

饭局中的投资智慧

内容摘要

牛市土壤正在发酵。未来贸易顺差比重会进一步下降，货币供应量增幅将回归常态，国内经济可能步入通胀、GDP增速及货币供应量双双下降的新周期。若干年后将会发现，2012年A股底部与外贸顺差、货币供应量这三者拐点将是重合的。

港股80年代是面镜子。A股市场如能真正整顿当前劣风，重建广大投资者信心，不排除港股80年代的经历将是A股未来的一面镜子。因而去今两年可能已是A股最黑暗的时期，也可能是光明时代的开始。

四大宏观事件变数：一是美国QE及经济变数；二是欧债危机演变；三是中国经济硬着陆风险；四是地缘政治及油价。对于今年，并非之前媒体大肆宣扬将回归基本面的说法，市场格局依然脱离不了全球宏观这一焦点，只是四项因素将出现怎样的变化。

地缘政治紧张，油价急促上升。当前中东局势危急，伊朗宣布停止对英法两国的石油供应，尽管沙特承诺补充空缺，但沙特剩余产能有限，一旦全面禁运，沙特未必能完全补足缺口。早前不少政经军专家预测战争打不起来，相信伊朗主动出击或封闭海湾的机会较低，但关键是美国或以色列可能发动突袭的激烈行动。届时市场风险情绪持续高涨，将推动原油持续飙升。

全球零增长利好美元。今年美联储推QE3的可能性依然存在，但美元却可延续强势。原因是1965-2011年间，全球经济零增长（实质GDP介乎-1.5至+1.5%）时均得出美元于零增长期间表现较佳。

关注国内数据放缓的真相。国内短期内尽管已下调存款准备金率，但一段时间内，国内高物价、高房价依旧，随了一贯的偏紧货币政策外，国内实质短期借贷利率仍处2009年的低位，央行降息的可能性几乎为零。由此可见，商品市场春节攻势过后的短暂繁荣，未必能持续太长时间。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所

! : 明 枫（宏观策略）

☎: 86-755-83786971

* : cenweizhong495@pingan.com.cn

相关随笔

1、往事不须记，来日更可追

2012.02.07

上周末，与阔别多年在 GT 证券初出道时的师兄弟姐妹们聚会。当年青涩年华如今已成市场老江湖。分别是已出掌证券投行大任的朱老弟，亦有自立门户私募基金者茅老兄，又有转战银行任职资金运营主管的吴老大，也有从证券到期货的如笔者，当然还有守在 GTJA 研究大本营的老沈及小潘。不知不觉，大伙出道已超过 16-17 个年头了，份属“大师”级人马，除了询问各自个人情况外，有关投资的话题是少不了的。

闲聊之间，一会政经金融、一会人文社会、一会人生百态。但主要还是围绕全球经济的变幻、资本市场机遇及相关思考的话题。其中有如摩厦泡沫与女鞋理论、牛市根基论等分析颇具寻味，而预测四项宏观变数、全球零增长利美元、十年零增长与港股为镜子等，对投资肯定有启示意义。因此本期财经随笔就从饭局开起。

一、摩厦论看淡经济、女鞋论看好股市

1、摩厦潮暗示经济仍将低迷

甫一入席，一向谨慎但见多识广的银行资金主管吴老大，率先抛出一个另类高论——“摩厦泡沫论”，以印证当前全球经济还将长期低迷的理据。吴老大是我们当年的研究部主管，话题果然不同凡响。他给了很有意思的数据，未来几年全球将有 124 幢摩天大厦落成，这其中有 53%即 66 幢位于中国，届时国内将拥有 141 幢摩厦，较现时 75 幢升近一倍。而印度尽管仅有 2 幢，但已进入史上最狂热的摩厦竞赛期，当前有 14 幢在建工程，包括孟买金融中心的“印度塔”，落成后将成世界第二，取代台北 101 位置。

