

证券研究报告
策略研究

在货币和政策中寻找价值与趋势

2012 年投资策略

2012 年 1 月 4 日

陈嘉禾 策略分析师

执业编号: S1500510120010

联系电话: +86 10 6308 1251

Email: chenjiahe@cindasc.com

相关研究

<2011.1> 在紧缩和结构性高估中前行

<2011.1> 优生排序-你被骗了吗

<2011.1> 警惕缩量的中小盘股

<2011.2> 从春节效应想到的

<2011.2> 房地产的接力棒

<2011.2> 姑且享受上升趋势

<2011.5> 消费投资双杀下的蓝筹价值选择

<2011.5> 小股票的五根稻草

<2011.5> 学郭橐驼做投资

<2011.6> 如果估值不曾改变

<2011.6> 和谁比 怎么比

<2011.8> 货币影响一切

<2011.8> A 股和美股的长期估值困惑

<2011.9> 认知的缺陷与当前市场的转变

<2011.11> 通胀的粘性与债券的预期

<2011.11> 杠杆对衰退周期的影响

<2011.11> 预期的差别说明了什么

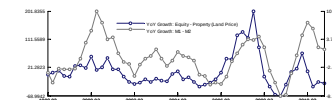
贾人夏则资皮，冬则资絺，旱则资舟，水则资车，以待乏也。 - 《国语·越语上》

投资要点

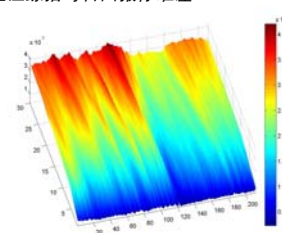
- ◆ 我们研究了一些关于货币总量波动和资产价格波动之间的关系。总的来说，流动性越高的资产价格的波动受粘性越低的货币总量波动的影响越大，流动性越低的资产价格的波动受粘性越高的货币总量波动的影响越大；
- ◆ 这种现象导致不同流动性的资产价格的波动之间的差额在多数情况下，与不同粘性的货币总量波动之间的差额呈现高度相关的关系；
- ◆ 我们认为，中国经济的阿喀琉斯之踵，仍然在于房地产。同时，随着过去几年的宽松货币政策，流动性充裕度达到了极高的地步，同时加上仍然高企的通胀预期，2012 年的潜在通胀形势会比以往几年来的更为严峻：这将在一定程度上制约货币政策能够放宽的空间；
- ◆ 政策方面，我们倾向于认为，决策层会兼顾考虑经济减速的因素与通胀的因素；
- ◆ 由于后者缺乏有效的整体解决方法，而前者可以部分通过有针对性的政策救急 - 从而尽量拖延时间以减缓通胀预期和之前货币政策对通胀的滞后作用，故而在这种情况下，货币政策全面放松的时间可能会长于预期，取而代之的是在适度宽松的货币政策下，财政政策和一些调结构的政策会首先被采用；
- ◆ 从全球范围来看，A 股这一轮小公司的相对性牛市至少在过去十几年中是独一无二的。如果没有货币政策的持续刺激，则 2012 年小公司或将持续受到压制；
- ◆ 板块选择方面，我们将现在的 A 股细分行业粗略的提取出三类并进行了分析：估值和行业基本面有保障的；估值低、行业基本面一般，但在政策超预期放宽的情况下有弹性的；行业基本面不足以支撑相对高估值的；
- ◆ 最后，这里还通过一些理论和实证，探讨了技术分析的有效性，并得出这样的结论：由于市场在某种意义上是封闭的，比如相对固定的交易群体、比较类似的宏观经济氛围、沿袭已久的当地文化，导致技术分析的有效性是存在的；但由于这些组成市场封闭性的要素并非完全固定，又导致技术分析的有效性是飘忽不定的。

报告重点图表摘录

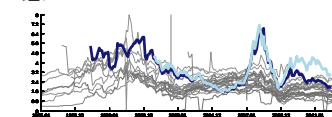
中国不同流动性资产波动差与不同粘性货币总量波动差之比



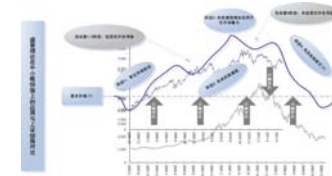
上证综指每日回报标准差



上证综指、深证综指 vs. 发达市场对照组: PB



反身性理论在中小板综指上的应用



目录

- 1. 货币的粘性与资产价格波动3
- 2. 房地产之踵.....13
- 3. 通胀的粘性.....17
- 4. 可控的系统性风险与受制约的政策腾挪空间21
- 5. 股票和房价的十年涨幅之辩23
- 6. 指数估值的通道29
- 7. 小公司的溢价37
- 8. 寻找安全边际43
- 9. 技术分析到底有效吗56
- 10. 可以捉摸的趋势：一个简单的实证57
- 11. 细分数据里的千层饼60
- 12. 对 2012 年市场的展望65
- 附录：A 股 GICS 细分板块数据一览67
- 附录：图表目录71

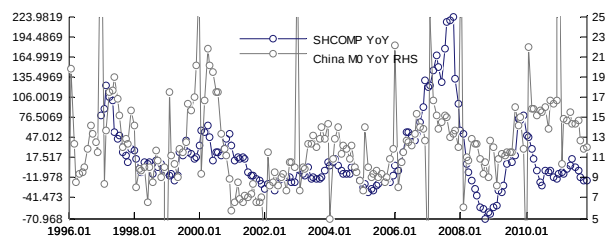


1. 货币的粘性与资产价格波动

在投资研究中，货币增速无疑是重要的一环。在多数情况下，我们都能观察到货币与资产价格之间有明显的关系。下图组显示了上证综指、深圳综指的同比增速与三个货币统计口径之间的关系。

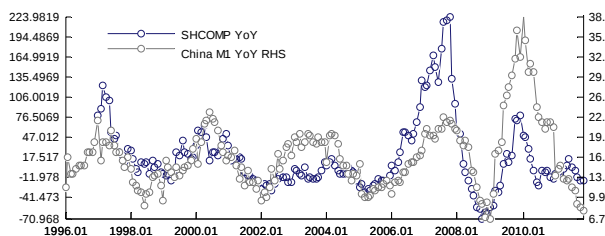
我们可以看到，上证综指、深圳综指的同比增速与 M0、M1 的同比增速高度相关，和 M2 的同比增速也显示出一定的相关性，但似乎并不如前两者来的高。

图表 1：上证综指同比增速 vs. 中国 M0 同比增速



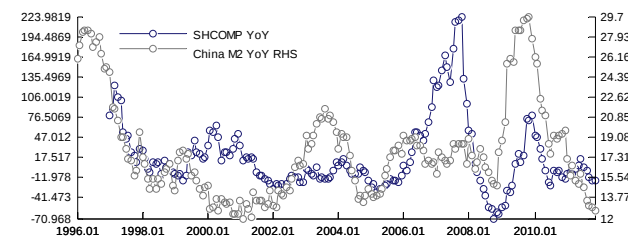
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 2：上证综指同比增速 vs. 中国 M1 同比增速



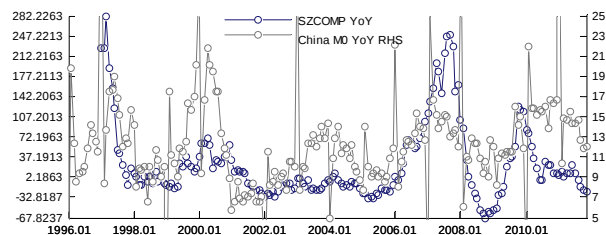
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 3：上证综指同比增速 vs. 中国 M2 同比增速



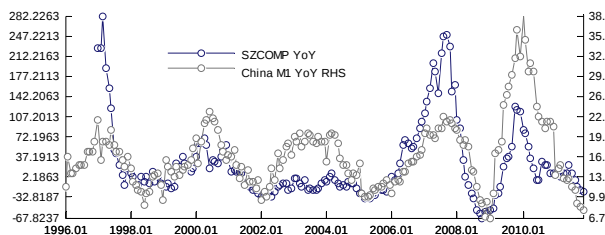
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 4：深证综指同比增速 vs. 中国 M0 同比增速



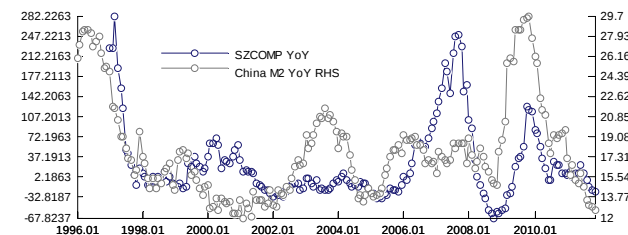
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 5：深证综指同比增速 vs. 中国 M1 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 6：深证综指同比增速 vs. 中国 M2 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

