

定础之年，绝处求生

核心内容

结构转型，稳中寻机

“转变”是2012年的关键词。无论是经济的运行模式还是政府的行为特征在2012年都表现的与过往有所不同，这是中国经济要跨越“起飞萧条”走向成熟的必要代价。未来新牛市的性质与2007年会截然不同，寻找下一轮牛市的线索必须从结构转型的方向去着手。

由于全球进入长波的衰退周期，中国结构调整的时间可能比预想的要更长，2012年经济中注定了不会有太多亮点。受到转型目标以及财务困境的双重制约，投资者同样不应该对政府如2008年那样的救市抱太大的希望。今年的机遇在于政府的出于稳增长考虑的“结构性”调控，更多的表现为原有政策在时间与空间上的腾挪。

定础之年，绝处求生

继去年的“起点之年”定调后，我们将2012年定调为“定础之年”。即，新一轮牛市的基础（政策根基、资本根基、体制根基）等，将在今年奠定。2012年已然过半，乐观的一面是，存准连续3次下调，央行3年来首次降息，通胀与房价也回落，这的确显现出政策的根基已基本确立。但经济根基因外围欧债恶化、国内转型未完成等因素，仍需盼望在下半年艰难筑就；体制方面也有待IPO与退市机制的完善。

总体而言，我们维持2012年将奠定牛市基础的判断，在走势上，A股有望走出“五穷六绝七翻身”的历史规律，而全年呈现“N”型震荡上行的局面，上证指数全年的最高目标有望去到2800-3000区间。从大远景看，第五轮牛熊周期的上升序幕或已缓缓拉开，在“牛市横跨秋季”的战略机遇来临之前，我们也许正站在起点。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 宏观/股指研究小组
✉: dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn
投资咨询部 整理/分发

✍: 明 枫 (宏观策略)
☎: 86-755-83786971
✉: cenweizhong495@pingan.com.cn
📄: 期货从业资格:F0271803

✍: 简 翔 (宏观研究)
☎: 86-755-23946145
✉: jianxiang247@pingan.com.cn
📄: 期货从业资格:F0271800

✍: 李 斌 (策略研究)
☎: 86-755-82563929
✉: libin719@pingan.com.cn
📄: 期货从业资格:F0271067

✍: 袁斐文 (股指研究)
☎: 86-755-82567126
✉: yuanfeiwen209@pingan.com.cn
📄: 期货从业资格:F0271503

相关报告

- 1、上下同欲，终而复始——A股2012年度策略报告
2012. 02. 16
- 2、起点之年，潜伏嬗变——A股2011四季度策略报告
2011. 10. 21
- 3、起点之年，识别真底——A股2011中期策略报告
2011. 07. 01

摘 要

5 穷 6 绝以后股指 7 月能否翻身？ 进入 5 月之后，在欧债再度爆发、美国经济失速的情况下，投资者对未来前景的忧虑开始大于对政策放松的憧憬，资本市场进入了传统 5 穷、6 绝的窘迫之境。而 7 月能否翻身，或将成为决定全年走势的关键一役。

政策腾挪将带来新的空间。 今年是中国经济转型的关键一年，在跨越“起飞萧条”的过程中注定了不会有太多亮点，而外围环境的恶化更是会使情况雪上加霜。投资者同样不应该对政府如 2008 年那样的救市抱太大的希望，原因在于当前政府的行为受到转型目标以及财务困境的双重制约。中国的机遇在于政府的出于稳增长考虑的“结构性”调控，更多的表现为原有政策在时间与空间上的腾挪。

定础之年，绝处求生。 上半年，通胀回落至调控目标之下，房价得以控制，政策宽松的基础已经具备。立足当下，央行三年来首度降息，货币政策的持续放松可期。不过，投资者信心仍然普遍悲观，况且外围危机阴霾未散，IPO 造成的总市值过大则制约上行动能，经济的探明底部仍需时日。因此，从政策、经济、市场等因素此消彼长的情况看来，下半年，是一个在绝境中探求生机的微妙时点。

N 型支点，翻身之战。 我们在年初提出一个“N”型横跨龙年的结构，目前，对一、二季度的研判基本准确（欧债爆发比我们预期的晚了一个月，上升段也更为波折），目前市场正运行在“N”型的中间回撤波段中。分析的最大焦点在于，“N”型的第二支点将回落到那个位置？第二支点确立的时间点在何时？确立支点的背后动因何在？综合考量股市的内生及外生因素，我们认为下半年的中国经济与股市有回暖的动力，对比 05 年大底时的价格形态也得到相同结论：市场有望在下半年走出“N”型的第三段，形成震荡回升的局面。

第五轮牛熊周期已拉开帷幕。 根据我们的一贯观察，股指从上市以来，5 年为一个牛熊周期循环的运行规律已出现了四轮，第四轮在 2011 年-2012 年之交进入时间之窗后基本确立结束。从经济结构及工业化进程上，对比国际经验，中国当下或许已经进入了起飞萧条的尾声阶段，如果经济转型顺利，国民财富分配有道，接下来将迎来增长更低但质量更高的成熟时期，这个阶段往往是一国资本市场最为辉煌的一页。

目 录

摘要	2
引子 五穷六绝七翻身.....	4
一、一季度市场如期反弹	4
二、二季度风云突变	4
三、五穷六绝以后七月能否翻身?	5
结构转型，稳中寻机.....	6
一、寻找牛市的线索	6
二、经济下行是转变的必要条件	6
三、政策结构性调整带来的机遇	8
定础之年，绝处求生.....	10
一、根基初定：“抗通胀”功成身退，“紧货币”宣告终结	10
二、绝处求生：流动性预期向好，最大负面因素取决于 IPO.....	13
三、根基巩固：经济数据探底，外围仍待考验	17
四、内在价值：投资吸引力凸现，产业资本是关键	19
N型支点，翻身之战.....	23
一、七月翻身之战	23
二、N型支点，横跨龙年.....	24
三、大图景：第五轮牛熊周期已拉开帷幕	26
图 表	27

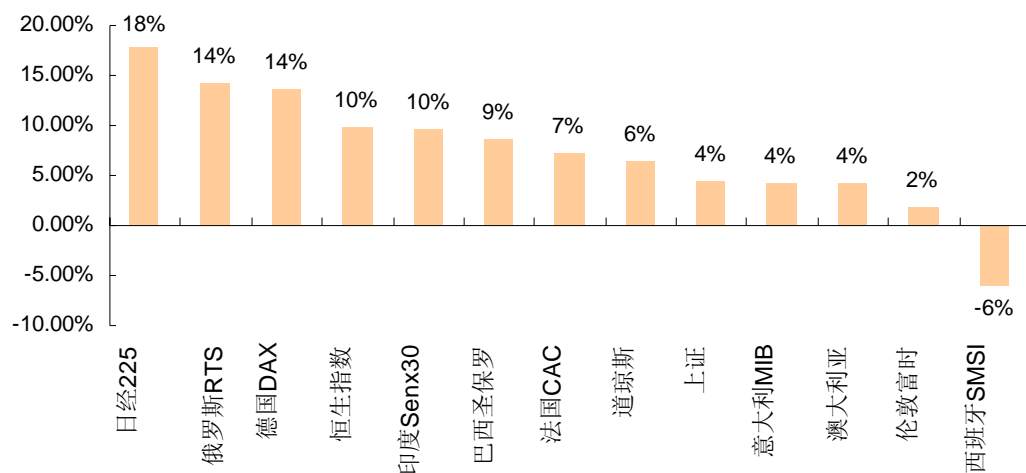
引子 五穷六绝七翻身

一、一季度市场如期反弹

1、全球股指在超预期中反弹

我们在今年 2 月的 A 股年度报告《上下同欲，终而复始》中指出一月效应将带来市场在 2012 的上扬，事实上这种趋势一直持续到 4 月末。欧债危机的缓解以及美国经济数据是反弹的最大推手。希腊问题一度被市场视为已经彻底解决，同时美国良好的经济数据则改善了市场对于未来全球经济的信心，两者的超预期一起推动了全球股票市场的反弹。

图1-1:一季度全球市场普遍反弹



资料来源:wind、平安期货研究所

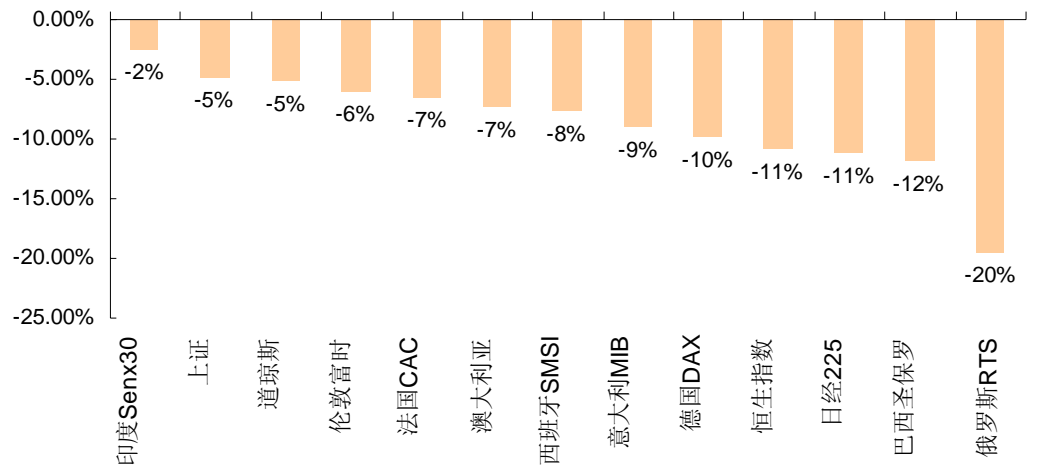
2、中国股指在预期中持续攀升

在这种大背景下 A 股与全球市场同步上涨。尽管中国经济数据利空不断，但股指却持续攀升。原因在于市场参与者的学习效应，2008 年来经济下行——政策放松——市场上行——经济确认的模式已经成为市场共识，同时对于全球政府联手救市的呼声也越来越强。因此中国经济探底趋势越明晰，对于政策预期就越强烈。传统指标在这个阶段失效，在流动性的状况没有出现任何改善的情况下，股指却出现了一波幅度可观的反弹。

二、二季度风云突变

但进入5月之后，中国政策依然无为、美国经济开始疲软、欧洲问题却突然爆发，这使得早期入场的投资者显得非常被动。经济下行——股市上行的预期模式被打破，市场开始对后市无限悲观，认为欧洲问题无解，美国将再度衰退，而中国政府为了结构调整将继续无为。所有风险资产都遭到抛售，全球股票市场同时出现重挫，国内股票市场也出现了恐慌性的抛售。因此即使在5月份政府释放出部分利好的信号，但依然被理解为无法刺激经济上行，市场持续下行。

图1-2:进入5月全球股票市场重挫

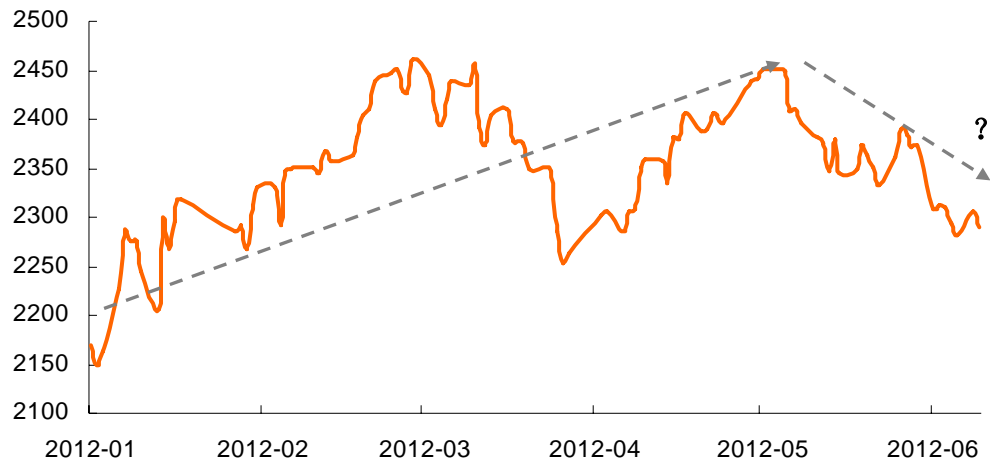


资料来源:wind、平安期货研究所

三、五穷六绝以后七月能否翻身？

对于中国资本市场的未来，我们始终抱有乐观的态度。在《上下同欲，终而复始》我们中指出，2012年将是中国经济经历“起飞萧条”的一年，也是中国资本市场的“定础之年”，因此我们应该对2012年的市场抱有充分的准备，对2013年的市场有更为乐观的态度。但是对于投资而言，更现实的是在经历了黑暗的5、6月后，应该如何去对待下半年的市场？投资界素有五穷六绝七翻身的说法，在年中这个时间转折点上股市能否翻身，或将成为决定全年走势的关键一役。