他继续拿出数据：“最近 140 年来，耳熟能详的，远有纽约的帝国大厦在 30 年代落成，华尔街出现股灾并陷入大萧条；近的有亚洲金融危机风暴期间吉隆坡双子塔落成，更有近年迪拜“哈利法塔”落成后，2009 年爆发政府债务违约，这幢世界之塔几成烂尾楼。而迪拜政府的建筑狂热，由棕榈树人工岛、沙漠高尔夫球场、水底酒店等，可谓把人类好大喜功、权欲薰心的弱点推上颠峰。

2、“比天高”浮华梦是泡沫的根源

吴老大不无感慨地指出，从金融的角度看，摩厦狂热之所以成为泡沫先兆，离不开信贷过度宽松，财富暴升令人们以为浮华世界不会结束，希望利用摩厦来展示经济实力。事实上，世事万物有始必有终，经济有繁荣亦有枯萎。更可悲的是，将摩厦比作权力，最经典的例子是朝鲜平壤的柳京饭店，1992 年停工后到 2008 年才复工，很难想像在这个封闭国度中，连吃饭都成问题也想建一幢 105 层的摩厦来展示他的虚假实力，说穿了，是当权者权力薰心又或自悲心重缺乏安全，才形成“比天高”浮华梦竞赛。

他的结论是：当前西方已不再追逐摩厦（欧洲从未有摩天建筑，近三十年来美国也鲜有再建摩厦的记录），但如今南亚、东南亚、东亚等新兴国家中，摩厦潮角逐正在热火朝天地进行着。从中国的摩厦正由东部沿海向内陆城市转移，摩厦一幢高过一幢来看，预示着新的泡沫正在新兴国家酝酿又或全球经济还将长期积弱。而 2008 年泡沫爆破后，不少人认为世界经济三几年后就会恢复显然有点不自量力了。

的确这是个很有趣的另类逻辑，摩厦潮预示泡沫的说法在九十年代一度非常盛行，也曾神奇般的巧合。吴老大最后的愿望是国人少盖点摩厦，这样就避免泡沫或衰退的发生。听毕，大家对视一刻，哈哈大笑起来。

3、女鞋长短判断牛熊

一向喜欢辩论但思维敏锐的私募茅老兄反对上述观点，他戏言也想从另类智慧——“女鞋理论”给出答案。这时菜已上来了，大伙放下筷子洗耳恭听。为了不耽误大家吃饭，茅老兄简约阐述，在过去的100年里高跟鞋潮流变化，发现鞋跟高低与经济发展有着奇妙关系，鞋跟愈高经济愈差。例如30年代大萧条期间，松糕鞋取代了20年代的低跟鞋，成为潮流指标。70年代石油危机期间，松糕鞋的风潮又卷土重来。到2000年科网股泡沫爆破，细跟鞋又随着知名电视剧“色欲都市”而流行起来。

茅老兄强调，目前女士鞋跟的潮流正由高转低，由2010年的5寸降至2寸，回到金融海啸前的水平。前早IBM根据这一预测，正利用特殊的软件分析社交媒体文章中的流行趋势，预测女性高跟鞋的流行高度将回归“地球表面”。由此可见，欧美高跟鞋潮流由高向低的迹象，显示经济正向好的方面发展。

