但还不够精细，具体“重演模式”的运行节奏究竟如何？

3、可借鉴的牛熊运行韵律

我们对过去四轮牛熊市的涨跌形态进行对比分析，从而对第五轮牛熊循环的节奏做出更清晰的预估。在形态上，前三次的熊市循环中，均遵循“大幅下跌—强力反弹—再下跌—再反弹—最后一跌”波动逐步收窄的规律。从当前A股所处位置来看，正在

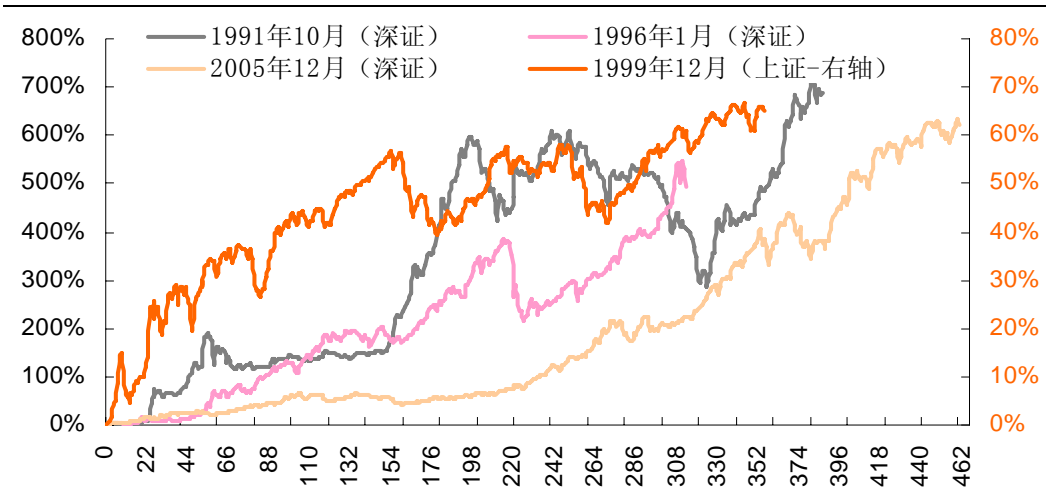
图3-3:四轮熊市周期均以W型态出现并伴随最后一次下跌



资料来源: wind、平安期货研究所

完成最后一跌。在时间上，按熊市 3.5 年计算，从 07 年末开始的熊市循环或在今年第三季度左右结束。

图3-5:四轮牛市的上涨形态大致为三段，形态较为流畅



资料来源: wind、平安期货研究所

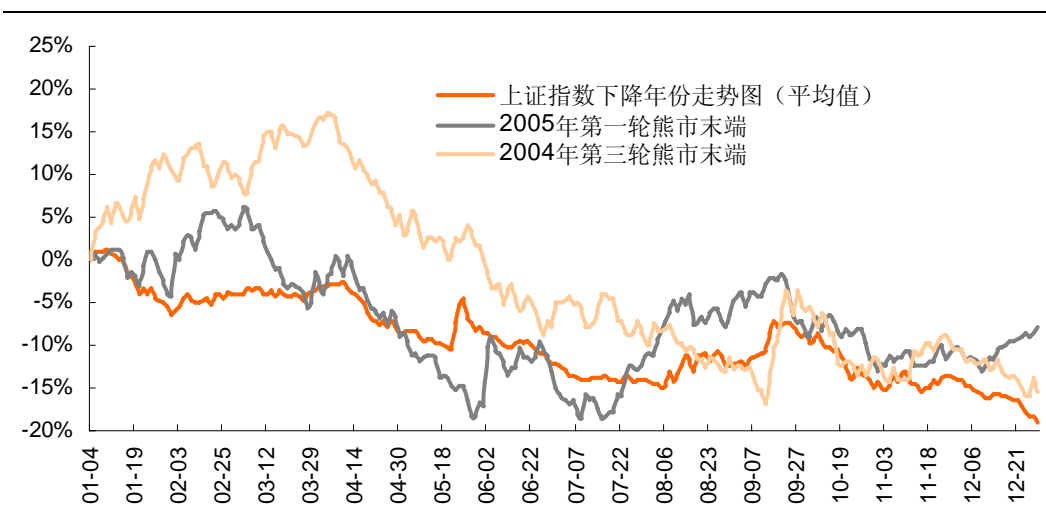
前四轮牛市的上涨形态大致也有“上涨—震荡—上涨”的规律，但相对熊市的走势，震荡幅度小、且更为流畅。在空间上，四轮牛市最小涨幅在 1 倍之间，但大部分的涨幅均在 5-6 倍之间。

