

起飞之年，仲夏之梦

核心内容

投资褪色，消费崛起

在经济的三驾马车中，投资主导了中国近10年的经济增长，但在政策调控下，该模式已接近终结的边缘。2013年，新型城镇化进入破冰之年，其农业转移人口市民化的政策核心，有望拉动消费重心的转移、带动消费水平的升级，从而推动消费的崛起。如果政策运行顺畅，更平衡的经济驱动模式就有可能使中国经济走出起飞萧条，步向工业化的成熟阶段，资本市场所期待的“牛市横跨秋季”时期也有望实现。

起飞之年，仲夏之梦

目前体制红利迟迟难以落地，经济底又添变数，而房价高涨与影子银行或倒逼央行收紧货币从而导致政策底失效，创业板市梦率高高在上，同样不利A股的估值底形成共振。立足于仲夏时节，A股市场已不能与春天同日可比，我们所见的事物皆朝不利的方向演变，不过未出台的“城镇化”施政纲领、金融改革的新浪潮、IPO重启之后的利空落地、以及高息政策下的降准降息空间，仍能给市场些许希望。

立足操作层面，下半年推动上涨的动力大概率来自“新型城镇化”及体制红利带来的市场信心，风险需兼顾QE缩减、热钱撤离与经济再次探底等。预计上证指数在下半年将大致往返于1900至2600的震荡区间，一旦突破2600，便可确立新一轮牛市周期的开启。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 股指研究小组

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 李斌 (策略及股指研究)

☎: 86-755-82563929

✉: libin719@pingan.com.cn

📄: 期货从业资格: F0271067

📄: 投资咨询资格: Z0002714

相关报告

- 1、起飞之年，春晓时分——A股2013年度策略报告
2012.12.26
- 2、定础之年，曙光破晓——A股2012四季度策略报告
2012.10.23
- 3、定础之年，绝处求生——A股2012年中策略报告
2012.06.13

摘要

创业板神话与主板梦魇并存。2013 年仲夏，创业板市场做了一场美梦，而主板市场做了一场噩梦，1949 的“建国底”被正式下破，上证指数在上半年的全球股指排行中处于垫底行列。同时，另一个重要底部——经济底在松动，外围资金也开始流出新兴市场。新一轮考验将在 2013 年秋冬持续来袭，能否守住既有成果，一切都仍存变数。

投资梦褪色，消费梦崛起。近十年，以房地产为根本的投资梦，主导了经济的高速增长，但随着政策调控的深入，中国依靠投资带动经济增长的可持续性越来越值得怀疑。与此同时，最被寄予厚望的增长引擎——新型城镇化走上历史舞台，其核心致力于促进消费的崛起，这将改变中国经济的驱动结构，充分释放国内巨大的需求潜力。

梦境曲折，底存变数。全球货币的充裕时光在下半年将慢慢失去，世界资本市场不排除从一季度的上行及二季度的分化，转为下半年的下行，留给中国资本市场慢慢完善自身体制的时间已经不多。下半年，体制底的进展系于发行及退市制度的完善，而经济底再现反复的可能性较大，此外，房价泡沫与创业板股价泡沫或是让政策底与估值底生变的两大风险引爆点。不过，目前 A 股市场所面临的各方环境都比 11、12 年更为乐观，即使底部再有反复，低点也不会大幅超出市场预期。

第五轮周期循环正在酝酿。根据我们一直观测的周期理论模型，深成指的一重要底部将在近期内成型，或会重演双底形态。由于本轮在 2012 年已形成一底，重点观察次底会否在今年年内出现，但无论如何，在周期规律向上摆动状态中，恰恰是布局长线的机会。此外，形态结构上也进入周期性的拐点领域，第五轮周期循环正在酝酿，“牛市横跨秋季”的战略机遇仍值得期待。

顺势而为，积极寻机。自 2009 年以来的下跌波段已连续发生多次背离，对于中长线资金而言，已是值得做出战略布局的时点。确立近 4 年下跌趋势扭转的关键价位是下跌通道的上轨（上证约 2600 一线）。下半年推动上涨的动力大概率来自“新型城镇化”及体制红利带来的市场信心，风险需兼顾热钱撤离与经济再次探底等，重点关注 9、10 月 QE3 缩减规模带来的负面影响。

目 录

摘 要.....	2
目 录.....	3
引子 从市梦率说起.....	4
一、百倍市梦率下的创业板神话.....	4
二、1949“建国底”的黄粱一梦.....	5
三、仲夏之梦，炽热中或有幻灭.....	7
“牛市横跨秋季”的中国梦.....	8
一、旧梦完结：投资梦的褪色.....	8
二、新梦所系：新型城镇化.....	10
梦境曲折，底存变数.....	13
一、伤春悲秋，体制红利迟迟难以落地.....	13
二、起飞并非必然，成败系于博弈.....	16
仲夏之梦，积极寻机.....	22
一、大周期循环中的双底形态等待确立.....	22
二、顺势而为，积极寻机.....	23

任何一次集体疯狂，如果不在其中，它于你而言仅是泡沫；如果身在其中，它于你而言便是牛市。

——题记

引子 从市梦率说起

一、百倍市梦率下的创业板神话

市盈率，是衡量公司股价估值高与低的常用指标之一。100 倍 P/E 的原始基本解释就是，按照该公司当期的盈利增速“保持不变”，投资人须在 100 年后，方才可以收回现价购入股票的投资成本，期间的利息损失无论多寡，只能忽略不计。

对此百年老店型的市盈率，显然不能再称为市盈率，于是一个新的称谓诞生——“市梦率”。而根据 Wind 资讯的数据显示，目前创业板平均市盈率已高达 47 倍，其中，市盈率超过 100 倍的有 33 家，市盈率倍数在 40 倍到 100 倍之间的有 165 家，超过 40 倍市盈率的创业板公司占比过五成。创业板在百倍市梦率的光环之下，今年以来已连续过关斩将突破 1000 点关口，俨然显示出牛市神话的姿态。而对比创业板大股东的持仓成本与股价，不乏有按现价套现的收益率可达到 1000 倍的公司，在巨大的利润之下，解禁之后套现无疑是创业板股东的必然选项，今年以来创业板个股遭遇大股东和产业资本减持从未停止过。

图1-1:创业板指数走势图（截至2013.07.12）



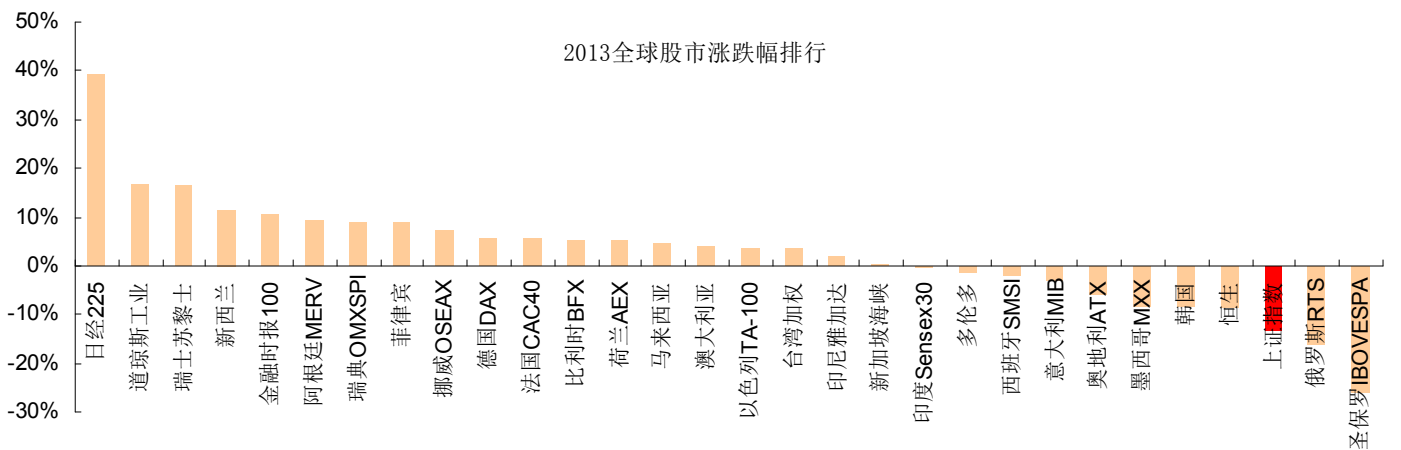
资料来源:wind、平安期货研究所

那么，是谁在连续推高创业板股价？

机构对创业板股票的投资行为也可以作为参考依据。2013年首季，从披露的公开信息看，公募股票基金的仓位已有超过50%投资于小盘股，包括创业板的股票。这种情况说明，机构未来增持的空间已经非常有限。由于经济复苏乏力，很多传统周期性行业景气度不佳，除了银行股出现的一波行情外，大市值股票也难觅目标。大量传统行业的上市公司业绩疲软，导致市场内资金源源不断涌入名义上具有良好成长前景的创业板股票，促使板块估值水涨船高。机构投资者在其中的作用不可小觑。从一季报来看，社保、QFII两大机构积极加仓创业板股票，且已经盈利不菲。不过另一方面，一些累计涨幅较高的创业板股票的卖出榜单中已出现知名QFII席位。各类资金博弈的结果恐怕仍需拭目以待。

