

从贵州茅台和比特币的表现看大类资产配置逻辑

核心观点:

- **近期市场表现观察及深层次逻辑分析。**2020年以来,全球宽松周期下,以贵州茅台为代表的股市核心资产以及比特币为代表的类货币资产格外强势及活跃,而且呈现高度的相关性。主要逻辑符合我们年度策略报告提出的货币宽松周期下资产再定价逻辑,而资产再定价核心在于寻找稀缺性,我们提炼出全球范围宽松周期资产再定价核心三大稀缺要素:**类货币的供给稀缺、技术的稀缺、市场的稀缺。**
- **贵州茅台-涵盖三大稀缺要素。**“酱香型科技”的独一无二,意味着其造酒技术的壁垒强;茅台拥有的市场相对于其有限的供给似乎是无限的;同时茅台老酒具有价值储藏抗通胀的特点。
- **2013年以后贵州茅台与纳指估值均呈现趋势抬升。**2013年传统工业体系供给过剩和全球总需求不足的问题突出:全球范围来看,美国高科技企业的盈利能力和成长性体现出稀缺价值,市场给予更高的溢价,美科技股的估值水平趋势性抬升;全球总需求回落,贵州茅台在中国经济下行尤其是制造业整体下行趋势下,其技术、市场优势在中国股市中稀缺性凸显,因此表现出与美国科技股相似的估值趋势。
- **2018年以后中国经济结构新发展格局特征,茅台的稀缺价值有所弱化:**2018年以来我国经济结构有所转变,技术引领供给创造需求,带来新兴成长领域景气度提升,贵州茅台表现相比之下不再如此傲人。
- **比特币加速上涨在于货币属性的强化。**2020年以来全球流动性超宽松,资产配置中对冲货币贬值的需求增大,比特币的供给稀缺和去中心化特征,以及作为交换媒介与支付等方面的认可程度提升,使其在货币超发环境下,投资价值凸显。近期比特币在可兑换、可支付、可交易等方面均取得更大的进展,货币属性强化,多家金融机构和机构投资者加入,使比特币由散户主导的边缘资产越发接近成为主流资产。
- **比特币价格的上涨加速,尽管供给稀缺,但市值快速膨胀推升风险。**如果投资比特币以替代美元,未来比特币增长的空间也并不是没有天花板,随着美联储资产规模与比特币市值比不断的下降,风险快速增加,美联储资产规模和美M2规模分别为比特币万亿美元市值的7.14倍,18.6倍,达到了历史极低水平。尤其需要关注潜在的政策风险。比特币由于交易量有限,持有者集中,价格波动风险会非常大。2021年2月22日晚间受耶伦“比特币是一种“极度低效,高度投机”的资产“影响比特币大幅波动。
- **大类资产配置观点。**2021年货币宽松仍将延续,即使疫情后时代,全球央行的宽松力度边际放缓,但货币政策的退出是渐进的,全球范围的低利率水平仍将维持,市场风险偏好不会受到太大影响,但经济复苏市场关注焦点转向基本面,大宗商品价格仍处于较优的上升通道。从股债性价比来看,近期经济复苏及通胀预期推升美债收益率快速抬升,超高估值的权益资产有调整压力,经济复苏主线将更有利于顺周期行业和受疫情影响前期滞涨的板块。与高估值的权益资产表现相类似,比特币和贵州茅台股价也将面临阶段性的调整风险,但不否认仍

分析师

刘丹

座机: 010-66568482

邮箱: liudan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003

特此鸣谢: 李卓睿, 实习生王玥

相关研究

2021/02/08 全球疫情拐点已现,海外经济复苏逻辑持续演绎

2021/02/01 股市高估值与流动性担忧,短期波动 or 拐点

2021/01/31 流动性与债市看法

2021/01/10 经济结构重塑,2021年开局A股市场高分化持续

2021/01/03 2021十四五开局,制造业迎高质量发展时代

2020/12/15 资产再定价,守正出新——2021年大类资产配置策略

2020/11/15 信用风险发酵,信用生态重塑

2020/10/27 三个视角看央行货币政策与长债利率

2020/09/24 回归常态,重启震荡——FICC&固收2020年四季度资产配置策略

2020/09/13 社融高增不可持续,滞后数据冲击超调是机会

2020/09/07 转债市场绝对价位较高,精选个券更为重要

2020/08/31 资金面紧张将缓解,债市具有配置价值

然是长周期的优质资产。



目 录

一、从茅台股价和比特币的上涨谈起	2
二、2021 年大类资产配置核心逻辑	2
（一）为什么是宽松周期资产再定价逻辑	2
（二）货币宽松背景下资产再定价：寻找稀缺	3
三、茅台股价的上涨逻辑：涵盖三大稀缺要素	4
（一）贵州茅台股价与比特币的高度相关性	4
（二）产业趋势决定 2013 年以后贵州茅台与纳指估值趋势抬升	4
（三）2018 年以后，中国新兴成长表现突出	5
四、比特币的加速上涨：货币属性的强化	6
（一）比特币上涨的原因	7
（二）价格上涨的天花板和主要风险	7
五、美债收益率快速抬升，高估值资产有调整压力	9
六、结论	9
插图目录	12

