



信达证券研究开发中心

Research and Development Center, Cinda Securities

证券研究报告 Research Report

2014年12月29日

宏观
策略
特刊

看图说话 日本股市过去两年走势对当前行情的启示



陈嘉禾 首席宏观策略分析师

编号: S1500510120010

电话: +86 21 61678592

邮箱: chenjiahe@cindasc.com

地址: 上海市虹口区四川北路1318号盛邦国际大厦604室研究开发中心(200080)

谷永涛 宏观策略分析师

编号: S1500513080001

电话: +86 10 63081090

邮箱: guyongtao@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼6层研究开发中心(100031)

胡佳妮 宏观策略分析师

编号: S1500514070006

电话: +86 10 63081426

邮箱: hujiani@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼6层研究开发中心(100031)

杨芳芳 宏观策略分析师

编号: S1500514080002

电话: +86 10 63081440

邮箱: yangfangfang@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼6层研究开发中心(100031)



让我们打破一个旧世界（虽然我们无力建立一个新世界）

- 最近A股市场上涨的比较多，看空的声音也就不绝于耳。主要的逻辑，基本可以分为两个：
- 一、股市涨太多肯定要回调；二、经济太差，没有基本面支撑，肯定要回调。
- 姑且不论A股的涨势是否持续，事实上，我们也没有能力预测市场的短期（3年以内）的波动到底是怎样的，但是，从日本股市过去2年的行情来看，这两种逻辑都是武断的。
- 由此可见，我们的研究虽然从来不太擅长建设理论上的新世界，但是我们对打破旧世界是很有心得的。我们知道一些理论靠不住，尽管我们不知道如何使这些理论能够靠得住。
- 也许，这些理论本身就是无稽的，即涨的快慢、经济短期波动好坏，和股票价格之间，根本没有必然的、决定性的联系。
- 可以看到，由于安倍晋三量化宽松，日本股市在2012年以来展开大幅反弹，这种反弹的幅度即使在过去25年中也是十分可观的。
- 在本文的图表中，投资者可以看到，日本股市的反弹速度、日本经济的低迷程度，都没有构成反弹之后，市场随随即再次下跌的原因。
- 也就是说，从日本市场的例子中我们可以看到，股票价格的构成因素过于复杂，经济形势、短期涨幅只是其中的两个因素，而估值、市场情绪（尤其是一种资产被压制太久以后的情绪）、资产选择之间的切换，等等，都会影响股票的价格。
- 还是那句话，日本的例子，并不证明当前A股的反弹就一定可以持续。但是它至少能够证明，以短期涨幅太大、经济仍然较差两个因素，就认为股市反弹一定不可持续，是靠不住的。
- 不过，我们继续提示小股票的风险：这种过于高估的资产可能继续导致大多数投资者在将来的行情中赚指数、但是不赚钱。

