



张雷

股指分析师

从业资格证： F0264563

 0516-83831139

 zlkevintop@126.com

 www.neweraqh.com.cn

新纪元期货金融分析师，中国矿业大学数量经济学硕士研究生，主要从事股指期货和程序化交易研究。

宏观环境压制 难现单边行情

内容提要：

回顾 2011 年，股市低迷，股指期货运行于长达 8 个月之久的下行通道之中，弱势格局明显。

展望 2012 年，国内经济处于复苏调整阶段，GDP 增速先抑后扬，CPI 在 12 年 7-9 月份见低点概率较大。政策层面，稳增长成为宏观调控的重点任务，货币政策将以稳健之名行宽松之实。

国际情况不容乐观，2012 年美国经济增长虽不够强劲，但相对稳定；美联储推出 QE3 的概率较小。2012 年 1 季度末是欧债危机非常重要的时间节点，爆发危机的可能性很大，或拖累全球市场。

对于股市本身，通过市盈率估值的方法，预计 2012 年沪深 300 指数的估值范围最宽在 2121-4235 点，比较集中的是 2600-3300 点之间。政策托底和宏观经济状况的不稳定会限制股指的波动幅度。

考虑到 A 股市场自身运行的周期规律，其低点出现在 11、12 月的概率达到 50%；低点出现在明年一季度的概率在 68.4%，而 2012 年 1 季度之前见到本轮下跌低点的概率高达 78%。一旦反弹确立，至少可以达到 3000 点左右的位置。

2012 年股市难有大牛走势，全年宽幅震荡为主，上半年触底反弹、下半年震荡回落的概率较大。建议上半年在 2300-2500 一带寻低点布置中线多单，指数上涨到 2900-3100 附近出现头部迹象后中线多单逐步离场；下半年背靠 3100-3300 一带逢高布空或波段操作，回落到 2600 以下后逐步离场观望。

关键词：阶段性低点 中线多单 宏观疲弱 市盈率估值

第一部分 历史行情回顾

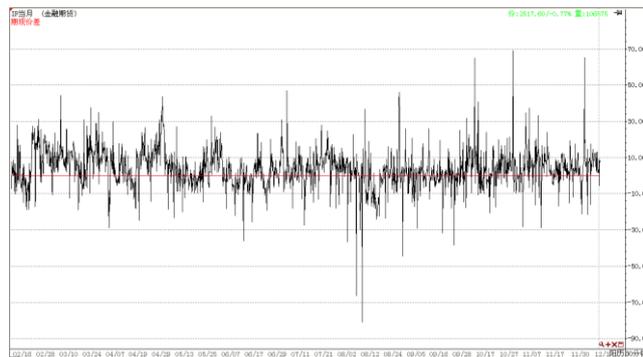
从 IF 指数的日 k 线走势图中，可以清晰看到，2011 年的行情受到国内偏紧宏观调控政策压制和动荡的国际经济形势拖累，运行于一个大的下行通道当中。政策主导性体现的十分明显，而市场信心的脆弱和资金的紧缺使得即使政策有转向意愿之后，股指的反弹依然那么乏力和不堪一击。

图 1-1. 沪深 300 指数日 k 线（截至 2011 年 12 月 15 日）



数据来源：文华财经

图 1-2. 股指期货期现价差



数据来源：新纪元投资家

从另外一个角度来看，今年以来市场的期现价差较为平稳，图 1-2 为 2011 年 2 月初至 12 月初的期现价差（30 分钟收盘价计算），价差集中在 0 轴上下 30 点左右的范围内运行。期现套利机会较少，一是说明目前市场运行比之前更为平稳，二也显现出市场信心疲弱，股指期货对于沪深 300 指数亦步亦趋，难有强势反弹行情。

目前上证指数已经击破了 2010 年 7 月的低点和 2300、2200 整数关口，徘徊在 2150 附近。目前已经回撤到了从 1664 上涨到 3478 这轮反弹的 75% 处。2140、1910 附近还有两道支撑，恐慌性下跌之后，做空动能急剧释放，下方支撑强劲，技术上有反弹需求。

宏观面上，从汇金出手到央行降低存款准备金率，已经形成政策性底部，市场底部明确。明年国内外经济形势较为复杂，股指年内宽幅震荡的可能性较大，上涨幅度受宏观经济疲软的限制。同时也不排除欧美债务危机恶化和国内强劲经济刺激措施导致的黑天鹅事件发生。