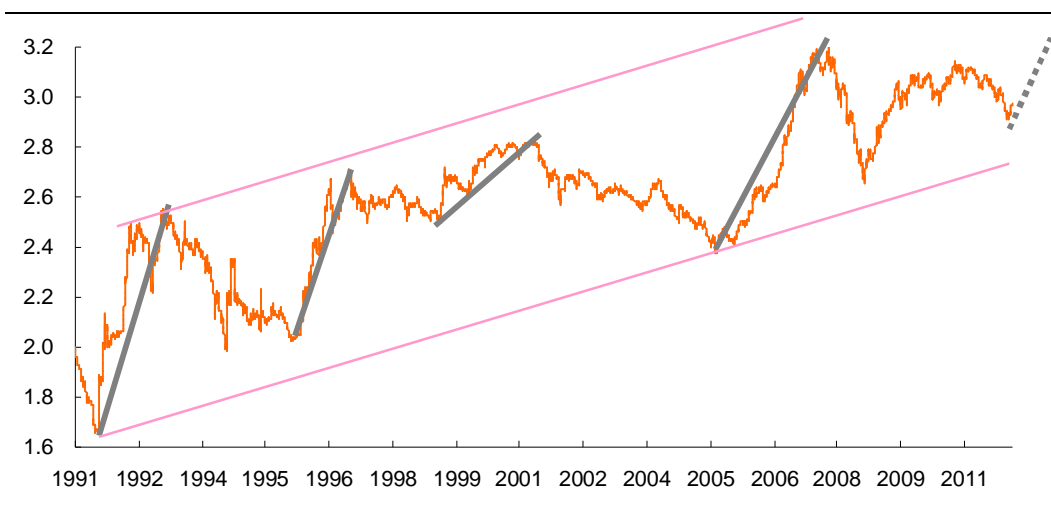
“纯属巧合，不足为据，开饭！开饭！”私募茅老兄补充说，事实上，不论摩厦论还是女鞋论，对投资来说仅属另类参考，过去行之有效的规律如今因环境所变会有很多不确定性，正如A股一样，20年代我们经历了大致四个牛熊，每一轮市况均有所不同。果真是一个旗鼓相当的话题，大家边吃边热切地等待他的股市高见。

二、A股牛市根基正在形式

1、股市是多重因素的综合体

私募茅老兄开宗明义地指出，牛市的形成是多种有利因素的综合反映。如近年国内强劲的GDP增长但A股表现乏善可陈；而欧美经济受到债务长期困扰，却连续收复多年来的失地。因此，股市的走势是经济政策与货币现象的复合反映。股市长期主要观察经济政策与GDP增长因素，中短期则货币政策比GDP增长更具作用。

图1: 20年A股出现四次牛市



资料来源: wind、平安期货研究所

有了上述原理基础，回顾过去 20 年 A 股出现的四次牛市（1992 年、1996 年、1999 年、2006 年）就有了更清晰认识。他认为，1992、1999、2006 年三次牛市都具有强烈的政策扭力作用，表现在市场上均有着旗杆式涨跌的牛市特征；与 1996 年内生孕育的牛市有着本质的不同，其表现是以盘旋向上的牛市特征出现。

茅老兄特别强调，当前国内 GDP 增速事实上可能因为经济转型而放缓，与 1996-2001 年间国内 GDP 增速放缓相类似，原因将是外贸顺差大幅度收窄，从而导致货币增速和房价均出现缓步下滑。

2、A 股底部将与外贸顺差、货币增速拐点重合

他再从贸易及货币政策角度分析：自 2001 年中国加入世贸以来，国内商品迅速走向世界，年均增幅超过 20%，每年的贸易顺差均超过 GDP 的 3% 比重，大量国际收支顺差被转成外汇储备，央行为了收购顺差外汇被迫投放大量基础人民币。国内长期外贸顺差将使人民币供应量居高不下，这是诱发通胀和房价急剧上涨的根本原因。

但今年导致货币膨胀的基本因素将出现拐点，随着国内商品价格水平的上涨，劳动力成本的上涨，人民币经急剧上升后步入稳定期后，国内产品出口价格优势将逐步减弱，未来贸易顺差比重会进一步下降，因此央行通过外汇占款投放大量人民币的渠道逐步减少甚至成为回笼的窗口，货币供应量增幅将回归常态，国内经济可能步入通胀、GDP 增速及货币供应量双双下降的新周期。最后，他若有所思地说：“若干年后，我们将会发现，2012 年 A 股底部与外贸顺差、货币供应量这三者拐点将是重合的。”

