

深改元年，破釜沉舟

核心内容

投资坍塌，深改转型

在投资三巨头（制造业、房地产、基建）的增长模式难以为继，以及人口红利不再、外需复苏缓慢的环境下，如果能让中国经济进一步升华，唯有依赖消费、尤其是居民消费项目的崛起。这亦是深改方案所指的方向，我们亦能从新型城镇化、户籍改革、土地流转等政策中看到中央政府的决心。但深改并非一日千里，在推进的过程中，中央政府、人民银行与地方政府、商业银行、房地产商、夕阳行业的国企等形成博弈的两端，这意味着 2014 年的市场并不能很快享受改革红利。

银根绷紧，股市承压

由于中国对汇率、通胀的管理，中国基础货币的供给主要来自外汇占款余额的变动，这从人民银行的资产负债表结构可以印证，而从以往央行的冲销操作来看（不及时，不完全），国内整体流动性主要由外汇流动方向决定而非由央行货币政策决定。2014 年开始，美联储将逐步退出量化宽松政策，而目前央行仍在延续此前的稳健偏紧的货币政策基调，因此在央行调降存款准备金率（可视为货币政策的转向信号）之前，楼市、股市、债市都不具备获利效应，可将资产超配于货币市场。而在央行调准之后，债市将迎来投资机会，可撤离货币市场，投资债市。但只要外汇流出中国，2014 年的流动性整体就将紧于 2013 年，股市与楼市亦将整体承压，表现差于 2013 年。

除此之外，可量化的 IPO 重启带来的供给面冲击或将远大于定性意义上的退市、分红、优先股等利多因素对市场的带动，且沪深 300 的权重板块如银行、地产、资源、基建等皆是深改的对立面，去杠杆化势在必行。归根结底我们认为沪深 300 将在 2014 年再次探底重返 1800-2000 区间，未来机会视乎 2015、16 年的汇改与利率改革成果，深改政策红利的爆发性释放或需寄望 2017 年之后。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研 究 所 股指研究小组

✉: dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 李 斌（策略及股指研究）

☎:86-755-83237542

✉: 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，仲夏之梦——A 股 2013 年中策略报告

2013. 07. 17

2、起飞之年，春晓时分——A 股 2013 年度策略报告

2012. 12. 26

3、定础之年，曙光破晓——A 股 2012 四季度策略报告

2012. 10. 23

《2014坍塌与重生》系列报告之序

全面深化改革与量宽隐退下的资产配置展望

2013 年，中国在新旧政府的交接中于四季度推出全面深化改革方案，美联储围绕 QE 何时缩减及退出的时间点争论不休直至最后关头方有定论，关于改革与 QE 的不确定性总体主宰了 2013 年的市场。但在 IPO 暂停与 QE 注水的实质影响下，无论股市还是商品市场最终都呈现了一定的局部性机会。展望 2014 年，关于改革与 QE 的不确定性几已消除，将迎来一个确定性的改革元年与无 QE 时代，正如我们的今年系列主题《坍塌与重生》所要表达的：旧市场秩序与旧投资逻辑正在坍塌，新市场秩序与新投资逻辑正在诞生，我们需要明眸善辨、与势同行。

美元崛起的确定性在 2014 年增强。每一次美元大趋势的转变，几乎都伴随着美国的货币政策的重大趋势性转变以及全球经济与政治的深刻变革，在 2013 年，关于 QE 退出的时间和方式屡次引发了华尔街的猜想、美元的反复与全球资本市场的动荡。不过，就年底来看，无论是美联储或是市场预期本身，都已形成一个大概率的操作方案：第一步，逐步缩减资产抵押贷款的购买量；第二步，彻底放弃购买资产抵押贷款与国债，但仍控制低利率；第三步，逐步提高短期利率水平，全球资本进一步回流美国。方案大抵相差无几，其中，第一步与第二步完成的时点，基本可定在 2014 年内完成，届时，美元将奠定新一轮上涨的根基。

经济全面深入改革的确定性在 2014 年增强。如果说经济改革在 2013 年还停留在市场预期的层面，那么在 2014 年，经济改革已切实进入了新一届政府施政纲领的时间表中。前不久所颁布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，执行性和操作性强，而经济结构与经济质量在深化改革的持续推进下，有望走向焕然一新的新局面。

作为《2012 资本大弈局》、《2013 七盏明灯》系列的延续，《2014 坍塌与重生》系列围绕美元与改革两大主线，对资本市场形成自上而下的大局观研判视野。对于大宗商品的走向，我们预计整体性的熊市将继续深化，熊市三期大概率在 2014 年开启；对于 A 股，我们预计其 2014 年将遭遇流动性与供给压力的洗礼，但展望下一个十年，新一轮改革红利带来的机会仍将值得期待。

摘 要

三十年后再改革。2013年11月，在新一届政府公布《公报》、《决定》等颇具雄心的改革纲领后，市场仅仅受到短暂的鼓舞，其后又进入浓重的观望氛围中。为什么要深改？深改的方向是什么？市场又在观望与等待什么？这都值得我们深入分析。

“房地产+基建”投资型增长模式难以为继。近十年以房地产、基建为根本的投资梦，主导了经济的高速增长。但随着政策调控的深入、地方政府债务的高企，投资的增速开始回落，中国依靠投资带动经济增长的方式已走到了悬崖的边缘、难以为继。

未来经济增长必须依赖居民消费崛起。过去以人口红利与政府投资带动经济增长的黄金时期已成过去，未来必须更看重经济增长的质量，即居民消费的崛起。而在居民消费的分项中，农村居民消费将是最具备快速增长潜力的一环。通过户籍改革、土地流转等领域的政策推进，我们看到这一经济新引擎崛起的可能。

未来2年国内总体货币供给将偏紧。在稳定汇率、通胀的目标下，中国的基础货币跟外汇占款挂钩，因此中国的货币政策基本是被动冲销操作。2013年当美联储实施量化宽松并导致外汇流入中国时，央行采用货币冲销手段，收紧银行间流动性，但冲销并不及时与完全，因此市场的整体流动性仍较丰富，楼市、股市在外汇流入时表现为牛市、而债市表现为熊市，货币市场则受冲销的间歇性影响，充满了阶段性的机会，也受到资金追捧。展望2014年，当QE逐步退出，外汇回流美国时，市场的整体流动性也将偏紧，楼市、股市将在2014年走熊，如果央行推出降准等宽松货币政策进行冲销，届时债市将出现牛市，而货币市场的机会将变少。

2014再次探底，2015考验汇改成效，2017期待政策牛市。深改并非一朝一夕可见成效，流动性层面则对股市为利空，因此，股市的总财富（两市总市值）在2014年将整体缩水。具体对沪深300与上证指数而言，由于市场体制的红利亦无法对抗IPO重启的供给压力，因此在总市值缩水与新增供给的双重利空下，二级市场的指数价格将遭遇更沉重的打击。不过，我们对未来政府进行汇改、利率改革的成效抱有期待（有望令金融更好服务于实体经济），而且从执政政府的政策周期来看，2017或迎来新一轮加杠杆的牛市（参照87、88下海经商时期的商品牛市，97、07的股市，07的楼市）。

目 录

引子：三十年后再改革.....	5
一、最具雄心的改革计划.....	5
二、市场踌躇不前.....	6
三、破釜沉舟，改革没有回头路.....	8
军争：新旧经济增长模式之辩.....	9
一、改革阻于何处：“房地产+基建”投资型增长模式难以为继.....	9
二、深改去往何方：后工业社会的到来.....	11
三、深改的道路与路障.....	14
虚实：远离颠倒梦想，流动性识别当下.....	16
一、流动性从何而来：全球印钞与人民币升值时代.....	16
二、流动性去向何处：楼市 VS 债市 VS 货币市场 VS 股市.....	20
三、股市的供给结构与价值.....	27
四、流动性与资产配置逻辑.....	31
谋攻：倒推 2020.....	33
一、破釜沉舟，2014 再次探底.....	33
二、励精图治，2015、2016 考验当局智慧.....	33
三、等待涅槃，2017、2018 寄望政策牛市.....	34

帅与之深入诸侯之地，而发其机，焚舟破釜，若驱群羊。——《孙子·九地》
项羽乃悉引兵渡河，皆沉船，破釜甑，烧庐舍，持三日粮，以示士卒必死，无一还心。——《史记·项羽本纪》
——题记

引子：三十年后再改革

一、最具雄心的改革计划

2013 年 11 月 9 日至 12 日，中国共产党第十八届三中全会于在北京举行。11 月 12 日，会议通过《中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议公报》，11 月 15 日晚，十八届三中全会《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》发布。至此，新一届政府的改革计划浮出水面。从《公报》到《决定》，为中国全面深化改革绘就了新的蓝图，改革的方向也覆盖经济、政治、文化、社会、生态文明、党建等多个领域，两份关键文件，也被誉为是十一届三中全会之后最具雄心的改革计划。

表 1-1:改革方向及改革领域

改革方向	具体改革领域	具体改革措施
新增改革领域	深化政治体制改革	依法治国有机统一深化政治体制改革，加快推进社会主义民主政治制度化、规范化、程序化，建设社会主义法治国家
	设立国家安全委员会，深化国防和军队改革	健全公共安全体系，设立国家安全委员会，完善国家安全体制和国家安全战略，确保国家安全。着力解决制约国防和军队建设发展的突出矛盾和问题，深化军队体制编制调整改革，推进军队政策制度调整改革，推动军民融合深度发展
	建立健全现代文化市场体系	建设社会主义文化强国，增强国家文化软实力。加快社会事业改革，要深化教育领域综合改革，建立更加公平可持续的社会保障制度，深化医药卫生体制改革。
经济改革领域	使市场在资源配置中起决定性作用	加快形成企业自主经营、公平竞争、消费者自由选择、自主消费，商品和要素自由流动、平等交换的现代市场体系，着力清除市场壁垒，提高资源配置效率和公平性。
	建立科学的财税体制	完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性，改进预算管理制度，完善税收制度，建立事权和支出责任相适应的制度。
	改革城乡二元结构，赋予农民更多权利	建立新型工农城乡关系，让广大农民平等参与现代化进程、共同分享现代化成果；赋予农民更多财产权利，推进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，完善城镇化健康发展体制机制。
	建设法治政府和服务型政府	转变政府职能，深化行政体制改革，创新行政管理方式，增强政府公信力和执行力。推行地方各级政府及其工作部门权力清单制度。加强食品药品、安全生产、环境保护、劳动保障、海域海岛等重点领域基层执法力量。
	推动对内对外开放	促进国际国内要素有序自由流动、资源高效配置、市场深度融合，加快培育参与和引领国际经济合作竞争新优势，以开放促改革。要放宽投资准入，加快自由贸易区建设，扩大内陆沿边开放。
	深化收入，教育，医疗保障改革	要深化教育领域综合改革，健全促进就业创业体制机制，形成合理有序的收入分配格局，建立更加公平可持续的社会保障制度，实现基础养老金全国统筹，深化医药卫生体制改革。启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策。
	建立系统完整的生态文明制度体系	用制度保护生态环境。要健全自然资源资产产权制度和用途管制制度，划定生态保护红线，实行资源有偿使用制度和生态补偿制度，改革生态环境保护管理体制。
	国有企业完善现代企业制度，支持非公有制经济发展	国有企业完善现代企业制度，支持非公有制经济发展：完善产权保护制度，积极发展混合所有制经济。

资料来源:平安期货研究所

政府强调改革，表明政府已将改革放在比增长更加重要的地位。而在经济改革领域，至为关键的一条，就是使市场在资源配置中起“决定”作用。中国过去 35 年的经济增长遭遇瓶颈，所面临的重大风险与挑战，不是所谓的市场化过度，而正是在于“有形之手”对“无形之手”过宽、过深、过细的干预，控制价格，抑制市场在资源配置中的作用。无论是地方债风险问题，投资过热与产能过剩问题等，都与政府职能扭曲直接相关，都与市场作用未得到有效发挥直接相关。中国能否绕开中等收入陷阱，全面深化改革，的确取决于能否有效理顺政府与市场关系，能否在管住“有形之手”的同时发挥其积极作用。

对于此份《决定》，外媒的评价是：“这些改革构成一份令人印象深刻的清单。如果切实得到执行，它们将剧烈地改变中国面貌。虽然具体改革措施还需中国政府各部门后续充实，但这份蓝图看上去是中共至少近 10 年来最具雄心的改革计划。”

二、市场踌躇不前

在《公报》与《决定》公布后，市场受到一定的鼓舞，连续一个月走出反弹行情。不过涨幅与涨速都偏低，显现出市场的观望心态与谨慎态度，进入 12 月之后，更是跌破政策公布时的低点。的确，改革的纲领性文章虽然发出，但在市场用真金白银投票之前，还需见到切切实实的改革细则。目前，中央经济工作会议与城镇化工作会议正在召开，不过，更明确的指引料还需等至明年 3 月的两会之后。

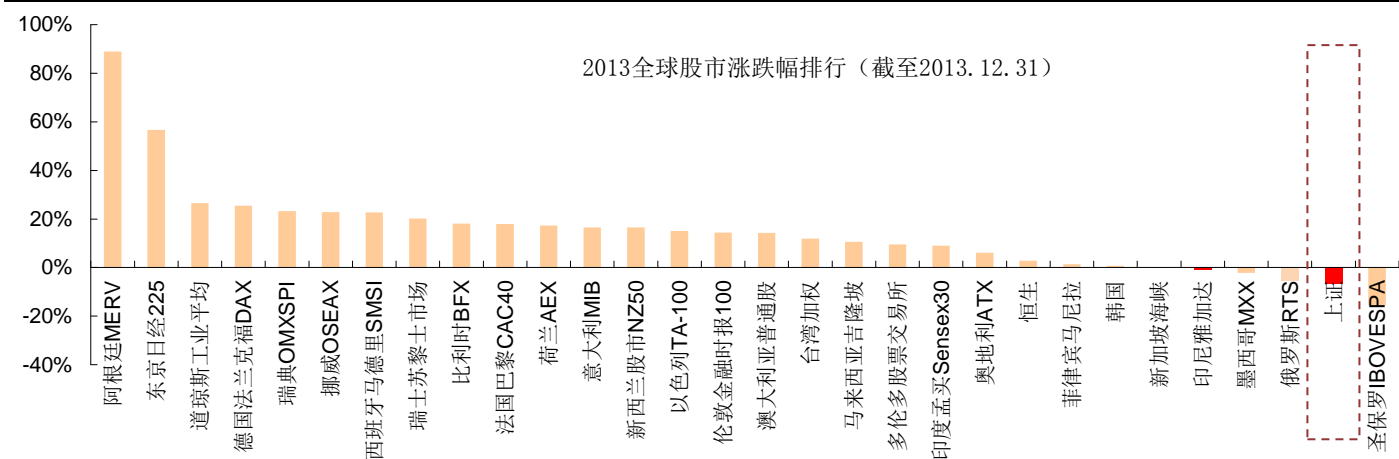
图1-1:市场对两大改革纲领文件的发布反应较为平淡



资料来源:同花顺、平安期货研究所

同时，2013 年即将告一段落，我们也回顾了全年的全球重要股指的涨幅。其中，阿根廷、迪拜、日本、美国、德国等股指遥遥领先，这或与当地正实施的量化宽松货币环境有关。而毫无意外地，俄罗斯、中国、巴西等新兴国家的股市继续垫底全球，这与这些国家采取紧平衡的货币政策以抑制通胀有关。或者，市场的走向也告诉我们全球最聪明资金的投资逻辑：撤出新兴市场、回流成熟经济体。