第二部分 宏观经济影响概述^①

一、国内：政策转向托底股市，但经济调整和货币供应量低迷限制反弹

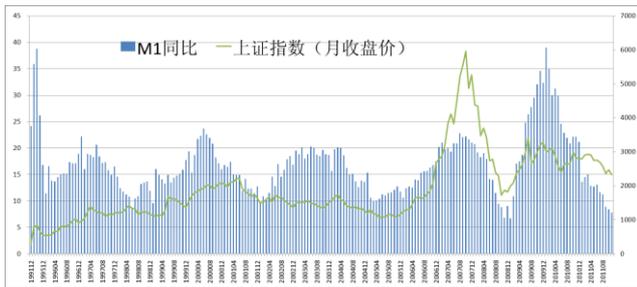
2011 年我国实行的是“积极的财政政策和稳健的货币政策”，其政策重点在于控通胀。所谓的“稳健”的货币政策其实质是紧缩。利率、存准率和公开市场操作三箭齐发，央行不断从市场回收流动性。2011 年 12 月召开的中央经济工作会议明确提出，2012 年将“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系。”稳增长成为宏观调控的重点任务，货币政策将以稳健之名行宽松之实，政策性利好的出台，对股市产生托底效应。

^① 内容摘录整理自新纪元期货研究所魏刚博士宏观研究报告

预计 2012 年货币政策的放松将按照：货币放松——信贷放松——微观经济流动性改善——经济触底反弹的脉络演进。首先是通过公开市场操作，减少货币回笼，增加基础货币；其次是降低存款准备金率，扩大货币乘数，增加货币供应量。因此货币供应量将成为影响 A 股走势的一个直接因素。

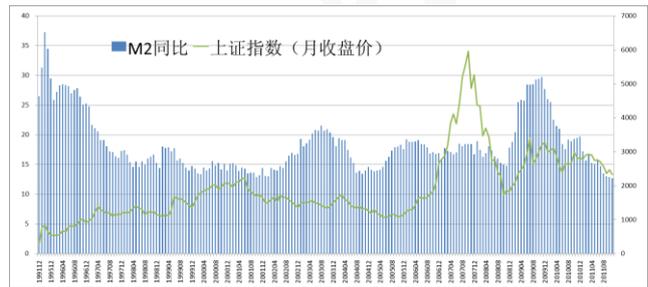
对于货币供应量的表现，从图 2-1 和图 2-2 可以看出，当 M1、M2 同比回落时，上证指数亦表现低迷，大部分时间是随着 M1、M2 增速的降低而出现指数数值的下降。这也与股票市场的供需平衡原理相契合。目前来看，M1 增速已经连续 3 个月低于 10%，M2 增速连续 5 个月低于 15%，市场货币供应的严重不足，将直接抑制 A 股市场的上涨。虽然货币政策已有转向，但其产生的效果还需要经历一段时间后才能显现。**等到 M1、M2 增速见底后，股市才会真正开始转向。因此短期内，市场不会有明显起色。**

图 2-1. M1 同比增速与上证指数对照



数据来源：wind 资讯

图 2-2. M2 同比增速与上证指数对照



数据来源：wind 资讯

另一方面，我们也应该看到，货币政策大幅放松的条件也不成熟。物价水平需要回归低位和出口、投资低迷都将抑制股市反弹。2012 年 CPI 低点出现在 7-9 月份的概率较大，控制通胀的任务还未结束；2012 年我国出口增速将继续下滑至 12-14%。受国家出口战略影响，进口增速将超过出口，贸易顺差规模继续下降，净出口对 GDP 贡献为负；房地产投资下滑将成为影响 2012 年投资增速的主要因素，基础设施投资增速回升，制造业投资增速放缓，从而导致 2012 年固定资产投资增速下滑至 17-19%。2012 年第一季度将延续 2011 年经济下滑的趋势，GDP 增速继续回落，第二季度见到年内 GDP 增速的最低点，第三季度起触底回升。全年平均增速达 8.7%，呈现先回落，再弹升的 V 型走势。**宏观经济的疲弱，将限制 A 股的反弹幅度和推后 A 股的见底时间。**

二、国际：美国经济稳定复苏，欧元区经济增长乏力存在变数，恐将拖累 A 股

从目前来看：美国消费复苏势头良好；美国房地产部门会出现一定程度的企稳回升，但是增长依然非常有限；2012 年美国的就业问题难以根本解决，仍将继续困扰美国经济，无法带动经济强劲增长。我们认为，2012 年美国经济增速将达到 2.0% 左右，虽不够强劲，但相对稳定，推出 QE3 的概率较小。

2012 年欧洲经济将主要受困于欧债危机的恶化。随着债务风险的不断扩散以及财政紧缩力度的加强，欧元区国家的经济增长将普遍面临压力。2011 年 12 月欧元区制造业 PMI 仅为 46.9，已经连续 5 个月在 50% 的临界点之下运行。欧盟 27 国经济景气指数也跌至 92.8%，远低于临界值。这些先行指标都反映出欧洲经济增长乏力，预计 2012 年欧元区 GDP 增速将降至 1% 以内，并存在轻度衰退的可能。

