



席卫东

股指期货分析师

从业资格证： F0249000

☎ 025-84787995

✉ xwdnj@163.com

🌐 www.neweraqh.com.cn

南京航空航天大学博士，10 余年股市操作经验。历经港股上市和 A 股借壳上市工作，曾与境内外投行、律师事务所、会计师事务所一起工作。有从事 PE 研究和工作的经验。

四季度可能触底反转

内容提要：

2012 年前三个季度，期指经历过震荡上涨，后面又经历了深幅下跌，不断创出新低。

对 2012 年四季度行情，从技术分析来看，有继续下跌的趋势，但也存在随时反弹的技术要求。

从基本面来看，目前 A 股市场估值处于历史底部区域，货币政策趋于适度宽松，各类资金已经流向或可能流向给市场奠定了可能上涨的条件。

房地产调控使投机资金可能部分流向股市。GDP 预期回落引起担忧，政策实质已经由紧缩转向适度宽松，不管是财政收入还是社会消费支出，都呈现出继续上涨的态势，说明经济还是处于上升期。预示着未来期指出现上涨的概率较大。

市场主流信号偏多：存款准备金率开始进入下调周期，经济预期问题使未来政策不再偏空，美国 EQ3 量化宽松政策等等，A 股相对于其它市场背离严重，未来可能存在修正。

18 大后股指存在反转机会。

关键字：期指 汇率 货币政策 利率

2012年三季度即将过去，三季度一改上半年对于多头较为乐观的走势，不断下行，连创新低，尽管政策面、消息面均偏多：降息、存款准备金连续下调且仍有下调预期、地产调控政策保持有利于对股市资金支持、国际板虽有干扰但被宣布暂无时间表、养老资金入市、巨额轨道交通规划、外围市场不断创新高等利多一直不断，然而利空因素也困扰A股：融资再融资不断且证监会否认股市下跌与融资有关、新三板设立、经济下行、钓鱼岛危机等等。A股去年沦为主要市场排名倒数，今年再次与国际市场严重背离，在外围创新高之时，股指不断创新低，但处于历史上估值区域低位的A股后市可能在18大之后出现反转向上。本文将通过对2012年前三季度行情的回顾来逐步分析2012年四季度可能的走势。

第一部分 2012年前三季度回顾和未来展望

2012年前三季度，300期指先是震荡走高，后是不断下跌创新低。与此同时，外围主要股市却是连创多年新高，期指之所以保持独立而又与外围严重背离的走势，其原因主要在于以下几个方面：

一是政策面利好不断，管理层积极托市。高企的存款准备金的不断下调，从而表示从紧的货币政策结束；降息也在多年之后开始连续出现；养老金入市等预期推动各类资金入市，甚至韩国资金都在积极介入A股，还有金融改革等多种刺激市场的政策；最重要的是国家批准了上万亿的轨道交通规划将对经济产生刺激作用。这些都在政策面、资金面上给予A股希望。通货膨胀去年7月份以后开始下降，国家统计局发布数据显示，到今年8月份，全国居民消费价格总水平同比上涨**2.0%**，环比增长**0.6%**，CPI涨幅不断震荡走低，同时外汇占款也在降低表明下调存款准备金的预期仍在。正是这些政策利好存在，才使股指今年有过上涨的波段和过程，同时这些也奠定了未来出现上涨行情的基础。

二是对房地产的调控仍继续保持高压，房地产税的试点范围扩大和最终全面实施将继续促使房价继续回落，每当市场上存在房地产放松调控的声音，政府部门都立刻给予否定。这将使原来炒作房地产的资金被迫挤出，其中必有资金流向股市。

三是油价在过去中东的动荡局势中高企时，对中国的经济和政策产生不利影响，使中国股市出现震荡下跌，但5、6月份原油价格的大幅回落再次使经济发展成本降低，期间股市也有一个反弹的过程。近来原油反弹到了一定高度后有再次回落的迹象，这有利于股指将来再次阶段