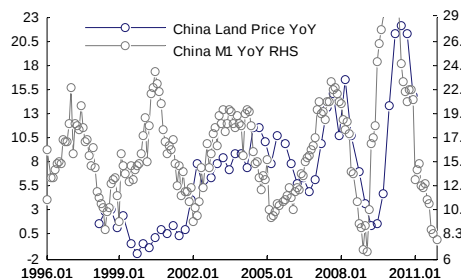
当然，对于指数波动和货币增速之间究竟是先有鸡还是先有蛋的问题，并不能给出一个确切的答案：股市的上涨在某种意义上一定影响了居民持有的货币、特别是低粘性货币的总量，而货币总量在很大程度上也影响了股票价格。

但是，2000 年以前的高相关性可以从一个侧面说明，**后一种过程所产生的影响很可能高于前者：因为相对于经济体来说，当时的股票体量还很迷你。**

现在让我们来看另一种资产，房地产。由于中国缺乏可追溯的房地产价格数据，我们以土地价格数据来代替。需要指出的是，土地交易价格数据在 2010 年以后就停止更新了。不过，这并不妨碍我们从历史的角度来理解这种资产价格和货币总量之间的关系。

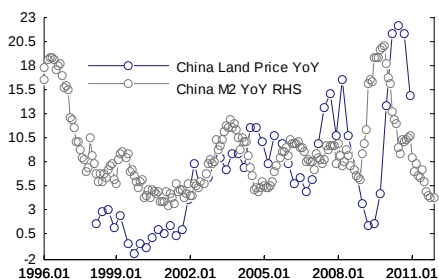
可以看到，从同比增速的角度来说，土地价格波动似乎与 M1 和 M2 增速呈现的相关性相差不多，并没有显示出与谁相关性更高的特征。

图表 7：土地交易价格指数（同比增速/2010 年停止发布）vs.M1 同比增速



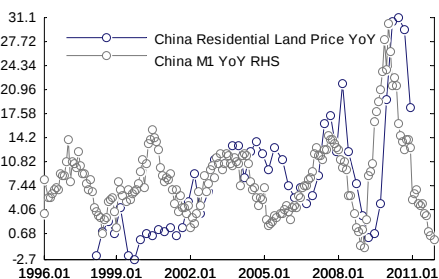
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 8：土地交易价格指数（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速



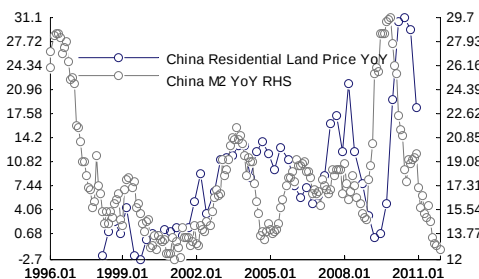
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 9：土地交易价格指数居住用地（同比增速/2010 年停止发布）vs.M1 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 10：土地交易价格指数居住用地（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速



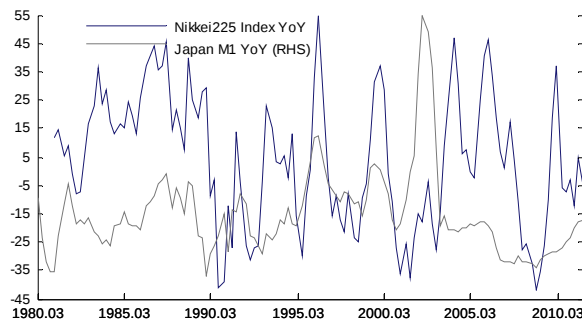
资料来源：信达证券，Bloomberg

现在让我们再来看一下日本的例子，这里展示的图组首先画出了日经 225 指数同比增速与日本 M1、M2 同比增速在各个不同时期的关系。

可以看到，至少在 2002 年以前，日经 225 指数与日本 M1 在同比增速方面存在比较强的相关性，而与 M2 的相关性在很大意义上来说并不显著。即使要说两者之间存在相关性的话，也是在中长期上能找到一些微弱的联系，而在中短期、至少就 5 年以下的时间来说，这种相关性并不明显。

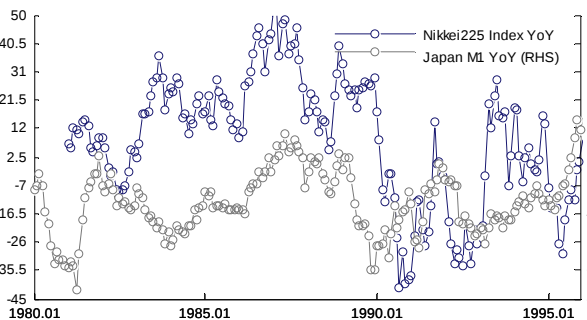
值得指出的是，日本股票市场的波动与货币总量增速之间的关系在 2002 年以后慢慢减弱。这是否因为随着市场的发展，投资者更加注重价值、而较少受到流动性的影响？我们将在几页以后讨论到这个问题：当在美国发现类似的情况的时候。

图表 11: 日经 225 指数同比增速 vs. 日本 M1 同比增速 (全部数据)



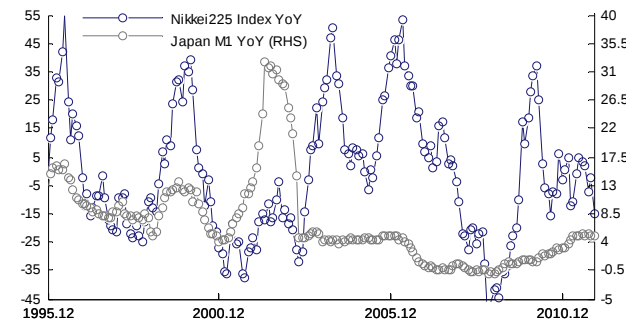
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 12: 日经 225 指数同比增速 vs. 日本 M1 同比增速 (1995 年以前)



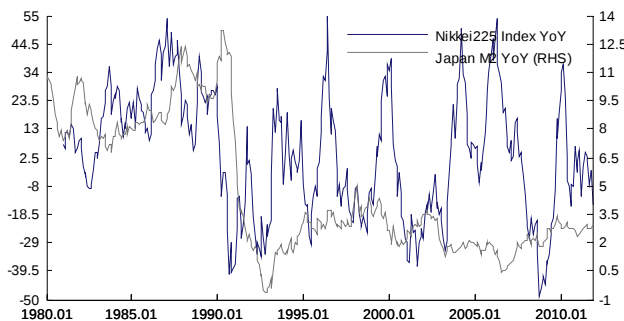
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 13: 日经 225 指数同比增速 vs. 日本 M1 同比增速 (1995 年以后)



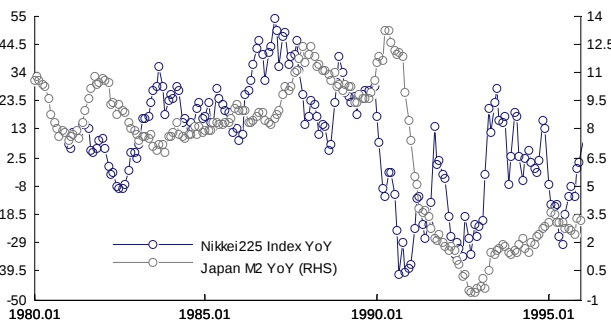
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 14: 日经 225 指数同比增速 vs. 日本 M2 同比增速 (全部数据)



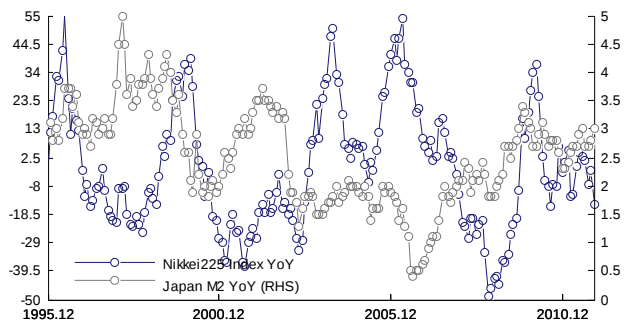
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 15: 日经 225 指数同比增速 vs. 日本 M2 同比增速 (1995 年以前)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 16: 日经 225 指数同比增速 vs. 日本 M2 同比增速 (1995 年以后)

