

当前 A 股，历史有鉴

内容摘要

苹果市值飙升匪夷所思。短短一个季度时间，苹果市值已升近五成，而去年苹果市值也攀升了八成。不管市场分析师再乐观估计也没有苹果股价走行快。以一家市值近 6,000 亿美元全球最巨型公司而言，非但匪夷所思，相信也史无前例。

企业盈利才是根本。人口问题不是股市升跌最核心原因。发达国家退休人口陆续增加将会减少该国的消费，对该国企业盈利将有一定影响。但全球新兴经济发展迅速以及有数以 10 亿计的消费者进入市场，其购买力能抵消发达国家退休人口的消费减量，而他们在未来数十年将成为全球经济增长和企业盈利的上升动力。

国际投资者正在减持商品。近期国内密集出台的经济数据，显示经济增速回升的势头弱于预期，而信贷增长和叠加季节性旺季因素对实体经济的刺激作用并不如意，再加上进出口数据依旧疲弱，商品价格正面临一轮下滑压力。

黄金避险功能下降。一直受投资者追捧并称为“硬通货”的黄金，其避险吸引力在下降并受到基金的抛售。基金经理普遍认为，黄金肯定是一项风险资产而非避险工具，其引伸波幅与股票没有两样。所以他们更愿意在风险资产中配置股票而非黄金。

“降准”暂时落空。监管当局估计在考虑以下几个问题：一是松银根必会推高 CPI；二是提升景气条件下，将会阻碍去产能周期的运行；三是过快作出政策干预，将阻碍国内经济转型的正常启动。因而，短期之内政策的不确定性对投资者来讲的确很纠结。

当前 A 股，历史有鉴。上证指数自 2 月高点 2478 点以来的回调正在重演 2005 年 6-7 月的调整市势，尽管在时点的对应上会有一些偏差，但按照波动的结构来看，估计节奏是一致的，年内即会显现反弹—回调—再反弹—再回调的双重箱式格局。

* : 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、央行适度放水的基调不变
2012.03.30
- 2、饭局中的投资智慧
2012.02.29
- 3、往事不须记，来日更可追
2012.02.07

一、“水源”推升道指，“苹果”雄霸天下

1、伯南克热衷 QE 瘾，是否推出仍存悬念

藉口又好、憧憬也好，始终还是伯南克高招。继“口头 QE3”后，先是一字不提 QE，市场解读是 QE3 无望；再而向《华尔街日报》透露“冲销版 QE”向市场试水温。结果是，QE3 开闸的憧憬对最近一段时间以来的美股走势相当正面。

前期笔者提到美国经济增长尽管缓慢，但算平稳，实施 QE3 的条件可能下降。但细想一想，伯南克口口声声表示美国需要更快增长来创造新职位，并为长期超低利率政策辩护，明眼人一听就知道是为今年大选年做准备，若要推 QE3 助选奥巴马，相信不会迟于 6 月底。

事实上，近期美国十年债息返回二厘水平以上，在伯南克新发明的冲销式扭曲操作下，相信可以有效遏制通胀，有利美国经济持续复苏。一般认为，美国经济复苏会刺激通胀，息口会上调，但今次的复苏与过去的复苏有所不同，完全是伯南克精通货币主义人为地制造的结果。要将局部行业主要是科技业创造的复苏扩展至其他行业，届时银行见到复苏势头，自然会愿意放宽商业信贷，进一步刺激整体经济向好。当然，我们最终还不知道会否推 QE3，但最低限度地，美联储透过加码买入按揭抵押证券(MBS)是肯定会持续的。

表 1: 标普 500 指数 30 次前 52 个交易日升逾 5% 的年份

年份	前 52 天 升幅 (%)	同年余下时 间变幅 (%)	年份	前 52 天 升幅 (%)	同年余下时 间变幅 (%)
1975	25.45	4.86	1995	7.87	24.33
1987	20.77	-15.52	1989	7.82	18.02
1931	16.1	-54.41	1997	7.42	21.96
1991	13.13	11.64	1954	7.3	35.16
1967	12.15	7.08	1999	7.1	11.6
1976	11.9	6.48	1929	6.94	-17.63
1998	11.86	13.24	1983	6.51	10.1
2012	11.71	?	1945	6.1	23.21
1943	11.67	6.97	1951	5.92	9.84
1986	11.07	3.2	1958	5.85	30.43
1961	10.5	11.43	1972	5.69	9.56
1930	10.35	-35.19	1985	5.55	19.69
1971	9.91	0.82	1956	5.52	-2.75
1988	8.73	3.38	1964	5.49	7.09
1934	8.53	-12.2	1944	5.23	8.14
1936	8.49	17.91			