性走出低谷。

四是今年来国际市场主要国家和地区股市不断震荡走强，美股连创新高，但 A 股虽然也有反弹过程，但三季度却连创新低。一来说明 A 股的背离走势根源在于国内尚未解决的矛盾，二来说明矛盾将来终有解决的一天，那时背离的走势将快速纠偏。

五是人民币兑美元升值屡创新高，美国推出 EQ3 后，大印美元将促使人民币对美元仍将再创新高。对应人民币升值应该是股市走牛，但升值时间已经很久，牛市却没有出现，牛市可能在国内金融市场重要问题解决以后才会出现。

六是国际版推出暂无时间表的表态使市场暂无对国际版的担忧，但将国际版列入 5 年规划，仍将使市场处于长期的担忧之下。

七是钓鱼岛危及使九月份本已经很孱弱的 A 股市场再添新压力，最近和未来的市场将受这一危及发展的影响出现波动。

前九个月使期指最终连创新低的原因可以分为外因和内因，但主要在内因。

外因曾经有欧债危机、中东局势、日、菲等挑起对我国岛屿争端等。但好在 2008 年和 2011 年外部发生金融危机和欧债危机的时候，国内因通胀采取的是紧缩的货币政策，而现在则是货币政策在放松，国内的宏观政策周期已进入上行，所以这次外部经济因素影响并不是很大。

而内因方面有经济下行压力，各种国内矛盾，但最主要的内因是 IPO 密度较大，融资再融资使 A 股不断失血，解禁套现又再压 A 股，新三板等各种市场的设立以及新的交易品种的设立又进一步分流资金。如今 700 多家新股在等待排队上市，圈钱之风盛行，证监会又始终不肯暂停新股发行且不承认 A 股下跌与融资有关，资本市场制度缺陷以及重融资轻投资的习惯，这些都使市场对未来预期更加悲观，以至于在众多其它利好的作用下股指仍迭创新低。

上半年期指曾震荡走高，但后来尤其是三季度的下跌将上涨成果全部抹杀。最后一个季度的走势前期恐仍难乐观，但 18 大可能会成为一个转折，国内在政策面的实质性利多可能出现在 18 大后，期指估计之后会出现转折，至少出现修复性上涨行情的可能性是存在的。

第二部分 2012 年四季度行情预判

对于 2012 年最后一个季度的行情，本文从下面几个方面论证四季度可能出现探底回升行情。

一、技术分析

沪深 300 指数已经走了 5 年的震荡下跌行情，尤其是去年一年基本处于下跌中，今年上半年走了两波小幅上涨行情，但经过后来更深的下跌，目前处于一个大的下降通道的底部区域，从趋势上看，下跌仍在进行，但由于连续下跌，技术指标已经低位钝化，也随时可能出现反弹来修复指标。

图 1 沪深 300k 线图



资料来源：投资家行情软件

二、基本面分析

(一) 估值分析

最近沪市 A 股平均市盈率为 10 倍多，深市 20 倍多，在 A 股历史上，最低 12 倍多，从估值看目前低于以往相对安全的历史底部区域。

(二) 通胀回落对股市及期指的影响分析

2011 年 7 月份以来 CPI 开始回落，到 2012 年 8 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 2.0%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 1.8%；食品价格上涨 3.4%，非食品价格上涨 1.4%；消费品价格上涨 2.1%，服务项目价格上涨 2.0%。1-8 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期