图1-2:2013年全球股指涨跌幅对比：上证指数排名倒数第二（2013.01.01至2013.12.31）



资料来源:同花顺、平安期货研究所

实际上, IMF 已预测 2014 年流入 30 大新兴市场的整体私营资本为 1.3 万亿美元, 低于 2013 年的 1.6 万亿美元。从这一点来看, 2014 年新兴市场的资金环境将会弱于 2013 年。更进一步地, 观察下方长达 20 年的 MSCI 金砖四国指数不难发现: 在 2011 年留下次高的双顶后, 金砖国家经济高速发展所推动的全球投资 10 年黄金时代已渐渐退潮, 而留给这些国家的, 是不得不面对的经济转型难题与经济结构调整。与以前的拉美危机、东南亚危机不同, 由于相对良好的资产负债表 (如中国还有全球最大的外汇储备), 金砖四国并没有摇摇欲坠。但是, 做什么都不会错的黄金十年已经彻底地结束了, 每个国家都必须解决为了应对世界形势变化进行自身改革的问题。总而言之, 如果把金砖四国这个组织比喻成一支乐队, 他们已进入的解散的前夜, 而对于这支乐队的老乐迷们来说, 他们没法保证未来这些成员单飞后还能那么喜欢他们。

图1-3:金砖四国的黄金时代光彩不再



资料来源:MSCI

三、破釜沉舟，改革没有回头路

一般而言，对 A 股整体市场的影响因素主要有两方面，经济（决定 A 股投资价值）与流动性（决定 A 股投机价值）。如果经济发展态势好且增长模式具有可持续性，则能提高企业盈利，从而促进股票估值水平提升；如果流动性泛滥，则资本寻求高收益回报，更倾向于投往风险资产以获取价差（股票将成为其资产配置的一个重要考量标的）。

图1-4:股票市场的两大影响因素



资料来源:平安期货研究所

但在 2014 年，无论是经济还是流动性的形势都将变得更为严峻。经济方面，中国在深改大旗的指引下，调结构势在必行，这也意味着保增长的力度将不如今年，但如果深改进程顺利，我们还有下一轮崛起的期望，对此，我们将在以下的《军争》章中论述。流动性方面，当 QE 退出后，全球各国对外需的争夺将更加惨烈，而资金也将更倾向于流回美国，对此，我们将在以下的《虚实》章中论述。

无论如何，深化改革的进程可能是艰难的，前方还有很多挑战，但是改革的进程应该是不可逆转的，没有回头路。无论对于新一届政府、抑或是 A 股，2014 年都将是破釜沉舟的一年。我们将 2014 年年报的主题定调为《深改元年，破釜沉舟》，一方面是包含了对政府的期望，并对 A 股走出漫长黑夜寄予厚望，另一方面，也将从操作的角度，分析风险与机会出现的时间窗口，并忠告读者，即使对前景抱有再大的期望，也别忘记当下曲折的路途与背水一战的逆境。

军争：新旧经济增长模式之辩

一、改革阻于何处：“房地产+基建”投资型增长模式难以为继

1、投资主导了近 10 年 GDP 的增长，08、09 年尤甚

回顾改革开放 30 多年以来的 GDP 分项数据，不难发现在中国入 WTO 之前，消费与投资对 GDP 的拉动基本平分秋色，但到了入世之后，投资的贡献率稳企消费之上（直至 2012 年才有所改变）。更为明显的是 2008、2009 年，在外围危机导致外需迅速萎靡的情况下，投资独挡一面实现了政府保增长的目标，这也就是我们常提的 4 万亿投资。但自 2010 年以来，投资的贡献率逐步下行，在消费与净出口没有起色的情况下，我们也因此看到了 GDP 的稳步回落。

图2-1:30年来，三大需求对GDP的拉动（年度数据）

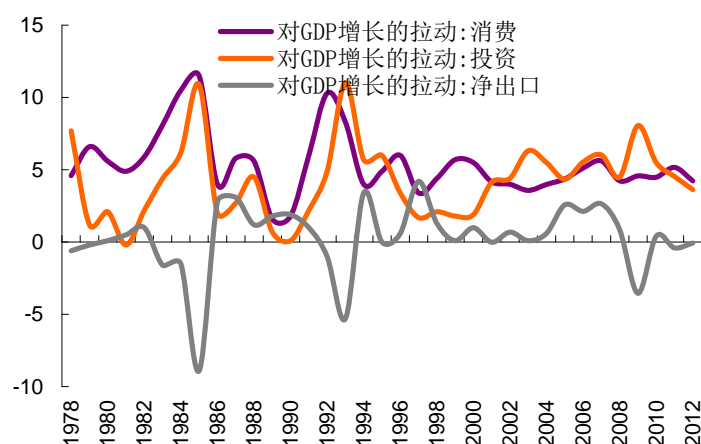
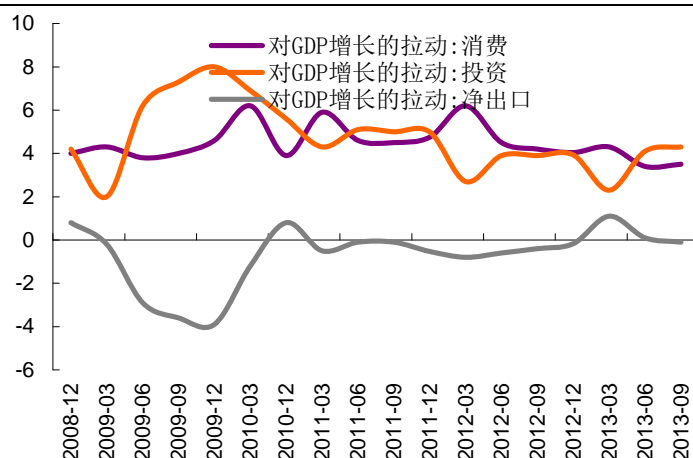


图2-2:近5年，三大需求对GDP的拉动（季度数据）



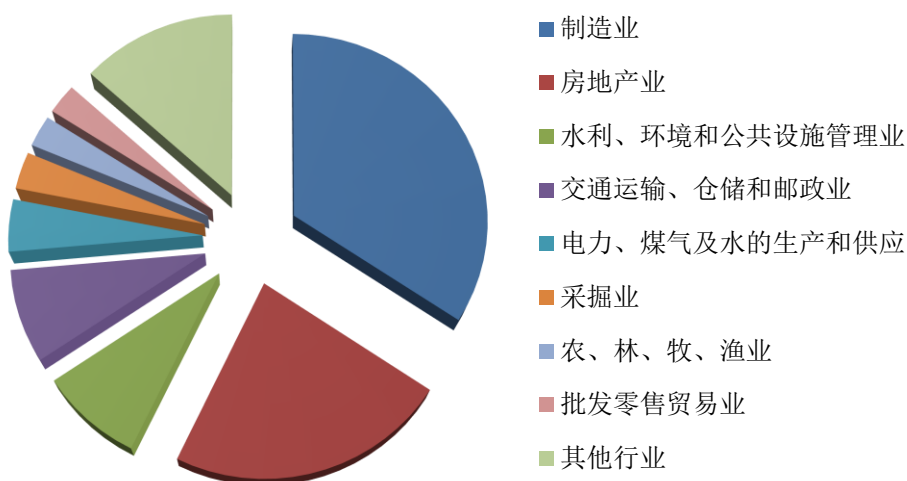
资料来源:同花顺、平安期货研究所

关于投资的领域，从各行业固定资产投资占总固定资产投资的比重图 2-3 可看出，制造业、房地产、基础设施建设基本统领了投资项的大半江山。最新的月度数据显示：12 月 10 日公布的 2013 年 1 至 11 月全国固定资产投资 391283 亿元，同比名义增长 19.9%，增速比 1 至 10 月回落 0.2 个百分点，11 年来首次低于 20%。对此，国家信息中心称，2014 年固定资产投资仍将保持平稳态势，但增速略有下降，有望保持在 19% 左右，从主要投资领域看，制造业早已普遍过剩，只有阶段性回暖，难以主导 GDP 的回升，基础设施建设投资高位回落，房地产投资有所减速。

政府主导的投资特别是基础设施投资成分过大，在带动了 2012 年第四季度以来的经济反弹之后，基础设施投资高速增长延续到了 2013 年的前三个季度，25% 的增速已经是自 2010 年来的最高值。而基建的资金来源主要来自地方债务平台，据审计数据显

示，2013 年 6 月全国政府性债务达 20.7 万亿元，考虑或有债务后，全国各级政府债务约 30.28 万亿元，已超 GDP 总量的一半，更是超越整个投资需求所创造的 GDP 总值。随着平台融资集中到期，未来两年到期债务规模增长更快，而财政收入增幅难以大幅提升，届时地方政府以及融资平台将面临更大的还本付息的压力。

图2-3: 各行业固定资产投资占总固定资产投资的比重（2013年11月数据）



资料来源:同花顺、平安期货研究所

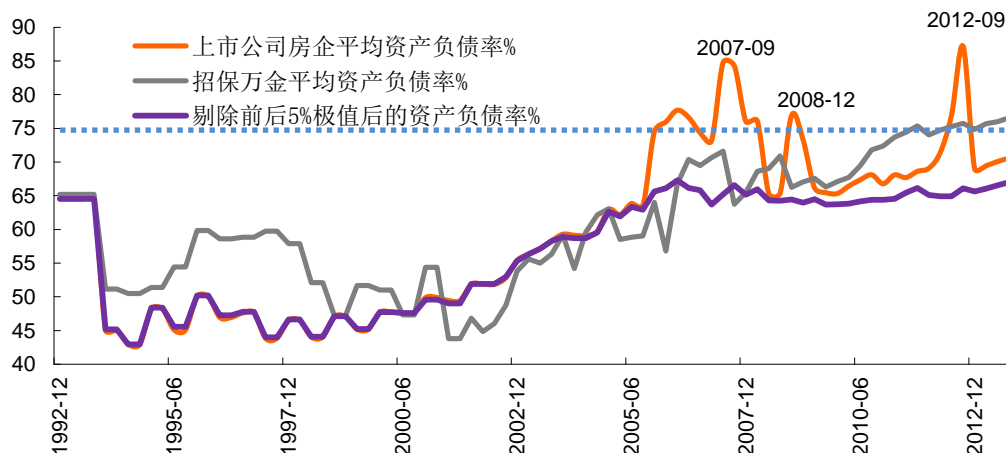
总体而言，地方政府已进入了资不抵债的边缘，未来从政策的增量空间看，地方政府性债务管控加码、财政收入增速放缓，加上财政支出的刚性需求，导致财政收支压力逐步加大，这意味着高速的基础设施投资并不可持续；而房地产限购措施的趋紧，同样喻示着新的强劲增长动力尚待形成。

2、上市房企的资产负债表已告急

单凭定性地理解房地产行业的成长瓶颈或还不足以说明问题，于是我们调用 108 家沪深上市房地产公司自 1992 年至 2013 年 9 月的财报进一步深度分析。众所周知，产能周期制约着投资模式的可持续性，而产能过剩往往伴随着资金链断裂、资不抵债的情况发生。目前，资本密集型部门产能过剩比较严重，而且越是产能过剩的行业公司，其信贷依赖性越强，其资产负债率也越高。因此，我们将通过 108 家上市房企的平均资产负债率来观察房地产行业的境况。

如图 2-4 所见，进入 2000 年以后，房企一路扩张加杠杆运营。其中，上市公司房企整体的平均资产负债率的峰值发生在 2007 年 9 月、2008 年 12 月与 2012 年的 9 月，其波动较大，这与剔除 5%极值后的平均资产负债率的情况有所区别，究其原因，当时在调控政策的重压下，有个别上市房企的资金断裂，不排除有资产负债率高达几十倍的公司出现，当时的媒体，甚至打出“降价求生还是硬扛等死”的报导。为了对整个行业做出客观评估，我们采用更令人信服的“剔除 5%极值后的资产负债率”与“招保万金四大房企平均资产负债率”进行分析。令人警示的是，招保万金四大房企平均资产负债率已创历史新高，甚至已上破 75%的危险警戒线；而剔除 5%极值后的平均资产负债率，也逼近 2007 年末次贷危机发生时的高点。

图2-4: 沪深上市房企的资产负债率



资料来源: 同花顺、平安期货研究所

虽然房地产行业有比较特殊的会计科目“预收账款”，客户缴纳的房款和按揭款在项目未竣工、未结转收入时计入预收账款，通常情况下不会发生退回也不需要偿还，与一般意义上的“负债”具有本质区别，若剔除预收账款，房地产公司的资产负债率会下降。但我们看的是数据的趋势与 08 年房价明确下跌时的阈值，因此，资产负债率仍能很大程度地说明问题。

从这个数据，我们不难理解，为什么今年的实际利率逐渐走高，而中央也督促各大城市的地产调控进一步加码。因为，在步步走高的房价背后，正是开发商以资金断裂的风险换来的“宁可不要也要高价出售”。当然，单凭上市公司的财务数据预测房价下跌还为时过早，但我们在这章先点到即止。在下一章，我们将从房价上涨的根本原因出发，判断房价上涨的可持续性。

归根结底，近十年以房地产、基建为根本的投资梦，主导了经济的高速增长。但随着政策调控的深入、地方政府债务的高企，投资的增速开始回落，中国依靠投资带动经济增长的方式已走到了悬崖的边缘、难以为继。那么，中国要深改、经济要转型，该往哪个方向？该寻找何种经济增长动力？

二、深改去往何方：后工业社会的到来

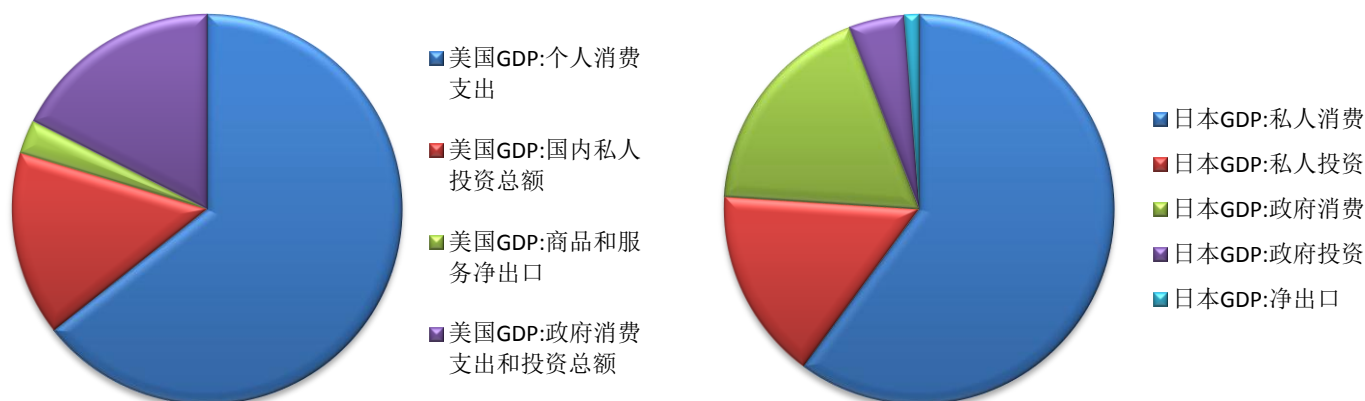
人类社会的发展进程区分为前工业社会（即农业社会）、工业社会和后工业社会三大阶段。在前工业社会里，占压倒多数的劳动力从事包括农业、林业、渔业、矿业在内的采集作业，生活主要是对自然的挑战。工业社会是生产商品的社会，生活是对加工的自然的挑战，技术化、合理化得到了推进。后工业社会是以服务来为基础的社会，最重要的因素不是体力劳动或能源，而是信息。——1973 年·贝尔·《后工业社会的到来》

1、投资与净出口难寻动力，唯待消费崛起

如我们上节的分析，投资三巨头（制造业、房地产、基础建设）的动能已难以持续，净出口 2014 年受制于 QE 退出也难有建树，要保持中国的经济增长动能，只有从消费领域着手。

不过，中国关于 GDP 的分析与评论所指的消费项实际包含了 2 方面，一是政府消费，一是居民消费。这与美国、日本不同。在美国，消费项单指个人消费，而政府消费项与政府投资项合并计算。在日本，消费更多指的亦是私人消费。