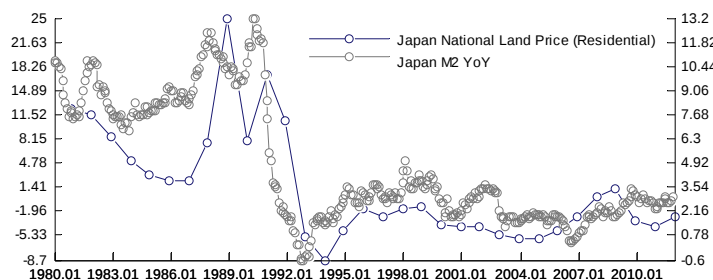


资料来源: 信达证券, Bloomberg

在房地产方面, 由于缺乏足够追溯的房价数据, 我们再次用土地价格来表示日本房地产价格的变动情况。

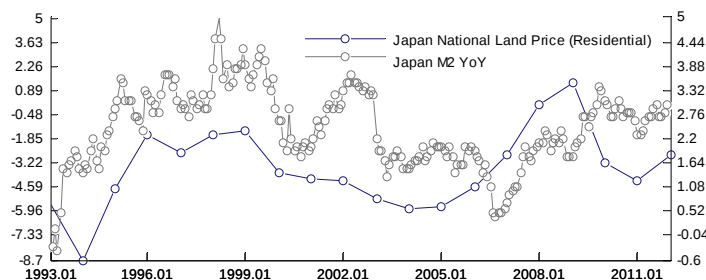
如图组所示, 日本全国地价指数的变动和 M2 的同比增速呈高度相关关系。与 M1 的相关性在某种意义上来说也存在, 但并不如与 M2 的增速来的显著, 也比不上与历史数据较短的 M3 增速之间的相关度。

图表 17: 日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M2 同比增速（全部数据）



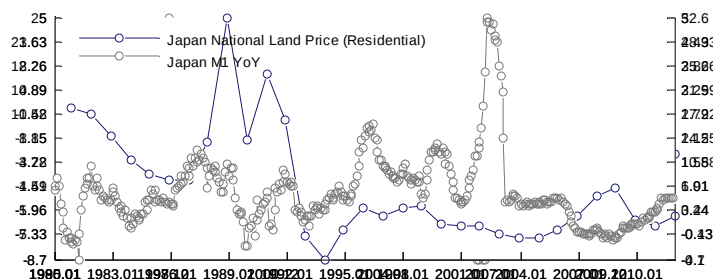
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 18: 日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M2 同比增速（1993 年至今）



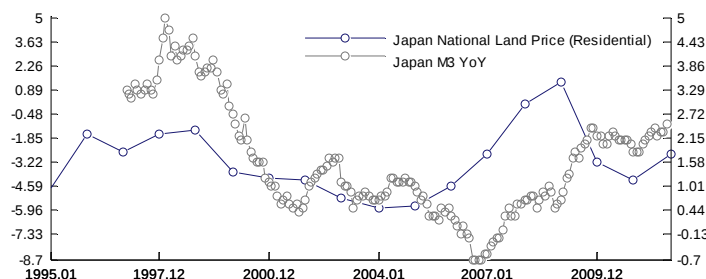
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 19: 日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M1 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 20: 日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M3 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

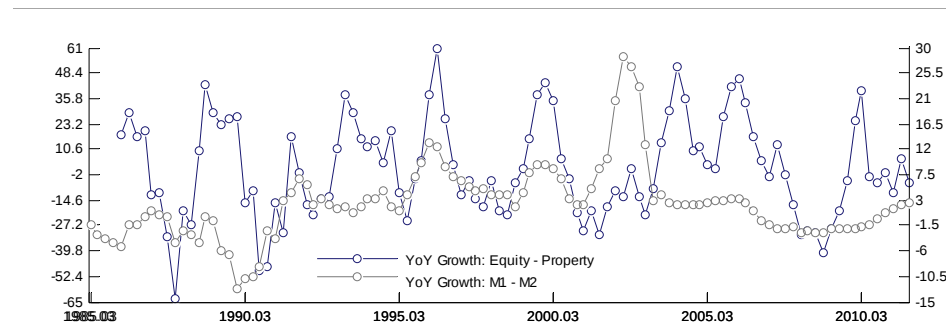
从中国和日本例子中，我们可以得出一个模糊的、直观的总结，似乎在股票的价格波动和 M0、M1 的波动之间更容易找到相关性，而在土地的价格波动与 M2 波动之间更容易找到相关性。

这是为什么？对此，我们给出一个猜想，即由于货币总量存在粘性，而资产的流动性又不尽相同，所以，流动性越高的资产，受到低粘性的货币总量（M0、M1）波动影响越大，而流动性越低的资产，受到高粘性的货币总量（M2、M3）波动影响越大。

假设这个推论是正确的，那么，我们应该可以观察到一个结果，即高流动性资产价格波动和低流动性资产价格波动之间的差额，与低粘性货币总量与高粘性货币总量波动之间的差额可能呈现高相关性。

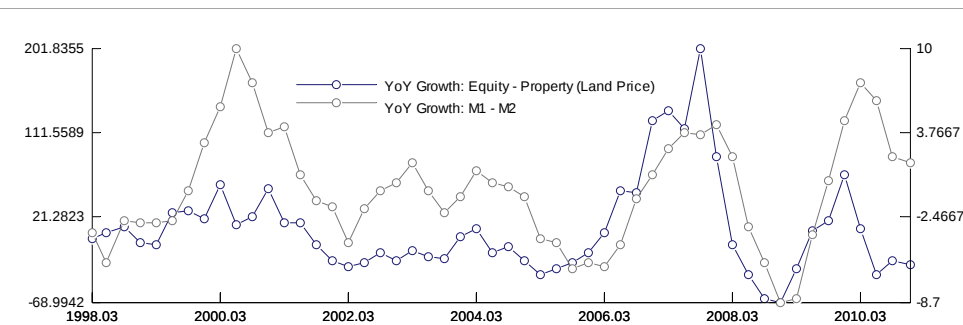
让我们看看事实是不是这样？如图组所示，左轴显示和高流动性资产波动（股票）和低流动性资产波动（土地）之间的差额（蓝色），右轴则代表低粘性货币总量和高粘性货币总量波动之间的差额（灰色）。在日本和中国，这两组数据都显示出高度相关性。

图表 21：同比增速：日本股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）



资料来源：信达证券，Bloomberg

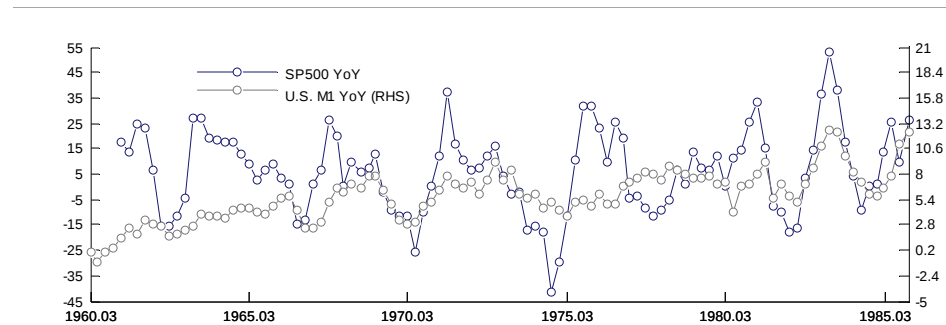
图表 22：同比增速：中国股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）



资料来源：信达证券，Bloomberg

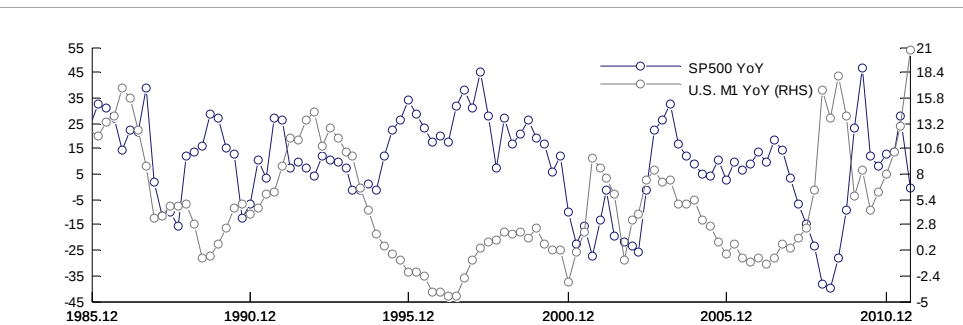
为了验证这个结论是否正确，我们选取了三个其它样本（美国、中国台湾、马来西亚），画出了它们的资产价格波动和货币总量波动，进行同样的测试，以观察这种货币总量粘性与资产流动性之间的相关性是否普遍存在：事实大体上还算证明了我们的猜测。