上涨 2.9%。

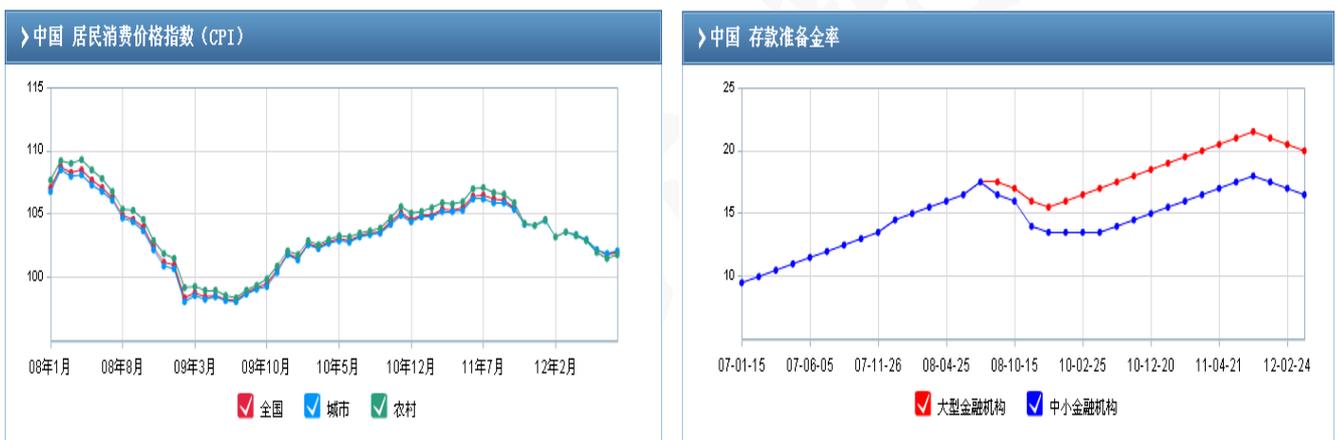
CPI 经过连续回落，通胀下行周期已经很明显，相应货币信贷也将回升。

尽管油价及食品物价在 CPI 回落过程中曾经高企，但后来油价和食品价格都出现过较大回落，且工业品价格走低往往会带动 CPI 持续走低，历史上的规律也是不管 CPI 走高还是走低，往往会持续一个周期，参见图 2，CPI 的走低预期着存款准备金率可能继续下调。

上半年国际大宗商品价格下跌，这将促成中国制造业成本压力大减。

下半年 CPI 已经回落至 3% 以下，历史上，当 CPI 回落至 3% 以下后，信贷和货币增长将进入上行周期，流动性松动将从银行体系以内向实体经济拓展，资产价格和经济增长将回暖。这样为将来股指上涨奠定了货币基础。

图 2 CPI 和存款准备金调整走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

目前存款准备金率已经进入下调周期，GDP 的预期也下调至 7.5%，领导人的讲话中已经透露出政策调整的信号，未来存款准备金继续下调预期依然很强烈，这将使股市得以喘息。由于降低存款准备金率直接有利于银行等金融股，间接有利于地产股和其它板块，A 股中金融板块又是权重最大的板块，在降准周期中，会持续对金融等绩优蓝筹板块有刺激上涨作用，因而期指具备了出现一个上升期的条件，未来期指可能会因资金流进大于流出而震荡上扬。资金流出目前主要是由于国家持续大规模 IPO 以及开设其它市场造成。

(三) 人民币走势预期对 2012 四季度期指行情的影响

2012 年 9 月 21 日，银行间外汇市场美元人民币汇率的中间价为：1 美元兑人民币 6.3426

元。

受美国量化宽松政策（QE3）影响，近月来备受贬值压力的人民币出现回升态势。9 月 20 日，人民币兑美元亚市盘中一度突破 6.30 关口，触及 5 个多月来高点。业内人士认为，受美元“兑水”影响，人民币短期内或将重返升值通道。不过，鉴于短期人民币升幅过猛，市场预计其续升幅度仍然有限。人民币长期的升值趋势未改变。升值预期存在，那么就有热钱流入的可能，也就有估值走高的可能。

图 3 美元对人民币走势图



资料来源：投资家行情软件

图 4 国家黄金和外汇储备走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

从图 3 和图 4 可以看出，我国的外汇储备和人民币升值依然是同步的，反映出外资随着人民币升值持续流入，虽然有阶段性流出，但总体流入的趋势仍将保持，这些外资最终是要撬动股市等资本市场，在人民币升值结束前，指数一般会出现上升行情。

