

往事不须记，来日更可追

内容摘要

“春节攻势”催化“一月效应”。尽管龙年开局不算尽善尽美，但市场情绪氛围还是比较正面的，毕竟自1月以来，尽管欧债问题一直困扰市场，但资本市场的表现却好于预期，春节前强劲攻势无疑推动“一月效应”的形成，“龙抬头”有了一个好的开端。

宏观因素仍然主导今年商品升跌。宏观经济环境仍是主导大宗商品市场走势，而非前期媒体舆论纷纷强调今年商品属性将主导商品期货市场。当中尤以全球各地的经济状况成为主导周期性商品价格的关键，而欧债问题、美元走势及地缘政治风险，也将是影响今年商品市场走势的重要元素。

周期性商品需求减弱将现沽压。受到债务问题困扰下，资产回避势必导致美元汇价转强，无论是长线或短线对商品市场绝非好消息。能源价格很可能从高位回落至85-107美元之间；金价在中印需求支持下应在1500-1520美元构成安全网，若美联储推出QE3可望再将金价推至2000美元或以上；新兴市场放缓对铜价将构成压力，并可能使之回落至6500-7000水平；而农产品在美元强势的预期下也表现强差人意，但也要视乎美国QE3及全球种植天气状况才能判断明确方向。

“N”型趋势横跨龙年。A股具有“一月上升，全年皆升”的规律，且笔者多年来一直指出2007年以来将以三个熊市的姿态出现。今年A股的走势将以“N”型，即先冲高后回落，再次回升的过程。上半年的目标为2600，全年的目标大约在2800-3000附近。

* : dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 宏观策略小组

! : 明 枫 (宏观策略)

☎: 86-755-83786971

* : cenweizhong495@pingan.com.cn

一、昨日不堪回首

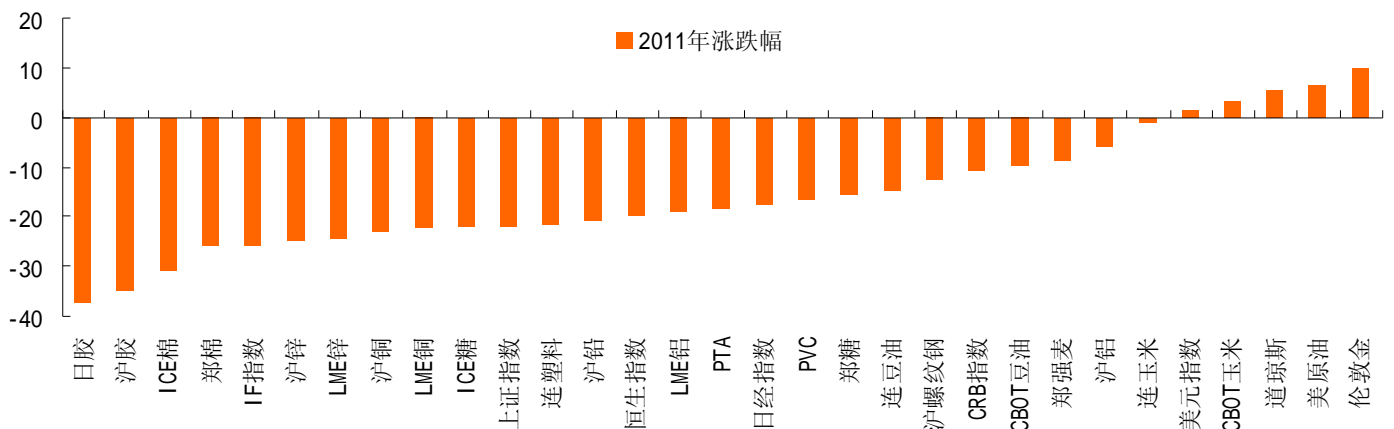
1、“春节攻势”催化“一月效应”

节后的第一周，国内市场表现基本平稳，尽管A股首日未见开门红，但全周还是收在三周以来的高位上，乃给了投资者一个满意的开年利是。商品市场第一周表现反复，主因是节前“春节攻势”过于迅猛，节日其间外围更是火爆异常，导致节后冲高回落成了必然。

