

起点之年，潜伏嬗变

核心内容

嬗变：牛市前夜最后的试炼

当前是中国经济转型最为关键的时刻。我们曾经指出经济从起飞到成熟的阶段，财富再分配所孕育出来的机会将是空前的，但从各国特别是日本的经验来看，这个过程将伴随着一定时间的阵痛，代价不可避免。因而当下的困局是可以预期的，无论是经济的回落、政策的紧缩还是股市的调整，都是牛市前夜最后的试炼，而外围的不稳定因素只是催化了这个过程而已。

三季度市场面临的困惑是：投资者逐渐转向一致的悲观情绪。尽管当前估值处于历史底部，但机构投资者依然大幅减仓、个人投资者已不再言底，市场似已进入了牛熊转换前夜的必然阶段。

潜伏：底部并非一个点，而是一个面

四季度，多个维度的时间之窗已相继形成：A股底部进入倒计时，当前有可能已形成“第五轮牛熊”周期的起点。不过，外围市场正值处于经济暗淡、社会动荡，而国内物价房价高企、货币紧缩依旧、经济下滑显现，内外市场错综复杂的不确定性因素，短期内迅速恢复长期累积的悲观情绪似不大可能。

因此A股将不可能以单一的低点出现，而是类似于波折起落的“潜伏底”状态，而潜伏意味着是一个区间而非一个时点。预期四季度市场或存在一定的交易性机会，但随后的回撤或起伏整固的趋势将使操作的难度增大。应对这个熊转牛的“潜伏底”，上佳策略将是蓄势以待发、潜伏以致远。

* : 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、起点之年，识别真底——A股2011中期策略报告
2011.07.01
- 2、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、我们在本系列的第二份深度报告《起点之年，识别真底》（7月1日出版，以下简称《识别真底》）中，为本轮牛熊循环的底部描绘了一个基本的轮廓：在我们的框架下，估值、经济、政策是衡量市场能否真正走出底部的三个重要标杆，当下估值的底部正在形成之中。

2、但是投资者对四季度的行情却表现出一致的悲观情绪，几大因素依然压制股指的上涨空间。外围的不稳定因素是外因，国内持续偏紧的宏观调控以及经济下滑是内因，而投资者预期的改变是压垮骆驼的最后一根稻草。

3、我们需要坚定的是对于A股未来“黄金十年”的信心。按照日本的可比经验，在经济转型成功之前，阵痛是必需的。无论是经济的回落、信心的丧失、还是社会的不安定，都是这个过程需要付出的代价，但是随后将迎来资本市场最辉煌的十年。在黎明前的黑夜中，市场将进行最后的潜伏。

4、紧缩政策已经进入了最黑暗时刻，未来逐步放松的可能较大。对于政策的走向，我们秉承观察第一、预测第二的原则，给出CPI回落4%以下、M1在10%以下向上拐头、房价跌20%等的观察目标；并且预测政策将在未来半年内由目前的“紧缩观察期”转向“中性期”乃至“定向宽松期”，政策底也有望在这一阶段确立。

5、外围市场不确定性增加，A股安全边界有继续下破的风险。A股估值状况较2季度末并未出现明显的变化，随着实体经济盈利状况的恶化（E下降）、指数的不断下行（P下降），相对估值已较难对A股市场买盘产生信心提振的作用。随着IPO的持续推进，市场存量资金或将耗尽，交易信心的缺乏使A股估值进一步下降的风险犹存。

6、当前机构同样选择了集体抱团取暖的方式，不同的是这次机构们选择的是有良好前景的成长股，使得中小盘估值处于高位。我们担忧的是随着市场的下跌，04年机构多杀多的局面会再次出现，届时市场或许会以中小市值股票最后一轮暴跌迎来真正的底部。

7、我们认为，四季度上证指数与深成指的运行时间、轨迹与结构规律，都揭示出新一轮牛熊转换的第一个阶段底部较有可能在近期诞生。不过，由于目前内外围经济社会的不确定因素仍多，本轮牛熊周期的底部料将不能一蹴而就。四季度或将出现一定的反弹机会，但随后的波动会非常复杂，操作难度较大。

目 录

摘要	2
审时：当下的困局	4
一、估值降至历史底部，为何反弹迟迟未至？	4
二、低估值下三大主因困扰市场	4
嬗变：A 股的“黄金十年”	6
一、市场下挫不曾改变 A 股牛市前景	6
二、日本股市蛰伏后迎来“黄金十年”	6
三、当前中国经济回落属于转型的必经阶段	7
四、政府宏观调控处于观望之中	7
五、市场底部向潜伏状态演化	7
潜伏：底部之演化	9
一、政策目标：物价房价高位拐点始现，调控颇见成效	9
二、估值重心：A 股资产价格安全边界，仍有下破风险	12
三、实体经济：面临转型之痛，持续时间长于预期	15
策略：潜伏以致远	18
一、致远：底部时间之窗进入倒计时	18
二、潜伏：底部并非一个点，而是一个面	19
结 语	22
图 表	23

审时：当下的困局

事有常变,理有穷通,宜审时度势而图远。——《资政新篇》

一、估值降至历史底部，为何反弹迟迟未至？

三季度市场继续下跌，与7月初相比跌幅高达18%。这样的表现一如我们的预期，在《识别真底》中我们就已经指出，存量资金推动自救行情的本质并没有发生变化，即使八月中旬的强势上涨依然不能改变大盘疲软的状况。与前期市场最大的不同是，整个三季度市场几乎是清一色的下跌，前期高估值股票的大幅下跌以及大盘蓝筹的同步回落，这与二季度的下跌中仍有热点板块表现活跃形成鲜明的对比。

市场的整体下跌导致估值已经处于历史底部。目前上证A股PE为14倍，比起7月的16倍大幅下降，同时已经低于了05年及08年。PB由7月初的2.2倍降至当前的1.9倍，也已经低于了08年；另一方面，跌破面值的股票数量也已经由6家增至20家，虽然与05、08年遍地低价股的情况无法相比，但估值确实已处于使价值投资者不得不重视的位置了。

图1-1:市场估值已经处于历史底部



资料来源: wind、平安期货研究所

一个疑问是，既然估值如此之低，那么为何市场迟迟不能迎来反弹？这个问题我们在《识别真底》给出一个解释，估值低只是市场上涨的一个必要条件但并不充分。估值低意味着股价便宜，但便宜不是投资的理由，只有股票具备上涨的动力，才会吸引资金入场。我们认为当前有以下三点是导致市场处于低迷的主因。

二、低估值下三大主因困扰市场

1、外围因素诱发市场进一步下跌

从动因来看，国内股票市场的下跌显然受到了外围市场的影响。欧债危机在三季

度集中爆发，全球股票市场风声鹤唳，作为发源地的欧洲市场表现极为疲软，而美国与亚太市场的表现同样糟糕。市场避险情绪的激增使得资金流出风险资产。在这样的背景下 A 股的下跌充分反映了全球投资者的悲观情绪。

图1-2:三季度全球市场重挫

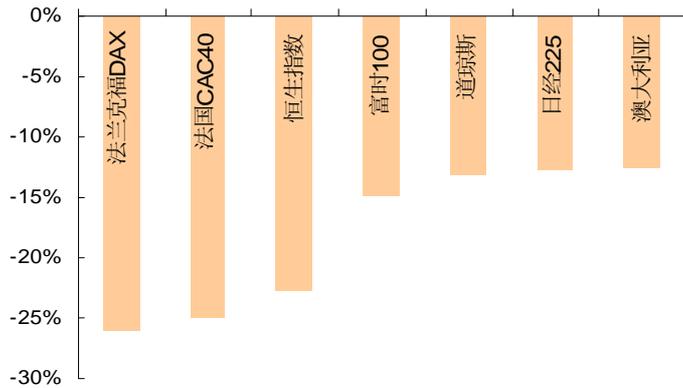
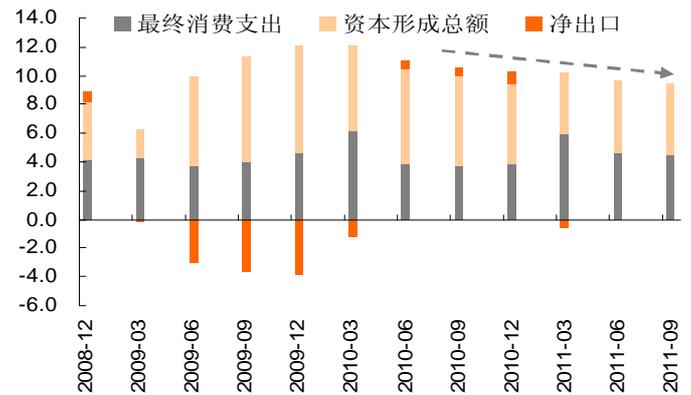


图1-3:三季度构成GDP的三驾马车同比下跌



资料来源:wind、平安期货研究所

2、政策偏紧导致经济下行

三季度国家宏观调控没有继续加码，但是通胀依然维持高位，使得市场预期的政策放松在三季度没有出现，而持续一年多的政策偏紧实际上已经对经济构成了冲击。三季度 GDP 下降为 9.1 已经连续三个季度下滑，构成的三驾马车中无论是固定资产投资、消费、出口都受到不同程度的影响。与此同时，由于银行系统放贷能力的减弱，民间金融造成的高额融资成本开始对经济造成损害。在这样的背景下，企业盈利前景开始受到了质疑，在外围市场大幅受挫下，国内市场难有起色。