资料来源: 平安期货研究所

2、美股一季升，全年或会上升

经济数据持续向好，QE3放水政策仍在预期。标准普尔在过去的52个交易日上升11.71%，为1928年以来同一时段第8大升幅，难怪不少投资者嗟叹自己过于谨慎，错失这一升浪。

表1显示过去80年来美股首52个交易日升幅至少5%的年份，标普500指数于同年余下时间的变动情况。从该表可见，首52个交易日上升至少5%的年份合共30次，其中有24次年份于余下时间继续上涨，下跌仅有6次。今年是升是跌，值得拭目以待。

另一个现象也值得留意，美股与美元近期基本同升同落，而美债息也出现回升，可能意味着投资者避险情绪降温，资金从美债流入美股。如果今年以来股、汇同步上升势头持续，说明美元受惠于“水源”流入美国而非避险情绪升温，对美股实属利好。

3、苹果市值飙升匪夷所思

过去一个月，留意全球股市的投资者会发现，对苹果市值的报道以铺天盖地来形容。的确，400大关、500大关、直至600美元（下同）大关，短短一个季度的时间，苹果市值已升近五成，而在去年苹果市值也攀升了八成。不管市场分析师再乐观估计也没有苹果股价走行快。笔者无意评估苹果估值的高低，惟其摆在眼前的是，过去数周苹果股价犹如火箭般上升势头，以一家市值近6,000亿元（4月10日收市市值5,860亿）全球最巨型公司而言，非但匪夷所思，相信也史无前例。

图1:苹果股价一飞冲天（2011.03-2012.04）



资料来源: imeigu.com、平安期货研究所

就4月初不到十个交易日，苹果股价最高冲上614元，市值随股价激增超过800亿元（折合为5,000亿人民币）。笔者试比较一下，看下苹果升得有多“疯狂”。

目前，国际最大投行的高盛市值为630亿元，最大的运动品牌耐克（Nike）市值为510亿元。以4月16日收市计，国内最大的上市公司工商银行A股市值为3,490亿元（22,000亿人民币），中国石油2,850亿元（17,900亿人民币），中国平安500亿元（3,130亿人民币），招商银行400亿美元（2,580亿人民币），换言之，苹果市值相当于高盛的近十倍，“工行”的近两倍。十个交易日的市值增速，可以“吞下”两个“招行”。如此惊人的表现，唯有当年科网股狂潮才见过。

讲到上世纪末即1999年前后的科网股泡沫，路透社著名财经博客Felix Salmon

旧事重提，把苹果近日的劲升与网上零售商亚马逊 1998 年 12 月 16 日至 1999 年 1 月 6 日 14 个交易日的股价表现比较。话说当年亚马逊股价从 1998 年 12 月 16 日的 242 美元劲升到翌年 1 月 6 日的 400 美元，14 天市值增长 130 亿美元，即平均每日进账近 10 亿美元。相比之下，苹果市值近 10 天内劲升 800 亿，平均每日进账 80 亿。

笔者觉得，上述比较倒不是市值基数上有问题，而是直接比较意义不大。其一，当年科网狂潮时期亚马逊尽管已闯出名堂，但泡沫爆破时仍分文未赚；反观苹果，近期股价呈抛物线飞涨，只因 iPhone 及 iPad 大卖，现价市盈率尚不足 20 倍，与美股大市相若。绝不能与十多年前天文数字市盈率的亚马逊作比较。

