

定础之年，曙光破晓

核心内容

宏观维稳，回暖乍现

中国经济目前正陷于起飞萧条的泥泞之中,要从起飞阶段步向成熟需要政府做出体制改革努力,过去数十年间中国依靠改革迅速成为了世界第二大经济体,而当下又到了改革的关键时点。受制于换届因素,我们难以期待今年制度有多大的转变,因此对于经济结构也不会有实质性的改变。

经历了前三季度的趋势性下滑后,我们见到经济自身已经出现了一定幅度的回暖,而上半年宏观维稳政策腾挪带来的溢出效应也慢慢显现,我们有理由相信,在四季度随着经济自身修复以及政府支出的进一步扩张下,经济有望出现小幅反弹,进而带领企业盈利走出低谷。

定础之年，曙光破晓

我们在今年的系列报告中将 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）将在今年奠定。三季度宏观环境演变符合我们在年中报告中给出的货币转向宽松、外围危机缓解、经济筑底等研判，但体制根基却仍未有所好转。十八大召开的时间节点为今年的市场带来最后一丝憧憬，在政治格局及经济纲领明确后，相关的政策利好有望推动 A 股进一步完善市场的体制根基。

总体而言，献礼行情已蓄势待发，从交易的空间点位上，我们预计上证指数在四季度将大致往返于 2000-2300 的震荡区间，对应股指期货 IF 指数大致是 2200-2500，价格重心有逐步上移的可能性，但四季度大规模的解禁供给与新增 IPO 仍是最可能引爆的风险点。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 宏观/股指研究小组

* : dept_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

! : 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

! : 邹立虎 (金属研究)

☎: 86-755-23963178

* : zoulihu508@pingan.com.cn

& : 期货从业资格:F0271067

相关报告

1、定础之年，绝处求生——A 股 2012 年中策略报告

2012.06.13

2、上下同欲，终而复始——A 股 2012 年度策略报告

2012.02.16

3、起点之年，潜伏嬗变——A 股 2011 四季度策略报告

2011.10.21

摘 要

A 股三季度逆势走弱熊冠全球。三季度在美联储 QE3 与欧洲央行 OMT 政策兑现中，全球股市表现大好，A 股却以 -6.26% 的季度跌幅垫底全球，可见 A 股一路下行的核心原因在于内在市场制度因素，而非全球宏观经济周期的影响。不过，十八大召开的时间节点为今年的市场带来最后一丝憧憬，漫漫长夜后曙光破晓时刻能否到来？

宏观维稳下的经济推演。中国经济目前正陷于起飞萧条的泥泞之中，从近一年的观察来看依靠经济自身的修复能力将无法走出这个困局，中国经济要从起飞阶段步向成熟需要政府做出的体制改革努力。在过去数十年间中国依靠改革迅速成为了世界第二大经济体，而当下正是再度改革的关键时点。受制于换届因素，我们难以期待今年制度有多大的转变，因此对于经济结构我们也难以见到实质性的改变，只能寄望于经济宏观维稳下的好转。

定础之年，曙光破晓。三季度宏观环境演变符合我们在中期策略中提出的：信贷放松、危机缓解、经济探底回暖的研判——货币政策从三季度起宽松力度加大，市场利率继续回落，欧债危机也在此期间明显缓和，中国三季度宏观经济数据基本确认经济短周期调整底部。展望未来，经济有望温和反弹，在复苏基础仍较脆弱的背景下，政策仍将会延续宽松局面，特别是四季度财政政策空间较充足，将为经济复苏保驾护航。同时随着经济短周期底部确立，企业盈利也即将见底，缓解 A 股估值压力。

献礼行情，蓄势待发。回溯同样是换届选举的十四大（92年）与十六大（02年）上证指数明显先抑后扬。A 股往往因会议召开前的政治经济不确定性被拖累下跌，而在政治格局及经济纲领明确后，相关的政策利好将推动 A 股逐渐具备上升动力。从交易的空间点位上，我们预计上证指数在四季度将大致往返于 2000-2300 的震荡区间，对应股指期货 IF 指数大致是 2200-2500，价格重心有逐步上移的可能性。需要警惕的是，四季度大规模的解禁供给与新增 IPO 仍是最可能引爆的风险点。

牛熊循环叠加全球衰退，导致熊市漫长。股指从上市以来，大约 5 年为一个牛熊周期循环的运行规律已出现了四轮。第四轮末期由于叠加全球的衰退周期，加之外围宽松倒逼国内通胀，令本轮熊市比 01-04 年的超级熊市更加惨淡。不过，由于中国货币政策已探底回升，市场估值与经济环境也正在筑底，且中国换届的展开更赋予了经济政治体制的改革动力，使得第五轮牛熊循环有望在年内得以确立根基。经济转型的战略机遇将考验决策层的智慧，我们不妨观其行后再蓄机发力。

目 录

引子 阳光下的阴霾	4
一、阴霾密布：A股三季度逆势走弱熊冠全球	4
二、缺乏制度红利是A股屡创新低的最大主因	4
三、十八大能否令A股曙光破晓？	5
宏观维稳下的经济推演	6
一、中国经济转型迫在眉睫	6
二、破局起飞萧条，政府需要面对挑战	8
三、投资者行为模式已经发生改变	10
四、期待短周期内的宏观维稳与经济回暖行情	11
定础之年，曙光破晓	12
一、经济筑底：短周期底部确立	12
二、货币回暖：流动性维持宽松局面	15
三、内在价值：盈利阶段性见底，缓解短期估值压力	18
献礼行情，蓄势待发	22
一、献礼行情能否重演？	22
二、基础初定，重心上移	23
三、大图景：牛熊循环叠加全球衰退，导致熊市漫长	25
图表	26

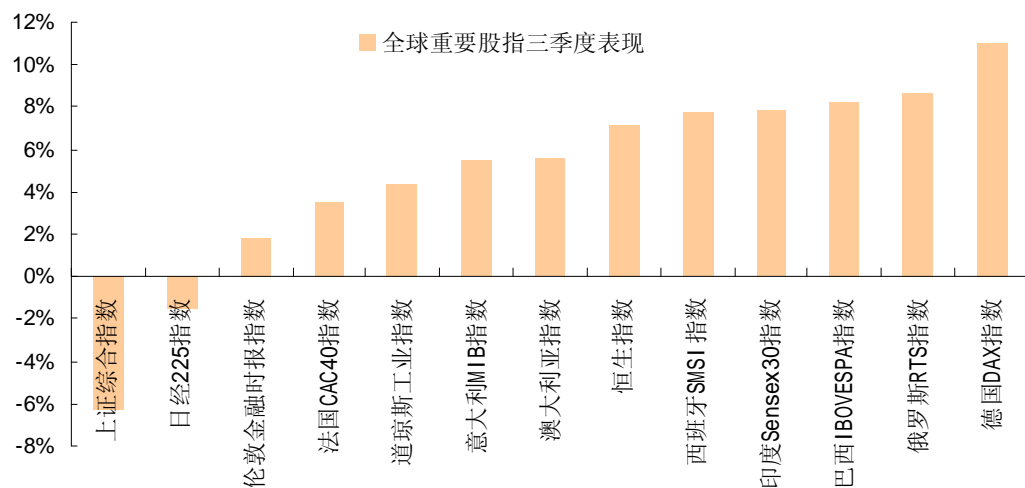
引子 阳光下的阴霾

一、阴霾密布：A股三季度逆势走弱熊冠全球

我们在今年6月的A股年中报告《定础之年，绝处求生》中提出了一种“五穷六绝七翻身”的可能性，也指出了“绝处”的悲观与“求生”的困难。事实上回顾二季度的走势，A股的确处于再创新低的绝境，但毫无抵抗之力，而一路下行。直至进入四季度，价格才有企稳的走势。

在A股屡创新低的同时，外围却是一片好风光。三季度在美联储QE3与欧洲央行购债的炒作与政策兑现中，欧美股市表现大好，道指甚至还创下08年次贷危机后的新高。即使是同样遭受通胀侵扰的金砖四国中的印度、俄罗斯、巴西，以及香港的指数表现也较佳，只有A股以-6.26%的季度跌幅垫底全球。从这也能看出A股远逊于其他发展中国家及港股的核心原因在于A股内在市场制度因素，而非全球宏观经济周期的影响。

图1-1:全球三季度全球股指大涨，上证指数则逆势熊冠全球



资料来源:同花顺、平安期货研究所

二、缺乏制度红利是A股屡创新低的最大主因

在全球宏观环境利好、中国货币政策略有放宽、三季度经济下跌势头趋缓、市场整体估值位于历史低位、险资加仓和产业资本开始出手的大背景下，A股还是逐级下探屡创新低，原因已不言自明，这亦应是制约A股上涨的最后原因——缺乏制度红利。

今年前三季度全球 IPO 市场筹资总额共为 833 亿美元，而 A 股募资总额为 995 亿元(折算约 159 亿美元)，竟占据全球所有国家股市 IPO 融资总量约 20%。此外，沪深股市 2012 全年的解禁总额更是高达约 13500 亿，在货币政策与经济还不能带来足够的增量的情况下，如此规模的解禁供给与新增 IPO 无疑大大分散了市场的存量资金，股价下行自然不足为奇。

三、十八大能否令 A 股曙光破晓？

对于中国 A 股市场的未来，我们近两年分别出品了《起点之年》、《定础之年》系列，始终抱有在悲观中寻找出路的乐观态度，同时也给出新一轮牛市起点与底部铸成的判断标准，即估值底、政策底、经济底、外围环境的多维配合。对于当前阴霾密布的 A 股市场，其面临的最坏的时刻已经过去，只剩最后一道桎梏等待破冰——市场制度的完善。

不过，十八大召开的时间节点为今年的市场带来最后一丝憧憬。市场预期政府将针对当前国内经济下行的问题，适时做出一些对经济布局的调整，同时证监会的创新步伐也有加快之意，如能进一步推动市场制度的改革与完善，尤其是 IPO 制度的改革，则能提振市场信心，为四季度带来一股暖流。因此，从操作的角度，四季度可将眼光重点聚焦于 11 月 8 日时间窗口的前后，等待市场制度改革信号的明朗，等待漫漫长夜后的曙光破晓时刻的到来。