欧债危机是 08 年金融危机的延续，只是问题由私人债务转为主权债务。欧洲主权债务危机正在广度和深度两个方面扩展，呈愈演愈烈之势。正在由欧元区的外围国家向核心国家蔓延，由债务危机向银行危机，金融危机转化。由于欧债危机涉及到欧元区制度设计和政治体制缺陷，中期内难以有效解决。从整体上看，2012 年 3 月份是欧元区主权债务到期高峰时点，按期偿付应是一个不可能完成的任务。因此我们认为，2012 年 1 季度末是欧债危机非常重要的时间节点，爆发危机的可能性很大。欧债危机是否爆发，或将成为引爆市场情绪的黑马。

三、国内外宏观总评

虽然货币政策和财政政策已走出紧缩的通道，进入逐步放松的节奏当中，形成政策性底部，支撑股市。但复杂的国际、国内经济、金融环境决定宽松的货币政策不会一下来临。同时 2012 年全球经济都面临下行风险，经济、金融环境很不乐观。欧美债务危机的解决还存在变数。国外需求疲弱、国内经济结构转型以及全球经济发展速度放缓，将抑制 2012 年股市的反弹幅度。股指年内宽幅震荡的可能性较大。

第三部分 沪深 300 指数估值

股指价格虽然也是市场买卖平衡的结果，但资金的供需变化受到太多因素影响，量化分析较为困难。而股票的估值方法可以借用到股指期货当中来。常用的股指估值方法为市盈率估值法，这是一种相对估值法，而指数的市盈率是指指数成分股（剔除亏损股）的总市值与指数成分股净利润之比，即：

$$\text{市盈率} = \frac{\sum (\text{总股本} \times \text{股价})}{\sum (\text{总股本} \times \text{每股收益})}$$

本部分内容，从沪深 300 指数的宏观估值开始，逐步细化到板块估值和权重股估值，从大到小逐步核算出 2012 年沪深 300 指数运行区间。

一、沪深 300 指数整体估值

决定沪深 300 指数整体市盈率最直接的因素就是每股收益和每股价格，但是归根结底，宏观经济环境是影响市盈率变化的根本原因。要想从整体的角度分析沪深 300 指数的走势，需要分别对整体市盈率和整体每股收益进行分析。

（一）沪深 300 整体市盈率的预测

上文提到影响指数市盈率的因素很多，徐明、戎承法（2003）研究指出，影响股票市盈率（SYL）的主要因素集中在可流通股与总股本之间的比值（LTBZ）、股票市值和 GDP 之间的比值（GDPBZ）以及 CPI。同时文章还证明了此分析模型在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的股票之间不存在显著差异。因此，本节采用上证 A 股的市盈率替代沪深 300 指数的总体市盈率进行预测，以分析其近两年的变动规律。

为保证有足够多的分析样本，本节使用季度数据进行分析，包括 2001 年 2 季度起上证 A 股的市盈率、总市值、流通市值和 GDP 总值以及 CPI 的数据，其中 GDP 总值是季度年化后的数值。^②

进行回归分析后，得到以下关系：

$$\text{SYL} = 47.1 - 84.7 \times \text{LTBZ} + 110.6 \times \text{GDPBZ} + 2.8 \times \text{CPI}$$

(14.5) (4.4) (-6.2) (2.7)

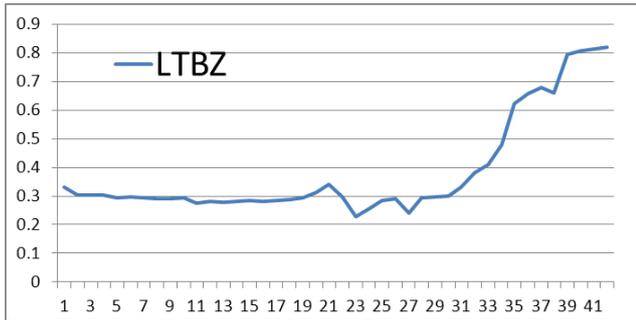
该公式说明，市盈率的变动与可流通股与总股本之间的比值（LTBZ）呈负相关关系，与股票市值和 GDP 之间的比值（GDPBZ）以及 CPI 之间呈正相关关系，这也与徐明、戎承法研究结论一致。利用这个关系，对 2012 年上证 A 股的市盈率进行预测。

同时，通过图 3-1 和图 3-2 可以观察到可流通股与总股本之间的比值（LTBZ）一直呈现上扬态势，2011

^② 限于篇幅，原始数据不一列出，如有需要可以与作者联系，下同。数据来源，Wind 资讯

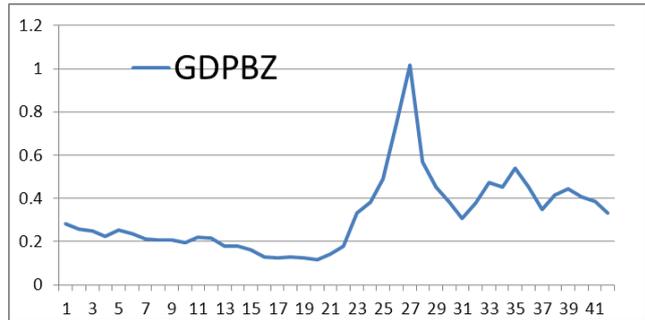
年一年已经突破了 80%。流通股本的增加是股市自身的规律决定的，可流通股与总股本之间的比值还将进一步增加。由于 2010 年底的解禁潮，导致 LTBZ 快速增加，即使按照最近 3 个季度的增速计算，2012 年 LTBZ 至少能增加到 86% 以上，甚至是达到 90%。而股票市值和 GDP 之间的比值（GDPBZ）走势与 A 股走势比较相近，按照最近两年的平均增速来算，GDPBZ 大致会维持在 0.3-0.333 的水平上。