尽管龙年开局不算尽善尽美，但市场情绪氛围还是比较正面的，毕竟自1月以来，尽管欧债问题一直困扰市场，但资本市场的表现却好于预期，春节前强劲攻势无疑推动“一月效应”的形成，“龙抬头”有了一个好的开端。

话说去年，全球主要商品表现大为失色，除了黄金、原油录得5-10%的涨幅外，其中胶价、棉价、锌价跌幅均超过25%-35%以上，铜价、糖价及其他化工品跌幅也超过15-20%以上，其余跌幅均超过5%以上。股市方面，A股全年下跌21%竞列全球第二，倍感意外的是，深陷债务漩涡的欧股却好于A股，英股仅跌5%，美股更是小涨5%。

图1:全球金融市场2011年主要品种涨跌幅比较



资料来源:wind、平安期货研究所

2、A股跌幅全球第二

回顾A股历史，沪综指历年最大跌幅发生在2008年(65%)和1994年(22%)，也就是说去年跌幅为史上第三。导致A股跌势连绵的主因是：银根收缩导致经济放缓，上市公司业绩倒退；市场无节制的IPO与再融资，“大小非”到期大套现；以及外围经济及市场负面因素的拖累影响。

其中，备受市场诟病的由政策主导而无节制的IPO与再融资，被视为A股暴跌的元凶。从相关数据统计，去年有277只新股，集资2720亿人民币(已比前年4911亿缩小五成)。如果连同港股的集资，去年中港筹得730亿美元，高于纽交所及纳斯达克(487亿美元)融资额的2倍。以IPO宗数计，深交所位居全球第一；以融资计，深交所第二，港交所第三，上证所第四。显然，国内近1.25亿股民，平均每天蒸发286亿元财富，全年市值缩水7万亿元，已超出东部发达地区14省市GDP总和，可谓昨日不堪回首。

二、经济恶化裁员潮至

1、国际投行忙裁员或关闭业务

由于全球经济恶化，国际投行业绩持续倒退。近月高盛传出两名获器重的交易部高层同时离职而令华尔街愕然。事实上，经济转坏金融机构收益大幅下降，近一年来高盛股价下挫已超过五成。

《华尔街日报》报道，由于业内面对交易收益减少和风险交易限制，使得证券交易业务大为失色，而将落实的伏尔克法（Volcker Rule）强迫银行结束利润可观的坐盘交易业务，高盛去年便关闭了2个坐盘交易组合。因此，高盛此次人事变动只是刚刚开始，根据伏尔克法规，衍生工具监管规则和全球新银行资本要求将于上半年落实，令投行要动手重组相关业务，可能会带来更多的裁员或管理层变动。

另一方面，苏格兰皇家银行（RBS）上月底宣布一个三年计划，裁减3500个投行职位，并出售或结束证券及顾问业务，其中计划逐步出售亚洲市场的现金证券业务。RBS于次债危机后由英国政府接管并持有83%股权，这次重组是希望未来三年把全球银行及市场业务（GBM）的资产负债规模缩减30%到3000亿英镑。

2、裁员潮正扑向地产暴利行业

不仅外围市场如此，国内市场也一样面对裁员潮，最明显的莫如地产行业。据深圳市场观察，由于成交量严重萎缩，在“吃不饱”的状况下，新一轮“关店潮”再次掀起，包括中原、世华、港置等中介机构纷纷在近期出现裁员或关店。

而去年圣诞前夕，网络一条消息让恒大地产陷入一场公关危机。公司一份关于裁员的“红头文件”被公布：这家年销售超过800亿，名列行业第二的房企准备在未来三个月内裁减30%员工，按该企业二万员工计，共裁六千多人。

3、IPO减少保代贬值，券商投行忙变盘

就连最为吃香的国内证券保荐代表人（简称保代）也面临大减薪甚至大减员现象。据《经济观察报》报道称，券商保代将告别稀缺，当前保代已增至2047人。相对2011年500个融资项目已经供过于求，实际上2010年就已出现40%保代没有保荐过任何项目。拥有保代最多的国信证券，去年其总体IPO仅39家，其155名庞大的保代团队就显得有点多了。因此2012年即使发行节奏不放缓乃维持500个，但保代人数还将增长，供给过剩将更为严重。

