

主流观点就肯定对吗？

内容摘要

反其道而行，A股年底会否逆势反弹。 2010、2011、2012、2013年1-10月份连续四年下跌。根据持续四年的弱市特征，反其道而行之，则今年11-12月出现反弹的可能性或许值得期待！

主流观点过于悲观。 当前媒体及券商投行基于中国经济转型的不确定性，一直弥漫着看淡A股未来数年走势的主流观点，对经济增长、公司业绩和改革前景方面的预期过于悲观。

改革预期催生新机会。 2014年包括相对流动性、政策确定性的相对风险溢价、上市公司治理等方面预期都将产生积极变化。随着中国经济改革的深入，改革红利将持续释放。投资者对经济增长可持续性重拾信心，A股有望迎来估值修复机会。

改变传统思维，将有全新视野。 与发展的眼光观察中国经改进程，所得到的是与主流观点不一样的思维模式。从三中全会公报及细则的进一步公开，舆论及市场一致认为会议内容超预期。当前强调相反理论，剖释人心情绪变化，A股聚集太多看淡情绪，短期出现反弹实属必然。

黄金困惑一：QE效应不彰。 美联储购债计划的确是推动金价上升的主要原因。如QE1及QE2，造就了2009-11年黄金牛市。但为何到了QE3，金价却无法延续涨势？原因是货币流速恶化，抵消货币膨胀对金价产生的刺激效应，造成QE3阶段不涨反跌。

黄金困惑二：退市延后，反不利金价。 根据传统思维，退市延后按理应有利于金价，但事实上却并非如此。举例来说，正当耶伦获提名掌管美联储之时，金价当天反而大幅下跌。还是同样的理由：越QE，受惠的不再是金价，利好落地便成利空。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 宏观策略团队

✉: dept_paqhtzzxb@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、盲从孳生泡沫，三中督定前程
2013.11.12
- 2、理性兽性同获奖，经济转型需时日
2013.11.05
- 3、富人暴增，商机凸显
2013.10.24

一、相反理论关乎恰到好处

1、“由头好到尾”？

90年代初期，香港电视香烟广告大行其道，不少创意经典广告现在还记忆犹新，如“总督”香烟一句“由头好到尾”，既平实又意会，言下之意是总督香烟从头到尾都是好味道。今年以来，国际股市持续向好，是否如总督香烟一样“由头好到尾”？

美银美林新任全球股票策略师哈尼特 (Michael Harnett)，近期频频发表“重磅”分析报告。前周，他从历史及相反理论的角度，探讨今年最后2个月美股可能出现的变化，其分析颇为特别。

所谓从历史分析，哈尼特统计了1928年以来的美股数据，发现标普500指数在过去的85年内，共有34年在前10个月录得10%以上涨幅。在这34个年份中，美股在余下2个月(11-12月)录得正回报共有28年，比率高达82%，平均升幅6% (最高是1935年的+31.2%)。在这34年中，最后2个月录得负回报的只有6个年头，比率不足18%，平均跌幅更是微不足道(最大跌幅是1943年的-2.0%)。

表1:标普500指数历史回报(1928-2013)

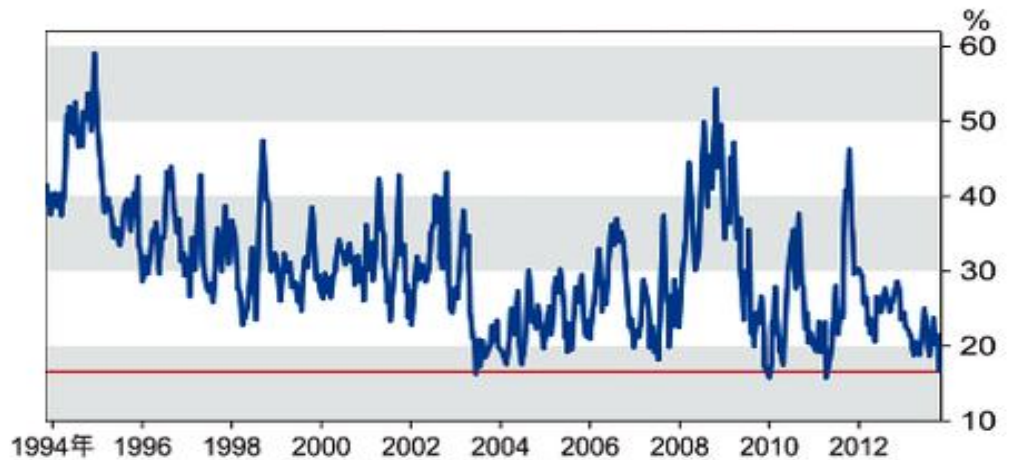
年份	1-10月(%)	11-12月(%)	全年(%)
1935	31.16%	7.78%	41.37%
1975	29.87%	1.29%	31.55%
1933	29.48%	11.27%	44.08%
1958	28.36%	7.56%	38.06%
1936	28.29%	-0.29%	27.92%
1954	27.69%	13.57%	45.02%
1995	26.61%	5.92%	34.11%
1945	25.38%	4.26%	30.72%
1938	24.83%	-0.23%	24.55%
1997	23.47%	6.10%	31.01%
1928	23.39%	12.32%	38.59%
2013	23.16%	——	——
1989	22.56%	3.83%	27.25%
1943	21.90%	-2.02%	19.45%
2003	19.42%	5.83%	26.38%

