



信达证券研究开发中心

Research and Development Center, Cinda Securities

证券研究报告 Research Report

2015年3月11日

宏观策略特刊

## 看图说话 历史上那些一生一次的资产周期



**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

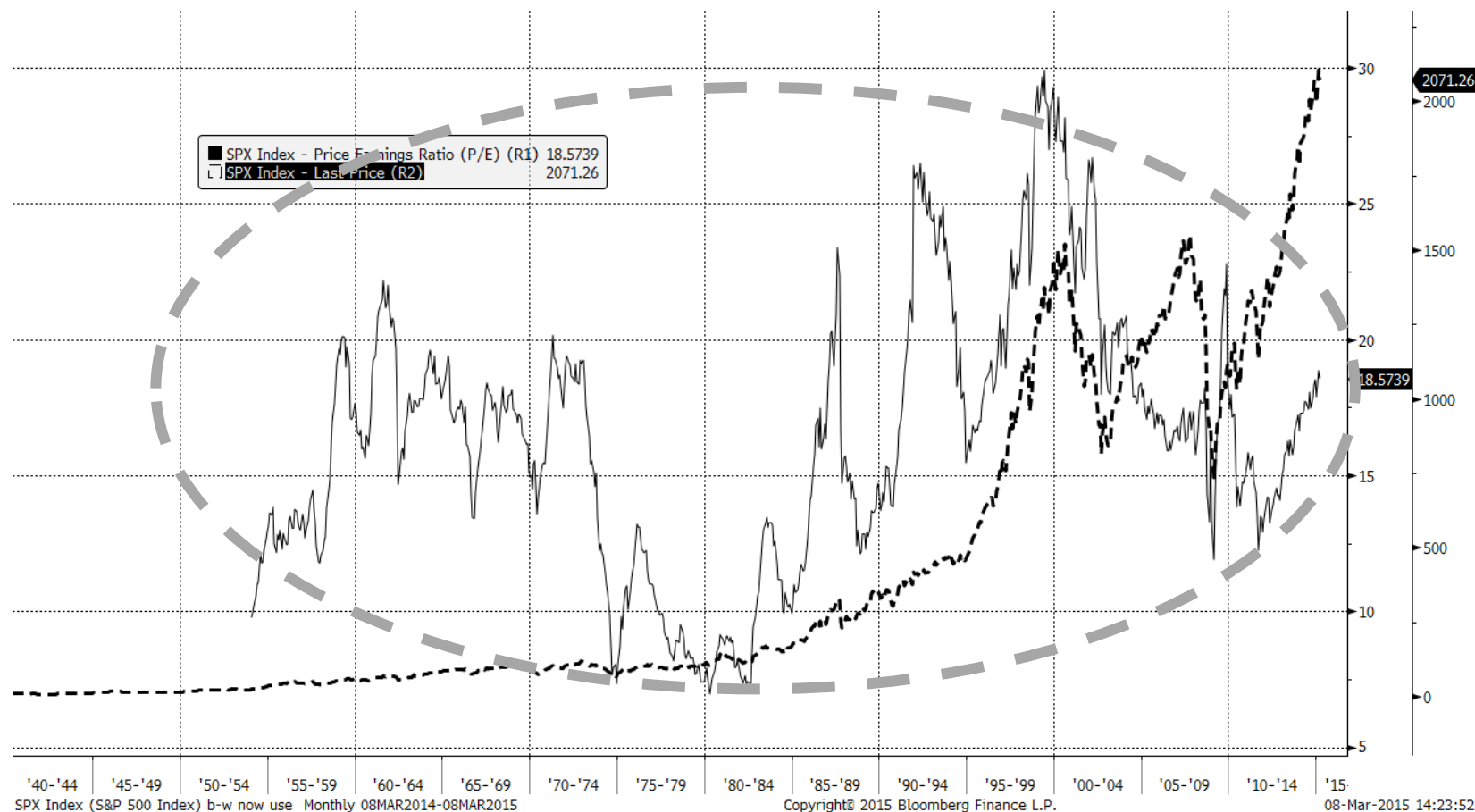
邮箱: hujiani@cindasc.com

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)



## 对投资最有利的周期类型一：相对价格来说呈现震荡型周期的估值周期（美股估值周期）

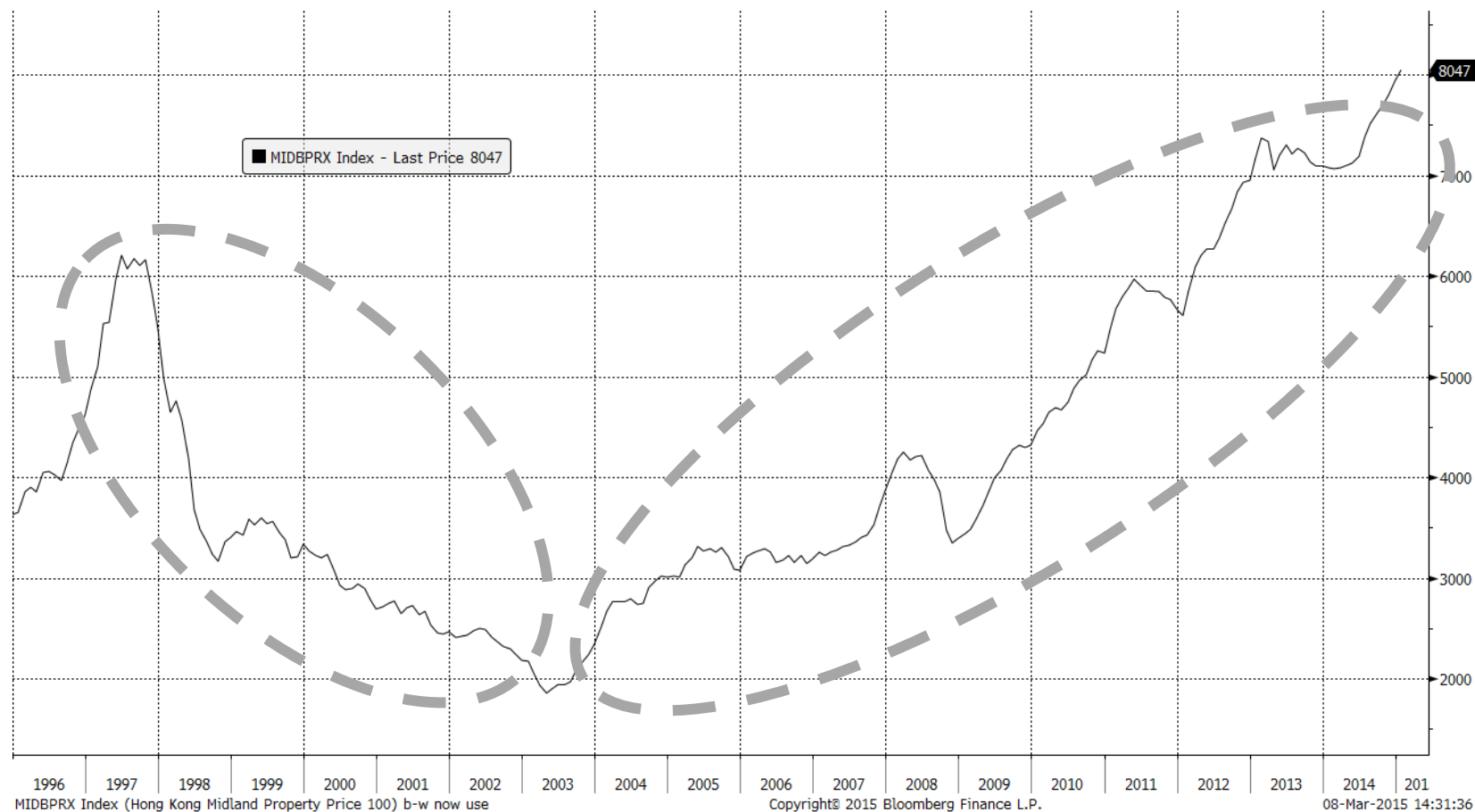
标普500指数点位与PE估值对比



Source: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 对投资最有利的周期类型二：相对较短的周期（上次中国香港地产市场周期大约20年不到）

中国香港中环物业价格指数



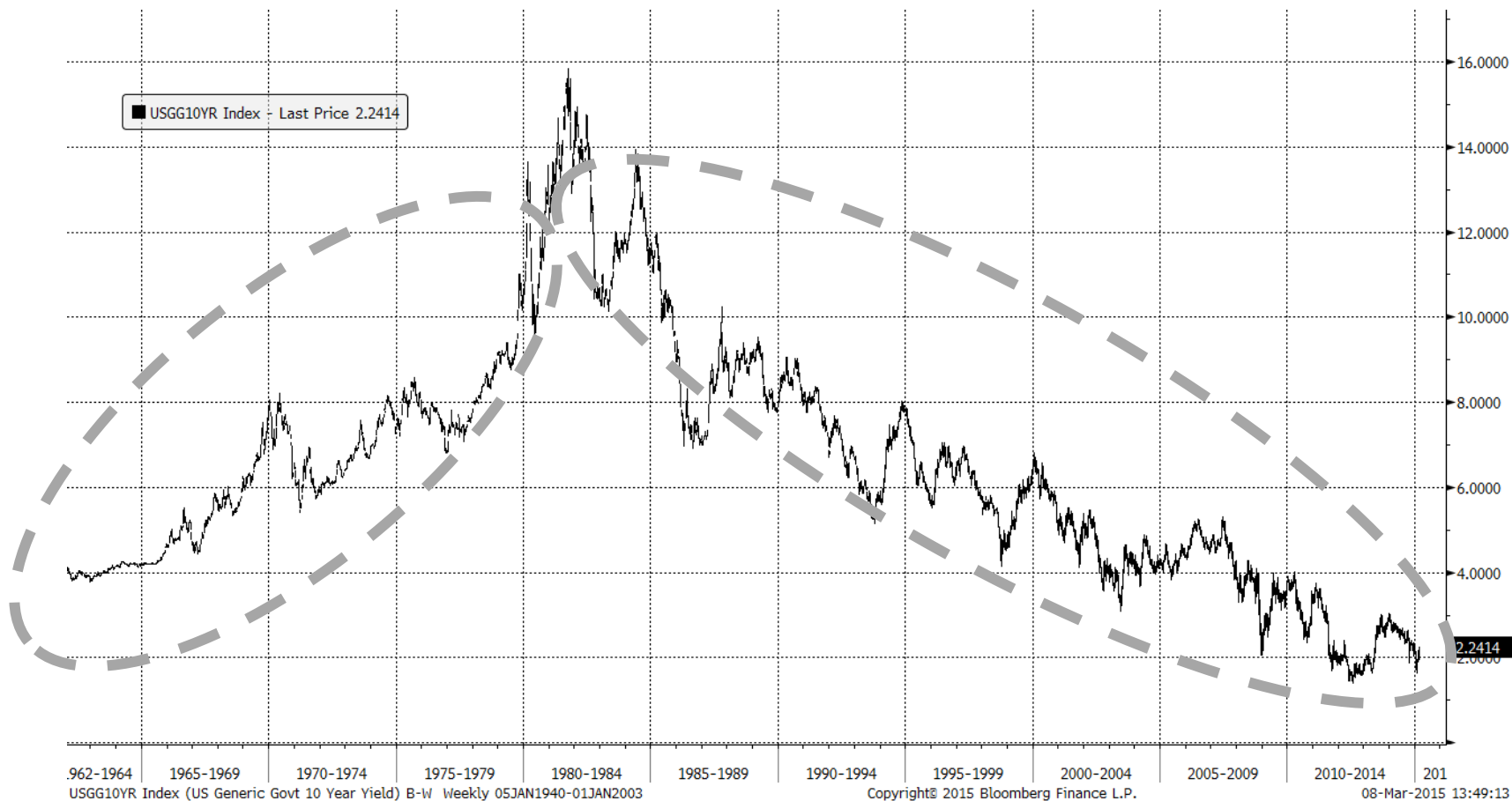
Source: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 历史上那些一生一次的资产周期

- 投资者战胜市场的一个要诀，就是学习资产的价格周期，从而在掌握了资产周期的基础上，在周期的底部以低廉的价格买入、在高位以高昂的价格卖出。
- 举例来说，中国香港的房地产市场，自1960年左右，华资地产商逐步参与其中以来，经历了上世纪六七十年代、九十年代等数个大的涨跌周期。
- **今天，我们看到的香港华资地产集团，基本都是当年在那些周期的顶部、或者还未到顶部的位置清仓出货、留足现金，在底部不惧跌势、大胆扫货的。**
- 再举前面图表所呈现的美国股市的例子，其估值周期相对其股票价格表现，起到的作用不是太大，以至于如Peter Lynch这样的投资经理可以彻底忽略这个周期。而且，美国股市的估值周期，一次持续的时间也只有20到30年，这保证了一个投资经理仍然可能在职业生涯中，利用到自己以前学习的经验。
- 但是，并不是所有周期都是可以学习的。或者说，有些周期的时间持续的实在太长，以至于在投资者的职业生涯中（以40到50年计算），其涨跌的次数只有1次。
- **在这种情况下，投资者在整个周期中学习到的关于这个资产周期的知识，都不可能为下一次周期起到任何参考作用。判断这种巨型周期，就需要投资者拥有非凡的勇气和毅力、从其它资产周期借鉴经验的能力，也许还需要极好的运气。**
- 举历史上的例子来说，大部分坏人的善恶周期是比较明显的，我们可以看到其一开始伪装善良、之后翻脸不认人的手段，从而有所预防。
- **但是，当对手一生只翻脸一次的时候，这种巨型周期，就很难防范。**
- **历史上，聪明者如韩信、曹爽、翟让，之所以丧命于刘邦、司马懿、李密，都是输在这种一生一次的周期上。他们在遭到致命背叛之前，对手都和他们保持了长时间的、大体上算是完美的、有生以来一直维持着的友谊。**
- 为了把这个理论说的再清楚一点，让我们看一个火鸡理论：一只火鸡在一年中的364天里都被农场主喂食，于是它认为这位无私分给它食物的人一定是天下最好的人。但是，在第365天的时候，火鸡被宰杀了。
- **火鸡可能根据前364天总结出的智慧知道第365天会被宰杀吗？**
- 下面的图集，就描述了一些资本市场中非常之长的周期，它们的长度导致投资者无法根据资产上一个完整周期的总结，推断出下一次资产周期的情况。
- **这些周期包括：长达50余年的美国国债收益率周期、第二次世界大战后至今只有1个价格周期的日本房地产市场周期、长达26年的日本股市估值与价格下降周期、同样长达1/4个世纪的日本国债收益率下降周期、长达10年的俄罗斯CPI下降周期。**
- 如何准确的预测这些周期？我们的答案是你不可能准确的预测这些周期，因为它们实在太长了。
- **如何为这些周期做出准备？**在应对这些周期时，投资者不可能依靠历史的经验，因为这些周期实在太长了。
- 他们只能依靠从其它资产上借鉴来的、模糊的经验，以及无比坚定的信心、纪律与非凡的勇气：因为他们很可能在判断正确之前，需要忍受长达数十年的损失。当然，非凡的运气也是不可缺少的。
- **甚至，投资者从一开始，就应该试图远离依靠这些周期牟利的手段，因为做到以上的准备，实在是太难了。**

## 长达50余年的美国国债收益率周期：1962 - 2015年

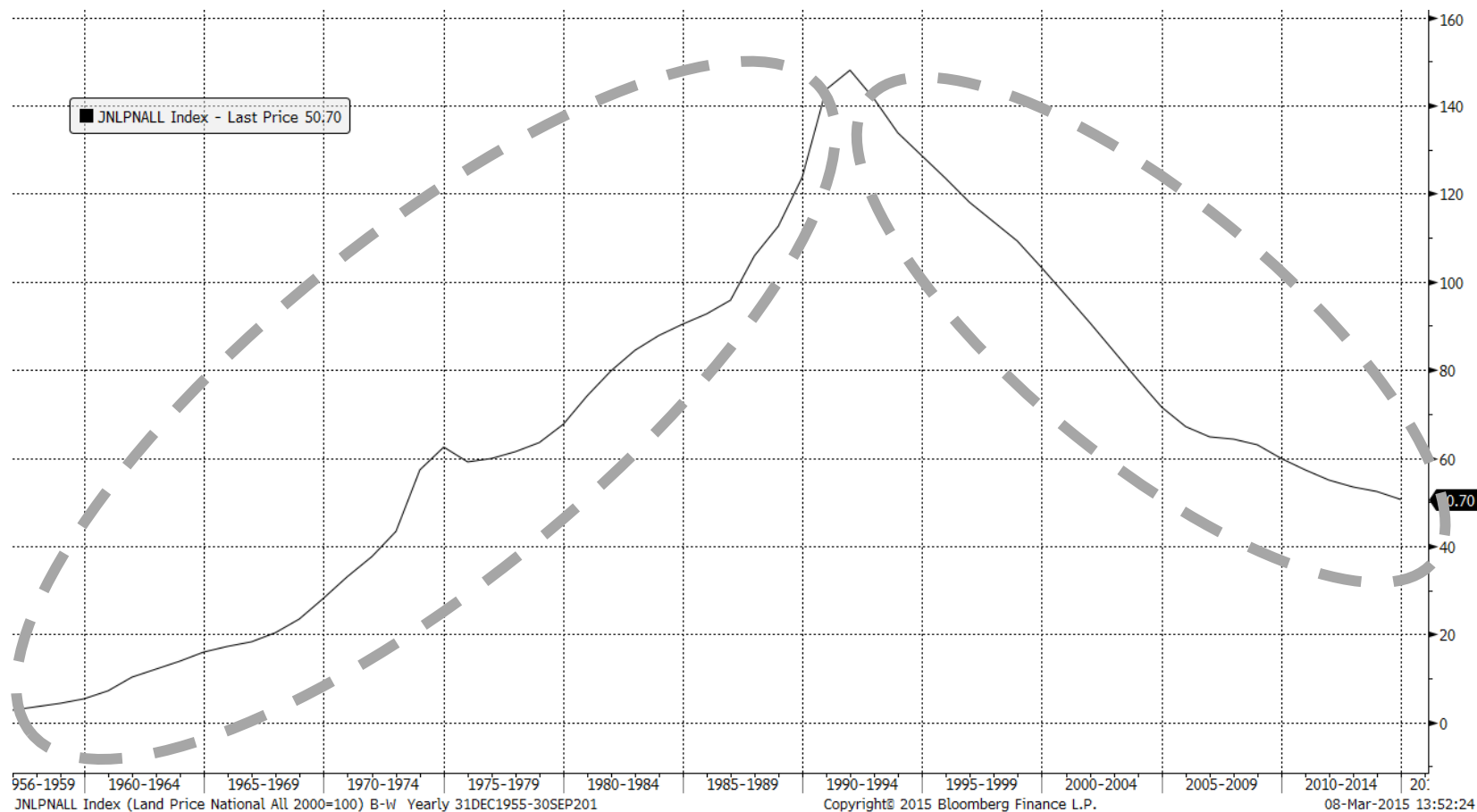
美国10年期国债到期收益率：1962 - 2015



Source: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 战后至今只有1个价格周期：日本房地产市场（60年）

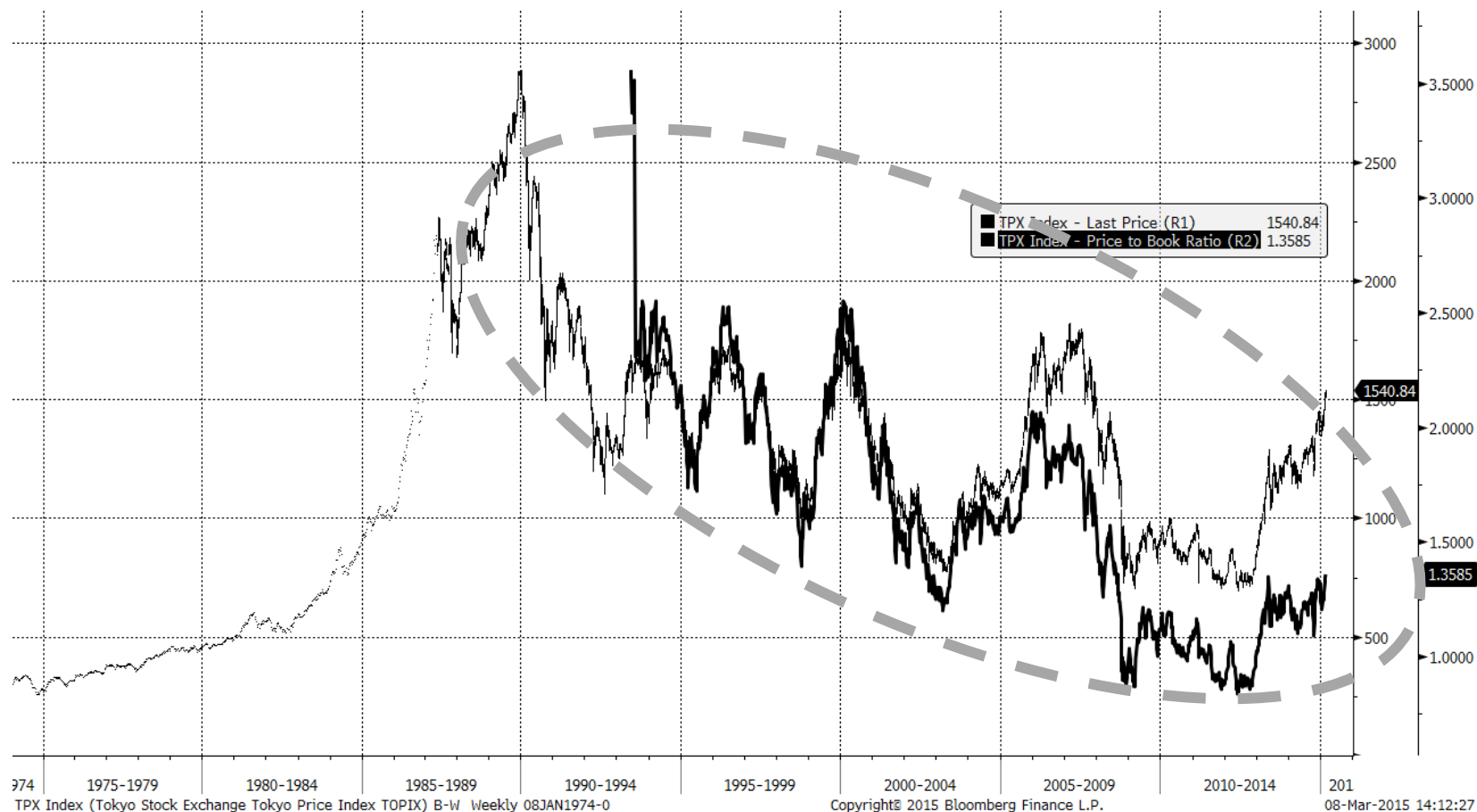
日本全国地价指数（2000年 = 100）



Source: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 长达26年的日本股市估值与价格下降周期：1989 - 2015年（期间日本市场基本面几乎无增长）

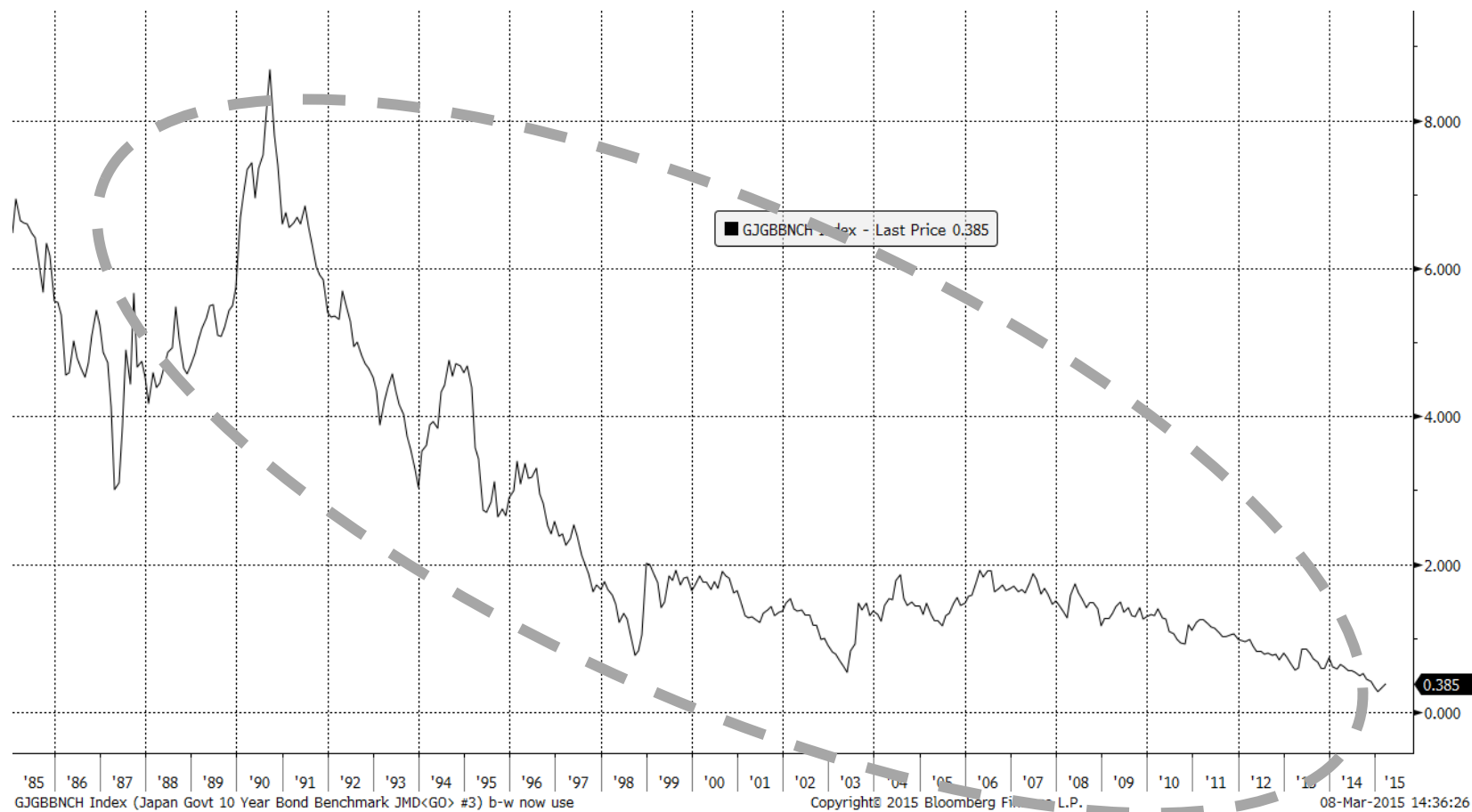
TOPIX指数点位与PB估值



Source: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 26年半个周期：日本10年期国债收益率

日本10年期国债收益率

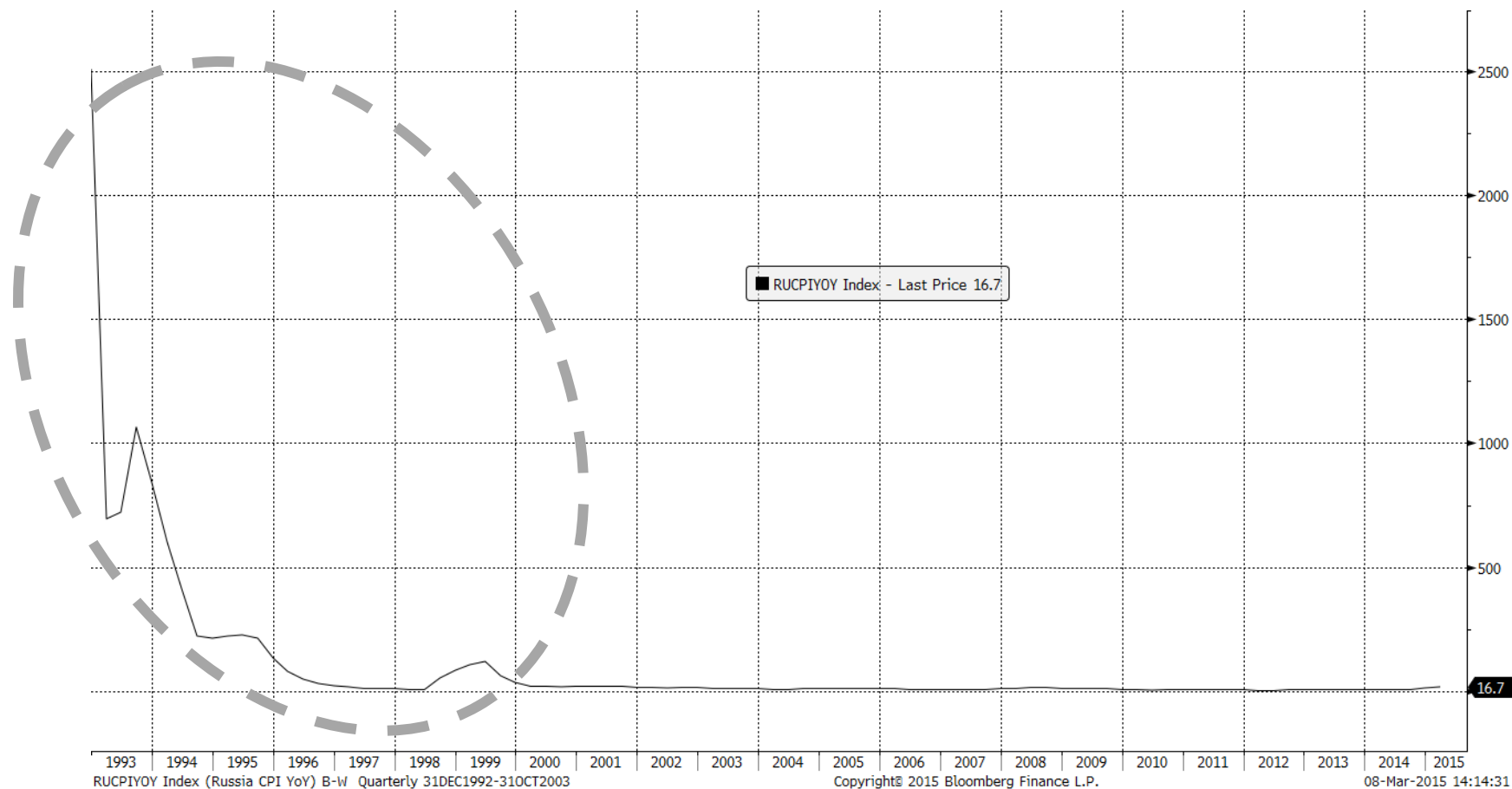


Source: Bloomberg, 信达证券研发中心



## 长达10年的俄罗斯CPI下降周期

俄罗斯CPI同比增长率(%)



Source: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 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。

### 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。