曾几何时，2004年首批获得保代资格的67家券商及609名考试合格的保代人员成了名噪一时的投行“金字塔尖”人物，年薪动辄数百万。但目前耗费券商大量成本的保代将一去不返。一些券商高层说，保代薪酬的高企是因前期的紧缺，以往同行之间利用高薪互挖做法将会结束，“溢价”也将消除。

投行竞争格局正发生变化，业务能力将取代保代数量成为券商投行下一轮竞争目标。大多数券商已没有对保代的渴求，感兴趣的是项目的质量及过会的成功率，待遇也更倾向项目成功后的提成。去年底开始，平安证券在其他券商保代数量增长的同时却逆向减少，虽然这有行业之间竞争的因素，但与平安证券自身对于投行策略及业务

模式变化也有很大关系。由此可见，保代资格逐渐回归到类似执业资格的常规身份，保代本身不再意味着天价薪酬。

三、马雅警示末日线路图

1、另一个循环的开始？

近日欧亚极寒天气持续，部分地区降至零下 40 多度，已有逾 300 人死亡；中国内蒙呼伦贝尔地区天气也持续降至零下 30-40 度，专家认为是北极涛动引致。而春节期间深圳也遭遇严寒，气象部门称今年春节是深圳数十年来最寒冷的一年。历见种种异常气象，联想去年以来的诸如日本地震及核辐射、欧债危机、伊核事件、阿拉伯之春等一连串天灾人祸，催人想到马雅人的末日预言。

在中美洲阿兹特克的“历法石”上，马雅文明的“长计历”大循环从公元前 3114 年 8 月 11 日开始，在 2012 年 12 月 21 日结束。但马雅人从没有预言过世界末日，它只是告诉我们另一个循环的开始，一如中国的天干地支，60 年一甲子无始无终。不过他们却教懂我们末日是怎样炼成的。

1839 年，美国人史提芬斯踏足墨西哥中部的密林里发现帕伦克古城的马雅文明。马雅文明曾拥有详尽的历法与宏伟的城市群，但为何一夜之间突破消失？

2、集体决策长期失误导致衰亡

学者认为公元八、九世纪，马雅人经历数次大旱灾，因粮食需求而大量砍伐，令水土流失而土地变得贫瘠。而另一方面，王族钟情建造宏伟宫殿而管治奢华无道。最终天灾降临，因资源溃乏人祸爆发，帝王管治瞬间消失，饥荒、战乱令人民尸横遍野，庞大建筑群无以为继。美国学者戴雅蒙（Jared Diamond）在《大崩坏》（Collapse）中总结马雅文明衰败的“灭亡线路图”，指出了人们在危机迫在眉睫时，却无人想去解决？在据说末日来临的 2012，甚为警世。

《大崩坏》的核心思想是集体决策长期失误导致危机加深的过程，可分为四个阶段：一、未能预见问题的出现；二、问题出现了却未能察觉；三、问题察觉了却无解决企图；四、到想解决时败象已成恨错难返。

第一步是未能预计问题的发生。人的知识有限，世事变幻，往昔经验未必合用，合适教训却遭遗忘。第二步是未能察觉问题的发生。事情摆在眼前却难以量度，如气候暖化或次债危机，千变万化、高低起伏，不易发现或察觉。

重要的是第三步，明知有问题却不想办法解决。古往今来，人类发展史均离不开当权者与平民大众在利益分配问题上的博弈。极小数权势者多是利欲熏心，好大喜功，以慑人的建筑，引人膜拜，巩固权威，建立管治的合法性。而平民大众尽管人数众多但缺乏合力，只知道反抗要付出代价，在强权之下选择屈服、妥协。所以大部分人明知到制度或政治问题所在，但未必有人去挑战或尝试改变。

3、败象已成恨错难返

当权者疯狂角逐荣耀极力维护权益自然不愿意改变现状。而平民大多相信宿命，生怕抗拒会带来痛苦还不如承认事实，甚至心理上也会抗拒改变，形成当权者与平民集体陷入不理智行为，甚至指出皇帝新衣的人，甚至会遭人鄙视指责。戴雅蒙举例说，居住在即将崩溃大坝下的人，表现最为无动于衷，因为既无选择，只能当问题不存在，才能免于疯狂。又如某电影（已忘记了）里有关囚徒心态的对白：“监狱很有趣，初进来时你会恨它，慢慢你会习惯它，当时间过去，没有它你会活不下去。”