资料来源: wind、平安期货研究所

注: 由于数据较多，以上仅列出1-10月涨幅前15年的数据。

可见，历史数据对“淡友”并不有利。从一些投资情绪指标判别，下图是追踪投资情绪的AALL每周调查，看淡后市的比例与过去二十年的最低点相差无几。看来，美股今年“由头好到尾”似乎没有问题了。但市场上几乎绝大多数投资者的方向完全一致，市场还剩下多少尚未入市的资金呢？

图1:投资情绪每周调查: 当前看淡美股比例与过去20年最低点相差无几



资料来源: 彭博、平安期货研究所

2、反其道而行, A 股年底会否逆势反弹

相反理论者认为, 当市场上最后一个好友转向看淡投资而沽出手上头寸, 往往就是市场见底之时。反之, 当市场最后一个淡友转而看好后市, 那便意味市场上仅余的购买力亦消耗殆尽, 市场离顶部不远。

基于以上原因, 哈尼特指出: 今年首十个月, 美股累计升幅 23.6%, 乃上世纪二十年代胡佛出任总统以来表现第 10 佳的十个月回报。而债券回报则为零, 大宗商品整体呈下跌态势, 黄金更下挫近两成。基于人弃我取、人取我弃的原则, 哈尼特认为此时理应反其道而行之, 买入黄金沽空美股。

当前, 发达国家股市在流动性依然泛滥之时逆势沽空, 有没胜算, 风险绝对不能低估。相反理论的意义是在最极端的时候才会产生作用, 但如何恰到好处地把握好这个“最”, 的确是充满技巧及运气的。

同理, 不妨也看看上证指数 1991 年以来的数据, 统计发现 22 年来 1-10 月份上升年份共 12 年, 下跌年份 10 年, 升跌几乎各半。上升年份中, 11-12 月出现 5 年下跌、8 年上升; 下跌年份中, 11-12 月出现 7 年下跌、4 年上升。总体分析价值不大, 这可能是由于上证指数仅有 20 多年的数据, 在概率上应不具备如标普指数 85 年统计数据有效果。

表2: 上证指数历史回报 (1990-2013)

年份	1-10 月 (%)	11-12 月 (%)	全年 (%)
2007	122.57%	-11.64%	96.66%
1996	75.89%	-6.11%	65.14%
1992	73.27%	53.85%	166.57%
1991	68.19%	33.92%	125.24%
2009	64.53%	9.39%	79.98%
2006	58.30%	45.56%	130.43%
2000	43.52%	5.72%	51.73%
1999	31.21%	-9.17%	19.18%

1997	28.72%	1.16%	30.22%
1995	10.72%	-22.59%	-14.29%
1993	4.41%	2.33%	6.84%
1998	1.94%	-5.80%	-3.97%
2003	-0.69%	11.03%	10.27%
2013	-5.62%	——	——
2012	-5.94%	9.68%	3.17%
2002	-8.41%	-9.94%	-17.52%
2010	-9.10%	-5.73%	-14.31%
2004	-11.79%	-4.09%	-15.40%
2011	-12.10%	-10.89%	-21.68%
2005	-13.71%	6.24%	-8.33%
2001	-18.53%	-2.56%	-20.62%
1994	-21.45%	-1.09%	-22.30%
2008	-67.14%	5.32%	-65.39%

