

2013 年三季度可能出现先抑后扬行情



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。

内容提要：

2013 年一季度，期指走出了先扬后抑的过山车的走势，二季度再次先涨后跌，并创出新低。

对 2013 年二季度行情，从技术分析来看，经历 b 浪反弹，之后 C 浪下跌。应该说已经完成一个周期。未来将再次进入上升浪。

从基本面来看，目前 A 股市场估值处于历史底部区域，目前资金面虽紧张，但未来仍会化解。各类资金已经流向或可能流向股市给市场带来上涨的信号。

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，经济政策将会有利于市场上行，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：城镇化建设，新领导层上台，采取利好政策可能性大。经济预期问题使未来政策不再偏空等等，A 股未来可能相对于其它市场补涨。但一些压力仍存，震荡难免。所以 2013 年三季度股市及期指的走势可能是震荡中上涨。

关键字：期指 汇率 货币政策 利率

2013年上半年即将过去，一季度先扬后抑，走出了过山车行情，二季度再次先涨后跌，6月份连续大跌创出新低。同期欧美股市则是相对强势。2013年上半年政策面、消息面属于中性偏空：货币政策有稍微偏紧迹象；地产调控政策加大，打击了地产板块，进而短期市场受到打压；6月份资金极度紧张，导致银行板块领跌；证监会主席换人，使市场担忧改革生变，尤其担忧IPO在不进行有效改革的基础上过早开闸。上半年利多方面是养老资金、QFII等各类资金入市等利多一直不断，加之与国际市场严重背离、A股仍处于历史上低估值区域，新政府换届上任后，市场存在利多预期。进而，三季度后市有可能先抑后扬，问题未解决前震荡下跌，消化利空后开始上涨。本文将通过对2013年上半年行情的回顾来逐步分析2013年下半年可能的走势。

第一部分 2013年上半年回顾

2013年上半年，一季度300期指走出了先扬后抑的过山车的走势，二季度先涨后跌，尤其是6月份大跌创新低。一季度的走势与欧美主要国际市场仍严重背离，尽管外盘保持在高位，但A股市场在春节后却连续走低。导致此种背离的原因在于换届后A股未来政策尚不明朗。而导致1月续涨的原因在于去年12月底高层提出了IPO改革，给予市场希望，市场惯性上冲。一旦融资改革落实，则未来修正与国际市场背离的时间看来还长，修正背离的幅度也会较高。导致6月大跌的原因在于资金面极度紧张，而央行采取无为而治的策略让市场自行修复，同时IPO改革意见稿没有什么亮点，表明管理层圈钱陋习未改，仍未能切实平衡投资者利益。

能使期指上半年出现两波反弹的原因主要在于几个方面：

一是政策面利好不断，管理层用心呵护。养老金入市等预期继续推动各类资金入市，QFII在积极介入A股，还有金融改革等多种刺激市场的政策。这些都在政策面、资金面上给予A股希望。

二是对房地产的调控仍继续保持高压，房地产税将促使房价回落，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。但同时短线会造成市场受拖累下跌。

三是国际市场主要国家和地区股市进入历史高位，对A股也有一向上刺激作用。

四是人民币兑美元升值屡创新高。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，牛市可能在未来融资问题开始解决以后才会出现。

五是市场暂无对国际版的担忧。

上半年的下跌，尤其是6月份的大跌，可以说地产政策、IPO预期和资金面紧张是三大主要原因。

“新国五条”细则发布，其中明确二手房交易中的个人所得税将会按照个人所得的20%征收。并明确规定，要充分发挥税收政策的调节作用，并总结个人住房房产税改革试点城市经验，加快推进扩大试点工作。此次地产政策出台短期直接打击了房地产板块，由此造成市场受此牵连下跌。

IPO意见稿没有达到市场预期，使市场对未来政策产生忧虑，尤其是担心IPO在无改革成果的基础上提前重启。市场仍恐惧融资预期，数百只新股待发行，还有再融资。市场担心管理层像以往那样，追求的是上市公司数量，偏重于圈钱，投资者利益仍缺乏实质性可操作的政策来保护。同时市场资金量不是无限的，不可能承受不受约束的大规模融资。