败象已成，才痛思己过，灭亡线路图的第四步即最后一步，就是想要解决时但机会已过。俗话说：不见棺材不流泪，城市衰亡、文明毁灭。2012年没有末日，如果有，乃祸来祸去因自招。

四、宏观因素仍然主导今年商品涨跌

展望2012年，平安期货研究所从去年11月至今已先后出版了七份大型研报，充分阐述了我们的观点，笔者再强调一下，宏观经济环境还将主导今年大宗商品市场走势，而非前期媒体舆论纷纷强调今年商品属性将主导商品期货市场。当中尤以全球各地的经济状况成为主导周期性商品价格的关键，而欧债问题、美元走势及地缘政治风险，也将是影响今年商品市场走势的重要因素。

1、新兴市场放缓降低商品需求

尽管美国近期经济数据向好，但与强劲复苏似乎仍有相当的距离，再加上政治争拗白热化，很可能阻延推出刺激经济的措施，扼杀去年底已改善的势头。欧洲经济受到债务困扰肯定会陷入衰退，而现时最大问题是新兴市场经济体似乎也出现放缓，这对周期性商品的需求将带来重要影响。以原油为例，由于欧美需求下降，国际能源资讯署2012年原油需求增长预测全部来自新兴经济体，若最终这一需求未能达标，对油价将构成极大压力。另一方面，单是中国便占到全球铜需求的四成，若“保八”不成，后果将非常严重。

2、债务困扰美元成为避险资产

此外，欧债问题对商品市场将继续造成影响，特别是上半年欧猪多国面对庞大集资压力，届时债券收益率会否再次飚升，并加大市场风险情绪。受到债务问题困扰下，欧元下跌成为大概率事件，资产回避势必导致美元汇价持续走强，无论是长线或短线对商品市场绝非好消息。

当然，美元是否走强将取决多个因素，当中尤其与美国经济状况有极大关系。若美国经济增长步伐仍然缓慢，美联储便有可能再度推出QE3，对美元短期会造成一定冲击，再加上这一措施会增加市场的流动性，对商品价格将带来一定提振。尤其是金价有可能因此而摆脱近日弱势，今年或再有一次冲浪表演。

3、周期性商品将再现沽压

整体而言，笔者对2012年商品市场的走势较为谨慎，特别是周期性商品价格面对需求放缓将出现较大沽压。如依赖地缘政治风险支撑的能源价格，很可能从高位回

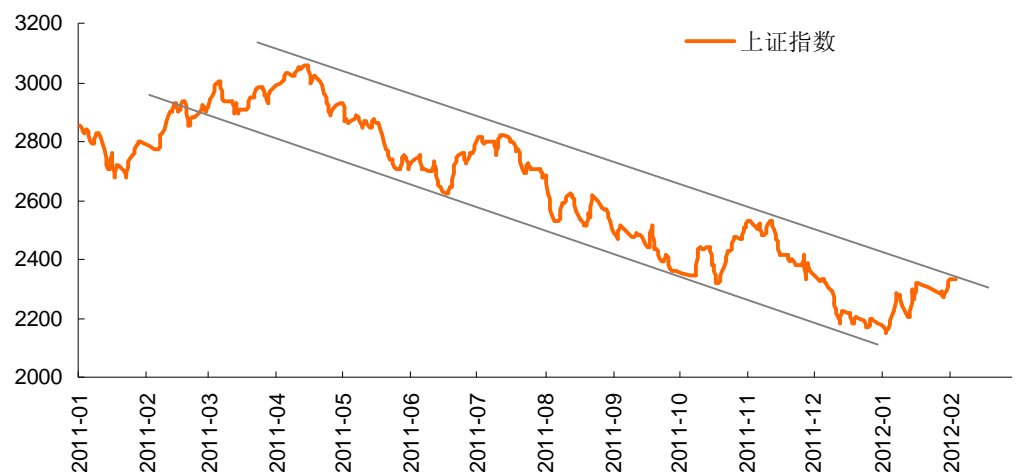
落，高低波幅预期在 85-107 美元之间。金价在中印需求支持下应在 1500-1520 美元构成安全网，若美联储推出 QE3 可望再将金价推至 2000 美元或以上。