图表 23：SP500 同比增速 vs.美国 M1 同比增速（1985 年 12 月以前）



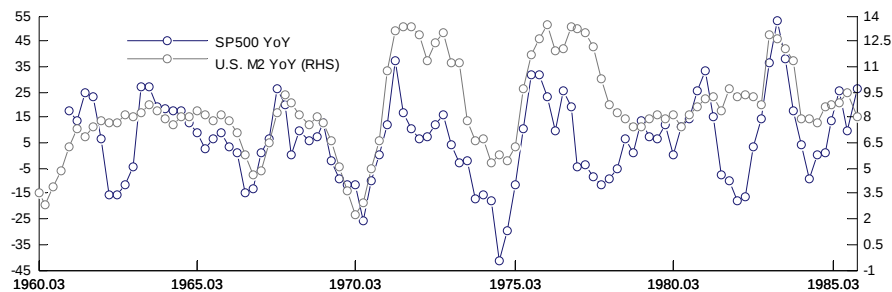
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 24：SP500 同比增速 vs.美国 M1 同比增速（1986 年至今）



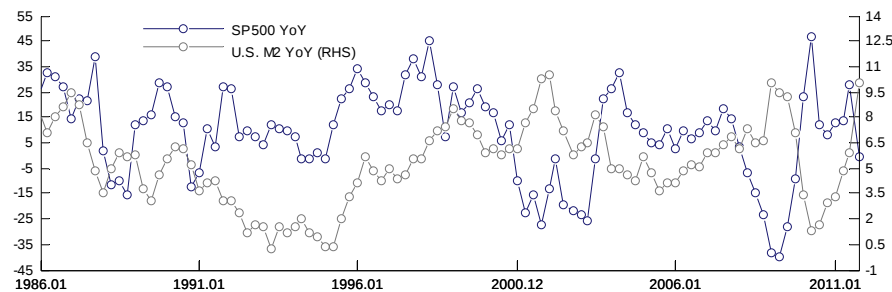
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 25: SP500 同比增速 vs.美国 M2 同比增速 (1985 年 12 月以前)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 26: SP500 同比增速 vs.美国 M2 同比增速 (1986 年至今)

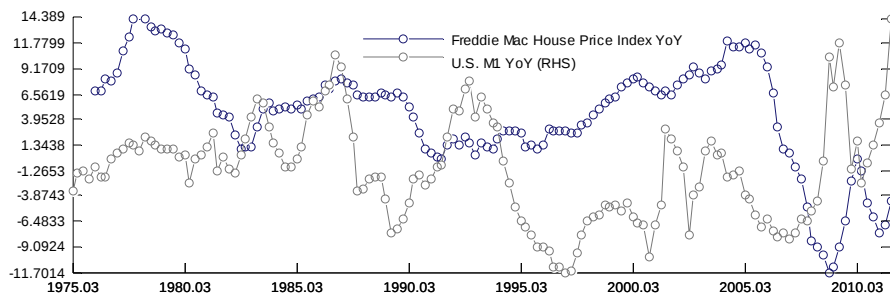


资料来源: 信达证券, Bloomberg

在美国,我们发现,股票的波动在 1990 年以前和 M1 的波动高度相关,但在 1990 年以前和 M2 的波动也高度相关。在 1990 年以后,股票波动与 M1 的波动性相关性开始下降,但和 M2 的波动性仍保持高关联,这种关联一直保持到 2008 年为止。在 2008 年以后,这种关联性显著下降。

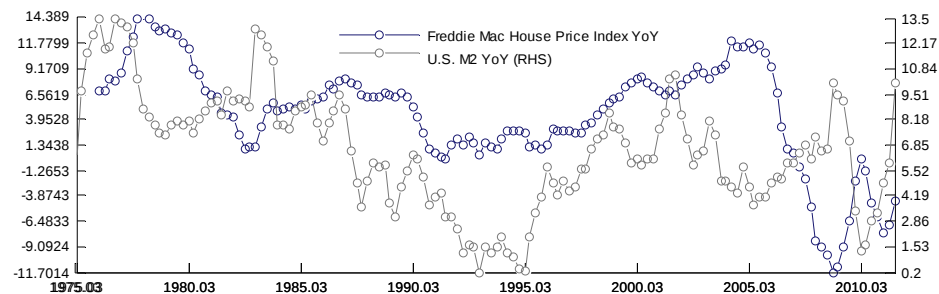
在房地产价格方面,我们可以看到,美国的房价的波动与 M1 基本找不到什么太强的关联,和 M2 的波动从总体上来说还算有一些相关。

图表 27: 美国 Freddie Mac 房价指数同比增速 vs.美国 M1 同比增速



资料来源: 信达证券, Bloomberg

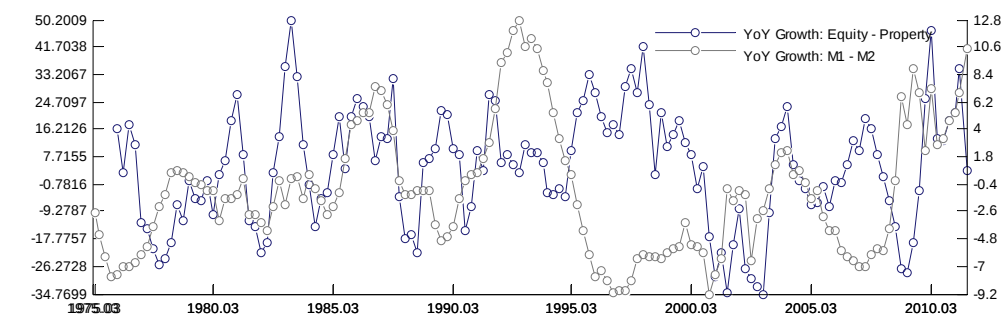
图表 28: 美国 Freddie Mac 房价指数同比增速 vs.美国 M2 同比增速



资料来源: 信达证券, Bloomberg

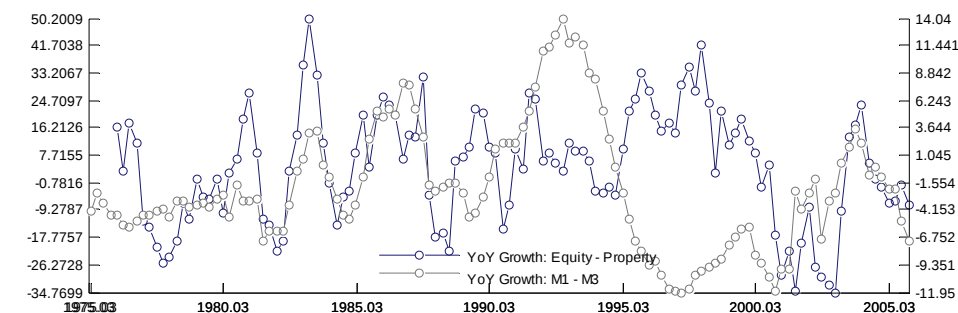
而在不同粘性货币总量与不同流动性资产价格波动差额方面，一些还算显著的相关性仍然可以被找到。值得指出的是，这种相关性在 1995 年以前似乎强于 1995 年以后。

图表 29：同比增速：美国股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）



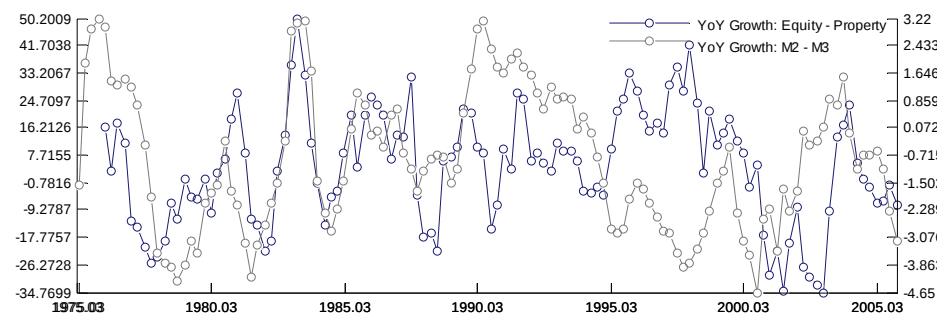
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 30：同比增速：美国股票 - 房地产 vs.M1 - M3（RHS）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 31：同比增速：美国股票 - 房地产 vs.M2 - M3（RHS）