在基本面的推动力上，今年又恰逢是“十二五”的开局之年，因此依据统计结果预判，未来五年的路径便非常清晰：第五轮牛熊循环将从今年第三季度启动，将有机会运行 2-2.5 年（当然会更长），目标到达 7500-12000 点之间。不过，我们还想知道更多，譬如，今年的走势，能否支持我们上述的判断。

4、一年四季的时空漫步

更精确地，牛熊年份中的各个季度的走势有无规律可循？我们运用加权统计的方法，描绘出上升年份与下跌年份的走势，以推断今年各季度的股市表现。

图3-6:20年来A股下跌年份走势对照（对所有下跌年份做算数平均）



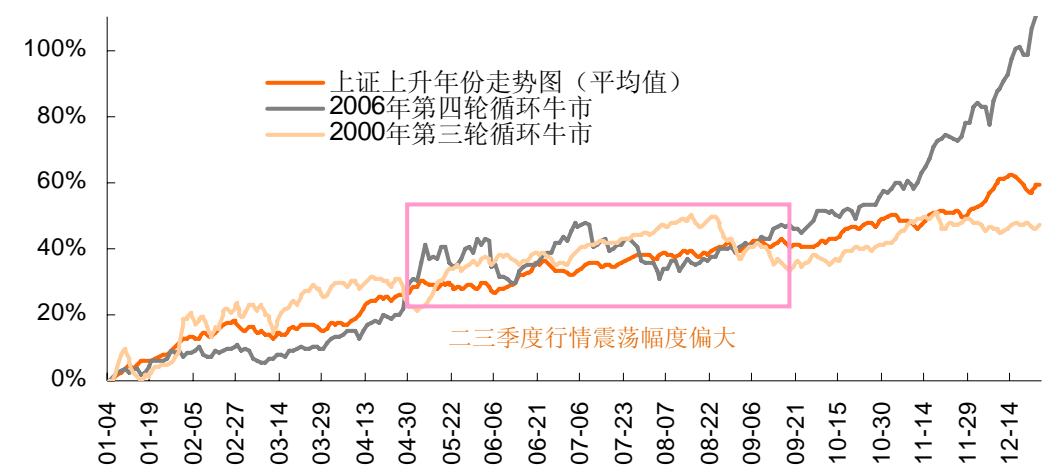
资料来源: wind、平安期货研究所

基于我们以上的所有推理，今年是牛熊循环中“熊末牛初”的起点之年，与 96、00、05 年牛熊转折期的位置类似。由于位置比较特殊，因此无论是下跌年份还是上涨年份对我们都有极大借鉴意义。

根据我们的统计，下跌年份有 9 年，年内一般形成二、四季度下跌的态势，其子结构具体又可以划分为“下跌—反弹—下跌”的阶梯式下跌。而上升年份则有 11 年，年内走势则相对流畅，主升浪主要在第一季与第四季度完成。

一般地，无论上升还是下降年份，二三季度基本都成为主趋势的修正。回到我们对 2011 是“熊末牛初”的定位，便可综合归纳出“一季度上涨、二三季度调整或下跌、四季度上涨”的年内走势。