资料来源：wind、平安期货研究所

不过，笔者无意中发现，2010、2011、2012、2013年1-10月份连续四年出现下跌，分别是：-9.10%、-12.10%、-5.94%、-5.62%，且2010、2011年11-12月仍然向下，尽管2012年11-12月出现反弹。根据持续四年的弱市特征，反其道而行之，则今年11-12月出现反弹的可能性或许值得期待！

二、主流观点一定正确吗？

1、主流观点过于悲观

我们无法知道美股年末2个月会否极盛而衰，抑或A股年底前在绝大多数人看淡的情况下变盘而使得相反理论成为可能。但当前媒体及券商投行基于中国经济转型的不确定性，一直弥漫着看淡A股未来数年走势的主流观点。

不过，上周开始，中金公司连发几篇研究报告，一反当前的主流观点，主基调是看多明年A股市场，同时其研究部主管梁红女士也于10-11日连发两份报告，以相反的思维反驳当下主流观点。她认为当前市场主流观点对经济增长、公司业绩和改革前景方面的预期过于悲观。尽管本周已连续两天绝地大反弹，一洗颓势，市场“空气”氛围有所减缓，但中金的“非主流”观点仍值得分享。

中金公司的研报历来是国内券业研究员及基金经理争相研读的对象，原因除拥有国际超一流的经济及金融研究专才，过往成绩也证明中金研发方面的权威性和精准性。

梁红曾任高盛亚太区首席经济学家，2008年加入中金。其对于市场策划分析能力被不少机构认可，在2005年与2009年看多A股，2007年预测到次年金融危机的判断都被验证。同时梁红在预测CPI等宏观数据以及研判资本市场走势颇有见地，因此近日对2014年A股看多的分析，在圈内引起不小的震动。

2、改革预期催生新机会

梁红指出：A股在过去4年连续跑输全球主要市场，虽然每年上市公司盈利都实现正增长，但几乎每年大市收益均为负值（前述统计今年前10个月呈现负值）。

然而，2014年包括相对流动性、政策确定性的相对风险溢价、上市公司治理等方面预期都将产生积极变化。在上市公司盈利两位数增长推动下，以及投资者对中国经济增长可持续性重拾信心，A股有望迎来估值修复机会。

同时，她还就改革预期方面作出阐述：随着改革的深入，改革红利将持续释放。未来几年中国的居民城乡差异逐步缩小，数以亿计的农村居民跻身中产阶级消费者的行列；民营资本和外资企业可望获得更多的投资机会；以蓝筹国企为代表的价值投资将会崛起，甚至成为成长投资的理想标的。

她总结：市场中根深蒂固的悲观情绪仍在压制股指表现，A股的市净率和市盈率都已降至历史低点，但企业盈利正在逐步复苏。因此，2014年中国股市的投资机会值得期待。除了梁红之外，中金公司研究部也全线出动，以首席经济学家彭文生为首的中金宏观研究团队也发表《新经济的起点》研报。认为2014年全球经济将跨越2013年谷底，出现金融危机以来的首次同步复苏。美国增长稳健、欧元区边际改善显著、日本开始复苏、东南亚经济反弹、金砖国家企稳。虽然多数国家经济增速仍低于潜在水平，但“宽货币、稳财政”将是促增长的政策组合。

3、改变传统思维，将有全新视野

当然，中金的观点也仅是一种判断，准确与否还待时间验证。但有一点是值得留意的，就是一反市场主流观点的静态思维，并与发展的眼光观察中国经改进程。所以他们得到的是全新而与当前悲观的主流观点不一样的思维。

笔者9月底在一次报告会中，分析国内经济形势及A股走势时，以“政策与增长双驱动，中国经济回缓”为副题，指出国内市场经历多个季度下滑后，开始进入复苏阶段，随着未来政府政策改革措施的不断落实，将形成政策与增长双轮推动方式驱动国内经济及股市的复苏。

我们不能否认，中国经济转型及改革是长期的，当中少不免会出现改革及转型阵痛，甚至改革也是一种风险尝试而充满不确定性。主流观点的思维本来没有错，正如本栏11月5日《理性兽性均获奖，经济转型需时日》一文中，就指出市场的担忧：转型历时4-5年甚至更长；结构优化甩掉落后产能将牺牲经济增速；怎样培育新的增长点，房地产泡沫如何消除；改革拐点将导致“创造性破坏”，宏观经济面临短期压力等。