图1-3:5穷6绝以后7月A股能否翻身？



资料来源:wind、平安期货研究所

结构转型，稳中寻机

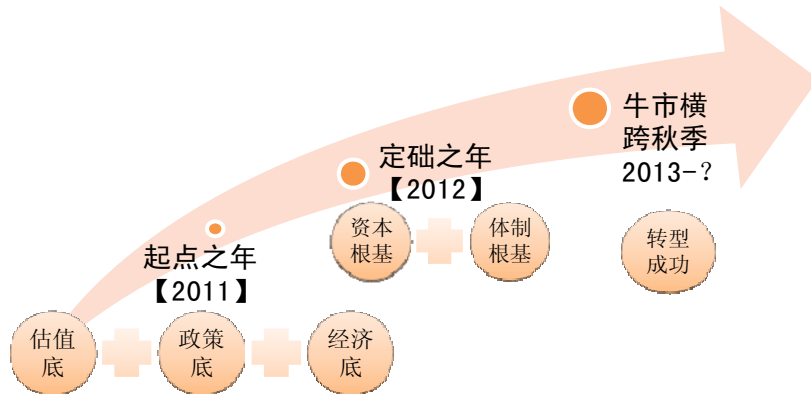
一、寻找牛市的线索

我们在去年 3 月《余潮渐尽，起点之年》后的一系列报告，通过国际对比的经验为投资者勾勒出未来牛市的蓝图：在经历了“起飞萧条”的转型阵痛之后，中国将完成从工业化起飞到成熟阶段的转型，未来的经济增速与过去十年相比将大幅下降，但增长的质量将更高。居民的财富效应会成为牛市的基石，新的主导产业的兴起将成为推动新一轮牛市主要动力，而这轮牛市可能比 2007 年更加灿烂。

因此寻找下一轮牛市的线索就必须从结构转型的方向去着手，当前经济的下行是必经之路。如果着眼于经济的起伏以及政府的救市而非经济结构的转变，那么对于牛市的理解仍停留在旧经济的简单重复，但是从最为简单的逻辑都可以推出，原有经济模式不可持续，又如何推衍出一轮新的牛市？

我们将 2012 年定为于“定础之年”，原因在于要夯实经济以及牛市的基础必要要经历反复，2012 年全球经济风云变幻而中国自身面临种种难题会成为反复的主因，转变将成为 2012 年的关键词，如果看不到这点，就看不到牛市的线索。

图2-1:牛熊转换的逻辑推演



资料来源:wind、平安期货研究所

二、经济下行是转变的必要条件

1、结构转型阶段政府持观望态度

按照 2008 年的经验，当经济运行进入了趋势性的下行阶段，政府就会出手救市，但本轮周期政府对于经济下行的容忍远远超于市场想象。从很多指标来看，当前的情况或许没有 2008 年那么糟糕，但是经济向下持续的时间以及趋势都是 2008 年所不可比拟的，同时从很多微观指标来看，当前中国经济收缩的状况远远超过 2008 年。我们认为当前的经济下行符合政府结构调整的意图，对于目前结构转型带来的经济下行，是政府可以容忍的。

图2-2: PMI的下行时间远超2008年

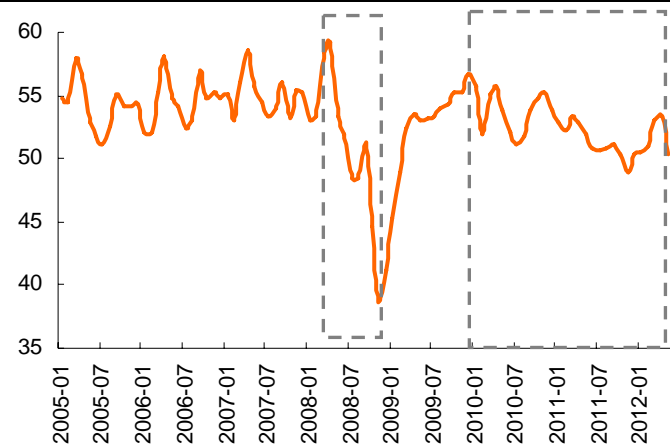
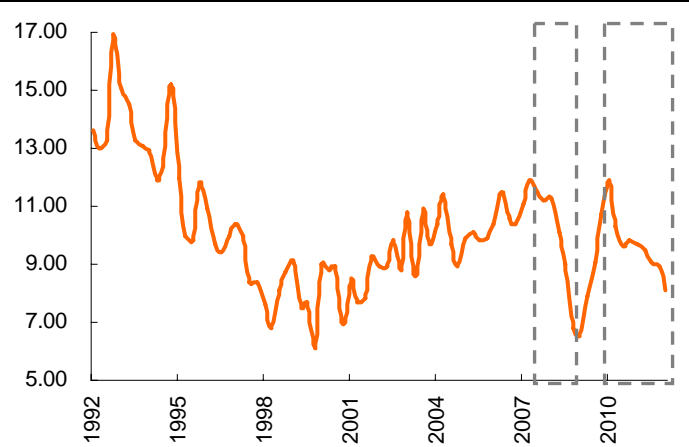


图2-3: GDP的下行时间远超2008年



资料来源:wind、平安期货研究所

经济结构的转型从来都不是主动为之，经济的下行有利于倒逼结构的转型。由于整体的投资回报率的下降，这使得原来低附加值的行业更加无利可图，部分实力较弱的企业将退出该行业进入更有利可图的新兴产业。这将带来两种效果，对于原有产业而言，剩余实力较强的企业将有能力对该行业进行重组，进而行业生产更具规模效应，同时研发的水平也会提升；而其余资本进入新兴产业将有效的刺激新兴产业的发展。因此我们见到东部沿海地区大量小微型企业由于加工利润大幅下降而处于停工甚至是倒闭的状态，但政府在这方面似乎并没有什么实质性的刺激措施出台，更多的是观望的态度。

图2-4: 中国投资占比已经超越了消费

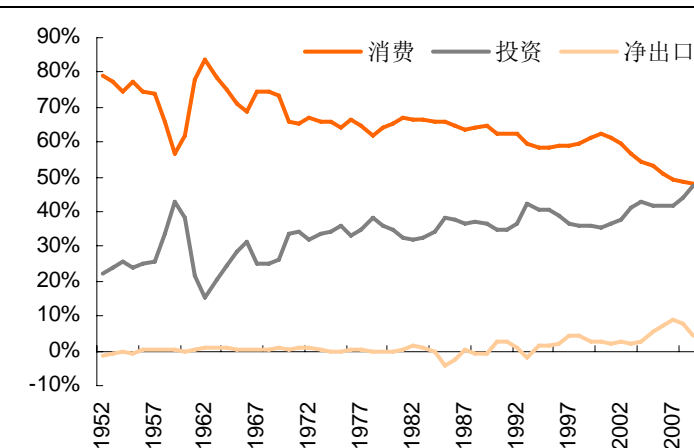
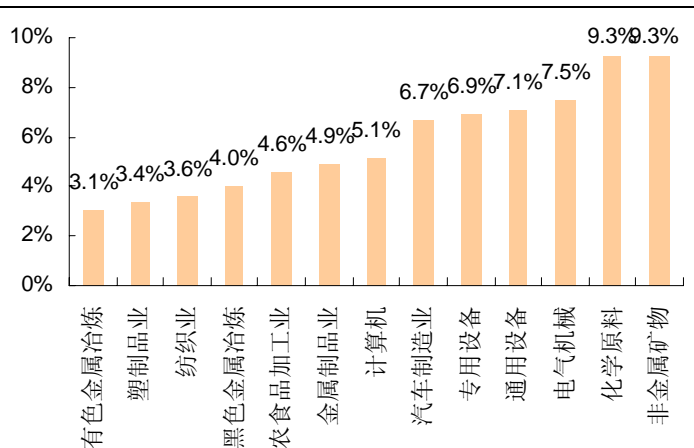


图2-5: 在产业结构中低级加工业仍占主流

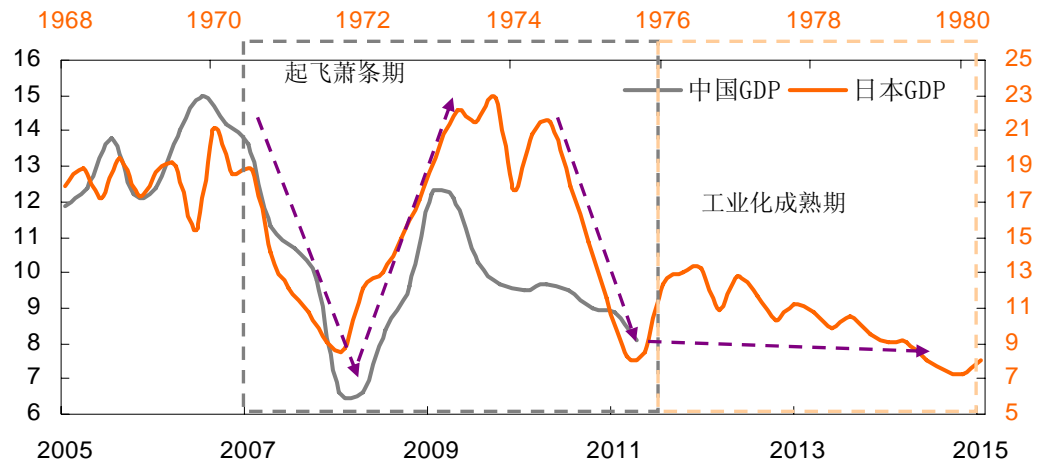


资料来源:wind、平安期货研究所

2、中国经济年内或将呈 L 字型

中国目前处于的是由工业化的起飞步向成熟阶段所遭遇的“起飞萧条”，在这个过程中经济下行是转型的必经阶段，只有通过衰退才能完成旧有产业向新的主导产业的过渡，同时经济体由投资主导向消费主导过渡，也会使得经济的增长更为平稳，过去以投资驱动所导致的大幅波动将不复存在。因此，即使当中国完成了“起飞萧条”的过渡以后，经济的增速也不能恢复到过去十年的波动中枢，而是会在更低的位置获得平衡。从这个角度来看，中国经济未来会呈现 L 字型，而非 2008 年以后的 V 字形，如果试图单纯通过经济增长的逻辑去寻找牛市的线索，很有可能无功而返。对比国际经验，中国的下一轮牛市是蕴含在经济结构的转型以及新的主导产业的出现。

图2-6:中国经济未来将呈L型



资料来源:wind、平安期货研究所

三、政策结构性调整带来的机遇

1、年内难有重大刺激政策出台

图2-7:中国财政支出的方向与财政收入一致

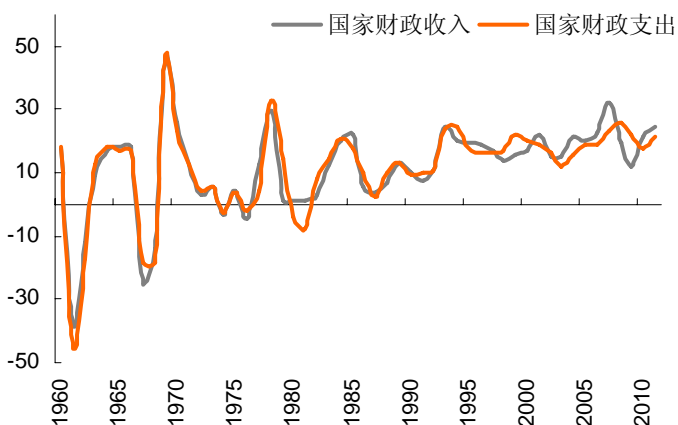
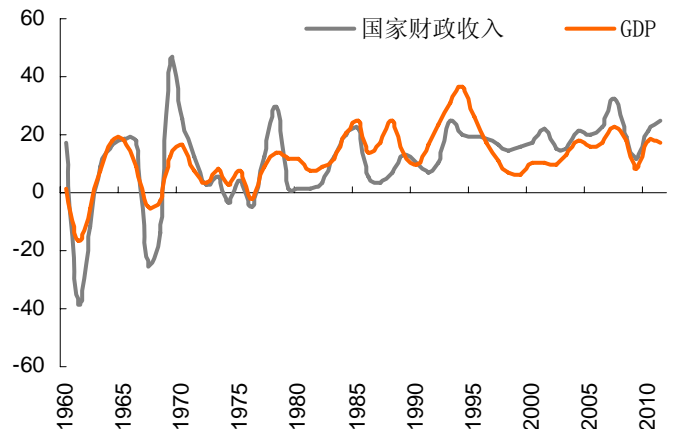