人民币升值会打击中国的实体经济，但是会对虚拟经济有利，会有大量国际热钱因人民币升值预期而涌入中国，国际资金总是偏好流向币值有升值潜力的地区，过去我国台湾与日本股市都曾在货币升值的背景下造就资金面推动股市的大行情。此外，国际资金的流动还与升值预期水平有关，预期的提升会吸引更多的海外资金进入中国，为金融系统带来充足的流动性，股市会受到追捧，由于楼市在高位，此时又受政策调控，因此股市将会更多受益。人民币升值利好金融、地产，金融、地产板块的权重作用会提振期指。所以人民币升值预期会推动期指上涨。所以从人民币升值的情况看，期指上升的基础也存在。

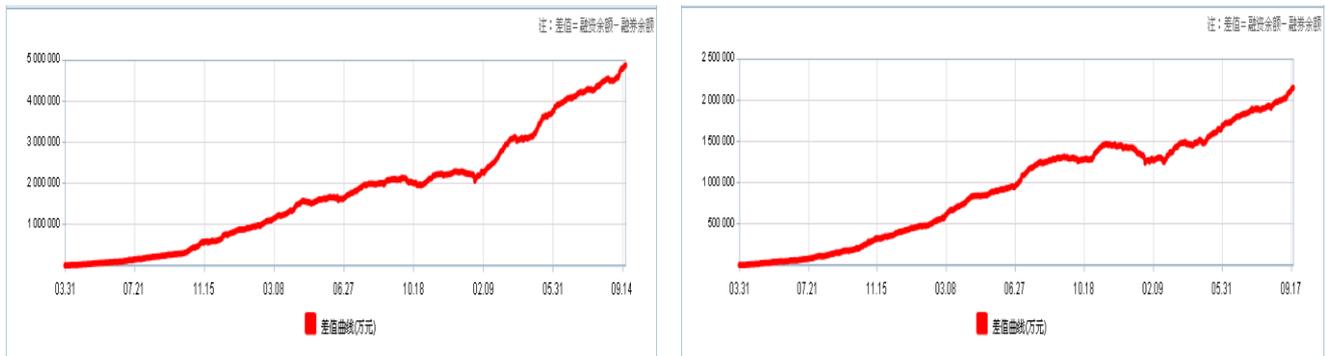
（四）美元因素对 2012 年四季度行情的影响

美元大幅回落，大宗商品上涨，外围股市获得了进一步上涨的理由，而 A 股市场还在下跌，

A 股的这种背离也违背了常规。

（五）资金动向对 2012 年四季度行情的影响

图 5 沪市和深市融资余额与融券余额差值图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

从图 5 中可以看出两市融资余额与融券余额差值不断走高，表明融资买入积极性不断提高，也说明资金进场买入量在增加。

存款准备金率下调，将释放流动性，这对 A 股是最主要的资金支持。逆回购也增加了资金的投放。

2012 年 5 月份以来，银行间中长端的利率开始明显回落，这意味着资金紧张局面的缓解已从短期资金扩散至中长期资金，从去年第一次降准到今年 7 月份出现了几年来第 2 次降息，表明流动性局面在逐步改观，估值底部也得到确认。

2011 年保险、基金开始增仓 A 股，今年养老资金也已经确定入市。甚至韩国资金也申请投资 A 股。QFII 的额度一再增加。

今年，多家具有全国社保基金管理资格的基金公司地设计新的投资组合方案，内容包括权益类和固定收益类。而这两类资产均为交易类资产。值得注意的是，社保基金此番行动并非向原有组合追加资金，而是开新仓。有基金公司专户业务部门负责人称，社保基金此举意在丰富投资策略，分散风险。另一种可能是，随着广东千亿养老金委托社保基金理事会配置资金，不排除此次社保开设新的组合是为了容纳地方养老金。

