

祝君“马”到成功!

内容摘要

由炒金到炒比特币。近期又有一个泡沫在诞生,就是全球金融热议的比特币。内地媒体报道,中国已经成为比特币最大交易国,中国大妈疯狂抢购,已成为继黄金之后另一投资新欢。但黄金与比特币均没有利息收入,当市场息率成本上升,吸引力将大打折扣。

全球资本齐玩泡沫。全球长期低息环境,流动性到处流窜,先后催生了二十年的债券长牛市,十年的黄金牛市,如今又导演了一幕比特币的疯狂投机。但至今低息未变,流动性未减,而可供选择的投资品却不多,下一个投资标的无疑是欧美股市。

四大金刚如何配置。在退市预期之下,全球资本将再次回流美国市场,美元指数将恢复上升动力。黄金不利因素持续发酵,明年逢高做空仍属主基调。而债息低于股息的强大冲击下,债券熊市持续蔓延;若风险厌恶者依然留守债券的话,应投资息率较股票息率高的垃圾/高息企业债。

外资憧憬,内资谨慎。国内外投资行为有所不同。外资受全球宏观政策影响,将中国经济放在全球角度上考虑,三中全会后强大的改革预期,是驱动海外投资者看多中国的重要因素。而A股反应冷静,其实是投资者心态已死,A股经过长达6年熊市后,更多是不相信当前改革能推动A股走牛。

“马”年或将开启新态势。12月份的弱势正为后市演绎“一月效应”铺设能量。2014年1月或一季度转头向上的可能值得期待。展望2014年,上证指数上半年的运行区间将处在2050-2400点,价格中枢会有所上移。全年仍以宽幅震荡为主,全年波动中间位大致处在2200点之间。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研 究 所 宏观策略团队

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn
投资咨询部 整理/分发

✍: 明 枫 (宏观策略)

☎: 86-755-83786971

✉: cenweizhong495@pingan.com.cn

📄: 期货从业资格:F0271803

本报告图表制作、数据来源由唐子健提供

相关报告

- 1、房产刺“泡”何时了
2013.12.10
- 2、主流观点就肯定对吗?
2013.11.21
- 3、盲从孳生泡沫,三中督定前程
2013.11.12

一、泡沫故事还在上演

1、由炒金到炒比特币

近期又有一个泡沫在诞生，就是全球金融热议的比特币（Bitcoin）。事关较早前中国五部委突下禁令，禁止金融机构参与交易，并表示会采取措施应对可能出现的洗黑钱风险。内地媒体指出，中国已经成为比特币最大交易国，中国大妈疯狂抢购，已成为继黄金之后另一投资新欢。

何为比特币（BitCoin）？笔者搜索了一番，这是一种 P2P 形式的数字代码，不依靠特定货币机构发行。由一化名为中本聪¹的神秘人士于 2009 年通过特定算法及复杂程序设计。比特币与其他虚拟货币最大的不同，是其总量的稀缺性。该货币系统在近 4 年来只有不超过 1050 万个，之后的总量将被永久限制在 2100 万个之内。

在当前各国量宽盛行的环境下及比特币的稀缺性，出现热炒可以理解。商品也被视为对抗量宽（通胀）的工具，尤其是黄金一度被捧上天。当然，所谓的需求需真金白银，也可以是对未来需求的预期。当这个预期愈来愈大、甚至偏离了合理估值时，价格便会出现泡沫，而爆破时便会造成重大冲击。

2、QE 愈大，炒作愈浓

相对而言，比特币应该较其他商品对量宽的变化更为敏感，因各国开动印钞机追逐供应不变的比特币，成为引导需求的重要来源。若参考黄金的经验，比特币的牛市是否已经完结？在供应层面，黄金相对较为稳定，尽管矿产供应仍然有所上升，但幅度有限，可见，需求是主导价格的关键，这一点与比特币非常相似。

量宽推出后，投资者预期美国以至全球经济将出现恶性通胀，美联储狂印钞票将导致美元贬值，黄金价格因此成为受追捧的对象，黄金 ETF 持仓量过去数年一直攀升，也造就金价一度创出 1920 美元的历史记录。

但是，投资者担心的恶性通胀迟迟未至，全球经济复苏的步伐也有所加快，以及美联储退市的时间愈来愈近。国际大行及基金经理反手抛售黄金，导致 ETF 持仓量持续减少，令这股原先推动价格上升的需求动力，成为价格下跌提供压力。