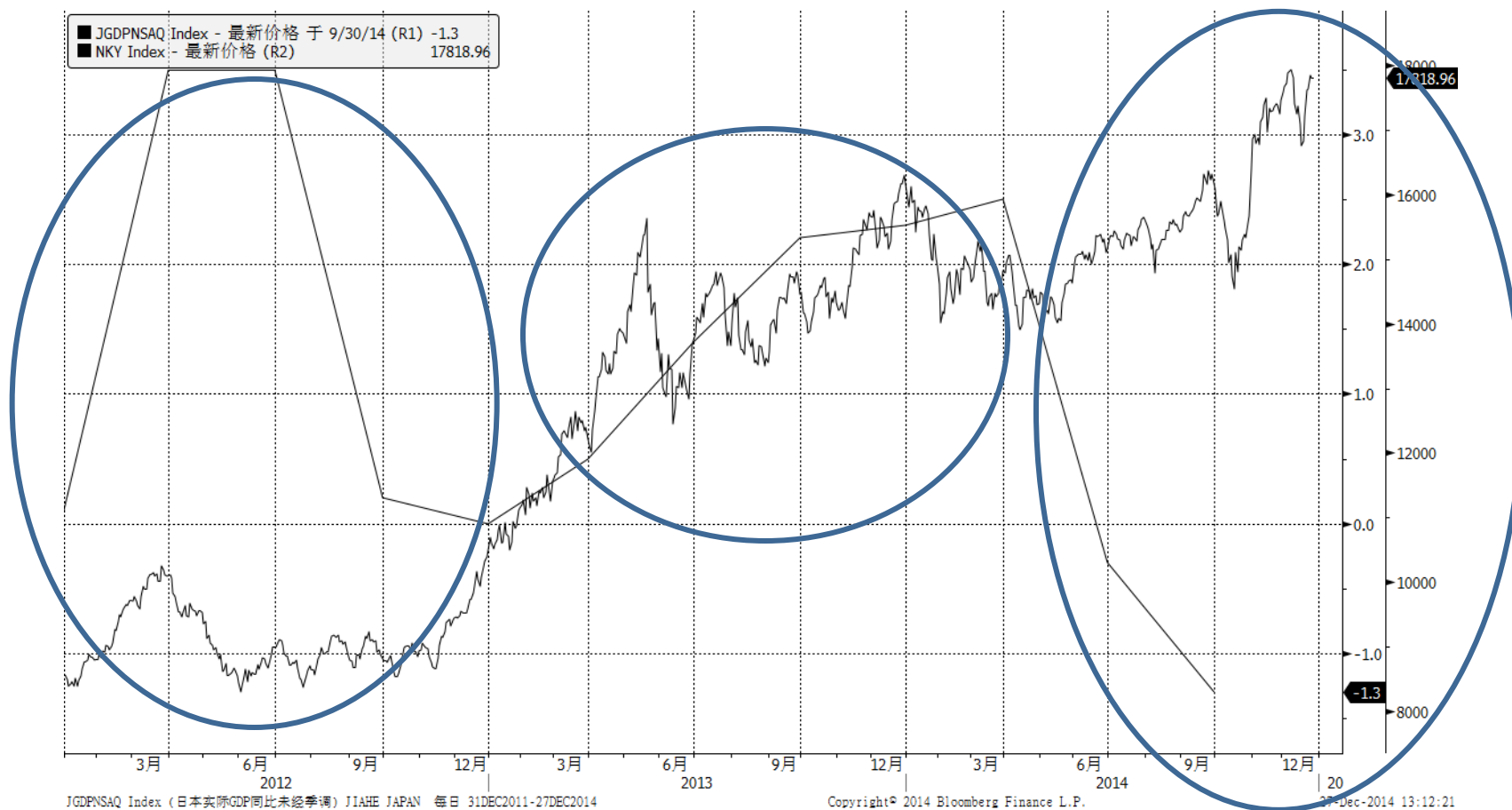
日经225指数1990年至今走势



Source: Bloomberg

日本GDP增速毫无起色并不妨碍股市上涨

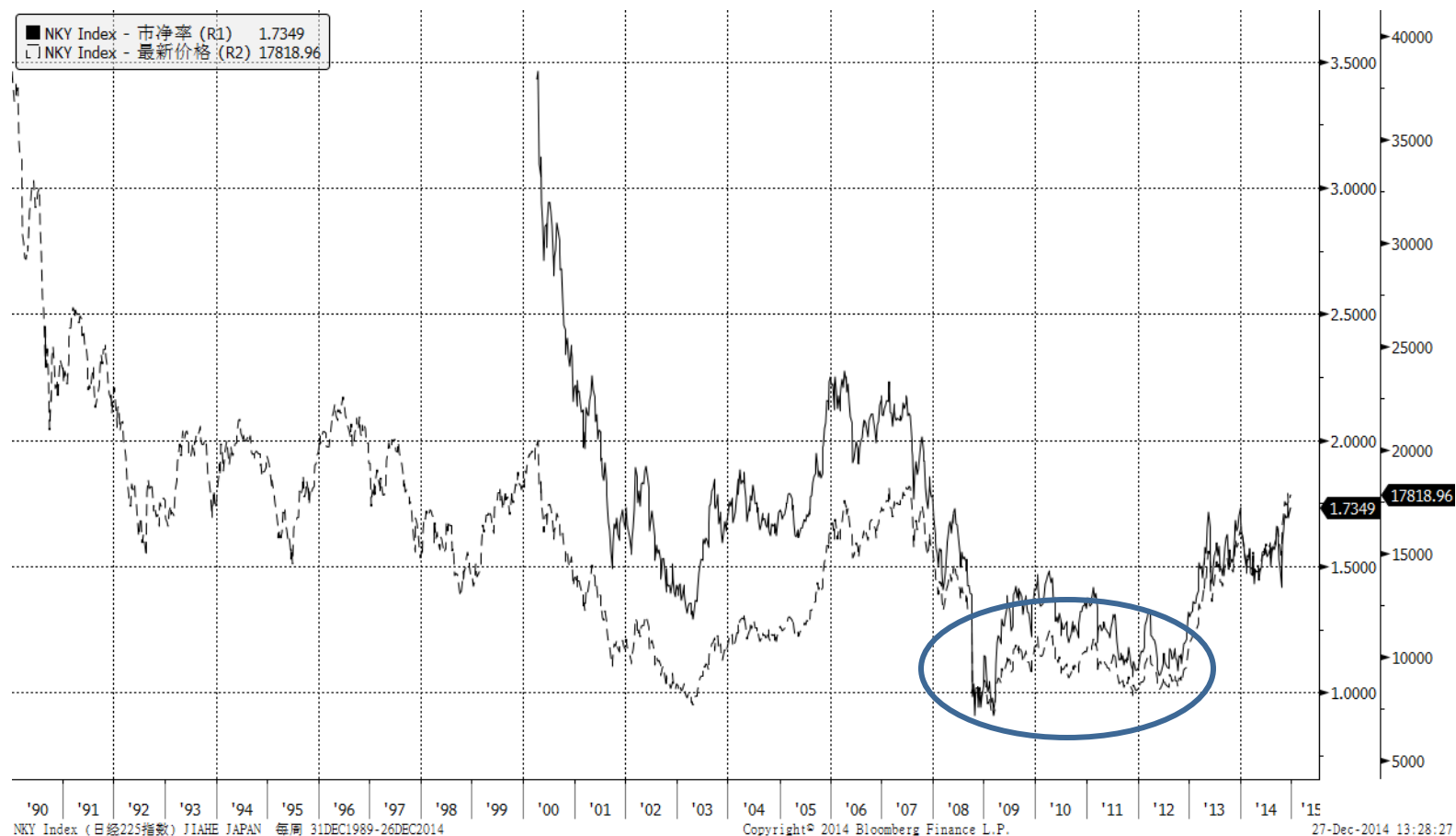
日经225指数对比日本实际GDP同比增速（%，未经季度调整）