现货商于铜价接近 7000 美元时购买意愿提升，但高位预期不会超过 9000 美元，但新兴市场传来更多放缓信息，对铜价将构成压力并可能回落至 6500-7000 水平。而农产品在美元强势的预期下也表现强差人意，但也要视乎美国 QE3 及全球种植天气状况才能判断明确方向。

五、大行 A 股预测分歧大

节后 A 股第一周阳线高收，大盘已逼近下降通道阻力，短期虽会反复但春节攻势的势头依然存在，2 月份向上冲击 2450-2460 点去年 11 月裂口位的可能性较大。至于龙年 A 股总体表现，国内外大行纷纷发表了对 A 股的全年预测。

图2: 上证指数2011年沿下降通道逐级下行



资料来源:wind、平安期货研究所

1、外资机构较为乐观

据《第一财经日报》报道，外资投行几乎一致看好今年 A 股市场，普遍认为有 20-30% 升幅，野村证券认为今年下半年中国经济会复苏，股市的吸引力会回升。大和资本则认为 A 股投资机会在下半年，经历上半年波动后，全年实现“V”型上涨。瑞银证券也指出整体利润增速下半年会明显回升，下半年机会更大一些。但高盛则认为 A 股的机会集中在上半年，随着通胀的缓慢回落，可能再次下调存准率，货币政策逐步趋松，届时流动性会增加。

2、内资券商相对谨慎

而国内券商中，中金公司与高盛对 A 股机会判断趋于一致。认为一季度市场由于欧债问题再度反复而出现调整，但预期上半年还是会创出高点，此后可能再行回落。此外，国内券商普遍认为政策宽松的预期加强，流动性好转比较确定，单边下跌将不会出现，但受经济增速放缓与欧债危机深化等不利因素掣肘，A 股反弹高度仍然有限，

认为上证指数核心区域集中在 2100-3000 点。

其中申万、国泰君安预测最高为 3000 点较为乐观，而中信、中金预测高点在 2800-2900 点较为谨慎；而中银最为悲观，预测全年的低点为 2000 点。

六、一月效应：牛市进入新征程

1、一月上升，全年上升

笔者认为，今年 A 股肯定会好于去年，去年平安期货研究所连续三季以《起点之年》的系列分析报告，充分阐明了 A 股正处在大转折时期。而今年正在去年筑底的基础上驱动新一轮上涨的第一个年头。尽管不会一帆风顺，但春节攻势已经打开，一月效应就是明证。

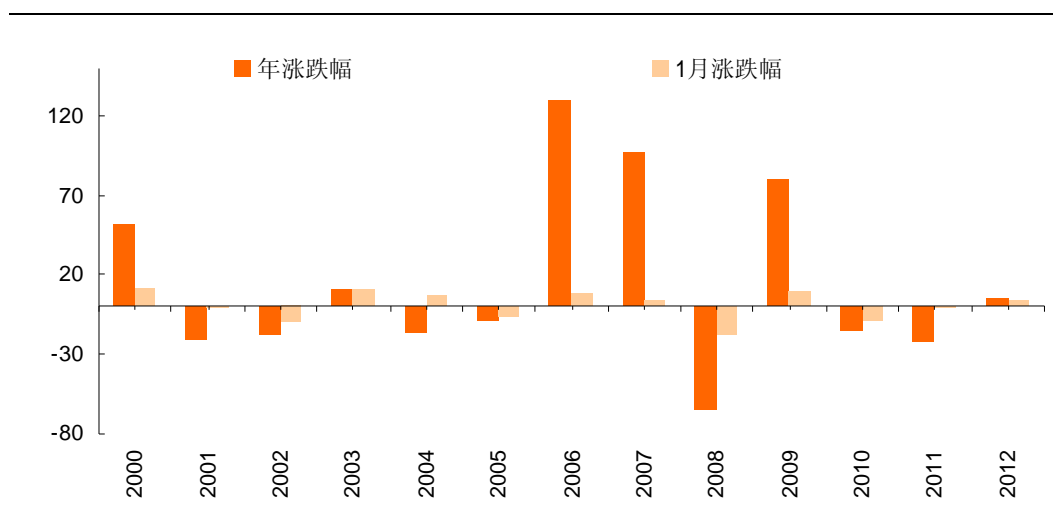
表 1:1 月份涨跌幅与全年涨跌幅对比

年份	1 月涨跌幅	全年涨跌幅
2006	8.354	130.4354
2007	4.144	96.65928
2008	-16.69	-65.3941
2009	9.328	79.98254
2010	-8.784	-14.3131
2011	-0.619	-21.6753