从去年 2 季度开始，社保基金一路对股票投资组合加仓，根据 3 月 15 日社保基金理事会披露的 2011 年基金运营情况，社保基金投资股票的比例已经高达 32.39%，而 2011 年年底，社保

基金总规模为 8689 亿元，投资股票的资产为 2814 亿元。这一比例达到了历史峰值。因此一种解释认为，社保基金理事会在此时增加新的组合是投资策略的延续。根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，社保基金投资股票资产的比重最高为 40%，据此计算，社保基金仍有 661 亿元的资金可以入市。此外，社保基金还有源源不断的资金输入。仅 2011 年，社保基金就获得财政性净拨入资金 483 亿元。其中，中央财政预算拨款 150 亿元，彩票公益金拨入 172 亿元，国有股减转持收入 161 亿元。折算成可以投资股市的资金就是 193 亿元。

以上资金往往偏重于蓝筹股的投资，而蓝筹股多属权重股，一旦权重股拉升，指数将会出现较大幅度上涨。而管理层屡次力挺蓝筹股的投资价值，更反映出管理层提振 A 股信心的意愿。此前郭树清主席提及“蓝筹股已经显出罕见的投资价值”。上交所也连续召集基金、证券等机构负责人举行座谈会，要求机构投资蓝筹股。张育军甚至指出“市场存在巨大投资机会”。可见，监管层迫切希望稳定和提振市场信心。加上证监会修改规则鼓励大股东增持、加速 QFII 审批，以及关于印花税改革提上日程，都透露出管理层较为认可当前估值水平，鼓励长线投资的意图。对于 A 股而言，也有较为明显的正面影响。

今年证监会的通气会上，宣布松绑基金、加速 QFII 资金的进入以及研究养老金入市等多项改革措施——证监会在政策上的力度可谓空前。

以上种种均为股指未来上涨埋下了伏笔。

三、政策面分析

（一）货币紧缩政策转变为适度宽松

央行下调存准率后，银行间市场资金面逐步好转，分析认为，资金面宽松的趋势在未来将延续。

在内忧外困的情况下，2011 年 12 月初，央行终于开始下调存款准备金，尽管之前一直说货币政策没有改变以及进行微调。但事实已经证明货币政策已经向由紧缩逐步放松。

政策面的变化利于 A 股上行。由于经济回落速度略超此前预期，央行已经及时地在货币政策上做出调整，从此前的降低存款准备金率到 6 月的下调利率，我国已经基本进入到结构型宽松周期当中，市场对未来再次下调存准率仍有较强的预期，结合管理层批准诸多建设项目的举措，以及金融改革创新、上市公司分红等一系列政策来看，都为 A 股未来的向上运行创造了较

为良好的政策面环境，而这种不断叠加的政策红利效应也将构成市场强劲的支撑力量。

除了CPI走低之外，欧美经济问题、中国经济开始下滑等等都预示着存款准备金的下调已经具备持续性。进入存款准备金下调周期后，资金将逐步流入股市，股市上涨将吸引更多的资金回流股市，从而减少其它市场的投机资金数量，从而进一步降低通货膨胀，通货膨胀的降低，将使进一步下调存款准备金有了可能，如此便形成了一个良性循环。

虽说未来政策可能会有利于股市，但现在经济开始减速又是对市场的一个压制。所以未来市场的走势也将曲折。

（二）房地产调控效果对股指作用

图6 房价指数走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

经过不断的房地产调控，已经有所成效，不仅成交量大幅萎缩，房价也不断下降，后面虽有反弹，但压制力也很强。不同于早期房地产调控的无功而返，此次已经明显使各方看到了房价下调的压力及预期。尤其是，一旦有什么关于调控放松的言论，管理层就立刻予以辟谣，表明调控决不放松的决心。中央表态，释放“住房问题影响经济全局”及“必须解决”等政策信号，意义重大。今年，高层对房地产调控多次表态，要坚持房地产调控不动摇。温家宝总理讲：目前房价远未回调到合理价位。目前看房地产价格将继续回落，这样炒作房地产的资金将寻找新的出路，势必有部分资金会进入股市，期指也将获得推升力。