6月份资金面达到极度紧张，银行钱荒，回购利率保持高位，但国家不采取任何拯救措施，任由市场自行平复。银行板块引领指数创出新低。

通货膨胀11年7月份以后开始下降，但12年10月后开始有企稳反弹迹象。CPI涨幅有所反弹，这将促使货币政策有些偏紧。

油价目前仍在较高位置，对中国的经济和政策产生不利影响，这对中国股市上涨起到阻碍作用。

第二部分 2013 年三季度行情预判

对于 2013 年三季度行情，本文从下面几个方面论证 2013 年三季度可能是先抑后扬行情。

一、技术分析

沪深 300 指数经过 3 年多的下跌，虽有反弹，但今创出下跌新低，处于历史估值低位，在去年 12 月出现了放量上涨的行情，且主要拉动力来自银行等权重板块。今年 2 月份以后的下跌则是各方面政策及利空因素影响造成的。在没有彻底消化利空之前，短线筑底还将持续，但过分的低估值将引来抄底资金触发反弹。从技术分析来看，经历 b 浪反弹，之后 C 浪下跌。应该说已经完成一个周期。未来将再次进入上升浪。



图 1 期指 k 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 23 倍左右，而前期低点则分别为 9 倍多和 22 倍多。在 A 股以往历史上，12 倍多一般都是底部区域，6 月份下跌创出新低，从估值看目前低于以往历史底部区域。

(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，之后有筑底反弹迹象。到 2013 年 5 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 2.1%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 2.2%；食品价格上涨 3.2%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 1.8%，服务价格上涨 2.8%。1-5 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 2.4%。

5 月份，全国居民消费价格总水平环比下降 0.6%。其中，城市下降 0.6%，农村下降 0.5%；食品价格下降 1.6%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 0.8%，服务价格持平。

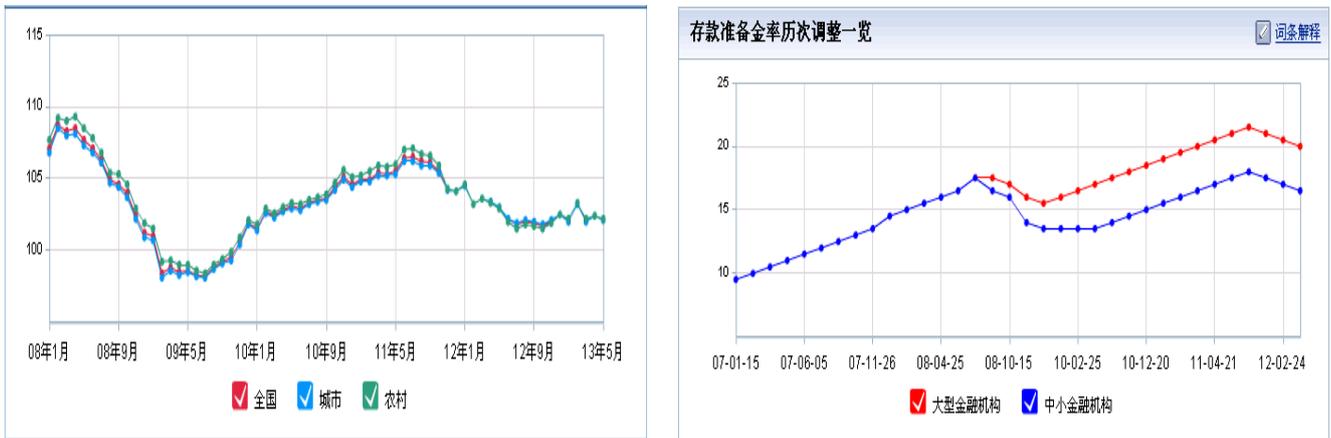
工业品价格走低，工业品价格走低往往会带动 CPI 持续走低，历史上的规律也是不管 CPI 走高还是走低，

往往会持续一个周期，参见图 2，CPI 的低位运行预期着存款准备金率不可能上调。

今年来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。

近一年来 CPI 将多在 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。

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

目前存款准备金率虽未松动，但却在下调周期，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，未来存款准备金上调预期还不存在，这将使股市少了一方面压力。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，会持续推升金融等绩优蓝筹板块上涨，能继续将指数推升到一个较高的位置，但这次资金面极度紧张的情况下，管理层拒绝降准，导致市场大跌。从另一层面看因，下跌之后，一旦资金面利空消化，期指会出现一个上升过程，三季度期指有望先抑后扬。

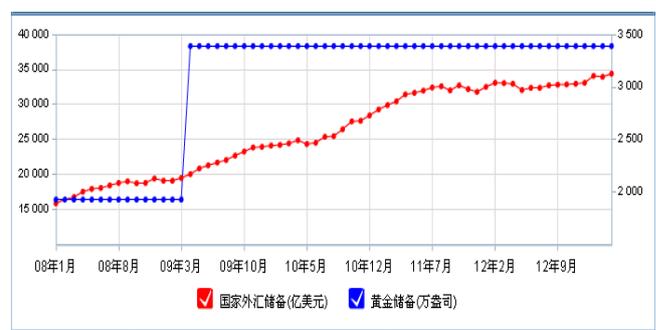
(三) 人民币走势预期对 2013 三季度期指行情的影响

中国人民银行授权中国外汇交易中心公布，2013 年 6 月 28 日银行间外汇市场人民币汇率中间价为：1 美元对人民币 6.1787 元。人民币汇率总体仍在长期的升值趋势中。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 人民币对美元中间价走势图



图 4 国家黄金和外汇储备走势图



资料来源：中国人民银行

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。

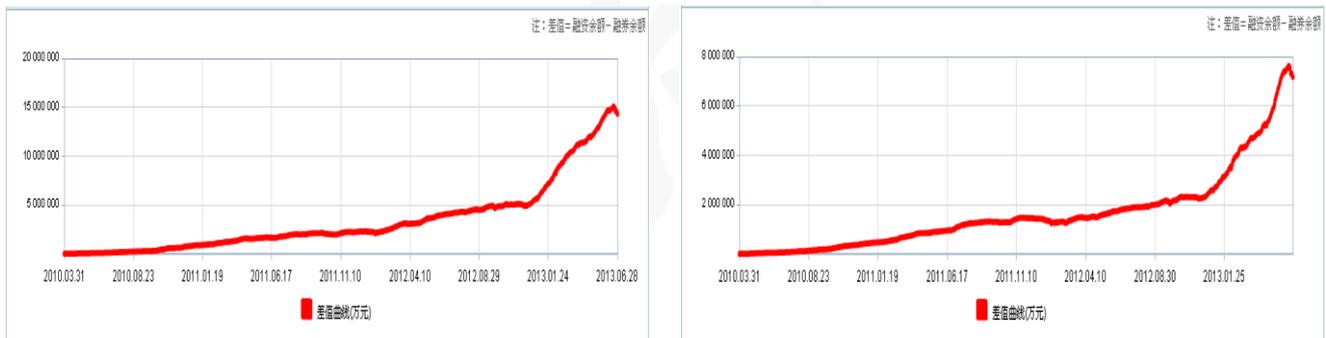
人民币升值会打击中国的实体经济，但是会对虚拟经济有利，会有大量国际热钱因人民币升值预期而涌入中国，国际资金总是偏好流向币值有升值潜力的地区，过去我国台湾与日本股市都曾在货币升值的背景下造就资金面推动股市的大行情。此外，国际资金的流动还与升值预期水平有关，预期的提升会吸引更多的海外资金进入中国，为金融系统带来充足的流动性，股市会受到追捧，由于楼市在高位，此时又受政策调控，因此股市将会更多受益。人民币升值利好金融、地产，金融、地产板块的权重作用会提振期指。所以人民币升值预期会推动期指上涨。

（四）美元因素对 2013 年三季度行情的影响

美元再次反弹到相对高位，进入阻力区，目前有构筑头部形态的迹象，加之外围股市在不断走上升通道，有的再创新高，而 A 股市场还未相应上涨，这为 A 股在后期创造了上扬条件。

（五）资金动向对 2013 年三季度行情的影响

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。

QFII 不断买入、产业资本增持使得底部信号开始明确。

保险、基金增仓 A 股，养老金也探讨入市。QFII 的额度一再增加。

以上资金往往偏重于蓝筹股的投资，而蓝筹股多属权重股，去年 12 月权重股拉升，指数出现较大幅度上涨。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。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，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。

另外证监会宣布松绑基金、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。

三、政策面分析

(一) 货币政策偏紧

以前央行下调存准率后，银行间市场资金面逐步好转，但近来货币政策已经不再宽松，资金的紧张令银行压力倍增。

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。直到今年初，货币政策开始再次转变为中性。

政策面的变化影响A股运行。由于去年经济回落速度略超前预期，央行已经及时地在货币政策上做出调整，从降低存款准备金率到下调利率，我国已经基本进入到结构型宽松周期当中，但今年高层从稍微收紧货币政策到对银行严重缺钱不伸援手，引起股指的大幅下跌。

去年金融改革创新、新股发行改革、上市公司分红等一系列政策为A股的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对市场的支持不会消失，将随着市场的企稳再次显现。