话刚落，大家都被他乐观的心态击活了，大伙兴致更浓，连不能喝酒的笔者也举杯互庆，并要求席间唯一的女士小潘谈谈从多国股市历史运行规律中给予 A 股启示。

三、A 股如今从头越

1、十年一觉梦

图2: A股10年投资零回报



资料来源:wind、平安期货研究所

斯文淡定的小潘接过话题：过去十年，新兴市场如印尼股市暴涨 967%，巴西股市

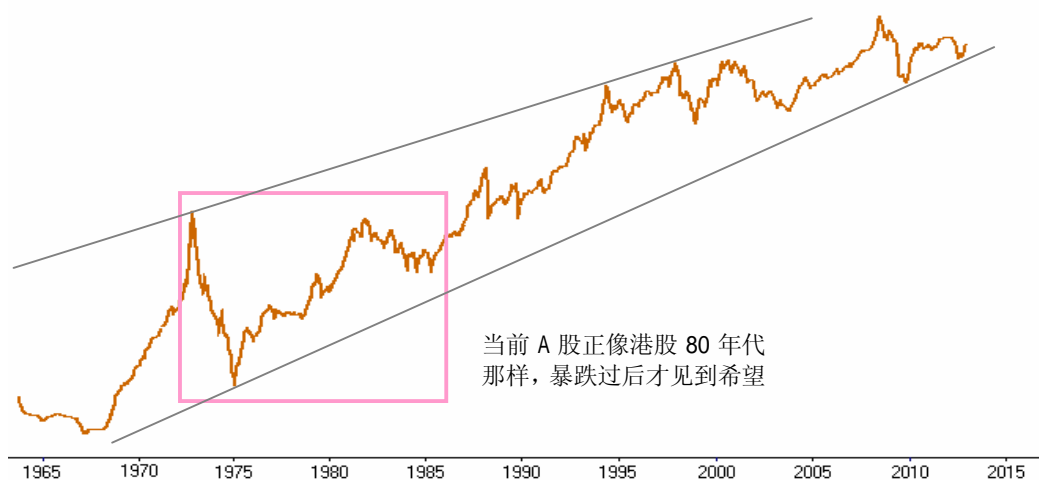
上升了 428%，只有 A 股原地踏步。过去十年中国经济举世瞩目，A 股上市公司从十年前的 1073 家增至 2300 家，增幅 115%，市值从 4.35 万亿增至 21.1 万亿，比十年前增近 5 倍。可见 A 股不是没有增长，只是增长的内涵是快速扩容市值。投资者十年来见过 998 点的无奈，也见过 6124 点的喜悦，但时至今日依然是十年一觉梦——零回报。

“已有很多专业人士对 A 股作了诸多分析了，我只想谈下 A 股未来会怎样走。”小潘说：去年底证监会主席郭树清上任伊始即推动多项改变，包括首次公开发行新股须说明回报率及分红政策，完善创业板退市制度、严惩内幕交易及要求券商基金引领价值投资等多项措施，但愿未来 A 股小投资者能分享经济繁荣的果实。小潘的话题有点感慨，不过她说以下的观察会看到乐观的前景。

2、港股 80 年代是面镜子

根据她对港股多年的研究，指出 A 股类似情况亦在港股发生过，如 1973 年恒生指数从几百点炒上 1700 点的“千七狂潮”，但到了 1982 年恒指已跌至 676 点。其暴跌的理由与 A 股是一样的，制度缺失、内幕交易，小投资者缺乏保障而态度消极。同期香港楼价由 1973 年初每尺 300 港元暴升至 1981 年中的 1200 元，尽管香港同时 GDP 保持每年 10% 增长，但投资港股却无法分享当年香港经济腾飞的果实。