笔者认为，黄金与比特币具备众多相似之处，最终的走势也可能殊途同归。当全球经济好转，量宽规模缩减，市场剩余的流动性减少，对黄金及比特币的需求也会下降。除此之外，黄金与比特币同样不会产生利息收入，当市场的息率成本上升，吸引力也会被打折扣。

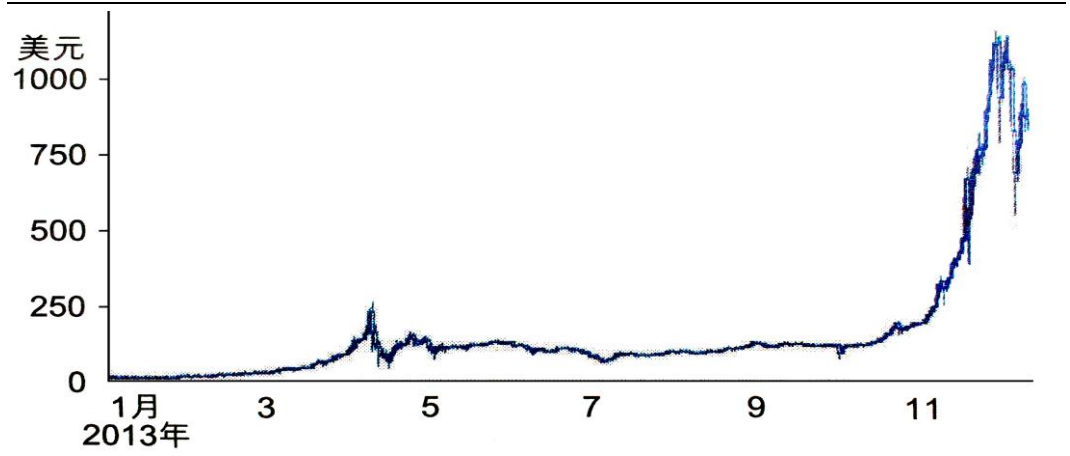
3、政府掌握生杀大权

比特币近月急升，催化剂是全球最大交易平台 BT China 宣布取消交易费，大大刺激投机氛围，仅 11 月即由 200 美元一单位急升到 1166 美元。但监管禁令一出之后暴跌至 558 美元，最后又戏剧性反弹，截至上周报价为 908 美元。

¹据国外媒体报道，计算机科学家特德·尼尔森（Ted Nelson）在 youtube 上爆料化名中本聪的比特币创始人其实是日本京都大学 33 岁的数学教授望月真一。

尽管有外资大行如美银美林看好比特币会上见 1300 美元²，但各国政府诸如法国央行发表报告警告比特币可能存在拒收风险，又指一旦被黑客盗取，将没有法律追索权。而更要紧的是各国政府严格限制其交易范围，甚至会有人破解供应量限制在 2100 万这条复杂的电脑程序，可见，狂炒过后的比特币风险极大。

图1:比特币价格年初至今走势



资料来源: Coindesk.com、平安期货研究所

何况，若以投机角度粗略分析，假设比特币短期投机因素驱使价格真的急升至 1300 美元，潜在上升空间也仅 43%，但万一泡沫爆破，价格则可能重返 4 月的 250 美元低位，潜在下跌空间则是 73%。现时是否值得入市，投资者要理性分析。

4、大妈入市触见顶讯号

“中国大妈”曾经参与炒卖黄金，成为黄金价格见顶讯号标志，中国大妈已成为盲从跟风的专有名词了。如今大妈们又蜂拥参与比特币的炒作，比特币的命运由此可见。

黄金与比特币相比，两者均具备避险功能，但目前全球经济没有出现重大风险事件或恶性通胀的威胁。中国政府对比特币的封杀，与索罗斯等基金出售黄金也有异曲同工之影响。但投资者有一点是需要谨记的，比特币不是人民币，正如前美联储主席格林斯潘所讲，虚拟货币不是真正货币，根本没有内在价格。

5、全球资本齐玩泡沫

金融世界泡沫处处，尽管上周美联储突然宣布退市，但低息预期还将长期存在。“债王”格罗斯认为，现时已走到 T 字路口，面对着一个未明朗的转折点，向左走及向右走是两个极端的结局，一是有可能继续攀升，直至泡沫继续膨胀，二是受到财政和货币政策的负面影响，杠杆游戏结束，泡沫爆破。