在神话的另一面，埋藏的正是股指期货以及沪深权重股的噩梦。从2013年上半年各国股指涨幅的对比图可见，德日美股市在全球宽松的浪潮下领涨上行，而中国、俄罗斯、巴西等金砖国家则依然垫底。上证指数、深圳成指、股指期货的表现也与创业板指数南辕北辙，大相径庭。

图1-2:2013上半年全球股指涨跌幅对比：上证指数仍处垫底阵营（截至2013.06.30）



资料来源:同花顺、平安期货研究所

2013年仲夏，创业板市场做了一场美梦，而主板市场做了一场噩梦，未来到底是黄粱一梦的梦醒时分还是梦想照进现实，考验的已不仅仅是一方的智慧，博弈的结果需要我们更进一步去细细考量。

二、1949“建国底”的黄粱一梦

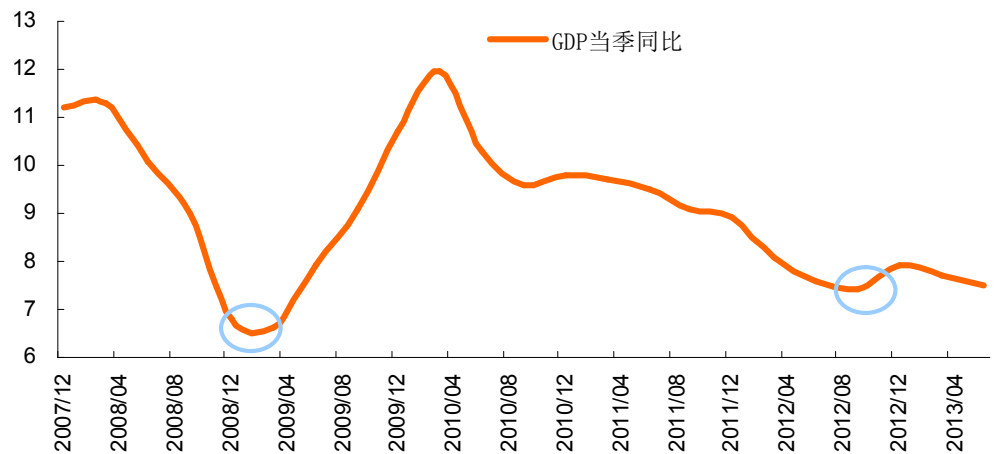
我们在年度策略报告中将2013年定调为《起飞之年》，对A股走出漫长黑夜寄予厚望，也将从操作的角度，分析起飞的动因并给出各种可观察的市场信号，以期把握住新一轮牛熊周期循环的节奏。其中，我们确认了估值、政策、经济底的形成，并把“体制底”当成我们确认1949“市场底”的最终依据。

然而，时过半年，相关的体制改革似乎面临冰山寸步难行。对于上市公司业绩造假难题，重罚之后新一轮IPO重启已如箭在弦，但似乎市场并未对现有的IPO制度

改革报以希望，反而随着 IPO 脚步的临近，6 月的市场开始进一步破位下跌。6 月 25 日，1949 的“建国底”被正式下破，标志了市场的噩梦再度开始。

同时，另一个重要底部也似乎在松动——经济底。自去年 2 季度始，跨国投行就对中国因出口下行、货币紧缩、政府换届等带来的经济放缓有所预期，普遍寄望 2013 年在低基数基础上的再加速。然而，今年 1 季度的表现令不少机构大失所望，6 月，包括德意志银行和巴克莱银行等华尔街多家投行正建议投资者抛售 2013 年以来表现最好的新兴市场货币——人民币，原因是中国经济增长正在放缓。此前，人民币套利交易的一种模式是先以极低的利率借入美元，再在离岸市场换成人民币，进而投资中国的房地产或者股票。一旦热钱大量撤走，中国的廉价资金来源将剧烈下降，严重不利于实体经济与资本市场的恢复。7 月 15 日，二季度 GDP 当季同比公布值为 7.5%，离去年 9 月的 7.4%仅有一步之遥。

图1-3:2012年的经济底并非牢不可破



资料来源:平安期货研究所

图1-4:外围资金6月疯狂流出新兴市场



资料来源:平安期货研究所

总而言之，新一轮考验将在 2013 年秋冬持续来袭，能否守住既有的成果，一切都仍存变数。

三、仲夏之梦，炽热中或有幻灭

立足于仲夏时节，A 股市场已不能与春天同日可比，我们所见的事物皆朝不利的方向演变，不过未出台的“城镇化”施政纲领、金融改革的新浪潮、IPO 重启之后的利空落地、以及高息政策下的降准降息空间，仍能给市场些许希望。

我们将 2013 年定调为《起飞之年》，对 A 股走出漫长黑夜寄予厚望，也将从操作的角度，分析起飞的动因并给出各种可观察的市场信号，以期把握住新一轮牛熊周期循环的节奏。

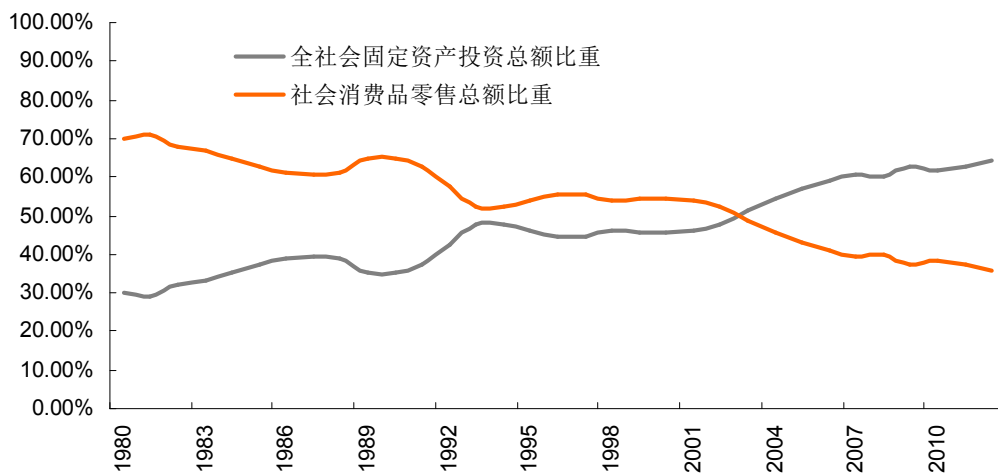
“牛市横跨秋季”的中国梦

一、旧梦完结：投资梦的褪色

1、三驾马车中，投资主导中国近 10 年的经济增长

回顾改革开放 30 年以来的固定资产投资总额与社会消费品零售总额，对比其比例，可以发现一个明显的规律：投资/消费的比值在不断地上升。以 100%为总值测算，投资的比重从 1980 年的 30%上升至 64%，而消费的比重从 70%下降至 36%，其中，投资正式超越消费是在 2003 年。

图2-1:投资与消费比值。

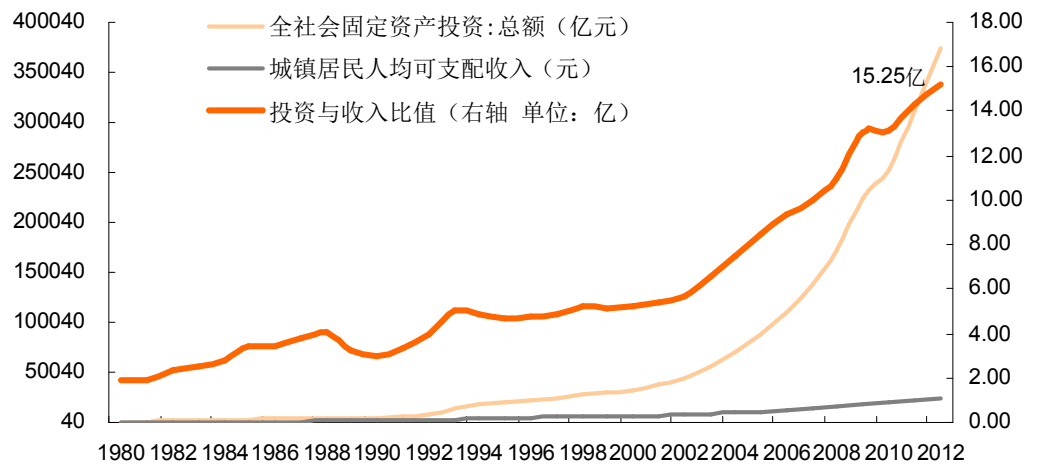


资料来源:平安期货研究所

可见，近十年，以房地产为根本的投资梦，主导了经济的高速增长。但随着政策调控的深入，投资的增速开始回落，中国依靠投资带动经济增长的可持续性越来越值得怀疑。通过对比固定资产投资与人均可支配收入的值，我们同样能发现投资增长的瓶颈已超出了人口红利能承受的范畴。