CPI低位运行，可能出台的政策将有利于股市上涨，同时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H货币政策不会转向，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，但现在经济减速又是对市场的一个压制。所以未来市场上涨的道路也将曲折，仍然可能是震荡中上升。

(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

去年底到今年初，房价再次出现上涨势头，针对这种情况，国家立刻推出“新国五条”：二套房贷收紧 卖房征20%税。“新国五条”调控政策从“完善稳定房价工作责任制”、“坚决抑制投机投资性购房”、“增加普通商品住房及用地供应”、“加快保障性安居工程规划建设”、“加强市场监管和预期管理”、“加快建立和完善引导房地产市场健康发展的长效机制”六方面做出具体解释。

去年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。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。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。温家宝总理曾

讲：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，势必有一部分资金会进入股市，期指也将获得推升。

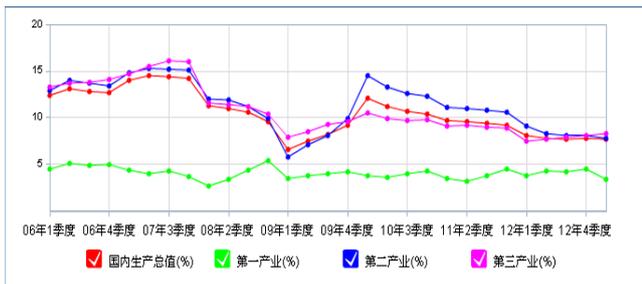
同时，国家的城镇化建设政策会抵消房地产的利空，对市场有向上指引作用。

（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。

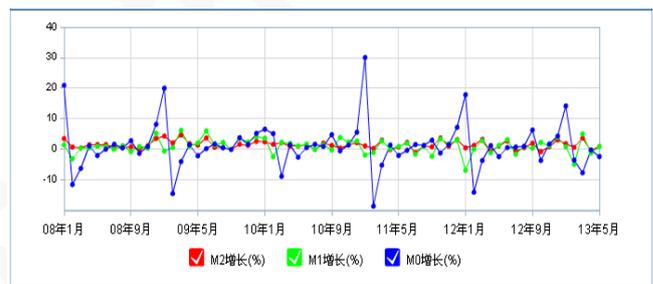
GDP从2010年2季度开始回落，官方PMI已经连续回落，这与宏观调控有关，以降低发展速度来稳定物价，在发展与控制通货膨胀中寻找平衡。未来中央将GDP定为7.5，对于这一预期目标的调整，温家宝解释说，主要是要与“十二五”规划目标逐步衔接，引导各方面把工作着力点放到加快转变经济发展方式、切实提高经济发展质量和效益上来，以利于实现更长时期、更高水平、更好质量发展。

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。后来货币政策实际转为适度宽松，股指逐步得到资金支持，虽然今年有收紧迹象，但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

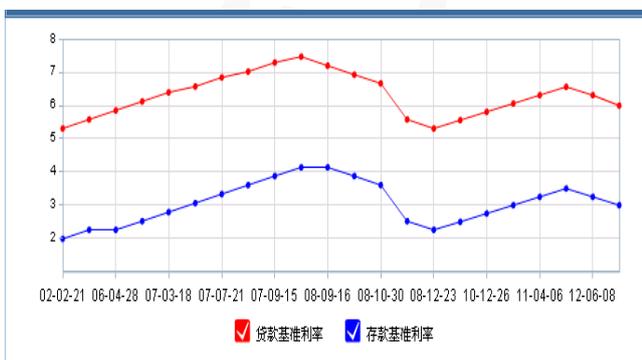
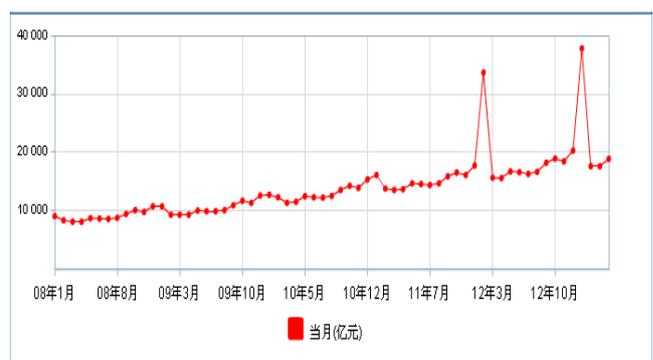


图10 消费品零售总额走势图



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。目前又对应着利率的上涨周期，虽然最

后两次为下调，但是由于实行浮动利率，所有银行都将利率上浮。如果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，而不是加息，如此更为有利于股指回升。