图3：港股经历80年代的阵痛后迎来了长达20年的好景



资料来源:wind、平安期货研究所

后来，港府决心整治股市，如四会（交易所）合并、内幕交易刑事化、改组并加大证监会的监管权力，提升交易所对投资者保障，引入外国证券公司以提升交易质素及国际化进程。恒指由 87 年股灾后的 1800 点上升到当前的 20000 点附近。

小潘继续指出：A 股市场如能真正整顿现存劣风，重建广大投资者信心，不排除港股 80 年代的经历将是 A 股未来的一面镜子。因而去今两年可能已是 A 股最黑暗的时期，但也可能是光明时代的开始。A 股可谓“如今迈步从头越”，正如茅老兄刚才说的，几年过后，你会发现 2100-2200 点附近是多那吸引的历史低点？！

“好！又多了一条做多的思路。”久没说话的投行朱老弟开腔了，此时宴席已过半，大伙叫他谈谈近期热炒的 IPO 制度改革一事的看法。

四、IPO 改革，投行格局重洗牌

1、新股发行修改游戏规则

朱老弟指出：近年 A 股持续低迷以及新股上市公司的批量一夜暴富，一级与二级市场投资者的矛盾空前尖锐。有人指出，这是一级市场对中小投资者的财富掠夺。而新股询价制度被认为是三高（高股价、高市盈率、高募资）元凶。原本 2005 年以来实行新股询价制度的目的是要借助机构投资者的定价能力来对新股发行进行合理的定价。但随着机构在询价过程中“帮忙报价”等违规询价操纵行为，背离了原先的合理定价的初衷。

他强调，2 月初证监会首次公布了 IPO 新审核流程，被市场解读为标志着新股发行制度改革开始。这一改革方向是提高买方议价能力，对以定价作为竞争力的投行来说，这将改变券商投行以前只依靠投行业务部门单兵作战的格局。制度改革后投行的定价能力将迅速分化，投行与企业的相互选择也将更加市场化。以后投行要解决的重点问题不是怎么过会，而是过会后怎么找到投资者，也就是在机构询价杜绝帮忙资金将为高询价付出真枪实弹的情况下，如何让更多的机构参与询价并将给出一个好价卖出去将成为竞争力的关键。朱老弟肯定地说，未来与买方关系更加密切的综合金融系券商投行将更具优势。

2、“综合金融系”券商更具潜力

新股发行后竞争将是整个综合金融实力的竞争。投行朱老弟说：有强大背景的综合金融的券商投行，如平安、中信、招商等券商未来询价上将具有先天优势，他们有更多的资源与基金等询价机构进行利益交换。未来没有综合金融背景优势的中小券商投行将很难产生黑马，而没有这一优势的大券商投行在新的改革机制下也将面临新的挑战。

朱老弟最后总结：由此可见，当前投行保荐代表人已不稀缺，也不稀缺个人业务能力优势，重要的是具备银行、保险、基金等平台优势才是关键，这也解释了前段时间平安证券在其他券商保代数量增长的同时逆向减少的原因。

五、多项宏观变数仍将主宰今年市场

酒过三巡，菜过五味。投行朱老弟话毕，话题又回到当前大家关心的全球经济进展的宏观问题，大伙将目光转移到笔者身上，笔者也就不推辞了。

笔者认为：去年市场由宏观事件主导已是共识，这些事件包括政治、战争、债务、衰退等。市场因而忽上忽下，资产价格之间的相关性大大提高。总结下来主要有以下四大宏观事件：一是美国 QE 及经济变数；二是欧债危机演变；三是中国经济硬着陆风险；四是地缘政治及油价。对于今年，并非之前媒体大肆宣扬将回归基本面的说法，市场格局依然脱离不了全球宏观这一焦点，只是四项宏观因素将出现怎样变化。

第一个宏观因素围绕美国的问题，除了大选之外，失业、楼市乃左右市场的数据，市场认为经济增长和失业率很大机会形成“L”。因此如果上半年复苏缓慢而数据欠佳，QE3 推出的概率就愈来愈大。但亦有指出，靠 QE 来刺激经济其实是美联储不能自拔的