图3-7:20年来A股上升年份走势对照（对涨幅剧烈的91、06、07年做了加权平均处理）



资料来源: wind、平安期货研究所

二、现实意义：十二五开局顺利，下半年奠定底部

以上，我们以时空的规律为蓝本，描摹出一份 A 股今年乃至未来 10 年的运行图景，下面，我们则将立足现实的高度，给出一个可评可测的策略操作路径。

1、借春节与两会东风，一季度修复性上扬

从年初至今为止，A 股运行于一个上行通道中。究其原因，是政府经过一轮货币政策与行政手段的密集调控后，为了尽量不过度影响经济增长的局面，而对加息手段的使用变得谨慎，渐渐进入一个政策观察期。此外，从节奏与情绪上来看，春节期间惯有的红包行情与十二五规划的相继出台，都为这轮行情的持续与深化助威。但我们不认为这是新一轮底部的开始，而仅将之定义为对去年 7 月以来行情的延续，年中或将面临再次下探的考验。

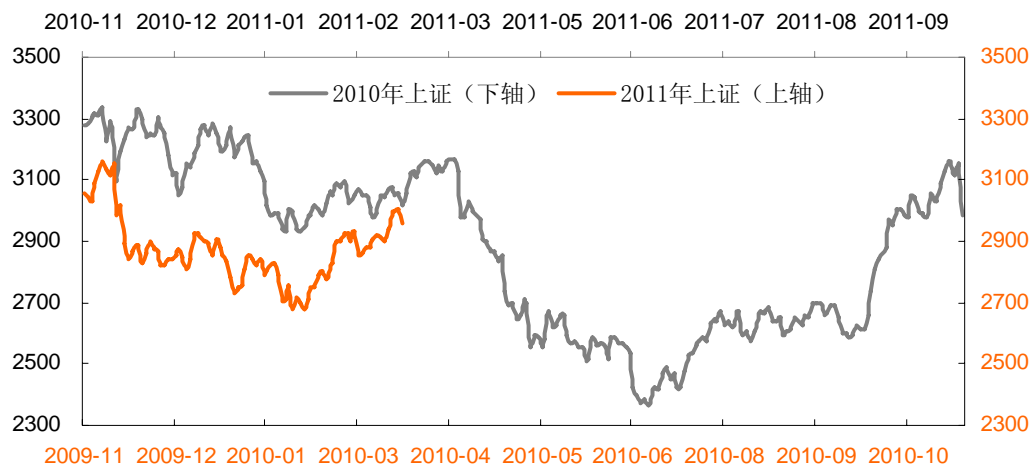
2、通胀走高，房价调控再续，二季度冲高回落

一旦进入二季度，A 股的涨势还能走多远？我们试图在形态对比上给解答。

当我们将 2010 年与 2011 年的走势图叠加，发现走势竟然酷似，这为我们今年对行情的研判提供了极佳的参考标准。在时点上，11 月下跌、春节与两会期间上涨的轨