图1-2: A股三年来重心一路下移



资料来源:平安期货研究所

宏观维稳下的经济推演

一、中国经济转型迫在眉睫

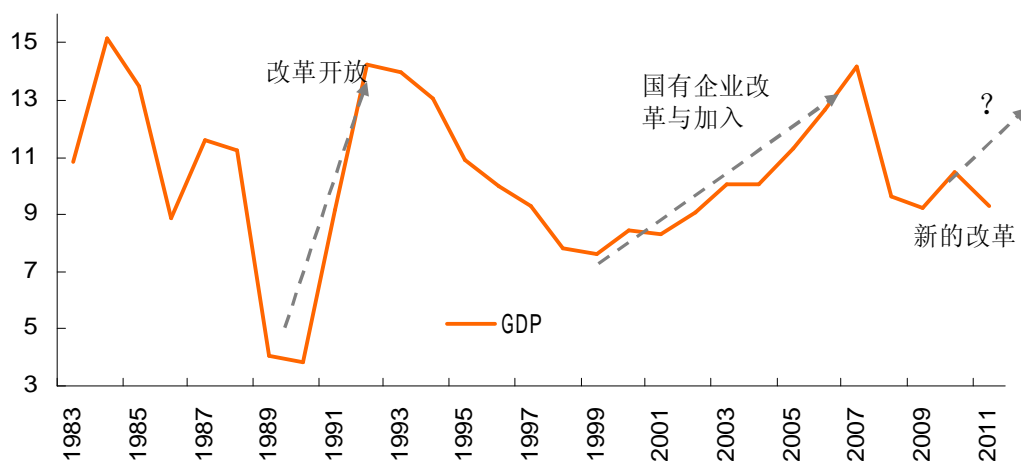
1、下一轮牛市的动力来自于转型

寻找中国股市下一轮牛市的动力必须找到经济新的增长动力，这是市场的共识，对于当下的中国经济而言，就是找到推动中国经济结构转型的动力。

上一轮牛市同样是结构转型的结果。中国通过国有企业改革以及开放国际市场实现了工业化的起飞，在这个阶段投资成为了驱动经济发展的主要因素，而城市化则成为了其中的重中之重。在这个过程中，以房地产为首，金融、重化工业等一系列产业集群成为了中国经济发展的支柱产业，其规模以及盈利的快速增长也使得对应的上市公司成为股票市场的主力军，推动了中国的股票市场进入了一轮波澜壮阔的牛市。

但是，从人类社会发展的历史来看，经济的发展从来就不是线性的。随着中国工业化进程的推进，原有的模式渐渐失效。按照罗斯托经济演化的理论，中国需要从工业化的起飞阶段走向成熟，这个阶段消费将取代投资成为经济的主要推动力量，而中产阶级的兴起将是消费驱动的保障。否则随着成本的推升，该国的国际竞争力将减弱并逐步步入中等收入陷阱。在上个世纪新兴国家的演化中，日本、韩国成功的走出了中等收入陷阱，而墨西哥、阿根廷等国则失败了。

图2-1: 中国经济的历次飞跃都经历了体制改革



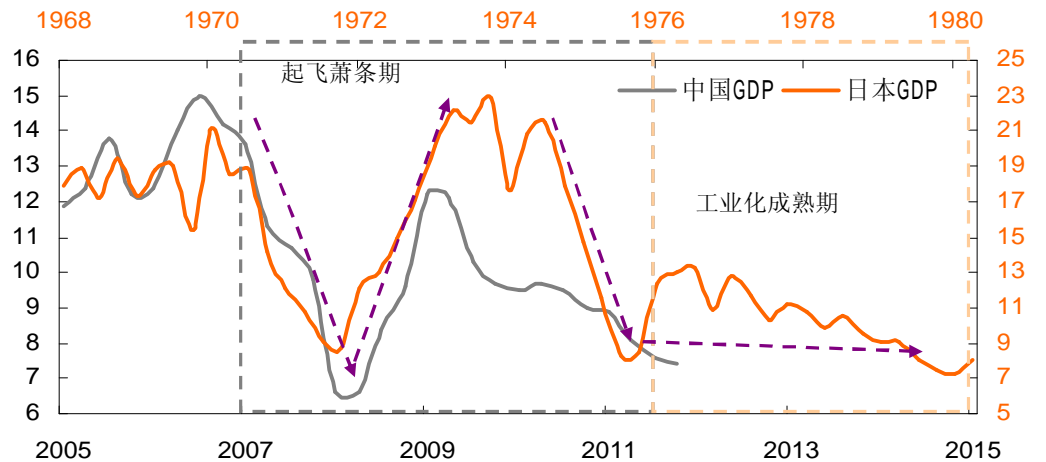
资料来源:wind、平安期货研究所

2、起飞萧条是中国需要面临的必经阶段

中国当前所面临的问题就是如何从投资驱动转向消费驱动，更具体的就是如何培养中产阶级以及消费群体，如果成功那么不但经济将成功转型，而且在这个领域将诞生一批优秀乃至卓越的公司，成为中国下一轮大牛市的主要推动力量。

但从工业化起飞到成熟过渡不会一帆风顺，因为经济发展模式调整从来就不是自发的，因此转变一般会经历所谓的“起飞萧条期”。我们认为从 2008 年后中国经济就已经进入了起飞萧条期，而今年正是起飞萧条的第二波。从图中我们可以看出当前中国经济的推演与日本在 70 年代早期所遇到的起飞萧条期非常相似，因此我们对今年中国经济的疲软早有预期。在我们上一期股指报告《定础之年，绝地求生》中我们就指出今年国内经济探底之后将呈 L 型而非 V 型，随后经济回暖也只会是小幅的，缓慢的。

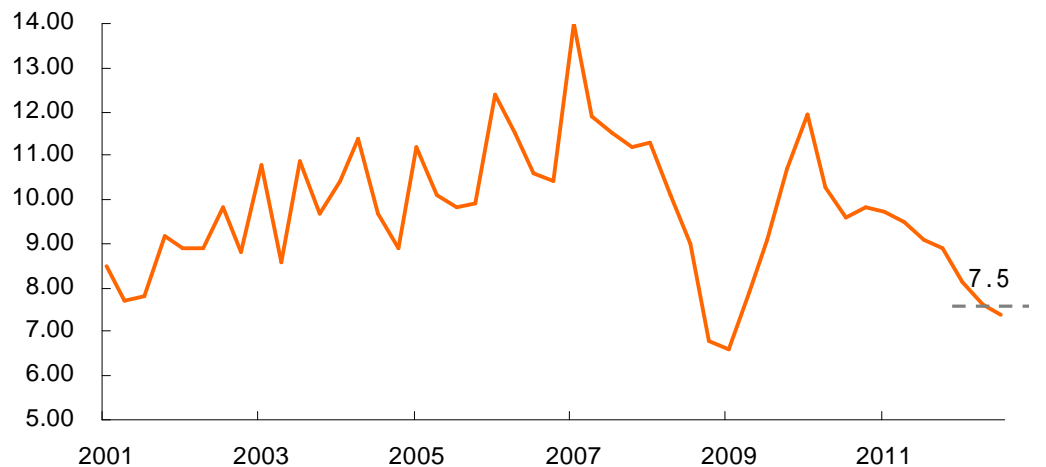
图2-2: 中国经济遭遇的起飞萧条与日本一致



资料来源:wind、平安期货研究所

3、今年中国经济将在泥泞中前行

图2-3: 今年经济的调整超预期（GDP）



资料来源:wind、平安期货研究所

中国经济今年持续下行在意料之中但持续时间之长在意料之外。多数分析都指出今年上半年国内经济将经历一轮下滑，但年中将会是经济的转折点。事实上，由于国外环境的疲软以及国内经济自身的衰退，这个过程一直持续到3季度，到10月各项微观数据才表明了经济有一定企稳的迹象。在今年，政府的行为基本是缺位的。这个现象说明了在当前的全球宏观环境之下，中国经济在原有的模式下无法自行进行调节。这有点像陷入了泥潭的自行车，无论如何用力，如果没有外部力量将其抬起，其在泥泞中将越陷越深。在起飞萧条期的经济体也一样，如果缺乏外部力量来打破原有均衡，发展出新的动力或新的道路，那么就会在中等收入陷阱下越陷越深。今年国内经济的表现已经为我们敲醒了警钟。

二、破局起飞萧条，政府需要面对挑战

1、政府需要面对挑战

未来的方向很清楚，政府需要通过政治体制改革来再度释放制度红利，帮助民间经济以及中产阶层的成长来促使消费社会的到来。但是与成功转型的日韩不同，中国在起飞萧条期遭遇全球的长波衰退周期，这期间伴随金融危机、欧债危机、地缘政治危机等一系列不利因素，留给政府的腾挪空间并不大，而矛盾却在与日俱增。

2、短期推动体制改革并不现实

像日本、韩国在70、90年代转型期那样推行经济结构改革，实现经济从起飞萧条到成熟的平稳过渡当前呼声最大。近期有传言中国最高领导层要求政策智库起草几十年来最激进的改革建议，包括限制国有企业并加大利率和汇率自由化力度等，这些方案的本质都是政府重新调整国家和私营部门的角色，容许经济的发展以及收益的分配由市场力量控制而不是集中统筹。但这些新的改革需要顶层设计以及深度的利益博弈，同时还要保障执行，在换届前后一两年实现的难度很大，并且对于当下疲软的经济可能也无法产生立竿见影的效果。

3、重推大规模经济刺激政策面临诸多限制

像08年那样继续通过大规模的财政货币政策来维系经济的增长，这等于通过政府本身的力量来强行催谷经济，但当下的环境与08年已经截然不同，土地、资源、劳动力的成本已经大幅攀升，而政府本身的债务，银行的资产负债表以及表外的一众影子银行业务都已经到了一个临界点，继续刺激可能带来的是高房价、高物价、高成本以及对应的弱市场、低利润、低收入，加速泡沫的破灭。世界银行在今年2月发布报告称，政府必须落实深化改革来避免危机，2011-2015年中国经济年增率料为8.5%，到2026-2030时可能减缓至5%。