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

图 11 财政收入走势图

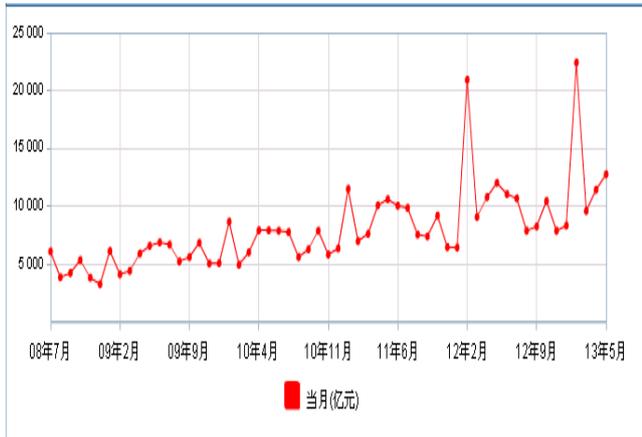
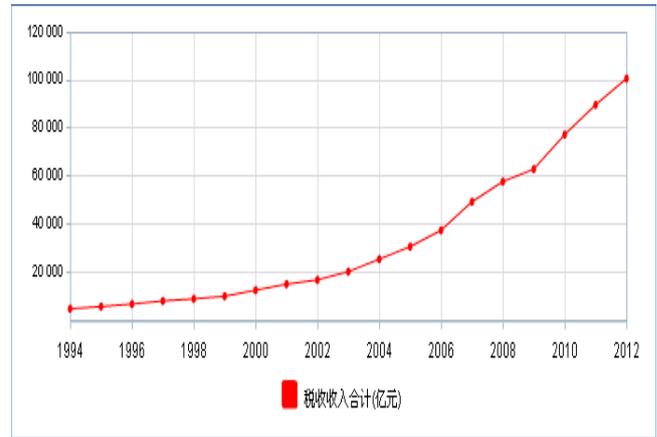


图 12 税收收入走势图



资料来源：东方财富网站宏观经济数据

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

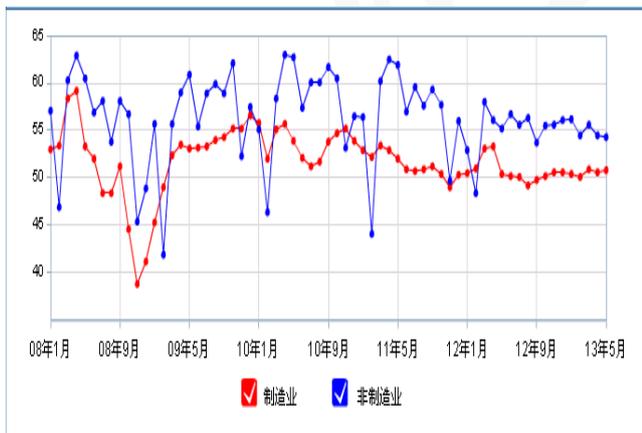
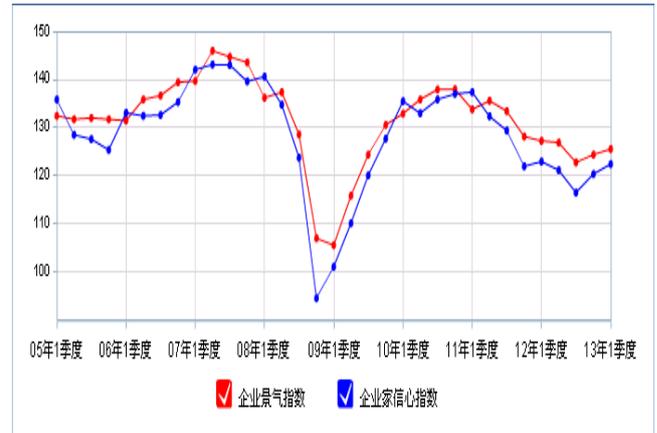


图 14 企业景气及企业家信心指数走势图



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，2013年三季度期指先抑后扬的可能性较大。尤其是A股对于政策较为敏感，而当前的政策基本为利多：城镇化建设、房地产调控、各类资金入市等等。新领导层上台后，为了稳定形势，巩固政权，一般情况下都会出台有利于市场的措施。总之，形势还是偏暖，期指有可能在化解目前资金面困境后走出震荡上扬的走势。

新纪元期货