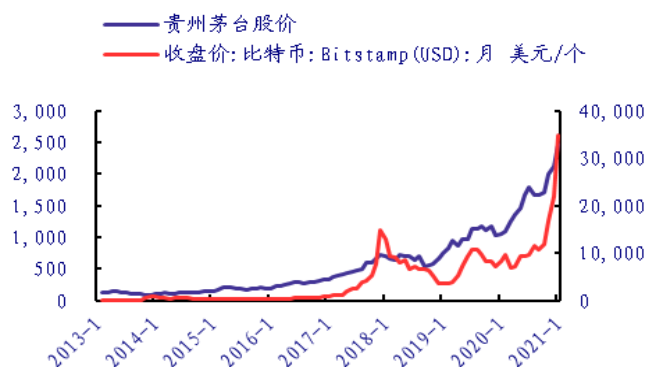
一、从茅台股价和比特币的上涨谈起

2021 年开年至今，经济复苏逻辑持续深化，风险偏好提升，原油、铜等工业品、权益市场表现较强，黄金、债券跌幅居前。其中，市场较为关注的特点为以贵州茅台为代表的股市核心资产以及比特币为代表的类货币资产格外强势及活跃。

2020 年至今，贵州茅台股价与比特币价格持续攀升，两者走势基本呈现同样趋势。2020 年至上周五 2 月 19 日，贵州茅台股价与比特币价格涨幅分别为 1.11、5.31 倍，2020 年初因我国疫情爆发与全球疫情爆发存在约 1 个月的时间差，2020 年 2-3 月茅台股价与比特币价格走势不太一致，其他时间基本呈现同向波动，差异在比特币近 4 个月上涨更快。

长周期来看，比特币和贵州茅台二者之间关联性较高。两者走势基本呈现同样趋势，且二者比值大致在 5-20 倍区间波动。

图 1：比特币和贵州茅台股价表现趋势基本一致



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：比特币与茅台股价比值大概在一定区间波动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

一定程度上，我们可以说两者有共同的驱动因素，这一因素究竟是什么？我们将从二者的持续上涨探讨背后大类资产定价逻辑，以及对未来走势的进行研判。

二、2021 年大类资产配置核心逻辑

我们在 2020 年 12 月 15 日发布的《2021 年大类资产配置策略：资产再定价，守正出新》中详细阐述了 **2021 年大类资产配置核心逻辑在于：货币宽松周期下资产再定价逻辑，而资产再定价的主要逻辑在于宽松背景下寻找稀缺性。**

（一）为什么是宽松周期资产再定价逻辑

为什么是宽松周期资产再定价逻辑而不是流动性边际收紧和经济复苏逻辑？

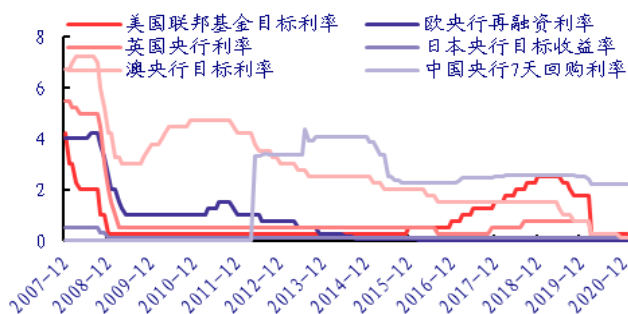
2020 年全球量化宽松的新特点：1、相对于 GDP 央行扩表规模更大；2、利率水平更低和更高的 M2；3、M2 增速大幅超过 GDP+CPI 增速。

核心问题：发达经济体央行印钞机转化的大量的存款会通过什么方式带来资产价格的变化？超宽松的货币是否会带来强劲的经济增长？还是大幅的通胀上行或者是资产价格泡沫？

全球主要发达经济的央行将基准利率降至零利率附近：降融资成本，降低市场流动性风险和信用风险，更有利与推动信用扩张。与 2008 年不同，此次各国量化宽松加大了财政对于居民部门的直接补贴，居民储蓄增加，更高的 M2 增速。货币数量论最基本的模型 $MV=PY$ ，大致简化为 M2 增速大致与 GDP 和 CPI 增速相当，即 $M2=GDP+CPI$ ，M2 超出实体经济增长和物价上涨的部分被称为超额货币。从过去 10 余年的情况看，除了 2008 年次贷危机时期，四大央行

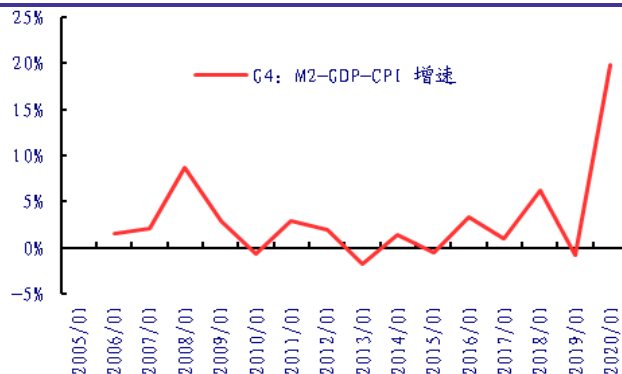
货币供给基本与经济增速和物价水平大致相匹配。这也解释了 2008 年以来，G4 国家并没有出现明显的资产泡沫，也没有过度的通胀，尤其是房价涨幅很小。2021 年货币宽松仍将延续，即使在下半年逐步过度到疫情后时代，宽松力度边际放缓，但货币政策的退出是渐进的，全球范围的低利率水平仍将维持。

图 3：全球央行利率（除中国）大幅低于 2008 年危机时期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：G4 的 M2 同比增速大幅超过 GDP+CPI 增速和