图2-4: 中国货币泛滥程度 (M2/GDP) 仅次于日本

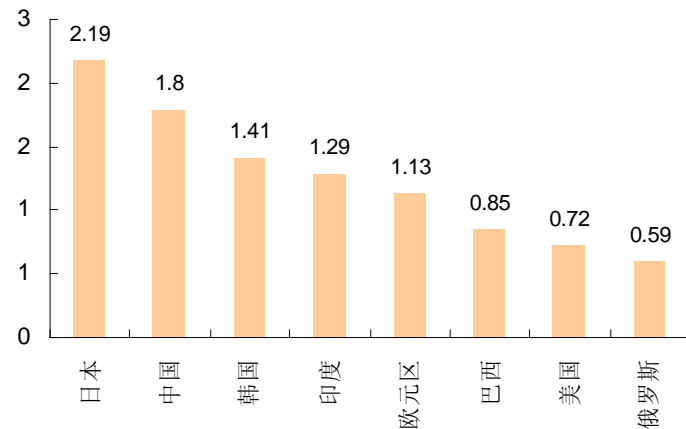
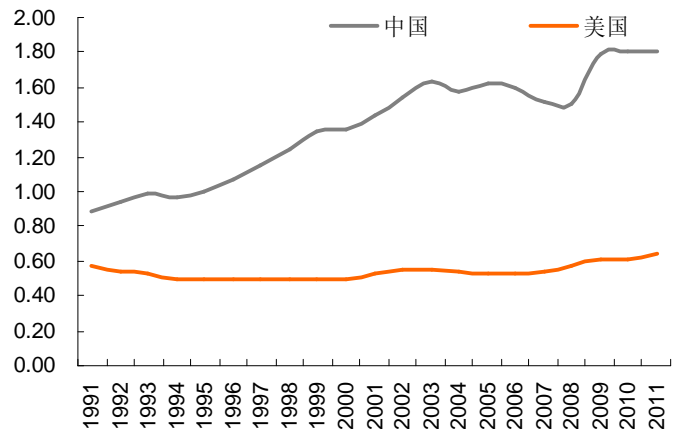


图2-5: 中国货币扩张速度远超已实施三轮量化宽松的美国



资料来源:wind、平安期货研究所

4、年内政府不会跟随欧美推出大规模刺激政策

因此我们看到今年以来政府对于经济下滑容忍程度超过以往，在欧美轮番推出大规模的货币宽松政策后都没有跟随做出相应的反应。年初温总理将今年经济增速的目标定在 7.5%已经释放出这个信号。

从微观的技术层面来看，由于中国今年处于换届的关键时期，各级地方政府的工作都处于交割阶段，加之银行对地方融资平台贷款的限制也在客观上限制了投资的热情，因此即使主观驱动投资的意愿没有下降，但都无法执行。从宏观的层面来看，政府对于经济刺激带来的问题也在不断做出反思，正如上面的分析，政府目前处于两难，顶层设计仍在进行之中，因此中央政府也没有进一步的动作，以过往的角度来看经济下行到 7.4 已经是非常低的水平，但总体来看政府只是降了两次息、一次准，批了一些常规性项目。

我们认为今年中央政府推出的刺激项目只会是宏观经济维稳下的微调，难有大规模的刺激政策出台，而地方政府的尽管出台大规模的规划但却受制于自身财政、银行贷款以及中央投资配套的推后也难以落实，因此不会有大的动作。

表 2-1: 地方政府制定的计划大多没有落实

地方政府	投资计划内容概要
广东省	7 月决定实施重大建设项目向民间投资公开招标，首批共推出 44 项，总投资额 2353 亿元。8 月发布《关于充分发挥海洋资源优势努力建设海洋经济强省的决定》，总计提出 177 个重点建设项目，总投资约 1 万亿元
贵州省	《贵州生态文化旅游产业发展规划》提出，未来 10 年完成投资 3 万亿元
重庆市	“十二五”期间，全市工业将累计投入 1.5 万亿元，建成 7 大千亿级产业集群和 30 个百亿级产业集群，工业总产值突破 3 万亿元
湖北省	到 2015 年湖北长江经济带国内生产总值 (GDP) 预期达到 15300 亿元左右，占全省比重 60%以上
福建省	“十二五”期间福建将累计完成技术改造投资 1.4 万亿元，年均增长 30%以上
山西省	首届世界晋商大会 8 月 19 日-20 日在太原召开，累计招商引资额突破万亿元，涉及工业农业

资料来源:wind、平安期货研究所

三、投资者行为模式已经发生改变

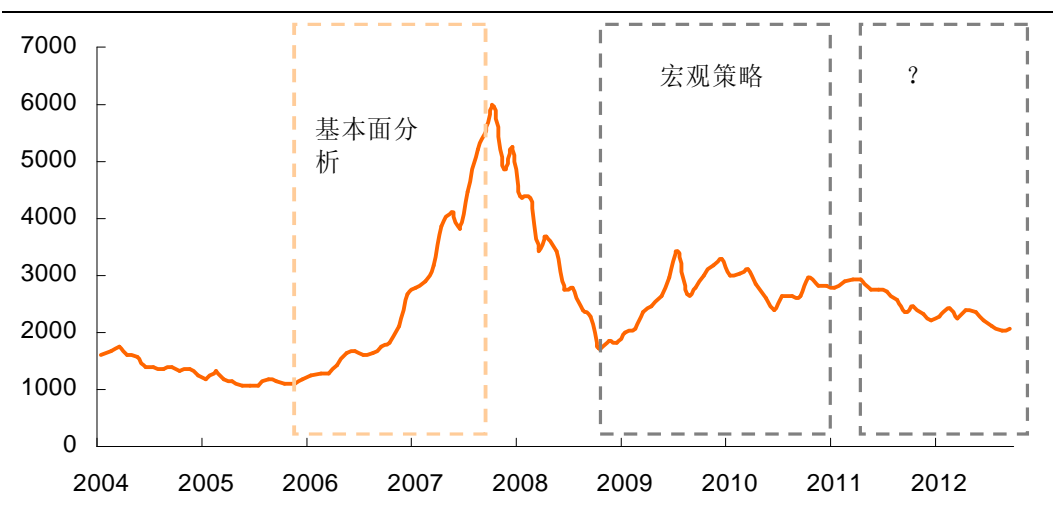
1、价值投资模式在 2006 年兴起

对于市场的参与者而言，其行为模式也已经发生了彻底的改变。06 年之后的大牛市，中国经济进入过热期企业利润暴增，在这个阶段价值投资是王道，投资者热衷于寻找被市场低估的股票，在整个市场被炒高后热衷于寻找价值洼地，找到便宜的股票就买入并持有，分享企业成长的红利。

2、宏观策略在次贷危机后受到市场追捧

在 08 年之后，政府大力推出经济刺激政策，经济很快经历了从衰退到复苏再度过热的过程，对于经济悲观者错失了这波惊人的反弹，对于乐观者而言则是抓住了经济刺激的红利，这个过程中逆宏观赌政策成为主流的投资策略，只要是政策支持的行业就会被热炒，并在 2010 年的第二波反弹中赚的盘满钵满。

图2-6:中国投资者的行为模式在几年间已经发生了翻天覆地的变化



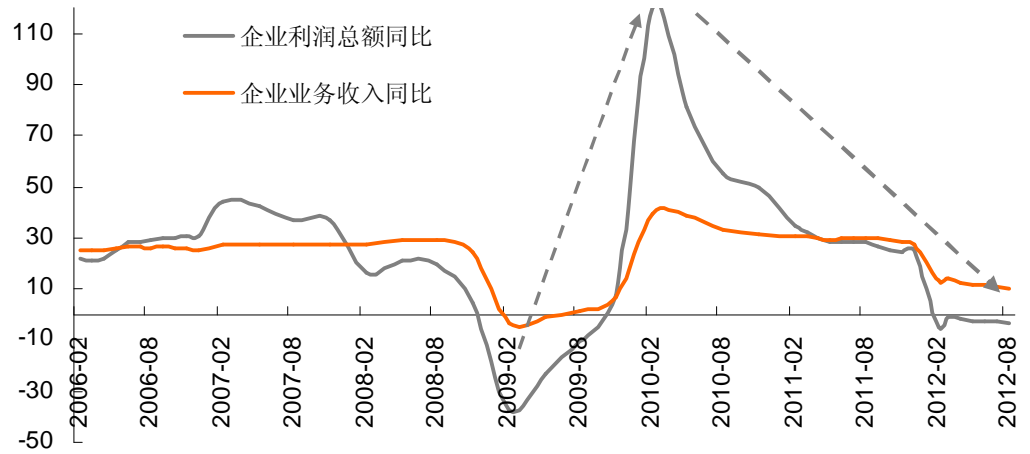
资料来源:wind、平安期货研究所

3、当下投资模式再度发生改变

但是这种已经被固化的投资模式在 2011 年彻底迎来了滑铁卢。2011 年经济持续下行，政府多次降准并推出一系列的保增长政策都无益于市场的反弹，使用逆宏观赌政策的模式无法在市场获利。原因在于 2008 年企业所受到的冲击是短暂的，其财务状况仍相对健康，只是销售市场突然冻结，因此当政府推动刺激政策最终会外溢至企业并最终改善企业的盈利状况，事实上金融危机后企业利润都在政府的推动下回升。但是 2011 年后，随着欧债危机等问题的长期化，企业的订单出现趋势性的下行，同时由于国内的生产成本、资金成本快速上升，使得企业的财务结构也发生了问题，政府的刺激无法改善企业的盈利，企业的利润是趋势性下降的。

在这个阶段投资者行为更加转为投机，专业投资者追求短线的利润而个人投资者则离开市场，在缺乏群体参与热情的情况下，资金推动力有限，企业价值也不会被挖掘，更多是题材概念等短期因素的炒作，这样的背景难言牛市。

图2-7:2008年的刺激带来了企业利润的大幅回升,但2010年后的刺激却对企业盈利无能为力



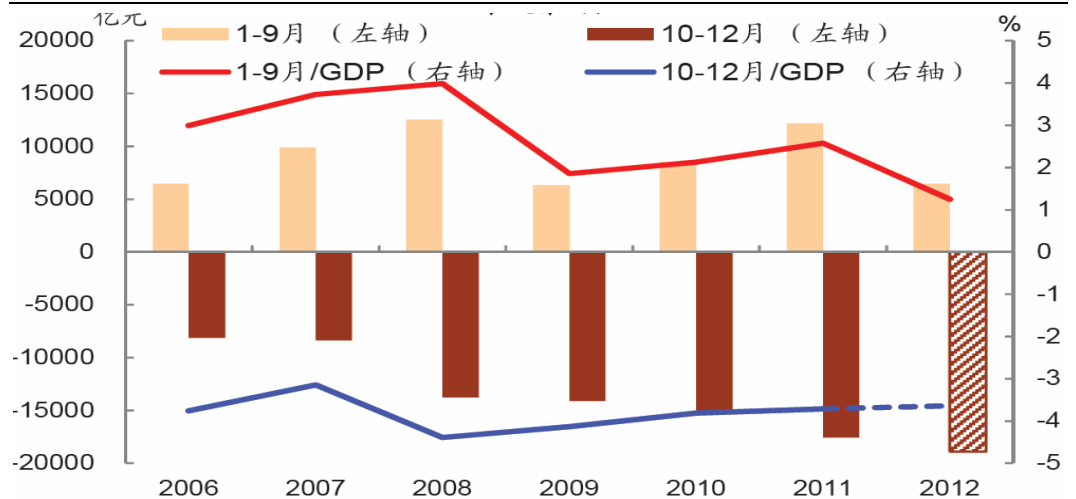
资料来源:wind、平安期货研究所

四、期待短周期内的宏观维稳与经济回暖行情

如果要对接下来的行情定性,那么我们愿意将之定义为在宏观维稳下的献礼行情。中国经济在面临诸多约束下不会自行修复,而政府也在各项限制之下难有作为,同时由于投资者行为模式的改变,将市场的希望寄托在新一轮牛市像2010年那样的大幅反弹并不现实。