资料来源:wind、平安期货研究所

说到“一月效应”，就是说一月份的升跌影响全年的意思。不妨观察一下 2006 年以来的六个年头的 1 月行情，表 1 显示，1 月上升的年份有 2006、2007、2009 三年，其余 2008、2010、2011 三年均下降，巧合的是前三年均是上升的年份，后三年均为下跌的年份。事实上，不论在国内股市，外围股市历来均有“一月上升，全年皆升”的说法，准确性颇高，值得大家参考。

图3:过去12年，除2004年外，其余年份1月效应非常灵验

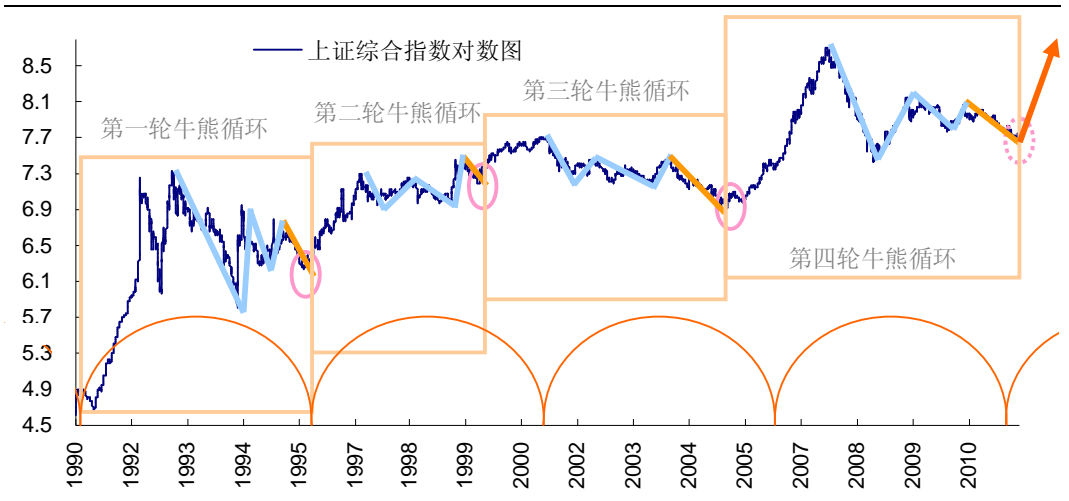


资料来源:wind、平安期货研究所

2、熊三结束，新牛熊周期开始

笔者多年来一直指出 2007 年以来将以三个熊市的姿态出现，即 6124-1664 为熊一，历时 12 个月；1664-3478 为熊二，历时 10 个月；3478 到今为熊三，（至 1 月 2132 止）历时 29 个月，符合道氏理论熊市三期的原则。同时，A 股二十年来 5 年为一个牛熊周期的运行规律已出现了完整的三个，第四个也在 2011 年进入时间之窗，显然，如果上述分析有效，则 2011-2012 年之交将是新一轮牛熊周期的起点。

图4: 熊市三期完结，新一轮5年牛熊周期重启



资料来源: wind、平安期货研究所

3、“N”型趋势横跨龙年

笔者认为，春节效应带来了人气，随着 CPI 的逐步走低，银根放松的空间将打开，2-4 月市场反复回稳的概率增加。但由于二季度欧债问题再度困扰，5-6 月份冲高后将会回落。笔者认为，由于下半年整体利润增速可能会明显回升，同时二、三季之间物价将到达低点，而上市公司毛利率估计也可能在此时探底，历史证明，当股价回落并与上述两者重合，市场同步触底回升，并催升下半年行情的到来。

可见，今年 A 股的走势将以“N”型，即先冲高后回落，再次回升的过程。上半年的目标为 2600，全年的目标大约在 2800-3000 附近。

龙年伊始，严寒依旧，但春天已至。马雅的警示犹如在耳，但不会有末世。往事不需记，来日还可追。但愿龙年投资人有好收成！

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>