格罗斯指出，欧美日股市的表现正反映投资者预期各国央行宽松政策将永远维持下去，利率亦会被人为地控制在低水平，四大央行（欧美英日）的姿态恍如向投资者暗示，大家要习惯负利率，参与风险投资，以达到经济复苏。换句话说，即全球齐玩泡沫。

笔者认同债王的观点，其一、各国央行推动 QE 及低息预期，投资者没有其它选择，

²美银美林货币分析师 David Woo 将比特币与 3 家大型国际汇款公司 Western Union、Money Gram 及 Euronet 作比较，并尝试以较乐观的看法推算其价值，假设比特币能跻身行业前列，成为国际电子商贸及汇款的主要企业之一，而储藏价值又与白银看齐，那么比特币的总市值应可达 150 亿美元，折合每单位合理价 1300 美元。

惟有涌入股市；其二、美股正在步美债后尘，是 QE 下最后一个泡沫。

显然，全球处在长期低息环境，流动性到处流窜，先后催生了二十年之久的债券长牛市，十多年的黄金大牛市，如今又导演了一幕比特币的疯狂投机。但至今低息政策未变，流动性未减，而可供选择的投资品却不多，全球资本只能扑向下一个投资标的，它又是哪个品种？无疑是欧美股市了。

二、退市了，四大金刚如何配置？

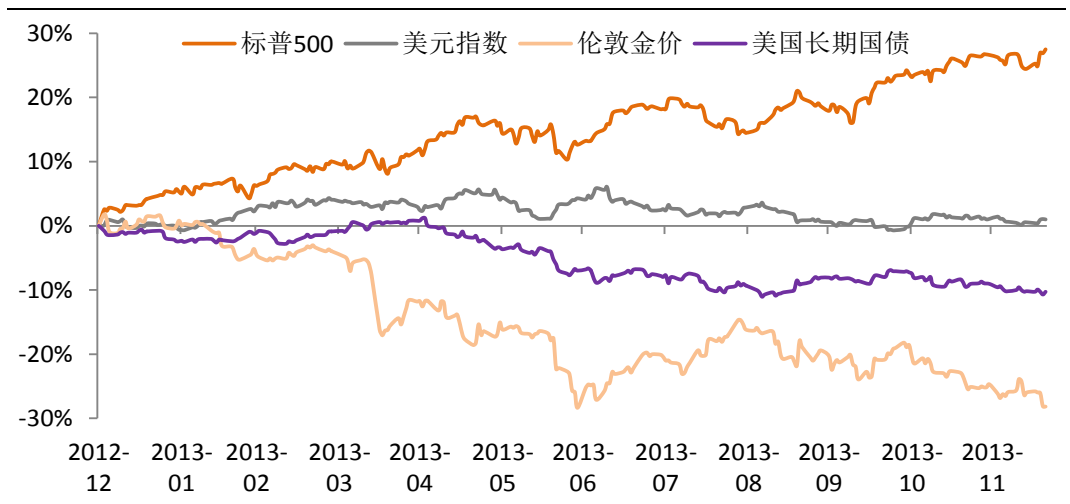
1、退市美股不跌反升

本月 19 日美联储宣布减少买债 100 亿美元之后，美股不跌反升，大涨近 300 点，再创历史新高。为何美联储缩减 QE 反导致美股飙升？花旗集团货币分析师史蒂芬·英格兰德（Steven Englander）在一份评论中这样解读：“美联储的声明被视作一个非常鸽派的缩减决定，小幅度的采购规模减少，弱化失业率作为加息的触发条件，失业率这个指标现在将是以通货膨胀作为先决条件，而且项目的终止并没有设定一个时间表。”

显然美联储最核心的意图是：不论失业率跌至既定的目标，只要通胀依然处于低水平，QE 终止或加息就没有时间性。一句话，就是要说服市场，虽然退市但低息仍会持续。这对美股来说哪有不升的道理？！

2、四大金刚，股市领先

图2:四大金刚2013年走势比较



资料来源：wind、平安期货研究所

就今年来说，透过对股债金（商品）汇等不同的资产走势观察，投资者不难发现以下情形。传统上，股债金汇是资产市场四大金刚，回顾今年全球炒作主流，基本离不开 QE 进退、货币升贬和债跌股升等三大主线。以下笔者选用标普 500 指数、美国长债 ETF、伦敦现货黄金及美元指数，看一下 2013 年四大金刚资产回报故事。