由于政府在前季度的克制,在第四季度会有较大的财政余额可供支出,而传统上四季度又是政府大幅支出的季节,叠加十八大的维稳需求,我们认为四季度政府将比前三季度表现的更为积极。而宏观数据的企稳将逐步传导至企业的微观利润的改善,前期市场的弱势可能改变。考虑到市场行为的转变,那么我们就需要从经济的蛛丝马迹中寻找市场的线索。

图2-8:年内政府仍有一定的刺激空间



资料来源:wind、平安期货研究所

定础之年，曙光破晓

曙光已现，寒意渐褪。很快就是黎明，所有的一切都将遗忘。它们从未发生过。

——《冰与火之歌（卷四）》

在年初以来的系列报告中，我们一直提示牛市启动的两个前提，即首先要夯实两大根基：资本根基、体制根基。在《定础之年，绝处求生》中，我们对三季度宏观局面做出如下研判：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。

从目前情况来看，经济表现符合我们预期，货币政策从三季度起宽松力度加大，市场利率继续回落，欧债危机也在此期间明显缓和，10月中旬公布的中国三季度宏观经济数据基本确认经济短周期调整底部。展望未来，我们认为在经济复苏仍较脆弱的背景下，政策仍将会延续宽松局面，特别的四季度财政政策空间较充足，为经济复苏保驾护航。同时随着经济短周期底部确立，与之高度关联的企业营收将会改善，企业盈利也即将见底，缓解A股估值压力。

一、经济筑底：短周期底部确立

在经历连续7个季度下滑后，中国经济今年三季度探低至7.4%。综合各种宏观微观数据来看，中国经济三季度将是经济短周期调整底部，未来复苏力度是关键。市场对此有不同的看法，对四季度GDP的同比增长预测区间大概在7.5%-8%之间，

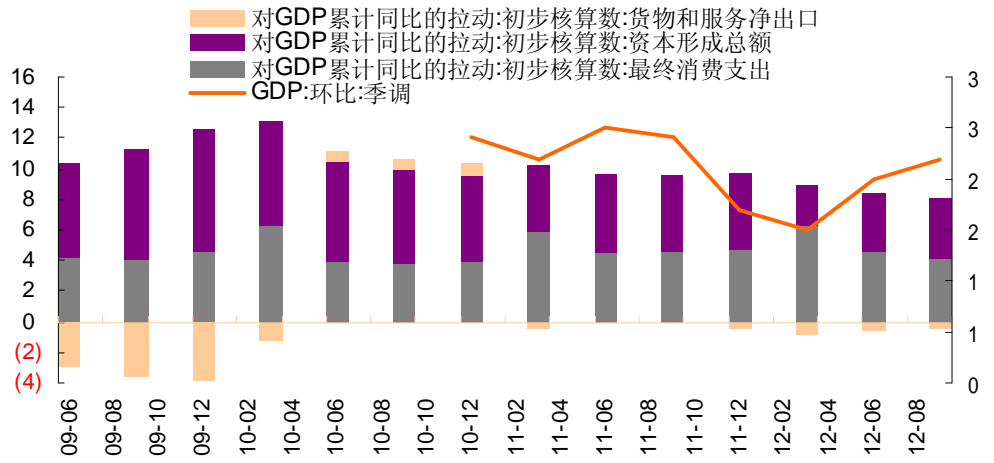
我们倾向于认为由于当前股市并未完全将经济基本面短周期底部确立这一事件计入定价，因此在复苏前提确立的背景下，复苏力度的强弱可能并不是市场四季度需要关注的，而更可能是股市反弹一定程度后需要关注的基本面改善程度，即经济复苏的力度，而这一时点可能是明年1季度及其之后。

1、三季度GDP确认经济短周期底部，季度环比数据强劲

整体来看，我们认为三季度宏观数据尽管创危机后的新低，但更多积极因素在宏观层面显现，7.4%的经济增长将会是短周期底部，未来可能温和上升。

分项来看，投资仍是驱动经济增长的主要因素，基建投资仍大幅回升，制造业投资企稳，回升力度稍小，房地产投资在连续回稳后小幅回落。外贸受益于对。消费受益于今年前三季度房地产销售强劲，与地产相关的建筑装潢、家具等表现突出。三驾马车均有触底回升迹象，其中外贸和投资回升势头较为明显，我们认为这一趋势将会受政府政策和海外市场回暖而可能延续。

图3-1:三季度GDP确认经济短周期底部, 季度环比数据强劲



资料来源:wind、平安期货研究所

2、微观层面支撑经济回暖, 经济将步入主动补库存阶段

行业层面是中国经济重要观察指标。从近期更高频的数据来看, 微观层面显现积极因素, 进一步验证中国经济企稳趋暖信号。

经济景气度温和回升, 企业主动去库存基本结束。从9月PMI情况来看, 生产继续处于景气区间之上, 而且环比增长0.4%, 新订单回升至接近扩张临近点, 产成品库存小幅环比下滑0.3%, 经济主体可能正处于被动去库存阶段, 原材料库存环比明显扩张表明未来主动补库存将逐步展开。

图3-2: 生产扩张、库存下降反映企业处于被动去库阶段

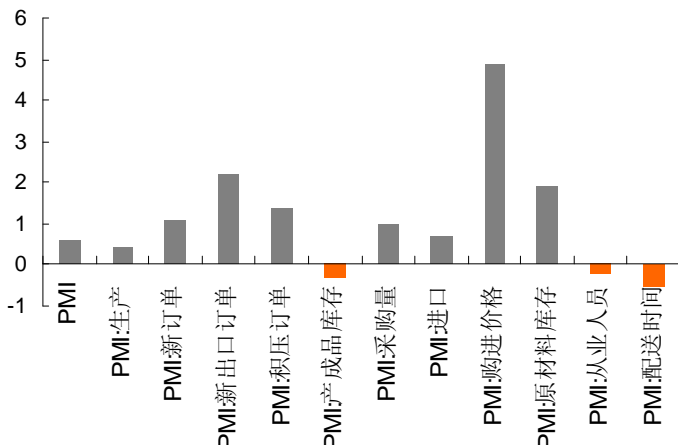
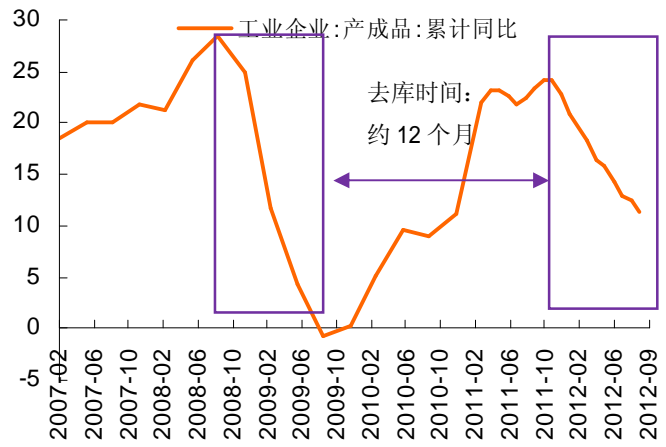


图3-3: 随着工业产品价格企稳, 本轮去库存有望在四季度结束

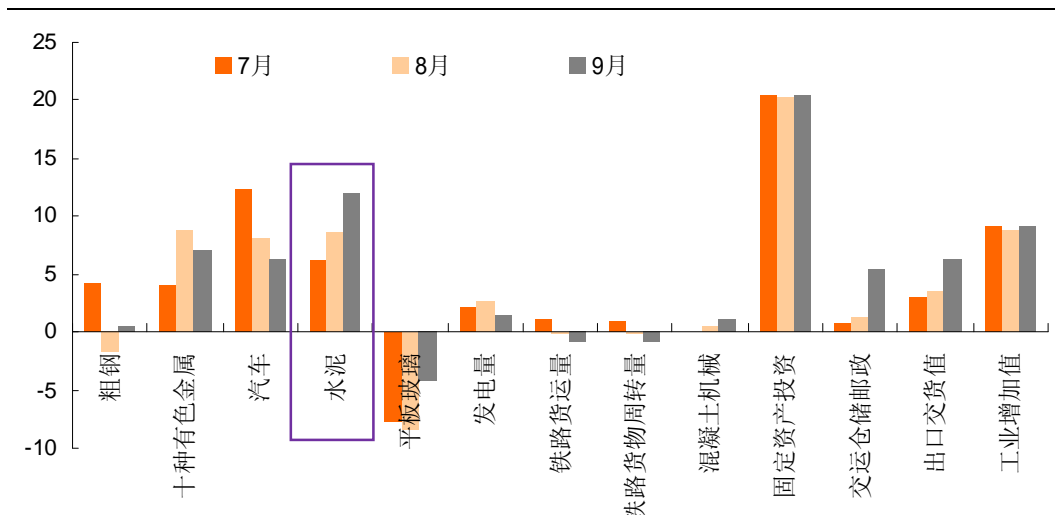


资料来源:wind、平安期货研究所

9月工业增加值同比增速升至9.2%, 环比增速创5个月来新高, 其中东部地区改善相对显著, 叠加出口交货值大幅好转, 反映出对外依存度较高的东部经济受出口回暖影响更加明显。从主要工业产品产量及价格情况来看, 9月同比、环比增速均有改善迹象。9月粗钢产量、水泥产量同比分别增长0.6%、12%, 两者价格也分别环比增长