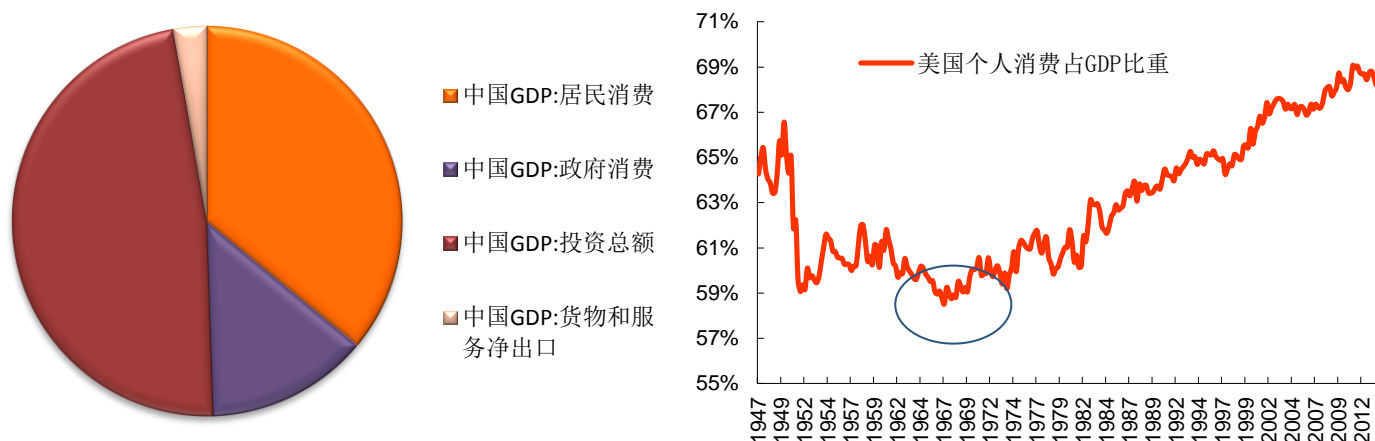
图2-5:美国GDP分项：个人消费占比68.22%（2013年三季度数据） 图2-6:日本GDP分项：私人消费占比60.12%（2013年三季度数据）



资料来源:同花顺、平安期货研究所 【注:美国净出口为负值,为画图方便,采用其绝对值】

美国与日本的 GDP 结构基本相似，即个人消费占据了 GDP 的绝大部分比重，美国个人消费占比 68.22%，日本私人消费占比 60.12%，如果再算上个人投资，则美国个人对 GDP 的贡献高达 84.4%，日本个人对 GDP 的贡献则高达 76%。这便是进入工业化成熟时代的发达国家经济体的特征。

图2-7:中国GDP分项：居民消费占比35.98%（2012年末数据） 图2-8:美国近代消费比重的拐点发生在1967年



资料来源:同花顺、平安期货研究所

我们再来看中国的 GDP 分项，情况则大有不同。截至 2012 年底的 GDP 数据，居民消费占 GDP 比重仅约 36%，且自 2000 年来该比值呈震荡下降趋势。其背后的原因，正

是投资比重的不断扩大。我们本试图找出 36%个人消费比重下的所对应的美国、日本的发展时期，但我们可见的美国、日本数据（美国数据 1947 年至今、日本数据 1980 年至今）个人消费比重的最低值都高于 50%，这不禁令人唏嘘不已。当然，这与中国的经济体制、以及当前的发展阶段有关（发展中国家的经济特色普遍是由投资拉动）。

于是，我们根据现有的数据扭转思路，找出美日近代消费比重的相对低点与投资比重的相对高点。令人惊讶的是，美国近代消费比重的拐点发生在 1967 年，大致对应的是美国婴儿潮一代的高点、越战开始、冷战第二期（苏联时代）开始、第三次科技革命的开始。而日本近代消费比重的拐点发生在 1990 年，对应的则是众所周知的日本房地产泡沫的幻灭。

对于同样的投资过热导致的经济发展受阻，美国采取的是主动转型（从国家军事投资转型为科技投资），而日本则是被动转型（房地产崩盘），对于其后的经济发展可从两国的股市中窥见端倪：美国股市在转型期经历了平台震荡中续创新高，而日本股市则萎靡 20 年。前车之鉴，后车之师。只有主动转型，以居民消费崛起的方式改变中国经济的驱动结构，充分释放国内巨大的需求潜力，才可能使中国经济避过一劫，并步向发达经济体的阵营。如果经济结构没有改变，单纯追求经济总量制胜，那么可能如苏联般，辉煌时代非常短暂，仅能在历史舞台上昙花一现。

2、如何让居民消费担纲大任？

对于中国而言，过去以人口红利与政府投资带动经济增长的黄金时期已成过去，未来必须更看重经济增长的质量，即居民消费的崛起。那么，应如何从政策的层面去推动转型？为了回答这个问题，我们从居民消费的分项结构开始深究。

首先，从农村居民消费与城镇居民消费的比值（图 2-9）看，自改革开放以后，农村居民消费占居民消费的比重逐渐下降，从 1978 年的 62%下降为去年终值的 22%。这意味着在“允许一部分人先富起来”的政策指引下，随着 30 多年以来的差异化发展，中国的工业化进程远远超越城镇化进程，城镇居民与农村居民的贫富差距已达到历史的峰值。如果要提升居民消费，最好的方式莫过于先把农村居民消费的短板修补。

图2-9：农村居民消费与城镇居民消费的比重对比

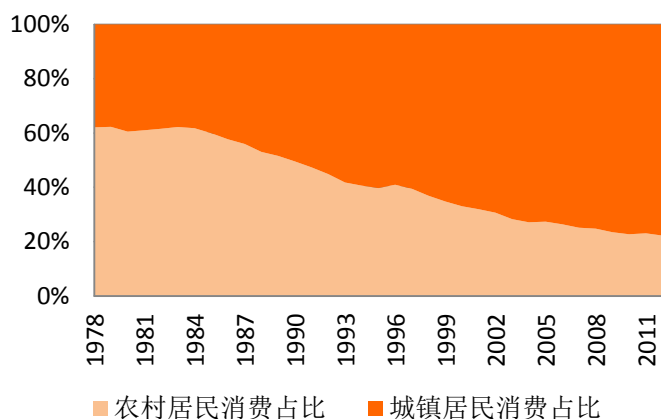
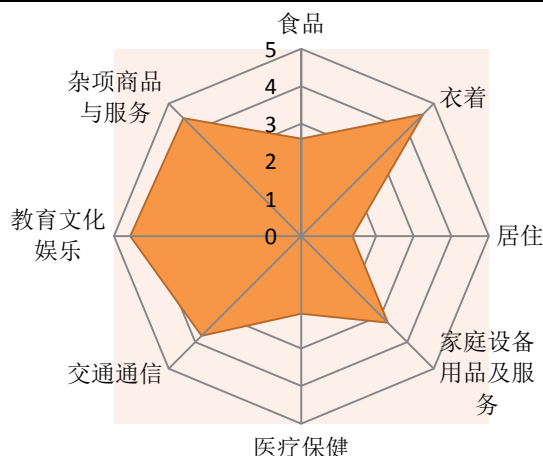


图2-10：城镇人均生活消费与农村人均生活消费的分项比值

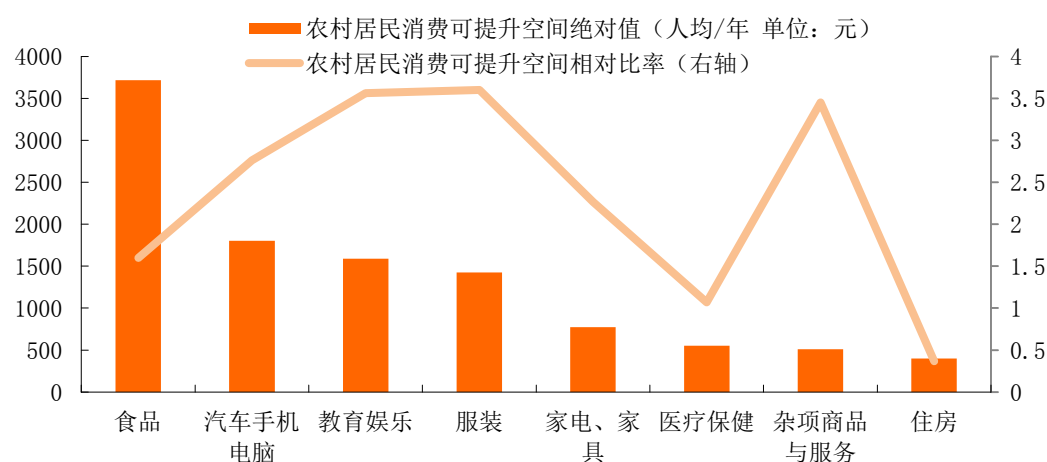


资料来源：同花顺、平安期货研究所

对此，正是新一届政府致力于解决的问题核心。在 12 月 13 日的中央城镇化工作会议上，“推进农业转移人口市民化”成为城镇化工作会议的重中之重。这意味着：中央政府的对新型城镇化的定义，并不是过往的地方政府基建投资，而是推进户籍改革，让更多农村居民成为城镇居民，从而推进农村居民的消费，以此达到以“居民消费的增长带动经济增长”的目的。从新型城镇化政策的指向来看，我们认为目标与方向都非常明确，这也令人对未来十年的深化改革抱有期待。

其次，在具体的生活消费项目方面，我们以 2012 年的终值数据算出城镇生活消费与农村生活消费的分项比，如图 2-10。其中，比值较大的是衣着、教育文化娱乐、交通通信方面，而由于农民有闲钱就盖房的意愿较大，居住项的比值反而最小。而绝对值方面，交通通信、教育文化娱乐、衣着同样差距较大。因此，从农村居民消费可提升的空间来看，倘若未来农村居民收入提高，那么中高档的汽车、手机、电脑、服装、家电以及教育服务业、娱乐业等需求充裕的产业（图 2-11）将成为支撑未来中国经济增长的动力。从政策提振的角度，可加强对这些行业进入农村的支持（已见到家电下乡、汽车下乡等政策扶持）。结合我们在本节开篇引用的对后工业社会的描述，政策还可进一步加强对教育服务业下乡、娱乐业下乡的扶持。

图2-11:农村居民消费与城市居民消费的差距（绝对值与相对值）

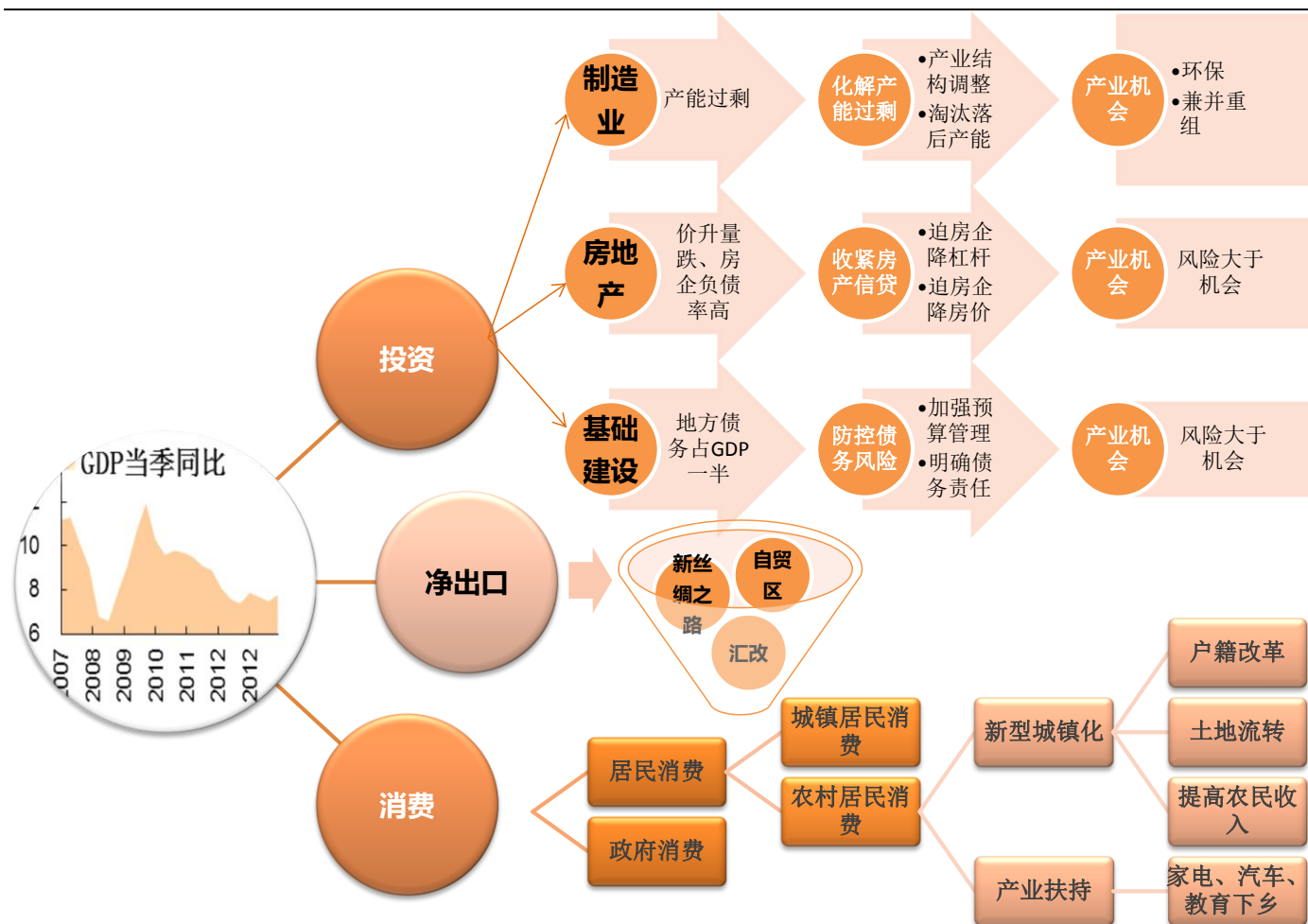


资料来源:同花顺、平安期货研究所

三、深改的道路与路障

在本章上述分析中，我们采用演绎法步步推导出深改的去向以及可提升的空间，在此，我们再进一步根据《公报》、《决定》、中央经济工作会议、中央城镇化会议的政策成果，描绘出深改的路径。如下图所展示，中央政府在如何提振制造业、净出口与消费方面都已下足功夫，而对房地产与地方债务平台的治理也势在必行，而“利率市场化”将在其中则起到润滑剂的效果，从而促进市场在资源配置中起决定性作用。

图2-12:经济进一步改革的路径推演逻辑图



资料来源:平安期货研究所

然而，改革从来都不可能一帆风顺，李克强总理也多次指出：当前改革进入了“攻坚区”和“深水区”，改革如逆水行舟，不进则退，不干可能不犯错，但要承担历史责任。而早前世界银行和国务院发展研究中心联合研究编撰的《2030年的中国》中，明确指出中国改革有三大路障，分别来自“既得利益者”、“因改革而短期内利益受损者”、“观点引领者”。具体可能涉及到在重要市场上享有垄断利益的企业——如部分国企（上海最先开启国企改革新方案以应对）；产能落后的亏损企业、能源密集型企业、重污染企业；拥有城市户籍的居民（担心在获取公共服务和社会保障方面受影响）。而对于改革重点要调整治理的对象（房地产与地方债务平台），由于此前集结了最多的资金、资源及利润，在利益关系根深蒂固之下，改革的阻力更是巨大。

对于种种阻力，中央政府必须形成一个高级别的改革委员会，由其负责顶层设计和自上而下地推动实施改革方案。事实上，我们也正在十八届三中全会的公报中看到中央实际的行动：成立全面深化改革领导小组，由政治局、政治局常委会领导，负责改革总体设计、统筹协调、整体推进、督促落实。