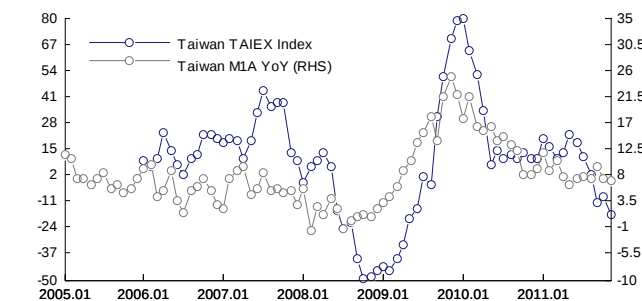
资料来源：信达证券，Bloomberg

那么这种在美国的例子中所体现出来的股票价格波动与 M1 波动的相关性减弱、与 M2 波动的相关性增强，并且资产价格和货币总量粘性之间的关系在 1990 年以后开始减弱的现象，**是否是由于随着市场的成熟与经济的进步，股票资产的流动性开始下降所导致的呢？**下面，我们将看两个新兴市场的例子：中国台湾和马来西亚。

如果这种猜测是正确的，那么在这两个例子里，**我们会看到股票资产的波动仍然与 M1、而不是 M2 的波动更相关，**

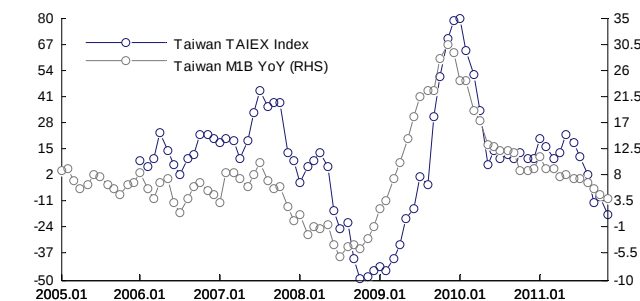
而资产价格和货币总量粘性之间的关系会比美国 1990 年以后的数据所体现出来的更强。如图组所示，在这两个市场所找到的证据正是这样。

图表 32：中国台湾股票指数同比增速 vs.M1A 同比增速



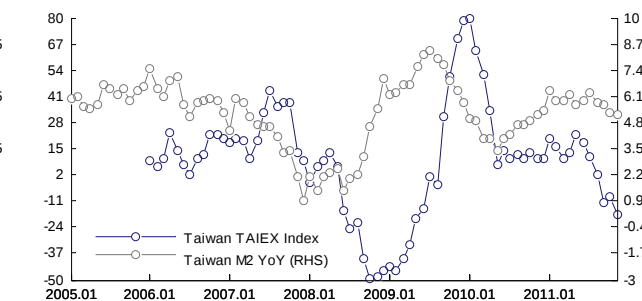
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 33：中国台湾股票指数同比增速 vs.M1B 同比增速



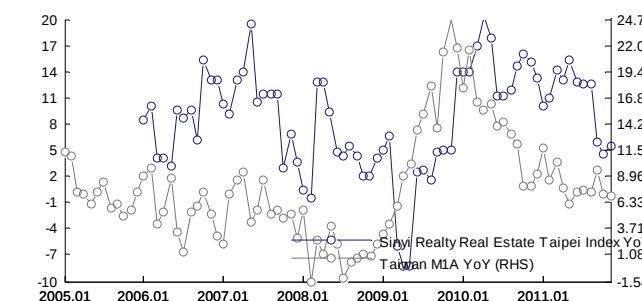
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 34：中国台湾股票指数同比增速 vs.M2 同比增速



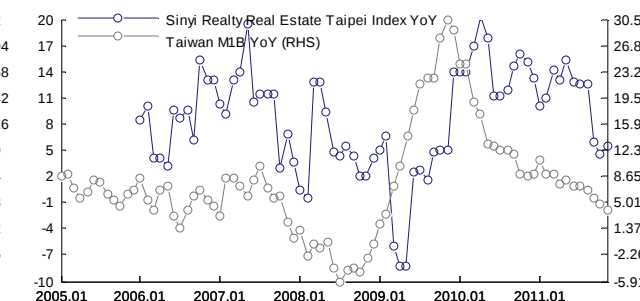
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 35：中国台湾房地产价格同比增速 vs.M1A 同比增速



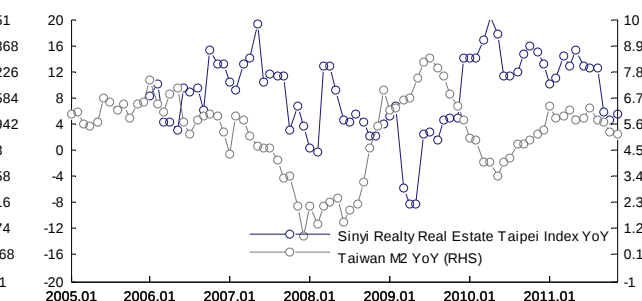
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 36：中国台湾房地产价格同比增速 vs.M1B 同比增速



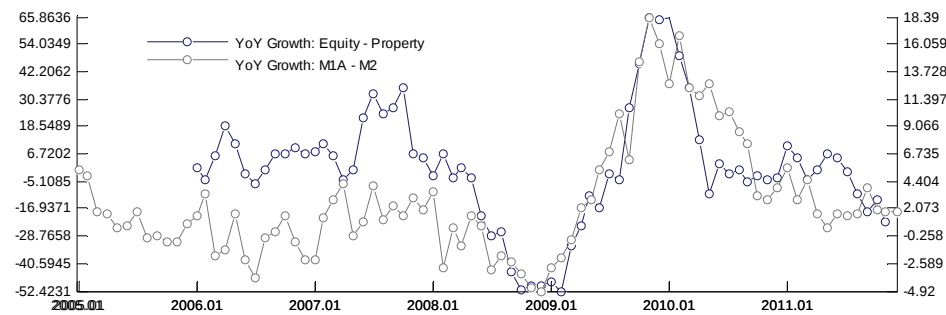
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 37：中国台湾房地产价格同比增速 vs.M2 同比增速



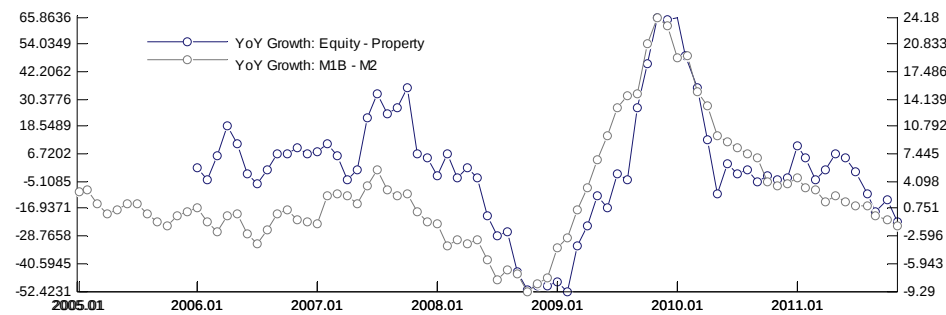
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 38：同比增速：中国台湾股票 - 房地产 vs.M1A - M2（RHS）



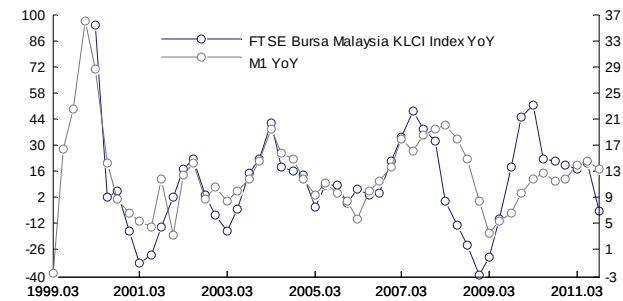
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 39：同比增速：中国台湾股票 - 房地产 vs.M1B - M2（RHS）



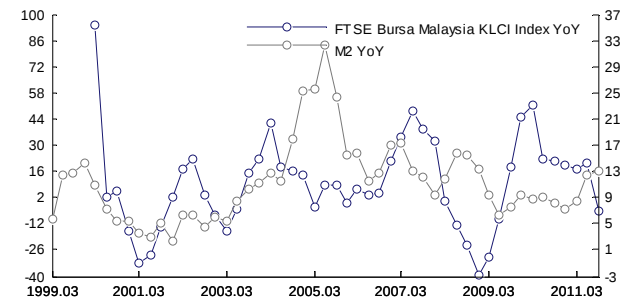
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 40：马来西亚股票指数同比增速与 M1 同比增速



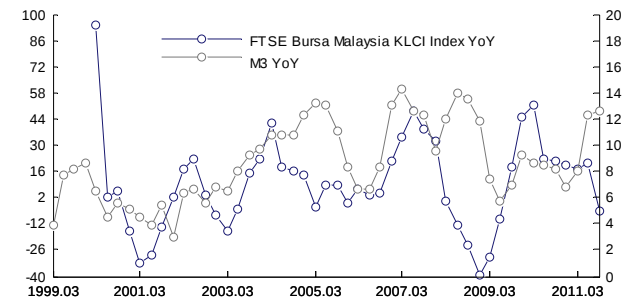
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 41：马来西亚股票指数同比增速与 M2 同比增速