5.4%、0.7%，反映宏观层面投资的回暖，同时也反映出下游投资品的需求好转对中游产业链的传导。

图3-4:出口交货值及主要工业产品的好转带动工业增加值触底回升



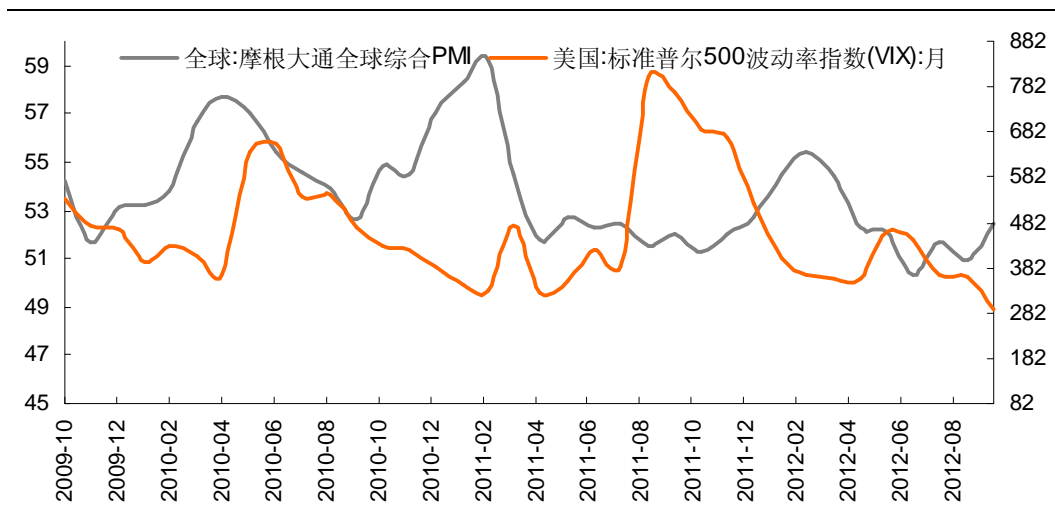
资料来源:wind、平安期货研究所

附注: 除铁路货运、周转量、固定资产投资、交运仓储邮政为累计同比外, 其余均为当月同比

3、全球制造业 9 月加速扩张，市场风险情绪创三年新低

IMF 在最新一期的经济展望中指出全球经济在未来 2-3 个季度有望走出阶段性调整底部区间，温和复苏，其中美国经济将引领发达经济体复苏，欧洲经济衰退底部探明，未来衰退幅度会逐步缩减，中巴经济将引领新兴经济体复苏。全球制造业在经历两个季度的下滑后，9 月加速扩张，同时反映金融市场风险情绪指数的 VIX 指标创三年新低。

图3-5:全球制造业PMI9月加速扩张，市场风险情绪继续下降，创近三年低位



资料来源:wind、平安期货研究所

展望未来，欧债受 ESM 和 OMT 刺激系统性风险基本排除。短期来看，如果西班牙持续不接受救援而又无法拿出令市场信服的经济改革方案，同时希腊政府面临破产风险，届时欧债可能短期对持续造成短暂冲击对美国经济的基准假设情形分别是奥巴马会继续连任，美国财政悬崖风险会得以解决，至少是短期、局部解决。不过由于奥巴马政府可能并不能够完全控制参众两院，如去年提高债务上限前的谈判可能再次重现，届时可能会给市场带来不确定冲击。

二、货币回暖：流动性维持宽松局面

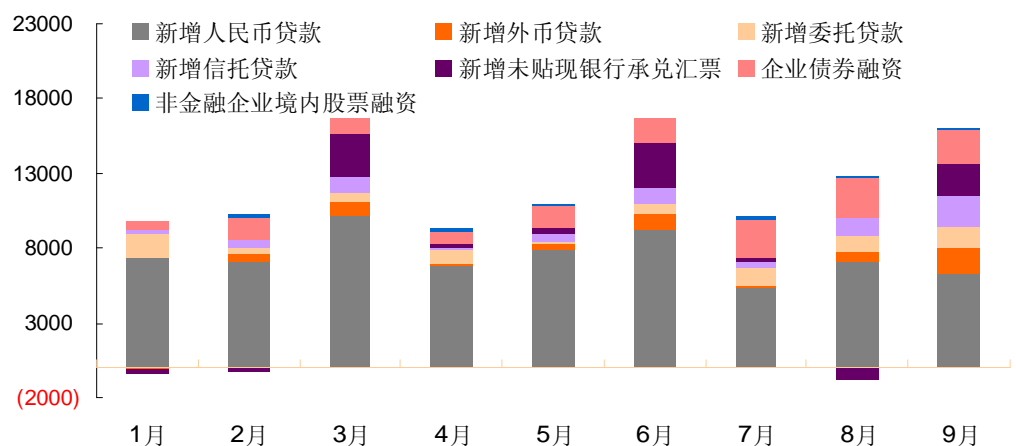
1、关注社会融资总量，财政政策仍有积极空间

1) 社会融资总量三季度强劲增长，融资结构变化明显

尽管 9 月新增贷款规模不及市场预期，但社会融资总量仍较上月大幅增长超过 4000 亿元至 1.65 万亿，且新增贷款中中长期规模占比持续好转。我们认为近年来市场融资结构在逐步改善，尤其是在今年信贷绝对规模受限及鼓励直接融资发展的政策支持下，9 月新增信贷占社会融资比重大幅下降至 38%，其中新增信托贷款规模和企业债融资接近历史高位。在股市融资受限、银行资产质量承压而惜贷的情况下，我们认为未来一段时间信托贷款和债券融资规模有望继续维持在较高水平。

社会融资规模的明显扩张导致衡量全社会流动性的票据贴现利率在二季度回升后，三季度重新下降，刺激银行承兑票据规模，同时有助于降低企业财务成本，改善企业宏观盈利环境。

图3-6: 社会融资总量三季度强劲增长，融资结构变化明显，银行新增信贷因素继续弱化



资料来源:wind、平安期货研究所

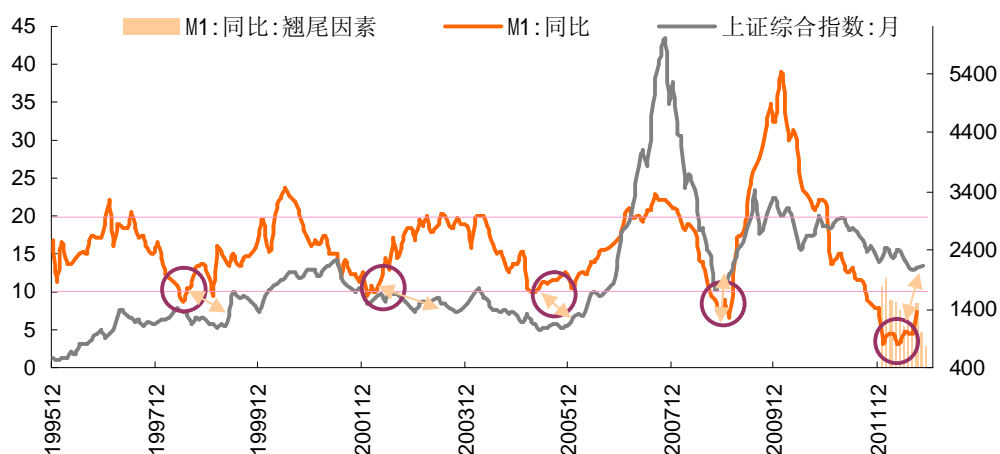
2) 货币活性增强，M1 有望继续走强至明年 2 季度

9 月 M1 增速创今年以来新高，M2-M1 剪刀差也降至年内低位。我们在《定础之年，绝处求生》中指出三季度 M1 有望触底反弹，目前货币增速符合预期。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。

我们认为 M1 阶段性底部确立后有望迎来一波反弹趋势。从 M1 的历史情况表现来看，M1 上升周期通常会持续 12-24 个月，尽管由于货币增速中长期增长中枢下移，M1 未来高度有限。但本轮 M1 反弹趋势仍很大概率至少会持续至明年 2 季度，股指在此期间也可能维持相对偏强格局。

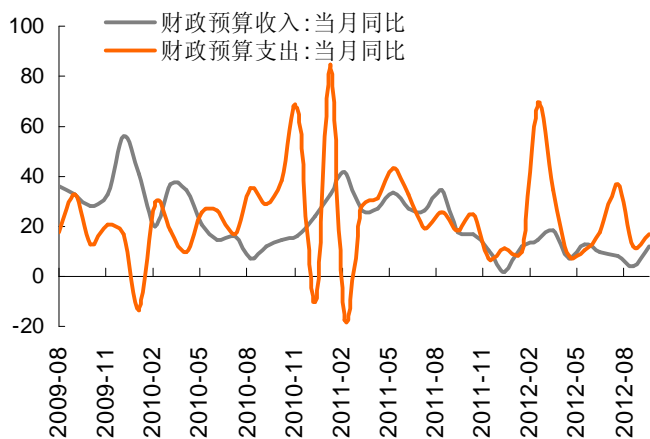
图3-7: M1增速的阶段底部先行于上证指数的阶段底部，目前已探底回升



资料来源:wind、平安期货研究所

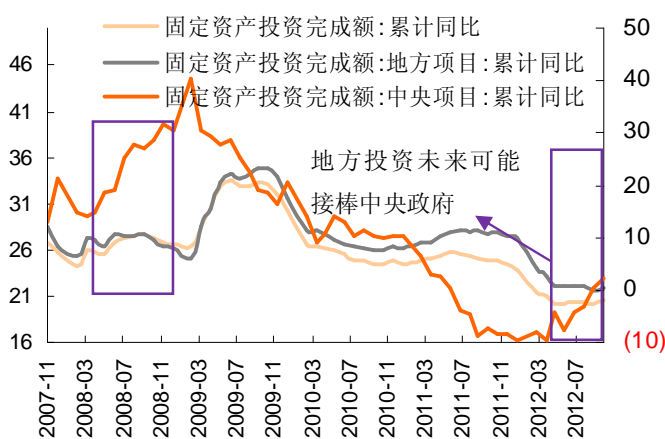
3) 四季度财政扩张效应将会更加明显

图3-8: 9月财政收支均明显回升



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-9: 地方财政资金情况缓解将会带动地方投资扩张

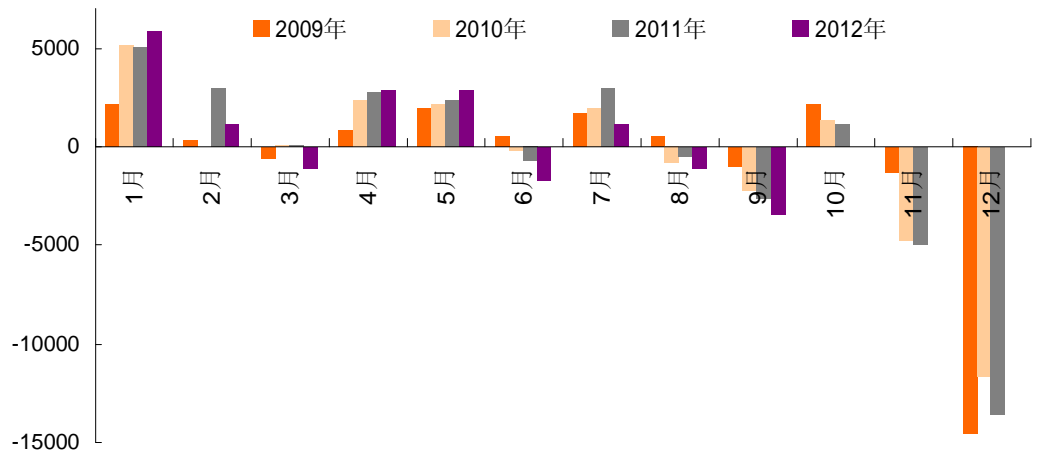


9月财政收入增速较8月大幅提高，同时地方政府财政状况略有好转。9月增值税增速环比增长接近 20%，反映工业活动的增长及经济企稳回升的局面。9月财政支出亦同步扩张。土地市场的回暖导致地方财政恶化形势略有好转，土地出让金降幅进一步缩小，考虑到近期土地溢价继续回升及开发商增加拿地力度，我们预计未来地方政府