总而言之，我们明确了深改的方向，也看到中央政府的决心，如果深改成功，未来10年的股市大有可为。不过愿景虽展现美好，但阻力深远难以衡量。作为一个理性投资者，在制定投资策略之前，我们更应该看重的是：流动性所告诉我们的——当下。

虚实：远离颠倒梦想，流动性识别当下

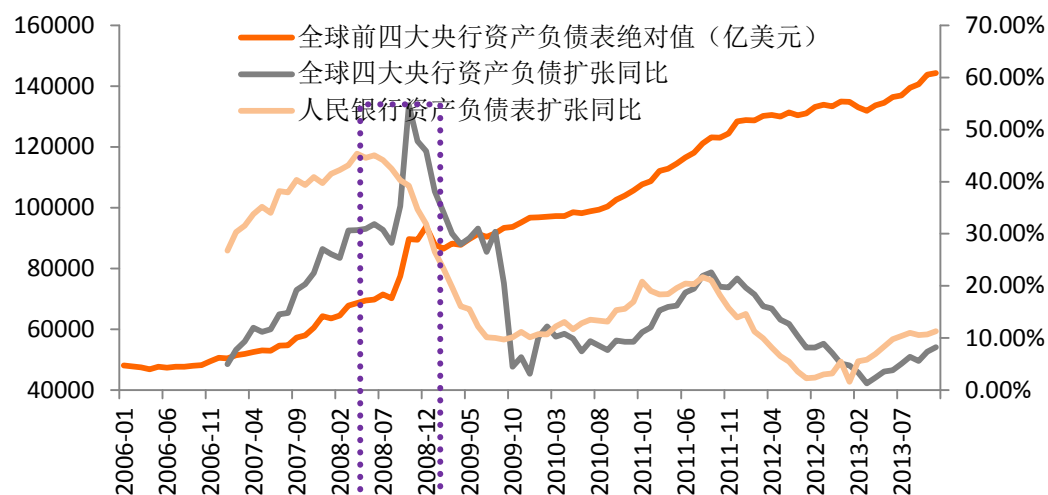
通过全面深化改革而最终圆满实现“中国梦”，是每一个中国人的梦想与期待，不过伟大的梦想并不能告诉我们股市与股指的潮汐起伏与涨跌波段，亦不能帮我们甄别可交易、具备盈利性的入场点与入场时机。深改是否成功将决定未来 10 年内股市的走势，但从现在就开始押注未来 10 年也略显操之过早（除非是以千亿、万亿为单位的巨型资金）。事实上，从改革系列方案公布后的市场交易量可看出，并无过多的新增资金入场，主力资金并无当年四万亿时的狂热，更多的是选择理性的观望。那么，他们在观望什么？他们在等待什么？入场的发令枪何时扣响？股市如何择时？这正是我们在本章中致力要解决的问题。

概括而言，我们将返本溯源，回归流动性的天然属性（价值增值），从一个全球投资者的角度，对投资的资本来源、投资标的选择（楼市/债市/股市/货币市场）、股市自身的供给结构与价值等三个方面，进行股市的择时判断。

一、流动性从何而来：全球印钞与人民币升值时代

1、全球资产负债表持续扩张

图3-1：全球前四大央行的资产负债表状况（中>美>欧>日）



资料来源：同花顺、平安期货研究所

08 年次贷危机之后，各国央行为了救市，一致采用了宽松货币政策以刺激经济增长。虽然各国在具体的政策操作上有所区别，货币政策的效果也有所不同，但宽松货币政策导致的一个共同结果是全球央行资产负债表的规模急剧扩大。在现代货币供给

机制中，央行资产负债表扩大意味着基础货币投放增加，并会在货币乘数的作用下，形成数倍于基础货币的货币供给。换言之，资产负债表扩大约等于开动印钞机。

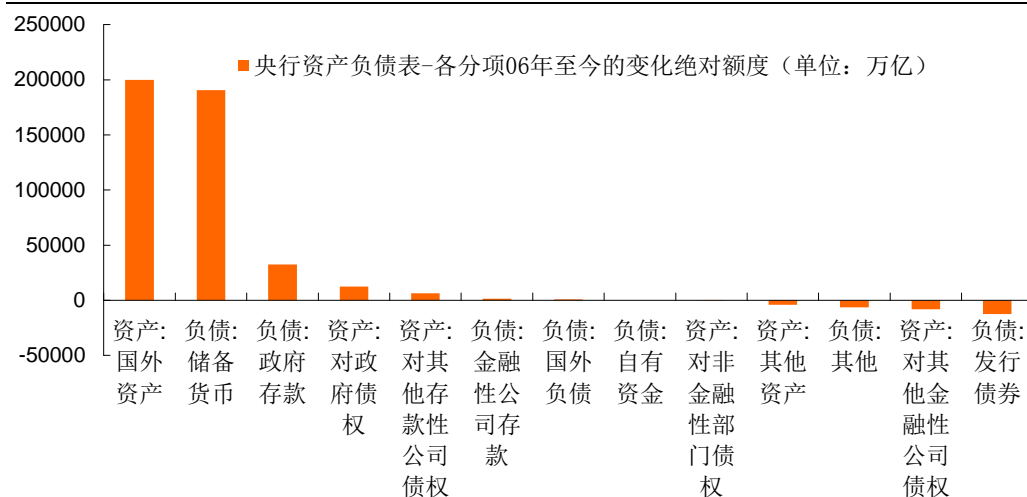
在同业较为常见的研究分析中（包括我们过去三年的研报），通常拿 M1 增速、M2 增速、M1 与 M2 增速剪刀差来衡量市场流动性，并以此对股市的拐点进行提示。但实际上，中国金融行业经历了近 10 多年的快速发展，无论是融资还是投资的工具与渠道，都变的更为复杂，诸如银行表外贷款、贷款替代型信托及基金产品等皆能为流动性添砖加瓦，因此孤立地采用 M1\M2 衡量流动性已难以准确择时。而从流动性的主要提供者央行的资产负债表为出发点，则更能理解流动性的相对变化。

从图 3-1 中的全球前四大央行的资产负债表状况可见，三轮明显的资产负债表扩张分别发生在 08 年、09 年下半年至 11 年上半年、12 年四季度至今。对于外国的扩张，我们可以从 QE1\QE2\QE3\LTR01\LTR02\安倍超级量宽中找到缘由，而中国资产负债表的扩张则是润物细无声，我们有必要剖析人行的资产负债表细项结构，一窥究竟。

2、热钱入境，中国货币政策被汇率所绑架

从图 3-2 明显能看出，人行的资产负债表有两项非常明显地增长（约高达 20 万亿），其一是资产项的国外资产，主要是外汇资产；其二是负债项的储备货币，主要是其他存款性公司存款，即除央行以外的银行机构的存款准备金等。这两项等比例上升，主要是央行为了维护人民币汇率稳定，不断买入透过贸易顺差、外商直接投资（FDI）和海外热钱等渠道流入中国而形成的“外汇”，在资产表体现为外汇资产（外汇占款余额）；然后为了防止通胀，通过提高银行机构的存款准备金、公开市场操作等方式控制流动性，在负债表里体现为“其他存款性公司存款”。

图3-2:中国资产负债表扩张的主要细项（06年至今的增长值）

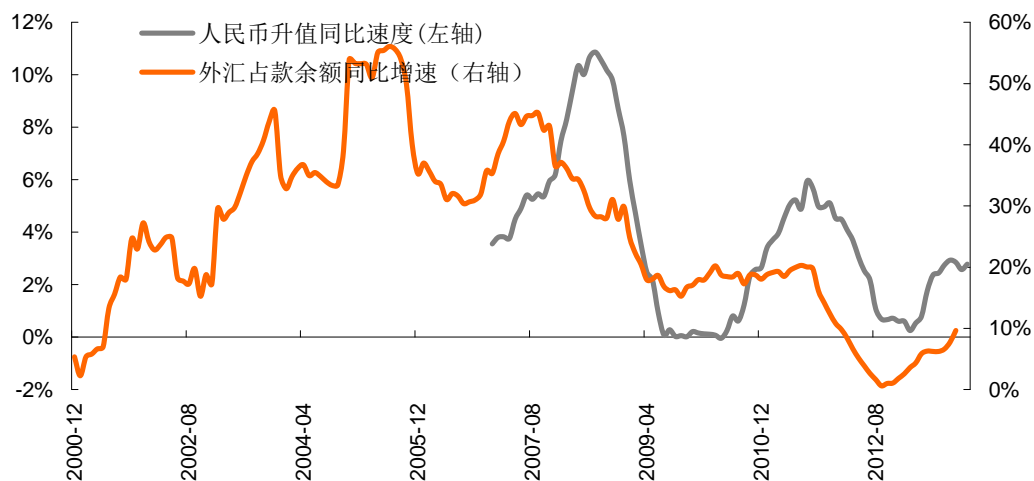


资料来源:人民银行、平安期货研究所

通过央行的资产负债表，可间接得出一个重要推论——当前中国国内的庞大流动性主要是由外汇创造的，或者说，外汇占款余额已成为支撑当前国内流动性的根本性基础。面对这些被动吐出的巨量人民币基础货币，央行只能被动回收流动性。这也意味着，中国的货币政策已失去了自主性调控能力，只能被动冲销，而难以针对具体的实体经济情况做出对策，造成了中国“汇率绑架利率”的困境。

提及汇率，由于外汇的流入最直接可能先改变的是汇率，因此我们将人民币兑美元的汇率年化同比数据（升值速度）与外汇占款余额的年化同比增速进行对比，两者基本步调一致，虽然图 3-3 中汇率的变化滞后于外汇占款余额的增速，但由于我们将其做了年化平滑处理，以及外汇占款余额数据一般会滞后 1 个半月左右公布，因此进行流动性的择时判断时，可采用外汇占款数据以及人民币汇率同时进行判断。

图3-3: 外汇占款增速与人民币升值速度对比



资料来源: 人民银行、同花顺、平安期货研究所

由此可见，外国宽松政策衍生出的热钱，为了在实际利率相对较高、且货币不断升值的中国获得利差，通过伪装成贸易顺差、外商直接投资等方式正在流入中国。而由于外汇占款的平均增长速度超过狭义货币供给量的增长速度，且中央银行冲销热钱时，需要为所发行的票据和商业银行增加的法定准备金存款支付利息，这就构成了央行持有外汇储备的财务成本。此外，由于国内利率高于国外利率，意味着发行央行票据支付的利率水平高于外汇资产的利率水平，且高利差会诱发包括本国商业银行在内的机构投资者的投机和套利行为，因此国内外利差实际上造成了央行外汇冲销的亏损。

总体而言，08 年金融危机以来中国央行资产负债表的被动扩张，恰恰是中国金融和货币格局在全球金融分工体系中处于被动局面的反映，未来十年，降低资产规模必须着眼于对内对外金融改革（利率市场化、汇率市场化）。从长远看，央行只有从大规模货币冲销中淡出才可能避免金融风险的恶性循环。

3、美元主导中国流动性

从上面的分析中，我们已得到一个重要结果：中国的货币主要来自外汇占款（或热钱），外汇占款的流入速度与人民币汇率的变化同步，而人民币兑美元的汇率主要受两方面影响：一是人民币汇率政策（汇改）；二是美元走势及影响美元的政策。

经过上述的推导，我们应当认清一个事实，即在没有进一步汇改政策出台的前提下，中国的流动性更多是由美联储决定而非中国央行决定。这是本报告中一个非常关键的推论，定性地分析，这意味着近几年中国绝大部分资产的价格与美元走势呈较大的负相关关系。

立足当下，我们正处于一轮流动性增长周期之中（根据外汇占款余额同比增速），时间从2012年9月截至2013年10月，本轮流动性增长周期也恰好对应着美国QE3货币政策的时间窗口。至目前报告撰写的12月，美联储已累计释放出1.18万亿美元的流动性，从美联储当前的表态与各大投行的观点来看，在2014年完全退出QE3的概率几乎达到99%，只是退出的具体月份有分歧。在此，我们也不再做过多分析。

表3-1：三次量宽规模及内容（截至2013年12月数据）

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	
	2009.3~2010.3	12个月	3000亿美元长期国债	250亿美元	
QE2	2010.11~2011.6	8个月	6000亿美元长期国债	750亿美元	6000亿美元
QE3	2012.9至今	至今16个月	抵押贷款支持证券	400亿美元	至今1.18万亿
	2013.1至今	至今12个月	长期国债	450亿美元	

资料来源：平安期货研究所

美联储完全退出QE3，必然导致美国长期实际利率上升，热钱将在一定程度上回流美国，这意味着中国外汇占款余额的年化同比增速将下降，在货币乘数的作用下，中国流动性将开始紧缩（料中国将通过各种货币政策工具进行冲销，但由于冲销的不完全性与延异性，正如同热钱流入引发中国流动性增长一样，热钱流出也将引发中国流动性衰减）。所幸的是，美联储退出QE3只是热钱回流美国的一个预警信号，真正的扳机扣响是美国进入名利利率的升息周期（目前预估在2016年）。

这个大概率的事件将给央行与新一届政府带来了极大的考验，在上章中我们分析过，中国过往的经济增长模式主要来自投资拉动，资金集结于房地产、土地、基建等领域，如果在美国升息之时，中国央行还未能摆脱“汇率绑架流动性”的困境，那么资金撤离这些领域将造成资产泡沫的被动破灭（类似日本），届时中国除了硬着陆之外几乎没有别的出路。

关于以上的危机，中国政府已经开始着手解决，《决定》中写明“完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化。”这反映出人民币汇率体制改革将先于利率市场化的完成。央行行长周小川亦明确表示人民币汇率波幅将进一步扩大，停止每日指导，并基本退出常态式外汇干预，这意味着汇率体制改革进度进一步加快。在刚刚结束的中央经济工作会议中，亦明确表示要发挥“出口的支撑作用”，相比过往的提法是一个重大转变。

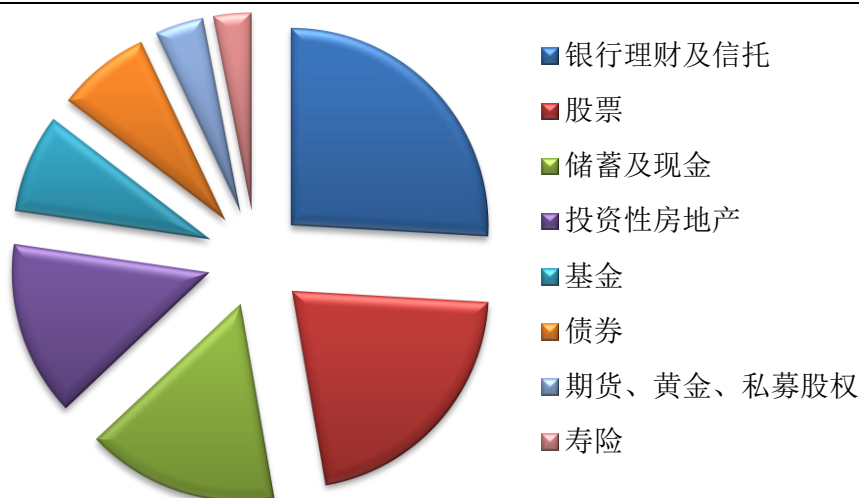
4、未来2年国内总体货币供给将偏紧

通过以上对流动性的深度分析，我们在此也能得出一个确定性较大的结论：2014、2015年，因美联储退出QE3，中美央行的资产负债表的扩张速度将收缩，流入中国的外汇增速将下降，在央行冲销操作的不完全性下（或降准的及时性），将导致中国基础货币的增长速度放缓，国内的总体货币供给将偏紧，其收紧的程度将与汇改的成果息息相关。对整体资本市场而言，资金的供给受到制约，处境将困难于今年。但对于分市场而言，机会和风险又在哪里？在有限的资金下，市场间的分化将逐渐呈现，又该如何针对楼市、债市、股市、货币等市场的具体情况进行有效配置？