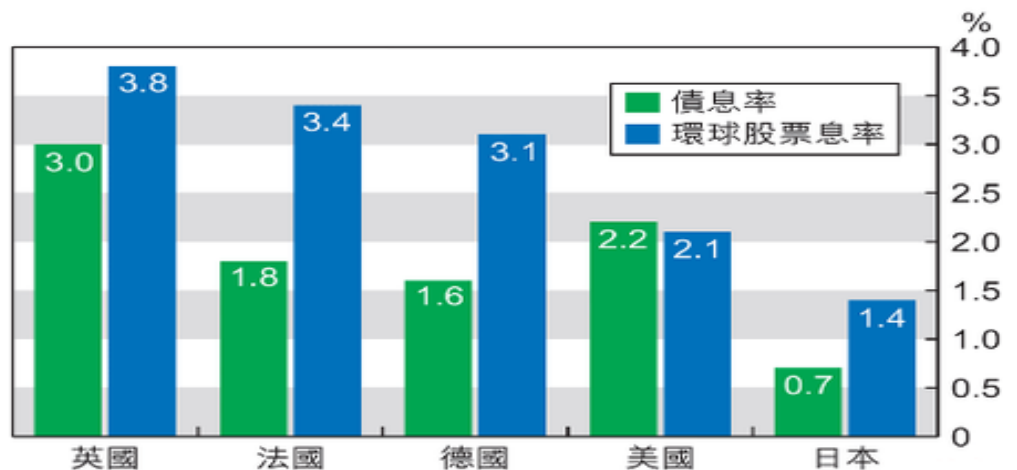
图表可见，表现最出色无疑是标普 500 指数，其回报明显抛离其他资产，代表发达国家股市 2013 年以稳步上升的势头领先所有资产。

处在钟摆另一端的是黄金，几乎是美股的“镜面倒影”，今年以来逐波下行，主因

是通胀低企、QE 言退、风险偏好上升等不利因素所冲击。

美元指数全年表现几乎回到原点，这已经是第三年徘徊在80点水平。美联储缩减买债只闻楼梯响，市场风险偏好主导了市场，QE退市的正面支持减弱，可见投资者对滥印钞票损害美元购买力仍然忧心忡忡。

图3：全球股票息率较债券息率高



资料来源：平安期货研究所

而近年一路领先的投资品——债市，由于受退市影响，今年债息大涨，美债长达十多年的牛市宣告终结。若以股息率及债息率比较，现时英、法、德、日债券息率均较股息率低（图3），意味着债券回报率低，要赚息只能选择股市；而美债例外是因为美股持续上升拖低了股息率，同时美联储部署退市也令债息回升所致。

综合上述今年资本市场表现成绩表来看，“弃金从股”、“弃债从股”显然是2013年最佳写照。那么，2014年又会怎样？

3、经济“不温不火”，最利股市前景

笔者近日翻阅报章，综合各大中外投行全球宏观策略分析，对2014年经济形势有以下三种假设情形：

(1) 经济失衡，即政府债务及紧缩政策引致衰退，或中国增长大幅下滑，步入通缩，类似传统上的熊市末期情况，这一情况可能性为20%。

(2) 大幅增长，全球增长展现动力，通胀上升，央行收紧银根，类似传统上的牛市初期情况，可能性为25%。

(3) 缓慢增长，经济基调仍然脆弱，发达国家就业、通胀仍处低水平，央行持续宽松政策。经济处于不冷不热状况，可能性高达55%。

笔者认为，第三种可能性是最为利好股市的情景。如果经济转坏，央行虽有放水憧憬，但对股市最为不利，因为企业盈利将因衰退而下跌；反之，如果欧美经济不冷不热，美联储维持适当的宽松环境，即使美国退市，亦在较长的时间内难以加息，企业利润能在温和增长中扩张，才是最有利股市的情景。

因此，在退市预期之下，全球资本将再次回流美国市场，美元指数将恢复上升动力，做空外币将成主要选择。黄金不利因素持续发酵，通缩风险、退市启动、ETF持仓锐减等挥之不去，明年逢高做空仍属主基调。而债息低于股息的强大冲击下，国际市场债券熊市持续蔓延；当然，若风险厌恶者依然留守债券的话，比较的基准不应是国债收益率，而应是投资息率较股票息率高的垃圾/高息企业债。