迹也极为拟合。因此从结构的相似性来预判，今年 A 股再次重演冲高回落—筑底—上涨的走势可能性很大。

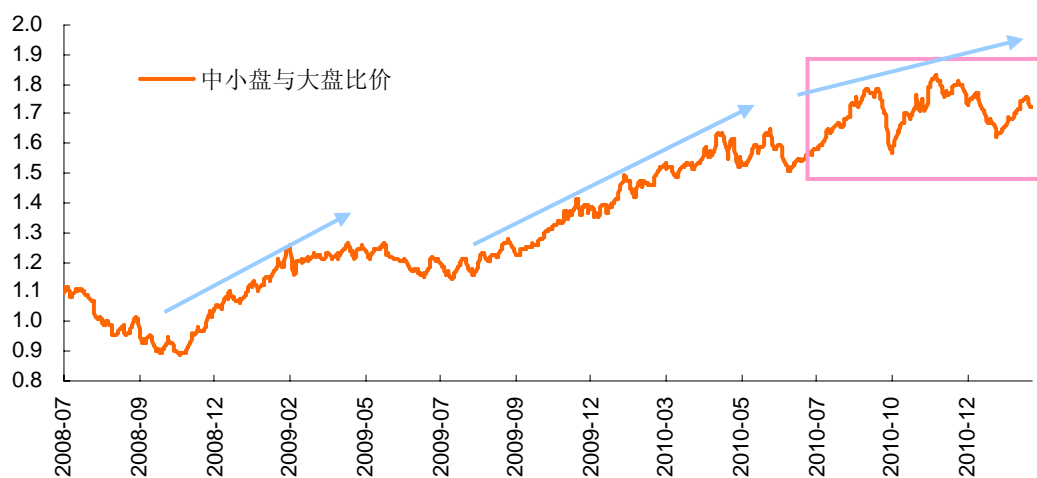
图3-8:2011年可能重演2010年的走势结构



资料来源: wind、平安期货研究所

此外，从中小与大盘的比价关系分析，图形正在构筑三重顶，显示当前小盘估值回归的概率极大，也为上面的判断提供更佳的论据。

图3-9:从08年底至今的中小盘与大盘比价，目前显示出多重顶部的迹象



资料来源: 文华财经，平安期货研究所

3、三季度夯实底部，四季度偏向乐观

从节奏来考虑，回顾我们之前对“估值底—政策底—经济底”的论述，我们认为这几个底部将在第三、四季度次第出现，三重底部的形成基本可以宣告新一轮牛熊周期的到来。

三季度初，货币供应量大幅回落，带动中小盘市盈率回归，估值底由此诞生。

在通胀以及房价依然维持高位的双季度，政府对信贷调控将持续加码，并会对资本市场构成持续的资金压力。在此背景下，A股难以出现趋势性上涨行情，甚至不排除会震荡下行。而进入三季度后，大盘蓝筹股估值较低，基本上排除了大幅杀跌的可能。

在大盘维稳、中小盘补跌下，最后实现两者市盈率在底部完成统一，估值底部由此形成。

三季度末，调控获得成效，政府退出调控政策，政策底开始呈现。

我们预期物价与房价在严厉的调控下三季度末将有所回落，同时经济在持续紧缩下存在进一步下滑的风险，政府在衡量通胀压力、经济增速和经济结构调整、外围的不利因素等各方面的因素后，紧缩政策将会有所放松。政策底由此形成，但在这一阶段，市场将是一个震荡反复、夯实底部的过程。

四季度，随着十二五的顺利开局，各项经济指标确认底部有效。

在调控政策放松后，经济指标将得以修复，这个过程可能将比四季度略早，同时十二五规划逐步落实，各项投资到位，经济将迎来新一轮增长的起点，经济底随之确认。在这个阶段市场回升的趋势基本可以确认。

结合我们上节技术分析的结果，A股将在长期对数支撑线上见底，确立底部时间将大概率在四季度之初。自此，一轮跨价值区间上涨的行情将拉开序幕，在理想的情况下，新一轮牛市行情将要到来。

新约·马太福音这样写道：“凡祈求的，就得着；寻找的，就寻见；叩门的，就给他开门。”自然法则是一切运动事物的基础，股票也是有生命的电子、原子和分子，它们有与基本的波动法则相应的个性。在上证指数二十年的历史进程中，无数跌下去又涨起来的轮回跃然于眼前，而经过探索周期循环与形态遗传的奥秘之后，我们坚信过去的趋势轨迹必会在明日的市场再现。