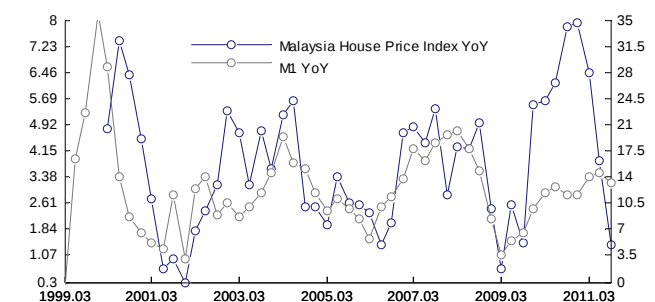
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 42：马来西亚股票指数同比增速与 M3 同比增速



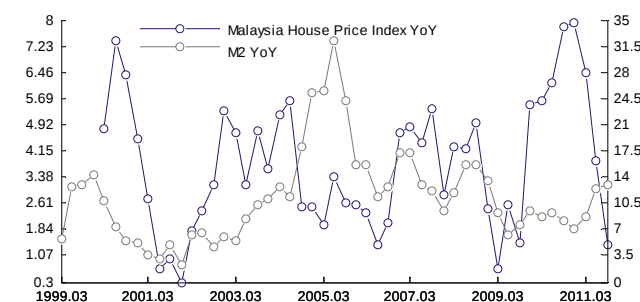
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 43: 马来西亚房价指数同比增速与 M1 同比增速



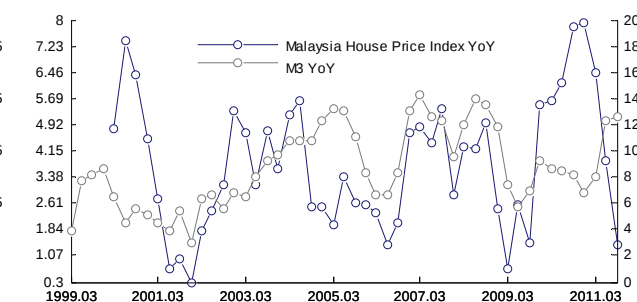
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 44: 马来西亚房价指数同比增速与 M2 同比增速



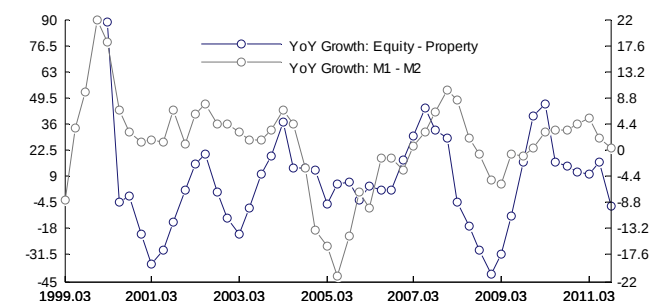
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 45: 马来西亚房价指数同比增速与 M3 同比增速



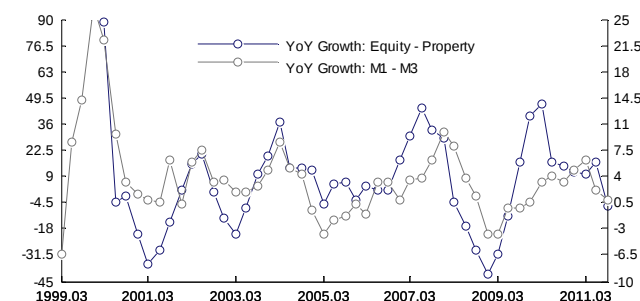
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 46: 同比增速: 马来西亚股票 - 房地产 vs.M1 - M2 (RHS)



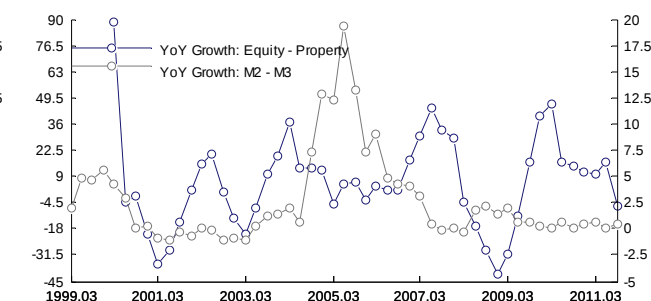
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 47: 同比增速: 马来西亚股票 - 房地产 vs.M1 - M3 (RHS)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 48: 同比增速: 马来西亚股票 - 房地产 vs.M2 - M3 (RHS)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

总结以上的分析, 我们认为可以得出这样的关于不同流动性资产价格的波动与不同粘性货币总量波动之间的关系:

- 不同流动性的资产的价格波动受到不同粘性的货币总量的波动的影响, 而且这种联系普遍存在于各个市场中;
- 总的来说, 当其它条件保持不变时, 流动性越高的资产价格的波动受粘性越低的货币总量波动的影响越大, 而流动性越低的资产价格的波动受粘性越高的货币总量波动的影响越大。这就导致不同流动性的资产价格的波动之间的差额在多数情况下, 与不同粘性的货币总量波动之间的差额呈现高度相关的关系;
- 随着金融市场的进化, 同种资产的流动性会减弱 - 这主要指的是投资者对待其的态度转变、而不是实质交易

手段的转变。在这种情况下，当一种资产从高流动性转向低流动性的时候，其与低粘性货币总量波动之间的关系就会减弱，与高粘性货币总量波动之间的关系就会加强；

- **这种减弱与加强可能会扰乱不同流动性资产波动之间的差额和不同粘性货币波动之间的差额的相关性，正如我们在美国和日本例子中所看到的一样。鉴于此，以上指出的各种相关性更容易在新兴市场、抑或目前发达市场的早期状态中被观察到。**

就当前的中国市场来看，**由于M1的增速下降快于M2，因此股票跌跌不休、房价假摔也就可以理解了。**但是当M1与M2增速的关系开始逆转时，我们很可能看到这两种资产相对波动方向的变换。当然，我们还无法根据这种相对关系的变换就简单得出房价会跌、股价会涨的结论。

此外，由于目前中国市场仍属于典型的新兴市场，因此股票资产的流动性仍处在相当的高位，其波动与M1波动的相关性也较与M2波动为强，与房地产波动之间的差额与不同粘性货币增速之间的差额也表现出强烈的正相关性。未来，**随着股票资产流动性的逐步下降（一个显著的伴生特点是机构投资者占据更大的市场份额），我们应该会看到这种相关性产生漂移。**

2. 房地产之踵

回到当前的宏观经济形势。我们认为，中国经济的阿喀琉斯之踵，仍然在房地产。正如The Economist杂志在今年3月5日刊中指出的那样，作为一种资产，房地产造成了比其它任何一种资产所造成的都要多的经济减速、乃至衰退。

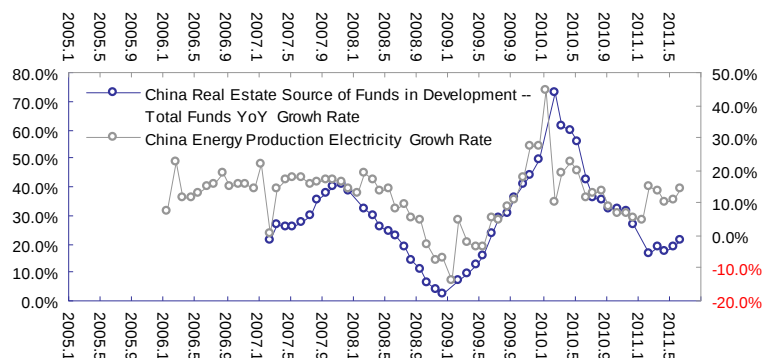
由于难以获得包含所有要素的经济模型，因此关于中国的房地产市场是否可控，比较难以得出那么确定的答案。现在，就让我们“曲线救国”一下，看看房地产和经济的相关性到底有多紧密。

下面的组图显示了房地产投资资金来源总额同比增速和4个宏观经济整体指标同比增速在过去几年的对比：发电量、钢材产量、货运周转量、财险保费总收入。可以看到，相关性相当高。