财政收入可能继续改善，这将推动地方投资顺利接棒中央政府投资，使得短期通过投资稳定经济的局面更加明朗，但也可能加重地方政府中期债务负担。

四季度财政支出空间较大，财政政策扩张效应将更加明显。9月财政赤字3400亿元，前三季度累计财政盈余约6500亿元，今年预算财政赤字8000亿元，四季度财政支出至少将会超过1.5万亿，中金预计该数据可能超过1.9万亿，财政政策扩张效应将更加明显，同时将改善四季度银行间市场流动性，进一步改善社会融资环境。

图3-10: 当月财政赤字具有明显季节性，四季度后期财政支出将会显著增长，月度财政赤字大幅扩张

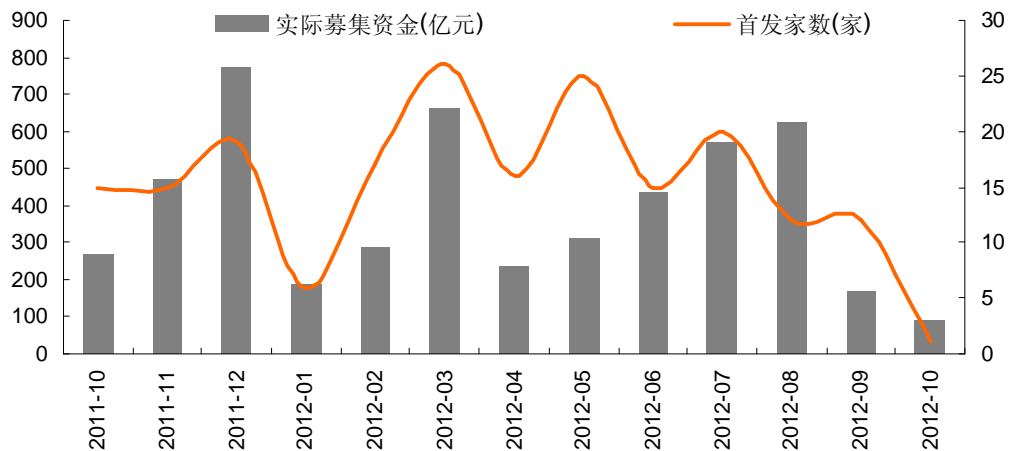


资料来源:wind、平安期货研究所

2、四季度市场扩容压力减轻

在年中策略中，我们曾经指出市场的扩容是制约指数上行的最大利空。目前行情始终难以启动的主要原因在于缺乏新增资金入市，市场成交量难以有效、持续放大。四季度市场扩容压力减轻及新增资金入市可能改善市场活跃度。

图3-11: 股指低迷导致近期市场融资额大幅减少



资料来源:wind、平安期货研究所

此外，监管层一直在积极推动国内外机构投资者入市，部分蓝筹的回报已经在大类资产中具有相对吸引力，尽管这一过程漫长，但市场新增资金改善的方向并未变。

3、房价与通胀暂时不会对货币政策造成干扰

尽管房价和通胀有温和反弹趋势，特别是受前期销售强劲支撑的一线城市房价已经环比连续 5 个月正增长，但我们认为目前局面尚不足以给偏宽松的货币政策带来负面干扰，但这一风险可能性在上升。

10 月份房地产销量明显萎缩，我们预计本轮楼市调整期间的成交量黄金时期是今年前三个季度，已经成为历史。据地产经纪商反映，第三季度的楼盘供给方主要为持有物业已经满 5 年的业主，一方面持有成本比较低，另外一方面也避免高昂交易税产生。而目前供给方主要为上轮楼市调整后的接货者，持续成本较高，而且面临高额税收，在刚需阶段性释放后，供需双方陷入僵局。我们认为房价短期将陷入震荡，随着双方博弈加深、政策及资金链的压力，预计房价稳中趋降的概率较大。

在需求仍不足及货币总量受控的情况下，通胀不足以成为经济主要关注点。近期农产品价格的回落滞后效应将会在今年晚些时候体现，但值得忧虑的是非食品通胀压力较大，反映经济转型带来的整个社会成本中枢的上移，不过考虑到非食品通胀的相对稳健，不会大起大落，预计通胀在较长时间仍将保持在 3% 左右的安全区间。

图3-12: 商品房销售近期放缓, 制约未来房价涨幅

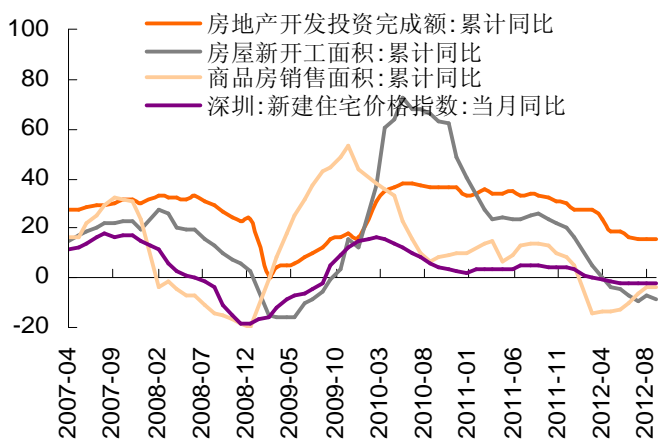
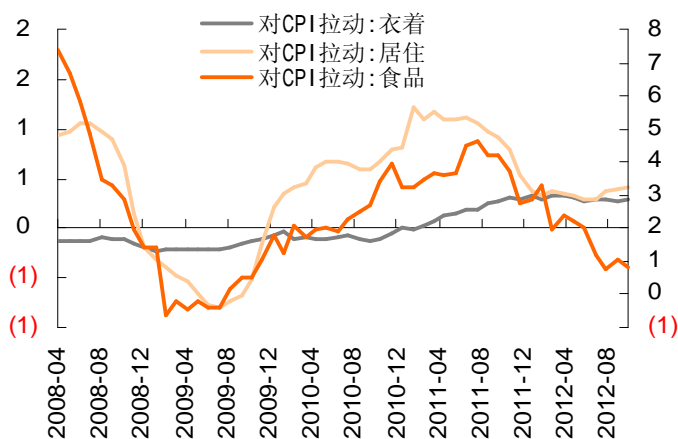


图3-13: 食品价格将持续拉低CPI, 即便回升, 幅度有限



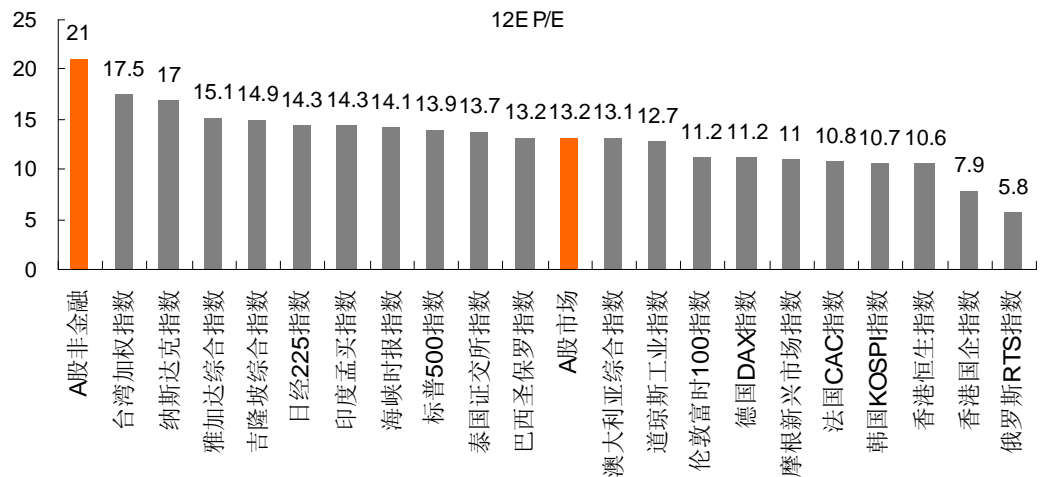
资料来源:wind、平安期货研究所

三、内在价值：盈利阶段性见底，缓解短期估值压力

1、估值横向对比：估值处于高位，仍有继续下滑空间

随着 A 股资本账户开放进一步推进，A 股估值与国际接轨是必然趋势。与国际主要股市相比，中国股市仍显得太贵。尽管 A 股整体市盈率处于国际中游水平，但如果剔除掉金融后 A 股估值明显变得更昂贵，12 年 P/E 超过 20 倍，是国际主要股指估值的 1.5 倍，也难怪在管理层批了诸多 QDII 后，外资仍保持相对谨慎。

图3-14:A股非金融估值仍明显高于国际主要市场



资料来源:bloomberg、平安期货研究所

借鉴韩国和台湾经验：未来可能经历指数上升，而估值不断下降的过程。但这个前提是企业盈利增长更加迅速，目前来看，我们认为传统板块难以达到这一条件，更可能的是经济转型升级方向链条上面的成长型行业。