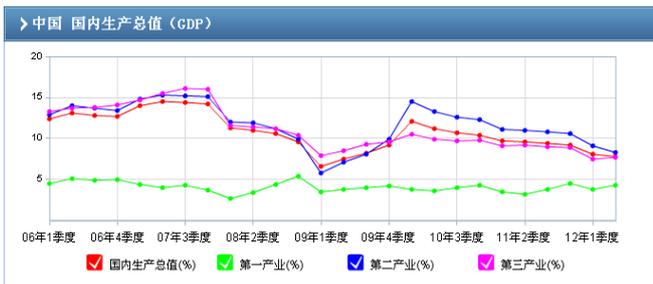
（三）宏观经济走势及影响

中国股市行情还不是预示宏观经济运行的有效先行指标，但宏观经济状况日益成为决定其

行情演变的基础。中国经济增长的动力源于工业化、城市化、国际化以及产业和消费结构升级。目前阶段从经济增长的驱动力来看，我国经济保持较快增长的前景并没有发生任何根本性的改变。

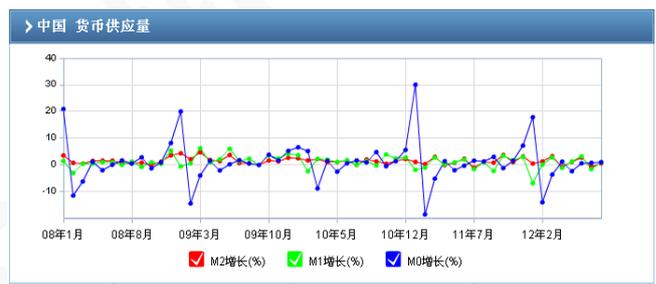
GDP 从 2010 年 2 季度开始回落，官方 PMI 已经连续回落，这与宏观调控有关，以降低发展速度来稳定物价，在发展与控制通货膨胀中寻找平衡。未来中央将 GDP 定为 7.5，对于这一预期目标的调整，温家宝解释说，主要是要与“十二五”规划目标逐步衔接，引导各方面把工作着力点放到加快转变经济发展方式、切实提高经济发展质量和效益上来，以利于实现更长时期、更高水平、更好质量发展。

图 7 GDP 走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

图 8 货币供应量走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

2010 年初至今总体货币投放呈现回落，实际上，尽管 2010 年已经开始实施货币逐步收紧政策，这也导致去年总体行情偏弱。今年货币政策实际转为适度宽松，股指逐步得到资金支持，资金的累积效应未来将使指数出现上升行情的概率逐步加大。

图 9 利率调整走势图

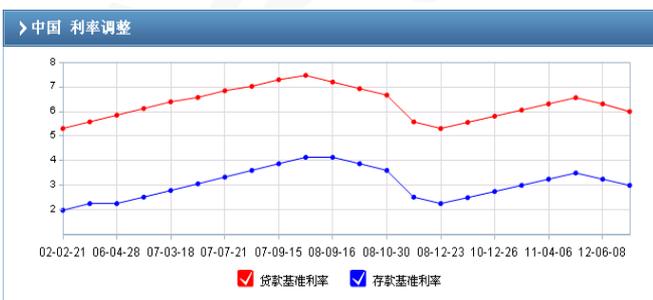


图 10 消费品零售总额走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

图 9 是利率调整图，从图中发现一个规律，那就是在 05 年至 07 年底是利率上调周期，恰

对应股市上涨周期，而 07 年底至 08 年底是利率下调周期，恰对应股市下跌周期。最近几个月又对应着利率的下降周期，对应时期内的股指也确实不断下跌，如果未来仍继续降息，股指走势可能就不会乐观，但外汇占款进一步降低后，可能采取的手段是下调存款准备金，而降息的空间已经有限，所以降息对股指的压制可能有限。