不过，我们从三中全会公报及相关细则的进一步公开，舆论及市场一致认为会议内容超出市场预期，本周A股连续两天大涨也体现了这一结果。根据笔者在三中全会前的观察，身边不少资深投资人在舆论一面倒的唱淡声中，坚持到最后的几个“死多头”已斩仓出局，进入空头行列。正所谓“当市场上最后一个好友转向看淡而沽出头上头寸时，往往就是市场见底之日”的相反理论真实写照。A股聚集太多看淡氛围，短期大反弹实属必然。

但我们更关注的是年底及明年A股市场的表现，笔者在11月12日的《盲从孽生泡沫，三中督定前程》一文对过往四届三中全会之后A股的表现进行了比较，总体来说比较正面，其中后三次都在会后三个月内出现大涨，三个月平均涨幅为16%。

此外，笔者还观察到，历届（四次）三中全会后上证指数一年或一年半内均走出牛市。如 15 届、17 届一年内分别有 21.61%、44.68% 的涨幅；尽管 14 届、16 届一年内平盘或下跌，但均在一年半内出现高级别的牛市（如 2005 年 6 月开始的牛市）。由此可见，十八届三中全会已经结束，未来一年 A 股最起码有一半上涨机率，而一年半后则是百分之百的机率。A 股经历 4 年跌市后，2014 年上涨的可能越来越大。

表3:三中全会过后，一年或一年半时间，A股大多走出牛市行情

过去 20 年的三中全会	召开时间	上证指数一年内涨跌幅
十四届	1993 年 11 月 11-14 日	-15.31%
十五届	1998 年 10 月 12-14 日	21.61%
十六届	2003 年 10 月 11-14 日	-0.10%
十七届	2008 年 10 月 09-12 日	44.68%
十八届	2013 年 11 月 09-12 日	

资料来源: wind、平安期货研究所

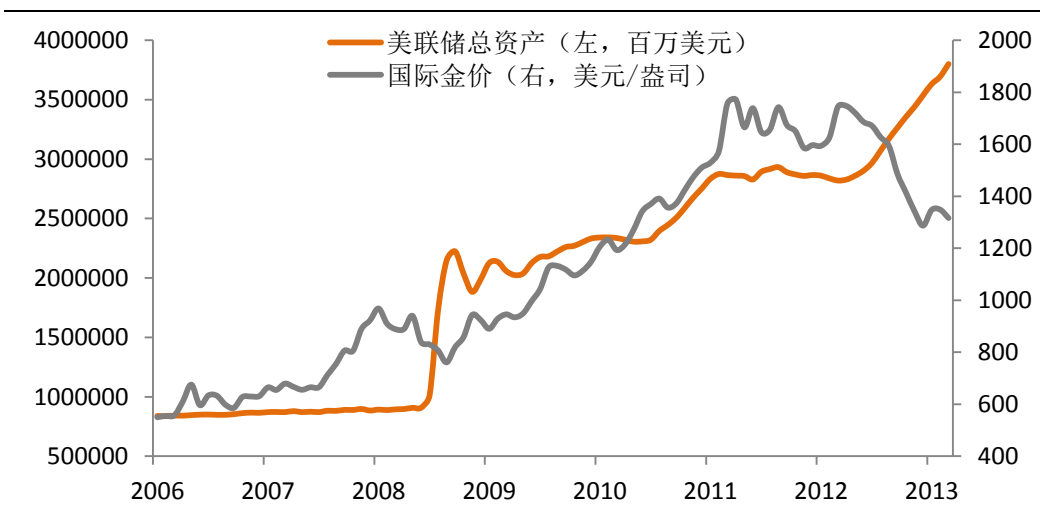
三、黄金走势与传统思维遭受困惑

1、困惑一：QE 效应不彰

近日在一个论坛上投资者问到 QE 与金价的关系，按理 QE 退出金价才会大跌，但他却非常纳闷，为何还未退出金价已从前期的 1700 美元跌至当前的 1300 美元附近，难道这一主流观点或传统思维出错了么？

我回应道：恰恰相反，正当美联储推 QE3 的时候，金价才开始下跌。因此，当前金价的涨跌与 QE 的进退没有必然的联系（见图 2）。有没有例子证明？第一例：10 月末，美联储宣布继续现行每月 850 亿美元的买债计划，按理不退市是有利于金价，但黄金从最高的 1361 美元下挫至 1306 美元水平。第二例：10 月 17 日美国政府部门重启，一场危机过去，金价却大幅回升。显然，单纯的主流思维并不能解释此刻金价变化动因。