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）货币宽松背景下资产再定价：寻找稀缺

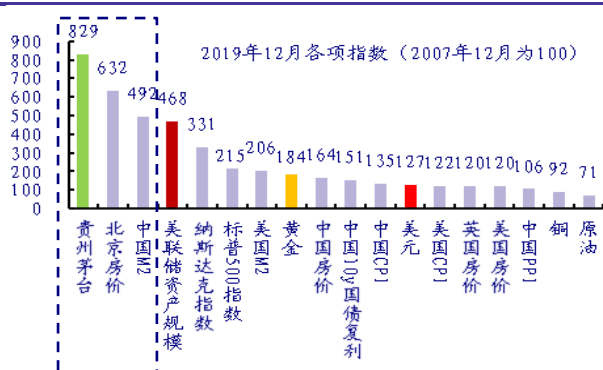
在年度策略报告中，我们主要提炼出货币宽松背景下相对纸币的滥发（价值度量尺度的改变）资产再定价，**核心三大稀缺要素：类货币的供给稀缺、技术的稀缺、市场的稀缺**。详细来看：

1、长周期来看货币宽松对资产价格的影响

2008 年次贷危机以后，美联储三轮量化宽松，资产表现差异明显。

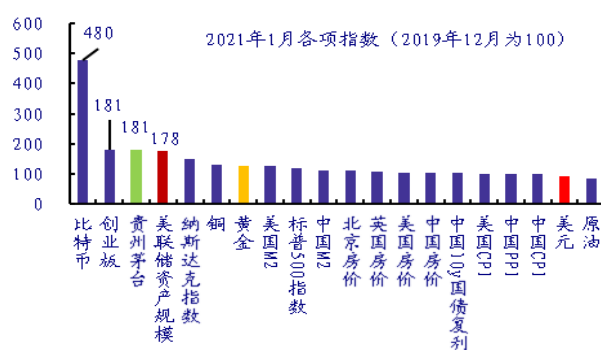
长期资产表现：美股、比特币和黄金跑赢 CPI。美、英等国房价没有明显上涨。工业品相关 PPI 和铜、原油表现最差。

图 5：长期，美股、黄金>CPI 和美国房价>PPI 和工业品



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：2020 年纳指、黄金>标普 500 和房价>美元、原油



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、长周期资产表现逻辑梳理

相对信用货币体系，贵金属和数字货币的供给稀缺：货币滥发，信用货币体系受到挑战，黄金上涨。比特币 2009 年诞生应该不是巧合，其供给的稀缺从诞生之日起拥有信用货币不可比拟的优势，2013 年数据开始到 2019 年年底上涨了 450 倍。

关注数字货币和黄金的投资机会，黄金关注 1700 美元-1800 美元的底部强支撑。

相对传统工业体系，技术和市场稀缺：全球化逆流下，技术和市场的稀缺性被重新定价。

全球经济，供需失衡：2008 年以后，全球总需求不足，市场的稀缺，相对的工业品整体过剩，难现通胀。同时，CPI 跑赢 PPI。

科技革命，产业变革：新世纪以来，新一轮科技革命和产业变革加速发展，纳斯达克表现远优于标普 500，优于道琼斯工业。美国生产力水平高于其他国家，股市表现更优。股市的表现基本反映了生产力水平和成长性。

3、逻辑推演

2018 年以后全球化逆流下，技术和市场的稀缺性被重新定价，纳指以及创业板的高估值或是常态；长周期工业品整体过剩，难现通胀；

4、2020 年以来资产表现

2020 年至今资产表现来看，比特币、纳指、黄金依旧是表现最好的资产。房价的表现优于 CPI，PPI，优于美元和原油。铜与原油分化明显。

从贵州茅台股价来看，表现特别优异，长周期涨幅虽不及比特币，但几乎跑赢了所有大类资产，值得注意的是，**2021 年创业板指数表现与茅台股价相当。**

三、茅台股价的上涨逻辑：涵盖三大稀缺要素

（一）贵州茅台股价与比特币的高度相关性

先说茅台股价的上涨，从我们提炼的货币宽松周期资产再定价逻辑里面三大稀缺要素来看，贵州茅台几乎是涵盖了三大稀缺要素于一身的资产。

首先茅台拥有技术和市场两大稀缺要素：贵州独特的地理优势和“酱香型科技”的独一无二，意味着其造酒技术的壁垒强于其他同类型企业。茅台拥有的市场相对于其有限的供给似乎是无限的，参考京东网上茅台销售秒没的状态。

第三个就是类货币属性，茅台具有价值储藏抗通胀的特点，茅台老酒的价格可以轻松跑赢通胀，而且再存放一定年份以后，价值增长加速。因此其价值储藏的特征也进一步促进了茅台拥有广阔的市场，提供业绩保障。