3、参与者预期改变加重了市场的抛压

导致下跌更为重要原因是市场预期的改变。在《识别真底》中曾指出 7 月的上涨是一种预期的自我实现，由于市场的一致预期导致的上涨。但在整个三季度中，见到的是由预期的一致上涨到分化再到一致下跌的演化，在这个过程中，无论是机构还是个人都开始止损。基金的仓位自 7 月以来一直处于减仓，目前已经处于历史的相对低位，而在最近这轮反弹中，个人投资者对于“抄底”的关注度已经大大降低。在市场普遍悲观的情绪下，抛空成为唯一的选择，这加速了由于欧债危机诱发的市场下跌。

图1-4:基金仓位大幅下降

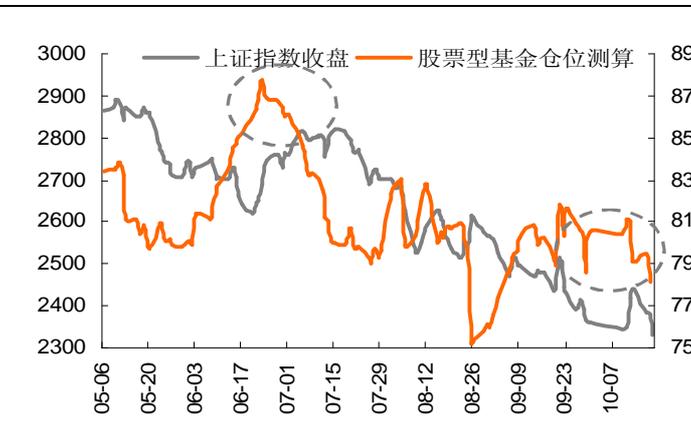
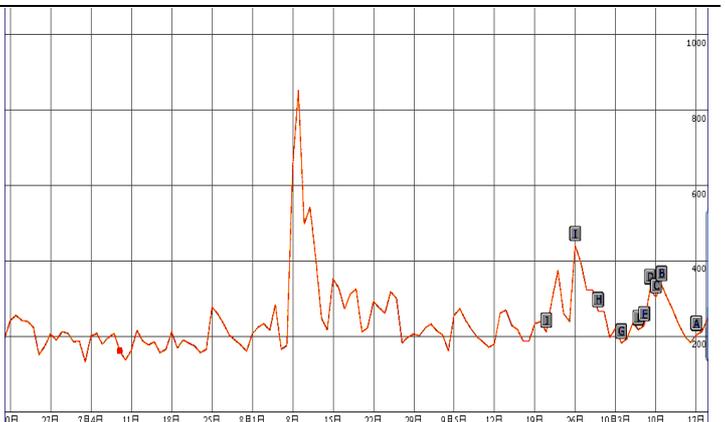


图1-5:股民对于“抄底”一词已经毫无反应



资料来源:wind、平安期货研究所

嬗变：A股的“黄金十年”

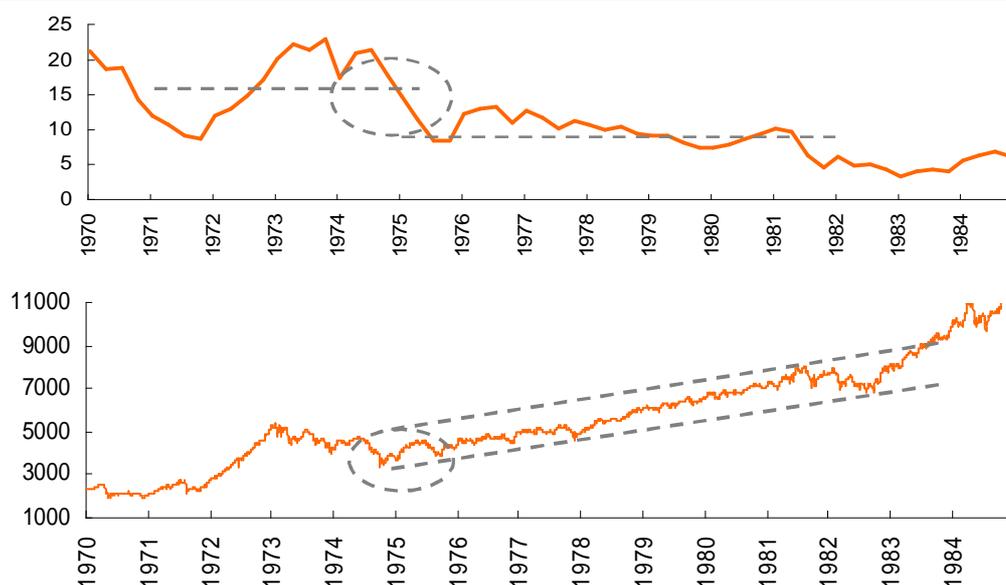
万物变化兮，固无休息。形气转续兮，变化而嬗。——《史记》

一、市场下挫不曾改变 A 股牛市前景

尽管市场处于相当的弱势之中，而经济的状况也显得相当的糟糕，但我们认为这对于 A 股的“黄金十年”前景并无影响。我们在本系列第一份报告《余潮渐尽，起点之年》（3 月 18 日出版，以下简称《余潮渐尽》）中就已经指出 A 股的黄金十年来源于工业社会向消费社会的转型，从中国目前的状况来看，这一趋势并未改变。因此我们不必对 A 股的前景表现得过于悲观。事实上我们可以对比日本在 1975 年前后的经济以及股市状况，就可以更清楚地理解当前中国所面临问题。

二、日本股市蛰伏后迎来“黄金十年”

图2-1:日本国民收入在70年代大幅攀升



资料来源: wind、平安期货研究所

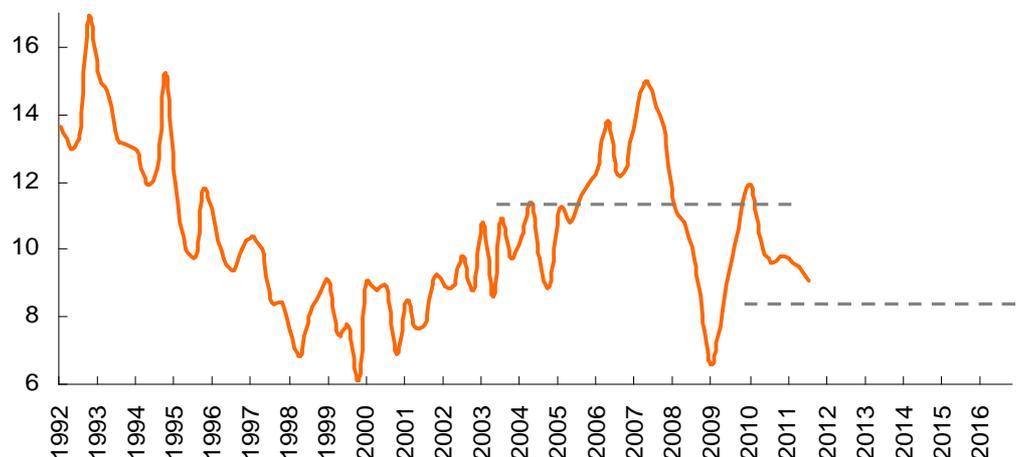
由于日本政府在 60 年代开始先后发布了国民收入倍增计划、列岛改造计划等一系列旨在推动日本经济由投资拉动的出口型经济向消费拉动的内需经济转型的政策，日本经济成功地实现了转型。但这个过程并不是一帆风顺，伴随着改革的推进，前期经济结构所积累的种种问题开始爆发，使日本经济在 60 年代中期开始多次爆发经济衰

退，而转型成功之后，其经济增速也由平均 15%以上，降至 70 年代中后期的 10%以下。但自此之后，日本股票市场却展开了长达 10 年的黄金牛市，升幅高达 500%。可以看出这与中国在结构转型中所面临的种种问题是相似的，而当前中国经济的回落也是转型成功的一个必经阶段，我们有理由相信中国资本市场的黄金十年离现在并不遥远。

三、当前中国经济回落属于转型的必经阶段

对比日本的经验，我们认为当前中国正处于日本 1974-1975 年的关键转折期，经济回落是经济结构转型过程所必须付出的代价，因此无论是经济增速、工业生产、还是股市大幅回落都是可以预期的。我们在《余潮渐尽》曾经指出黄金十年的中国经济拉动将由工业增长过渡到消费驱动，经济增速将回落到 8%附近波动，从现在的情况来看，GDP 的增长速度虽然已经连续三个季度回落，进一步接近我们的预期目标，但未来的进一步回落也不值得惊讶。