还是那句哲语：已有的事，后必再有；已行的事，后必再行。日光之下，并无新事。

图 表

图 1-1: 上证指数四轮牛熊循环的熊市部分均出现五个阶段	4
图 1-2: 全球长波周期	6
图 1-3: 五年规划导致经济呈前高后低的波动模式	7
图 1-4: 十年中波周期清晰可见	7
图 1-5: 中国目前处于长波周期的减速阶段（高原阶段）	8
图 1-6: 五年规划中固定资产投资呈现出典型的前高后低现象	9
图 1-7: 中国经济目前处于高增长低通胀的黄金十年	10
图 1-8: 罗斯托经济起飞理论的经典六段论	11
图 1-9: 固定资产投资占GDP比例已经超过消费	13
图 1-10: 固定资产投资对GDP的增长影响巨大	13
图 1-11: 中国的贫富差距已经到了极不平衡的程度	14
图 1-12: 日本在起飞阶段同样出现过贫富差距分化的现象	14
图 1-13: 地区化差异也相当严重	14
图 1-14: 日本经济起飞阶段以萧条终结	15
图 1-15: 韩国同样出现这种现象	15
图 1-16: 中国的城市化率	16
图 1-17: 日本城市化率	16
图 1-18: 雁阵模式的转移	18
图 1-19: 日本起飞阶段结束后迎来的股市的黄金十年	19
图 1-20: 台湾起飞阶段结束后迎来股市的白银十年	19
图 1-21: 韩国经济出现同样状况	19
图 1-22: 中国股票市场会否出现黄金十年?	19
图 2-1: 市盈率的底部是市场底部的重要条件	21
图 2-2: 目前市场已经处于底部区域	21
图 2-3: 股市风格分化现象依旧严重	22
图 2-4: 中小盘估值仍然偏高	22
图 2-5: M2 同比领先于CPI, M2 同比 09 年末开始回落喻示CPI也快将见顶	23
图 2-6: 按老算法 2011 年CPI翘尾因素较高	24
图 2-7: 从翘尾因素来看只有 2004 和 2008 年有如此严重的通胀	24
图 2-8: 进口价格向PPI然后向CPI传导	25
图 2-9: 93-97 年间, CPI与A股呈显著的负相关情况	26
图 2-10: CPI与上证指数自 2009 年至今也呈负相关关系	26
图 2-11: 72-84 年间, 美股与CPI也呈现多次负相关模式	26
图 2-12: 衡量房地产行业热度的同比数据已连续下降	28

图 2-13: 四大城市的房价增速正在接近零轴	28
图 2-14: 2001 年以来美国股市、房价、与M1 增速的对比	30
图 2-15: 2004 年以来香港股市、房价、与M1 增速的对比	30
图 2-16: M1 增速先行于上证指数约 3 个月	31
图 2-17: M1 增速先行于房价指数约 5 个月	31
图 2-18: 热钱规模估算	32
图 2-19: PMI 指数处于下降趋势中	33
图 2-20: 出口新订单数持续震荡	33
图 2-21: 小型企业主营业务收入增长率高于大、中型企业	33
图 2-22: 中小企业利润总额上涨明显	33
图 3-1: 未来 10 年上证的可能走势	36
图 3-2: 日、台股市的历史走势为A股的未来提供佐证	36
图 3-3: 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	37
图 3-4: 四轮熊市周期均以W型态出现并伴随最后一次下跌	37
图 3-5: 四轮牛市的上涨形态大致为三段, 形态较为流畅	38
图 3-6: 20 年来A股下跌年份走势对照	38
图 3-7: 20 年来A股上升年份走势对照	39
图 3-8: 2011 年可能重演 2010 年的走势结构	40
图 3-9: 从 08 年底至今的中小盘与大盘比价, 目前显示出多重顶部的迹象	40
表 1-1: 世界长波周期	5
表 1-2: 罗斯托经济成长理论对应产业结构	12
表 1-3: 各国工业化阶段对外依存度对比	17
表 2-1: 中国CPI 统计权重变化	25
表 2-2: 近一年余的房价调控历程	27

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。

免责声明:

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 研究所

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>