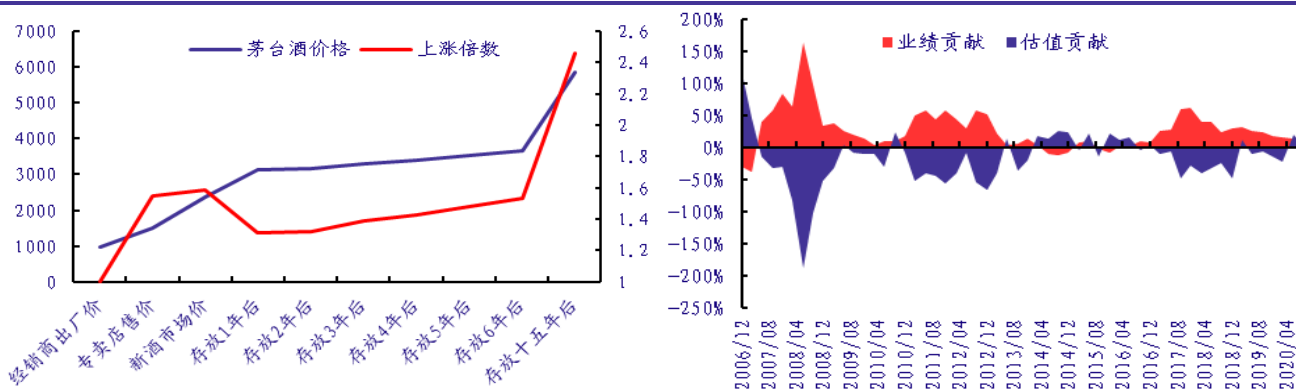
由于其占据三大稀缺要素，在货币宽松周期背景下，体现出与比特币的高度相关性。

（二）产业趋势决定 2013 年以后贵州茅台与纳指估值趋势抬升

从贵州茅台股价上涨贡献来看，2013 年以后业绩也是稳步增长，但估值的贡献开始提升。

图 7：茅台酒具备价值储藏抗通胀的特点

图 8：贵州茅台股价由业绩和估值贡献程度



资料来源: <https://mp.weixin.qq.com/s/UKiS5BABe9Ur2f3wKJVGQ>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从纳斯达克指数估值来看,二者似乎具有非常接近的趋势,只是贵州茅台表现略滞后。

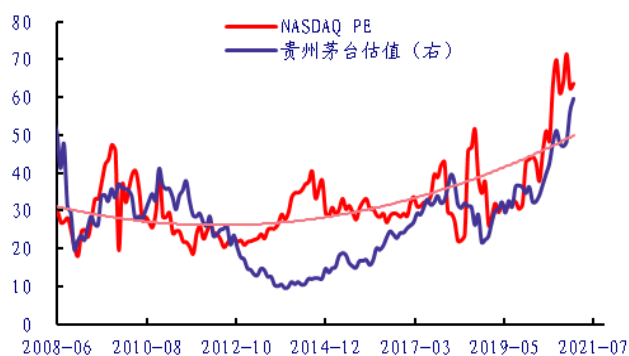
从中国的经济结构来看,2013年恰好也是中国经济结构的拐点。2000年以后,中国加入WTO,叠加人口红利,中国外贸出口导向制造业空前发展。2008年次贷危机以后叠加欧债危机,外需不足,制造业面临压力,制造业投资占比在2012年达到高点以后,叠加中国刘易斯拐点人口红利逐步消失,中国经济下行压力增加,制造业投资占比持续下行。中国经济增长方式由外贸出口转为依赖房地产和基建投资。基建+房地产投资占比持续抬升。

几乎差不多的时间,相对于传统工业体系供给过剩和全球总需求不足,2013年以后,美国高科技企业的盈利能力和成长性体现出其全球的稀缺价值,在流动性宽松下,美科技股的估值水平趋势性抬升。

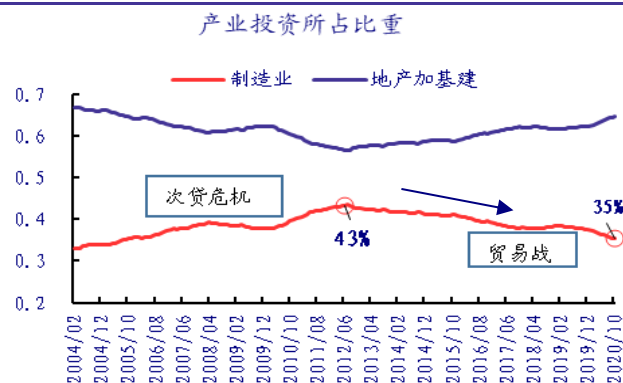
贵州茅台在中国经济下行尤其是制造业整体下行趋势下,其技术、市场优势在中国股市中稀缺性凸显,表现出与美国科技股相似的估值趋势。

图 9: 2013 年以后纳指和茅台估值趋势性抬升

图 10: 2013 年中国产业结构拐点,制造业投资下滑趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

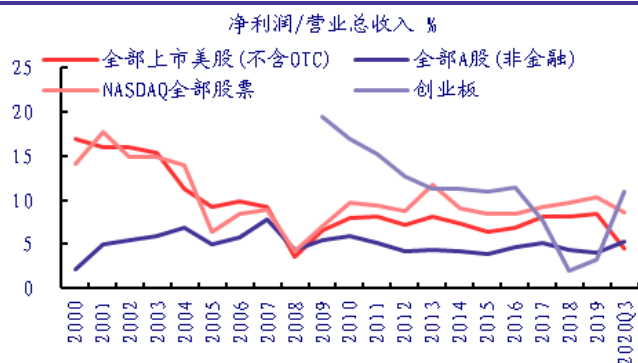
(三) 2018 年以后,中国新兴成长表现突出

2018 年以后,中国经济结构以及股市表现呈现出新发展格局特征。2018 年全球遭遇逆流,贸易摩擦加剧,贸易战的核心在技术和市场领域。在工业品普遍过剩的背景下,市场是稀缺资源。过去 20 年中国通过市场换技术,给予了技术高定价。贸易战意味着,市场和技术的交换将被重估或终止,决定了技术将被给予更高的定价,尤其是卡脖子的关键技术的稀缺性决定了更高的定价。股票市场高科技含量的公司高估值是常态。同时技术革命,产业变革,技术引领供给创造新的需求,未来市场空间可期。