图2-2:中国下一个十年GDP增速将以8%为波动中枢



资料来源: wind、平安期货研究所

四、政府宏观调控处于观望之中

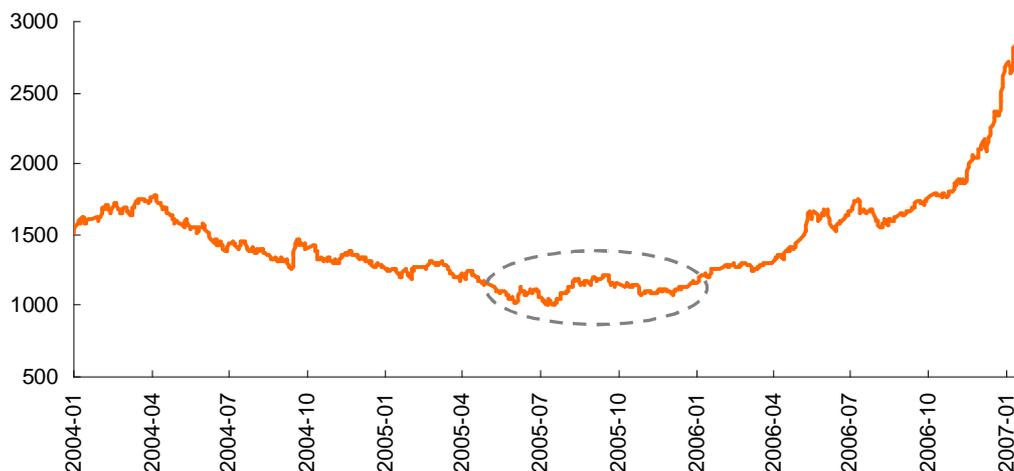
我们认为经济回落的数据，或许从政府本意是乐意见到的。经济的降温对经济进行了重新的洗牌，同时为未来的转型腾挪出了空间，因此对于人民币的升值对出口企业的冲击以及资金调控对于劳动密集型企业的影响，政府的态度都是暧昧的。我们猜测经济的回落是合意的，如果在此时放松调控，将使之前的努力功亏一篑，指望系统性放松的机会是不存在了。另一方面政府当前所提及更多的是定向宽松，是对经济超调部分进行修正，对于经济整体刺激的效果有限，也不能指望能扭转当前经济下行的事实。

五、市场底部向潜伏状态演化

在 A 股黄金十年的框架下，当前市场的下跌是可以理解的，一轮大级别的牛市需

要充分的调整，调整的最后阶段我们称之为“潜伏”，这个阶段表现为市场在底部的反复波动。而通常情况下潜伏的时间越长，随后的爆发就会更加猛烈，正如2004—05年大盘潜伏筑底的过程中那样就表现的尤为明显。

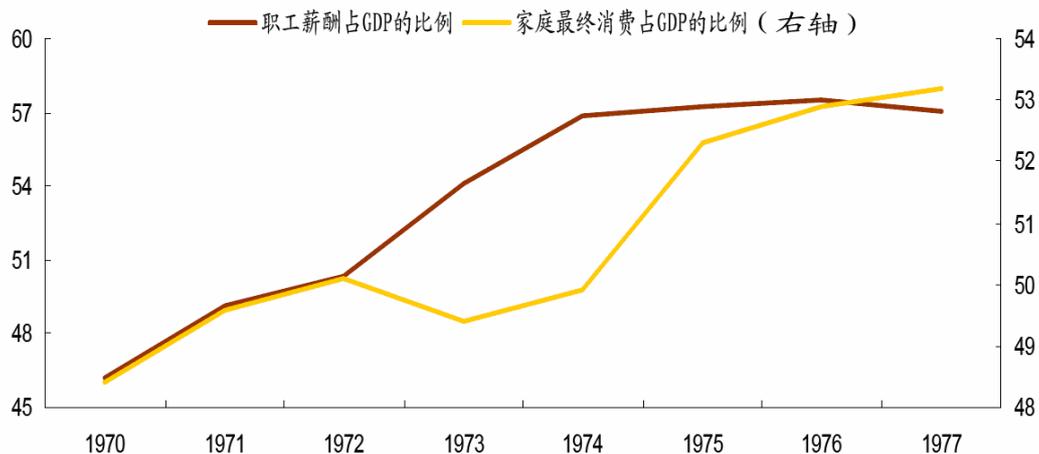
图2-3:A股上一轮牛市来临之前同样经历了04-05年的潜伏状态



资料来源: wind、平安期货研究所

再对比日本的经验，日股的反转也不是一蹴而就的，在牛市来临的前夜其经过了相当长时间的沉寂。在1975年的下半年熊市转牛市的前夜，即使日本职工薪酬占GDP的比例高达57%，家庭消费也迅速的由49%攀升至53%，但在经济依旧持续探底，日本的股票市场也在反复震荡。尽管1974年下半年市场曾有过一轮上扬，但随后证明只属于反弹性质，直到1976年才真正展开股市的黄金十年。

图2-4:日本国民收入在70年代大幅攀升



资料来源: 平安期货研究所

因此我们不必对当前的市势表现出过多的担心，但当前最需要回答的问题是：潜伏还将持续多久？这将是本报告最需要回答的话题。

潜伏：底部之演化

初九，潜龙勿用。阳气潜藏，宜韬光养晦。——《周易·乾卦》

关于潜伏底的演变过程，我们在《余潮渐尽》中，曾对此建立起一个研判底部的模型，设立了估值底（左侧观察）、政策底（当下确认）、经济底（右侧顺势）等三个观测点，从而按部就班、有据可循地描绘出一个大底部图景。

将目光转到现在，面对潜伏底的芸芸乱相，我们首先需要解决一个核心问题：政策阀门何时放松？

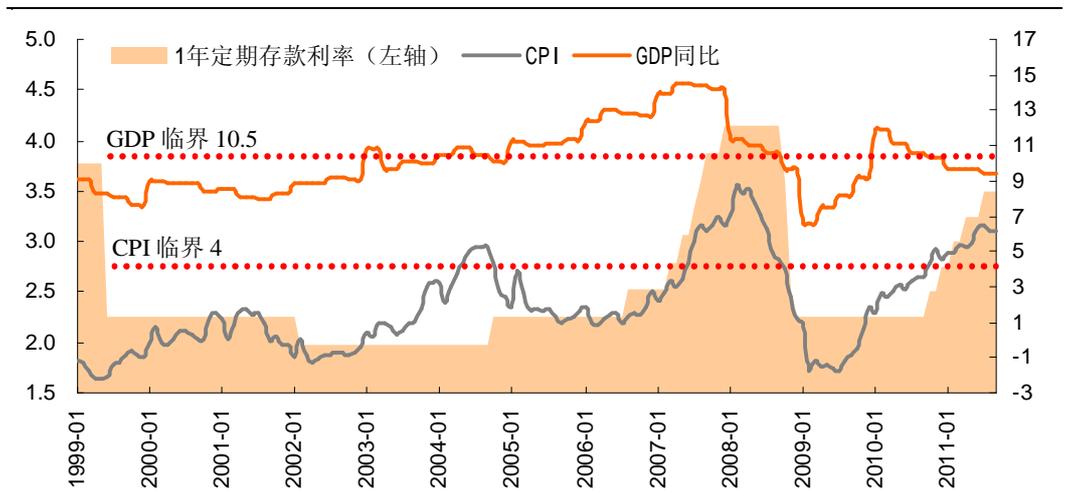
一、政策目标：物价房价高位拐点始现，调控颇见成效

在《余潮渐尽》中，我们已理清了政策的调控指标与指标阈值。即：在“稳定”的货币政策执行时段，市场利率相对平稳，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或房地产的决心，导致市场利率的变化与CPI数据或房价息息相关；在“宽松”时段，市场利率与汇率、产出和通胀项均关系密切，在此阶段，需考虑GDP、CPI、房价的多维关系。

于是，研究政策底，便可转换为在当前的紧缩货币阶段，研究CPI及房价将在何时转向、政策对此的阈值与调整依据是什么。

1、政策调控阈值：CPI超4%或GDP超10.5%

图3-1: 央行加息的观察对象及阈值



资料来源: WIND、平安期货研究所

回顾央行调控史，从 2000 年至今的 13 次加息中可以总结剖析出：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%；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。

2、CPI 的上升动力基本枯竭，将随时间推移而回落

从央行的调控阈值来看，要让货币政策进入中性期（目前为观察期），一个最大的前提是，CPI 需回落到 4% 以下。由此，我们可以审视推高 CPI 的因素，看这些因素是否已经改变并支持 CPI 从目前 6.1% 的高位回落，以及何时到达 4%。

具体而言，影响 CPI 的因素主要有以下几个：

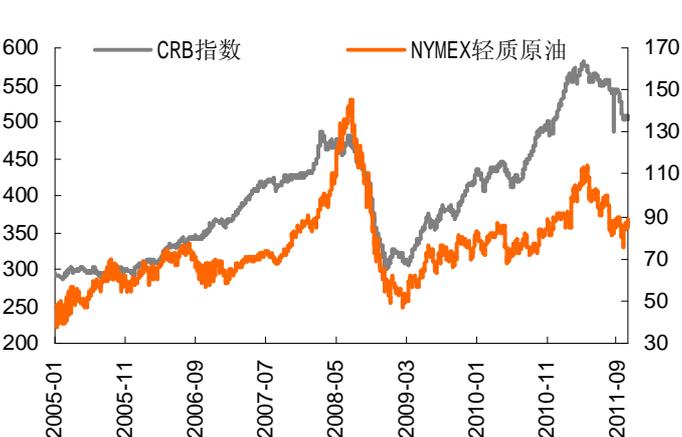
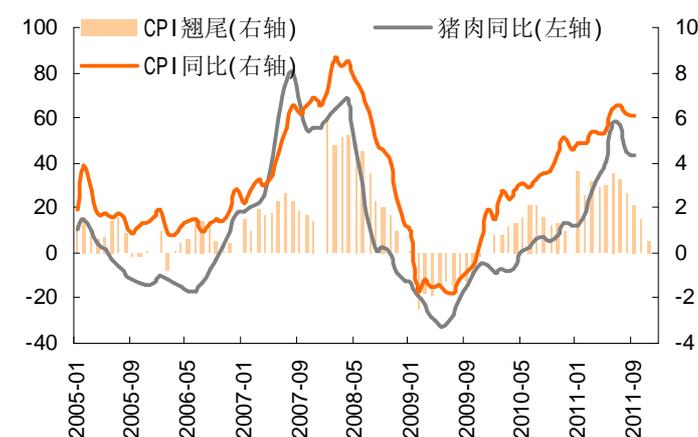
1) 国内货币供应情况：自 2010 年量宽 2 推行以来，中国外汇储备剧增，新增外汇占款在 2010 年 10 月与 2011 年 1 月都达到 5000 亿以上，这也是导致央行连续上调 9 次存款准备金率以对冲热钱的原因。但目前，美国 9 月 CPI 处 3.9% 的高位，这导致量宽 3 在四季度出台机会渺茫。事实上，2011 年下半年的新增外汇占款也平稳下降，9 月仅为 2472 亿的极低水平。另一方面，2011 年 9 月的广义货币供应量 M2 增长率，达到 13% 的近十年增长率低点。这些数据无不说明，CPI 的持续回落已是必然事实。

2) 猪肉价格周期变化，猪肉等肉类价格在 2011 年 6 月见价格顶点后拐头向下，虽然回落暂时幅度不大，但翘尾因素在四季度回落，有助于肉价与 CPI 继续下行。

3) 大宗商品、石油价格已出现向下趋势，成本推动型通胀亦将下降。

图3-2：猪肉价格与翘尾因素回落带动通胀下行

图3-3：原油与CRB商品指数高位回落



资料来源:wind、平安期货研究所

面对 CPI 将继续回落的推测，11 月中旬将是我们重要的数据观察窗口，如果四季度 CPI 持续下行，则货币政策将不会继续从紧，但暂时也不会有放松的可能，而是保持（中性-不松不紧）的状态。

3、定向加息之下，楼市量价齐跌

10月黄金周后，北京、上海、广州等地各大银行纷纷上调首套房利率的消息引发各方关注。一线城市各银行首套房贷利率普遍实质性上调，上调幅度多在基准利率基础上再上浮5%-10%，部分银行甚至最高上调30%。此外，多个二三线城市亦加入房贷利率上调的队伍。首套房贷利率上浮，相当于针对房地产行业的定向加息，有效打击刚性需求。受此影响，房价已经开始下跌，而成交也出现分化，部分小型地产公司和囤地的公司，都出现了资金链紧张，无奈之下降价成为必然之举。此外，温州等地的民间借贷信用危机爆发，加速了当地楼盘的低价抛售进程，房价在四季度逐渐回落已无悬念。

一旦未来房价下跌20%以上，调控效果达到，为避免超调伤及经济，紧缩政策极大可能将及时撤出。对目前而言，唯需等待而已。

4、资金供给进入最黑暗时刻，或是历史大底前夜

对于目前的货币状况，可谓进入历史上为数不多的黑暗时刻。数据显示，9月末的广义货币(M2)同比增长13%，狭义货币(M1)同比增长8.9%。其中M2增速为2002年以来的单月最低值，而M1同比增速的大幅降至10%以下，显示实体经济活跃度持续走低。

不过，根据我们的模型监测，M1、M2的大幅下降对股市而言，或已喻示历史大底即将来临。通过回测，在1996-2011年这段时间内，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。目前，无论从M1的绝对值来看，还是从M1先行于上证的月数来看，见底时间都已不远。

图3-4: 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

通过本节的论述，我们秉承观察第一、预测第二的原则：给出CPI回落4%以下、M1在10%以下向上拐头、房价跌20%等的观察目标；并且预测政策将在2011年四季度末至2012年春由目前的“紧缩观察期”转向“中性期”乃至“定向宽松期”，政策底也有望在这一阶段确立。

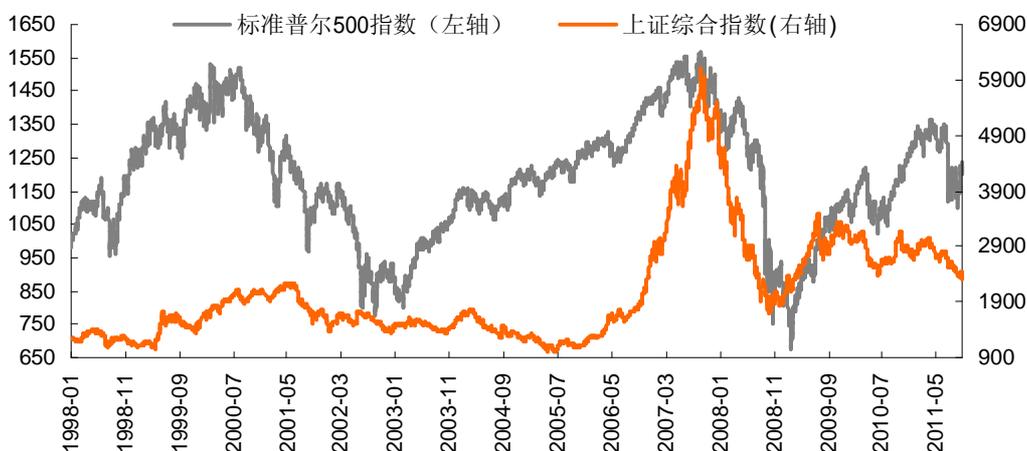
二、估值重心：A股资产价格安全边界，仍有下破风险

政策底仍需观察与等待，那么当前的历史性低估值区域，是否已能确认成立？

自7月7日加息之后，虽然A股市场年内继续加息的概率大大降低，但这并没有阻止7月加息带给市场的巨大负面冲击：上证综指在最后一次加息后继续下跌11.31%，连连跌破前期低点，市场在6月底显现的底部特征似乎对底部到来的判断不具备任何实际的可借鉴意义。

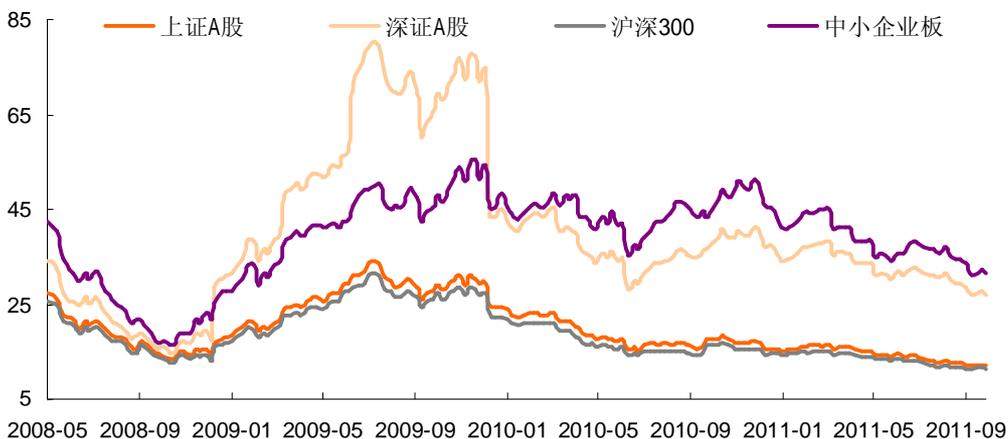
而从全球范围来看，A股估值水平位居最后，PEG指标(市盈率相对盈利增长比率)为全球最低。在目前外围经济二次探底迹象日渐明显下，外围市场的恶化又使A股估值安全区间承受新一轮调整压力。

图3-5: 上证指数与标普500指数比较



资料来源: WIND、平安期货研究所

图3-6: A股估值空间3季度未出现明显变化



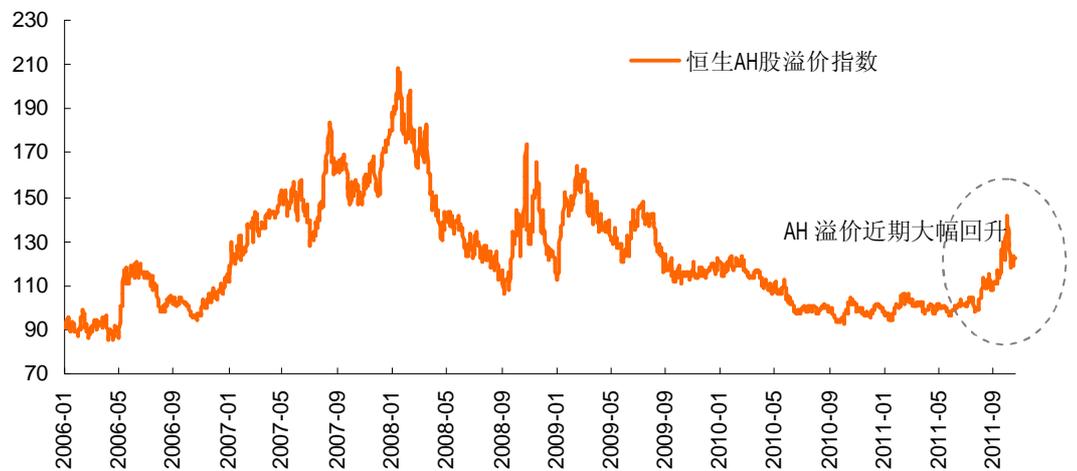
资料来源: WIND、平安期货研究所

1、A股估值重心有进一步下移的空间

在整个3季度，相对估值水平表明市场仍在蹒跚筑底过程：目前A股动态市盈率为13.3倍，其中沪深300板块市盈率在10倍以下，主要板块市净率均降至2以下，均低于08年底部水平。从估值底部特征来看，我们曾提到中小盘及创业板的高估值从侧面体现出了市场整体估值底尚未到来，目前中小板及创业板目前市盈率仍不低，有进一步收敛的空间（中小板PE为32倍，创业板PE为42倍）。

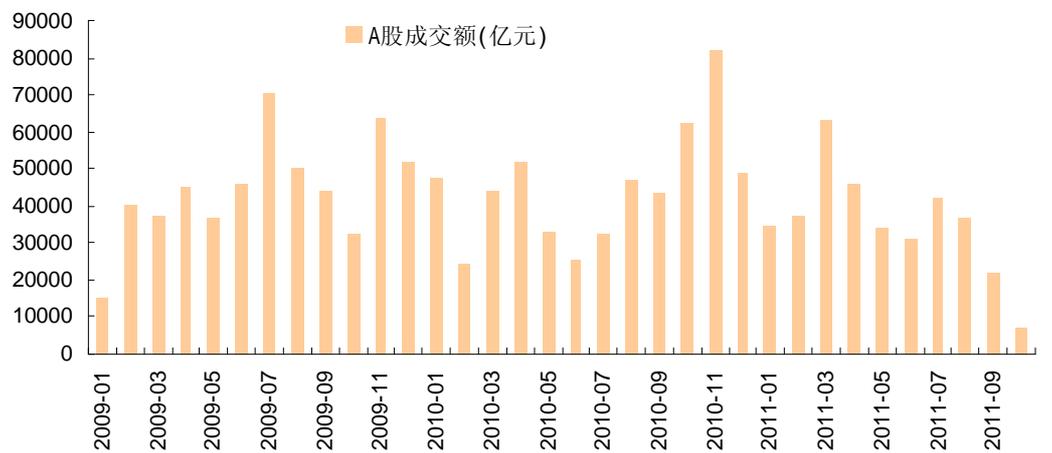
通过与受基本面影响较为类似的港股比较，港股大部分行业估值跌幅已接近08年金融危机时期，A股市场很多行业目前的估值下滑程度仍然小于金融危机时期，AH溢价近期有20%幅度以上的反弹，并接近历史均值。从这个角度看，A股市场估值重心仍有继续下行的可能性。

图3-7: AH溢价回升预示A股相对外围市场仍具有下跌惯性空间



资料来源:WIND、平安期货研究所

图3-8: A股成交量进一步萎缩



资料来源:WIND、平安期货研究所

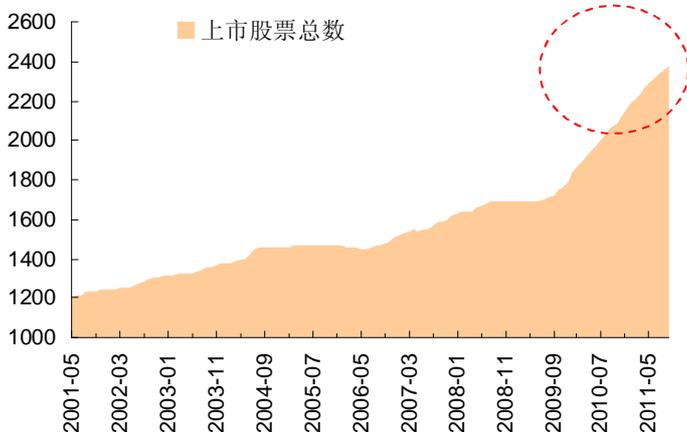
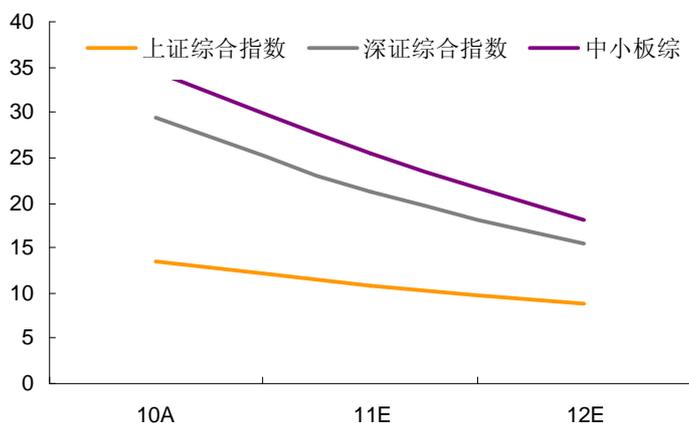
2、A股资产价格安全边界有被下破的风险

伴随着实体经济转型的阵痛，尤其是媒体对实体经济资金链断裂的不断报道与夸大，让市场对实体经济的盈利预期一致下调；与其相对应的指数价格也一再低走，使得相对估值水平仍旧维持低位。从传统金融理论来看，相对估值是用于衡量上市公司价值的重要指标，其对于衡量资产价格走势只具备参考意义。指数价格除了受到上市公司投资价值的影响外，还同时会受到市场情绪及政策的影响，这一点在投机氛围较为浓厚的A股市场尤为明显。

目前市场走势已不能依据估值区间进行判断。如果说6月的时候市场多数观测的为估值状况，那么现在更多的关注则放到了估值安全边界上。后者的突破让市场参与者的信心得到了根本性打击，从根本上遏制了流量资金入市交易的意愿。至此，估值水平已开始突破市场信心的底线，从而造成A股成交额下跌的事实。从数据来看，A股的成交量已经达到08年金融危机以来的最低点，并有进一步萎缩的趋势。

图3-9:主要类别指数一致预期下调

图3-10:A股上市公司数量2011年增长迅速



资料来源:wind、平安期货研究所

另外，市场一致预期也进一步下调，数据显示，3月底以来全部A股2011年盈利预测下调了1.9%，中证100、沪深300、中小板和创业板下调幅度分别为1.0%、1.8%、8.4%和11.2%，这一调整趋势反映了之前市场对业绩乐观预期正在下降。而在整体业绩增速回落的大趋势下，创业板公司盈利预期虽仍处于高位，但增速继续大幅提高的概率不大。

随着市场成交量的下降，A股市场流量资金不断离场，存量资金也开始缺乏继续持仓的意愿。在市场整体多头持仓信心下降的大趋势下，IPO的持续发行、新股的继续上市继续消耗着市场存量资金。由于流量资金的缺乏，存量资金的持股意愿也受到冲击，悲观情绪自我强化，加剧了A股资产价格向下突破安全边界的势能。

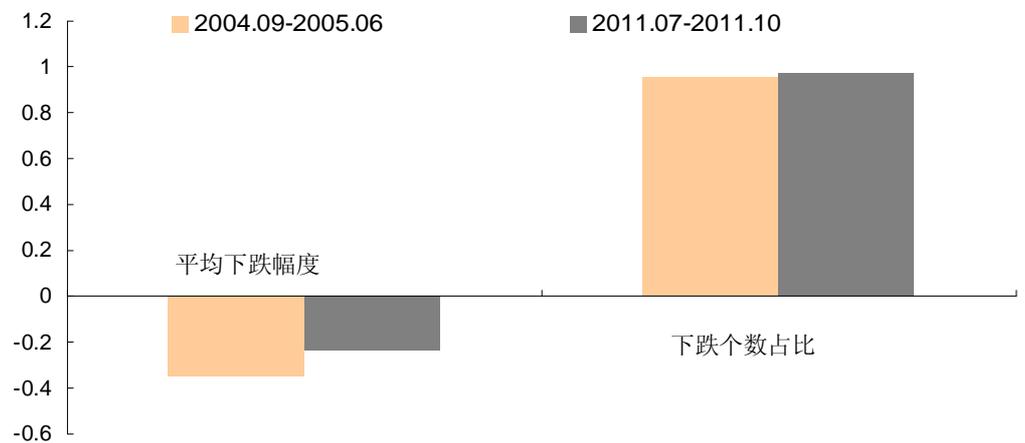
3、机构抱团的成长股估值偏高，或有补跌隐忧

此外，当前的市场投资状态与04年有所相似。04年市场调整，机构集体持有蓝筹股“抱团取暖”，4-10月股市虽然经历了充分的调整，但蓝筹股的估值依然偏高。

随着市场的进一步下跌，机构抱团取暖最终守失，机构多杀多导致持有的蓝筹股防线彻底崩溃而大挫，市场迅速跌至历史低位的 998 点。这种抱团取暖的行为犹如囚徒困境，经济学早有证明，结果必然是博弈的各方选择出卖对方，最后达至对各方都是最坏的局面。