二、流动性去向何处：楼市 VS 债市 VS 货币市场 VS 股市

国际管理咨询公司 Bain & Company 发布的《2013 中国私人财富报告》显示，预计在 2013 年末，全国个人可投资资产规模将达 92 万亿元，高净值人群规模将达 84 万人，高净值人群的可投资资产规模将达 27 万亿元。而 1 千万以上的高净值人群的金融资产配置主要在现金及存款、不动产、股票、债券、基金、银行理财及信托、寿险、其他投资（期货、黄金、PE）几大领域。

图3-4：一千万以上高净值人士的资产配置比例图（2013年）



资料来源: Bain & Company、平安期货研究所

由图 3-4 可见，虽然高净值人士的投资领域较多，但逐步深究其投资标的背后的市场（如信托资金主要投向房地产、基建、证券；基金主要投向股票及债券；银行理财产品主要投向债券及利率市场），不难发现，资金归根结地主要流向楼市、债市、货币市场、股市等四大领域。

如果未来 2 年国内总体货币供给偏紧，那么有限的资金将在这四大市场中如何辗转腾挪？下面我们将分市场详细剖析。

1、楼市：缺乏消费及投资价值，投机泡沫高位不胜寒

在第二章的分析中，我们看到上市房企的资产负债表已告急，开发商处于一个资金链难以为继的危险边缘。但要据此推断未来房价下跌、资金撤离楼市，还稍显证据不足。我们需要先分拆房价的组成部分，分析其上涨的本质，以及此前的上涨动能是否延续。

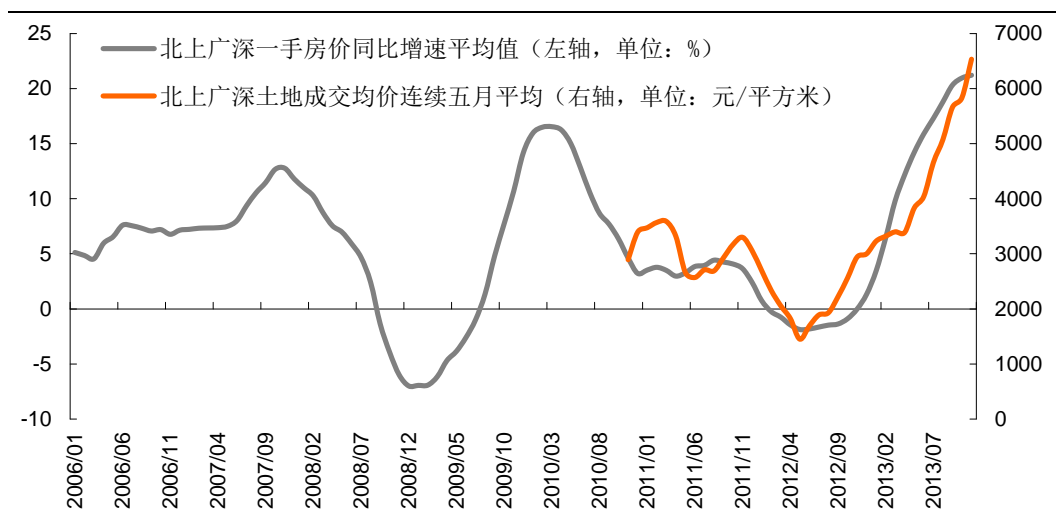
（1）房价的成本估值——土地成本

从房价的组成部分来看，如果按成本法来评估，按住建部的分解，房价的成本包含土地成本、建安成本、税费成本、融资成本、营销成本、开发商利润几大内容。由于房地产市场有三大利益主体：地方政府、开发商和购房者，三者处于博弈地位，曾有观点认为，房价合理的构成应该是土地价格、建安成本、营销费用和税前利润各占

25%，这样地方政府、开发商、购房者的利益才能得到较好的平衡。但事实上，数年前全国工商联房地产商会提交的报告显示土地成本平均占总成本的 40% 以上。可见，在房价的组成部分中，最核心的成本便是土地成本。

那么，土地成本是否就是房价的领先指标？我们进一步分析土地成本的影响因素。从 2002 年至今，土地出让方式取消了以前的协议出让，转为招标、拍卖、挂牌的方式出让，土地价格相对透明。我们通过中国房产信息集团 CRIC 的数据库可查询到，北上广深四个一线城市的土地拍卖成交均价，用此土地成交均价与中国统计局所公布的北上广深新建商品住宅价格指数同比涨幅对比，不难发现，两者相关度竟然非常惊人。如图 3-5，我们对北上广深四城的同比增速取平均，土地均价则采用 5 周期的月度平均（因拍卖土地的地段不同，单月成交价往往有较大波动，取 5 周期平均更能体现整体地价），从我们现有的数据可见，两者基本是高度同步的效果。

图3-5:房价与地价涨跌节奏高度一致



资料来源:CRIC、中国统计局、平安期货研究所

从这个图，我们能得到一个非常有用的结论：**即某楼盘的定价并非由该楼盘拿地时的地价所决定，而是与售楼时的地价一致。**这亦能反驳市场上的绝大部分观点，诸如当前地价高意味未来 2 年的房价高、地价推升房价等。**究其原因，房产的售价与土地拍卖价皆与房地产商的现金流同步。**倘若房地产商的现金流周转无忧，则更愿意高价拿地（现金流出）、高价售楼（现金流入）；倘若房地产商的现金流告急，则不得不降价售楼（放弃利润、提高资金周转速度）、不再竞拍土地（减少现金支出）。

（2）房价的自住需求估值——房价收入比

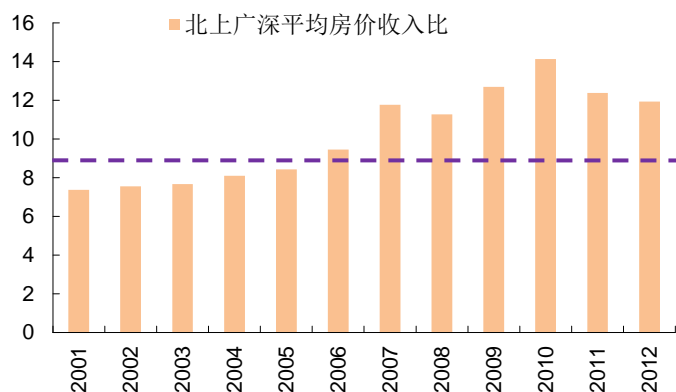
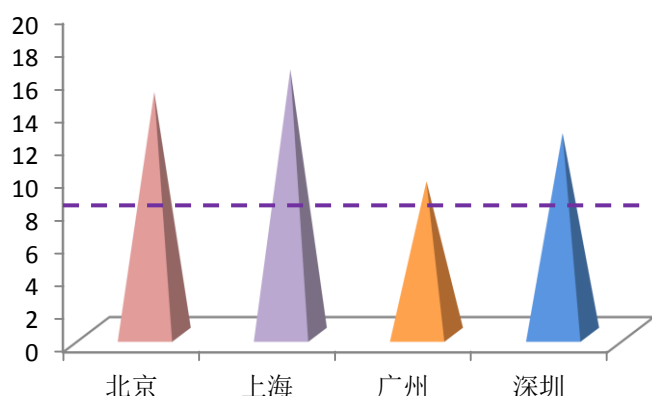
如果成本法不能预估房价，那么需求法能否对房价进行指引呢？我们将购房者的需求划分成三大类：消费需求（自住）、投资需求（获得未来稳定的出租现金流回报）、投机需求（获取房价差额利润）。

如果一个房子只具有消费属性，那么合理的房价应该是和居民可支配收入相适应、房价的涨幅也应和居民可支配收入涨幅相一致，为此，我们可引入国外常用的“房价收入比”的概念。

在城市房价的均价方面，由于统计局口径的数据，包括了经济适用房、棚改房、动迁房、限价房等可售型保障性住房在内，商品住宅销售均价被明显低估。因此我们采用的是非官方的 CRIC 数据库的统计值——剔除可售型保障性住房后的房价，而人均居住建筑面积与城镇居民人均可支配收入采用的是统计局的数据，在可支配收入方面，为了更合理考量住房公积金的因素，我们将个人与单位缴存的住房公积金的比例加入可支配收入项（北京：12%+12%，上海 7%+7%，深圳与广州为 5-20%的浮动比例，这里定为中位数 12.5%+12.5%）。通过以上数据，我们可计算出四大一线城市的房价收入比。

图3-6：2012年四大一线城市的房价收入比（剔除误差数据）

图3-7：以各地统计局数据计算的平均房价收入比（不如左图数据精准）



资料来源:CRIC、中国统计局、平安期货研究所（注：房价统计包含所有区县、县级市）

房价收入比作为一个全球通用的指标，有一个世界银行专家的统计标准：家庭收入在 999 美元以下（最低收入户）的国家（地区），房价收入比平均数为 13.2；家庭收入在 3000 美元~3999 美元（中等收入户）的国家（地区），房价收入比平均数为 9；家庭收入在 10000 美元以上（高等收入户）的国家（地区），房价收入比平均数为 5.6。四大城市的家庭收入虽然高于 10000 美元，但综合考量自有住房率的因素（1999 年之前中国长达 50 年存在实物分配福利房制度），我们认为目前的合理房价收入比可定在中间梯队的 9 倍更为合理（而不是国内专家生搬硬套国外经验的 6 倍）——这意味着夫妻两人不吃不喝 9 年可凭工资收入买 65 平米的两房。

就 2012 的数据看，房价收入比在 9 倍附近的城市只有广州（9.4 倍），此外，深圳是 12.3 倍，北京是 14.8 倍，上海是 16.2 倍。从我们上述分析看，在 2012 年，广州的房地产相对适合刚需购买，而其他的几个城市的房地产存在着或多或少的泡沫（30%以上）。房价收入比除了可指引合理的房价，也与居民的幸福感高度有关。在 2012 年 CCTV 进行的 100 座中国城市幸福感排名中，广州的城市幸福感排名 42，而深圳、北京、上海排名为 94、96、99。无论顺序还是差距，幸福感的排名都与我们的房价收入比高度吻合。

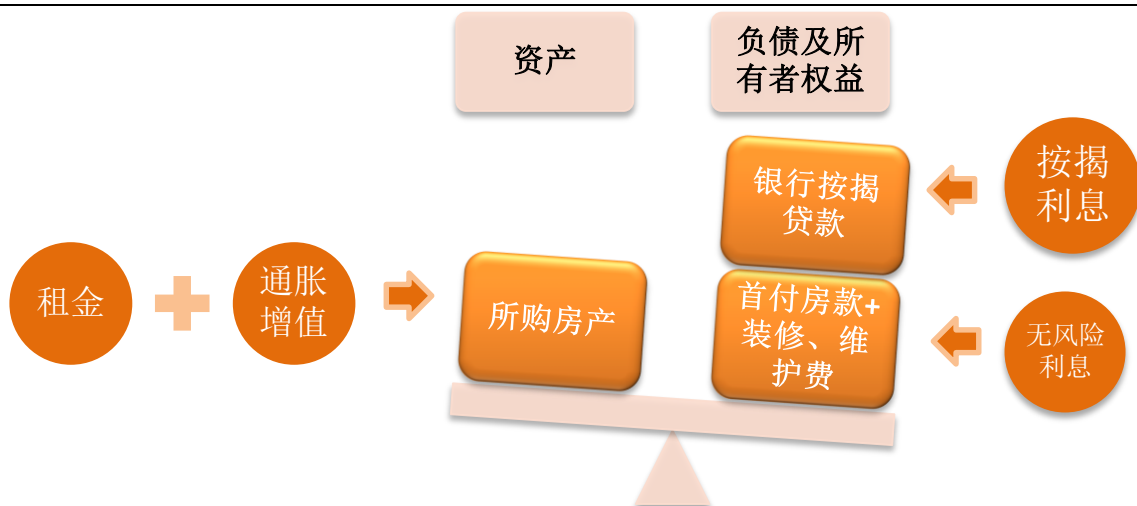
不过令人遗憾的是，从国家统计局公布的 2013 年 11 月 70 大中城市房价数据显示，北上广深今年房价的同比涨幅皆超 20%。而自 08 年金融危机后，四大城市的人均可支配收入年度涨幅平均只有 10%，经过比值计算后，北京上海的泡沫已超 40%。作为人口源源不断进入的一线城市（无人口红利担忧），其泡沫（相对自住需求而言）都如此巨大，那以房地产为支撑的二三四线城市，其情况或更令人担忧。

(3) 房价的投资需求估值——租售比

只考虑自住型消费的话，房价泡沫巨大，那么，如果从投资需求的角度，以投资回报率来估量房价，是否又存在泡沫呢？

任何投资，如果投入持续高于产出，则这项投资便充满危险。如果我们把房子看成是一个需要运营的企业，我们实际可以得到一张“买房的资产负债表”。资产项即房产本身，负债项即为“银行按揭贷款”，所有者权益项即“首付款”。

图3-8: 买房的资产负债表



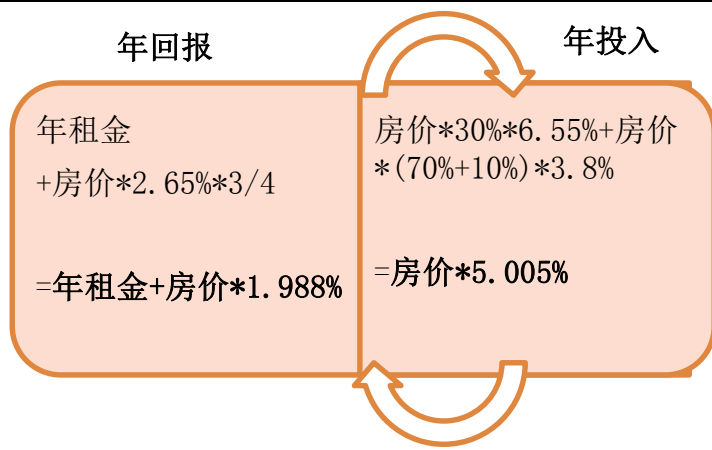
资料来源: 平安期货研究所

如果将房产的增值因素仅仅考虑为通胀率（事实上，美国耶鲁大学的罗伯特·希勒教授研究了自1890年以来美国120多年的房地产市场发展历史，他的一个重要结论就是：住房价格长期无法超越通货膨胀），那么，对于我们的资产端，每年的现金流就是租金+房价按通胀率后的增值部分，而负债端，每年的现金流是按揭利息+无风险利息。为了更与现实接近，由于无风险利率与按揭利率也会伴随着通胀率上升（只不过上升幅度不如通胀率），我们采用近10年数据对比（图3-9），当平均通胀率变化为0.31%时对应的无风险利率变化为0.078%、房贷利率变化为0.083%，经计算，那么抵消过利率变化的通胀增值率，大致可认为是CPI的3/4水平。