图2: 美联储资产负债与金价走势，QE3后背道而驰



资料来源: wind、平安期货研究所

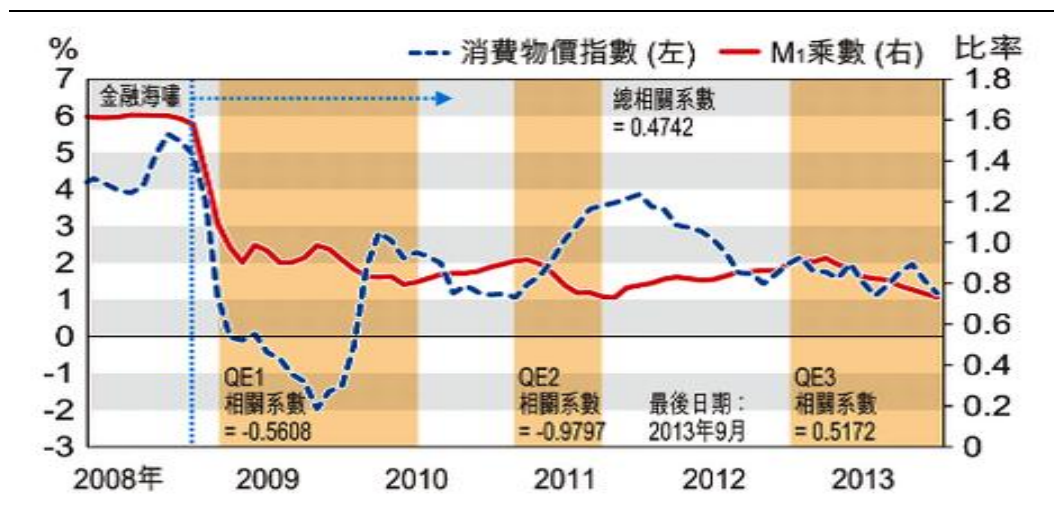
当然，从过去十年来看，美联储量化宽松购债计划的确是推动金价上升的主要原因。如 2009 年的 QE1 开始，扭转了金市跌势，由 700 美元一路快速飙升，到 2010 年 9 月的

QE2, 金市步伐更为迅猛, 至 2011 年 9 月到达 1922.9 美元的最高水平。但为何到了 QE3, 金价却无法延续前两次 QE 的涨势?

这一点笔者留意到当前全球资产的货币流动速度问题。先观察美联储 M1 乘数与消费物价指数 (CPI) 的关系, 清晰看到货币流动性仍在恶化, 必然抵消了 QE 膨胀产生的效应。具体来说, 金融海啸发生前夕至今, 美国 CPI 与 M1 乘数大致呈同向变动, 其相关系数为 0.4742。虽然在 QE1 和 QE2 两段期间, CPI 曾相对回扬, 但 M1 乘数续向下滑的趋势没有改变, 到 QE3 期间终于与 CPI 作同向变动。两者在 QE3 期间的相关系数增至 0.5172, 高于 2008 年初至今的整体水平。

因此, 虽然 QE3 推出, 货币流动性趋降, 流速恶化, 抵消货币数量膨胀对金价产生的刺激效应, 并非传统主流思维出现问题。

图3:美国M1乘数与CPI总体呈正相关, QE3之后更为明显



资料来源: 彭博、平安期货研究所

2、困惑二：退市延后，反不利金价

鸽派的耶伦女士已督定成为下任联储主席, QE 退出步伐延后的可能性进一步增加。美国推迟 QE 的决策源于其对经济与政策的多重困境, 何时退出仍面临较大不确定性, 全球重回高利率更可谓为时远矣。

根据传统思维, 退市延后按理有利于金价, 但事实上却并非如此。举例来说, 正当耶伦获提名掌管美联储之时, 金价当天反而大幅下跌。又一次传统主流观点与事实差别。究其原因, 还是同样的理由: 越 QE, 受惠的不再是金价而股市, 利好落地自然便成利空。何况, 利淡金价的因素还排着队哩!