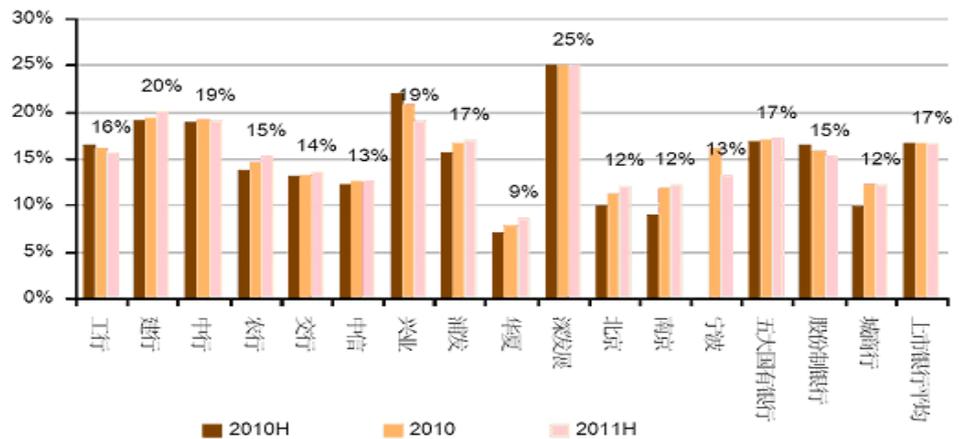
与 2004 年有几分相似的是，当前机构同样选择了集体抱团取暖的方式，不同的是这次机构们选择的是有良好前景的成长股，使得中小盘估值处于高位。我们担忧的是随着市场的下跌，04 年机构多杀多的局面会再次出现，届时市场或许会以中小市值股票最后一轮暴跌迎来真正的底部。

图3-11: 2004.09-2005.06与2011年7-10月两轮下跌情况对比



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-12: 银行坏账率一览



资料来源:wind、平安期货研究所

三、实体经济：面临转型之痛，持续时间长于预期

既然政策、估值都难言明确见底，那么实体经济会否对企业盈利形成支持，进而改善市场预期？我们的答案更是否定的。

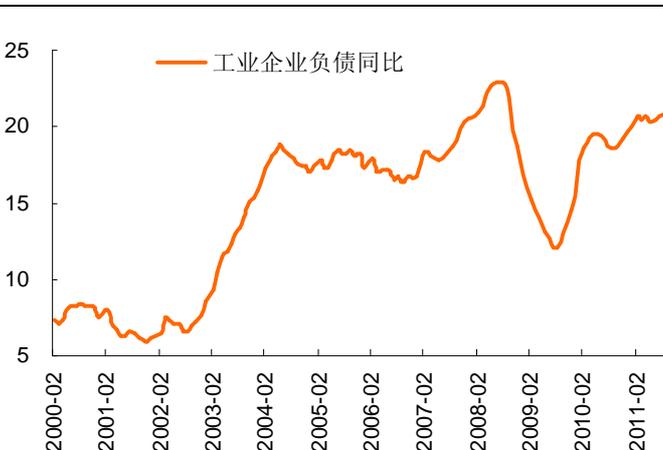
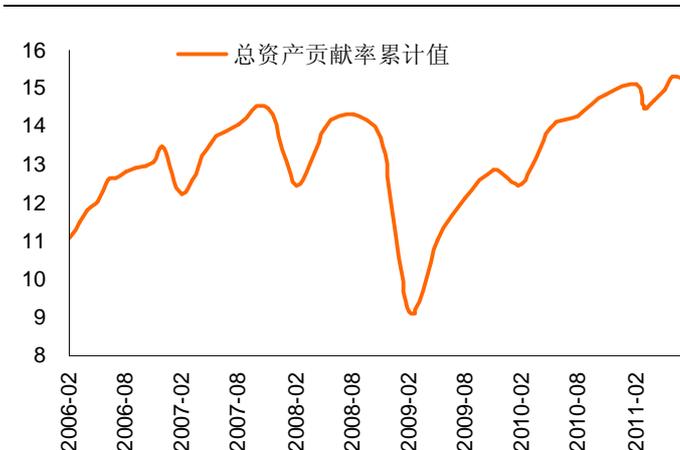
1、银行业间接融资功能的衰退为中国经济软着陆提出挑战

从目前数据来看，实体经济主体国有企业的景气度与私有企业相比差距逐渐拉大，多数企业面临资金紧缺，中小企业的转型面临更大困难。我们观点认为，目前实体经济蕴含着巨大的结构性风险，尤其是金融行业。在 GDP 减速的过程中，中国经济要实现软着陆的前提是有效地化解银行业的潜在风险。

随着房地产风险的逐渐释放，银行由于宏观调控造成的坏账率有所增加。一方面，宏观政策放松概率较小，银行信贷额度总体趋紧，资金价格趋于上升；另一方面由于房价面临下跌风险加大，随着房地产行业去库存化的深入，银行将要求更高的风险补偿。总体而言，中小企业面临的贷款利率目前普遍相对基准利率上浮 15%-30%。我们认为，银行业面临的巨大风险敞口从中期来看将很大程度上制约其作为政策工具再产生作用，中国对地方债务的整理将更大程度上依赖对地方政府的财税政策改革。

图3-13:工业企业亏损额3季度增加迅速

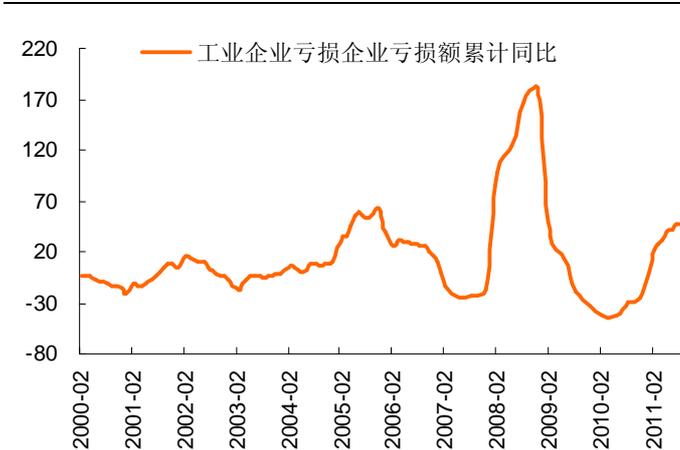
图3-14:工业企业亏损公司数量3季度增加迅速



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-15:工业企业亏损额3季度增加迅速

图3-16:工业企业亏损公司数量3季度增加迅速



资料来源:wind、平安期货研究所

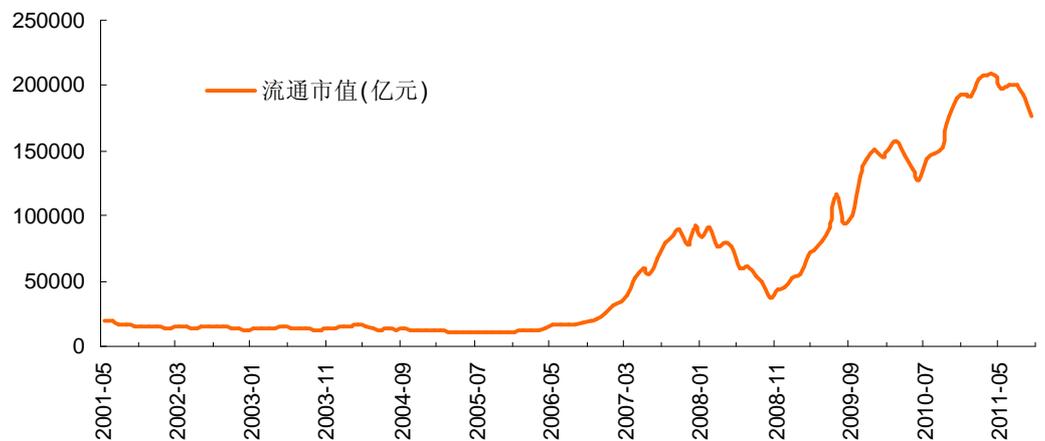
银行也作为间接融资的重要渠道，其融资功能的衰竭将在较大程度上制约经济结构的调整，从而决定最终中国经济是否能够成功实现软着陆。

2、实体经济复苏需更加有效的融资渠道

从3季度实体经济盈利状况来看，ROA累计值环比增长率自2011年第3季度以来连续以每月0.5个百分点的速度下降；工业企业负债第3季度同比增长0.5个百分点。除此之外，工业企业亏损额及亏损企业公司数量在第3季度继续维持增加的态势。