图2-8:中国财政收入的方向与经济增速一致



资料来源:wind、平安期货研究所

中国政府当前所面临的财政困境是制约大规模财政刺激政策的重要原因。传统上中国的财政政策是无赤字政策，我们很容易从数据就看出，中国的财政支出与财政收入是平衡的，而财政收入又与经济增速高度相关。因此当前国内经济处于的趋势性下行阶段所带来的就是财政收入增速的下降，进而导致了政府支出的硬性约束。

如果要像 2008 年那样采用赤字政策，当前仍是困难重重。对于中央政府而言，当前处于中国换届的关键时刻，一个显然的事实是高层在诸多问题上都无法达成共识，那么谁来拍板改变现状本身就一个非常困难的话题。对于地方政府而言，4 万亿所带来后遗症未完全消除，各类融资平台仍在清理的过程中，房地产的限购使得非税收入也大幅下降，刺激实属有心无力。

图2-9: 财政收入增速在2011后大幅下降

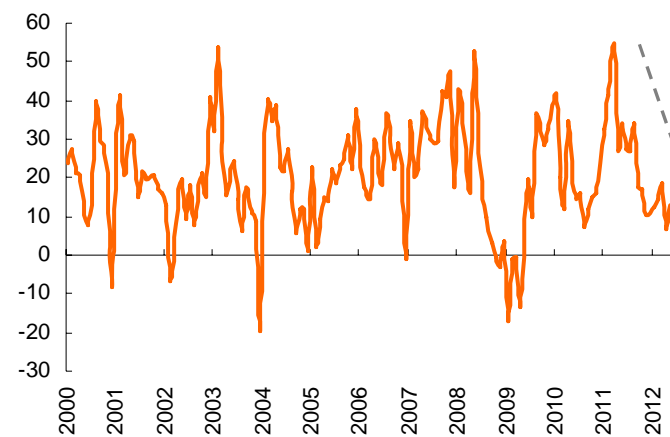
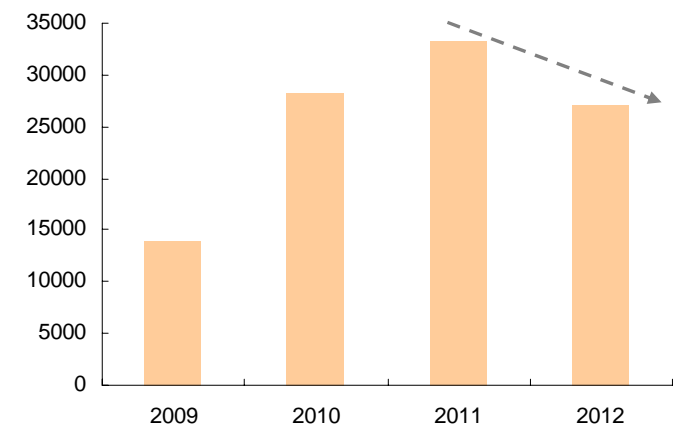


图2-10: 地方政府土地出让收入也将大幅下降



资料来源:wind、平安期货研究所

2、机遇在于政策的腾挪

中国经济在面临诸多约束下不会自行修复，因此结构调整将会是一个痛苦的过程，叠加全球长波的衰退周期会使这个过程更加漫长。我们认为今年中国无论是经济还是市场的机遇都在于政府的出于“稳增长”考虑的宏观调控，事实上温总理也多次提到要“把稳增长提高到更重要的位置”，5月底所谓政府刺激政策不会是空穴来风。但在上述诸多问题的约束下，像 2008 年那样的大规模放松不会出现，我们认为更多将是原有政策在时间及空间方面的腾挪，将政策利好集中在短期释放来刺激经济的自我恢复。

由于经济结构以及政府自身财政状况的限制，经济刺激政策的形态将会是原有计划开工的项目大幅提前，以及新项目的审批力度的加大。同时做到有保有压，就未来工业转型方向的七大新兴产业开出绿灯，但依然维持原有过剩产能行业的调控不变，维持房地产的调控不变，在总量不变的前提下，在时间上以及方向上做出腾挪，将会对经济构成短暂的提振，从当前政府刺激的时间节点来看 6 月可能会是一个关键时点。

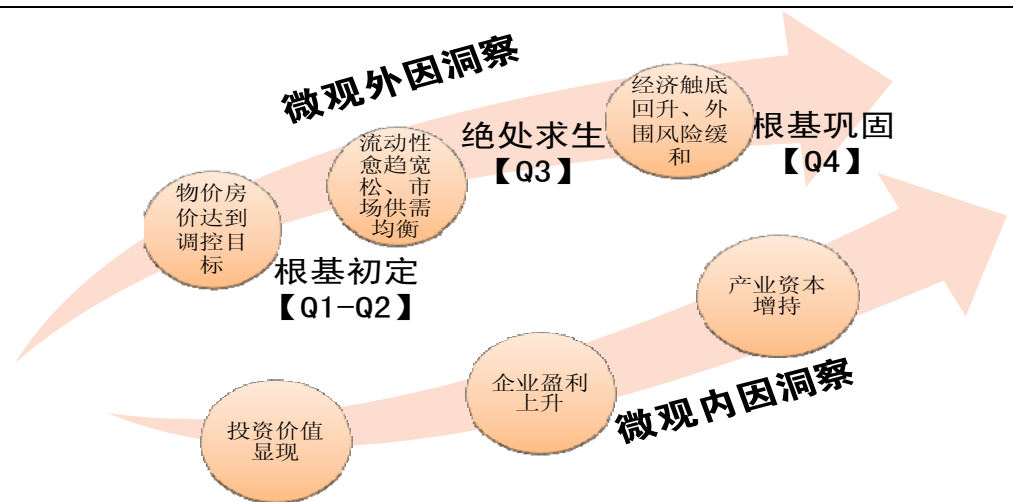
就货币政策而言是通过缓步的降息以及降准来稳住阵脚，08 年的宽松信贷难以再现，同时加大金融改革以及金融创新的力度，IPO 改革、中小企业债以及银行系统的改革都是为了促进直接融资在经济的比例，降低经济体对银行系统的依赖性，为经济结构的转型打下金融基础。从市场反应的节点来看，这个效应同样可能在 6 月出现。

定础之年，绝处求生

在《上下同欲，终而复始》中，我们对 2012 年定调为“定础之年”，提示新一轮牛市底部的复杂性。并推论牛市的启动前提，即首先要夯实两大根基：资本根基、体制根基。并指出资本根基将在上半年经历考验，但从三季度开始，将逐步夯实基础。届时，或将依次出现信贷放松、危机缓解、经济探底回暖的局面，由经济增长与信贷放松带来的资金将为牛市的启动提供筹码。

立足于 6 月当下，央行三年来第一次降息为我们的判断提供了肯定的论据，未来政策的持续放松可期。不过，外围的危机仍未值得乐观，经济的探明底部仍需时日。在此，我们有必要审视当前的微观数据变化，为下半年的市场演变提供线索。

图3-1:从微观数据变化定量分析底部



资料来源:平安期货研究所

一、根基初定：“抗通胀”功成身退，“紧货币”宣告终结

2012 年以来，政府政策的总基调从 2011 年的“抗通胀”转为“稳增长”。但事实上，在一季度的通胀情况仍未回落至调控目标的情况下，“稳增长”的财政刺激措施未免处处制肘，有心无力。直到 5 月 CPI 公布，CPI 回落到政策的观察临界 3%，央行甚至已提前做出反应，在公布 CPI 前的一天宣布降息。这也喻示着一个紧货币时代的终结，至少从政策层面，我们已能看到牛市根基初定的曙光。

1、货币政策周期转向

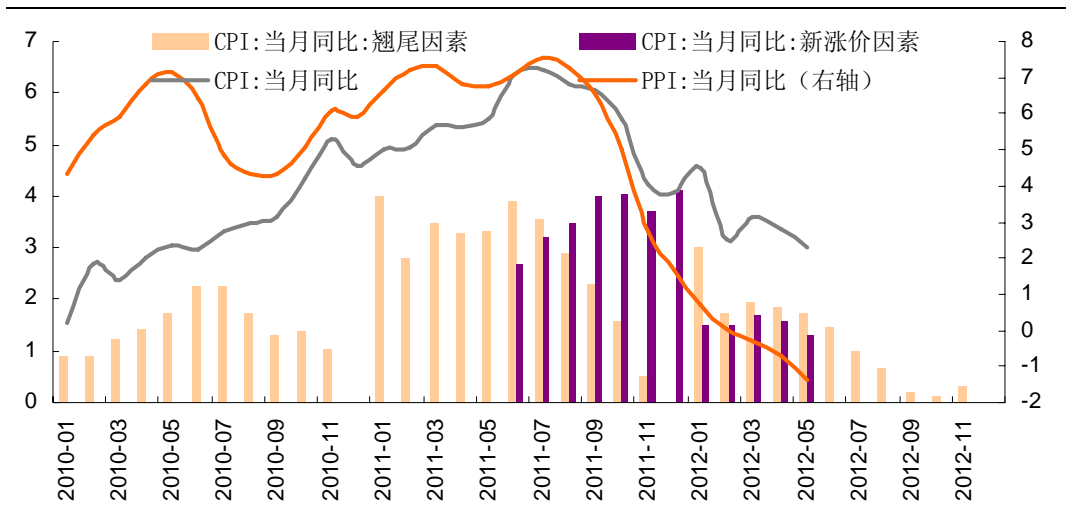
作为货币政策周期的标志性事件，降息就是发令枪，代表“正式转向”。正如 10 年 10 月底加息拉开紧缩周期的帷幕，本次 6 月的降息具有明确政策导向意义：没有降息，就没有刺激政策出台；一旦降息，出台一揽子刺激政策便可以预期。

除了方向的确立之外，本次降息最大的看点，还在于将存款利率上浮了 1.1 倍，而将贷款利率的下浮降到了 0.8 倍，实际形成非对称降息。由于银行的法定息差减小，将倒逼银行提升其风险偏好度，增加对高息差的中小企业和民营企业贷款力度，才能保证期利润水平，能够切实解决很多企业的资金问题。

事实上，从我们的《起点之年》系列，到《上下同欲，终而复始》，无一不是围绕着物价、房价、经济等重重错综复杂关系，来判断降息的时点，也屡次指出，新一轮牛市的政策底前提便是降息，在年初，我们对降息的时点预测是 3 季度。因此，从定性来看，降息算是提前一个月开启货币新周期，其意义，甚至可能比万亿级的财政刺激政策更大。危机，往往来自对危机的恐惧与预期。一个宽松的预期对经济与市场的刺激作用，近几年来美国已经用行动表示（QE1\QE2\扭转操作）屡试不爽。

2、下半年通胀有望维持在 3%以下，为货币宽松提供空间

图3-2: CPI影响因素对比：翘尾因素回落，新涨价因素维持低位，PPI大幅回落

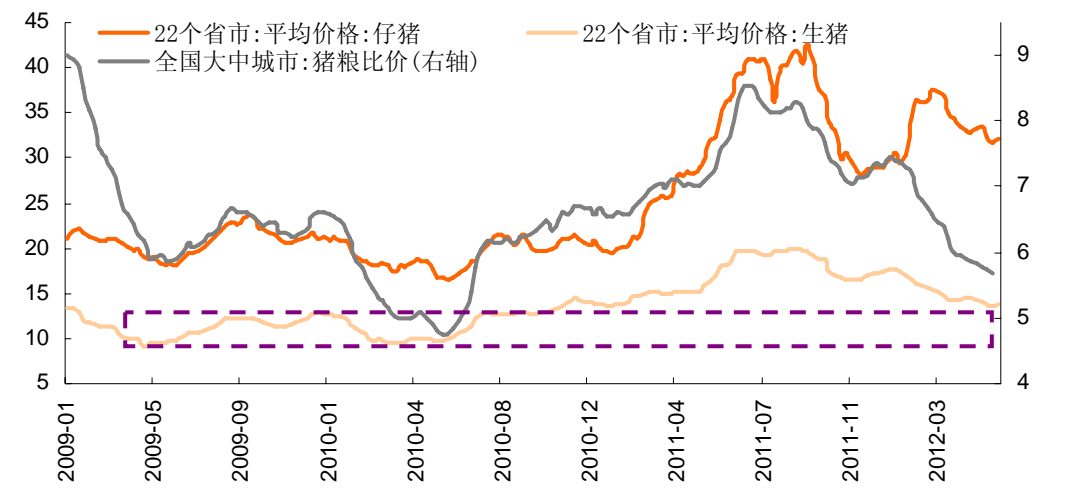


资料来源:wind、平安期货研究所

伴随着 5 月 CPI 回落至 3%，及 PPI 同比下降 1.4%，“抗通胀”的政策目标已基本宣告达成。再从图中的翘尾因素、新涨价因素可以看出，翘尾因素的高峰期将呈逐步下行的态势，而新涨价因素今年以来维持低位，因中国经济减速，需求减少，对物价形成平抑作用；而国际商品价格回调也使得上游原材料价格上涨压力缓解，整体通胀压力趋于缓和。