图 11 财政收入走势图

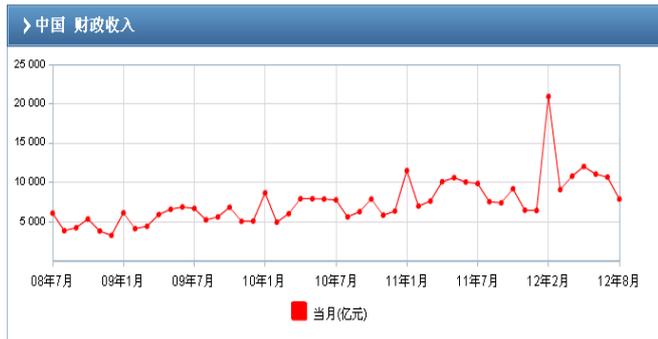
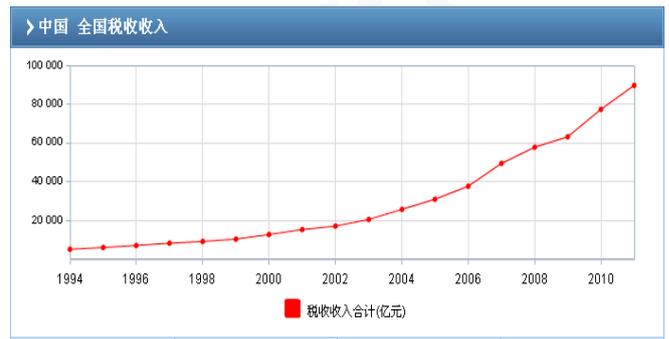


图 12 税收收入走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

从图 10 至图 12 可以看出，不管是社会消费支出、财政收入还是税收收入，都呈现出继续上涨的态势，说明经济还是处于上升期。在总的趋势未变的情况下，还不能过早下结论说经济开始走下坡路。但税收收入增加太快从一方面讲是对经济的制约，过多的社会财富被收走，将影响发展速度。如果未来能采取减税政策，那么对经济还有推动力。

图 13 采购经理人指数走势图

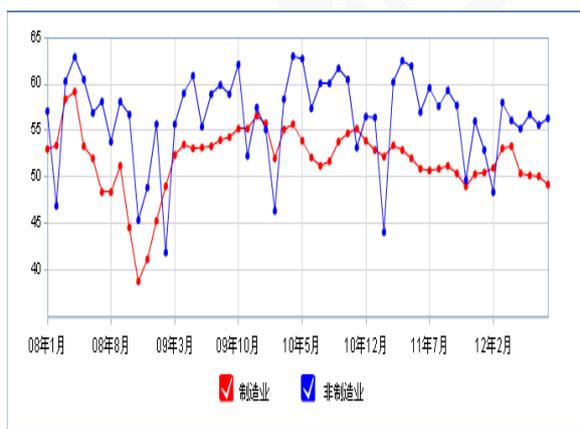
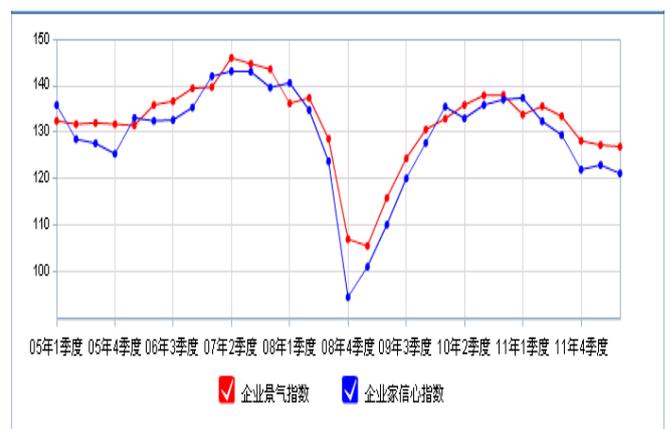