图 3-1. 上证 A 股流通市值和总市值之比



数据来源：Wind 资讯

图 3-2. 上证 A 股总市值和 GDP 之比



数据来源：Wind 资讯

根据以上分析，将可流通股与总股本之间的比值（LTBZ）和股票市值和 GDP 之间的比值（GDPBZ）的不同预测情况与 2012 年 CPI 的预期情况组合，对上证指数的市盈率进行预测，三组预测结果如下：

表 3-1. 沪深 300 指数市盈率波动预测

序号	时间	LTBZ	GDPBZ	CPI [®]	SYL	变动率
(1)	2012F	86%	0.333	3.5	20.89	47.2%
(2)	2012F	90%	0.333	3.5	17.50	2.3%
(3)	2012F	90%	0.3	3.5	13.85	-2.4%

按照上表计算得到的上证指数的变动率，对照基期沪深 300 指数的市盈率 10.9（对应的点数 2520 点），预测沪深 300 指数的市盈率变动区间在 -2.4%-47.2% 之间。

（二）沪深 300 每股盈利（整体）的预测

根据沪深 300 指数成分股指数均值（整体法）计算所得的每股收益和净利润增长率，同时参考 2006 年以来的工业增加值的增速，大致推测出沪深 300 指数每股盈利（整体）波动比率在 13.5%-16.6% 之间。

表 3-2. 沪深 300 指数每股收益波动预测

日期	每股收益（元）	净利润增长率	工业增加值增速	日期	每股收益（元）	净利润增长率	工业增加值增速
2006	0.29	23.08	16.60	2009	0.48	28.71%	11.00
2007	0.47	56.77%	18.50	2010	0.55	38.19%	15.70
2008	0.41	(19.08%)	12.90	2011F	0.81	18.72%	13.50

数据来源：Wind 资讯

（三）沪深 300 指数整体估值

根据前面两节的测算，沪深 300 指数总体市盈率的变动区间在 -2.4%-47.2%，沪深 300 指数总体每股盈利的变动区间在 13.5%-16.6% 之间，基期的沪深 300 指数为 2520，计算出沪深 300 指数 2012 年的估值区间在 2791.5-4235。

[®] 数据来源：Wind 资讯

二、基于板块的估值

整体估值法虽然考虑到了宏观经济变量对市盈率和每股收益的影响，但估值方法过于笼统，且核心变量之间存在相互影响，估值上主观性较高，解释效率有限。因此下面两节采用板块估值和权重股估值方法，细化估值，以期得到更为准确和客观的估值结果。

沪深 300 指数有 300 个成分股，沪深 300 成分股各板块（申银万国一级行业板块）中数量最多的就是金融服务板块，有 36 只股票，权重达到了 30.12%，其次是采掘和有色金属和食品饮料，权重都在 7% 以上。其他板块的股票数目与权重数据由于篇幅限制略去^④。

由于板块的收盘价可以采用算术平均法也可以采用加权平均法，且在板块市盈率预测和板块每股收益预测上又分为整体法和算术平均法，因此我们按照算术平均-算术平均法和加权平均-整体法两类分别进行预测。

（一）板块收盘价（算术平均）预测

预测分析数据采用 2009 年 1 月 9 日至今的申银万国一级行业板块每周收盘价（算术平均）。将板块收盘价与沪深 300 指数周收盘价进行相关性分析，并对其周收益率进行回归分析，以预测 2012 年沪深 300 指数的收益率，进而推测出沪深 300 指数的估值。回归分析结果见下表：

表 3-3. 板块收益率回归结果（2009 年至今）

简称	变量	系数	T 值	概率	简称	变量	系数	T 值	概率
SW 采掘	B02	0.1359	5.8284	0.00	SW 食品饮料	B12	0.1111	4.2984	0.00
SW 化工	B03	-0.1694	-4.4865	0.00	SW 交通运输	B17	0.0995	2.2907	0.02
SW 黑色金属	B04	0.1070	4.4234	0.00	SW 房地产	B18	0.1019	4.0063	0.00
SW 有色金属	B05	0.0561	2.4477	0.02	SW 金融服务	B19	0.4101	14.2528	0.00