如图 2-2，把每年固定资产投资总额除以城镇居民人均可支配收入，然后测算每年固定资产投资相当于多少城镇居民一年的收入。在 1980 年，全年固定资产投资约相当于 2 亿居民一年可支配收入，而到了 2009 年，这比值已相当于 13 亿城镇居民一年收入，而中国的全部人口也仅有 13 亿。到 2012 年，这一比值更是升至 15.25 亿，意味着中国一年的固定投资额度已远超中国人一年的收入。可见，依靠投资带动经济增长的方式已接近了顶峰与终结的边缘。

图2-2: 中国一年的固定投资额度已远超中国人一年的收入



资料来源: 平安期货研究所

投资拉动, 有三个无法回避的问题, 一、投资效率低下, 不仅容易浪费, 还容易造成产能过剩; 二、投资拉动需要得到较为宽松的货币政策和积极财政政策, 容易产生通货膨胀; 三、尤为难以让人平息的是, 投资拉动往往集中在地产行业, 造成中国国民财富分配的不公平和国家财政收入过于依赖土地收入。

在这个大前提下, 经济转型, 即从投资驱动转为消费驱动, 成了中国目前面临的巨大难题。

2、工业化走向成熟的世界经验

从历史上看, 一国工业化要走向成熟, 必然经历主导产业的转换以及经济结构的调整, 而原有的主导产业以及经济结构自身具有很强的抵抗力与适应性, 因此这个转换往往不是主动而是通过危机来完成的。从国际经验来看, 成功的迈过了起飞阶段走向成熟的工业化国家 (如日本、韩国等), 都经历了惨痛的经济萧条期, 这与中国从 2010 年以来所面临的经济增速下降的情况一致。

那么如果中国经济走出起飞萧条, 是否能够重新迎来如 2000 年开始那样的高增长低通胀的黄金十年? 答案是否定的。经济体由投资主导向消费主导的转型, 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, 即使中国的工业化走向成熟, 经济的增速也不能恢复到过去十年的波动中枢, 而是会在较低的位置获得平衡。对于中国而言, 过去以廉价劳动力带动增长的黄金时期已成过去, 未来将以低增长换质量, 带动更多的“软投资”将是关键。

虽然经济增速下降, 但如果从投资的角度来看, 走向成熟的时期是最好的时期。因为更低的经济增速伴随的是更低的宏观波动性, 企业能够在更为确定的环境中安排投资与生产; 在宏观确定性提高的情况下, 居民部门的消费也能够得以提升, 经济将以更高的质量发展。70 年代中期走出起飞萧条后的日本, 即进入了这样的成熟阶段, 而股票市场也迎来的爆发的黄金十年, 这个阶段被经济理论形象地称为“牛市横跨秋季”。

图2-3:中国经济增速将进入更低的增长平台

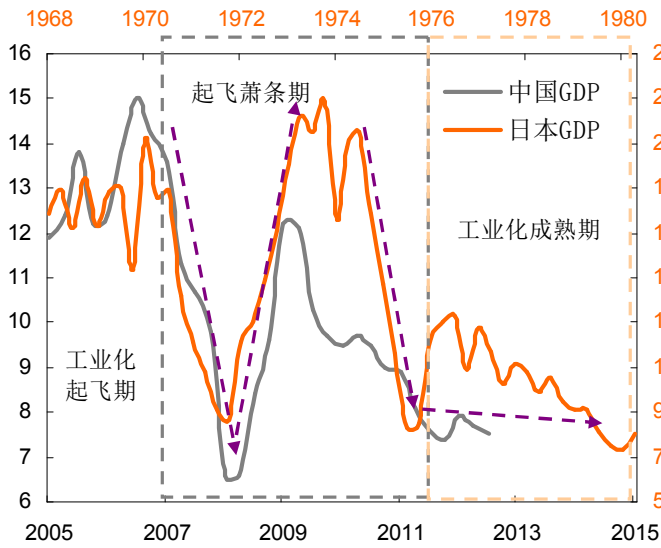
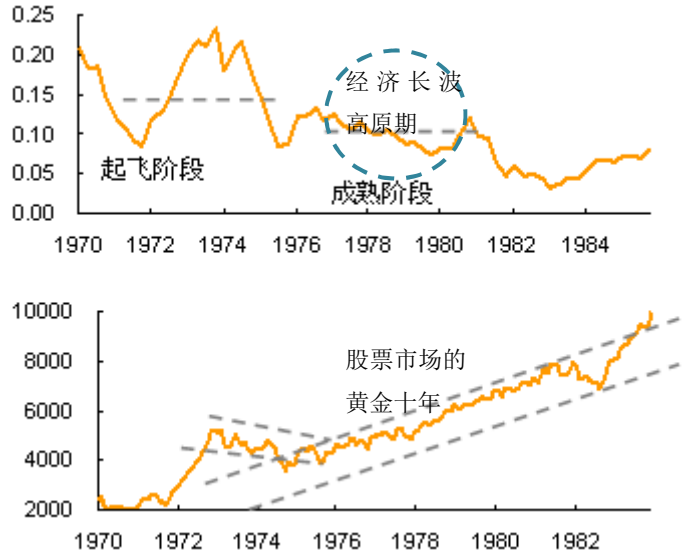


图2-4:日本股市在经济进入长波高原周期后迎来了黄金十年



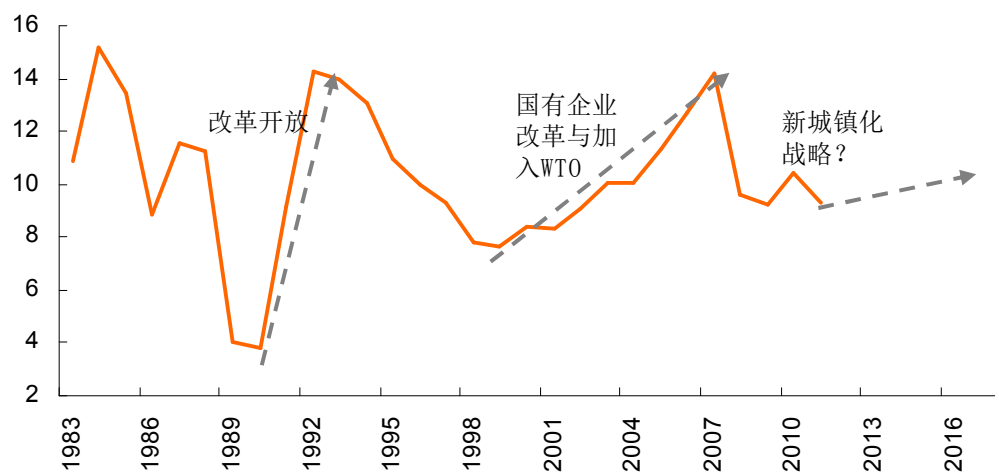
资料来源:wind、平安期货研究所

二、新梦所系：新型城镇化

1、最被寄予厚望的增长引擎

从2010年底，国家发展改革委就已经开始会同财政部、国土资源部、住房城乡建设部等14个部门启动城镇化规划编制工作。随后，“城镇化建设”被写入党的十八大报告，和新型工业化、信息化、农业现代一起，成为未来中国发展的方向。2012年12月，中央经济工作会议指出，城镇化是中国现代化建设的历史任务，也是扩大内需的最大潜力所在，要积极引导城镇化健康发展。而2013年6月26日，国家发改委主任透露，国家城镇化规划目前正在广泛征求意见并抓紧修改完善中。据估计，国家城镇化规划或于今年下半年正式出台。2013年，也或将成为新型城镇化的破题之年。

图2-5:新城镇化战略能否成为新的十年周期驱动力？



资料来源:wind、平安期货研究所

中国每一个长达十年的经济中型周期，其背后都有相应的推动因素。中国经济第一个上升中波来自于改革开放，带来的是市场经济与生产力的解放；第二个上升中波来自于中国加入 WTO，带来的是中国加入全球的分工体系，为过剩产能找到了出口，同时实现了工业化的起飞。第三波也就是当前的十年周期，有什么样的动力能够带领中国进入新的黄金十年？新一届政府的工作重心与市场舆论，都指向新型城镇化。

2、新型城镇化核心：农业转移人口市民化

从新型城镇化的内涵中，首先需厘清两个概念：第一，在中国的官方统计中，“城镇”不仅包括城市区域，也包括由城镇提供公共服务的乡村，这意味着中国对于“城镇”的定义是较为宽泛的，这也可能提升了中国的城镇化率水平。第二，城镇人口指所有居住在城市的人群，包括居住期限已经超过 6 个月的农民工群体。