图3-9: 近十年通胀、无风险利率、房贷基准利率的变化



图3-10: 当前投资购房每年的投入回报



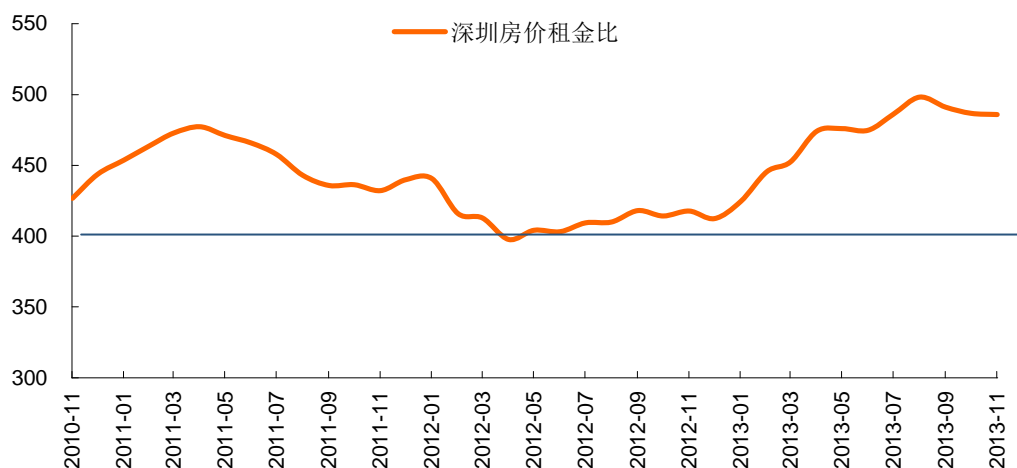
资料来源: 同花顺、平安期货研究所

通过对各种数值进行标准化且具现实性的定义后，我们便可算出每年投资房产的投入产出是否匹配。在此，首付比率按 2013 年 11 月的新政 70% 算（投资房一般是第二套），装修+维护费按房产总价的 10% 计算并与首付同时支付，通胀率采取今年前 11 个月 CPI 的均值 2.65%，无风险利率采取今年每日 10 年期国债收益率的平均值 3.8%，房贷利率采取基准利率 6.55%，那么每年的投入与产出的计算如图 3-10。

通过以上计算，如果能让投资购房能盈利（回报>投入），则必须要求年租金>房价*3.017%，这意味着总房价必须小于年租金的 33.15 倍，即月租金的 398 倍。经过严密的计算，我们得出在中国当前投资房地产的租售比 1/398 与大多数同行们不经计算就生搬硬套的国际租售比安全标准有所差别（1/200-1/300）。而据历史数据显示，1991 年日本泡沫高峰时东京房价达到 720 倍的月租，虽然当时日本的利率与通胀情况我们不得而知，但假设以中国目前的租售比计算，该数值的确显示出接近 1 倍的泡沫。

言归正传，既然我们已经得到了 2013 年限购令后的最合理房价月租比（约 400 倍），那么便可来看看当前的房价如按这个投资需求比例计算有多少泡沫。由于租金的统计并无权威公布，于是我们采集了深圳房地产信息网、搜房网、安居客、中原地产、易居中国等几个非官方机构提供的平均房价与租金数据，计算真实的房价租金比。以下为深圳的历史房价租金比。在 2012 年三季度时，正好是在 QE3 公布之前，深圳的租售比一度满足投资的盈利可能性，但目前泡沫成分已加剧。

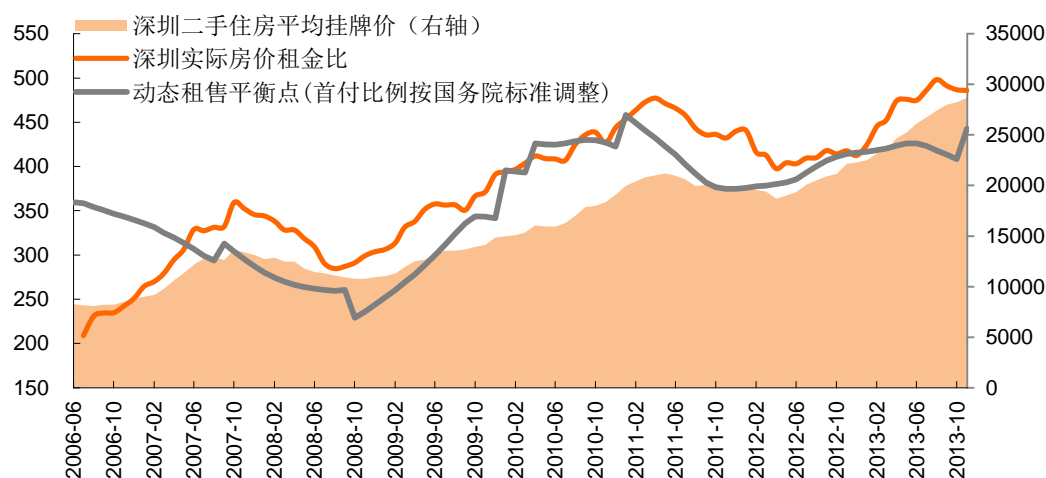
图3-11:深圳真实房价租金比



资料来源：深圳房地产信息网、搜房网、安居客、中原地产、易居中国、平安期货研究所

我们进一步将合理的租售比动态化，即根据动态的基准贷款利率、无风险 10 年国债收益率、房产限购政策下的二套房首付比例）算出。其中，由于通胀因子的月度数值波动较大，各年之间的差异也较大，由于中国是通胀目标制，我们将通胀因子设为 3%（事实上，自 2000 年以来的平均通胀水平低于 3%）。由此，以下是真实的房价租金比与动态化的合理租售比的比较。由下图我们得到几个重要结论：其一，第二套房首付比例的提高可有效抑制未来的房市泡沫，使合理房价与真实房价在高位平衡（如 2010 年），这意味着政策型泡沫降低；其二，名义或实际利率走高将导致房价下跌，使合理房价与真实房价在低位平衡（如 2008 年与 2012 年下半年），这意味着利率型泡沫下降。

图3-12: 真实租售比与合理租售比的动态比较 (2006年至今)



资料来源: 深圳房地产信息网、搜房网、安居客、中原地产、易居中国、平安期货研究所

(4) 房价中的投机性泡沫与流动性密切相关

经过上述的分析, 我们把房价高于自住需求估值或高于投资需求估值的方面称为投机性泡沫 (如上节分析, 该泡沫可分为政策型泡沫与利率型泡沫)。下面我们采用真实房价的增速与货币流动性指标 (外汇占款余额增速)、房地产上市公司的资金链指标进行对比, 主要观察利率型泡沫的影响因素。而资金链指标的选用方面, 一般而言, 在经济和金融环境较好时, 考察一家房地产公司主要看其净资产值、营业额、土地储备等; 但在经济和金融环境不好时, 如预期明年 QE 退出造成国内资金面偏紧时, 这时衡量一个房地产公司健康与否的主要指标就是其立即偿还贷款的能力, 因此, 我们采用 108 家上市房企的平均速动比率作为资金链指标。如图可见, 整体市场的流动性决定了房价的走势, 如果未来 2 年整体流动性收紧, 房地产势必挤出大量投机资金。

图3-13: 外汇占款余额增速与深圳房价增速对比

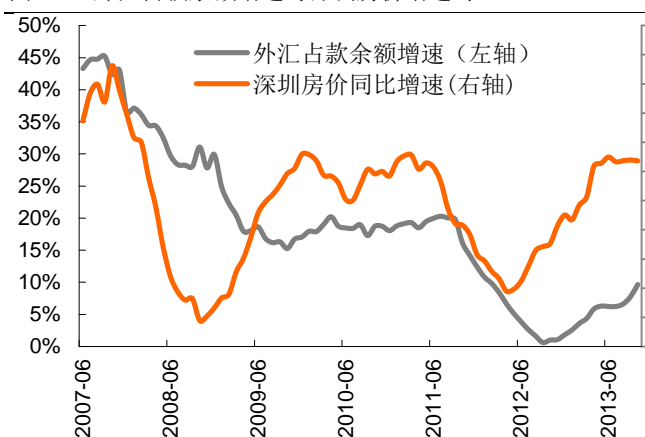
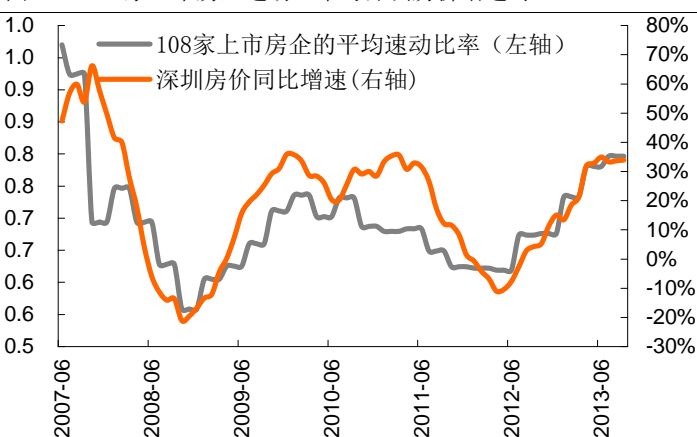


图3-14: 108家上市房企速动比率与深圳房价增速对比



资料来源: 平安期货研究所

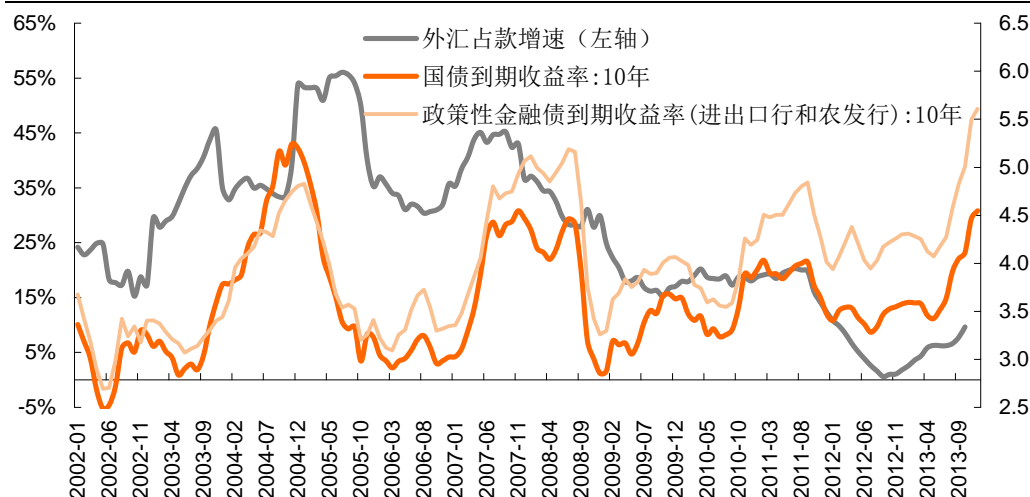
2、债市: 货币政策偏紧叠加利率市场化, 熊途仍在蔓延

完成对房地产市场的分析后, 我们进一步对高净值人士的另一大投资领域——债券市场做出分析。

回顾 2013 年，伴随着有史以来最严厉的债市扫黑风暴、以及最严峻的钱荒，债市陷入了漫长的熊途。其根本的原因有二：其一，随着 QE3 推动的外汇持续流入，中国央行被迫进行冲销操作（流动性偏松而货币政策偏紧），来自地方平台和房地产行业的信贷需求十分强劲且对利率并不敏感，因此银行能够、并且正在把越来越多的流动性投向第三类资产——同业资产或非标债权，这些资产可以提供比债券更高的收益率。受此影响，近期银行间市场利率上扬在推高银行资金成本的同时，也提升了银行的风险偏好、在（非标）信用市场中寻求高收益产品，而不是去配置传统的债券市场。其二，随着利率市场化继续推进，货币市场利率、债券收益率和信用市场边际借款成本之间呈现出更加紧密的联系。而利率市场化最适于在流动性相对宽松的情况下进行，如果预期 2014 年流动性偏紧、利率偏高的状态下，利率市场化可能进一步加剧流动性偏紧的状况。

通过以上两点的论述，我们可做出几个预判：如果央行决心加快利率市场化的步骤、明年维持货币政策的基调不变（不降息、不降准、不大量逆回购），则债券的熊市仍未结束，甚至在明年外汇流入减少的情况下，债券的熊市不排除加剧的可能；如果央行为了保就业保增长等目标，再度妥协而走之前完全对冲外汇占款流出的老路，那么债券市场很可能重演 2005 年、2008 年下半年、2011 年下半年-2012 上半年的牛市。无论如何，央行的动作是我们可以实时观察的，如果债券市场有转牛的势头，必会先在货币政策上表现出来，而在货币政策未转向之前，我们暂可继续以债券熊市待之。

图3-15:10年期国债收益率、政策性金融债到期收益率(进出口行和农发行)与外汇占款余额增速比较



资料来源：同花顺、平安期货研究所

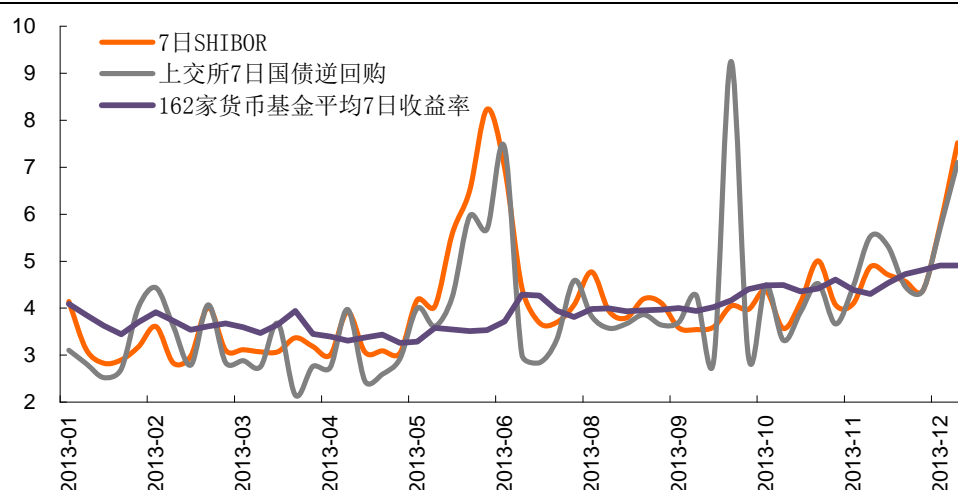
3、货币市场：央行与商行博弈的最大赢家

与债市的惨淡相比，货币市场反而受益于银行间利率的上升，整体市场实现了轰轰烈烈的飞跃。08 年危机后投资驱动型的增长模式造成了如今的局面，由于商业银行部门通过大量的理财产品，将资金转移到信托、基金等“影子银行”（流向房地产行业及地方融资平台），一到季末或年末，在存贷比考核的体制下，商业银行就面临流动性危机。以往央行对此有所纵容，在关键时点会注入足够流动性，但今年央行试图督促商业银行适度收缩杠杆、主动调整资产负债扩张的节奏和结构、改善资产错配问

题。但遗憾的是，商业银行犹存博弈之侥幸。这就造成了“央行停止逆回购”——“钱荒、资金价格大幅波动”——“央行妥协”的现象。虽然就结果来看，央行是这场博弈中的输家，但央行实际上延期了妥协的时间，对商业银行起到一定的警示作用。

只要央行与商行的博弈不止，货币市场就存在着获利的机会，而互联网金融（淘宝余额宝、东方财富活期宝、百度百发）在今年的异军突起，更是吸引了大批非高净值人群的关注，令货币市场尤其是货币基金市场成为 2013 年理财市场新宠。据最新的基金业协会公布的数据显示，货币基金 11 月再度增长 577 亿元，总规模达到 6331 亿元，而在今年 6 月，这一数据还仅有 3039 亿。而从下图可发现，货币市场工具（上交所逆回购、货币基金）在 6、9、12 月末皆获得较高收益，尤其是货币基金在 12 月月末平均获得 4.91% 的年化收益率。可谓是央行与商行博弈过程中的最大赢家。

图3-16: 162家货币基金7日收益率平均值与SHIBOR、上交所7日国债逆回购利率比较（2013年）



资料来源：同花顺、平安期货研究所

从收益率以及营销渠道的突破上看，货币基金在未来 2 年还将有较大的突破空间，具备同样潜力的还有类基金的开放式银行理财产品、以及沪深交易所的逆回购。在整体流动性偏紧以及实际利率上行的金融环境下，货币市场将是未来几年最稳健的投资标的物，在房市、债市遇到瓶颈后，货币市场将成为高净值人士资金的避风港。

不过，货币市场一方面存在容量、以及绝对收益率偏低的天然软肋，如果房市债市流出的资金过多，这批资金除了货币市场外，还将进一步寻找能带来较高收益率的市场以完善资产配置组合。那么，股市又是否具备这样的吸引力？