尽管如此，四大金刚中唯有欧美股市成为最后或唯一的最佳选择。2014年全球游资还将聚焦发达国家的股市，欧美日市场泡沫故事还将上演！

三、“马”年 A 股展望分歧大

1、钱荒又来，股指承压

近日 A 股出现罕见的 9 连跌，其中主要与银行又现“缺水”有关。不过，6 月钱荒乃由央行一手“策划”，其背景是经济下滑，理财产品膨胀，信贷风险大增，目的是要银行收敛在影子银行的贷款。

本次“钱荒”显然与 6 月存在本质不同，主因是临近年结，再加上央行停止逆回购，以致拆息急升。然而市场屡次显现缺水，可见央行正面临利率市场化引起的挑战，如何确定流动性、信贷及货币总量与价格并非容易。国内新一轮的缺水现象，迫使央行已不可能随意收紧货币政策。

经此一役，上证指数从 12 月初的 2250 点大跌至 2070 点以下，下跌近 200 点。原本前期看多市场的好友不见了踪影，市场从相对强势转向相对弱势，正处于分析师盘点明年市势的当下，多少给大家最起码是心态上蒙上了一层阴影。

2、外资憧憬，内资谨慎

从今年全球市场格局来看，股票跑赢债券及商品；发达股市跑赢新兴股市；北亚股市跑赢东南亚股市，这一现象已成为全年的趋势，且有延续下去的可能性。中国市场是 H 股跑赢 A 股，这一趋势的背后，可以归因于两地市场结构、投资者口味及流动性有别等诸多因素。

笔者认为，两个市场表现差异，其中一个重要原因是反映中外投资者对“改革概念”的两种态度，外资对三中全会改革有憧憬，并在加码配置大中华资产；而国内投资者的态度就显得保守谨慎得多。

为何 A 股投资者如此悲观？又或外资太过乐观？瑞银证券在最近一份研究报告指出，H 股上涨的主要逻辑是估值升级，A 股投资者看重成长性，海外投资者更关注“尾部风险”，而他们认为改革有助消除尾部风险，因而重估中国市场，配置在大市值周期股。

笔者认为，国内外投资者行为有其不同之处。外资受全球宏观政策影响，将中国经济放在全球角度上考虑，7 月时看淡是相对全球来说风险大于外围才遭到抛售；三中全会后强大的改革预期，是驱动海外投资者强力看多中国市场的重要因素。

而 A 股反应过分冷静，其实是投资者心态已死。近期急升的金融股，H 股一直处于溢价，意味国内投资者态度谨慎。A 股经过长达 6 年的熊市后，更多是不相信当前改革

能推动 A 股走牛。加上钱荒的困扰、改革转型经济增长下调以及资金紧张，A 股上升的力量从何而来？

3、正确看待政策对 A 股的影响

不过，笔者观察到，习李在过去大半年已为经济进一步减速大放风。总理李克强在 7 月上下限讲话中，指出增长底线是 7%，也就是市场的底线。习近平也指出，要在 2020 年实现 GDP 及城乡居民人均收入较 2010 年翻一番的目标，每年 7% 的增长就已足够。市场关注增长目标，是担心经济将进一步下滑，重演上半年“硬着陆”之忧，对股市再次造成冲击。

其实外资更愿意看到中国经济减速，因为代表着改革空间更大。全球最大的投资机构贝莱德（BlackRock）日前发表的报告就是一个典型的外资观点：投资者应跳出 GDP 增长数字游戏，经济放缓是件好事，尤其政府正努力以消费驱动经济增长，关注的焦点应由增长转向改革（包括政策细节，政策执行力）的演变。

贝莱德认为：三中全会带来的改革蓝图，市场经济角色得到加强，如果能够稳步实施改革，在相对全球偏低的估值，未来一年 A 股估值有获得上调的动力。

事实上，经济改革刺激股市上涨，中外例子屡见不鲜，例如 1979 年英国的撒切尔主义改革，90 年代初的印度辛格改革，以至最近的安倍经济学改革，都驱动了该国股市的中长期上涨态势。