股票市场上，包含高端医疗器械、半导体、动力电池等领域的龙头企业，即可代表新兴成长的创业板 50 指数的业绩及估值自 2018 年底以来便呈现上行趋势。

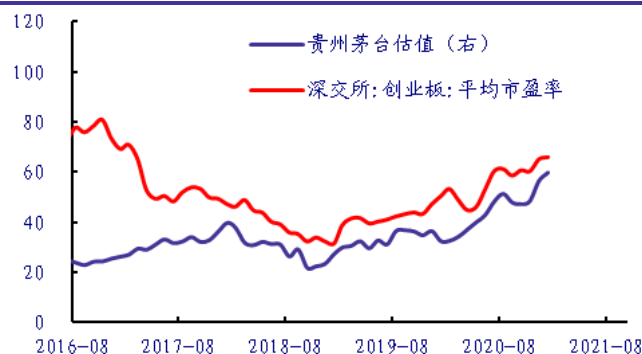
具体来看：（一）我国经济结构开始出现边际变化，技术进步带来新兴成长领域基本面景气度提升，例如从创业板 50 中市值占比较高，具备代表性的，高端医疗器械龙头迈瑞医疗上市后的表现来看，其业绩实现稳健增长，估值基本呈现持续上行趋势；（二）经济转型升级，市场看好某些领域未来的高成长空间，包括技术提升或者市场规模提升空间比较大的领域，比如新能源和新能源汽车、先进制造等领域，因此估值不断提升，具体来看比如创业板 50 中的动力电池龙头企业宁德时代，尽管其业绩增速近年来表现一般，但市场对其的关注及偏好并不受影响，估值仍是持续上行。

图 11：盈利能力创业板趋势反弹



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

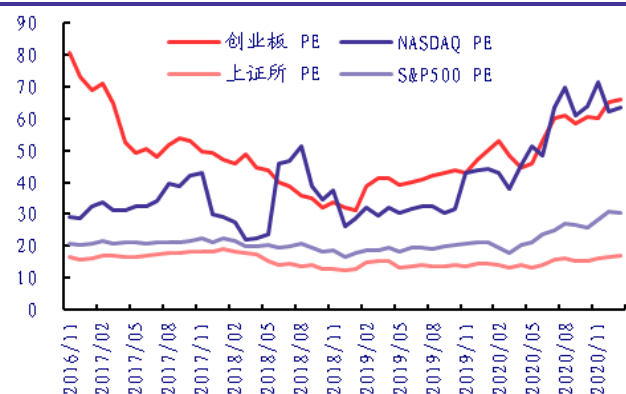
图 12：2018 年以后创业板估值趋势抬升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

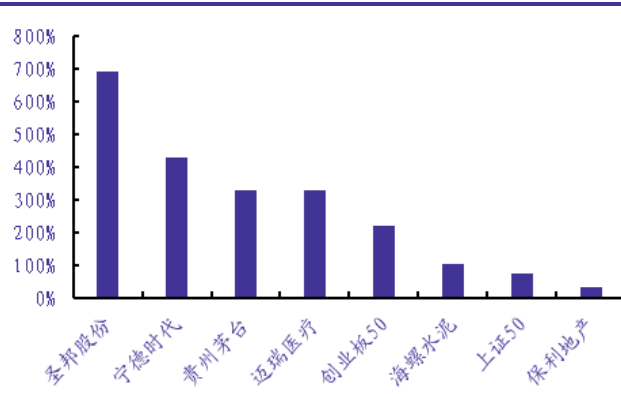
由于新经济发展格局的不断演绎，优质资产在增多。尽管保利地产、海螺水泥也是我国的优质企业，但在新经济不断发展的环境下，圣邦股份、宁德时代等新兴产业的代表企业成长性更好，而贵州茅台的涨幅相比来讲也将不再那么傲人。

图 13：经济结构分化，技术和市场的稀缺决定了估值的分化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：上市公司股价表现的结构特征明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、比特币的加速上涨：货币属性的强化

发达经济体 G4 国家史无前例的货币超发对信用货币体系的透支，纸币的泛滥，对于黄金、数字货币等类货币资产其供给的稀缺相对美元重新定价，投资价值得以体现。

黄金具有货币的一些职能,具有价值储藏功能,但黄金由于种种原因被美元替代(不赘述)。在纸币超发的情况下,黄金是可以对冲的工具,但效果并不尽如人意。我们在年度策略里面,建议黄金关注低点强支撑,我们认为本轮量化宽松推升的黄金上涨在6月底美联储大幅扩表边际放缓的位置1700美元-1800美元是底部强支撑。数字货币仍处于发展初期,关注机会。

(一) 比特币上涨的原因

比特币的上涨最主要的原因—全球流动性宽松: 在于货币宽松资产再定价逻辑,此次货币宽松规模更大,信用货币尤其是美元信用的挑战增加,远大于2008年,使资产配置中货币贬值的对冲需求增大。似乎大家都在寻找美元替代品,但现实世界里这样的资产太少,黄金具有价值储藏职能,但似乎效果也不是特别好。2009年诞生的比特币的供给稀缺和去中心化特征,以及经过10余年的发展,作为交换媒介与支付等方面的认可程度提升,使其在货币超发环境下,投资价值凸显。

比特币上涨加速的原因—货币属性的强化: 数字货币尤其是2020年底开始的比特币上涨加速,表现与传统的黄金表现的背离,一是市场存量规模不大,供给又稀缺,机构投资者的加入一方面改善流动性,另一方面很容易推升价格;二是在此期间,一些事件的密集出现,比特币越发具备作为货币的职能,二者同时还存在互相促进的作用:

近期主要事件强化比特币的货币职能,包括可兑换、可支付、可交易等,多家金融机构和机构投资者的加入,使比特币原来散户主导的边缘资产越发接近成为主流资产:

可兑换、可交易方面: 目前Bitfinex等第三方交易平台可提供比特币与美元等法定货币的兑换服务,促使比特币拥有价值尺度的货币职能。近期更多机构投资者的加入,为市场提供更好的流动性。相关的金融产品也开始丰富,2021年2月18日,由加拿大资管公司构建的全球首只获批的比特币ETF已经开始在多伦多证券交易所交易,支持加元和美元两种法币购买。

可支付、使用方面: 近期比特币的支付功能持续完善,2021年2月13日,全球最大的区块链支付服务提供商BitPay宣布,Apple Pay将支持使用比特币等加密货币进行支付,还计划在3月底前增加对Google Pay和Samsung Pay的支持。比特币用于支付早已陆续在部分国家和部分产业实现,日本、欧美国家对比特币支付更加友好。考虑到Apple Pay的规模和市场的饱和程度,这一举措使得加密货币持有者能在现实世界中有更多机会使用数字货币。

流通手段和价值储藏: 可以用于支付的比特币早已具备流通职能,而且在2020年10月,PayPal就宣布允许美国境内的用户购买、持有和出售比特币等加密货币;今年2月,美国历史最悠久的银行,纽约梅隆银行也宣布将向用户开放比特币等数字货币的储蓄及转移业务,此举将继续优化比特币作为流通手段的功能。

金融机构的认可和加入,如上述比特币所具备的支付、流通职能,叠加全球范围内越来越多的金融服务商在拓展比特币等加密货币的服务业务,例如梅隆银行将要开放的储蓄业务,都会提升比特币的贮藏价值。

比特币的货币职能增加的同时,全球各大金融机构及大型企业对比特币的发声也多偏正面,机构投资者的加入也为比特币等虚拟货币的投资提供了流动性。

(二) 价格上涨的天花板和主要风险

比特币价格的上涨加速,尽管供给稀缺,但市值快速膨胀,风险也在增加。

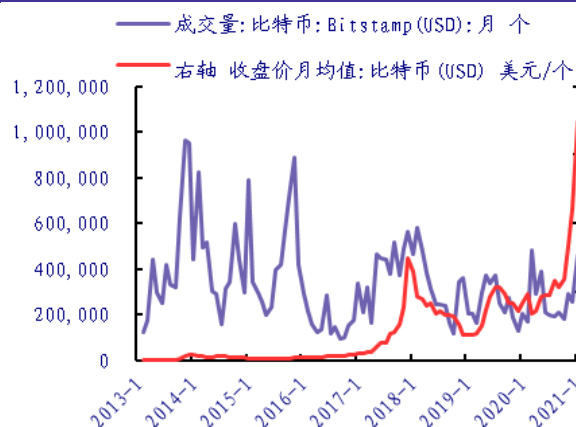
1、大家关注其货币属性,作为美元的替代品,那比特币上涨的天花板在哪?

目前美联储资产规模7.4万亿美元,美M2余额19.4万亿美元,比特币2月20日55900美元的价格对应市值突破万亿美元,美联储资产规模和美M2规模分别为比特币市值的7.14倍,18.6倍。达到了历史极低水平。

如果比特币真正作为货币来发展，未来比特币增长的空间也并不是没有天花板，这个天花板我们认为就是美联储的资产负债表规模。随着比特币市值与美联储资产规模相比，比值不断的下降，其风险也在加大。现在看来，仍有上涨空间，但我们认为的确应当关注潜在的政策风险。

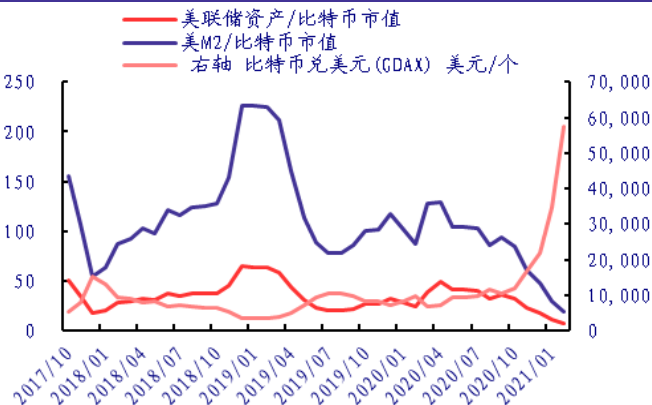
2、比特币由于交易量有限，持有者集中，价格波动风险会非常大。

图 15: 比特币成交量不算大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 比特币市值快速膨胀，相对美联储资产规模比值创新低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、政策风险

比特币去中心化的特性，区别于法币体系，过度发展必然对信用货币体系形成挑战。因此最大的风险在于政策风险。近期美国财政部长耶伦频发发声，需要关注后续动作。

2021年2月22日晚间，耶伦称，不认为比特币被广泛用作交易机制，经常被用于非法融资。比特币是一种“极度低效，高度投机”的资产，处理比特币交易需要消耗的能量惊人，还可能出现巨大的波动。受消息影响，比特币从58000美元的历史最高点急跌，一度跌破5万美元大关，盘中最低报47650美元，最大跌幅接近17%，此后大幅反弹。2月23日继续大跌。

2021年2月10日，美国财政部长耶伦在金融行业创新政策圆桌会议上发表讲话，她看到了加密货币的“前景”，但也对加密货币越来越多地被用来资助恐怖主义和洗钱的现实感到警惕。耶伦警告说，网络攻击和数字货币相关的犯罪正在上升，并坚持认为，虽然加密货币在改造我们的金融体系方面有很大的潜力，但加密货币的非法使用案例是一个“日益严重的问题”。