Source: Bloomberg

之前过低的市净率估值和过长的熊市，是日本股市反弹的另两个重要原因

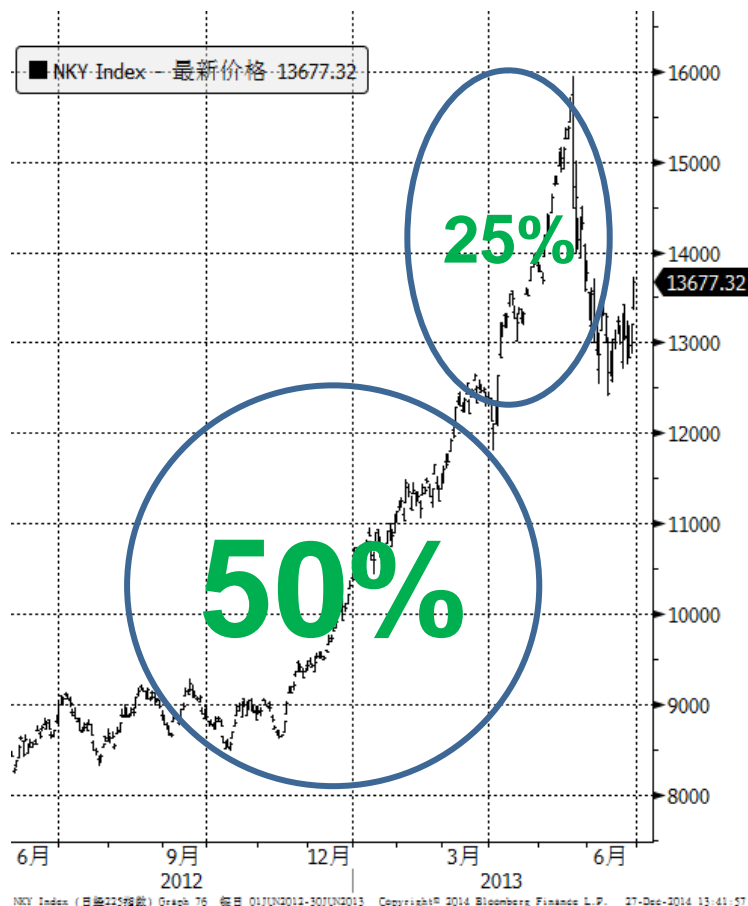
日经225指数价格对比PB估值，1989年至今



Source: Bloomberg

日经指数短期快速上涨并不一定意味着回调，而大幅上涨以后的回调幅度也不一定够深，以保证之前离场的投资者可以重新入场

日经指数2012年11月至2013年5月，6个月涨幅约85%



Source: Bloomberg

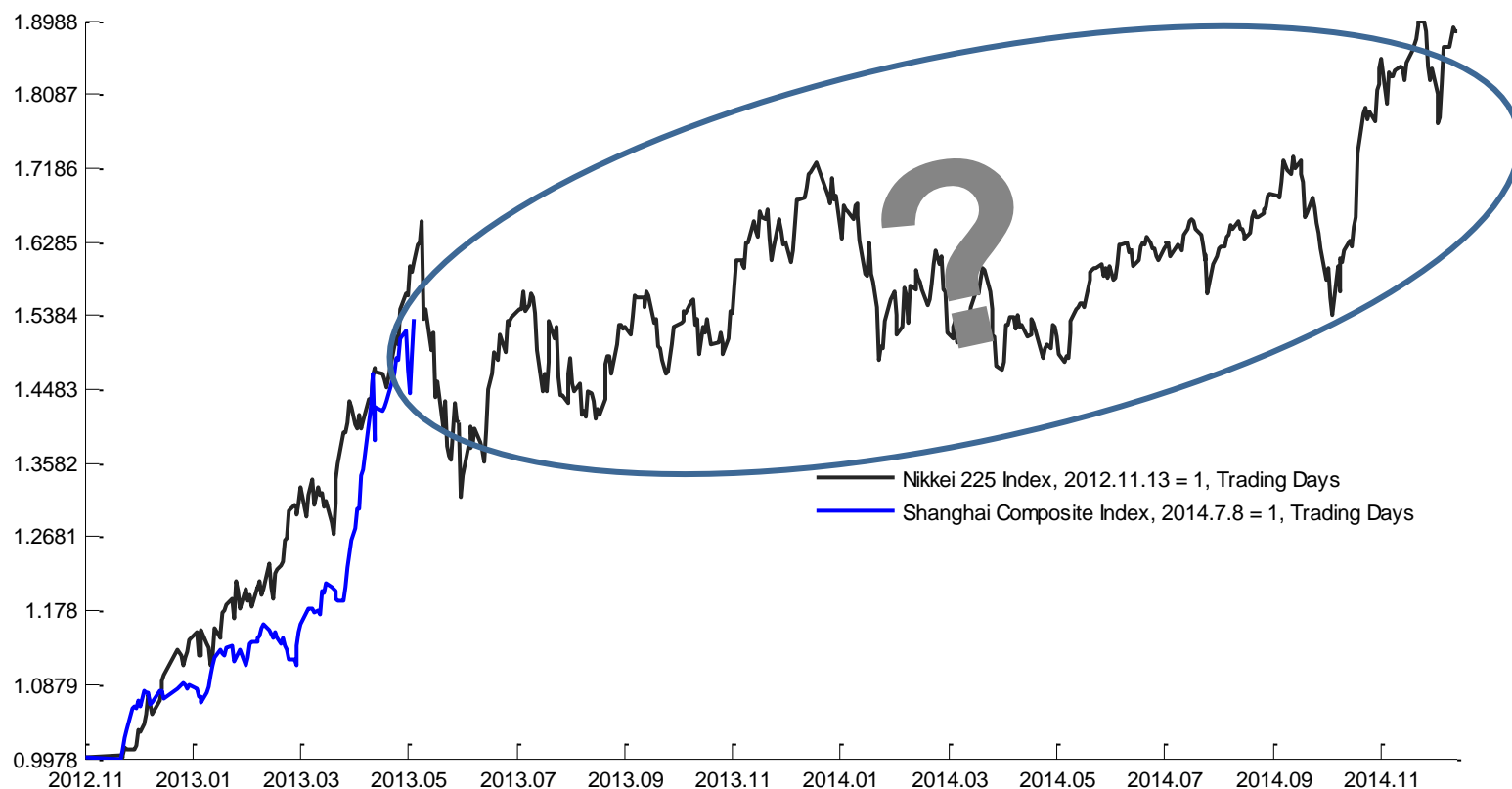
日经指数小幅调整后收复原地：2013年6月至今



Source: Bloomberg

历史情景模拟：假设上证综合指数重复日经225指数从2012年以来的行情

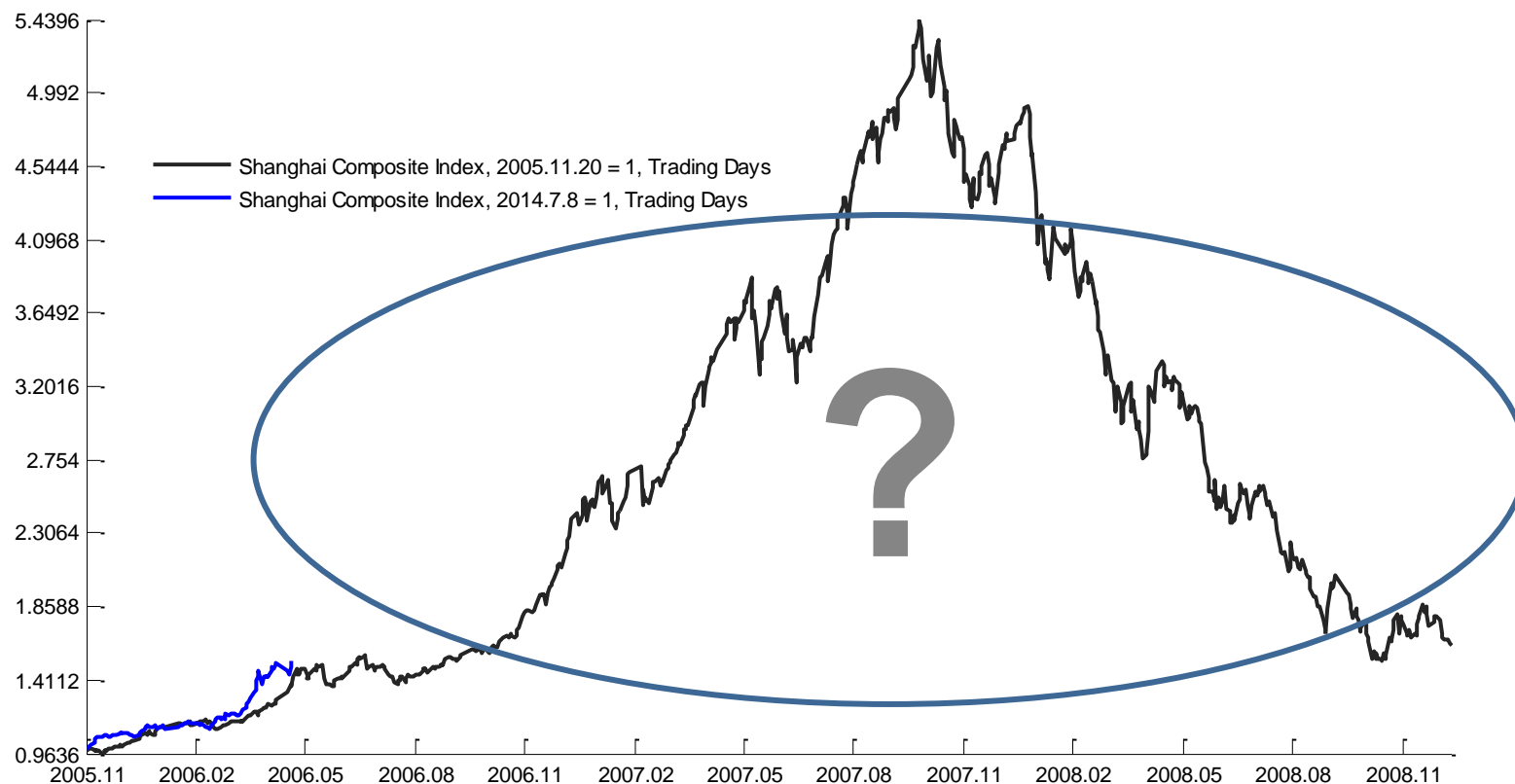
上证综合指数自2014年7月8日以来行情对比日经225指数自2012年11月13日至今行情



Source: Bloomberg

历史情景模拟：假设上证综合指数重复自身从2005年末以来的行情

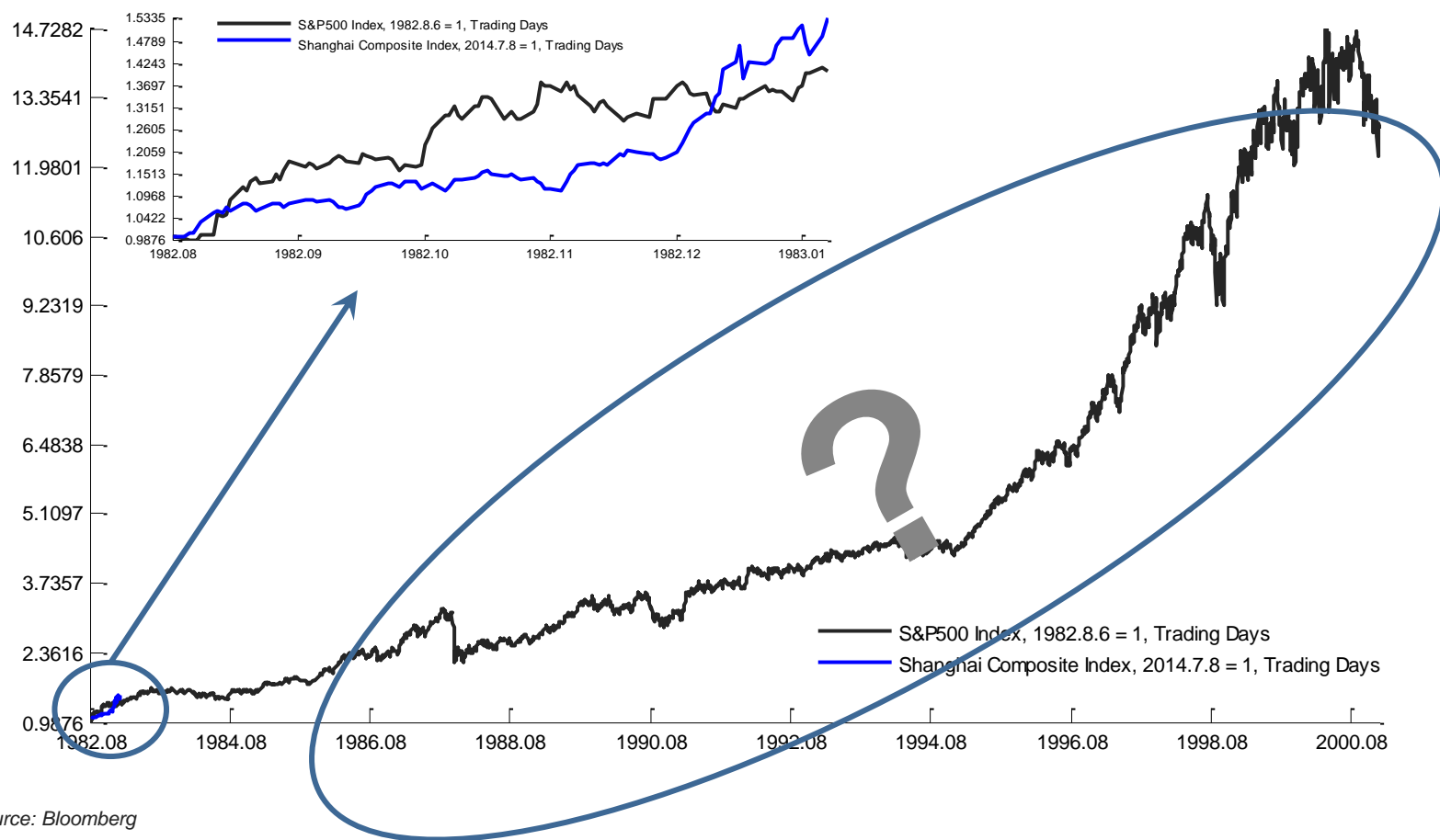
上证综合指数自2014年7月8日以来行情对比上证综合指数自2005年11月20日至2008年12月31日行情



Source: Bloomberg

历史情景模拟：假设上证综合指数重复标普500指数从1982年至2000年的行情

上证综合指数自2014年7月8日以来行情对比标普500指数自1982年8月6日至2000年12月31日行情



看图说话：宏观策略特刊释义

一直以来，对宏观和策略的研究有一种误区，即逻辑多，数据少；理论多，图表少；争论多，挖掘少；推理多，计算少。

但是，很多时候我们会惊异的发现，一些图表的出现，会推翻人们长期笃信的一些逻辑和理论。事实上，一些睿智的投资者一直以来更加渴望阅读数据、图表，以便更深入的了解社会的规律。

这就好比当唐太宗李世民数过隋炀帝杨广的洛口仓后才知道，隋朝的灭亡，并不仅是因为挥霍无度；而那些研究过《明季北略》的人也会发现，李自成原本不想攻破北京城。

不过，一些经过精心挖掘、分析得出图表，它们也许可以轻松的打破一些现有的逻辑世界，但很多并不能够创建一个新的逻辑世界。那么，这些“破坏性”的图表又有什么意义？

答案是：尽管有些图表和数据不能为我们建立新的逻辑和理论，但如果它们能够告诉我们现有的逻辑和理论有什么问题，那么就很可能能够帮助我们避免错误的投资决定。而当有一天，我们能够避免大部分错误的投资决定时，我们离胜利也就不远了。

信达证券宏观策略特刊《看图说话》正是为此目的而建立。

我们希望以我们的微薄之力，用精心挖掘来的图表和数据，能够为投资者们分析之前不曾了解过的事实和规律，以期带来更理性、更深入的投资研究。

分析师简介、机构销售联系人

陈嘉禾：首席宏观策略分析师（电话：+86 21 61678592 邮箱：chenjiahe@cindasc.com）

2005年本科以一等成绩毕业于英国赫尔大学经济系国际与金融经济专业，2006年研究生毕业于英国牛津大学历史系经济与社会史专业。同年加入平安资产管理公司任固定收益研究员，2008年加入信达证券并购重组部任高级经理，2009年起任信达证券研发中心策略分析师，负责策略研究，2011起负责专题策略研究，2012年起任首席国际市场分析师，负责国际市场研究、及与内地市场比较，2014年起任首席宏观策略分析师，负责宏观经济、股票策略、固定收益、国际市场四个方面研究。同时，自2010年起兼任中央电视台英语频道财经评论员、证券时报专栏作者、中国证券报、证券市场周刊、证券市场红周刊特邀作者，自2012年起至兼任CNBC特邀嘉宾，自2013年起兼任Channel News Asia特邀嘉宾，自2014年起兼任第一财经、凤凰卫视特邀嘉宾。

谷永涛：宏观策略分析师（电话：+86 10 63081090 邮箱：guyongtao@cindasc.com）

2011年毕业于北京大学物理学院，理学硕士，同年加盟信达证券研究开发中心。研究方向为金融工程，主要负责股票量化策略以及股指期货对冲产品的研究开发，具有扎实的数理功底和模型搭建能力，以可操作性和实用性为导向进行策略开发。2013年起开始研究国际市场、及与A股市场的比较。2014年6月加入宏观策略组，负责股票策略、国际市场方面研究。

胡佳妮：宏观策略分析师（电话：+86 10 63081426 邮箱：hujiani@cindasc.com）

2012年毕业于中国人民大学，金融学硕士，同年7月加入信达证券研发中心策略组，负责股票市场和流动性策略研究，2014年6月起负责资产配置和债券市场研究。

杨芳芳：宏观策略分析师（电话：+86 10 63081440 邮箱：yangfangfang@cindasc.com）

2012年毕业于中央财经大学，经济学硕士，同年7月加入信达证券研发中心宏观组，负责国内宏观经济研究。

机构销售联系人

| | | | | |
|----|-----|---------------|-------------|-------------------------|
| 华北 | 袁泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华南 | 刘晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyahua@cindasc.com |
| 国际 | 高放 | 010-63081256 | 13691257256 | gaofang@cindasc.com |

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。