因此，无论从A股与国际主要股指估值静态比较来看，还是从其他国家股市国际化经验来看，A股估值都将继续下滑。

图3-15:韩国股市在国际化进程中，估值向下，而指数向上



资料来源:wind、平安期货研究所

2、估值众向对比：估值低位稳定

1) 纵向对比：估值处于相对低位

从与历史对比来看，A股估值已经降低历史地位，目前A股静态市盈率为19.4倍，处于历史相对低位，中金非金融板块未来12个月滚动市盈率为14.7倍，具备相对吸引力。考虑到目前股指暴跌的可能性很低，政策维稳意图仍明显，我们认为估值可能在较长时间徘徊在上述区间，通过盈利好转来带动股指短期反弹。

图3-16: A股市盈率处于历史地位



图3-17: 市净率同样明显回落



资料来源:wind、平安期货研究所

2) 企业盈利见底, 未来有望改善

往前看, A 股估值是否具备相对吸引力的关键在于未来企业盈利情况, 如果明年企业盈利下调 20%, 那么中金 A 股未来 12 个月滚动 PE 将上升至 20.4 倍。短期来看, 在生产回升及 PPI 探底回升的情况下, 非金融企业主营业务收入有望恢复增长, 预计 8 月工业企业主营业务收入增长将是近期底部, 9 月将回升。从国企利润来看, 9 月国企利润降幅已经缩窄, 预计随后公布的工业企业利润亦有相同趋势。同时, 去年曾经对盈利产生比较大侵蚀的财务费用亦有明显回落, 缓解成本压力。如果经济回暖势头进一步确立, 预计四季度市场可能会上调对明年 A 股利润的一致预期。

图3-18: PPI环比同比

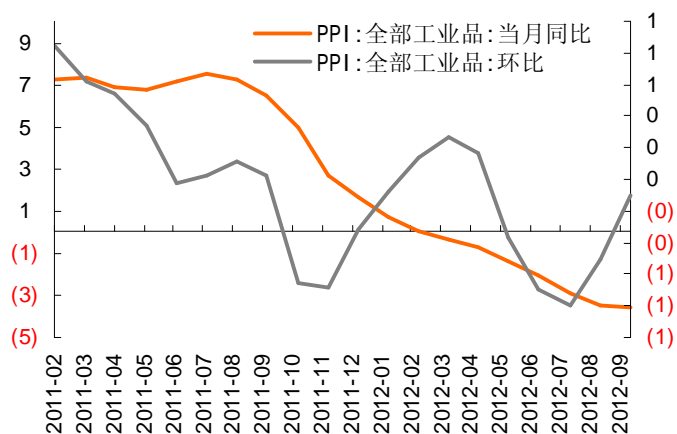
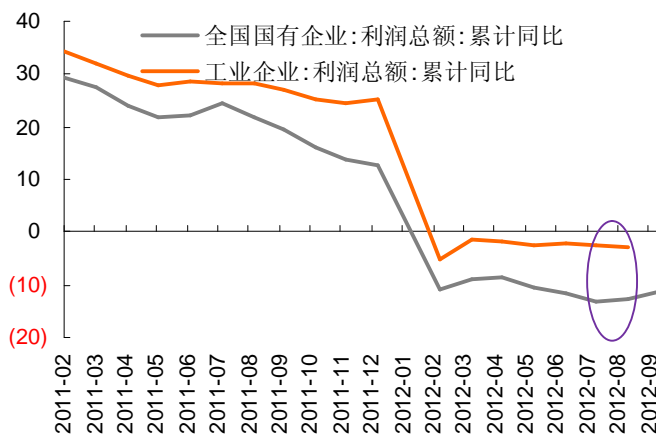


图3-19: 企业利润累计同比下降至0以下



资料来源:wind、平安期货研究所

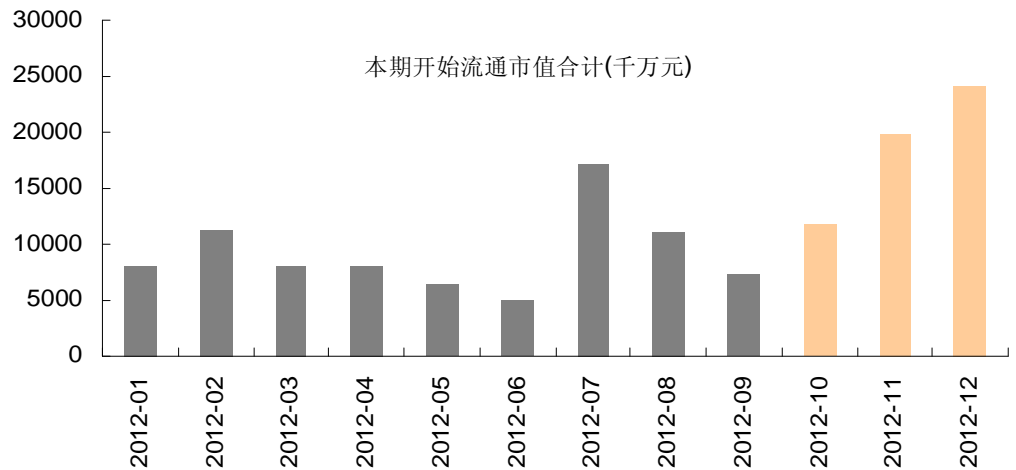
3) 四季度大规模解禁限售股将限制股指高度

在估值持续下滑之际及管理层鼓励上市公司回购股份, 宝钢终于打响回购第一枪, 给市场信心较大提振, 尽管我们认为宝钢增持的信号意义更强烈于实际意义, 因为相比大部分产业资本, 目前 A 股估值仍缺乏明显吸引力, 以 20 倍 PE 简单测算的长期回报仅 5%, 而且目前社会融资成本都在 5% 以上。但在市场交投相对低迷的背景下, 产业资

本抛售动力下降。在过去的两轮市场反弹中，分别是 2008 年和 2011 年底，产业资本一度出现增持高峰，预计市场在 2000 点区域同样会有一轮产业资本增持高峰出现。

从绝对量来看，四季度解禁限售大小非规模比较大，主要是创业板企业，这些大小非持有成本相当低，尽管目前估值已经大幅下滑，但相比其几乎零成本持仓，获利仍非常大，预计解禁限售将抑制未来指数高度。

图3-20:四季度市场解禁压力较大



资料来源:wind、平安期货研究所

4) 长期估值将与国际接轨，但短期受盈利好转支撑

尽管从长期来看，中国 A 股与国际主要市场估值接轨是必然趋势，特别是经济增长重心下滑将会显著拉低 A 股享受的成长溢价，但短期而言，在政策维稳意图比较明显的情况下，市场经历半年多的调整后，有望在经济复苏预期的推动下展开反弹，盈利的见底将会缓解估值压力。

献礼行情，蓄势待发

对影响市场的所有因素进行剖析后，更有意义的是找出各个因素作用于市场的节奏与影响力，这也是我们制定投资策略的必经之路。而从影响力来看，中国 2012 全年最大的事件莫过于十八大换届选举，这也是我们首要理顺的研判脉络。

一、献礼行情能否重演？

在 11 月 8 日将召开的中国共产党十八大上，将通过选举产生新一届中国共产党领导集体，奠定未来至少 5 年内的政治格局。新一届领导人确立后，2013-2017 年还将陆续召开约 6 次全会，依次对经济政策、政党建设、文化体制等领域做一系列重大决策，这又将决定未来 5 年政府的施政纲领，对中国经济、政治、社会产生重大影响。

政治周期不仅决定经济周期，也在一定程度上对股指的走势产生重大影响。我们回溯同样是换届选举的十四大（92 年）与十六大（02 年）时会议召开前后的上证指数表现，发现一个较为明显的先抑后扬特征。即：在会议召开前的一个季度前，上证指数一般表现为下跌，而在会议召开之后的半年内，上证指数一般表现为上涨收复原来失地。从涨跌背后的动因看，A 股往往因会议召开前的政治经济不确定性被拖累下跌，而在政治格局及经济纲领明确后，相关的政策利好将推动 A 股逐渐具备上升动力。

图4-1:中国共产党近几届全国代表大会前后行情对比（先抑后扬特征明显）



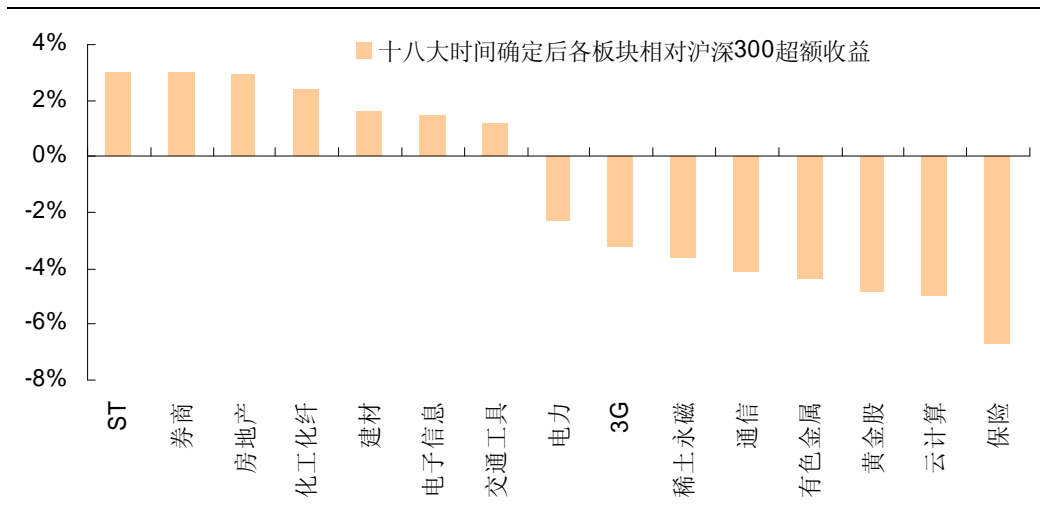
资料来源:wind、平安期货研究所

通过对比前两次代表大会的行情还能得到这样的结论，市场的炒作往往分为两部

分，一部分是预热炒作期，一部分是政策推动期。在预热炒作期中，因一切还不明朗，市场处于下跌趋势中，资金的观望情绪较浓，真正的上升波段在相关政策红利颁布后才拉开序幕。回顾9月至10月初，市场虽然不乏局部的反弹动能，但难有大规模的行情启动，也正符合预热炒作期的特征。