从历史经验上看，中国老式城镇化的推进几乎就是城市大兴土木、大规模开展基础设施建设和开发房地产的过程。但如果一旦走回老路，中国经济就将再次陷入投资驱动的命运泥沼中无法自拔，如何让新型城镇化走出一条不同的路，是当前政府及政策所考虑的关键。而从此前的一系列政策文件中，我们看到了一个被着重提及的字眼：户籍改革。这也是新型城镇化实施的大前提：全面放开小城镇和小城市落户限制，有序放开中等城市落户限制，逐步放宽大城市落户条件，合理设定特大城市落户条件，逐步把符合条件的农业转移人口转为城镇居民。

“农业转移人口市民化”意味着新型城镇化不仅仅是规模扩张、土地经济、投资加力，恰恰相反，公共服务、消费和第三产业才是新型城镇化的最大受益部门。一方面，城镇化的推进可以提供更多就业机会，转移大量农村富余劳动力，从而提高城乡居民收入水平，增强其消费能力；城镇化可以通过促进服务业发展和城乡发展一体化，明显改善城乡消费环境，促进消费需求扩大。另一方面，城镇人口、财力、资源聚集和消费规模扩大，能够刺激城镇经济增长和发展繁荣，为城镇化的进一步推进创造条件。”此外，消费结构的调整升级影响城镇产业结构、空间结构的发展，消费文化的形成发展影响城镇特色的形成。

3、消费崛起有望带来新的黄金十年

(1) 新型城镇化推动消费崛起

具体而言，新型城镇化推动消费的崛起可分为两种情况：其一是消费的重心转移，其二是消费水平的升级。

首先，消费的重心将在消费区域、消费人群、消费品等层面都有转移。在城镇化推进过程中，目前的政策强调并对中西部等落后地区给予扶持政策。这意味着中国消费版图将进一步向中、西部地区、二、三线城市、中、小城市转移。而户籍改革将更多农村人口纳入城镇生活中来，将更多原先虽在城市工作，但游离于城市主流人群之外的民工族纳入城镇生活中来，这些新城市人按照城市方式消费后，将带来城市内部消费重心的转移。此外，目前消费在中国经济中之所以占比较低，很大程度上是由于政府保障体系的不健全。政策制定将进一步向民生和公平倾斜，住房、医疗、养老等保障都会跟上，从而保障新城市人的消费重心转向可选消费品。

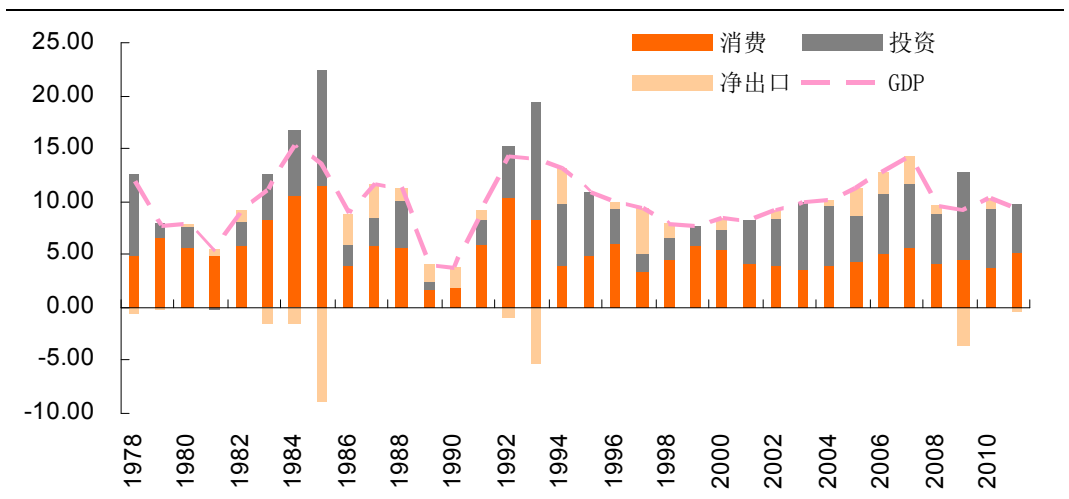
其次，消费水平还将随着居民收入的提升而升级。经济转型的一项主要任务在于提高劳动者收入水平，特别是中低收入人群的收入水平。随着占消费者人数大部分人群收入水平的显著提升，社会主流的消费产品可能会发生升级。加之未来 10 年中国人口结构的变化，中年人口(财富和收入水平更高，对消费的需求更强)占比的提升也有助于消费升级的推进。

总体上，我们相信消费板块整体受益于经济转型和新型城镇化的推进。据估算，如果市民化问题初步解决，城乡居民消费需求规模将有望从 2011 年的 16 万亿提升到 2016 年的 30 万亿左右，居民消费率有望回升到 40%左右，最终消费率达到 55%左右。

(2) 平衡的经济驱动模式将启动下一个黄金十年

新型城镇化促进消费崛起，消费崛起改变中国经济的驱动结构，充分释放国内巨大的需求潜力。如果整个过程顺畅，平衡的经济驱动模式就有可能使中国经济走出起飞萧条，步向工业化的成熟阶段。

图2-6:中国投资驱动经济的模式有望被改变



资料来源: wind、平安期货研究所

梦境曲折，底存变数

如果说对于新型城镇化带来的中国梦还尚遥远，那么关于 2013 年成为《起飞之年》的畅想，我们最寄予厚望的，便是“体制底”的筑就与巩固。但梦境与现实一样，充满了曲折与挑战。上半年经过美国 QE3 以及全世界的宽松浪潮后，全球货币的充裕时光在下半年将慢慢失去，世界资本市场不排除从一季度的上行及二季度的分化，转为下半年的下行，那么留给中国资本市场慢慢完善自身体制的时间已经不多。我们在年初的策略报告《春晓时分》中，虽然将 2013 年定调为“起飞之年”，但也多次强调体制底的迟迟不出，将给 A 股市场造成毁灭性打击。起飞并非必然，成败系于博弈，我们重点目标仍放在如何观察并确认走出周期性底部的时点与动力。

在《仲夏之梦》篇里，我们重点思考 2 大问题：一，体制底的进展与出路；二，经济底再现反复的可能性。

一、伤春悲秋，体制红利迟迟难以落地

在过去两年的策略报告中，我们一直强调市场扩容是制约指数上行的最大利空，也对当时处于 IPO 暂停期的市场寄予厚望。如今 IPO 重启的号角声已频频响起，市场对此采取的是悲观的规避态度。我们有必要先回顾历史，评估 IPO 给市场带来的影响。

1、IPO 的历史与未来

中国 A 股市场在历史上共经历过 8 次 IPO 暂停与 7 次重启，并且即将迎来第 8 次重启。从时间上看，本轮 IPO 暂停的时间已逼近 05-06 年的最长暂停时间，从这点也能看出重启的步伐已非常近。从市场反应来看，暂停期间有四次上证指数有所大涨，而重启前后 1 个月的涨跌幅在 7 次中有 4 次下跌。

表 3-1: 历史 IPO 暂停重启时间表与对应上证指数涨跌幅

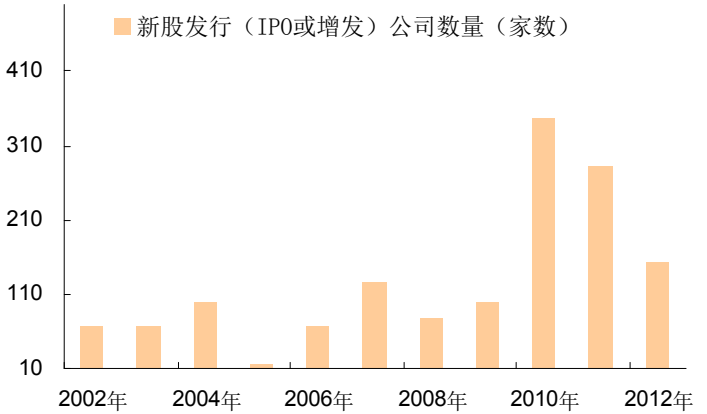
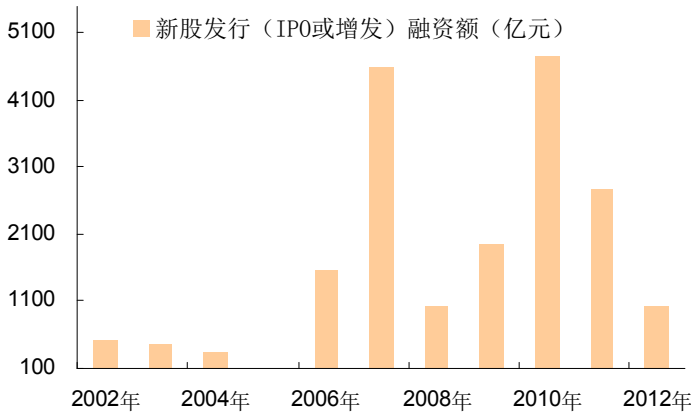
次数	暂停时间-重启时间	跨时	暂停期间涨跌幅	重启前一个月涨跌幅	重启后一个月涨跌幅
第 1 次	1994 年 7 月 21 日~1994 年 12 月 7 日	5 个月	65.75%	-4.88%	-9.23%
第 2 次	1995 年 1 月 19 日~1995 年 6 月 9 日	5 个月	18.36%	22.55%	-0.81%
第 3 次	1995 年 7 月 5 日~1996 年 1 月 3 日	6 个月	-12.60%	-20.05%	-1.54%
第 4 次	2001 年 7 月 31 日~2001 年 11 月 2 日	3 个月	-13.57%	-6.99%	-1.16%
第 5 次	2004 年 8 月 26 日~2005 年 1 月 23 日	5 个月	-7.86%	-7.79%	2.81%
第 6 次	2005 年 5 月 25 日~2006 年 6 月 2 日	1 年	55.46%	22.79%	-1.69%
第 7 次	2008 年 12 月 6 日~2009 年 6 月 29 日	8 个月	47.39%	12.71%	11.35%
第 8 次	2012 年 11 月 2 日	至今超 8 个月	---	---	---