吸毒行为，且成效存疑。

第二个宏观因素中国经济会否硬着陆，大多数业者认为不大可能出现。增长放缓是政府首肯的，中国有弹药防止硬着陆，但国内经济需要的是“结构转型”，而非一味的“放水”，放水只会隐藏经济问题。只有提高生产力，代替劳工及资本密集式生产，中产收入才会加快。

第三个宏观因素离不开欧债问题。普遍观点是：1、一季度可能出现危机高潮；2、欧盟成员必须接受德国条件，成为市场波动源头；3、欧央行全力救助欧银，但拒加码买债，导致欧元危机；4、欧央行减息至零或 0.25 厘，政府依赖高息发债无以为继。尽管如此。一个较乐观的结局是：德国面对多重阻力，最终决定发行欧洲债券。

第四个宏观因素是地缘政治及油价，当前大多数业内人士认为，石油库存供应偏低，但需求因衰退威胁而偏弱，OPEC 决定今年上半年不减产，最终油价视乎地缘政治风险而定，估计会在 100 美元水平上落。但油价走势难测，中东局势连环相扣，油价有可能暴涨至 150 美元，也有可能跌至 50 美元。

笔者讲完后直问一直研究能源石化行业的老沈对当前油价有何惊世高见？老沈猛摇头说，油价后市不易分析，完全受中东局势影响。

六、地缘政治紧张，油价急促上升

1、质疑“峰顶”说法，但中短期波动加快

能源石化行家老沈指出，他长期是不看好油价的。指出前周看到一份花旗银行的研究报告，是说随着钻井技术改进，美国将提升北达科他州的页岩产油量，带动原油供应急升，并将于 2017 年取代沙特阿拉伯及俄罗斯，成为全球最大的产油国，因而花旗扬言舆论所谓的原油“峰顶”理论之说已死。

图4：中东局势将主导近期原油走势



资料来源:wind、平安期货研究所

尽管如此，当前中东局势危急，伊朗宣布停止对英法两国的石油供应，加上国际原子能总署（IAEA）要求检查位于帕尔钦的军事设施遭到伊朗的拒绝，刺激油价升至

9个月以来的新高。美国总统奥巴马已于去年底签署法案，进一步加大对伊朗的制裁，不排除发动空袭的可能。而伊朗方面立场强硬，并扬言一旦受威胁将考虑采取先发制人行动。

他再解释说，伊朗是欧佩克（OPEC）第二产油国，日均产 350 万桶（出口 250 万桶），其中七成输往亚洲（主要是中国及印度），另外两成输往欧洲。如果伊朗突然切断石油供应，会否引发能源危机？国际能源署（IEA）曾指出，即使伊朗禁运，影响也较为有限，因为自欧盟上月决定于 7 月开始禁止从伊朗进口石油后，炼油企业已积极寻找其他供应渠道，并不需要官方动力紧急原油储备。

2、沙特剩余产能难于补给需求

“我估计”，老沈停顿了一下：IEA 所指的其他渠道应属沙特无疑，早前沙特曾承诺会补充伊朗空缺。根据资料显示，沙特去年 11 月每日产油高达 1004 万桶，创 30 年新高，12 月稍为回落 2.4% 至 981 万桶。IEA 预计 1 月份与去年底相近。因此，沙特原油供应相对有限，当前沙特剩余产能在 215 万桶，占 OPEC 剩余产能的七成半，一旦全面禁运，沙特未必能完全补足缺口。

尽管早前不少政经军专家预测战争打不起来，而他也相信伊朗主动出击或封闭海湾的机会较低，但关键是美国或以色列可能发动突袭迫使伊朗就范的激烈行动。所以本周三高盛能源研究部主管发表报告，指出若伊核事件继续恶化，市场风险情绪持续高涨，将推动原油上升，并明确建议建立 9 月份纽约期油长仓（开仓价为 107.55 美元）。