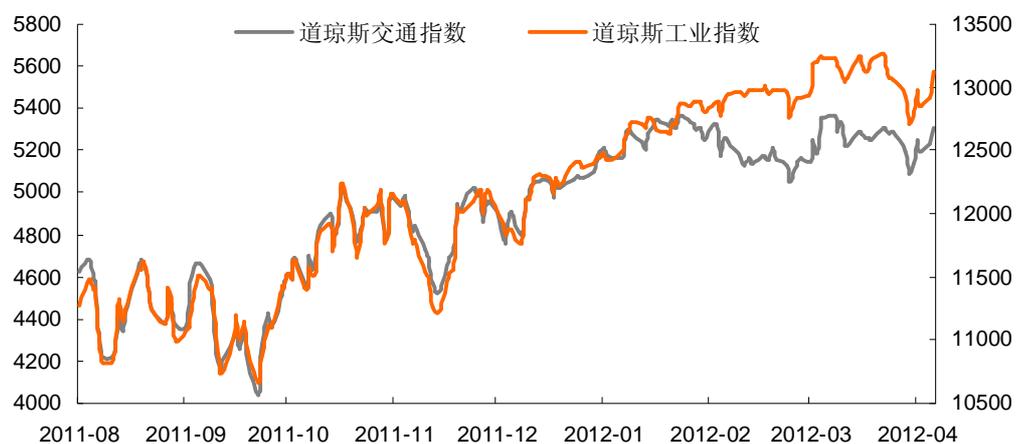
4、派息意味“苹果”催向成熟

不过，值得投资者关注的是，现任“总舵手”库克宣布苹果将动用庞大现金储备来派发股息，这是 17 年来的首次。许多人认为这象征苹果已步入成熟期。苹果“水浸”后派息，一个近似的对比是十年前的微软。微软在 2003 年首次派息，及后股价强势不再。然而，当前苹果年化派息是 1.8 厘，市盈率 20 倍左右；微软当年派息才 0.8 厘，市盈率 23 倍。苹果是否会步微软后尘。笔者认为关键在于苹果未来产品的创意会否持续。十年前微软开始失去新意，无论苹果派息与否，更重要是消费者何时或会否对苹果产品产生厌倦。

5、交通指数背离藏杀机

尽管前述我们统计分析了美股年内上涨的概率在增加，但从近期美股走势表现来看，有两方面值得留意：一是道琼斯交通指数自 2 月开始与道指背驰，二是包括众多小型股的罗素 2000 指数，表现落后于由大型股组成的标普 500 指数。这是一个非常重要的讯息，根据道氏理念的信条，若工业平均指数与铁路指数（现已改为交通指数）一旦出现背驰，则后市应引起注意。

图2:道琼斯工业平均指数与交通指数正处背驰状态



资料来源：文华财经、平安期货研究所

交通指数 2 月开始掉头向下，相信与油价高企运营成本上升有关。然而，必须看到，交通运输需求皆取决于全球经济的好坏，其数据或指数表现是重要的领先经济指标。若交通指数与道指（工业平均指数）背驰，正是高油价压力下经济开始转弱的表现。由此可见，未来交通指数转向追随道指上升的可能性较小，而道指转向跟随交通

指数下跌的概率反而加大。除非有外力作用——美联储立推 QE3 以重聚人气，否则从短期来看，美股二季度呈现弱勢的格局正在形成。

二、股市涨跌关键看企业盈利

1、人口老化不是经济衰退的主因

在 3 月 30 日的随笔中，我们提到日本经济泡沫爆破后并持续失去二十年的前世今生，其中人口老化问题是当今经济学界一致认可的主因之一。人们认为，由于日本已步入人口老化阶段，未来十年，当一人踏入工作年龄，便有多人步入长者年龄。退休人口的增加意味储蓄上升消费减缩，社会有效需求下降，企业盈利减少，如此形成恶性循环。退休人口最终会卖出手上的股票来维持生计，而买入股票的年轻人口正在减少。由于欧美国家人口老化与日本大致相同，因此，未来十年日本甚至世界股票的回报率将会下降。

听起来似乎有一定道理，但我们观察一下全球人口的发展状况。地球上现有 70 亿人，以目前的增长率推算，世界人口将于十年内升至 80 亿。尽管西方经济体近年面临经济困境，人口增长缓慢消费也在下降。但新兴经济体尤其是金砖国家的强劲经济增长以及远远快于西方发达国家的人口增长的双重拉动下，收入增加推动消费升级，股市繁荣持续。他们将积累的资本投入股市，在全球一体化的今天，这类资本还会投入到欧美股市上来，从而推动全球资本市场的繁荣。