资料来源：平安期货研究所

而从近 11 年的数据看出 (2002-2012)，新股发行的融资额与公司数量在近几年突飞猛进。背后的原因是 2009 年以来创业板推出，选择中小板和创业板公司进行首发融资的公司数量大增，首发募资频率与规模均处于较高水平。在股票供给大大增加之后，对应的则是大盘连续疲弱，即使 QE2、QE3 两次全球性宽松，也未能带动 A 股重振信心。

图3-1: IPO的融资额近年来处于相对高位

图3-2: 新股发行的公司数量在前三年突飞猛增

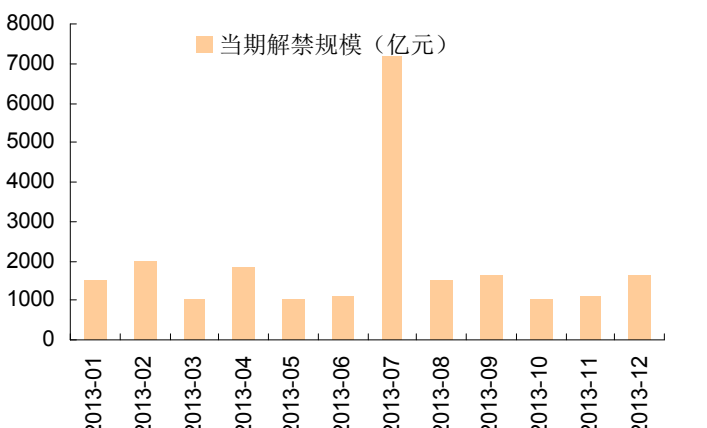
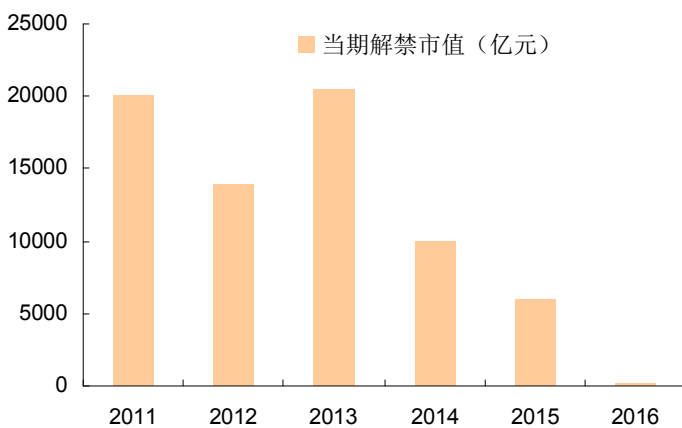


资料来源:wind、平安期货研究所

进入2013年，我们也曾在《春晓时分》中提及，这将是近年来解禁市值较大的一年，共有约2.1万亿市值将会解禁，较2012年增加56%。分月份来看，2013年7月份是解禁的高峰，大约会有7200亿以上的市值解禁，占2013年整年解禁市值大约34%。如此大规模的解禁与IPO重启的预期共振，成了压垮上半年市场的沉重大山。

图3-3: 2013最大空头动因是解禁市值位于近年顶峰

图3-4: 2013年7月当期解禁规模全年最高



资料来源:wind、平安期货研究所

2、2013 体制红利畅想

既然 IPO 重启无法避免，我们只能从制度变革的角度，分析 2013 年新一轮 IPO 重启可能出现的令人欣慰的一面。

（1）发行时点由发行人自主选择

《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》中“推进新股市场化发行机制”章节指明，发行人通过发审会并履行会后事项程序后，中国证监会即核准发行，新股发行时点由发行人自主选择，且放宽首次公开发行股票核准文件的有效期至 12 个月。

意见无形中给予了发行人一项 12 个月有效期的美式期权，对于发行人而言，有动机和条件选择市场状况较好的时点发行。同时也表明证监会对发行节奏调控力度减弱，不会有行政意义上的打包发行。

（2）发行估值不设立原则上的门槛

2012 年证监会下发《关于新股发行定价相关问题的通知》，规定若公司发行市盈率高于同行业上市公司平均市盈率 25%，原则上发行人需补充盈利预测并重新询价，相关细则我们不赘述，虽然监管层否认 25% 红线的存在，也没有硬性要求不能超过 25%，但考虑到相关成本，投行及发行人更倾向于在 25% 以内发行。

本次发行则直接废除 25% 市盈率规定，理论上给予优质标的更大的发行空间，也传达了监管层关于新股定价回归市场化的信号。

（3）自主配售权细则

关于券商自主配售权，业界争论已久。从目前的公开信息看，自主配售权缺乏相应的细则，未来是否会有进一步限制还未知。对于新股整体而言，上市首日正收益是大概率事件，同时资质上佳（比如盈利能力）的新股首日也更可能获得较高的收益，所以机构投资者（尤其是公募基金、社保等）有动机积极参与打新。而此次对自主配售权放开的改革，无疑进一步加大了机构打新的操作空间。

目前，据证监会最新公布的数据显示，已有 83 家拟上市企业通过发行审核委员会审核。根据此前证监会相关负责人表示，IPO 过会后的企业只要符合过会后的指导意见以及配套文件中的相关规定，原则上给予批文。此次新股发行审核办法可能改动较大，比如对业务的要求会淡化，但对信息披露的要求会空前严格。而国务院办公厅对外发布的文件中，也提到“适当放宽创业板对创新型、成长型企业的财务准入标准”。

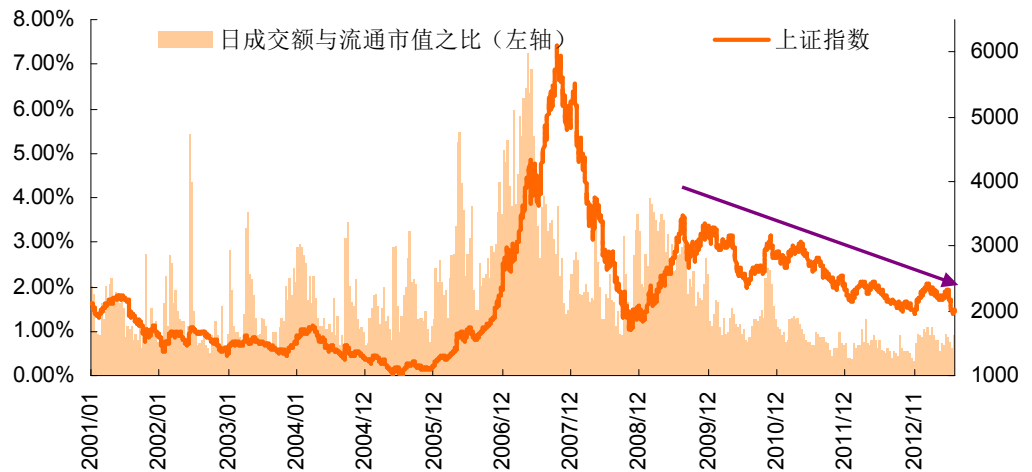
3、体制若不筑底，起飞概率渺茫

归根结底，从资本市场构成的角度看，IPO 开闸是一件非常正常的事情，一个没有一级市场的股市绝不能称之为正常。如果市场上长期没有新的公司进入上市，一级市场没有任何变化，那么市场的活力也会越来越差。但从整体上看，追求市场的整体良好发展，需要一级市场的发行与二级市场的交易与退出机制的共同完善。

在下半年的观测中，我们可以用成交额与市值的比值数据来量化体制底的成果。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 之后，这一比值就不断下滑。07 年大牛市的峰值是 7%，09 年中型牛市的峰值是 4%，10 年三季度小牛市的峰值是 2.5%，而自 2011 年以来，阶段性上涨时的峰值都仅在 1% 左右浮动，如此资金强度仍如同杯水车薪，难以撬动大级别行情。这也构成我们对未来中长期