“油价的表现除了地缘政治外，还有美元因素吧，吴老大你在银行资金部日日与外汇打交道，怎么看美元走势。”笔者问。

七、汇市逆转，美元强人民币更强

1、全球零增长利好美元

吴老大指出：美联储去年 9 月完成两轮 QE 后，正逢瑞士法郎汇价设上限使避险资金回流美元，美汇指数从 73 升至近期的 80 以上，是否巧合。他留意到日本亦曾推出 QE，但日圆可以出现强势，所以今年美联储推 QE3 的可能性极大，而美元却可延续强势。

何解？根据 RBS 最新一项研究统计。他指出：1965-2011 年间，全球经济零增长（实质 GDP 介乎 -1.5 至 +1.5%）时主要货币的表现，综合数据得出的结论是，美元、瑞郎及日圆于零增长期间表现较佳。观察去年四季度，美元明显跑赢其他两种货币。那么今年谁会成为真正的避险货币呢？

他特别指出：去年瑞士央行把瑞郎兑欧元设为 1:1.2 水平内，以防止热钱流入，结果导致瑞郎兑美元四季度大幅贬值，由此可见，美元市场宽度较瑞郎更深，更能充当避险货币的角色。另一方面，从去年四季度来看，日圆兑美元的强势似乎已停止，长期徘徊在每 76-78 日圆之间，未来是否转弱？吴老大认为，日圆的强势本当终止，但全球利率尚未回升，却使日圆下跌未变为事实，当前日圆走势相当尴尬，兑美元可能没有表现。

图5:美元长线图显示，中期反弹回升的概率甚大

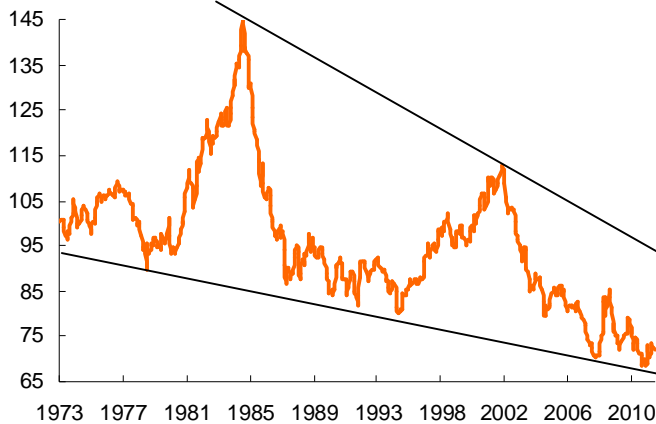
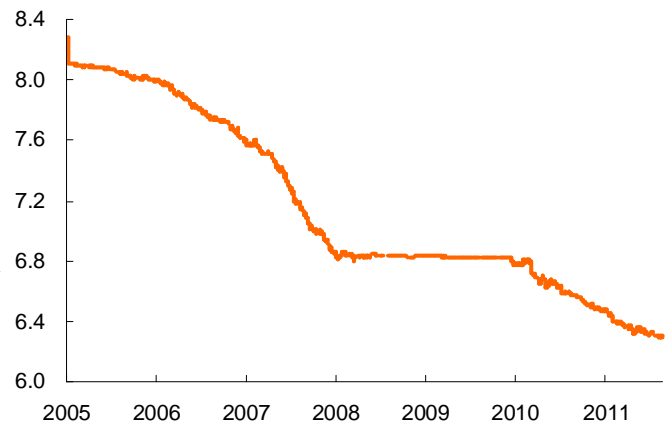


