

2011年06月24日 星期五

周末论坛·热点讨论

A 股策略:识别真底

内容摘要

1、下一轮大牛市诞生的动力是经济的转型，是由投资、出口双轮驱动过度到消费、投资、出口三驾马车真正的并驾齐驱。转型成功需要政府自上而下的改革，在这方面，政府的决心远远超出我们的预计，从大类资产配置的角度来看，A股已然具备投资价值。

2、7月将会有一波上涨行情。在连跌近3个月之后，人心思涨，机构更是力图自救，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，这都将推动市场在一片看涨声中，展开一段趋势性行情。

3、真正的底部有三大特征：估值底—政策底—经济底，而目前这三各条件并未完全达到，仍需经历一个寻底的过程，因此，7月可能出现的上涨只是反弹而非反转，市场仍有继续寻底的需求，真正的机会可能在四季度到来。

4、四季度各板块估值回落低位，货币政策渐渐放松，经济指标将得以修复，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，A股得以在第四季度筑就历史大底。自此，技术面与宏观基本面形成共振，宣告新一轮跨价值区间上涨的行情将拉开序幕。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn

会议地点：平安期货会议室

主讲人：简翔

参会部门：总经理室、研究所、产业发展部、金融衍生品部、机构管理部等

【A股黄金十年梦】

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。

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充满信心，A股的第五轮牛熊周期的前景依然光明。

从大类资产配置的角度来看，A股已然具备投资价值。在战略配置中，预期收益率是一项核心指标，当前10年期国债的收益率是3.9%，房地产的租金回报率为2.6%，而上证的PE估值在16.5，隐含的回报率在6%，考虑到股票的分红率一般在1%，今年的预期收益率在6%-7%，对于战略投资者而言，A股的投资价值已经显现。

【7月钱潮】

☆7月在市场憧憬中反弹

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。但是出乎我们意料的是，暴跌之下市场的情绪似乎远比我们想象中乐观。

根据我们金融工程组开发的机构舆情指数显示，机构对后市悲观的态度已经接近历史低位，6月乐观的情绪开始有所显现，而报章媒体对于底部的报道不绝于耳，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。我们身边的草根调研也发现抄底之声不断，这令我们感到困惑，因为这并不符合典型的大底部特征（这点下面会有详细的论述）。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月前就出现确定性上涨，这样的底部令人怀疑。

☆预期的自我实现

那么接下来的一个问题是七月上涨的概率有多大？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，毕竟历史性的底就在眼前，谁也说不清何时真正降临，那么通过预期的自我实现，说不定就会做出一个真正的底部出来。

☆资金制约高度

但一个朴素的问题是：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。

【历史大底之面相特征】

☆ 反弹，抑或反转？

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，并且偶然性极大；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 往往位于当年的红线之上；而反转时，对应的是当时极低的 CPI 水平。

☆政策由紧转松，股指方可否极泰来

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即政策的支持，由紧变松。

【三大底部之现状】

☆估值：宏观政策步步紧逼，A股估值被动寻底过程中

A股市场早在年初便已处于历史性估值底部区域：市场整体市盈率在今年1月份低至15.54倍。大盘蓝筹的低估值使得对市场继续下跌的判断落入小概率区间。然而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P/E在年中继续创下低值：作为重点调控的沪深300金融板块，PE较年初继续下滑至6倍PE以下。面对这样的市场表现，我们认为在今年国家加大宏观调控的前提下，市场估值出现被动寻底的过程：在宏观政策（尤其是关系到贷款利率调升的相关政策）未有明显放松的情况下，市场资金成本上升，股市资金的挤出效应使得A股估值将继续向下寻底。

☆政策：物价房价高企，三季度无松动可能

从历史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。

因此我们预测，央行在7月份还会再加一次息，这也是年内最后的一次，而通胀将在9月见顶。第四季度，货币紧缩政策告一段落，

☆经济：底部仍未到来

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。

3季度经济情况并不乐观。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。

10月将是经济拐点的窗口。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，就是我们报告所指出的，通胀于9月出现拐点，政府对物价的调控开始放松。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。

【策略】

☆七月：利空淡化，机构造势，修复上行

但进入7月，根据我们前面篇章的分析，在连跌近3个月之后，人心思涨，机构更是力图自救，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，这都将推动市场在一片看涨声中，展开一段趋势性行情。

☆八、九月：资金后劲不足，分歧渐大，前高后低

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；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，经济难以支撑股指。

宏观基本面的弱势，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 月上涨行情就难以贯穿第二季度，反弹的高度也将有限，并形成前高后低的走势。三季度末，在蓝筹维稳、中小盘补跌后，大盘恐将下行再探新低，实现两者市盈率在底部完成统一，底部基础奠定。

☆第四季度，“黄金三浪三”起点呼之欲出

回顾我们之前对“估值底—政策底—经济底”的论述，四季度各板块估值回落低位，货币政策渐渐放松，经济指标将得以修复，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，A 股得以在第四季度筑就历史大底。自此，技术面与宏观基本面形成共振，宣告新一轮跨价值区间上涨的行情将拉开序幕。（简翔）

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>