这种高相关性决定了一些针对房地产风险的金融压力测试所取得的结果存在高度的不确定性，**因为这种关联实在难以用模型进行模拟。**

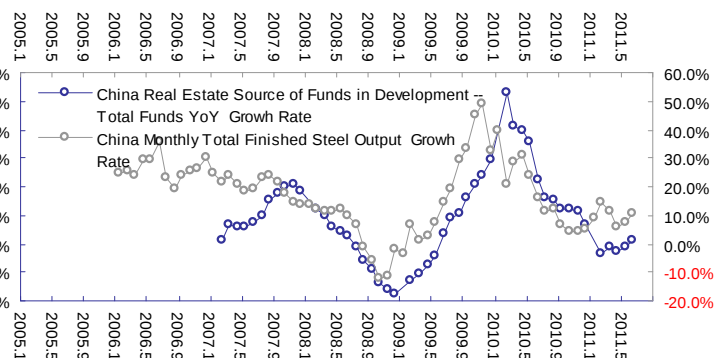
其实，存在的数据说明了高相关性，不存在的数据也说明了高相关性 - 只是从另一个侧面。**为什么全国性的房地产价格数据、空置率数据至今仍然缺失？难道真的是因为这些数据真的很难统计？**为什么美国（即使是房价跌了几年的美国）全都统计了呢？

图表 49: 房地产投资资金来源总额同比增速 vs.发电量同比增速



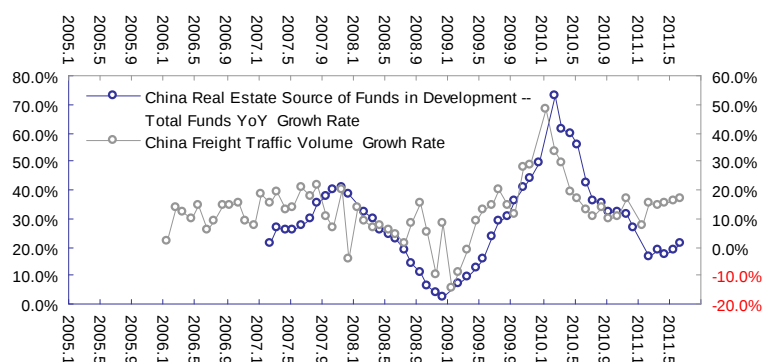
资料来源: 信达证券, Wind

图表 50: 房地产投资资金来源总额同比增速 vs.钢材产量同比增速



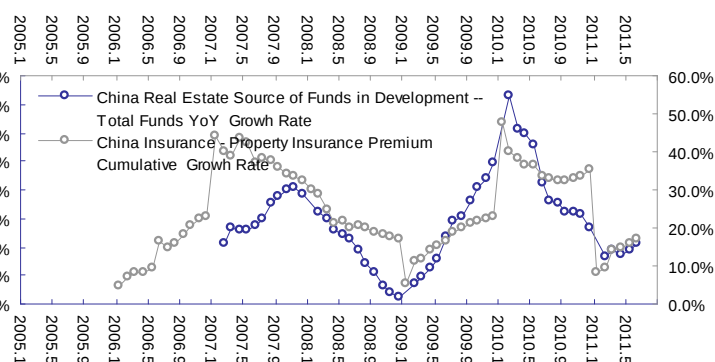
资料来源: 信达证券, Wind

图表 51: 房地产投资资金来源总额同比增速 vs.全国货运周转量同比增速



资料来源: 信达证券, Wind

图表 52: 房地产投资资金来源总额同比增速 vs.财险保费总收入同比增速



资料来源: 信达证券, Wind

过去 10 多年来,房地产市场的逐步泡沫化已经是一个不争的事实,房屋的租金回报率在过去 10 多年中逐步下降 - 这和美国在 2007 年以前的情况类似。

如果说房地产价格的上涨仅仅是更多的、由城市化趋势带来的需求所导致的正常价格波动,那么为什么房租价格没

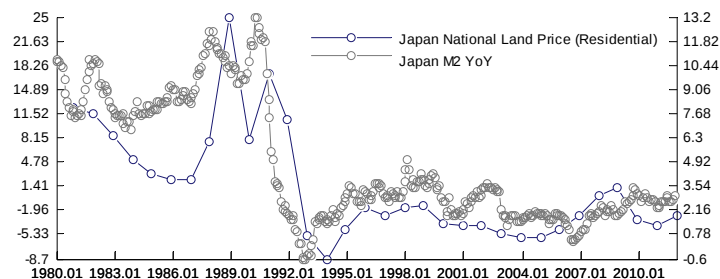
有同步上涨呢？难道新进城的移民所带来的需求应该首先推高住房的价格、而不是租金的价格吗？

如果说从基本面的角度来看，房地产存在的问题已经维系了 10 多年之久，那么从货币的角度来看，现在的房地产市场已经进入了一个关键的时点。

在上一段中所展示的组图我们可以看到，从日本的经验来看，在 1990 年房地产泡沫破裂前后，一个货币方面的显著特征就是，货币总量同比增速迅速下滑，M2 增速由 10% 以上迅速变成负值 - **当然泡沫的破裂本身也对这样的下滑带来了反身性的影响，但从数据上看，货币总量增速的下滑似乎更为领先一些。**就目前的中国市场来说，类似的事情正在上演。

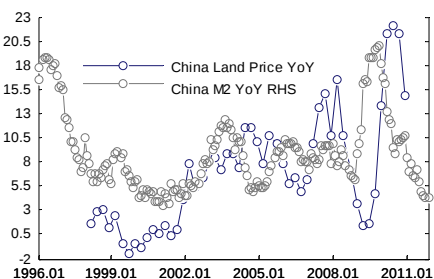
另一方面，目前上市可比房地产公司的财务状况正在趋于严峻，而在过去 10 多年中所累积起来的财务杠杆率，目前也达到了一个新的高度。

图表 53：日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M2 同比增速（全部数据）



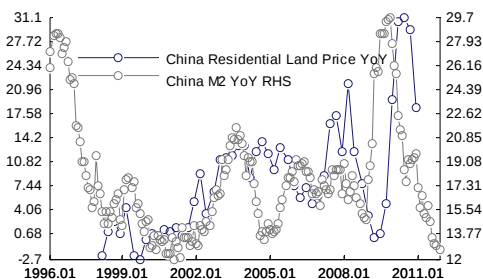
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 54：中国土地交易价格指数（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速



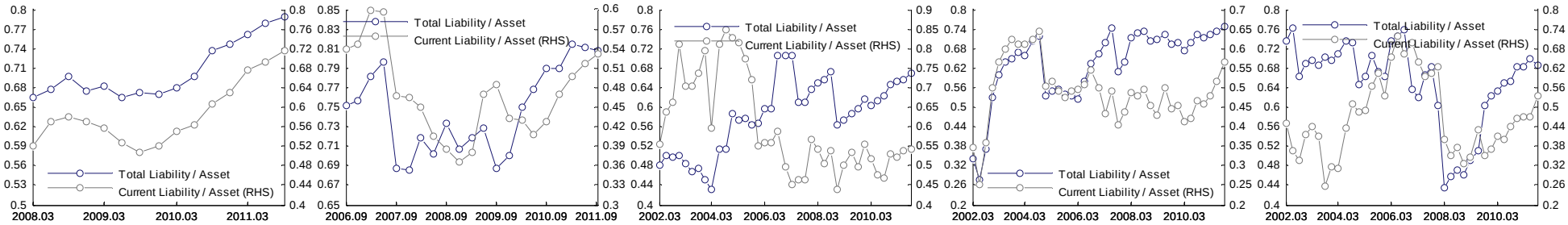
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 55：中国土地交易价指数居住用地（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 56: 总负债/总资产 vs.流动负债/流动资产: 万科
图表 57: 总负债/总资产 vs.流动负债/流动资产: 保利
图表 58: 总负债/总资产 vs.流动负债/流动资产: 招商地产
图表 59: 总负债/总资产 vs.流动负债/流动资产: 金地
图表 60: 总负债/总资产 vs.流动负债/流动资产: 金融街