那么, 促使金价“殒落”的负面因素又有哪些呢? 笔者观察有以下三个方面: 一是流动性远离金市; 二是黄金 ETF 持仓下降; 三是美元展望将呈正面。

3、商品游资流失, 黄金成重灾区

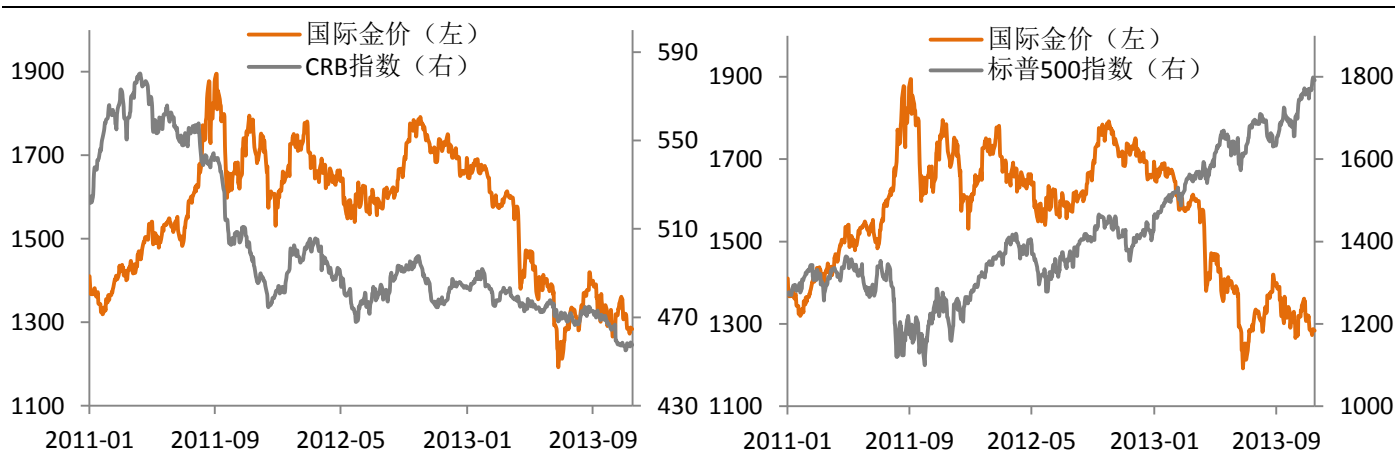
判断流动性撤离商品市场, 可从 CRB 指数观察, 去年 CRB 三季度末的相对高位至今年 6 月下跌了 14%, 到上周末仍累计下跌 12%。与金价大致呈相同波动趋势, 两者相关系数高达正 0.84, 大大高于去年的正 0.50, 两者同向关系更为密切。

此外，金价与标普 500 今年以来的相关系数为负 0.86，远低于去年全年的负 0.56。即是说，今年金价与美股呈紧密的负相关，这是资金流向股市而造成大宗商品包括黄金价格受压的原因。

根据数据显示，过去一年，金价累跌两成，远远高于其他大宗商品的跌幅，黄金已成为商品市场最大的沽空者。

图4: 金价与CRB呈正相关，且紧密度提高

图5: 金价与标普呈负相关



资料来源: wind、平安期货研究所

4、中国需求不敌净多头寸下降

从现货需求方面，尽管有传闻中国央行正大力储备黄金，并已从 2006 年的 600 吨突然猛增至 1000 吨或以上。数据显示，今年首 8 个月，国内从香港共进口黄金 996.8 吨黄金，已超过去年全年总和的 834.4 吨。当前黄金的平均生产价格在 1000 美元，综合生产成本在 1200 美元，因而价格因素会吸引实物金买家趁机抄底。

尽管如此，国际投资者如 ETFs 的持金量从去年 12 月至今年 11 月初共减少了 715 吨，显示投资者对黄金 ETF 的需求疲软。同时，印度由于卢比市值持续疲软，政府出台政策减少黄金进口。而黄金生产商近期股价表现欠佳，生产商可能会启动或加速对冲，增加市场供应，这将对金价构成进一步的下行压力。

4、美元重新崛起，黄金二次下滑或变“烂铜”

无论美联储是否会在明年前后退出 QE，中期来看，美元将步入上升周期。考虑到美元作为基础货币在全球经济的定价功能，当前或许是新一轮全球变局的前夜。

上一轮美元牛市在上个世纪 90 年代，美元以及美债利率的上升带来了全球流动性大举撤回美国，并导致了 1997 年亚洲金融风暴以及随后的俄罗斯危机。如果将目光放长远一些，上个世纪 80 年代美元牛市，导致了大宗商品及贵金属市场长达 20 年的大熊市，黄金价格被国际投资者戏称为“十年黄金变烂铜”的境地。

因此，2011 年开始的商品熊市经过短暂歇息后，2014 年可能又要重新上路了，而美元上升将是驱动或加速大宗商品下行的催化剂，未来市场将对金融因素尤其美元汇价的变化更为敏感，投资者也需更关注这些因素的动向。

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>