2021年1月20日，美国财政部长耶伦在参议院的确认任命听证会上表示，加密货币令人担忧。

在2017年，中国发布了关于禁止数字货币交易平台交易的相关政策。

2017年9月4日，中国人民银行、中央网信办、工业和信息化部、工商总局、银监会、证监会和保监会七部门联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，宣布将ICO（Initial Coin Offering，首次公开售币）定位为“非法金融活动”，禁止ICO、新上项目，

存量项目要限时清退，即明确禁止任何代币发行融资活动，所有 ICO 代币交易平台都需要在月底前清理关闭交易。

2017 年 9 月 14 日，比特币中国宣布，本月底将停止数字资产交易平台所有交易。隔日，火币网、OKcoin 相继发布公告称，即日起暂停注册和人民币充值业务，并将于 9 月 30 日前通知所有用户即将停止交易。

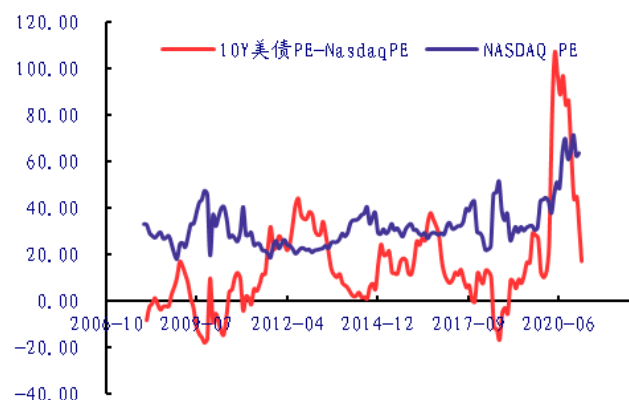
五、美债收益率快速抬升，高估值资产有调整压力

宽松环境下全球股市估值趋势性抬升，但目前风险也有所上升。但总体来讲，全球主要央行利率仍维持在 0 附近，低利率环境的维持，即使美联储扩表边际收敛，市场风险偏好不会受到太大影响，市场关注焦点转向基本面。

从股债性价比来看，经济复苏及通胀预期推升美债收益率快速抬升，对于纳指的超高估值，股债性价比权益资产吸引力正在下降，估值有调整压力。从美股来看，相对纳指的高估值和高换手率，标普 500 指数相对健康，经济复苏主线将更有利于标普 500 指数和工业品表现。后续经济复苏业绩兑现逻辑或使前期滞涨板块有修复空间。对于国内来说，由于国内货币政策回归常态，债券投资性价比较好，权益市场结构分化仍是主要特征，产业结构升级和受益海外经济复苏是投资主线，业绩和估值在个股选择考量权重提升。关注创业板超跌的上车机会。

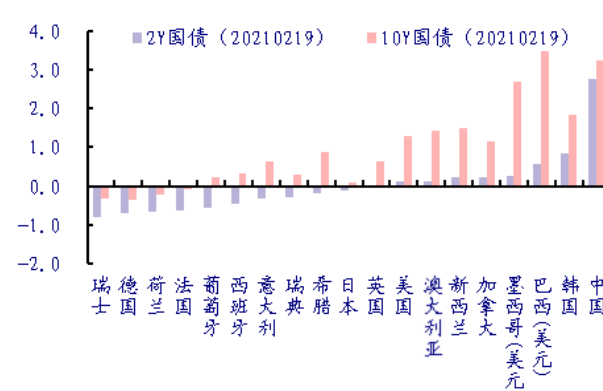
与科技股表现相类似，我们认为比特币和贵州茅台股价也将面临阶段性的调整风险，但不否认仍然是长周期的优质资产。

图 17：美长债利率快速抬升，科技股高估值有调整压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：长债利率虽然有所回升，但全球流动性延续宽松

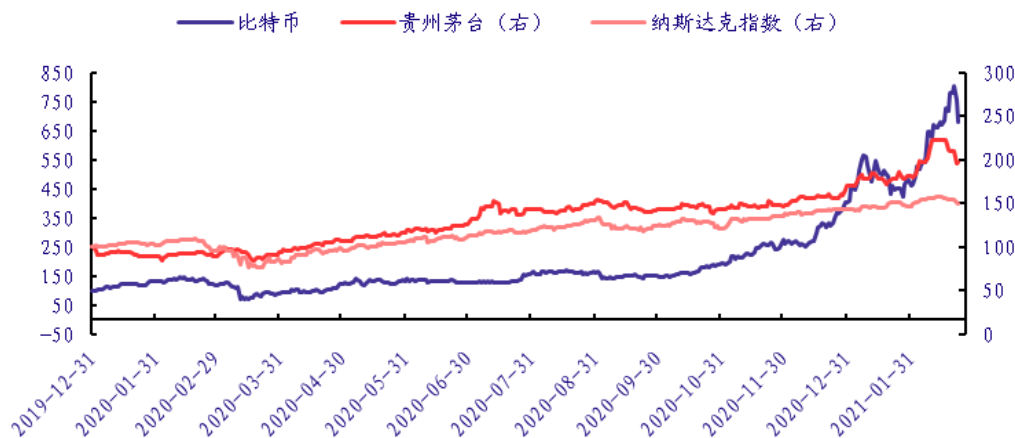


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：美长债利率快速抬升，价格回调（日数据）

六、论

(一) 近期市场表现观察及深



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

层次逻辑分析: 2020 年以来, 全球宽松周期下, 以贵州茅台为代表的股市核心资产以及比特币为代表的类货币资产格外强势及活跃, 而且呈现高度的相关性, 其背后的逻辑便是我们在年度策略报告中提出的货币宽松周期下资产再定价逻辑, 而资产再定价的核心在于寻找稀缺性, 我们认为货币宽松周期资产再定价核心三大稀缺要素: 类货币的供给稀缺、技术的稀缺、市场的稀缺。