走势的一个判别标准，只要体制底仍未形成，这一比值仍维持在低位，那么谈论大底部还为期过早。

图3-5:在巨大的市值面前，资金如同杯水车薪



资料来源:同花顺、平安期货研究所

不过，展望第三季度，我们预期当前市场对 IPO 重启带来的负面影响已有所消化，如果 IPO 重启的利空落地，不排除 A 股有一定的止跌反弹机会。

二、起飞并非必然，成败系于博弈

1、经济底的动荡

(1) QE3 的缩减与退出

今年 6 月，美联储主席伯南克在美联储发布政策决议之后，就经济及货币政策现状及前景状况发表讲话，伯南克明确表示可能今年稍晚开始放缓 QE，明年结束 QE。可以说，从那一刻起，QE3 的缩减与退出已经正式进入了倒计时。

7 月非农数据公布后，据外媒公布的数据显示，16 家一级交易商中有 11 家预计美联储将在 9 月缩减购债(6 月 19 日调查时为 17 家中的 7 家)，三家预计在 10 月。对于何时退出购债，受访的 14 家一级交易商中有 13 家预计美联储在明年年中或之前结束购债，一家预计在 2014 年 9 月。

在过去两轮量宽中，第一轮量化宽松政策(QE1)耗资 1.725 万亿美元；第二轮量化宽松政策(QE2)总规模为 6 万亿美元，如果 QE3 如市场预期在今年 9 月缩减、明年 6 月退出，那么规模预估约为 1.33 万亿美元。QE3 规模介于 QE1 与 QE2 之间，对全球流动性与美国经济复苏起到至关重要的作用，但在即将退出之际，欧洲与亚洲的经济情况并未过多好转，尤其中国并未过多受益于此，反而热钱的流入再次推高房价，对中国经济而言，外围的驱动力在减弱，似乎最好的时机已经过去，只能靠自身的驱动力突围。

表 3-2: 三次量宽规模及内容

政策	时间	持续时间	购买内容	平均每月规模	总规模
QE1	2008.11~2010.3	16 个月	1750 亿美元机构债券	109 亿美元	1.725 万亿美元
	2008.11~2010.3	16 个月	1.25 万亿美元抵押贷款支持证券	780 亿美元	
QE2	2009.3~2010.3	12 个月	3000 亿美元长期国债	250 亿美元	6000 亿美元
	2010.11~2011.6	8 个月	6000 亿美元长期国债	750 亿美元	
QE3	2012.9~2013.9 (预估)	13 个月 (估)	抵押贷款支持证券	400 亿美元	1.33 万亿美元 (估)
	2013.1~2014.6 (预估)	18 个月 (估)	长期国债	450 亿美元	

资料来源: 平安期货研究所

(2) 中国经济再次寻底

从最新的数据看, 从投资到工业增速, 到 CPI、PPI, 再到信贷, 最后是进出口, 数据接连出现出人意料的变化, 一个比一个疲弱, 市场信心也一再被打击。

在 7 月 1 日公布的 6 月份 PMI 数据为 50.1%, 比上月回落 0.7 个百分点, 尽管绝对水平仍在 50% 以上, 但回落至荣枯线边缘, 显示扩张势头弱。此外, 五个分项指数皆环比回落, 新订单指数、生产指数回落幅度较大, 原材料库存和就业人员指数则持续位于收缩区间。我们一直观测的 PMI 先行指数: PMI 新订单/产成品库存分项, 其值在上半年上冲后也开始回落。

在 7 月 10 日公布的进出口数据更是引起轩然大波。中国 6 月进出口数据继 5 月之后继续逊于预期, 其中, 6 月出口同比下降 3.1%, 进口同比下降 0.7%, 贸易顺差 271.3 亿元。在全球市场需求下降危及中国出口拉动型经济增长方式后, 中国一直致力于用拉动内需来平衡经济增长。然而事实表明, 目前刺激国内消费的举措, 还难以抵消国外销售下降的缺口。

7 月 15 日公布的二季度 GDP 同比增 7.5%, 虽然符合市场预期, 但低于前值的 7.7%, 工业增加值亦有下降, 总体而言, 经济局面已不容乐观。

图3-6: 二季度GDP与工业增加值下降

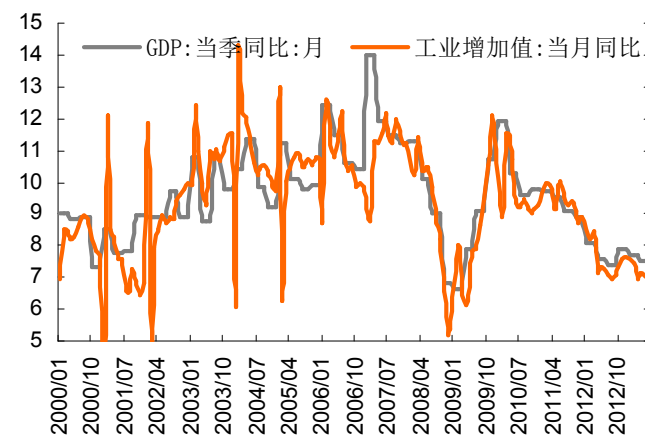
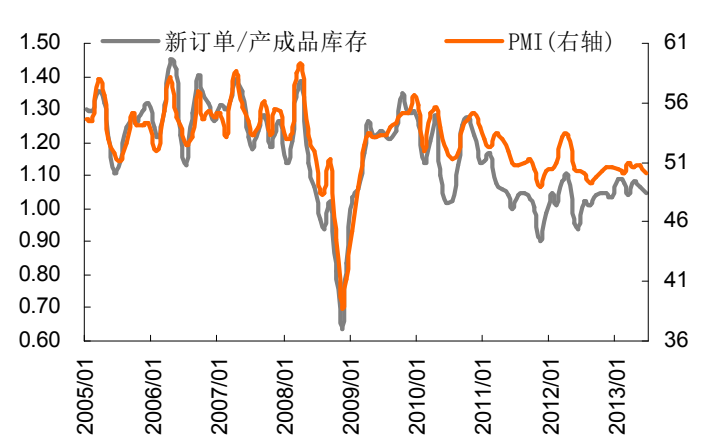


图3-7: 先行指数: PMI新订单/产成品库存分项上半年上冲后回落



资料来源: wind、平安期货研究所

种种数据表明，目前经济总需求疲弱，带动生产下滑；而 PPI 在持续通缩的背景下，企业库存投资意愿较弱，当前企业仍在维持去库存状态，另外中小企业经营状况不佳，结构化矛盾仍在深入。今年，政府意在避免增长在短期内大幅下滑，但经济疲软态势短期已经难以缓解，中国经济硬着陆的风险正在进一步提升。

2、货币政策与通胀的变数

(1) 6 月钱荒折射影子银行隐患

今年 6 月，本已平静一年的货币政策又生变数。每年的 6 月份，都是银行资金最为紧张的时期，一方面是面临半年末的存贷比考核，另一方面是全行业需补缴存款准备金、财税征缴和大银行分红。而往年此时，央行一般会释放一定的流动性以缓解银行资金的紧张。但今年 6 月，央行却一反常态地不但没有“放水”救市，反而在近 3 个月来一直通过正回购回笼资金，甚至还发行了已停发了一年半之久的央票。这因此埋下了钱荒的导火索。

图3-8:6月底钱荒的SHIBOR利率



资料来源:wind、平安期货研究所

6 月 18-19 日，美联储议息会议召开，形成逐渐退出量宽政策的立场，而热钱因此大规模从新兴国家撤离。6 月 20 日，中国钱荒白热化，银行隔夜回购的最高成交利率创纪录地达到 30%，7 天回购利率最高达 28%，上海银行同业拆放利率 (Shibor) 隔夜利率飙升至 13.44%，创下 2006 年运行以来的历史新高。当日，五大行不再拆出资金，甚至在市场上借入资金，一时间令市场的恐慌情绪蔓延。6 月 24 日，钱荒的影响开始从货币市场向资本市场传导，沪指单日暴跌达 5.3%。

至今，虽已风平浪静，但其疯狂不免令人担忧钱荒在 9 月重演。而央行行长周小川在事后表态：此次货币市场利率的波动，其积极意义在于提示银行，需要对自己的资产业务作出调整。

所谓的资产业务调整，迫切要调整的就是不在监管之内的银行业务，即近年被反复诟病的“影子银行”。中国的影子银行，实质上是在利率双轨制和信贷资源稀缺性背景下，承担了连接货币市场与存贷市场功能的中介运作体系，是对传统银行信用扩张