图6:预计2012人民币兑美元继续升值约3%



资料来源:wind、平安期货研究所

2、人民币兑美元年内可升 3%

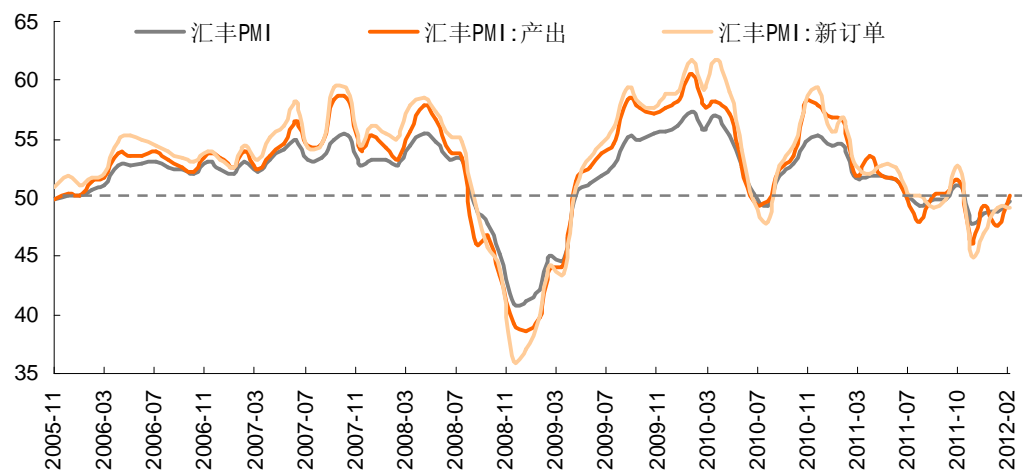
私募茅老兄搭上话了说：的确过去三个月，市场预期新兴经济体前景暗淡，欧美机构撤回海外资金，导致中国企业集资成本上升及加快还债速度，从而推低人民币汇价。但是，一旦市场的风险溢价回落，人民币升值预期仍难以逆转。人民币仍在监管下继续推进改革，而产品组合的改善及国内经济基本面持续强劲，人民币今年升值预期将保持在3%之间。

“当然我们知道，人民币是一种政策性货币。”他说：市场力量对其影响有限，去年的贬值体现了在政策走向中有松有紧，升中有贬的政策逻辑。

这时饭局已近尾声，果盘也上来了，最后大伙叫小潘对当前国内外数据进行梳理一番。

八、关注国内数据放缓的事实

图7：2月汇丰PMI产出明显回升，但新订单与上月持平



资料来源:wind、平安期货研究所

小潘认为：近期资本市场持续向好，其中有心理预期与资金因素等两重作用，前者是对于美国经济数据（其实亦不算强劲）向好，以及国内货币放松以拉动经济增长的判断。后者是去年三季离开东亚资本市场的资金又重新杀了回来。

但是，上述良好的市况与下述有着完成不同的概念，她留意到近期中国一些关键的经济数据，出口和制造业仍在萎缩，汇丰最新公布的中国制造业 PMI 数据显示出口订单并没有好转，1 月实际出口减少 0.5%，而且利润将受到债务成本的挤压。国内企业借款成本仍高于半年前。若未来情况没有改善，同时欧洲又出现新问题、美国状况又再反复等，则当前正处于强势的资本市场将是一个不小的打击。

小潘最后强调：国内短期内尽管已下调存款准备金率，但一段时间内，国内高物价、高房价依旧，随了一贯的偏紧货币政策外，国内实质短期借贷利率仍处 2009 年的低位，央行降息的可能性几乎为零。由此可见，商品市场春节攻势过后的繁荣未必能持续太长时间，二季度维持升势的可能性较小。小潘的结论还是给大家提了一个醒。

尽管宴席曲终人散，但大家兴致犹浓，都说本次聚会非常有益，有人惊呼这是金融界的“兰亭”一聚。值得如“兰亭序”一样记录下来。

谁来记录？大伙直指发起者，发起者谁？笔者是也！是为记。

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>