更进一步地，我们深入分析十八大时间窗口确定之后的板块表现，从中也能看出市场对于十八大的政策期待侧重在哪一些领域。从板块表现来看，重组预期强烈的ST板块，与市场风向标券商板块，以及房地产复苏预期下的房地产与建材板块获得市场青睐，而前期曾受QE3推动的资源板块跌幅最大。这亦说明，市场抱有房地产及A股市场在十八大期间将获得相关政策红利的期待。从而我们能找到一个四季度的核心研判点：即观察证券及房地产市场是否有特别的政策出炉，从而带动大盘走出一轮置之死地而后生的反攻。如若政策面依然平淡，则场外资金恐将继续失望，届时市场则仍陷于沼泽无法自拔。

图4-2:十八大时间确定后，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

二、基础初定，重心上移

不过，退一步讲，即使政府将政策性的利好压而不发，继续用时间换取经济、市场动力的逐渐修复，A股在当前的估值水平下，整体下跌空间已极为有限。并且货币投放已从低谷走出，在外围经济复苏的帮助下，国内经济下行势头也有所趋缓。以上证指数今年年初的起点2134与我们撰文当日2132的点位对比来看，今年已有望遏制住连续2年年K线收中阴的颓势，我们将今年定义为“定础之年”的研判也有望成立。

综合四季度的全球重大事件的时间窗口来看，外围在QE3及欧洲央行购债计划持续性的支撑下，大幅利空的事件出现的概率较小，在11、12月，美国两党在财政悬崖问题上可能达成妥协以及欧元区经济有望蒙混过关等因素有助于降低A股市场面临的外部冲击。而国内随着政治及政策因素逐渐明朗、QE3带来的海外资金持续流入、以及投资者布局2013年经济温和复苏等因素的推动，我们相信在四季度的A股有望实现重心上移。

图4-3:MSCI世界股票指数的整体走势及驱动主因



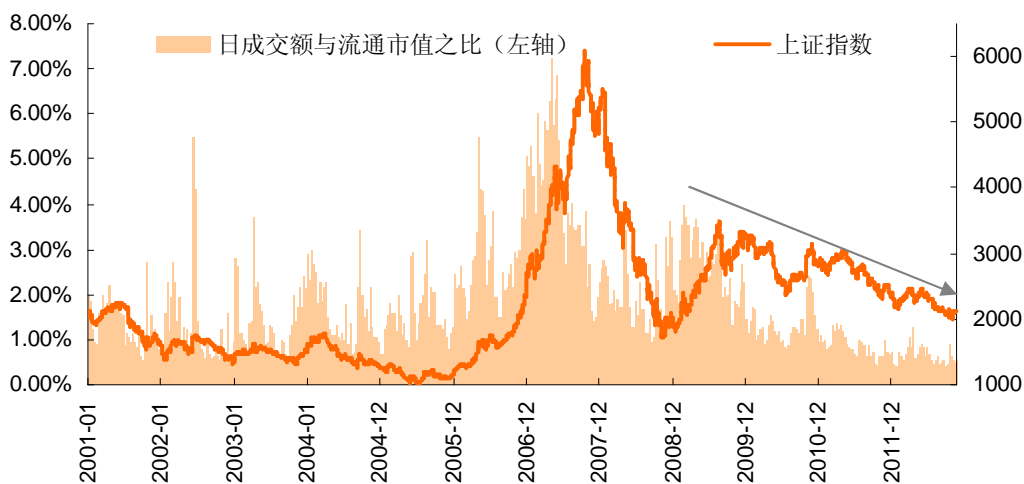
图4-4:上证虽然一路走弱，但每次反弹皆与全球的上涨节奏共振



资料来源:wind、平安期货研究所

从涨跌节奏看，A股虽然熊冠全球，但与全球股指走势存在一定程度的共振，不同的是外围上涨幅度较大且时间较长而A股上涨幅度较小且时间较短。本轮QE3推动全球股指上行，使得上证在四季度也存在一定的补涨空间，这或与海外资金变得充裕后流入国内有关。从新增外汇占款余额也可见热钱已在9月开始流入，未来可继续跟踪这一指标。从交易的空间点位上，我们预计上证指数在四季度将大致往返于2000-2300的震荡区间，对应股指期货IF指数大致是2200-2500，价格重心有逐步上移的可能性。

图4-5:风险提示：在巨大的市值面前，当前的资金强度如同杯水车薪，难以撬动行情



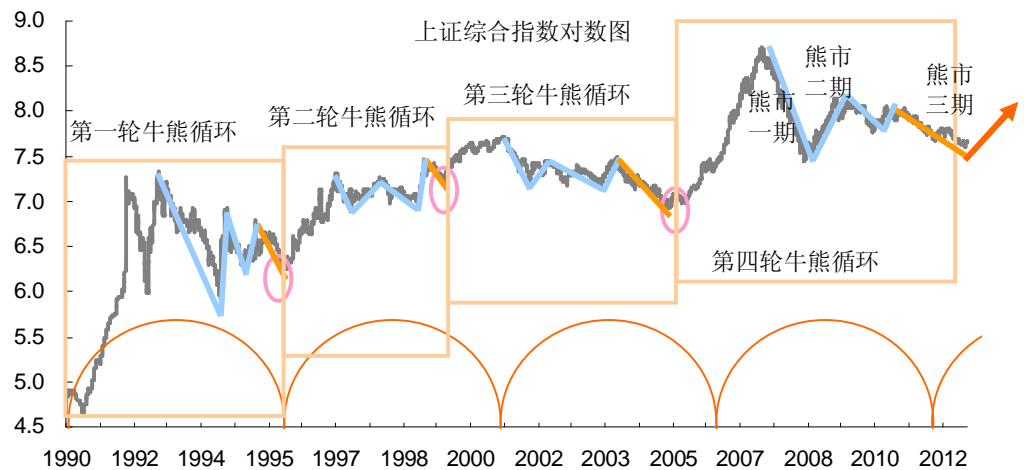
资料来源:平安期货研究所

那么，对四季度“重心上移”判断的风险何在？经过我们在前面综合分析，四季度大规模的解禁供给与新增IPO是最可能引爆的风险点。由于市值越来越大，同等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%，而今年年初的春季行情仅有1%的占比，且到目前已经萎缩至不足0.4%的地步。一方面是A股继续扩容，一方面是

成交额日渐走低，在市场制度不进行变革的前提下，当前的资金强度如同杯水车薪，难以撬动行情。基于此，我们有必要再次对投资者进行提示，需先等待政策红利的放出，才是入场的机会。黎明前的黑暗到底有多长，毕竟难以预料。

三、大图景：牛熊循环叠加全球衰退，导致熊市漫长

图4-6:本轮牛熊循环叠加全球衰退，使得熊市三期的走势格外漫长



资料来源: wind、平安期货研究所

从短期来看，眼前阴霾重重，曙光似有似无。不过如果纵览中国经济及股市的远期图景，我们还是保持一贯的乐观与希冀。根据我们的一贯观察，股指从上市以来，大约5年为一个牛熊周期循环的运行规律已出现了四轮，第四轮末期由于叠加全球的衰退周期，加之外围宽松倒逼国内通胀，也使得本轮熊市格外漫长，甚至比01-04年的超级熊市更加惨淡。不过，由于中国货币政策已探底回升，市场估值与经济环境也正在筑底，且中国换届的展开更赋予了经济政治体制的改革动力，使得第五轮牛熊循环有望在年内得以确立根基。

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飞萧条的尾声阶段，虽然经济增速下降，但如果经济可以转型顺利，接下来将迎来增速更低但质量更高的工业化成熟时期，这个阶段往往是资本市场最为辉煌的一页。“牛市横跨秋季”的战略机遇将考验决策层的智慧，我们不妨观其行后再蓄机发力。

图 表

图 1-1:全球三季度全球股指大涨, 上证指数则逆势熊冠全球	4
图 1-2:A 股三年来重心一路下移	5
图 2-1:中国经济的历次飞跃都经历了体制改革	6
图 2-2:中国经济遭遇的起飞萧条与日本一致	7
图 2-3:今年经济的调整超预期 (GDP)	7
图 2-4:中国货币泛滥程度 (M2/GDP) 仅次于日本	9
图 2-5:中国货币扩张速度远超已实施三轮量化宽松的美国	9
图 2-6:中国投资者的行为模式在几年间已经发生了翻天覆地的变化	10
图 2-7:2010 年后的刺激却对企业盈利无能为力	11
图 2-8:年内政府仍有一定的刺激空间	11
图 3-1:三季度 GDP 确认经济短周期底部, 季度环比数据强劲	13
图 3-2:生产扩张、库存下降反映企业处于被动去库存阶段	13
图 3-3:随着工业产品价格企稳, 本轮去库存有望在四季度结束	13
图 3-4:出口交货值及主要工业产品的好转带动工业增加值触底回升	14
图 3-5:全球制造业 PMI9 月加速扩张, 市场风险情绪继续下降, 创近三年低位	14
图 3-6:社会融资总量三季度强劲增长, 融资结构变化明显	15
图 3-7:M1 增速的阶段底部先行于上证指数的阶段底部, 目前已探底回升	16
图 3-8:9 月财政收支均明显回升	16
图 3-9:地方财政资金情况缓解将会带动地方投资扩张	16
图 3-10:当月财政赤字具有明显季节性, 月度财政赤字大幅扩张	17
图 3-11:股指低迷导致近期市场融资额大幅减少	17
图 3-12:商品房销售近期放缓, 制约未来房价涨幅	18
图 3-13:食品价格将持续拉低 CPI, 即便回升, 幅度有限	18
图 3-14:A 股非金融估值仍明显高于国际主要市场	19
图 3-15:韩国股市在国际化进程中, 估值向下, 而指数向上	19
图 3-16:A 股市盈率处于历史地位	20
图 3-17:市净率同样明显回落	20
图 3-18:PPI 环比同比	20

图 3-19:企业利润累计同比下降至 0 以下	20
图 3-20:四季度市场解禁压力较大	21
图 4-1:中国共产党近几届全国代表大会前后行情对比（先抑后扬特征明显）	22
图 4-2:十八大时间确定后，显著领涨大盘的板块与显著领跌大盘的板块对比	23
图 4-3:MSCI 世界股票指数的整体走势及驱动主因	24
图 4-4:上证虽然一路走弱，但每次反弹皆与全球的上涨节奏共振	24
图 4-5:在巨大的市值面前，当前的资金强度如同杯水车薪，难以撬动行情	24
图 4-6:本轮牛熊循环叠加全球衰退，使得熊市三期的走势格外漫长	25
表 2-1: 地方政府制定的计划大多没有落实	9

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>