4、“马”年或将开启新态势

要判断 A 股趋势，不妨先回顾次债危机以来的五年时间，全球主要股市的回报情况。

图4:全球主要股市五年来的市场表现



资料来源：wind、平安期货研究所

从数据看到，过去 5 年，美股升幅近 8 成，回报超过一倍，日股回报也达 9 成，可谓牛气冲天；港股尽管升幅仅 6 成，但包含股息回报却达到 9 成，不输于美日股市；而上证指数过去 5 年仅有 15% 升幅，平均每年仅 3% 的涨幅，含股息回报也仅 22%，大大跑输美日港市场，也不如刚渡过欧债危机的欧洲股市。如无意外又一次位列 2013 年全球股市排行榜的末席。

表1:全球主要股市五年来回报率比较

主要股市	2008年 12月31日	2013年 12月30日	升跌幅	含股息回报
美股: 道琼斯指数	8776.39	16504.29	88.05%	115.05%
欧股: EURO50 指数	2447.62	2909.37	18.87%	48.87%
日股: 日经平均指数	8859.56	16291.31	83.88%	100.88%
港股: 恒生指数	14387.48	23244.87	61.56%	91.56%
A股: 上证指数	1820.81	2097.52	15.20%	22.17%

资料来源: wind、平安期货研究所

多年以来,作为经济晴雨表的中国股市,表现远逊于经济水平。然而,正是因为长期不合理的发展,导致中国股市畸形表现。目前深沪股市的流通市值为 20.65 万亿人民币,总市值约为 24.77 万亿。而沪市平均市盈率约 10 倍;深市平均市盈率约 20 倍。按照当前各主要行业的平均市盈率水平分析,基本上仍属于价值投资的区域。剔除其他因素影响,以金融业为代表的主要行业相应的估值水平就显得更低。

正因如此,被喻为中国私募教父的赵丹阳,蛰伏 6 年,近期放出豪言,指当前是投资 A 股的最佳时机。赵丹阳曾于 2007 年下半年接近历史高位区域,宣布终止“赤子之心”担任顾问的多只信托,理由是“就我们的投资能力,已找不到既符合我们的投资标准又足够安全边际的投资目标”。

事实证明赵丹阳的判断准确。在最近接受《金融时报》专访时,一反常态不再谈论前景,而是“实牙实齿”地推销自己的信托产品。据报道,赵丹阳将在华润信托发行两款产品,重新决战 A 股。6 年前赵氏把基金清盘后预示 A 股见顶;6 年后,再度募集基金,重新看好 A 股不言而喻。

5、“一月效应”呼之欲出

赵丹阳看好 A 股或许是他个人的观点和判断。但从近一个月以来,尽管 A 股连续出现下滑,依然看出机构投资者重新布局的身影。全国社保、QFII 及 RQFII 等觊觎大型蓝筹股已有多时,表现得极有耐心与绝对不事张扬。而 IPO 重启及优先股试点尽管引来市场各方的争拗与猜度,但情况就像 2005 年股权分置前非流通股一样,改革者决意“硬啃骨头”,就是要给资本市场改革扫清障碍。

A 股当前缺的并非好消息或资金,而是投资者的信心。如果配合整套改革、股市机制改善,投资者信心将会大大得到提振,2014 年 A 股重新反超前并优于全球主要股市并非天方夜谭。

表2:1991年以来(共22年)上证指数每年12月下跌统计,及翌年1月、一季度表现

	年/次数	占比	平均波幅
12 月份下跌表现	13	56.52%	-6.87%
12 月下跌 5%以上表现	10	76.92%	-8.15%
1 季度上涨表现	15	68.18%	14.56%
“一月效应”表现	13	59.09%	12.11%

资料来源: wind、平安期货研究所

事实上,观察 1991 年以来每年 12 月的市况,发现 12 月份出现下跌的年份占去了

22年的13年/次，占比近6成；在下跌的13次中，超过5%以上跌幅的有10次，占比超过7成。更值得注意的是，翌年一季度上涨共有15次，占比68.18%，涨幅平均达14.56%。看来年底例淡似乎是历年惯例。

由此可见，12月份的弱势正为后市演绎“一月效应”铺设能量。即1月份将触底回升并阳线报收，形成对全年走势的指引。“一月效应”在过去20年超过6成上升，而在最近几年的“一月效应”更为明显，显示2014年1月或一季度转头向上的可能值得期待。

展望2014年，笔者估计上证指数上半年的运行区间将处在2050-2400点，价格中枢会有所上移。而下半年波动区间会扩大到1960-2500点，全年仍以宽幅震荡为主，全年波动中间位大致处在2200点之间。

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>