更细化地研究，所占 CPI 权重最大的猪肉价格：仔猪价格已率先回落至 09 年爆发通胀前的低位，猪粮比价也跌破 6: 1 的盈亏平衡点，预计生猪市场供大于求的状况仍可能持续一段时间，这都有助于抑制通胀的反弹。

图3-3:生猪价格下半年预计持续处于供大于求状况

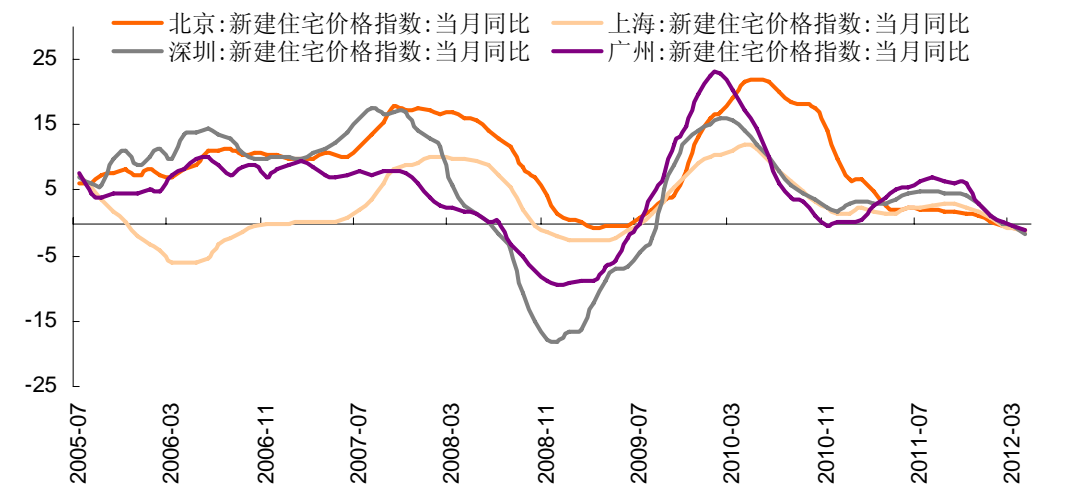


资料来源:wind、平安期货研究所

3、房地产价格增速回落

作为政策调控的另一目标——房价，也开始回落到政府的容许范围以内，可以看到，北上广深四大城市的房价已从去年的同比增速下降转为今年的连续同比下跌的状况。而地方政府的微调措施接连不断，促进刚需入市的措施如利率优惠、降低首付比例、减免相关税费、放宽首套房公积金贷款等政策踊跃出台。与物价的回落一样，房价回落一样为货币政策宽松预留空间，唯一需要警惕的是，降息后会否造成房价的快速反弹。

图3-4:四大一线城市房价相比2011年高点已有较大回落

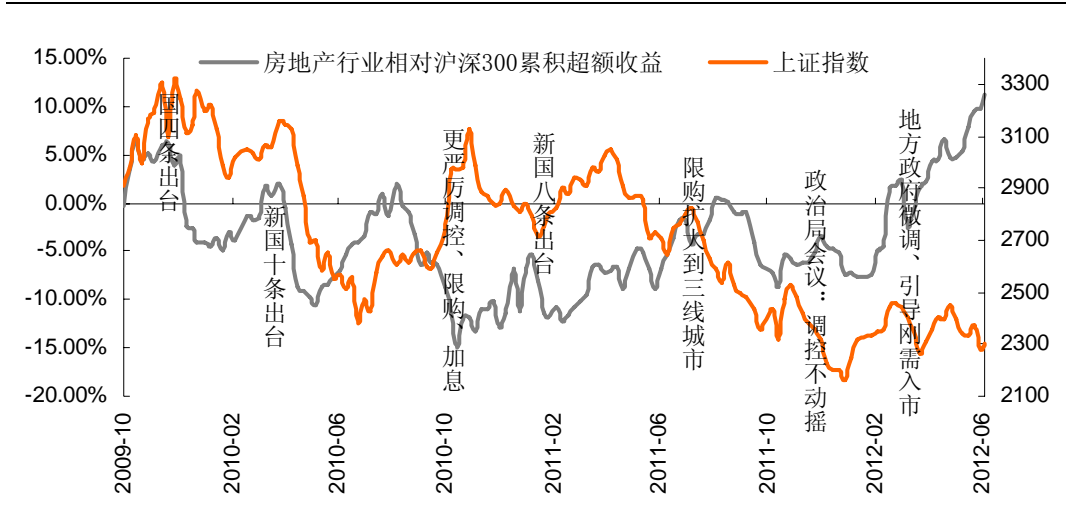


资料来源:wind、平安期货研究所

而从房地产板块的股价表现看，从2009年房地产板块的率先走弱到2012年的持续走强，可以判断房地产行业的景气程度正在回升；从政策的出台情况，也能看到从严厉调控到微调引导的变化。房地产行业的复苏，一定程度上有利于带动经济与市场

探明阶段性的底部。

图3-5: 房地产调控政策逐步缓和, 行业股价已率先反映行业正在复苏

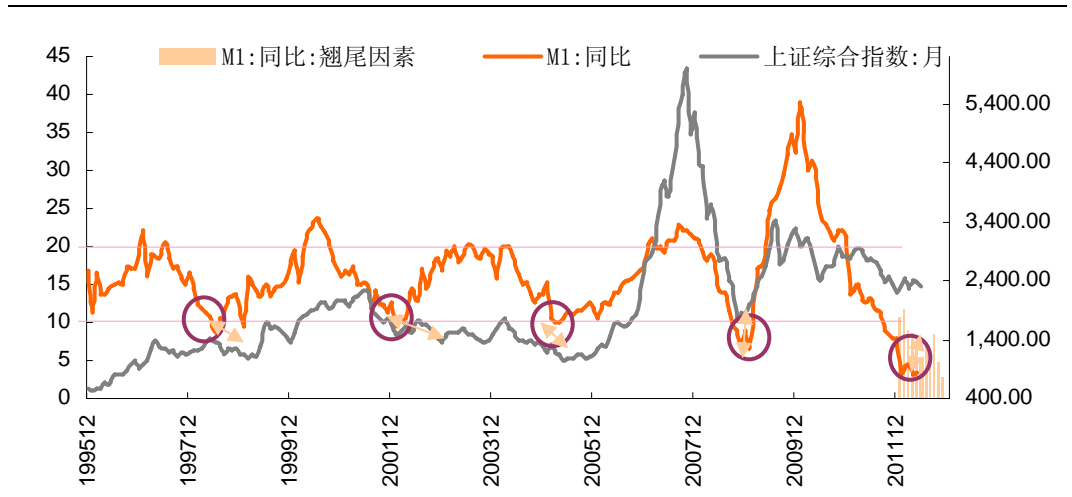


资料来源: 大智慧、平安期货研究所

二、绝处求生：流动性预期向好，最大负面因素取决于 IPO

1、信贷意愿上升，三季度 M1 有望触底反弹

图3-6: M1增速的阶段底部先行于上证指数的阶段底部，目前位于历史最低值



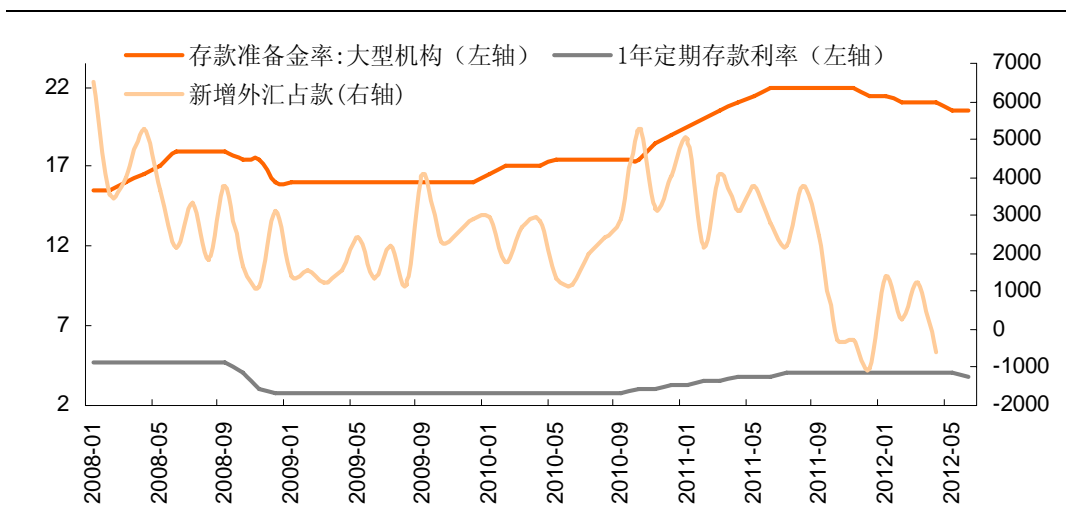
资料来源: wind、平安期货研究所

在 1、4 月份的 M1 创下史上最低值 3.1% 之后，5 月商业银行的放贷步伐明显加快，M1 有所回升。根据我们一贯以来的模型监测，M1、M2 的阶段底部都对应对应着上证指数的阶段底部，且有先行的特征。其中的机理大致是：银行放贷——资金转移到企业与企业——企业与企业活期资金流入理财机构——理财资金流入股市提振指数。其中，资

金流通的速度决定了从 M1 到股指走势的滞后性长短，而从 07 年以来，随着流动性对股市的影响越来越大，这种滞后性也开始缩减，逐步变成同期见底。

从形态对比上，1、4 月上证指数与 M1 几乎是同步形成大双底，由于第三季度的 M1 翘尾因素有所上升，而从货币总量来看，今年以来央行已经两次下调存款准备金率、一次降息，所以 M1、M2 同比大概率将在下半年将出现较为显著的改善。况且，下半年政府稳增长的意愿提升，5 月份投资项目审核明显增加，尤其是几个钢铁项目及高铁投资的再次启动，使得信贷需求将有所改善。

图3-7:市场主要流动性状况正在好转



资料来源:wind、平安期货研究所

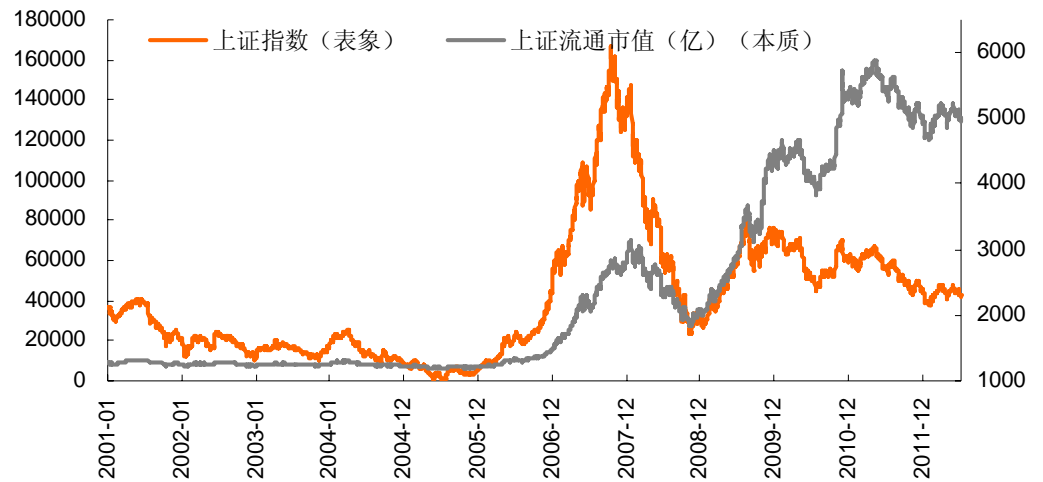
虽然降息对经济的刺激作用还有待观察确认，但降息无疑已是 5 月底中央开始的一系列稳增长组合拳之一。而影响利率的主要因素（物价、房价、经济衰退程度）来看，下半年应仍有继续降息的空间。

2、市场扩容是制约指数上行的最大利空

宏观流动性对股市起到主要影响作用，但直接左右股市走势的还有二级市场的资金供需状况。二级市场资金面分析主要包括资金供给和资金需求，资金供给主要来自新增开户、基金等，而资金需求则主要源自 IPO、再融资、限售股解禁等几方面。