另一方面，西方国家次债危机后尽管经济困顿，但以美国为首的主要西方国家已慢慢步入复苏坦途，发达经济体强大的体积一旦启动将助推全球经济及股市步入新一轮繁荣期。因此，世界越融合，资本越来越打通国与国的界限，从而推动全球资本市场的持续繁荣。所以说，日本人口老化不是股市升跌的理由。

2、日股崩溃乃泡沫吹得过大

事实上，日股崩溃其实有一个更合理的解释，就是日经指数自 1989 年底升至接近 4 万点高峰，很多股票的市盈率普通超过百倍甚至千倍水平，而房地产更兴旺到荒谬地步，如东京皇居周围近 1.32 平方公里的房产价值，更是超过了美国加州的总和。

但更疯狂的，这些泡沫的物业依然接受日本银行业做贷款抵押，这是导致日本出现漫长银行危机的重要原因，最后甚至日本政府也拒绝出手处理。因此，把泡沫爆破后出现的失去二十年归咎于人口老化问题，就好像把脚痛怪罪到天气，完全不合逻辑。

3、企业盈利才是根本

既然人口问题不是股市升跌最核心原因，那么影响股价的根本又是什么？显然企业盈利才是根本。正如上面提到的全球最巨型的企业——苹果电脑一样，强劲的赚钱能力才是股价飙升的原因。同时，大家也不妨细心观察一下世界各国的股市历史，几乎没有一家持续增长的上市公司其股价不是上升的。

诚然，发达国家退休人口陆续增加将会减少该国的消费，对该国企业盈利将有一定影响。但全球新兴经济发展迅速以及有数以 10 亿计的消费者进入市场，其购买力能抵消发达国家退休人口的消费减量，而他们在未来数十年将成为全球经济增长和企业盈利的上升动力。

三、国际投资者正在抛弃商品

1、数据转差，基金忙于降低商品仓位

近期国内密集出台的经济数据，显示经济增速回升的势头弱于预期，而信贷增长和叠加季节性旺季因素对实体经济的刺激作用并不如意，再加上进出口数据依旧疲弱，商品价格正面临一轮下滑压力。

据外媒报道分析，中国是铜、铁矿石、钢铁及大豆等最大的消费国，但当前中国的宏观经济数据阴霾不晴，国际大型资产管理机构正在关注近期的经济数据对市场产生的影响。Armstrong 投资管理公司的联合执行合伙人 Patrick Armstrong 自 2 月以来一直在减持铜，仓位已从 6% 降至 2%。他认为，目前中国补充库存的行动已暂告段落，投资者曾在极度避险的仓位布局下转为极力追赶一直在上涨的品种，短期内这类商品正处于阶级性回吐。

2、黄金避险功能在下降

基金流动追踪机构 EPFR Global 的数据显示，今年累计流入大宗商品的资金规模远不及去年。截至 4 月初，包括现货及期货基金在内的大宗商品类基金，以及持有矿产资源的相关股票型基金，在全球累计吸引资金约 35 亿美元，去年同期为 46 亿美元。而包括股票型基金、与期货合约挂钩的上市交易产品的能源类基金，全球范围内获得约 25 亿美元的资金流入，去年同期为 58 亿美元。

至于近年一直受投资者追捧并称为“硬通货”的黄金，其避险吸引力在下降并受到基金的抛售。基金经理普遍认为，黄金肯定是一项风险资产而非避险工具，其引伸波幅与股票没有两样，所以他们更愿意在风险资产中配置股票而非黄金。

四、数据不明朗，A 股短期欠缺动力

1、北大“老外”教授看淡国内经济

近日，北大光华管理学院美籍教授 Mi Chael Pettis 发表文章与英国著名财经杂志《经济学人》“拗手瓜”（掰手腕）。《经人》认为，若以市场汇率为准（即并未像购买力平价般经过物价差异调整），中国 GDP 将于 2018 年将超越美国。