图 14 企业景气及企业家信心指数走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

从采购经理人指数和企业景气及企业家信心指数来看，目前都有往下的趋势，这种情况下一般不会出台压制经济的政策，但同时这两个数据相对还在安全区，所以中国的经济现在并不

危险，至少比欧美要强得多，这种情况下 A 股过去的走势显然已经是背离的，那么有修正的可能性，这样，就存在向上运行的可能性。

第三部分 总 结

综上所述，不论从技术分析，基本面分析还是政策面分析，2012 年四季度期指存在上涨的条件。尤其是 A 股对于政策较为敏感，而当前的政策基本为利多：收入增加、降税预期，房地产调控、存款准备金率下调、降息、多种资金入市等等。外围市场货币宽松，股指不断上涨，最终对 A 股有向上的牵引力。

实际上许多使 A 股股指上涨的因素过去就存在，且美国也推出 EQ3 来刺激经济，外围主要股指也不断走高，但为什么 A 股却是下跌创新低？究其原因，是国内市场融资无度、新市场、新品种不断快速设立加上减持套现导致资金流出 A 股市场量超过流入量。同时，由于制度缺陷也造成企业 IPO 包装造假不断，上市后业绩变脸，而监管部门也一直不采取有效措施改变现状。

对于以上问题，尽管市场意见很大，要求改变和暂停新股发行的呼声也很高，但监管部门却仍一意孤行，甚至否认融资与股市涨跌有关。监管部门之所以敢不顾市场和民意，分析其原因，常规状况下，不外乎两个原因：一是能左右监管部门的权力使然，二是利益使然，或者以上两点兼而有之。而且在当下腐败较为普遍的社会，IPO 过程恐怕也难以免俗。

当然也可以说为了企业发展提供资金支持才这样做，但是市场的低迷实际不利于长久、健康的融资，况且大比例超募导致资金无法有效配置，且造成整个中国市场缺乏资金的情况下出现资金浪费和不公。为什么融资这么急？这使人联想到 18 大换届。有可能换届后，一些能从 IPO 等融资市场获利的权力将进行交接，换届前是最后的机会。而以往常见的腐败现象往往是离任前是官员最为疯狂敛财的时候。而 18 大换届后可能新上任的官员为了取得民心、稳定社会、巩固政权会推出有利于市场发展的实质性有效政策，也暂缓一下疯狂圈钱的行为。所以 18 大之后可能是市场转折向上的机会。

特别声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

总部

电话：0516 - 83831105

传真：0516 - 83831100

地址：江苏省徐州市淮海东路153号

新纪元期货大厦（221005）

北京东四十条营业部

电话：010 - 84261653

传真：010 - 84261675

地址：北京市东城区东四十条68号

平安发展大厦4层403、407室（100027）

南京营业部

电话：025 - 84787997

传真：025 - 84787997

地址：南京市玄武区北门桥路10号

04栋3楼（210018）

广州营业部

电话：020 - 87750882

地址：广州市越秀区东风东路703号

粤剧院文化大楼11层（510080）

苏州营业部

电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

地址：苏州市苏州园区苏华路2号

国际大厦六层（215021）

常州营业部

电话：0519 - 88059972

传真：0519 - 88051000

地址：常州市武进区延政中路2号

世贸中心B栋2008-2009（213121）

杭州营业部

电话：0571 - 56282608

传真：0571 - 56282601

地址：杭州市上城区江城路889号

香榭商务大厦7-E（310009）

上海浦东南路营业部

电话：021 - 61017393

传真：021 - 61017396

地址：上海市浦东新区浦东南路

256号1905B室（200125）

重庆营业部

电话：023 - 67917658

传真：023 - 67901088

地址：重庆市江北区西环路8号B幢

8-2、8-3、8-3A号（400020）

无锡营业部

电话：0510 - 82827006

地址：无锡市南长区槐古豪庭15号

7楼（214000）