三、股市的供给结构与价值

判断高净值人士会否增加在股市上的资金配置比重，我们可以从两个方向研讨：一、投资因素（获取未来现金流回报）；二投机因素（获取价差收益）。前者看重的是股市的真正价值，后者看重的是股市的非理性繁荣。决定投资价值的长远影响因素主要是经济增长的可持续性（经济可持续增长——企业利润上升、居民财富增长——投资股市获得回报），在成熟经济体，股市得以分享经济的成长；而决定投资价值的中短

期因素则是：市场内部交易制度、公司业绩、股票供给机制等（在这些体制未完善之前，经济增长的成果已事先被分配，股市的二级市场无法得益于经济成果）。此外，在投机因素方面，起最大作用的则是流动性。

在《军争》章中，我们论述过长远投资价值产生的前提——深改引导经济转型成功，但这在 3 年之内效果或难以体现；在上一节中，我们也已分析过流动性与楼市、债市、货币市场的关系，那么与股市的联动又如何？因此在本节，我们将重点讨论 2 个问题，其一是决定股市投机溢价的流动性如何起作用，其二是决定股市中短期投资价值的市场体制因素有无利多。

1、流动性决定股市投机溢价

由于股票价格是长期投资价值（经济）、短期投资价值（市场体制）、以及投机利润的综合反应。因此我们在单独研究流动性对股市的影响时，不能大而全地采用股票的平均价格，更不能采用依赖蓝筹股走势的上证、深成、沪深 300 等指数的价格，而应选用可反应市场真实活跃情况的总成交额、能反应股市增长情况的总市值、能反应股市盈利情况的股票基金年化收益率等。

图3-17:股票价格的三大影响因素及流动性充裕度的测量因子



资料来源：平安期货研究所

市值、成交额、股票基金收益率三者节奏基本一致（图 3-18），体现了整体股票市场的资金流入、规模增长与盈利效应是同步的。再对比市场整体流动性状况（外汇占款余额增速）与基金盈利情况，其上升下降步伐同样是一致，不过基金盈利曲线在时点上还略有领先（这与机构根据宏观因素预判未来流动性的能力有关）。

在此，我们得到一个股市与流动性关系的结论：即流动性节奏影响了股市盈利与否的节奏，而盈利的多少，可能取决于经济结构、市场体制、基金管理能力等其他因素。但如果不判断股价高低，单纯判断涨跌，则流动性将是决定性的因素。因此，从我们在第一章对经济的分析、以及第二章第一节对货币环境的分析结论看（经济转型、货币趋紧），预计 2014 年的股票基金的平均净值将趋势性下行，两市总市值与成交额同比也将相对今年更坏。

图3-18:股票市场的盈利效应与市值增长、资金流入的步伐一致

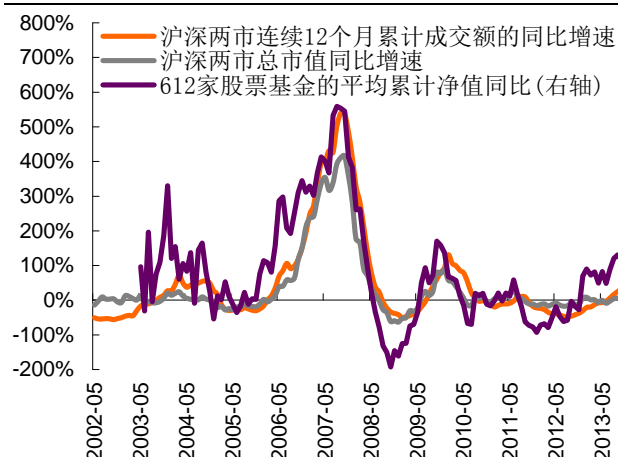
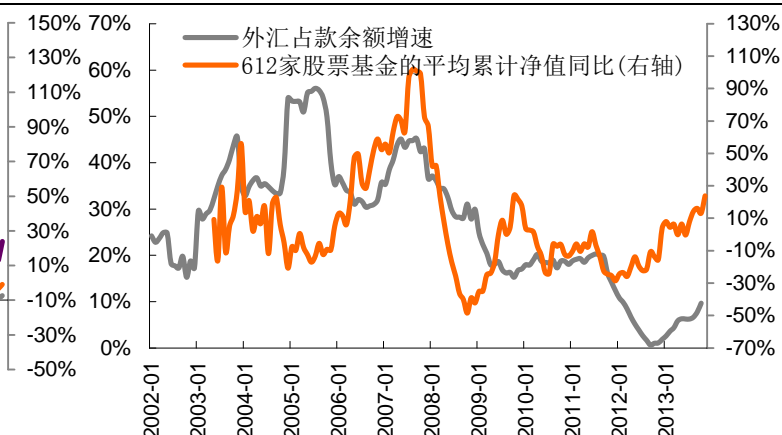


图3-19:流动性与基金盈利相关性极大，基金盈利在数据上略有领先

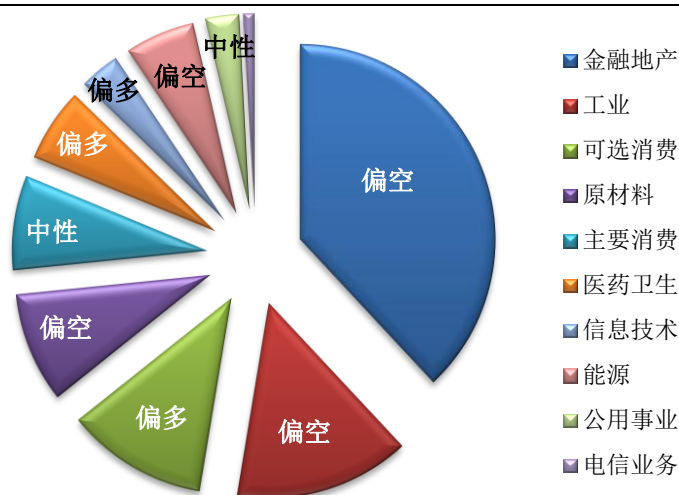


资料来源：同花顺、平安期货研究所

2、市场体制因素层面亦是利空大于利多

未来两年的流动性情况预示股市将难以呈现投机推动型的上涨，实际上投机资金将更多充当空头角色，我们唯一能期待的是股市在投资价值方面的回归。而深改对经济的影响至少要3、5年才能显现，短期对相关板块及个股或有利好，但对股指影响亦相当有限。从下图3-20沪深300各行业所占权重看，深改及流动性萎缩对其利空的权重远大于享受利好的权重，那么2014年唯一可能利多沪深300股指的因素，便只剩市场体制红利。

图3-20:沪深300权重行业及深改、流动性对该行业的影响



资料来源：平安期货研究所

对于市场体制红利，我们目前看到证监会做出很大的改革决心，无论是市场自身修复功能的加强、监管理念的转变，还是各项制度的日益完善，都促进A股市场走向更成熟。不过，如进一步分析这些体制改革的措施对股指的实质影响，从表3-1可以看到，2014年的体制红利基本是“退市制度+优先股+分红制度”等市场利多因素的落实、抵抗“IPO重启+新三板扩容+并购重组分道制”等市场利空因素的过程。

表3-1:各项改革措施的影响

措施	利多因素	利空因素	对市场成熟度影响	对股指实质影响
IPO重启	推进股票发行注册制改革	增加股市规模, 消耗市场流动性	促进	持续性利空
退市制度	严格退市条件, 明确退市期限	容易造成个体亏损的增加	促进	持续性利多
新三板扩围	全国股转系统	分流市场流动性	促进	中性偏空
并购重组分道制	加快优质企业融资流程	加快增加股市规模, 加快消耗市场流动性	促进	持续性利空
优先股	降低融资成本, 保证公司股权不被分散	包含可转换条款的优先股在转换成普通股后, 增加股市规模, 消耗市场流动性	促进	短期利多, 长期(转换期集中到期)利空
分红新政	差异化现金分红政策	执行层面	促进	持续性利多
推动《证券法》修改与《期货法》制定	完善市场体制, 加强法治建设	无	促进	中长期利多

资料来源: 平安期货研究所整理

从定量分析的层面, 我们无法估算退市、分红、优先股等利多因素对市场的带动, 也无法估量新三板扩容、并购重组分道制对市场的冲击, 唯一可定量分析的, 就是 IPO 重启带来的冲击。更具体而言, 就是股市供给因素对股市价格带来的冲击。

从图 3-21 可看到, 2013 年的 A 股筹资额虽然最后 2 个月的数据未公布, 但整体偏低, 仅高于 2006 年, 在供给偏低、流动性充裕的环境下, 催生了 2013 年的中小盘牛市。而 2014 年 IPO 将重启, 据媒体估算的已过会和在审的 760 家公司实际融资规模, 预计将达到 5000 亿元, 考虑部分公司可能主动撤交材料、审核未通过或发行滞后, 可将该数字调至 4000 亿左右, 再综合增发和配股(过去 4 年的平均值接近 3000 亿), 预计 2014 年股市融资总规模达到 7000 亿元左右, 仅低于 2007、2010 的水平。但 2007、2010 年与 2014 年不同的是, 前 2 次的市场的流动性为上升周期, 而 2014 年的市场流动性我们前面已分析过即将走入下降周期, 因此, 市场面临的供给压力不容小觑。

图3-21:A股融资额2013年偏低(未包含11、12月数据)

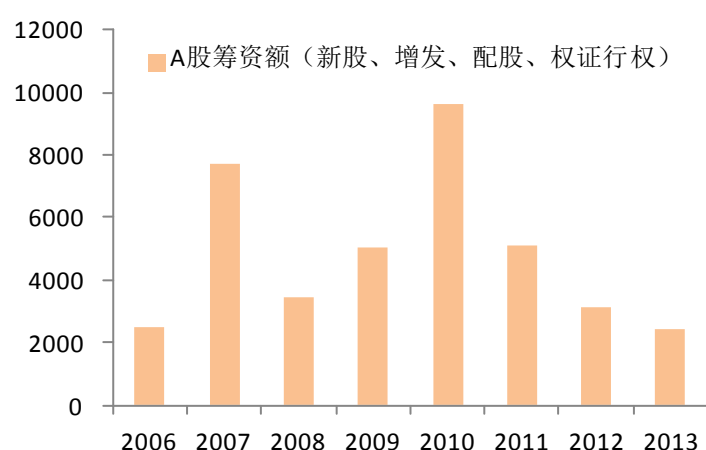
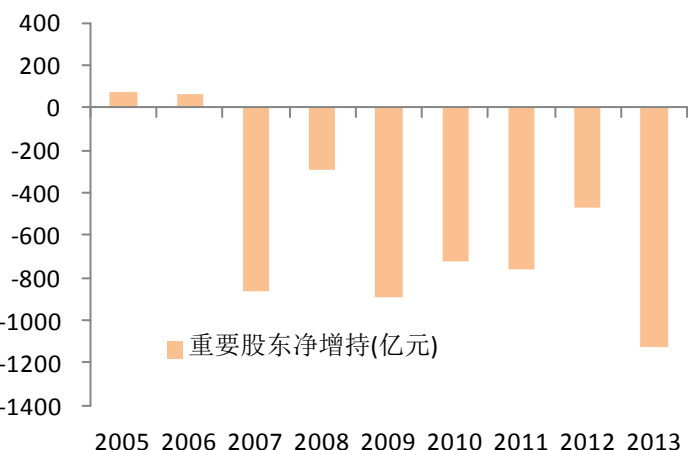


图3-22:重要股东每年净增持额(亿元)



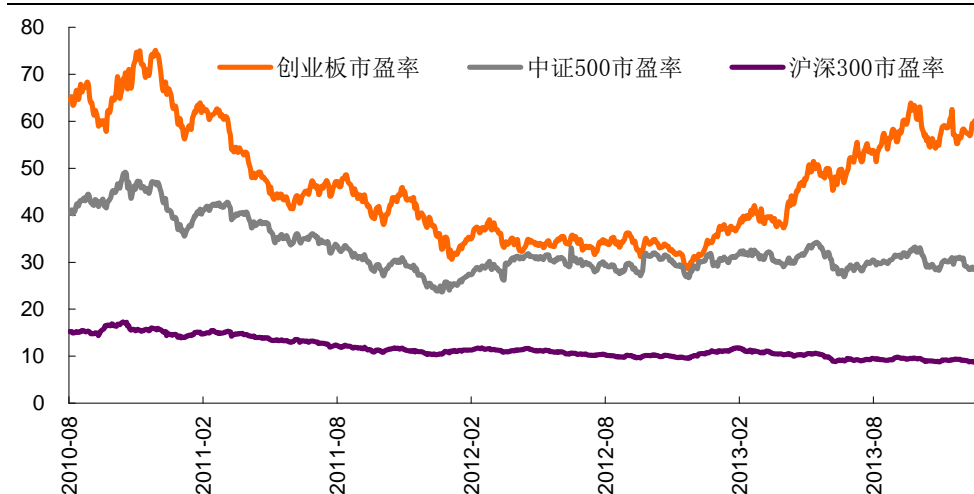
资料来源: 同花顺、平安期货研究所

此外, 从历年产业资本的净增持额看, 产业资本嗅觉灵敏, 把握行情的能力较强, 踏准了每次出场的步点(低增高减)。在全流通后, 其减持量较少的 2008 及 2012 年, 皆对应了股市的阶段底部, 而 2013 年减持额创历史新高, 也正是结构性牛市的体现。

提及结构性牛市，就不得不提今年不同风格指数市盈率的分化。从图 3-23 可见，今年三大风格指数（沪深 300、中证 500、创业板）的市盈率分化几乎是历史之最。在创业板一路高歌的同时，沪深 300 几乎原地踏步。但如果更换坐标轴仔细研究，不难发现，虽然不同风格的指数涨跌幅各异，但涨跌的时间节点大致相同，而涨跌的时点则基本与流动性的充裕程度一致。

究其分化的原因，最重要的一点是创业板代表了新兴科技、文化、环保等新兴产业，皆是未来十年改革惠及的产业，而沪深 300 所代表的资源、地产、金融，皆是改革致力于削弱的对象。另一方面，即使是流动性较为充裕的时段，资金也更愿意流入楼市而非股市，这也迫使有限的资金选择了盘子更小的创业板、中小板等。

图3-23: 不同风格的指数的市盈率比较



资料来源：平安期货研究所

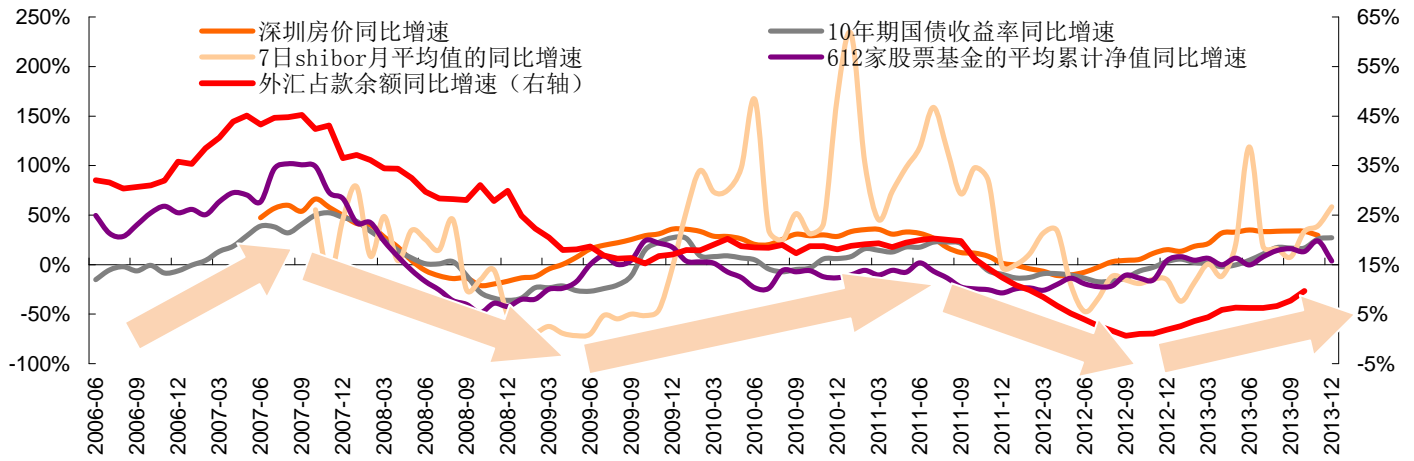
在市盈率的层面，可以打个比方：在成熟的市场环境下（融券、股指期货具备做空机制，推动价格更成熟合理），鸡蛋与黄金的市盈率不可能会回归一致。毕竟，担纲了危机前经济增长龙头的蓝筹板块，在目前自身增长瓶颈的阻碍与深改大潮的推动下，已是日薄西山，再指望其重演 2007 年的 50 倍市盈率巅峰，无非是天方夜谭。