北大“老外”对《经人》认为中国 GDP 于六年后超美不以为然。他认为内地经济规模哪一年超越美国并非看淡的重点。针对《经人》的观点，他提出三大异议：一、中国经济增长能否历久不衰，令人怀疑；二、内地 GDP 统计有没有给多年来的过度投资所夸大；三、近期国内政局波动，对未来经济发展转型尤为关键。

尽管观点比较悲观，并略显过虑，然而近期 A 股及国内外大宗商品价格出现持续下滑的势头似正体现上述的担忧。

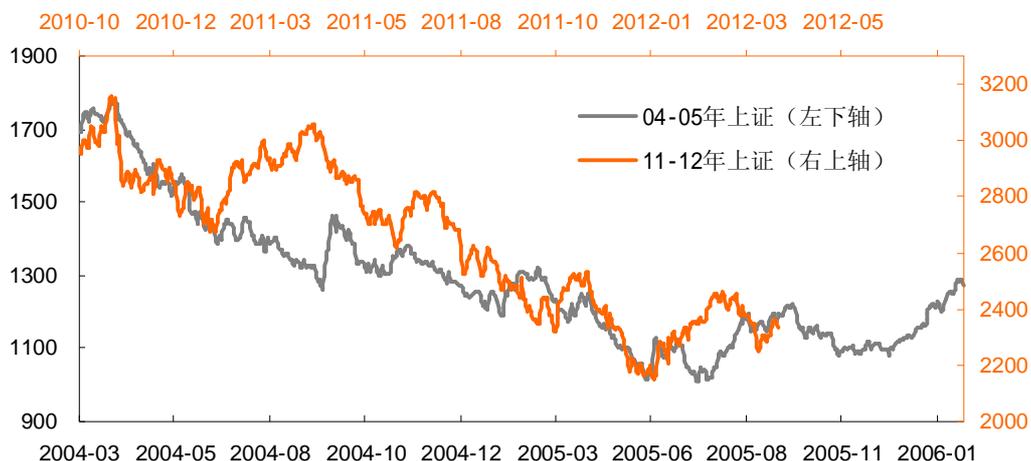
2、货币增速快于预期，“降准”暂时落空

一季度宏观经济数据已于上周公布完毕，尽管 GDP 按年增长 8.1% 低于此前大多数机构的预测，但 3 月份信贷 M2 增长 13.4% 远超预期，意味短期“放水”暂缓。

事实上，总理温家宝在 3 月工作报告中提出 7.5% 的 GDP 增长目标，与当前 8.1% 还有着一定空间，不见得增长已超出底线。而 M2 增幅更胜过大多数券商的预期，说明一季度新增信贷还是比较宽松的。这显然已封死了短期下调存准的可能性。

尽管本栏一直认为年内将会下调二至三次存准的可能性，但短期（二季度内）还不具备这一条件。细心想一下，监管当局估计在考虑以下几个问题：一是松银根必会推高 CPI；二是提升景气条件下，将会阻碍去产能周期的运行；三是过快作出政策干预，将阻碍国内经济转型的正常启动。因而，短期之内政策的不确定性对投资者来讲的确很纠结。

图3:上证指数2005年底部与当前走势比较



资料来源: wind、平安期货研究所

3、当前 A 股，历史有鉴

我们在 A 股年报（资本大弈局·谋攻篇《上下同欲，终而复始》，2012 年 2 月 16 日）策略中明确指出，今年大盘的走势将与 2005 年 998 点大底部触底回升时的走势如出一辙。具体而言，上证指数自 2 月高点 2478 点以来的回调正在重演 2005 年 6-7 月的调整市势，尽管在时点的对应上会有一些偏差，但按照波动的结构来看，估计节奏是一致的，年内即会显现反弹—回调—再反弹—再回调的双重箱式格局。

由是察之，A 股当前正处于年内二次寻底的小周期过程中，虽然无法估计周期低点出现的时间及区域，但笔者认为 3 月 30 日的随笔分析依然有效：尽管二季度 A 股仍将受到多种负面因素困扰，但二三季度属投资旺季，资金需求会缓慢回升……届时，A 股并不缺乏向上攀升的动力。

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>