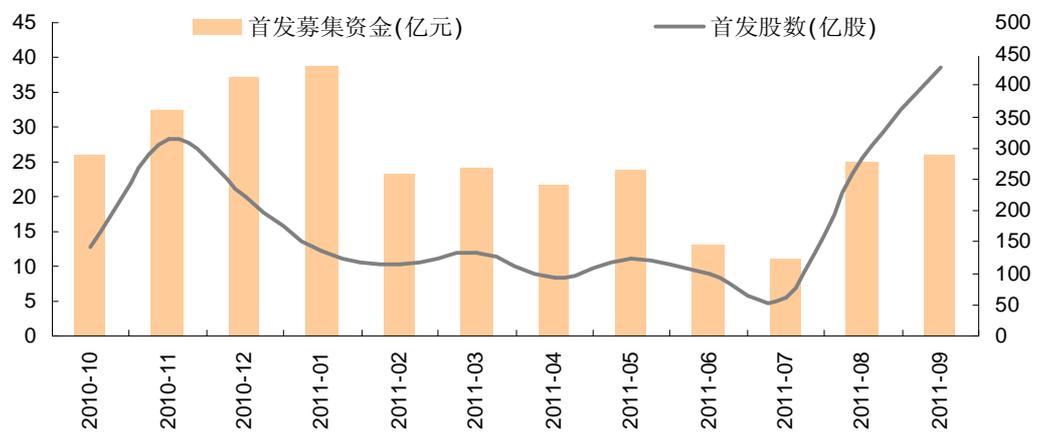
由于间接融资渠道的受阻、高利贷资金链的断裂，我们预计实体经济的经营状况将在2011年第四季度继续恶化。我们分析认为，A股市场的扩容在短期内将进一步拉低A股估值区间，但政府打开A股直接融资渠道的意图却十分明显。基于此判断，我们认为A股市场目前的低迷状况更大程度上是由于投资者信心短期内遭到打击所致。在2011年第四季度，我们定义为“A股市场信心恢复期”，行情将较难出现大幅波动。伴随着经济结构转型的继续，直接融资渠道的不断拓宽，在万事俱备的情况下，今年年底至明年初伴随着市场信心的逐渐恢复，A股市场才会迎来实质性转强的可能。

图3-17:A股流通市值一路飙升



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-18:下半年新股发行数量上升，但实际募集资金月度环比未有明显上升



资料来源:wind、平安期货研究所

策略：潜伏以致远

策之，而知得失之计。——《孙子·虚实》

在 2011 年四季度-2012 年这个关键的时间点上，是中国政界的换届之年，也是中国经济结构转型的起点之年，前述已进行了定性的分析与推演，但还需对投资节奏精细化，将时空轨迹细细描摹，以图更精准地踏准 A 股涨跌旋律。

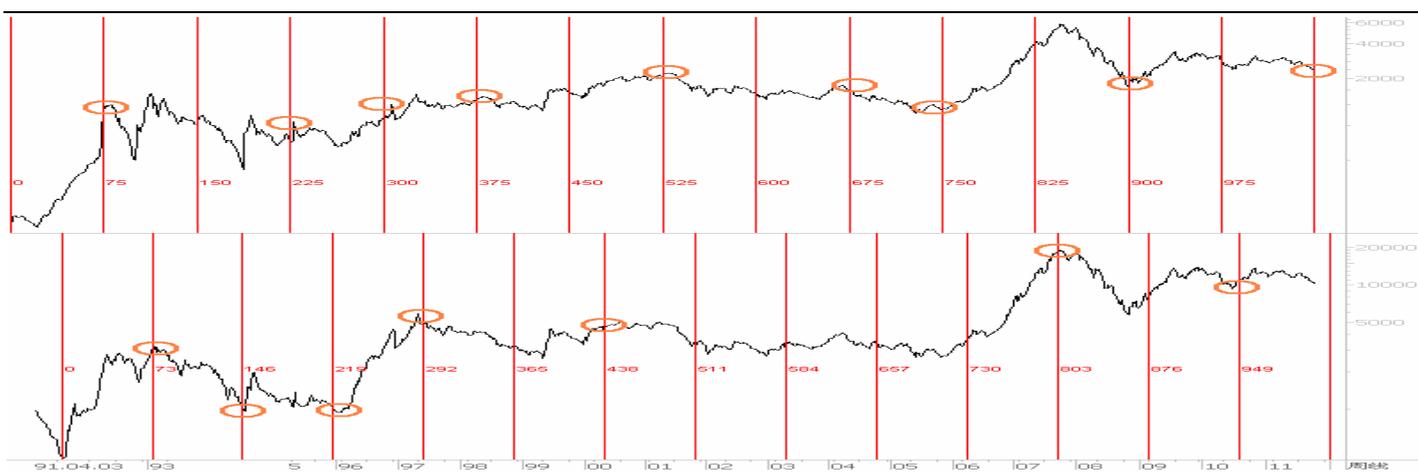
回顾三季度，市场走势屡创新低，波幅持续收窄，多头步步为营屡次抵抗，但皆无功而返，反而抵抗的套牢筹码成为未来上涨的阻力区。图形发现，近三年形成的最大支撑位 2650 一线在 8 月份被跌破，7 月的反弹行情也宣告终止。正如我们在《识别真底》中强调的：7 月是反弹而非反转。

那么，A 股经历了三季度的地狱式历练之后，四季度又该何去何从？

一、致远：底部时间之窗进入倒计时

在《识别真底》中，我们当时就给出下半年的策略，即“底部根基初定”。根据我们的追踪与观察，底部根基确已初定雏形，多个底部时间之窗已进入倒计时状态，四季度的市场大概率将在寒冬中潜伏待变。

图4-1:从深沪指数起点的360天周期延伸观察，历史上近七成以上的拐点均处于指示之中



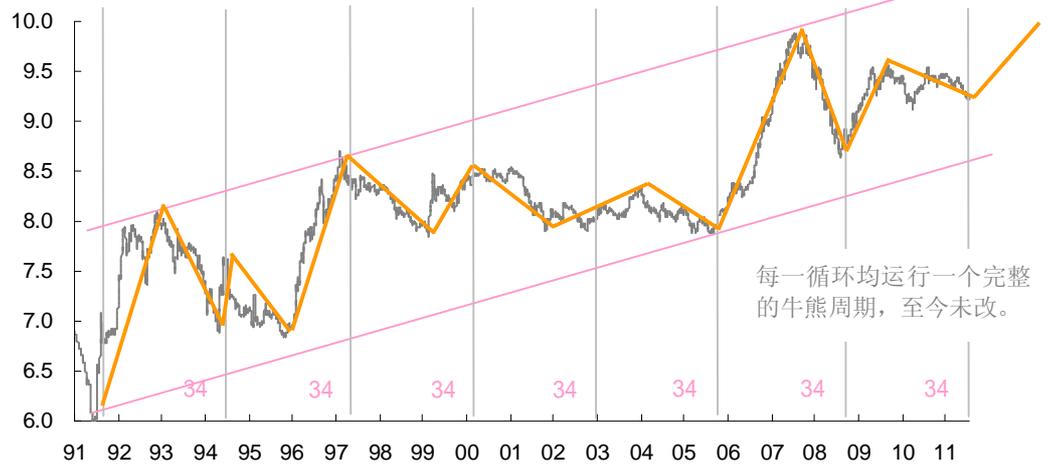
资料来源：wind、平安期货研究所

从江恩 360 时间结构观察上证指数与深成指，两指数从发布至今，一共历经了 14 个 360 天的循环（即 73-75 周），在历次的循环中，如果顶底拐点出现在时间之窗上，则必会成为极为重要的顶部或底部。从目前来看，上证的其中一个拐点正在形成，而

深成指还待一两个月之后。但无论如何，历史的重要顶底或将在近期内成型。

同时，深成指的 34 月循环周期同样预示熊市步入尾声。一方面，其长期上升通道制约形成了深成指重要顶底；另一方面，又显示每隔 34 个月均完成一个牛熊循环，其规律至今未改。而且，从 07 年开始的熊市下跌，在牛熊结构上也与 93-96 年非常相似，均遵循“大幅下跌—强力反弹—最后一跌”的逐步收窄的波动规律。

图4-2: 历史显示34个月完成一个牛熊循环的藩篱至今未破，预示熊市步入尾声



资料来源: wind、平安期货研究所

从上证指数自身的形态对比，A股牛熊周期格局的每一周期有其一定的相似性，但因历史周期与经济周期不同，却又不仅仅是简单的重演，走势的演变也会略有不同。回顾上轮熊市（2001-2005年）与当前熊市（2007-2011），其运行时间相当，运行轨迹与结构也较为类似，同样揭示出底部的时间之窗非常逼近。