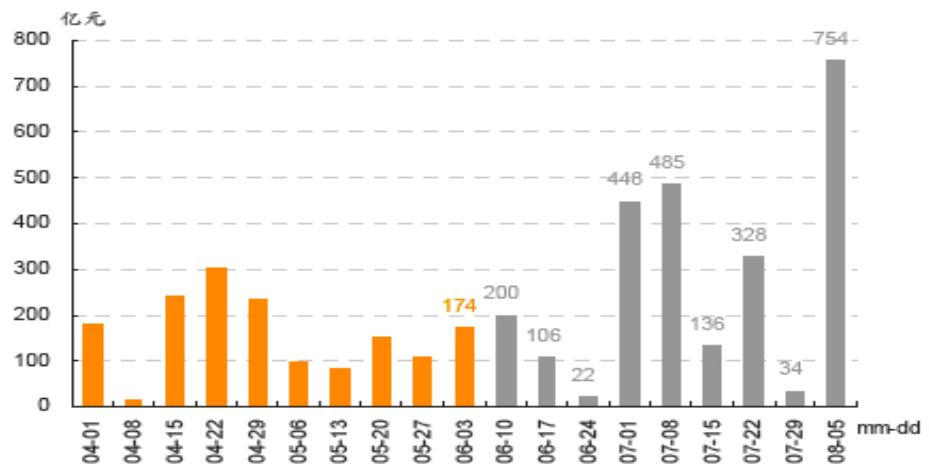
此前，资金供给面持续低迷，尚未出现明显变化，虽然降息之后，料供给面会缓慢复苏，但由于近几年的融资与解禁的压力极大。事实上，上证指数虽未上升，但上证流通市值的最高点（16 万亿人民币）相比 2001 年、2005 年低点已经翻了 16 倍，相比 2009 年低点已翻了 5 倍。对比道琼斯工业指数，2012 年市值为（17 万亿美元），其相比 2001 年仅翻 5 倍，相比 2009 年低点不超 1 倍。从资金流入与市值增长来说，A 股实质上在（4 万亿投资+QE1、QE2）的全球宽松浪潮中，是牛霸全球而非雄霸全球。

图3-8:市场扩容已抹杀了A股的上行空间(个股低估值、整体高市值)



资料来源:ifind、平安期货研究所

图3-9:过去2个月(橙色部分)与未来2个月的资金需求(灰色部分)



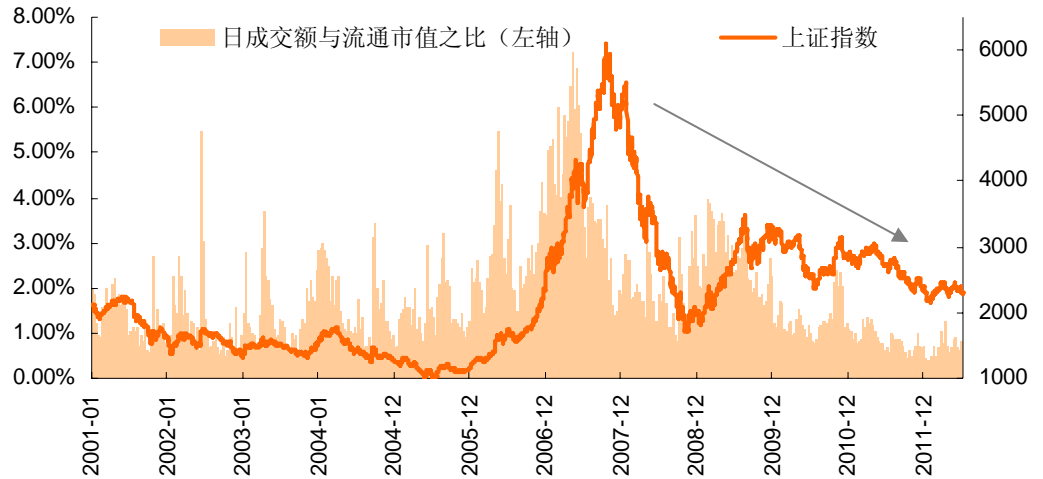
资料来源:中金公司、平安期货研究所

客观而言,如果IPO继续大量增发、退市机制没有形成并付诸实施,我们所期望的全球流动性或中国经济转型成功所推动的大牛市,恐将不会到来,因所有的增量资金,都将消耗在络绎不绝的融资需求里。拿当前上证14万亿的市值来看,推动上证上涨1%,至少需要1400亿的增量资金,换句话说,即使4万亿2.0版重演,也只能推动上证上行不足30%,按当前2300的点位计算,仅能到达3000点。更悲观的是,从未来一个月的资金需求看,扩容的脚步仍在加速。

在巨大的市值面前,成交额能够推动的涨幅便变得越来越小。从图中可以看到,日成交额与流通市值之比与上证指数的波动性极为相关。自07年5.30之前,这一比值就不断下滑。到目前已经萎缩至不足1%的地步。如果类似10年三季度的小牛市启动,按当前的市值测算,每日成交额至少要达到平均2800亿的水平,如果类似09年的中型牛市形成,每日成交额至少要达到4200亿的水平,如果期待一轮类似07年的

超级大牛市，每日成交额需要达到 7000 亿……这还是在上证不再继续扩容的前提下。而目前的日均成交额仅有 700 亿上下。

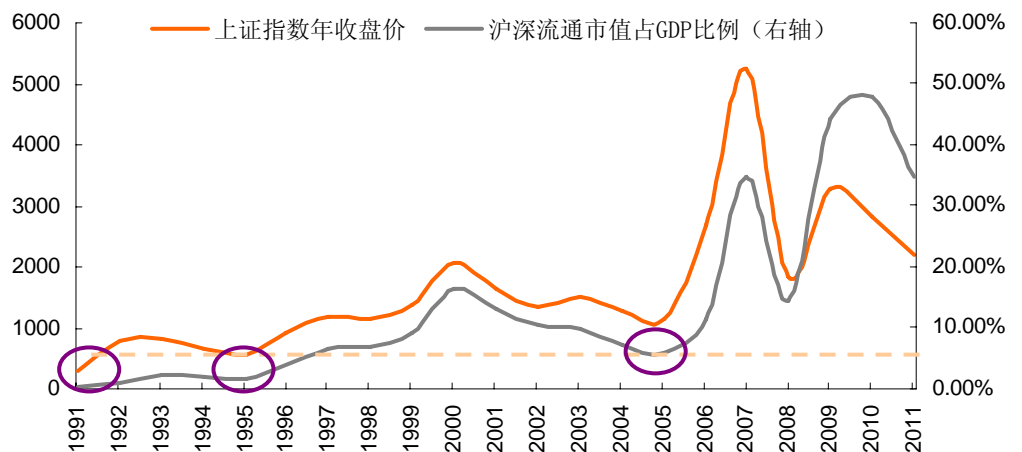
图3-10: 在巨大的市值面前，成交额能够推动的涨幅逐渐萎缩



资料来源:平安期货研究所

资金需求凶猛，导致资金供给方的利润被逐步蚕食。来自中国证券登记结算公司最新统计数据显示，截至 4 月，在国内 5600 万自然人持仓的账户中，50 万元以下的账户占比高达 97.6%，A 股自然人账户持股市值超过 1000 万元的只有 18804 户，而在 2010 年底这一数据是 23323 户，这意味着在过去的一年零四个月里，A 股有 4519 个千万级账户消失了，占比近 20%。另一方面，基金的情况也甚是悲凉，2011 年最好的股票型公募基金为亏损 7%，而即使是在 2012 年全球资本市场反弹的情况下，公募基金在前 6 个月实现 10% 收益的屈指可数、寥寥无几。

图3-11: 沪深两市流通市值占GDP的比值过高



资料来源:平安期货研究所

而从沪深两市流通市值占 GDP 的比值观察，91、95、05 年的牛市启动时，沪深两市流通市值占 GDP 的比值仅约 5%，换句话说而言，国民有充裕的财富入市，去推动 A 股

的上涨；在 08 年，流通市值占 GDP 达 14.4%，但在四万亿救市、全球两轮量宽的推动下，市值上升至 GDP 近 50%。不过，这也几近耗尽了所有的流动性底牌。当前，在再没有如此大规模的宽松政策及货币增量的情况下，单凭经济复苏与 GDP 本身创造的资金，在流通市值没有减少的情况下，已难以在占比 35% 的历史高位，发动一轮牛市。

从世界股市经验看，只有当中产阶级成为社会主体时，社会出现大量剩余资本，资产证券化完善，股票市值才有可能合理地达到 GDP 的高比例。从价值投资理念来看，只要 GDP 持续增长，股票总市值占 GDP 的比率越低，长线投资盈利的概率就越大；反之，则股市泡沫越严重。中国股市并非由于中产阶级的扩大，而是由于大跃进式的 IPO 扩容，推动了流通市值迅速增加，打破了原有的股市与实体经济的平衡，也导致其自身价值的泡沫性。

关于市值的研究令人悲观，但无论如何，所幸的是，我们已能看到监管层对与退市机制的积极推动，毕竟，竭泽而渔的做法对所有的市场参与者而言都不愿看到。

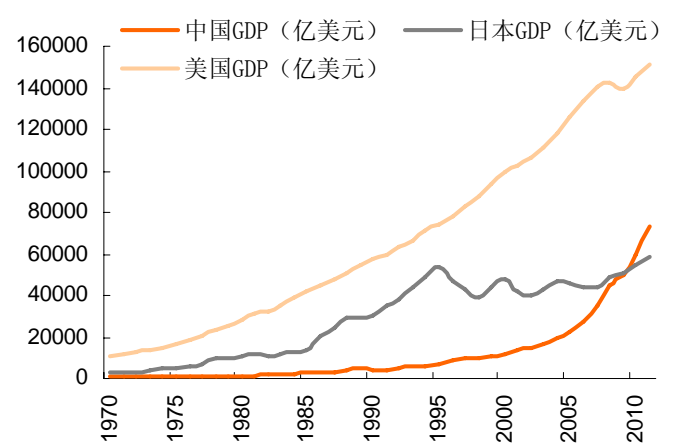
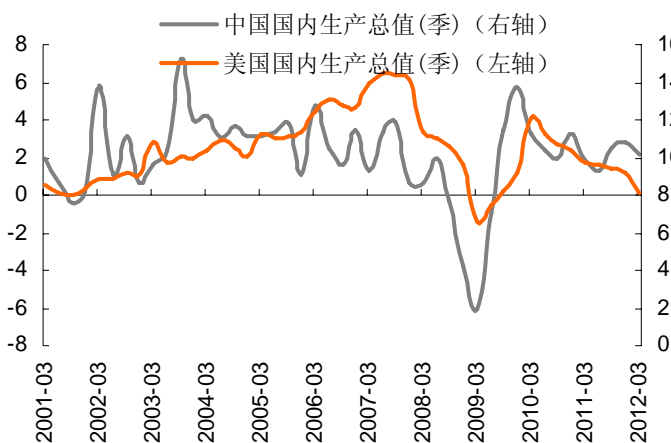
三、根基巩固：经济数据探底，外围仍待考验

1、GDP 增速下滑，但政策微调有助于三季度回暖

众所周知，经济拥有三驾马车：出口、投资、消费。自 2011 年来，出口的贡献大幅萎缩，在欧元区主权债务危机的影响之下，中国以往依托出口拉动经济的模式面临极大挑战，而投资方面，房地产行业受到调控之后，投资也大幅萎缩，单凭保障房、基建等的政府投资，也因地方政府的财政状况而备受掣肘。反观未来的经济增长动力，最好的结果无非是转型，凭居民的消费，推动经济良性增长。事实上，中国 GDP 绝对值已超日本，并向美国高速接近，此时的增速放缓正好是转型之机。

图3-12:中美经济近几年处下行趋势

图3-13:中国GDP绝对值增大，增速放缓更有利于走向成熟



资料来源:wind、平安期货研究所

从 5 月份经济数据来看，经济虽有小幅改善但仍低迷，5 月份 PPI 出现加快回落的走势，5 月份工业增加值增速与单月投资增速有所小幅反弹，但消费增速继续下滑。我们判断政策将持续微调，由于调结构的过程漫长而效果难以快速呈现，目前政府的