渠道的变相替代或补充，从这个意义上讲，它仍是一种服务于实体经济的相对原始的信用扩张机制。

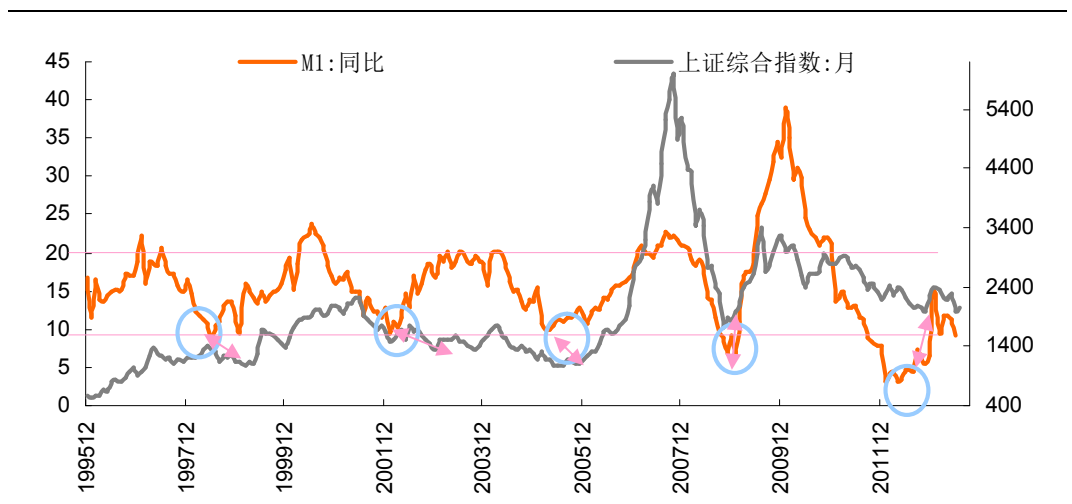
据统计，目前中国影子银行存量已高达 30 万亿以上，其中，非标债权融资余额为 19.21 万亿元，占影子银行实体支持类的比重由 2002 年的 33.15% 上升至 2012 年的 63.39%，而整个影子银行的规模占 GDP 的比例已超 60%。影子银行的资金主要流向房地产与基建等领域，目前的市场共识是，至少有 50% 的小规模房地产开发商资产负债表上的债务是来自信托融资。使人感到更大担忧的是，这些融资是为了处于开发最初阶段的建筑获取的，这几乎是自动让公司和信托公司具有了赎回风险。虽然到目前为止还没有出现过违约或者是有压力的证据，但风险不爆发的前提是房地产需求和价格会继续上升。而毫无疑问，中国房地产泡沫总会有退潮的一天。

(2) “货币热”降温，M1 存在再探底可能

今年以来，在前五个月人民币贷款和社会融资规模急速攀升之后，6 月份货币政策“中性偏紧”的特征十分明显：6 月份社会融资规模为 1.04 万亿元，比上年同期少 7427 亿元；6 月份人民币贷款增加 8605 亿元，同比少增 593 亿元。而 6 月末广义货币（M2）同比增长 14.0%，狭义货币（M1）同比增长 9.1%，比上月末低 2.2 个百分点。由于目前 PPI 下降、企业信心不足、去库存阶段还未完结，再加上最近的“钱荒”可能加剧银行和企业“囤积”流动性的倾向，货币流通速度不排除在三、四季度再次探底的可能。

以往根据我们一贯以来的模型监测，M1、M2 阶段性底部都对应着上证指数的阶段性底部，且有先行指标的特征。虽然先行的时间与货币传导至市场的节奏快慢有关，但作为左侧指标，一旦 M1 再创新低，政策底的条件恐也将生变。

图3-9: M1增速一般领先于市场

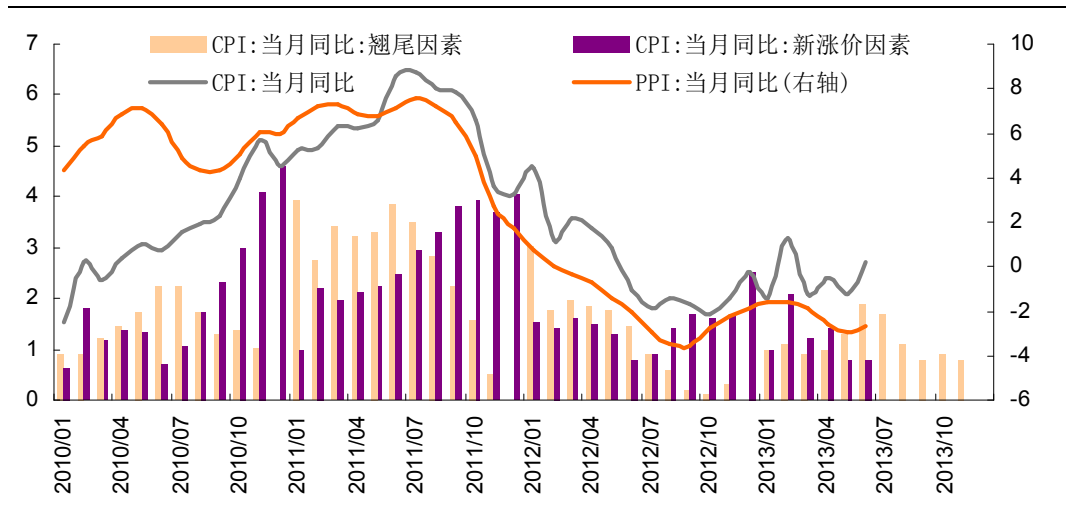


资料来源: wind、平安期货研究所

(3) 通胀再次大幅上行的概率相对较小，房价增速过快则令人担忧

2013 年上半年，通胀水平一直处于相对低位，最新一期的 6 月份 CPI 同比增长 2.7%，仍在预期之内。展望未来半年，由于去年 3 季度基数较低，3 季度 CPI 和 PPI 同比增速将比 2 季度有所回升，但预计全年 CPI 通胀压力不大，而 PPI 将维持通缩。总体而言，CPI 对中国目前的稳健货币政策不会影响。

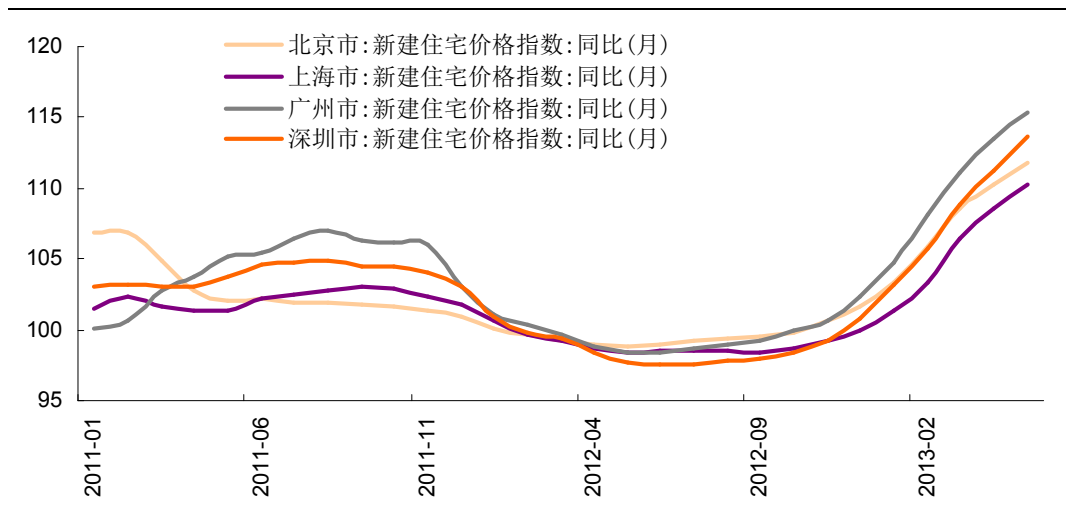
图3-10: 随翘尾因素下降，今年CPI有望维持在政策的调控范围3%以下



资料来源:wind、平安期货研究所

但房价的增速却令人不容乐观。2013 年上半年的楼市可谓风起云涌，新国五条、20%个税、房产税等政策让人应接不暇，但从上半年房价的趋势来看，四大一线城市的房价皆已超越 2011 年的高点。在房价的倒逼下，货币政策的基调只能趋紧，坚持稳健。李克强总理在国务院常务会议上提出“盘活存量，用好增量”，这意味着政府将顶住压力继续调结构。在下半年，货币政策或将倒逼金融机构去杠杆，挤压融资平台，在紧环境下淘汰落后产能。届时，房地产市场可能要面临真正的调整。而资本市场也将继续承受转型的阵痛。