四、流动性与资产配置逻辑

汇总分析，我们再度呈现前面三节的流动性与各大资产价格的关系：外汇决定了中国的整体流动性，而外汇流入的增速与房价、股基、货币市场利率（7 日 SHIBOR）、债券市场收益率等的增速基本同向。（图 3-24）

该现象颇具中国特色，背后的逻辑我们前面三节已分析清楚：中国为了实现汇率、通胀稳定的双目标，采用了牺牲利率的“中国式货币冲销”手段，即央行购买外汇——释放基础货币——央行再通过发行票据回收基础货币的调控手段。而为了控制央行成本所采用的利率管制政策，又损害了实体经济并导致资金流向对利率不敏感的房地产、基建等领域，同时财政国库现金利息收入较低，无形中又增加了纳税人的成本。长远来看，这一冲销手段的不可持续性，给予国际资本充分的投机与套利动机，并导致全社会金融风险上升。

图3-24:流动性与资产配置



资料来源:同花顺、平安期货研究所

因此，在“中国式冲销”的作用下，当外汇流入时，央行采用货币冲销手段，收紧银行间流动性，但冲销并不及时与完全，因此市场的整体流动性仍较丰富，楼市、股市在外汇流入时表现为牛市、而债市表现为熊市，货币市场则受冲销的间歇性影响，充满了阶段性的机会，也受到资金追捧。反之，当外汇流出时，楼市、股市走熊，债市在宽松货币政策之下表现为牛市，而货币市场的机会也将变少。

图3-24:流动性与资产配置逻辑图



资料来源:同花顺、平安期货研究所

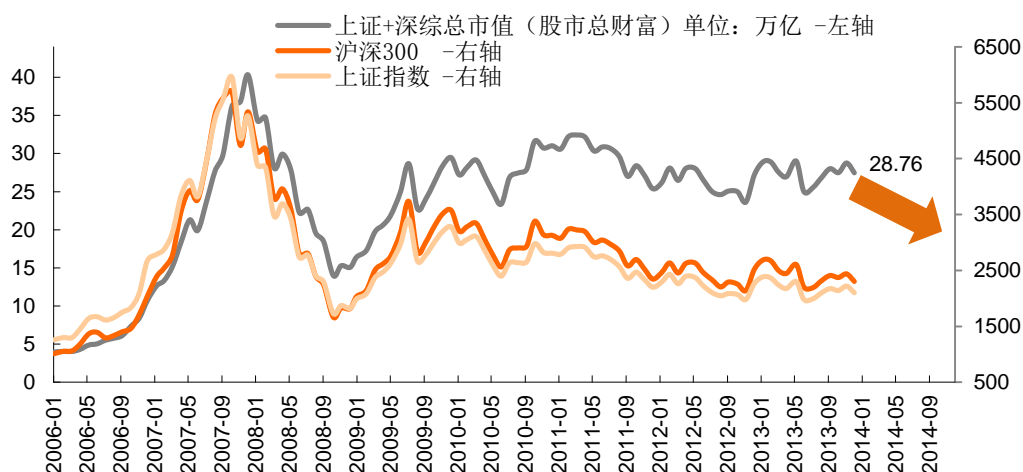
以逻辑为纲，以史为鉴，我们可以得出 2014 年流动性择时投资的思路：由于从 2014 年 1 月开始，美联储将逐步退出量化宽松政策，而目前央行仍在延续此前的稳健偏紧的货币政策基调，因此在央行调降存款准备金率（可视为货币政策的转向信号）之前，楼市、股市、债市都不具备获利效应，可将资产超配于货币市场。而在央行调准之后，债市将迎来投资机会，可撤离货币市场，投资债市。而无论央行如何作为，2014 年的股市与楼市都将整体承压，表现将远差于 2013 年。

谋攻：倒推2020

一、破釜沉舟，2014 再次探底

经济与流动性分别构成了股市的投资驱动引擎与投机驱动引擎，而通过我们上述的分析，深改并非一朝一夕可见成效，流动性层面则对股市为利空，因此，股市的总财富（两市总市值）在2014年将整体缩水。具体对沪深300与上证指数而言，由于市场体制的红利亦无法对抗IPO重启的供给压力，因此在总市值缩水与新增供给的双重利空下，二级市场的指数价格将遭遇更沉重的打击。当然，首当其冲的是今年资金大幅入驻、投机泡沫颇浓的创业板与中小板，而上证与沪深300尽管将再次探底，可挤压的空间不多，下跌幅度或有限。通过技术形态的密集成本区估算，沪深300或在1800-2000区间止跌，而上证或在1700-1850区间止跌。从股指期货的角度，2014年一旦价格反弹至近两年（股市总财富牛市）的价格中枢约2450一线之上（对应上证2230），即可开始逢高沽空操作。

图4-1:近几年股市总财富（总市值）与沪深300、上证指数涨跌节奏基本一致，但总市值更抗跌。



资料来源：同花顺、平安期货研究所

二、励精图治，2015、2016 考验当局智慧

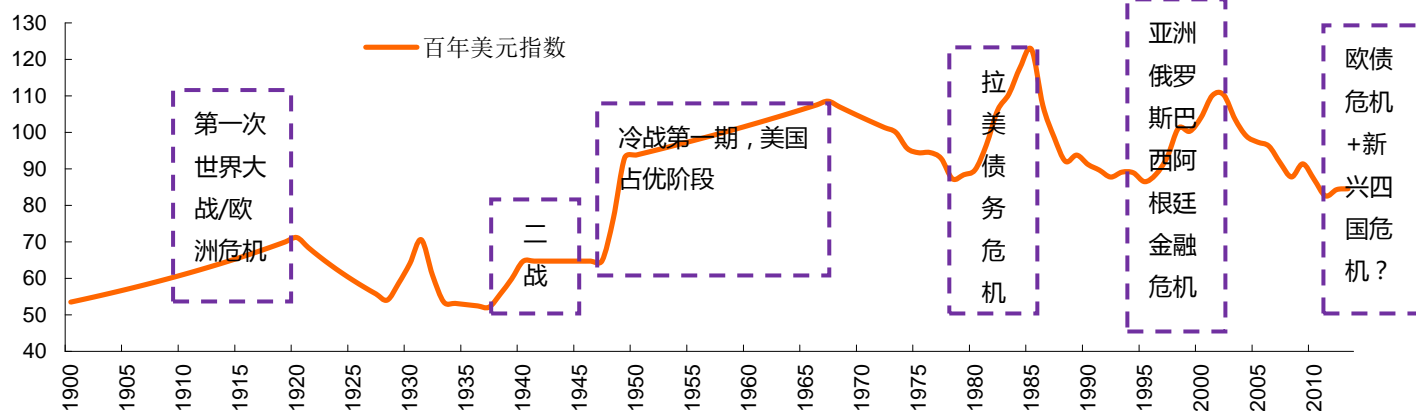
在《军争》章中，我们指出下一个十年的经济增长模式必须依赖消费的崛起；在《虚实》章中，我们亦重申中国央行陷入了“美元外汇储备的陷阱”中，进行汇率改革及利率市场化是央行获取政策自主权的必选之路，而这两项改革必须在美联储加息之前完成

(否则如果外汇大幅流出,央行过去十年冲销的成本将从账面浮亏变为真实亏损),目前外围机构预计的美联储加息时间便在2016年。目前,从年末的中央经济工作会议以及十八届三中全会的相关文件中,我们已可以看到中央政府以及人民银行对汇率改革、利率改革的决心,但能否克服博弈对手的阻力(地方政府、房地产商、商业银行),我们不敢过早断言,只能拭目以待。

不过中国目前所面临的“美元陷阱”并非中国特色,早在1930年代,法国就曾陷入“英镑陷阱”,其后则连同英国一同陷入战争与衰退。我们再进一步观察美元升值周期时世界其他国家的经济状况,不难发现,美国作为一个远离战争爆发地、资源丰盛、金融及科技领先的避险天堂,每伴随着华尔街的资本回流美国,总有国家的经济蒙受血光之灾。如下图4-2的美元指数所展示,1973年之后的数据采用美元指数的实际汇率,1973年之前的数据我们以1973年的美元兑英镑为基准值,通过寻找史料+插值法的方式,力图还原一个更长期的美元指数。

如果2016年美国加息而美元升值,那么必然对此前快速发展的经济体造成冲击,领涨十年的欧元区与金砖四国将首当其冲。如果当局政策采取不当,不排除中国将因资本外流而重蹈当年拉美与亚洲四小龙的覆辙。当然,以目前中国稳居全球第一3万多亿美元的外汇储备来看,留给中国的政策空间还很充裕,这将考验顶层设计的智慧与执行力。

图4-2:百年美元指数与世界经济危机



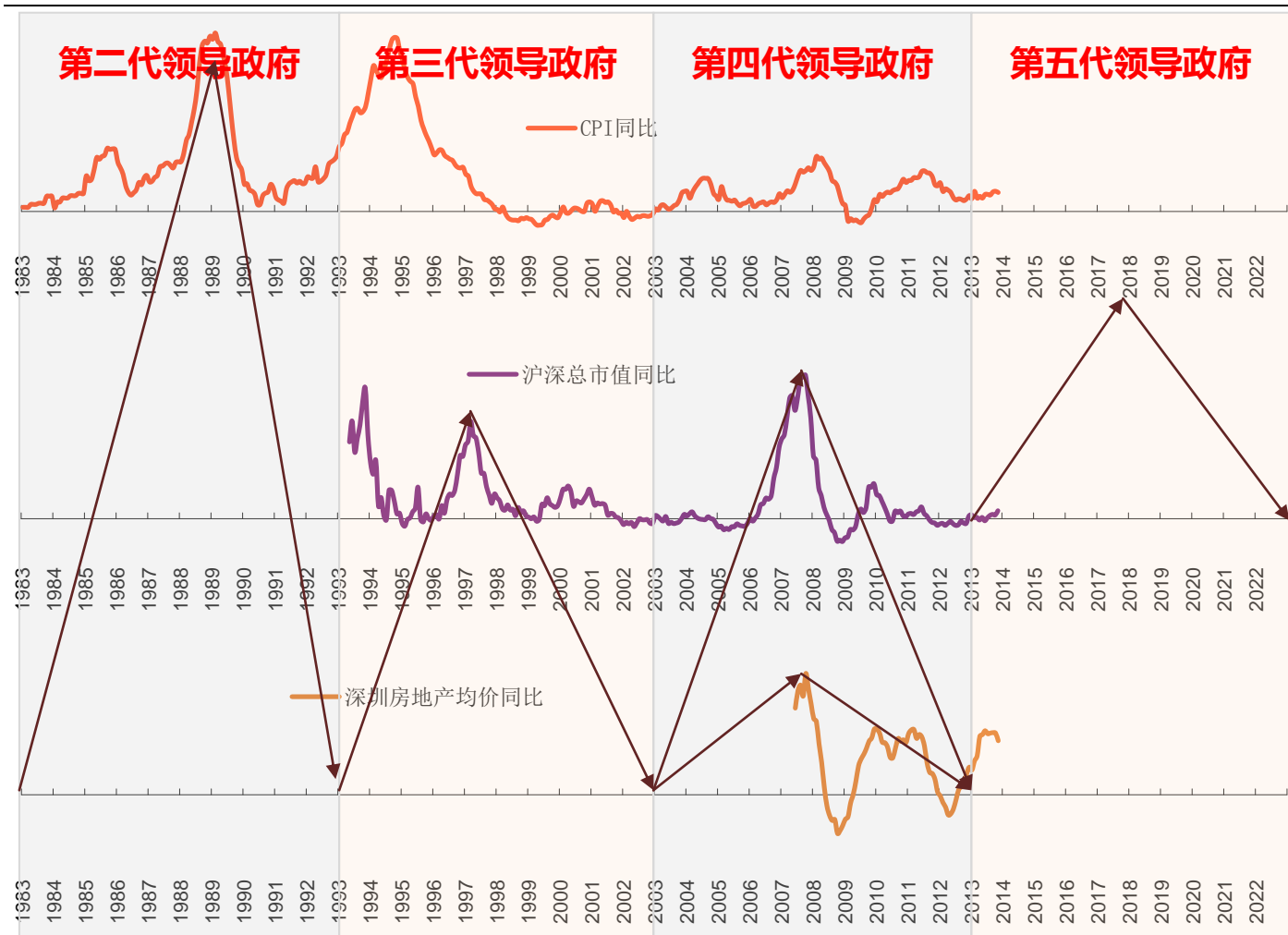
资料来源:平安期货研究所独家整理

三、等待涅槃，2017、2018 寄望政策牛市

我们在过去几年的报告中,一直以周期理论模型观察股市,这本身符合人性的规律,且中国的经济与政治的周期性规律极强。不过,之前美中不足的是,单独用周期理论来看待股市缺乏整体性,且经历了时间变迁,进入后金融危机时代后,股市早已不是投资的第一选择(被房地产市场取代)。因此,我们在此结合政治周期与投资市场周期,通过叠加80年代的第一轮下海经商潮(股市未诞生,周期已先存在)、90年代以来的股市、00年代以来的房地产市场的价格规律,呈现一个更完整的大周期视野。

第一轮下海潮本质是商品价格放开管制后带来的机会，从投资的角度衡量，商品价格指数就是最佳的投资标的；而更能表现股市总财富的是两市总市值，因此我们摒弃了只反应蓝筹运行情况的上证指数；房地产市场的标的方面，我们则选用孕育了最早商品房市场的深圳房价数据。另外，为了描述资产价格的变化趋势而非绝对值，我们均采用了同比数据。详细如下图4-3所展示：领导政府在执政期显现出前5年加杠杆、后5年去杠杆的节奏，受此影响，该周期内的主要投资品也显现出大约前5年走牛，后5年走熊或被调控的状态，如87、88年的商品价格、97年及07年的股市、07年的房地产。

图4-3：中国改革开放30年来的投资标的及价格变迁



资料来源：平安期货研究所独家整理

因此我们推测，伴随着新一届政府的上台与相关施政纲领的逐步推进，2015、16年在对房地产行业去杠杆结束后（类似95、96对商品价格去杠杆），投资市场在2017、2018年左右将再度迎来政策牛市周期的高潮。届时即使股票市场已足够成熟无法迎来类似07年的大牛市，但上涨幅度料将同样惊人。归根结底，如果第五代领导政府的经济深化改革计划成功，中国经济可以转型顺利，迎来质量更高的工业化成熟时期，那么资本市场亦将持续创造辉煌，我们可翘首以盼这一天的到来。

平安期货研究所研究员简介:

李斌: 平安期货财富管理中心高级量化策略研究员, 兼任股指期货研究员。熟练应用宏观基本面分析方法、数学统计预测模型以及各种流派的技术分析方法。在近4年的期货从业中, 以股指期货与商品期货作为交易标的, 将交易思路转化为计算机程序语言, 开发量化择时策略, 策略模型加载于C++交易平台与第三方交易平台MC\TB之上, 为客户提供自动化交易咨询服务。

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:

此报告旨为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>