工具仍然有通过增加投资保障增长的倾向。而考虑到政策的滞后效应，预计 3、4 季度经济将有明显回暖体现。

图3-14:PPI加快回落、工业增加值小幅反弹

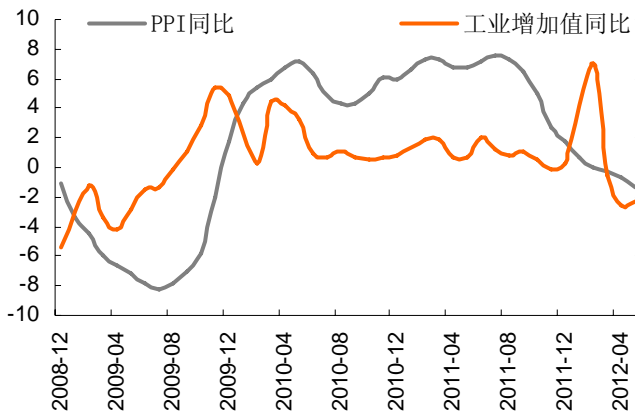
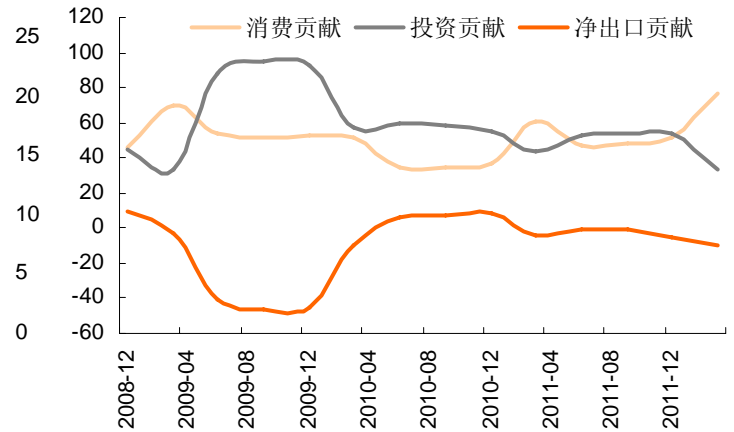


图3-15:投资贡献下滑、消费贡献有所上升

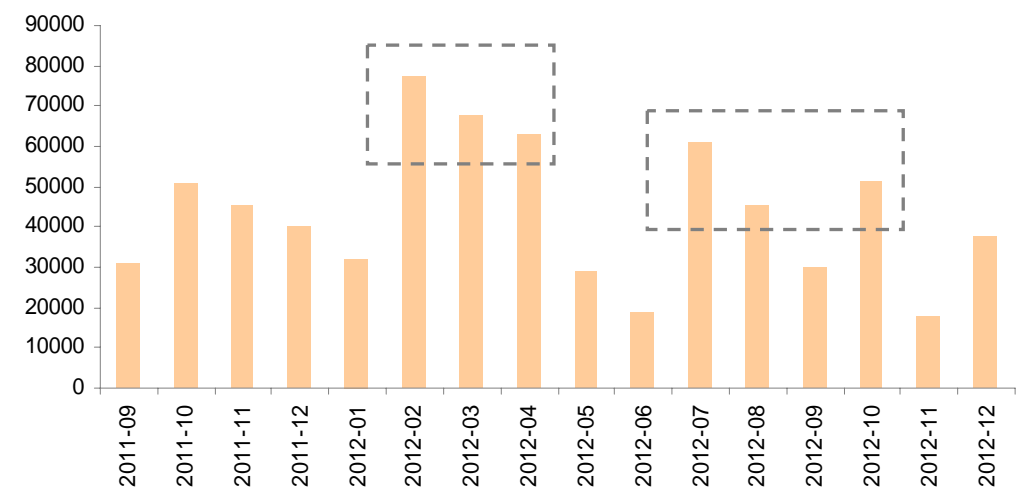


资料来源:wind、平安期货研究所

2、索罗斯的预言：希腊只能再撑 3 个月？

关于外围方面，有一个“索罗斯预言”：索罗斯预判希腊民众将因害怕被逐出欧盟，而勉强选出一个愿意遵守现有纾困协议的政府，不过，由于最终还是没有一个希腊政府能够平衡复杂的希腊民众意愿，希腊危机还将在今年秋天因债务的再次上升而达到高峰，届时，德国总理将比现在更难说服德国民众接受分担更多欧洲责任。事实上，我们也认同，在欧洲没有统一的财政规划下，当前所有的救市措施只能是暂时纾解情势的方法，危机趋势会一直持续。

图3-16:欧债2012每月需还款金额：7、8、10月是欧债年内的第二还款高峰期



资料来源:bloomberg、平安期货研究所

我们从欧债的还款月份图也能看出，7、8、10月又是是欧债的还款高峰期，10月正好契合索罗斯所讲的三月大限。西班牙与意大利届时又将置于风暴眼的中心，这也构成了我们判断国内新一轮牛市的不稳定风险点。

四、内在价值：投资吸引力凸现，产业资本是关键

1、投资理念引领蓝筹股价值兑现

A 股的蓝筹股低估值伴随着经济的下滑和通胀的回落，在市场较小概率出现进一步深跌的前提下，经济的见底和后期流动性增加的政策预期都为市场注入了上涨的预期。若按照 A 股市场长期的资金市投资逻辑来演绎，伴随着流动性的适度放松，市场在下半年出现上涨的概率较大。

从股市供给方面来看：在郭树清主席的系列政策中，对 A 股运行制度的一系列市场化改革都有助于 A 股投资者形成理性的投资理念。无论是对股市内幕交易的打击，还是引进社保资金的参与，都引导资金流向稳健、长期的投资标的。伴随着以上的政策红利，蓝筹股将成为安全边界较高的投资标的，从理性投资角度来看，其投资价值已凸显。从股市需求方面来看：A 股投资者资金在短期内仍较难形成价值投资的理念。伴随着中国多年的经济高增长，成长型股票已成为绝大多数股市资金的首选。从目前情况来看，成长型股票在经济增速下滑的过程中将较难出现，也使得资金陷入较难寻找到投资标的的困境。

我们认为：在难以寻求成长型投资标的，且短期内不愿接受传统蓝筹股投资标的的情况下，A 股资金短期内将出现炒作的风潮，炒作标的将大概率集中在中小板及创业板股票。事实上，该现象自去年第四季度起便已开始，创业板及中小板股票估值持续维持高位。相比较 2011 年的市场状况，2012 年 A 股体制更偏向于蓝筹股价值投资。由于体制问题造成的蓝筹股投资价值难以兑现已基本解除，唯一剩下的问题便是 A 股资金的理念转变难题。我们认为，伴随着养老金的入市，蓝筹股的投资价值将逐步显现。投资理念的转变在 2012 年下半年将更为明显。

2、企业自主盈利能力成为牛市诞生的内生桎梏

1) 2012 年企业将延续盈利困局

2012 年工业企业生产总值进一步下降，盈利状况急剧恶化。伴随着银根紧缩政策，贷款量连续下降，表明企业贷款意愿极低。我们认为，银根紧缩无疑在一段时间内对企业盈利能力造成打击，但实质上对实体经济的冲击更大程度上来自高毛利率投机资产—固定资产的投资利润率下降，从而拖累的整个国民经济产业链的衰退。由此可见，制约企业盈利能力的关键是：国民经济尚未形成低水平依赖固定资产投资产业盈利模式。

创新产业链盈利模式的建立，依靠的是实体经济的创新能力。而创新能力在短期内较难实现质的飞跃，这是同社会福利体系及教育模式紧密相连，也是保守的亚洲文化长久以来的短板之一。由此分析，在上层建筑的局限下，短期内中国经济实现成功转型的概率较小。一方面，实体经济创新无法短期实现；另一方面，在社会稳定的考虑之下，经济无法忍受低速增长。为最大限度降低国民经济硬着陆风险，国家宏观政策与国家资本（以国企或国有控股企业形式存在的央企等）将成为辅助“软着陆”的主要安全垫。

图3-17: 企业亏损数量达到危机后高位

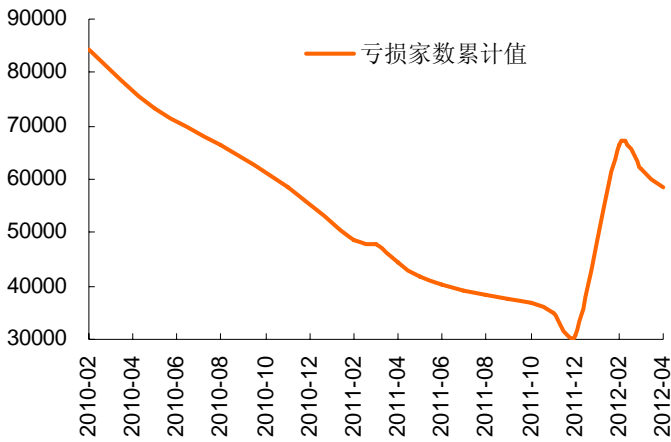
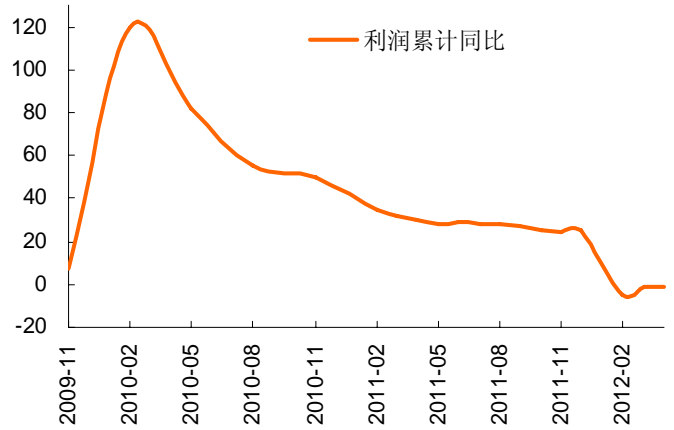


图3-18: 企业利润累计同比下降至0以下

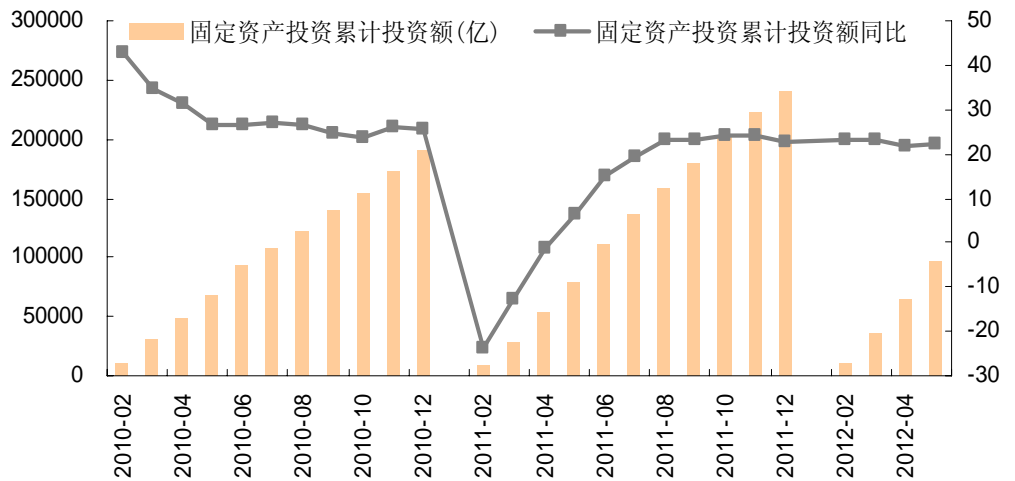


资料来源:wind、平安期货研究所

2) 企业盈利短期内较难得益于经济结构调整

此轮经济结构调整的主要结果包括两大方面: 人民币资本账户的放开; 固定资产投资的结构调整。

图3-19: 固定资产投资新增累计投资额重回调控前水平



资料来源: wind、平安期货研究所

首先, 作为进出口账户的资本账户项, 伴随着人民币国际化的程度不断提高, 以及汇率期权的放开, 将在一定程度上抵消由于贸易经常性账户造成的贸易逆差。在进出口账户中, 贸易经常性账户顺差的主要贡献为进出口贸易商, 资本账户则长期以来受到外管局监管, 可进行操作的也只有小额 QFII 及 QDII。更多的跨国资本流入与流出都是经由政府直接控制的大型国家控股金融机构完成。因此, 资本账户的放开, 实体经济能受到的利好刺激极其有限; 而贸易经常性账户的顺差大幅降低将伴随着国际市场的萎靡, 短期内得不到根本性改善。

其次，固定资产投资的结构调整将关系到民生的商住房投机炒作因素利用保障房建设进行抵消，缓解了房地产泡沫。然而根据上文的分析，经济结构转型的失败，使得中国经济仍然无法摆脱固定资产拉动的国民经济产业链盈利模式——由国家发起的基建投资有望重新回归历史舞台。在基建投资的推动下，企业盈利能力将继续无法得到内生的动力。