图4-3: 上证目前走势与2001-2005的下跌形态较为相似，底部结束的时间之窗临近

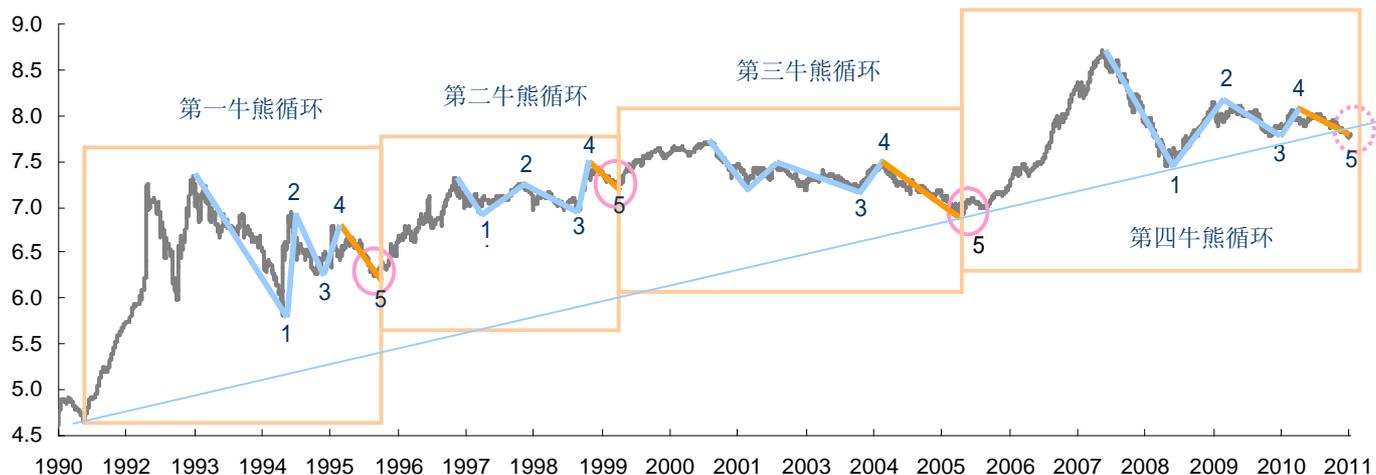


资料来源: wind、平安期货研究所

二、潜伏：底部并非一个点，而是一个面

虽然历史大底的时间之窗临近，但回顾历史上的历次大底，牛熊转折的底部从来都不是一蹴而就，时间之窗也是一个面而非一个点。因此，我们称未来熊转牛的过程是“潜伏底”的过程。

图4-4:牛熊循环结构清晰，市场进入拐点的时点之窗，但拐点可能不是一个单一的低点，而是一个多底的面



资料来源: wind、平安期货研究所

一方面，在大方向的判断上，我们一直沿用“牛市横跨秋季”的长波周期理论基础，并总结A股独有的牛熊周期规律。从中观察，上证指数从1990年至今已运行四轮结构相似的牛熊周期，当前正处于第四个牛熊周期的末端。每轮牛熊循环的特征是开启后的一年半或二年成为上涨趋势，随后展开三年或更长并以五组浪构成下跌。四轮牛熊循环分别为1990-1995，1995-1999，1999-2005，2005—至今，平均5年重复一次，目前第四牛熊周期展开至今已长达6年，也显示步入尾声的基调。

图4-5: 上证目前走势与道琼斯30年代的形态较为相似，长期大底仍待观察



资料来源: wind、平安期货研究所

注: 按上证与道琼斯时间长度为1:3比对

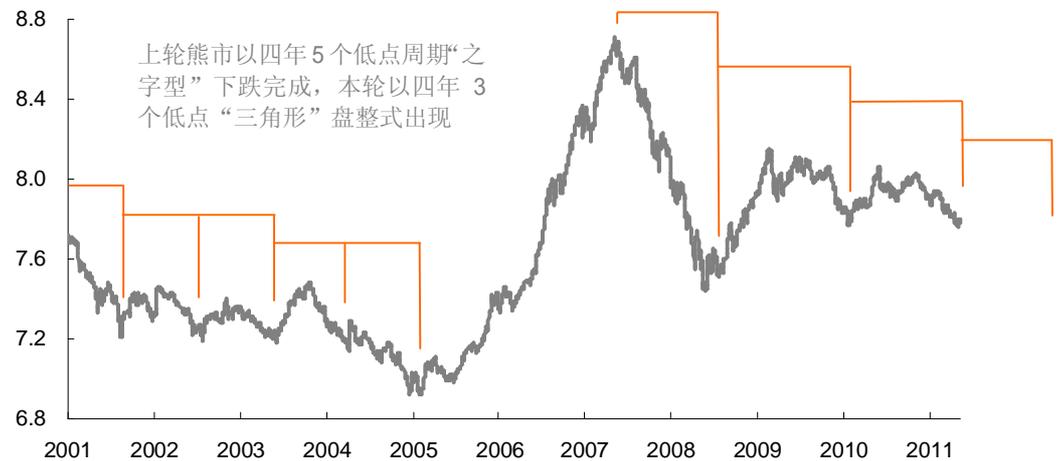
在中国经济、库存、政策、市场等几大周期叠加共振的时间之窗下，A股极有可能将形成第五轮牛熊周期的起点。不过，由于目前内外围经济社会问题错综复杂，系

统性风险频出，投资环境的不确定因素仍多，市场情绪需更长时间才能恢复，因此预计本轮的底部将不是单一的低点，而是属于由多个低点组成的波折起伏的潜伏底。

在形态遗传与历史重演的规律上，我们同样能得到底部仍需反复潜伏，低点不止一个的参照。如金融危机后的上证指数与 30 年代的道琼斯指数有异曲同工之妙。按上证与道琼斯时间长度为 1:3 比对，从沪、美两市跨时空的重演印证可见，大底部的完成之日似还差一小段，大底部尚未到来。

从上证指数两次熊市（2001-2005，2007-至今）的内部运行结构看，上一轮经历了 5 个小型周期，而本轮则遍历了 3 个跨度稍大的周期，尽管两者运行时间相当，且目前第 3 个周期也面临结束，但由于熊市后期的复杂性并不能排除还有第四个周期的可能性。

图4-6:从两个熊市的运行结构显示，熊市走势似还未完成之嫌



资料来源:wind、平安期货研究所

综上所述，目前大小周期的叠加，时间之窗的临近，新一轮牛市之步伐已悄然接近，但牛熊转折的底部从来都不是一个点而是一个面。在未来的数月之内，我们预期或诞生一段先反弹后回落的波涛，显然存在一定的交易性机会，但随后的回撤与起伏整固的趋势难以捉摸。应对这个熊转牛的“潜伏底”，上佳策略理应是蓄势以待发、潜伏以致远。

结 语

针对 A 股市场当前估值已降至历史底部，但反弹迟迟未至的困局，我们深度剖析经济转型的本质规律后，依然坚定对 A 股未来黄金十年的信心，并且建立起一个研判底部的模型，设立了估值底、政策底、经济底等三个观测点，从而按部就班、有据可循地描绘出“潜伏底”的大图景。

4 季度，首先经济的高位拐头下行将对中小企业的利润构成冲击，进一步影响到企业盈利的下降，尤其是基金目前重仓的中小市值板块可能还将经历最后一跌，届时真正的“估值底”将会到来。

其后，政策调控成效开始显著，CPI、房价将回归至政策目标区，政策也将由目前的“紧缩观察期”转向“中性期”乃至“定向宽松期”，届时 M1 有望在 10%以下向上拐头，增量资金进入市场对价格构成支撑，“政策底”与“市场底”也有望在这一阶段确立。

最后，伴随着经济结构转型的继续，直接融资渠道的不断拓宽，在万事俱备的情况下，实体经济逐渐恢复，企业重新进入补库阶段，“经济底”出现，并支撑市场走出当前的底部区域。

图 表

图 1-1:市场估值已经处于历史底部	4
图 1-2:三季度全球市场重挫	5
图 1-3:三季度构成 GDP 的三驾马车同比下跌	5
图 1-4:基金仓位大幅下降	5
图 1-5:股民对于“抄底”一词已经毫无反应	5
图 2-1:日本国民收入在 70 年代大幅攀升	6
图 2-2:中国下一个十年 GDP 增速将以 8%为波动中枢	7
图 2-3:A 股上一轮牛市来临之前同样经历了 04-05 年的潜伏状态	8
图 2-4:日本国民收入在 70 年代大幅攀升	8
图 3-1:央行加息的观察对象及阈值	9
图 3-2:猪肉价格与翘尾因素回落带动通胀下行	10
图 3-3:原油与 CRB 商品指数高位回落	10
图 3-4:M1 增速先行于上证指数约 3 个月	11
图 3-5:上证指数与标普 500 指数比较	12
图 3-6:A 股估值空间 3 季度未出现明显变化	12
图 3-7:AH 溢价回升预示 A 股相对外围市场仍具有下跌惯性空间	13
图 3-8:A 股成交量进一步萎缩	13
图 3-9:主要类别指数一致预期下调	14
图 3-10:A 股上市公司数量 2011 年增长迅速	14
图 3-11: 2004.09-2005.06 与 2011 年 7-10 月两轮下跌情况对比	15
图 3-12:银行坏账率一览	15
图 3-13:工业企业亏损额 3 季度增加迅速	16
图 3-14:工业企业亏损公司数量 3 季度增加迅速	16
图 3-15:工业企业亏损额 3 季度增加迅速	16
图 3-16:工业企业亏损公司数量 3 季度增加迅速	16
图 3-17:A 股流通市值一路飙升	17
图 3-18:下半年新股发行数量上升, 但实际募集资金月度环比未有明显上升	17
图 4-1:从深沪指数起点的 360 天周期观察, 历史上近七成拐点均处于指示之中 ..	18
图 4-2:历史显示 34 个月完成一个牛熊循环的藩篱至今未破, 预示熊市步入尾声 .	19
图 4-3:上证目前走势与 01-05 下跌形态较为相似, 底部结束的时间之窗临近	19
图 4-4:牛熊循环结构清晰, 但拐点可能不是单一的低点, 而可能是多底的面	20
图 4-5:上证目前走势与道琼斯 30 年代的形态较为相似, 长期大底仍待观察	20
图 4-6:从两个熊市的运行结构显示, 熊市走势似还未完成之嫌	21

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>