图3-11: 四大一线城市房价增速超越2011年

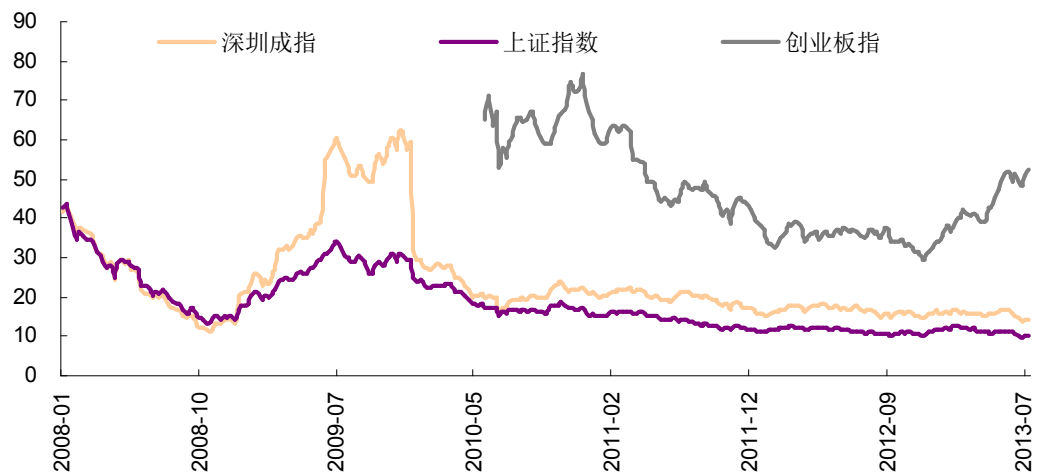


资料来源:wind、平安期货研究所

3、估值分化较严重

在市盈率方面，已不能用同一个数值来评估 A 股市场的估值水平了，因主板与创业板的步伐已是南辕北辙。目前，上证指数与深证成指的市盈率水平位居历史的最低水平区域，但创业板的整体市盈率已超越 50。需要了解的是，自有明确的估值历史数据以来，标普 500 指数、恒生指数、富时 100 指数等，在最近几十年都没有出现过高于 50 倍的 PE 估值，甚至高于 30 倍的时候也很少。此外，在成熟市场，中小公司的估值一般要低于蓝筹股，因此小公司股票指数的估值罕有达到如当前创业板般的高度。可见，从中长期来看，创业板的估值已经导致其很难从整体上为投资者带来回报。

图3-12: 三大指数的市盈率对比



资料来源: 平安期货研究所

总体而言，随着中国经济进入经济结构转型的调整期，很多行业需要去除它们在经济增长高峰时建立的过剩产能并降低财务杠杆。因此，不排除部分行业的盈利能力和成长性在未来几年可能进一步下滑，主板目前看来已经很便宜的估值还可能面临进一步下滑的风险。而创业板估值一旦回归，则估值底的考验又将重临。

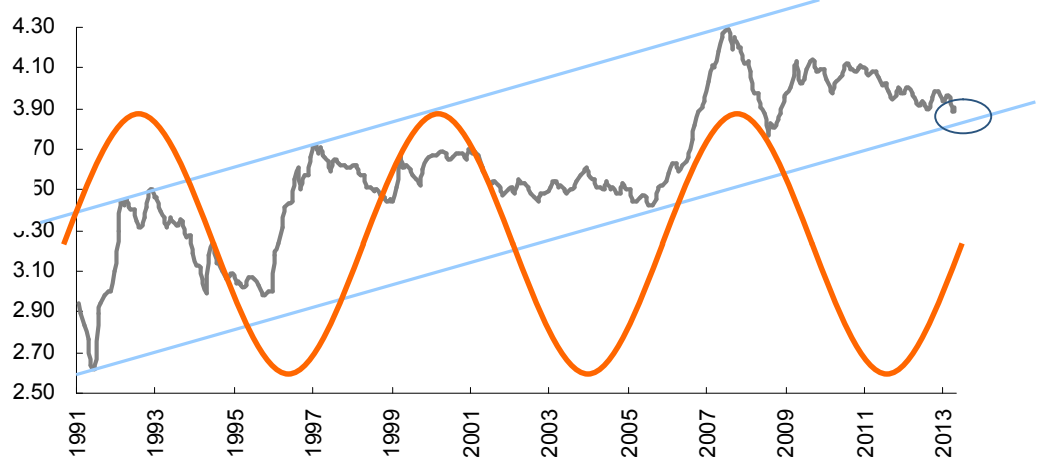
分析种种因素之后，前面我们提出的两大问题也有了一定的答案。其一，体制底的进展系于发行及退市制度的完善，一个可以量化的指标是成交额与流通市值的比值；其二，经济底再现反复的可能性较大，其中 QE3 的退出时点与新型城镇化相关政策文件的出台时点起了关键的作用。此外，房价泡沫与创业板股价泡沫或是未来市场的两大风险引爆点。不过，目前 A 股市场所面临的各方环境都比 11、12 年更为乐观，即使底部再有反复，低点也不会大幅超出市场预期。

仲夏之梦，积极寻机

一、大周期循环中的双底形态等待确立

根据我们一直观测的周期理论模型，深成指的一重要底部将在近期内成型。但根据历史的规律，不排除牛短熊长的情况再次出现，因此启动主升浪的时间还未能确认。同时根据该规律，底部特点则经常以双底的模式出现，如94-96年、03-05年。本轮在2012年已形成一底，重点观察次底会否在今年年内出现，但无论如何，在周期规律向上摆动状态中，恰恰是布局长线的机会。

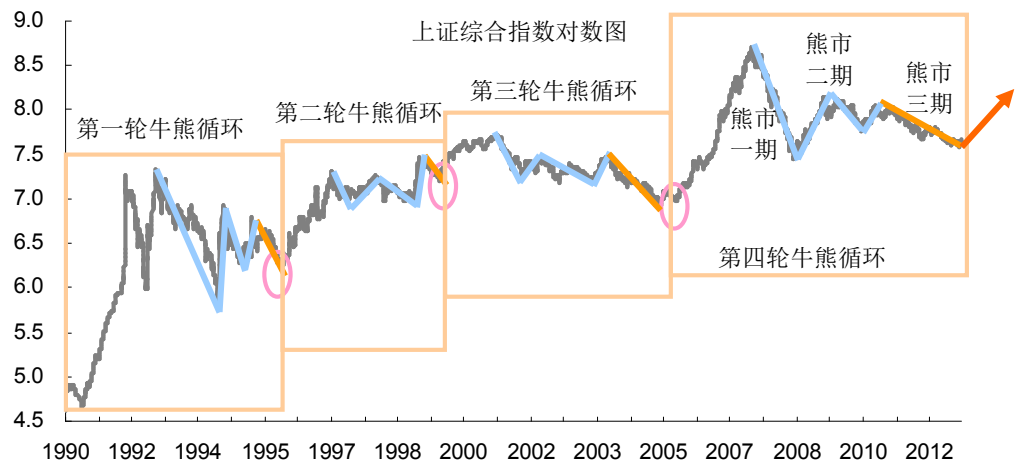
图4-1:深成指双底形态正待确立



资料来源:wind、平安期货研究所

除周期规律之外，形态结构上也进入周期性的拐点领域。20多年来，大约5年为一个牛熊周期循环的运行规律已出现了四轮，每轮循环的熊市结构均以三期的子结构形态出现。2013年，第五轮周期循环正在酝酿，如果在本轮牛熊循环中，中国经济可以转型顺利，迎来增速更低但质量更高的工业化成熟时期，那么资本市场将掀开最为辉煌的一页，“牛市横跨秋季”的战略机遇亦将触手可及。

图4-2:尽管每轮牛熊周期长短不一,但波动结构无一例外,第五牛熊循环似在形成



资料来源:wind、平安期货研究所

二、顺势而为，积极寻机

从周K线的走势评判,下半年走势并不乐观。去年底开始的反弹受阻于平行下跌通道阻力,今年年内价格运行于通道下部。7月自1849处开始的上升,与自1949点开始的上升构成一个月线级别的反弹,其级别几乎等同于2010年7-11月的上涨波段,背后动力也均有QE的支持,但本轮的上升力度或弱于上轮。不过总体而言,自2009年以来的下跌波段已连续发生多次背离,对于中长线资金而言,已是值得做出战略布局的时点。确立近4年下跌趋势扭转的关键价位是下跌通道的上轨(上证约2600一线),届时重点关注。

图4-3:上证指数周线:确立下跌趋势扭转的关键价位是下跌通道上轨(上证约2600一线)



资料来源:wind、平安期货研究所

综合而言,在大周期上,市场仍在构筑双底形态中,其中动力大概率来自“新型城镇化”及体制红利带来的市场信心,风险需兼顾热钱撤离与经济再次探底等。空间点位的研判上,我们预计上证指数在下半年将大致往返于1900至2600的震荡区间,重点关注9、10月QE3缩减规模带来的负面影响。长远而言,虽然今年仲夏充满寒意,但经济转型崛起的中国梦仍值得期待。

平安期货研究所研究员简介:

李 斌: 平安期货策略研究员及股指研究员。曾于中国国际期货公司研究中心从事股指期货研究。擅长运用各种技术分析研究方法研究价格运行趋势,对股指热点板块轮动、商品市场品种强弱轮动方面有一定把握,目前正在专攻量化交易策略及量化产品设计。

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>