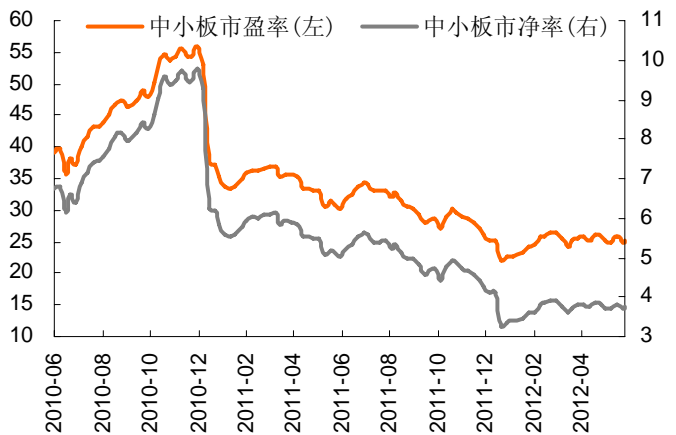
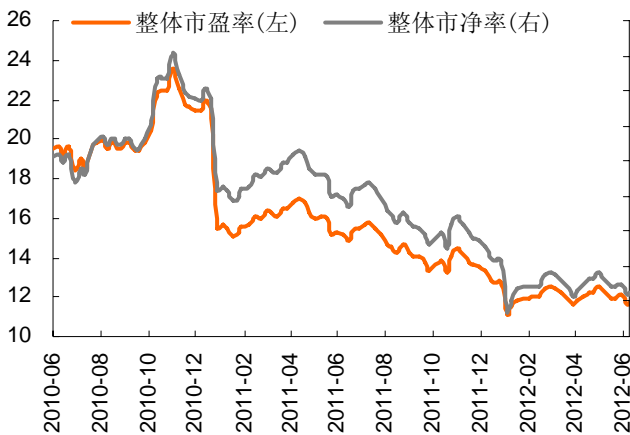
最后，针对中小企业的税收改革在短期内由于地方债务问题的加剧，无法对实体经济产生根本的促进作用。在企业盈利能力未得到显著提升的情况下，针对实体企业的税收改革无异于杯水车薪。

3、资本增持代替企业盈利成为市场“软着陆”的主要力量

2012年开年以来，A股市场在困境中重生，显得反复且艰难。数据表明，从去年第四季度开始，A股市场的估值水平一直处于历史低值，且有跌破历史低值的趋势；自今年2季度以来，伴随着企业盈利增长的放缓，经济的进一步恶化，估值状况依然未得到显著改善。2月份A股金融类银行股普遍维持低估值，多家上市银行相继出现跌破市净率的现象：当前整体10倍左右的市场估值已具备十分明显的吸引力，未来不具备进一步下降的空间。

图3-20:A股市场整体估值水平已达历史最低位

图3-21:中小板估值水平接近合理水平



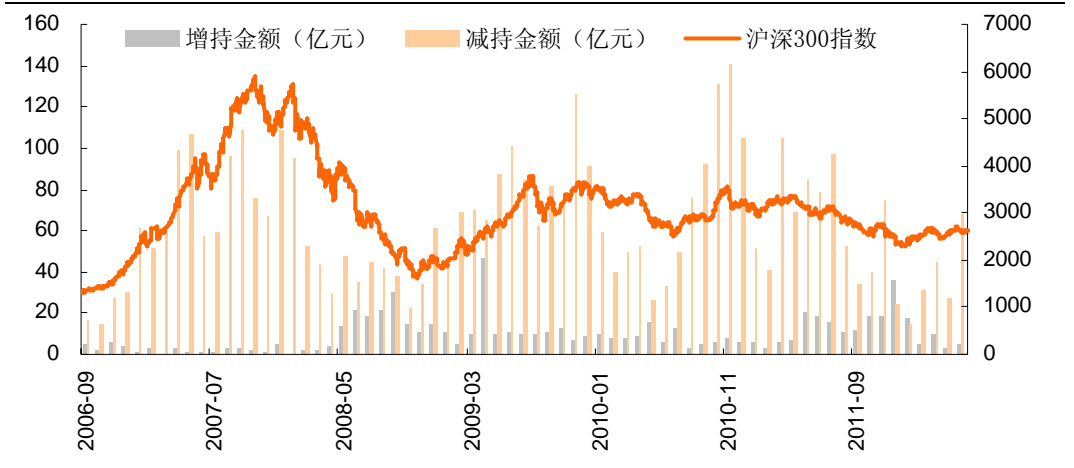
资料来源:wind、平安期货研究所

另一方面，由于经济的下滑，A股上市公司业绩不尽人意：工业用电量环比增长5月份为零，上市企业财报披露除银行类低估值股票外，工业企业盈利状况整体下滑。甚至在不考虑政府大幅财政补贴的情况下（2季度以来，财政拨款量大增），许多上市企业出现盈利负增长。伴随着政策在上半年的紧缩，通胀水平出现较为明显的回落，5月份通胀回落至同比增长3%，为下半年政策的进一步放松提供了经济数据基础。

我们认为短期内经济结构调整结果并无法改善实体企业的盈利状况，而流动性政策的放松又将是一个缓慢而逐步的过程，目前能辅助中国经济软着陆的主要力量将主要是国家资本及产业资本。在这里，我们定义国家资本为国企上市企业资本，以及国家控股的部分未上市企、事业单位的资本影响力。此类资本的特征为：是国家落实宏观调控政策时可控制的、具备市场影响力的资本。

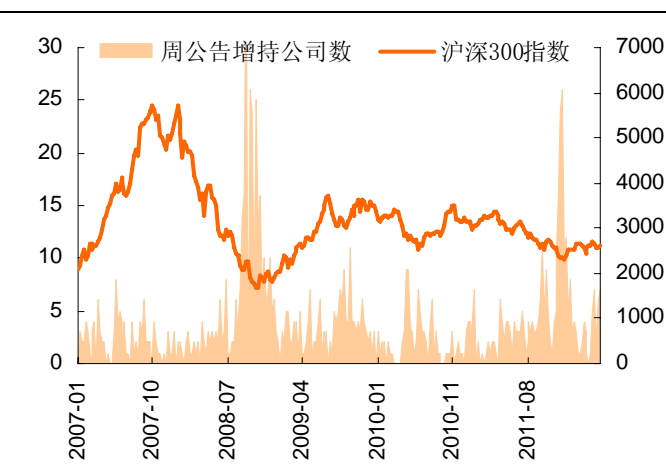
除此之外，市场整体产业资本也在 2012 年上半年维持平衡，缓解了由于股票增发及市场扩容带来的价格稀释效应。在 2012 年 1 月，产业资本主板增持量再创高峰，伴随着的是 2012 年开年以来的解禁股数减少与解禁金额的下降。数据表明，产业资本增持在 2012 年上半年扮演了支撑 A 股大盘的主要角色。下半年随着解禁潮的逐渐消退、估值的持续低位以及上市公司的业绩压力，都会形成产业资本进一步增持的动力。我们预计在下半年，产业资本有望与国家资本同时成为支撑市场的主要力量。

图3-22:产业资本增持额2012年维持平衡位置



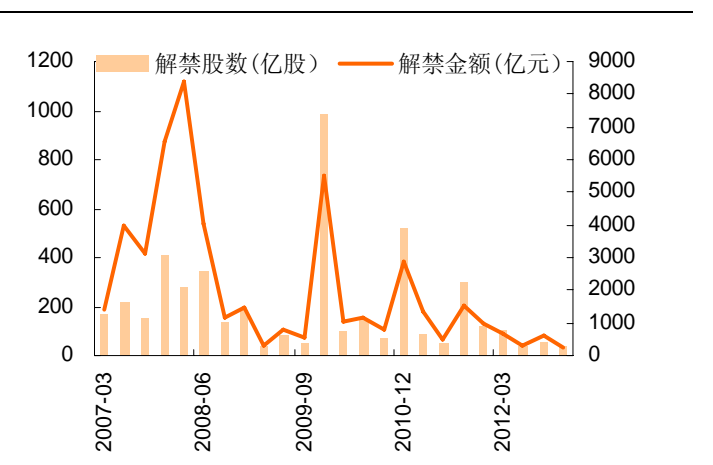
资料来源: wind、平安期货研究所

图3-23:产业资本增持主板股票在2012年1月再现高峰



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-24:解禁股数及金额在2012年3、4季度明显下降



N型支点，翻身之战

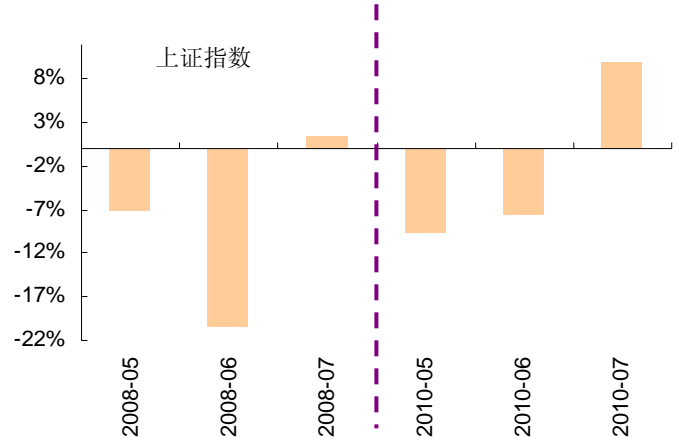
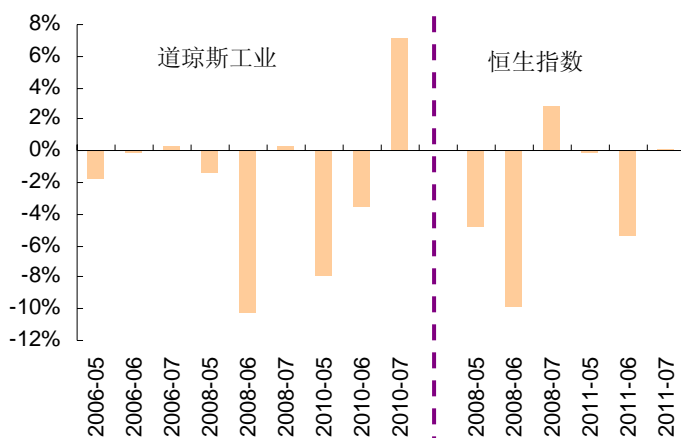
5、6月，包括A股在内的全球资本市场受到欧洲政局动荡的影响，出现大范围下跌的局面，上证指数也在6月初的日线图上留下一个较大的跳空缺口。不过，在央行针对当前全球经济局势迅速做出降息反应之后，“五穷六绝”的局面有望好转。

一、七月翻身之战

在香港的股市中，流传着一句谚语“五穷六绝七翻身”。该谚语广泛流传于香港股市的1980年代至1990年代，是当时的经济分析师在参考过历年香港股市的升跌而得出的结论。结论指：股市在每逢5月的时候都会开始跌市，到了6月更会大跌，但到了7月，股市却会起死回生。这个现象出现的主要原因，是因为在香港的公司大多数在3月31日进行年结，之后会派息除净。所以，到了5月的时候，由于大多数的公司都已经派息除净，股价自然的会下跌直到暑假后股民期待中期息为止。不过，到了1990年代的中后期，开始有人以各种方式来“预防”这现象。这些“预防措施”包括在踏入3月之前，把手上的高价股票卖出，并于6月之时大手购入各种低价的优质股票，结果使这个升跌周期开始不再确定性地出现。

图4-1: 2010年的道指与08年的恒生指数月涨跌幅，规律相对明显

图4-2: 上证有望在二季度末重演“五穷六绝七翻身”规律



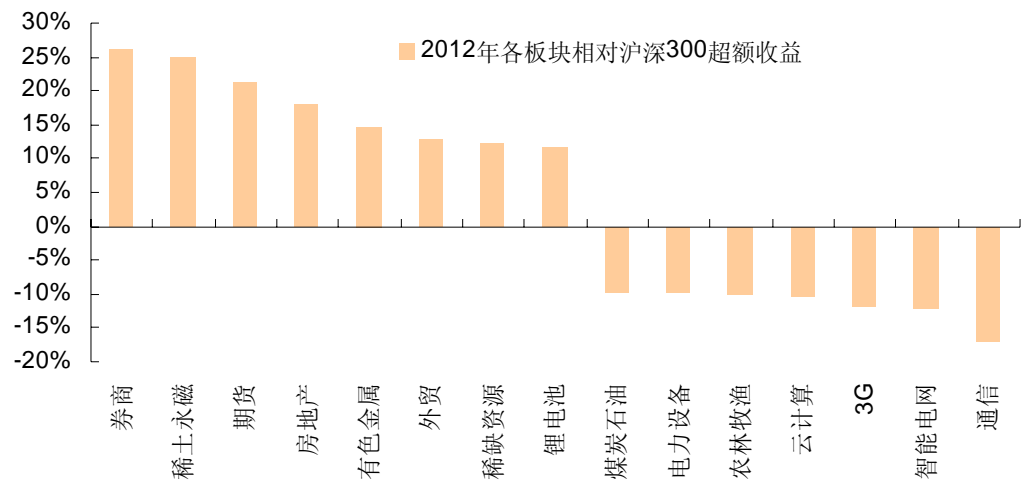
资料来源:wind、平安期货研究所

进入21世纪以来，恒生指数的08年、11年与道琼斯工业指数的00、06、08、10年还出现过此规律，而上证指数也曾在08、10年印证此规律。

立足当前，我们并非要刻板地用此规律来研判今年股指的走势，而是它的可借鉴

性恰恰与我们对 6、7 月的全球宏观走向的判断契合。虽然 5 月极为惨淡，6 月中旬也存在希腊二轮大选的不确定性，但 6 月的美联储议息会、及 G20 峰会未必不会释放些许挽救欧债的信号，加之中国在 6 月初及时降息，也有望将“六绝”扭转为“柳暗花明又一村”。无论如何，伴随着全球新兴国家的货币政策走向宽松周期（巴、印、澳、俄早已降息），国内经济数据或将渐渐转暖，七月翻身的规律有望再度重演。

图4-3:2012年显著领涨大盘的板块与显著领跌大盘的板块对比



资料来源:大智慧、平安期货研究所

从板块的超额收益方面，我们可以看到上半年引导反弹的主要动力。可从下图看出，领涨的板块是券商期货、稀土、房地产、有色、外贸等，这点一方面与金融创新连续不断的行业新政有关，与房地产的回暖与地方微调有关，又反映出全球的周期性复苏动力，而新兴产业、农业、煤炭石油等却未能得到较多好处，尤其是位处调结构核心的十二五新兴产业，基本垫底于所有板块，即使是媒体大幅渲染的调结构龙头板块——节能环保，也仅仅跑赢沪深 300 指数 0.6%。

数据是客观的，上半年，市场对“调结构”的重视程度，远不及于对“稳增长”的重视程度。不过，这也从另一侧面表明“调结构”的主导板块估值仍处低位，下半年仍有极大的发挥空间。而预期的经济在下半年触底回升，也能为周期类板块继续带来动力，叠加效应之下，第三季度的翻身之战或能告捷。

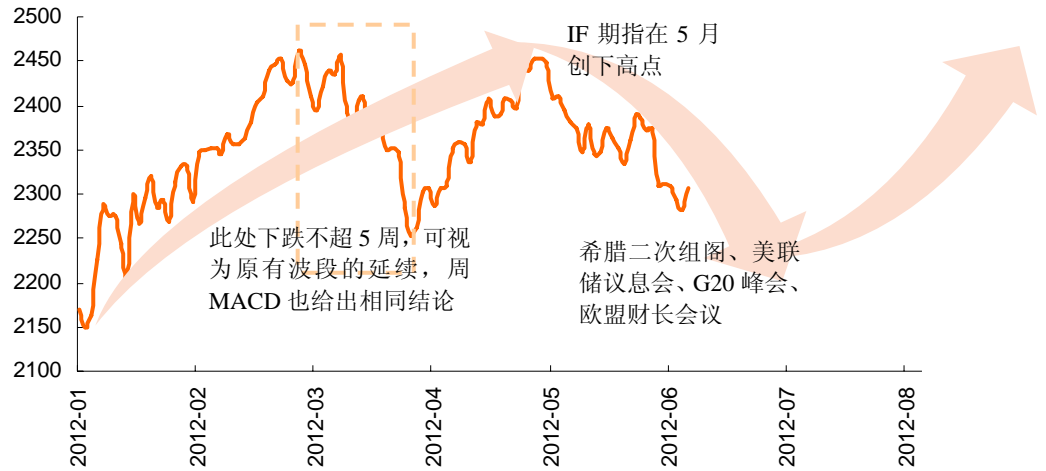
二、N 型支点，横跨龙年

我们在《上下同欲，终而复始》中提出一个“N”型横跨龙年的结构，指出一季度先冲高，二季度受欧债影响回落，三四季度再次回升的判断。目前，对一、二季度的研判基本准确（欧债爆发比我们预期的晚了一个月，上升段也更为波折），目前市场正运行在“N”型的中间回撤波段中。

目前研判的关键点在于，“N”型的第二支点将回落到那个位置？第二支点确立的时间点在何时？确立支点的背后动因何在？

综合近期重大事件的时间窗口来看，我们认为第二支点出现在6月底、7月初的概率较大。一方面，希腊二次组阁、美联储议息会的QE3预期、G20峰会救市、欧盟财长会议等将集中在6月中旬进行，对欧债危机的解决处于争议期，由于前期欧元及全球资本市场超跌已预先反映了风险，此时对市场而言或是一个缓冲时机。进入7月后，危机或得到一定程度的明朗，这有助于支点的确立。

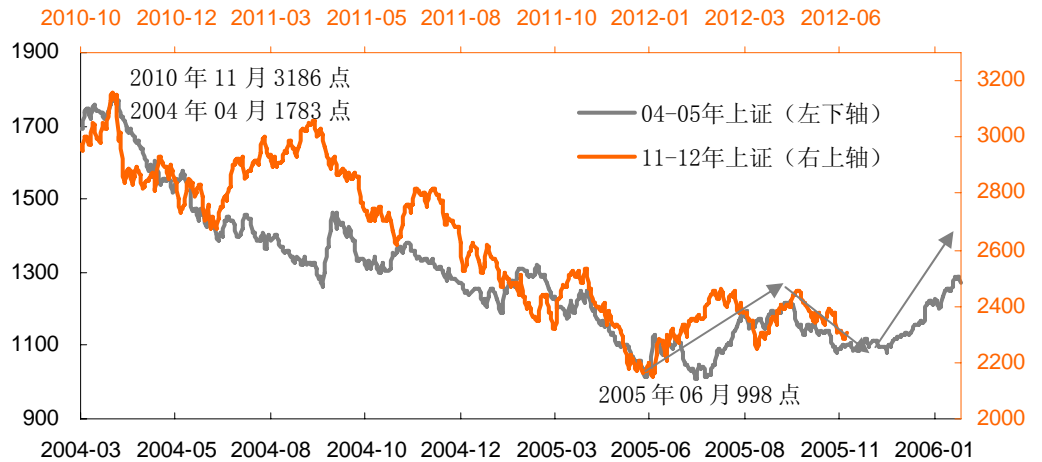
图4-4:目前运行在全年“N”型中间回撤波段中



资料来源:大智慧、平安期货研究所

下半年随着欧债问题的暂时缓解，以及中国经济寻底过程的深入，政策将更进一步放松，定向的刺激政策或会出台以防止换届前经济的过度波动，企业利润增速也可能会明显回升，同时由于去库存周期也渐渐进入尾声阶段，无论是内生还是外生因素，都有促进中国经济与股市回暖的动力。届时，市场有望走出“N”型的第三段，下半年走出震荡回升的局面，上证指数的最高目标有望去到2800-3000区间。

图4-5:A股2005、2012年熊市末段与牛市起始的趋势比较



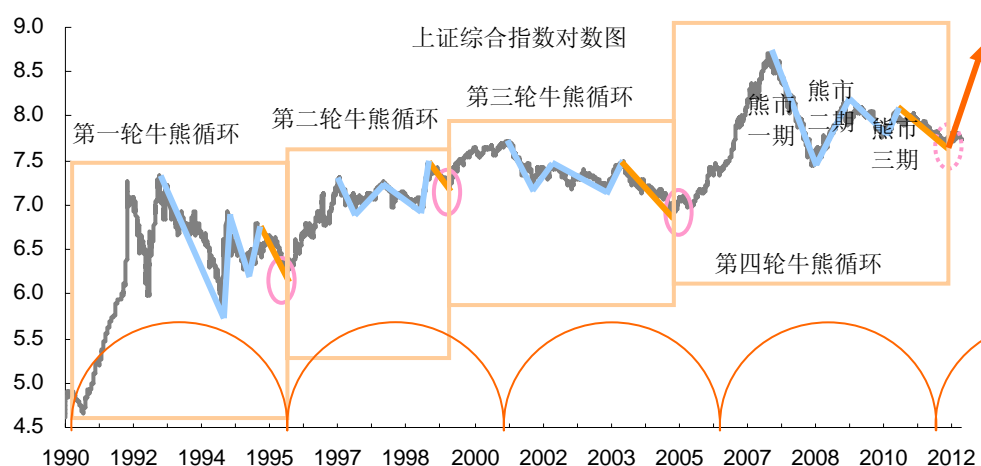
资料来源:wind, 平安期货研究所

通过与2005年熊市末端趋势的形态对比，也能得出较为类似的结论。在05年大底出现的1-2个季度之内，经历了上涨-冲高回落-再度突破的“N”型特征。目前从时间与形态上都与05年的情况极为相似。对比借鉴，N型第三段的涨幅值得期待。

“N”型第三段顺利完成的的风险何在？经过我们在前面综合分析，三季度末欧债情况会否再度引爆、以及下半年IPO规模的大小都是我们需要重点关注的风险点。

三、大图景：第五轮牛熊周期已拉开帷幕

图4-6:熊市三期几已确定在2011年末完结，新一轮牛熊周期在2012年开启



资料来源: wind、平安期货研究所

眼前虽然仍有种种经济、市场的桎梏，但对市场的远期大图景，我们一贯乐观。因根据我们的一贯观察，股指从上市以来，5年为一个牛熊周期循环的运行规律已出现了四轮，第四轮在2011年-2012年之交进入时间之窗后基本确立结束。如果上述分析有效，根据时间周期的规律揭示，目前正处在第五轮牛熊循环的起点，新一轮牛市上行有望拉开序幕。

此外，从经济结构及工业化进程上，对比国际经验，中国当下或许已经进入了起起萧萧的尾声阶段，如果经济转型顺利，国民财富分配有道，接下来将迎来增长更低但质量更高的成熟时期，这个阶段往往是资本市场最为辉煌的一页。不妨大胆想象，在“牛市横跨秋季”的战略机遇来临之前，我们当前正站在原点。

图 表

图 1-1: 一季度全球市场普遍反弹	4
图 1-2: 进入 5 月全球股票市场重挫	5
图 1-3: 5 穷 6 绝以后 7 月 A 股能否翻身?	5
图 2-1: 牛熊转换的逻辑推演	6
图 2-2、3: PMI 与 GDP 的下行时间远超 2008 年	7
图 2-4: 中国投资占比已经超越了消费	7
图 2-5: 在产业结构中低级加工业仍占主流	7
图 2-6: 中国经济未来将呈 L 型	8
图 2-7: 中国财政支出的方向与财政收入一致	8
图 2-8: 中国财政收入的方向与经济增速一致	8
图 2-9、10: 财政收入增速与地方政府土地出让收入在 2011 后大幅下降	9
图 3-1: 从微观数据变化定量分析底部	10
图 3-2: CPI 影响因素对比: 翘尾因素回落, 新涨价因素维持低位, PPI 大幅回落..	11
图 3-3: 生猪价格下半年预计持续处于供大于求状况	12
图 3-4: 四大一线城市房价相比 2011 年高点已有较大回落	12
图 3-5: 房地产调控政策逐步缓和, 行业股价已率先反映行业正在复苏	13
图 3-6: M1 增速的阶段底部先行于上证指数的阶段底部, 目前位于历史最低值	13
图 3-7: 市场主要流动性状况	14
图 3-8: 市场扩容已抹杀了 A 股的上行空间 (个股低估值、整体高市值)	15
图 3-9: 过去 2 个月 (红色部分) 与未来 2 个月的需求 (灰色部分)	15
图 3-10: 在巨大的市值面前, 成交额能够推动的涨幅逐渐萎缩	16
图 3-11: 沪深两市流通市值占 GDP 的比值过高	16
图 3-12: 中美经济近几年处下行趋势	17
图 3-13: 中国 GDP 绝对值增大, 增速放缓更有利于走向成熟	17
图 3-14: PPI 加快回落、工业增加值小幅反弹	18
图 3-15: 投资贡献下滑、消费贡献有所上升	18
图 3-16: 7、8、10 月是欧债年内的第二还款高峰期	18
图 3-17、18: 企业亏损数量达到危机后高位, 企业利润累计同比下降至 0 以下	20
图 3-19: 固定资产新增累计投资额重回调控前水平	20
图 3-20、21: A 股市场整体估值已达历史最低, 中小板估值水平接近合理水平	21
图 3-22: 产业资本增持额 2012 年维持平衡位置	22
图 3-23: 产业资本增持主板股票在 2012 年 1 月再现高峰	22
图 3-24: 解禁股数及金额在 2012 年 3、4 季度明显下降	22
图 4-1、2: 道指、恒指、上证的“五穷六绝七翻身”规律比较	23
图 4-3: 2012 年显著领涨大盘的板块与显著领跌大盘的板块对比	24
图 4-4: 目前运行在全年“N”型中间回撤波段中	25
图 4-5: A 股 2005、2012 年熊市末段与牛市起始的趋势比较	25
图 4-6: 熊市三期几已确定在 2011 年末完结, 新一轮牛熊周期在 2012 年开启	26

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>