(二) 贵州茅台-涵盖三大稀缺要素: 茅台酒厂独特的地理优势和“酱香型科技”的独一无二, 意味着其造酒技术的壁垒强于其他同类型企业; 而且茅台拥有的市场相对于其有限的供给似乎是无限的, 参考京东网上茅台销售秒没的状态; 同时茅台具有价值储藏抗通胀的特点, 茅台老酒的价格随着存放年份加速增长。

(三) 2013 年以后贵州茅台与纳指估值均呈现趋势抬升: 2013 年传统工业体系供给过剩和全球总需求不足突出: 对美国而言, 其高科技企业的盈利能力和成长性体现出稀缺价值, 美科技股的估值水平趋势性抬升; 对中国而言, 全球需求回落, 制造业开始下行, 我国经济增长方式由外贸出口转为依赖房地产和基建投资, 此时贵州茅台在中国经济下行尤其是制造业整体下行趋势下, 其技术、市场优势在中国股市中稀缺性凸显, 表现出与美国科技股相似的估值趋势。

(四) 2018 年以后中国经济结构以及股市表现呈现出新发展格局特征, 茅台的稀缺价值略显弱化: 2018 年以来我国经济结构开始出现边际变化, 市场看好新兴领域未来的高成长空间, 技术进步也带来新兴成长领域景气度提升, 包含高端医疗器械、半导体、动力电池等领域的龙头企业, 即可代表新兴成长的创业板 50 指数的业绩及估值自 2018 年底以来便呈现上行趋势。由于新经济发展格局的不断演绎, 优质资产在增多, 相比圣邦股份、宁德时代等新兴产业的代表企业更好的成长性, 贵州茅台的表现也不再那么傲人。

(五) 比特币-货币属性的强化: 2020 年以来全球流动性超宽松, 资产配置中对冲货币贬值的需求增大, 比特币的供给稀缺和去中心化特征, 以及作为交换媒介与支付等方面的认可程度提升, 使其在货币超发环境下, 投资价值凸显。近期比特币在可兑换、可支付、可交易等方面均取得更大的进展, 货币属性强化, 多家金融机构和机构投资者的加入, 使比特币由散户主导的边缘资产越发接近成为主流资产。

(六) 比特币的风险: 比特币价格的上涨加速, 尽管供给稀缺, 但市值快速膨胀也带来一定风险。美联储资产规模和美 M2 规模分别为比特币万亿美元市值的 7.14 倍, 18.6 倍, 达到了历史极低水平。如果比特币真正作为货币来发展, 未来比特币增长的空间也并不是没有天花板, 随着美联储资产规模与比特币市值比值不断的下降, 我们认为的确应当关注潜在的政策风险。另外, 比特币由于交易量有限, 持有者集中, 价格波动风险会非常大。2021 年 2 月 22

日晚间,美财政部长耶伦表示,不认为比特币被广泛用作交易机制,反而经常被用于非法融资,比特币是一种“极度低效,高度投机”的资产,比特币大幅波动。

(七) 大类资产配置观点: 2021 年货币宽松仍将延续,即使疫情后时代,全球央行的宽松力度边际放缓,但货币政策的退出是渐进的,全球范围的低利率水平仍将维持,市场风险偏好不会受到太大影响,但经济复苏市场关注焦点转向基本面,大宗商品价格仍处于较优的上升通道。从股债性价比来看,近期经济复苏及通胀预期推升美债收益率快速抬升,超高估值的权益资产有调整压力,经济复苏主线将更有利于顺周期行业和受疫情影响前期滞涨的板块。

与高估值的权益资产表现相类似,我们认为比特币和贵州茅台股价也将面临阶段性的调整风险,但不否认仍然是长周期的优质资产。

对于国内来说,由于国内货币政策已经回归常态,权益市场结构分化仍是主要特征,产业结构升级和受益海外经济复苏是投资主线,业绩和估值在个股选择考量权重提升。

插图目录

图 1: 比特币和贵州茅台股价表现趋势基本一致	2
图 2: 比特币与茅台股价比值大概在一定区间波动	2
图 3: 全球央行利率（除中国）大幅低于 2008 年危机时期	3
图 4: G4 的 M2 同比增速大幅超过 GDP+CPI 增速和	3
图 5: 长期，美股、黄金>CPI 和美国房价>PPI 和工业品	3
图 6: 2020 年纳指、黄金>标普 500 和房价>美元、原油	3
图 7: 茅台酒具备价值储藏抗通胀的特点	4
图 8: 贵州茅台股价由业绩和估值贡献程度	4
图 9: 2013 年以后纳指和茅台估值趋势性抬升	5
图 10: 2013 年中国产业结构拐点，制造业投资下滑趋势	5
图 11: 盈利能力创业板趋势反弹	6
图 12: 2018 年以后创业板估值趋势抬升	6
图 13: 经济结构分化，技术和市场的稀缺决定了估值的分化	6
图 14: 上市公司股价表现的结构特征明显	6
图 15: 比特币成交量不算大	8
图 16: 比特币市值快速膨胀，相对美联储资产规模比值创新低	8
图 17: 美长债利率快速抬升，科技股高估值有调整压力	9
图 18: 长债利率虽然有所回升，但全球流动性延续宽松	9
图 19: 美长债利率快速抬升，价格回调（日数据）	9

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：刘丹，北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有 10 余年宏观经济、债券市场研究工作经验，2011 年 6 月加入中国银河证券研究院至今，主要从事 FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、利率债、信用债、利率互换定价与投资策略等研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn