

2018 年 02 月 26 星期一

宏观周报

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



本周要闻

- 美股暴跌后反弹，回补过半跌幅。
点评： 套利推动。
- 上证指数反弹，收五连阳。
点评： 短期或跟随美股。
- 人民币小幅贬值。
点评： 市场动荡暂时影响融入美元 。
- 原油大涨，重回 63 关口。
点评： 通胀预期下与股市强相关。

暴跌之后，中国股市估值仍不低

当你的观点已成为共识，那便是反思的时刻。——马克·吐温



外部的环境早已改变，以过去的指数点位来衡量如今的估值必然有“刻舟求剑”之嫌。所以看待市场时不仅要有看法，更要有算法，这也是使用量化模型的原因。

非套利模型往往具有先天性的缺陷，因为它某种意义上是归纳法而非演绎法。归纳法以来来自于历史现象的集合，但没有人可以保证未来的现象在过去的集合之中。唯一没有例外的事情就是永远有例外。这也是所谓“黑天鹅”的由来。

“黑天鹅”本质上来源于系统的不稳定性。换句话说，只有当非套利模型揭示的正是系统不稳定性时，才不会被小概率事件冲击。甚至恰恰相反，小概率事件的发生会让模型更加准确。

模型在前瞻之前必然先有回测。对过去都无法解释的难言可以揭示未来，而由于幸存者偏差，即使对过去完美阐述，对未来也未必靠谱。轻易的在模型中增加几个变量，就可以让过去拟合的更完美。或者说，变量越多的模型，在未来的表现越倾向于不稳定。

不畏惧“黑天鹅”事件的冲击，变量少（仅仅四个），是本估值模型区别

于易发生错误的模型的两大特征。

“因果律不来自于经验”，非套利模型的逻辑而非仅仅历史表现才是让人信服之处。市场对股市估值的逻辑跨越并演化了百年，现在也难言是真理的尽处。非套利情况下对市场的认知，只能说是得到一个较优而非最优的结果。

市场估值的演化大致经过三个阶段：经典主义，新经典主义和行为主义。

经典主义通常所看的指标便是“市净率”。当回报率<资金成本时，因为此时市场的重置成本过高，故而仅仅考虑历史投入成本。

新经典主义所看的除了“市盈率”还会考虑到股利贴现。当回报率>资金成本时，估值不再是回溯而是前瞻的，价值就是未来现金流的折现。

行为主义揭露的是人们心中的“动物精神”。显然市场价格的持续的巨幅波动无法用基本面来解释，市场的有效性也被巴菲特嘲笑“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪”。行为主义阐述，上涨本身就会成为上涨的原因，与价值无关。

百年的思想至今不过时，甚至不互相矛盾。股市的正确估值应是三者之和：资本金+经济收益的折现+正反馈和负反馈的波动。

格雷厄姆曾强调过两个观念，股票盈利收益率和安全边际。

这位证券分析之父曾坦诚的说到：“明白一只股票的盈利收益率是 2.5% 的实际意义，要比认识到同样这只股票的市盈率是 40 倍的实际意义要容易多了。基本上，我希望股票投资的盈利收益率能够达到利率的两倍。”

巴菲特转述恩师的话时指出，“如果只能用三个英文词汇来形容正确投资的秘密，那必定是安全边际 (Margin of safety)。”或者说，盈利收益率高于利率的幅度越多越好。同时，随着幅度的递增，安全边际必然是非线性递增的。

这就是模型为何包含指数化处理的盈利收益率与十年期国债收益率的

逻辑。而这仅仅反映了经典主义与新经典主义的估值。

1738年，在一篇题为《圣彼得堡帝国科学院评论》的论文中，著名数学家丹尼尔·伯努利这样写道“数学里把每一个可能的收益乘以它们可能出现的次数，

再除以所有可能和不可能情况出现的次数之和而得出期望值。虽然这个期望值的数字对于每个人来说都是一样的，但效用却因人而异。没有理由假设每个人预期的风险都必须是相等的。”他进而提出，“由于财富小幅增长而带来的效用与已拥有的财富成反比。”

交银国际首席策略师洪灏曾这样评价“圣彼得堡悖论”：这是历史上第一次有人试图计算出人类的情感。

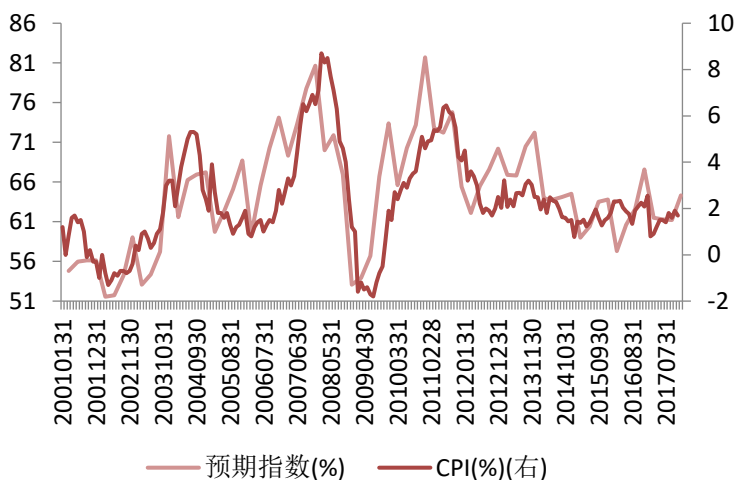
简单来说，从市场上获得的第一个一百万的效用远远大于第二个一百万。第一个一百万可以满足绝大多数潜在的需求，而之后的潜在需求却没那么急迫。

家庭资产配置于股市的比例——流通市值与广义货币供应之比，前者意味着股市中的资产，后者意味这所有潜在的购买力，这个比例成为衡量市场风险偏好最直接的指标。

模型中的两个比例，避开了非套利模型致命的两个漏洞（幸存者偏差和黑天鹅冲击），不仅将百年经济史渊源溯流，更是集宏观与微观的判断于一身。任何宏观微观的变化都会先在影响股市之前先影响模型的四个成分，进而调整估值判断。同时，在现有数据的情况下，模型近乎完美的判断了过去十余年的中国股市的大幅起落。

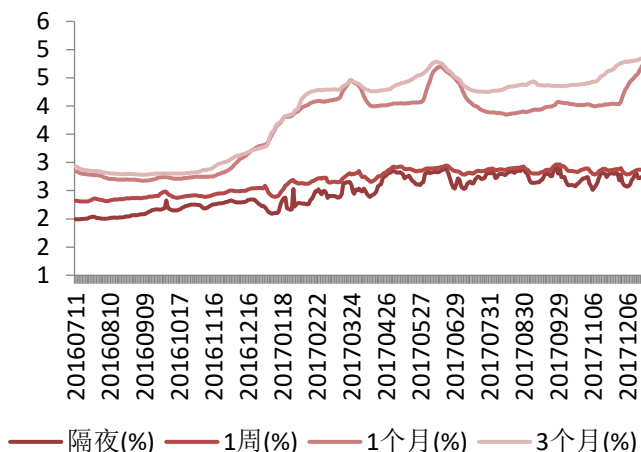
在理论和历史都较完备的前提下，模型显示暴跌之后中国股市估值仍然不低，值得注意。

图表1 市场交易中国再通胀

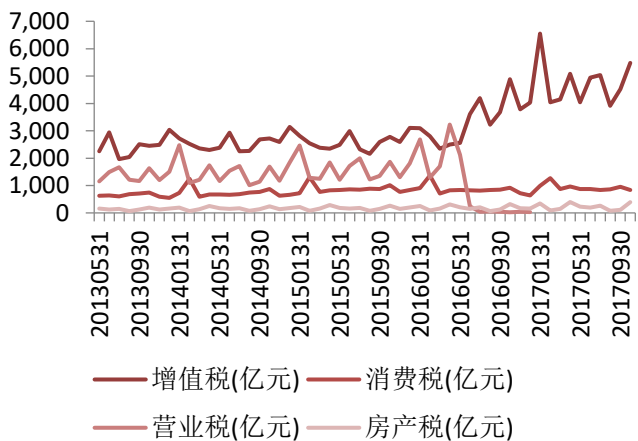


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表2 资金面趋紧

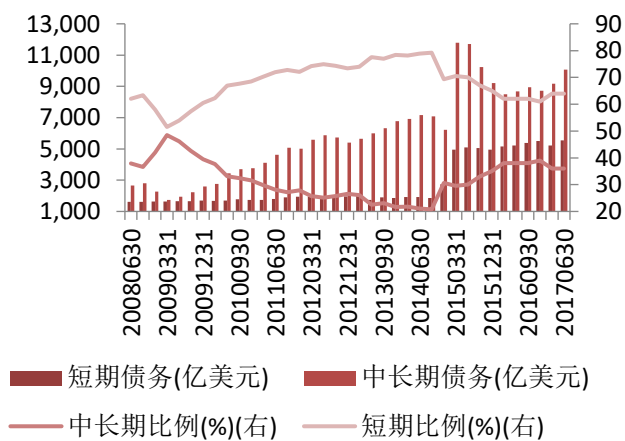


图表3 国内税收不减反增

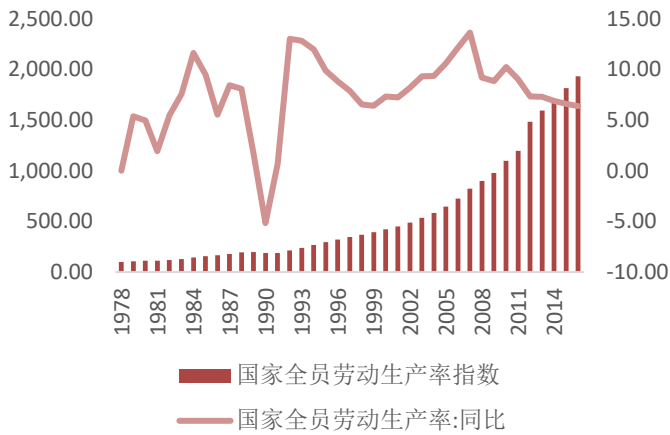


资料来源: Wind、铜冠金源期货

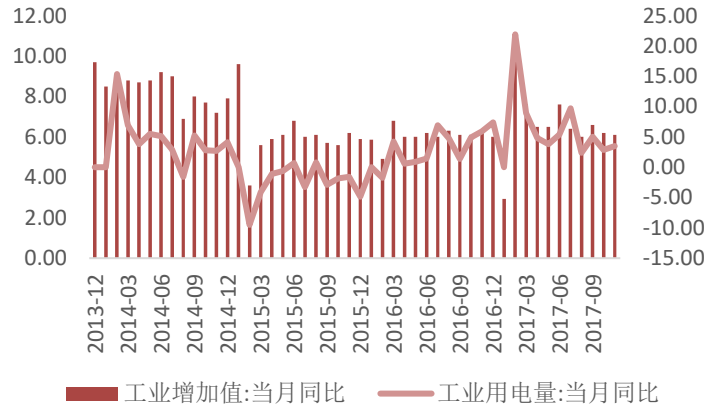
图表4 债务水平居高不下



图表 5 劳动生产率遇到瓶颈

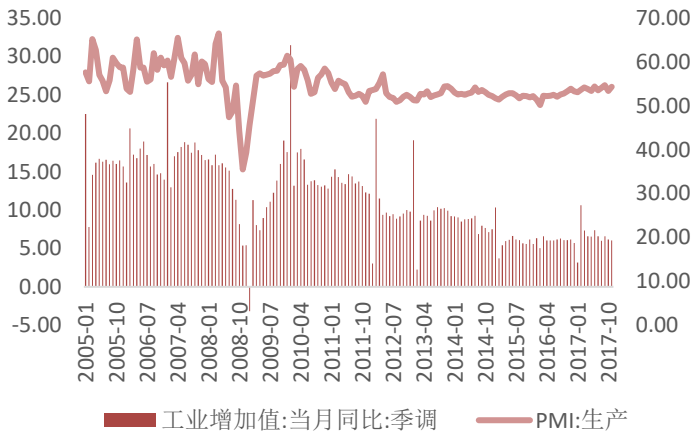


图表 6 工业增速回落

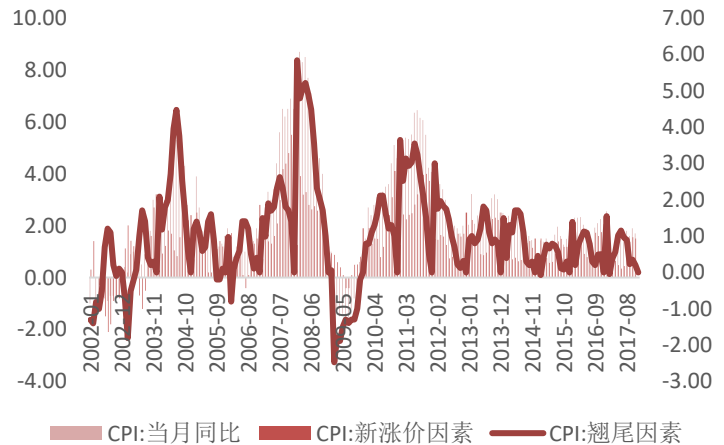


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 7 PMI 无法反映工业增加值

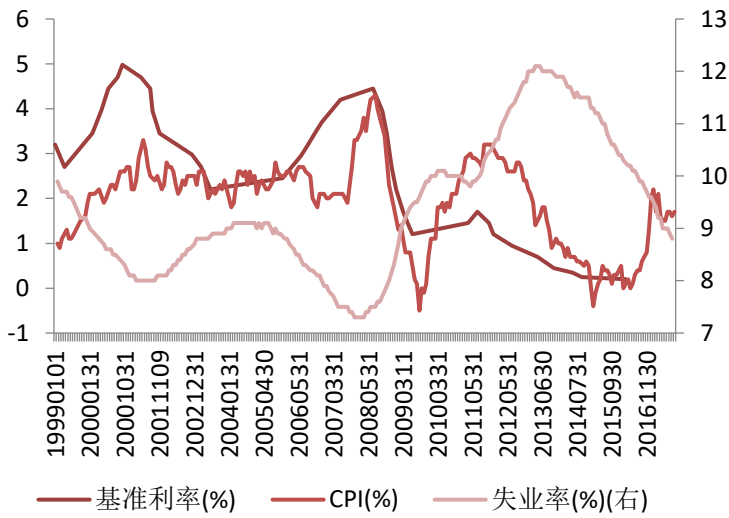


图表 8 新涨价因素占 CPI 重要部分

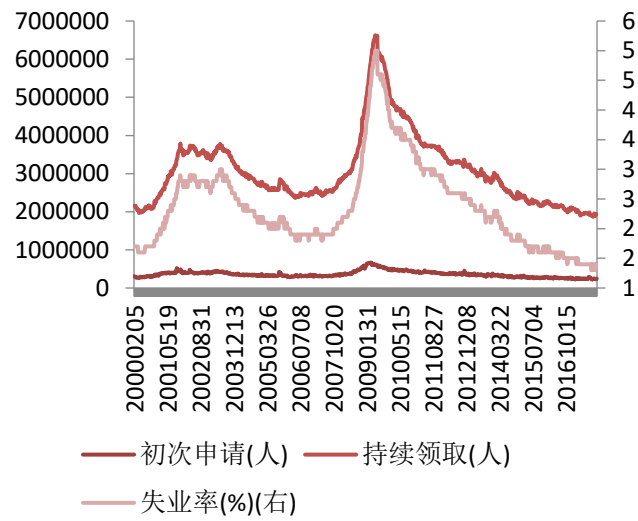


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 9 欧元区经济持续回暖



图表 10 美国失业率显著下降



资料来源: Wind、铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号

2603、2904 室

电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区福华一路卓越大厦

1706A

电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129

号大连期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

铜陵营业部

铜陵市义安大道 1287 号财富广场

A2506 室

电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。