该回归方程的 $R^2=0.966$ ，调整后的 $R^2=0.964$ ，同时选出的 8 个板块占到沪深 300 指数权重的 66.99%，可以解释沪深 300 指数变动的绝大部分原因。

由于篇幅的限制，各板块的 2012 年市盈率、板块估值以及 2012 年增幅的预测数据^⑤略去。根据板块市盈率和估值情况，**预测沪深 300 指数 2012 年增幅在 30% 左右，即可以达到 3325.7 点。**

为了能够使预测结果贴近近期的变化，把分析数据缩短为 2011 年以来的周收盘数据。回归结果见下表：

表 3-4. 板块收益率回归结果（2011 年至今）

简称	变量	系数	T 值	概率	简称	变量	系数	T 值	概率
SW 化工	B03	-0.3316	-3.6754	0.00	SW 食品饮料	B12	0.1219	2.7545	0.01
SW 黑色金属	B04	0.2162	3.9399	0.00	SW 房地产	B18	0.2475	3.6402	0.00
SW 机械设备	B07	0.2429	3.2986	0.00	SW 金融服务	B19	0.3920	8.3384	0.00

该回归方程的 $R^2=0.949$ ，调整后的 $R^2=0.943$ ，同时选出的 6 个板块占到沪深 300 指数权重的 54.34%，可以解释沪深 300 指数变动的绝大部分原因。

预测沪深 300 指数 2012 年增幅在 27.8% 左右，即可以达到 3268.8 点。

^④ 数据来源：Wind 资讯

^⑤ 数据来源：Wind 资讯

(二) 板块收盘价(加权平均)预测

预测分析数据采用 2009 年 1 月 9 日至今的申银万国一级行业板块每周收盘价(加权平均)。将板块收盘价与沪深 300 指数周收盘价进行相关性分析,并对其周收益率进行回归分析,以预测 2012 年沪深 300 指数的收益率,进而推测出沪深 300 指数的估值。回归分析结果见下表:

表 3-5. 板块收益率回归结果(2009 年至今)

简称	变量	系数	T 值	概率	简称	变量	系数	T 值	概率
SW 采掘	B02	0.1268	7.0673	0.00	SW 食品饮料	B12	0.1168	5.5060	0.00
SW 化工	B03	0.1898	5.3145	0.00	SW 房地产	B18	0.1864	7.9821	0.00
SW 黑色金属	B04	0.1577	6.4119	0.00	SW 金融服务	B19	0.0846	5.5796	0.00
SW 有色金属	B05	0.0562	2.6651	0.01	—	—	—	—	—

该回归方程的 $R^2=0.956$, 调整后的 $R^2=0.954$, 同时选出的 7 个板块占到沪深 300 指数权重的 56.31%, 可以解释沪深 300 指数变动的绝大部分原因。

各板块 2012 年市盈率、板块估值以及 2012 年增幅的预测数据由于篇幅限制省略^⑥。预测结果, 沪深 300 指数 2012 年增幅在 3.67% 左右, 即可以达到 **2651.2 点**。

为了能够使预测结果贴近近期的变化, 把分析数据缩短为 2011 年以来的周收盘数据。回归结果见下表:

表 3-6. 板块收益率回归结果(2011 年至今)

简称	变量	系数	T 值	概率	简称	变量	系数	T 值	概率
SW 采掘	B02	0.2196	5.1007	0.00	SW 金融服务	B19	0.3289	7.8304	0.00
SW 机械设备	B07	0.1555	3.4006	0.00	SW 信息服务	B22	0.1258	2.7652	0.01
SW 食品饮料	B12	0.0792	2.6942	0.01	SW 交运设备	B09	0.0850	2.2915	0.03
SW 房地产	B18	0.1053	3.2974	0.00	—	—	—	—	—

该回归方程的 $R^2=0.979$, 调整后的 $R^2=0.976$, 同时选出的 7 个板块占到沪深 300 指数权重的 64.47%, 可以解释沪深 300 指数变动的绝大部分原因。

预测沪深 300 指数 2012 年增幅在 1.75% 左右, 即可以达到 **2602.0 点**。

三、基于权重股的估值

我们从权重股的角度来分析一下 2012 年沪深 300 指数的估值范围。首先我们选择出在沪深 300 指数中权重靠前的 50 只股票, 同时从 Wind 资讯中提取各机构对权重股 2012 年每股收益的预期情况和未来 12 个月权重个股的 PE 预期^⑦。对这些股票从 2009 年 1 月以来的日收益率和沪深 300 指数的日收益率进行回归分析, 剔除不显著变量后的各项系数如下表:

^⑥ 数据来源: Wind 资讯

^⑦ 数据来源: Wind 资讯, 截止日期 2011 年 12 月 15 日

表 3-7. 权重股收益率回归结果（2009 年至今）

简称	变量	系数	T 值	概率	简称	变量	系数	T 值	概率
招商银行	A01	0.024691	2.587187	0.0099	紫金矿业	A30	0.022014	4.348072	0
民生银行	A02	0.046656	4.646231	0	包钢稀土	A31	0.031157	8.959061	0
中国平安	A03	0.029534	3.179273	0.0015	伊利股份	A32	0.012618	3.250935	0.0012
交通银行	A04	0.052832	4.677166	0	西山煤电	A34	0.048775	8.694621	0
万科 A	A10	0.080083	11.45257	0	上海汽车	A36	0.013994	2.688786	0.0073
海通证券	A11	0.054337	7.843833	0	中兴通讯	A37	0.018717	4.335761	0
五粮液	A12	0.035746	4.038617	0.0001	中国石化	A38	0.048222	5.130932	0
工商银行	A13	0.045762	3.673593	0.0003	泸州老窖	A40	0.038652	5.170667	0
中国太保	A14	0.024895	2.995059	0.0028	宝钢股份	A43	0.049997	6.376762	0
中国联通	A16	0.034223	4.353784	0	美的电器	A44	0.026445	5.342704	0
三一重工	A18	0.01029	2.802602	0.0052	山东黄金	A45	0.016558	4.646778	0
大秦铁路	A19	0.049415	5.78483	0	潍柴动力	A46	0.018342	4.860915	0
北京银行	A21	0.028683	2.726814	0.0066	广汇股份	A47	0.030221	7.892831	0
深发展 A	A22	0.025038	2.873164	0.0042	盐湖股份	A48	0.032623	6.313538	0
海螺水泥	A24	0.014352	3.834785	0.0001	特变电工	A49	0.033428	7.067552	0
中联重科	A28	0.013059	3.692278	0.0002	阳泉煤业	A50	0.010011	2.635586	0.0086

该回归方程的 $R^2=0.972$ ，调整后的 $R^2=0.971$ ，可以解释沪深 300 指数变动的绝大部分原因。

分别使用每股收益预期的最大值、平均值和最小值进行测算，**2012 年沪深 300 指数的运行区间大致在 2121-3352 之间。**

表 3-8. 权重股估值法（2009 年至今数据）沪深 300 指数预期值

	最小值	平均值	最大值
沪深 300 预期值	2121	2646	3352

为了使预测更为精准，我们使用最近一年的权重股指日收益率和沪深 300 指数收益率情况进行回归，剔除掉不显著变量后的各项系数如下表：

表 3-9. 权重股收益率回归结果（2011 年至今）

简称	变量	系数	T 值	概率	简称	变量	系数	T 值	概率
民生银行	A02	0.068319	0.017206	3.970549	中国石化	A38	0.090044	0.019715	4.567206
中信证券	A09	0.098802	0.013531	7.301689	泸州老窖	A40	0.061903	0.010279	6.022017
万科 A	A10	0.076175	0.013112	5.809449	宝钢股份	A43	0.069699	0.017052	4.087412
大秦铁路	A19	0.066494	0.017525	3.794133	山东黄金	A45	0.040201	0.008838	4.548663
苏宁电器	A20	0.048202	0.012968	3.716904	潍柴动力	A46	0.044962	0.011881	3.784454
北京银行	A21	0.113044	0.020556	5.499376	盐湖股份	A48	0.060496	0.00949	6.374823
格力电器	A26	0.061799	0.010983	5.626916	特变电工	A49	0.041181	0.007906	5.208936
包钢稀土	A31	0.024557	0.004828	5.086691	阳泉煤业	A50	0.051958	0.008577	6.05763

该回归方程的 $R^2=0.969$ ，调整后的 $R^2=0.967$ ，可以解释沪深 300 指数变动的绝大部分原因。

分别使用每股收益预期的最大值、平均值和最小值进行测算，2012 年，沪深 300 指数的运行区间大致在 2166-3173 之间。

表 3-10. 权重股估值法（2011 年至今数据）沪深 300 指数预期值

	最小值	平均值	最大值
沪深 300 预期值	2166	2637	3173

四、数据分析与结论

上面三节内容分别通过对沪深 300 指数进行整体估值、算术平均板块估值、加权平均板块估值和权重股估值多种方法对 2012 年沪深 300 指数点位进行测算。测算结果汇总于下表：

表 3-11. 沪深 300 指数估值汇总

引用数据时间		2009 年至今	2011 年至今
方法		估值结果	
整体估值		2791.5-4235	
板块估值	算术平均	3325.7	3268.8
	加权平均	2651.2	2602.0
权重股估值		2121-3352	2166-3173

综上所述，2012 年沪深 300 指数的估值范围最宽在 2121-4235 点，考虑到国内政策转向起到的支撑作用和国内外经济存在一定的下行风险，以及估值结果的集中性，2012 年沪深 300 指数比较可能的运行区间在 2600-3300 点之间。

第四部分 波动分析

一、周期分析

《中国股市周期的划分与实证分析：1991-2004》^①一文中指出：“对股市周期划分方法的研究源于商业周期划分的研究。”“NBER 的 Bry 和 Boschan（1971）（以下简称 BB）发展和应用了一个更为科学与客观的商业周期划分方法。”本节内容参考 BB “转折点确认程序”分析方法，对照经 Pagan 和 Sossounov 适当调整的 BB 法则，对上证指数的牛熊周期进行分析。

从下表中可以看出，上涨周期平均 14.3 个月，而下跌周期平均 10.4 个月。一轮完整的牛熊转换，从峰-峰间隔来看为 24.6 个月，从谷-谷间隔来看为 26.5 个月，且谷-谷周期的方差更小，对周期的判断更为准确一些，且这也与经典技术分析的观点相符。

^① <http://www.docin.com/p-217237437.html> 《中国股市周期的划分与实证分析：1991-2004》

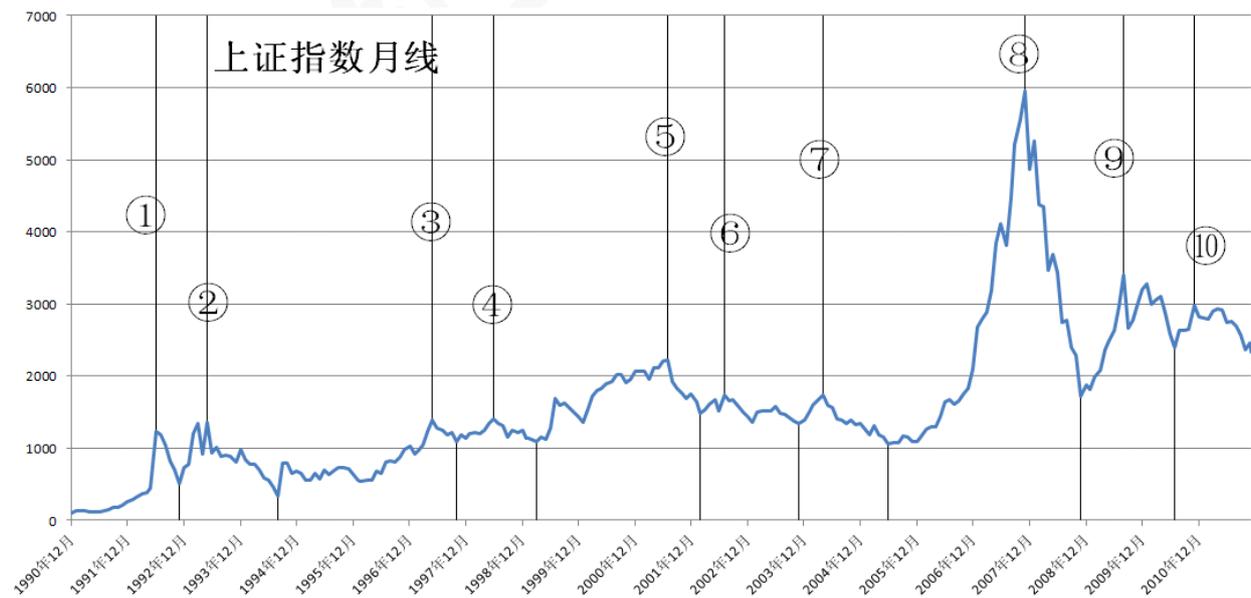
表 4-1. 上证指数峰谷及间隔周期情况（周期：月）

峰					谷				
时间	收盘	上涨周期	峰峰间隔	平均涨幅	时间	收盘	下跌周期	谷谷间隔	平均跌幅
199205	1234.7	16		15.1%	199210	507.3	5		-16.3%
199304	1358.8	6	11	17.8%	199407	333.9	15	21	-8.9%
199704	1393.7	33	48	4.4%	199709	1097.4	5	38	-4.7%
199805	1411.2	8	13	3.2%	199902	1090.1	9	17	-2.8%
200106	2218.0	28	37	2.6%	200201	1491.7	7	35	-5.5%
200206	1732.8	5	12	3.0%	200310	1348.3	16	21	-1.6%
200403	1741.6	5	21	5.3%	200505	1060.7	14	19	-3.5%
200710	5954.8	29	43	6.1%	200810	1728.8	12	41	-9.8%
200907	3412.1	9	21	7.8%	201006	2398.4	11	20	-3.2%
201010	2978.8	4	15	5.6%					
平均		14.3	24.6	—	平均		10.4	26.5	—
方差		11.4	14.3	—	方差		4.2	9.7	—

目前上证指数处于下跌阶段，此轮下跌从 2010 年 11 月开始，到目前（12 月初）为止已经持续了 13 个月左右。2011 年 11 月月 k 线创出之前的新低，目前 12 月份在考验 2300 附近低点的支撑情况。单纯从周期统计的角度来看，月 k 线收盘价序列的低点收在 11 月、12 月的概率达到 50%；低点出现在明年一季度的概率在 68.4%，而 2012 年 1 季度之前见到本轮下跌低点的概率高达 78%。

同时从图 4-1 可以看到，在全部走完的九个周期中（从上涨到下跌），上涨时间都明显长于下跌时间。但周期②⑥⑦不同，上涨时间短，下跌时间长。不过，注意到随后的上涨周期，上涨幅度都达到了前一个峰值的价格水平或之上。目前指数在走第⑩周期，虽然不能确定第⑩周期何时走完，但可以确认上涨时间小于下跌时间，按照之前规律推测，本次触底反弹之后，最高位置至少可以达到第⑩周期的高点，即 3000 点左右的位置。

图 4-1. 上证指数周期示意图



数据来源：中信证券至信版，新纪元期货研究所

二、季节分析

由于沪深 300 指数与上证指数存在很强的相关性，同时，沪深 300 指数数据长度有限，因此本节分析的对象替换为上证指数。季节分析采用史瓦格的相对关联法（去除趋势）和一般的平均百分比法（不去除趋势）两种，综合对比说明上证指数的年内变化规律。

数据处理过程略过，结果见图 4-2 和 4-3。从图中来看，上证指数年内的波动性并不是十分明显，高低点相差不大。对于图 4-2，从所有样本数据来看，相对关联法显示出，上证指数年内高点一般在 8-10 月，11 月开始走下坡路，直到每年的 2 月出现年内低点。同时可以看出，相对关联法和平均百分比法表现较为相似，即是否去除趋势对年内高低点的判断影响不大。

图 4-2. 上证指数季节变化图（含 2008 年数据）



数据来源：中信证券至信版，新纪元期货研究所

图 4-3. 上证指数季节变化图（是否剔除 2008 年数据对比）



数据来源：中信证券至信版，新纪元期货研究所

从上证指数季节分析图表的对比来看，2008 年金融危机对国内 A 股市场走势的影响还是十分大的。从图 4-3 中可以看出，剔除掉 2008 年的数据后，上证指数年内高点前移到 6 月份而低点则出现在 11 月份。每个自然年的上半年基本处于上涨的趋势中，而下半年处于下跌的格局中。

整体来看，低点出现在 11 月至次年 2 月之间的概率很大，关注底部建仓机会。

三、k 线分析

从新纪元分水岭来看，股指期货基本运行于分水岭之下，显示弱势格局。而日线级别的必盈三线在持续走向低位，显示大单持续流出，市场羸弱，短期内想快速转为上涨阶段缺乏动能。

图 4-4. IF 当日 k 线



数据来源：新纪元投资家

图 4-5. 上证指数周 k 线



数据来源：新纪元投资家

从上证指数更长的历史时期来看，20 周均线能提供较好的支撑压力效果，而目前指数在 20 周均线的压制之下走弱；上证指数跌破 2307 低点后下行到 2150 附近，目前已经回撤到了从 1664 上涨到 3478 这轮反弹的 75% 处。2140、1910 附近还有两道支撑，恐慌性下跌之后，做空动能急剧释放，下方支撑强劲，技术上有反弹需求。经历了 1 年多下下跌的股指基本跌幅到位。如果宏观政策和国际经济不出现重大利空的黑天鹅事件，只要 12 月收出阳线，本轮下跌低点明朗的概率极高。

五、趋势展望和操作建议

2012 年股市难有大牛走势，全年宽幅震荡为主，上半年触底反弹、下半年震荡回落的概率较大。

受全球经济复苏迟缓的制约和欧洲债务危机解决不确定性的影响，以及国内经济增速回落和“稳物价、调房产”政策的制约，2012 年股市出现大涨的可能性很小，波动幅度在 500-800 点之间的概率较大。

分阶段来看，上半年反弹之势较为明确。目前从中金公司买入 4 大行股票以及降低存款准备金率的行为来看，政策托底，财政、货币政策逐步转向适度宽松已成定局，但在股市失血严重和全球经济复苏乏力的阴影之下，政策效果不会立竿见影，底部震荡整固是必经阶段。从周期分析的角度来看，本轮下跌持续 13 个月之久，11-12 月份形成底部的概率达到 50%，2012 年 1 季度之前见到本轮下跌低点的概率高达 78%。进入 2012 年后反弹行情可期，但对其上涨幅度不应过分乐观，从沪深 300 指数估值情况来看，2600-3300 之间较为集中，中值在 2900-3100 上下，难有较大涨幅。

下半年受经济增速回落影响，将对上半年的反弹作出修正性回落，欧美经济复苏存在疑虑，市场波动较大。同时从周期的角度来看，存在 4-9 个月就结束的较短上涨周期。参考上证指数年内运行规律，6-8 月份之后市场开始逐步回落，寻找年内低点。

2012 年股指操作，建议上半年在 2300-2500 一带寻低点布置中线多单，指数上涨到 2900-3100 附近出现头部迹象后中线多单逐步离场；下半年背靠 3100-3300 一带逢高布空或波段操作，回落到 2600 以下后逐步离场观望。