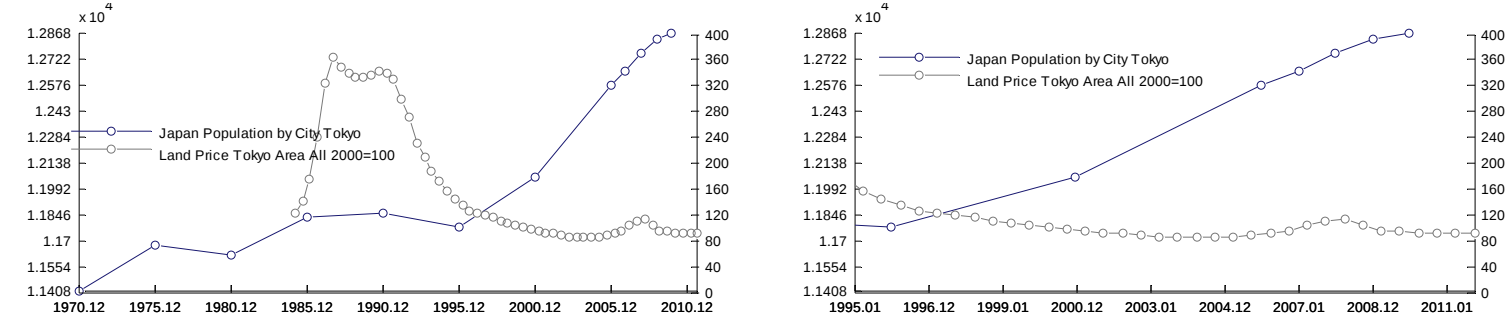


资料来源: 信达证券, Bloomberg

我们几乎可以肯定, 作为一个周期远远长于股票等金融资产的资产, 房地产仍将会成为中国经济最大的风险点, 而其带来的冲击也许会大于我们所能通过直接的模拟模型所能推测的。

而在下跌周期中, 再套用之前上涨周期所使用的逻辑无疑是危险的。城市化率这些过去牛市中所使用的长周期逻辑, 事实上, 也许并不能在中期继续支持中国的房地产价格。(另一个关于上涨周期的逻辑不能用在下跌周期中的例子是黄金, 可以参阅我们 2011 年 11 月 24 日撰写的文章《十年黄金大牛市到头了? 》)

图表 61: 东京地区人口总数 vs.东京所有用途土地价格指数 (全部数据)
图表 62: 东京地区人口总数 vs.东京所有用途土地价格指数 (1995 年至今)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

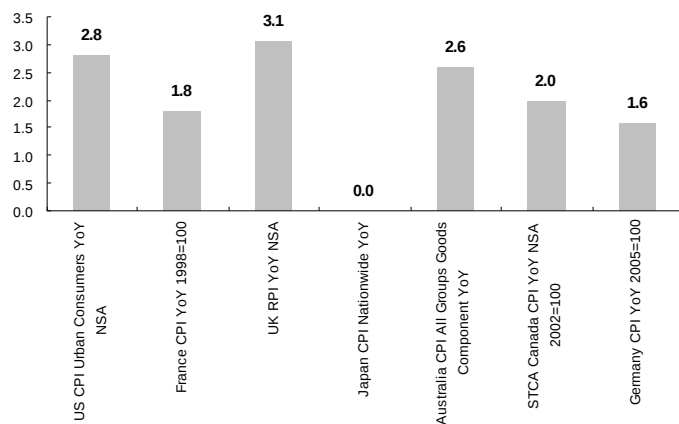
3. 通胀的粘性

如果说房地产问题需要一个宽松的货币和财政政策，那么与房地产问题同时困扰当前中国经济、但方向恰恰相反的，就是通胀。当前的通胀形势虽然已经趋缓，但如下面我们将叙述到的，由于货币充裕度和预期的双重粘性，2012 年的**潜在通胀形势**会比以往几年来的更为严峻。

自从人类以纸币代替金属货币以来，通胀就取代通缩成为了价格史的主旋律。造成通胀的原因主要有三个因素。长期的、也几乎是最重要的，是货币的发行量。

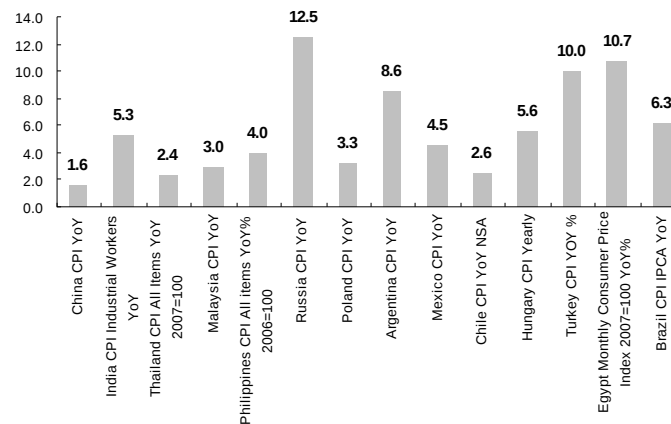
数据显示，至少在可比较的 2000 年以后的 11 年里，新兴市场货币增速与 GDP 增速之间的差额普遍高于发达市场，而通胀也明显高于后者。

图表 63：主要成熟经济体 1990 年至今 CPI 同比增速中值



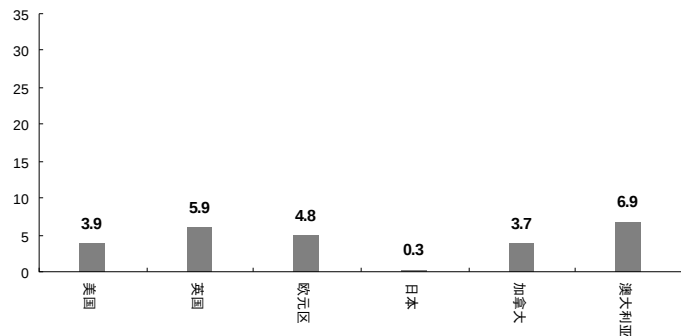
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 64：部分新兴经济体 2000 年至今 CPI 同比增速中值



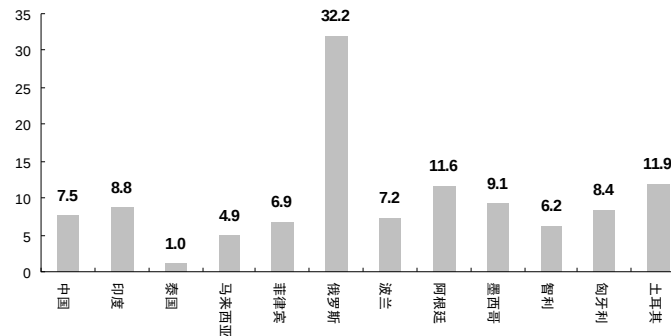
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 65: 货币增速与实际 GDP 同比增速中值差: 成熟经济体 2000 - 2011



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 66: 货币增速与实际 GDP 同比增速中值差: 新兴经济体 2000 - 2011

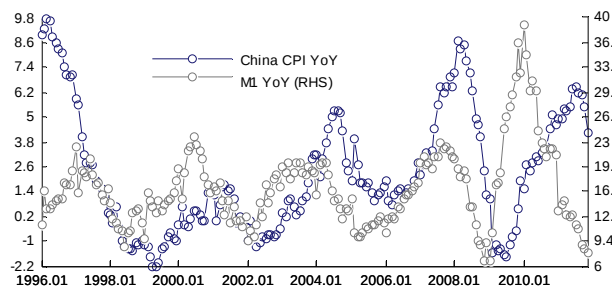


资料来源: 信达证券, Bloomberg

第二个因素是供给, 但在工业化高度发达的今天, 这种因素更多的通过原材料、而不是终端产品的方式体现出来。

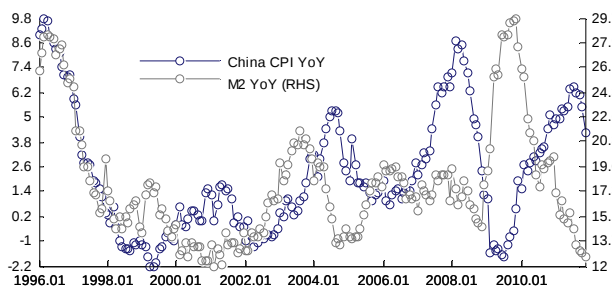
在过去, 市场持续性的认为, 中国的 CPI 主要受到货币的影响, 而与食品价格所表现出来的相关性更多的是一种货币现象: CPI 和 M1、M2 增速之间的高相关性成为这种论点的佐证。

图表 67: 中国 CPIvs.M1 同比增速



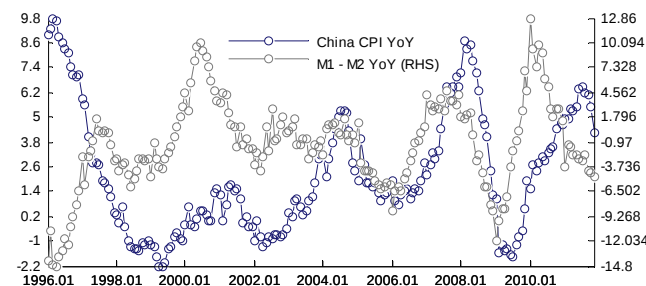
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 68: 中国 CPIvs.M2 同比增速



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 69: 中国 CPIvs.M1 与 M2 同比增速差额

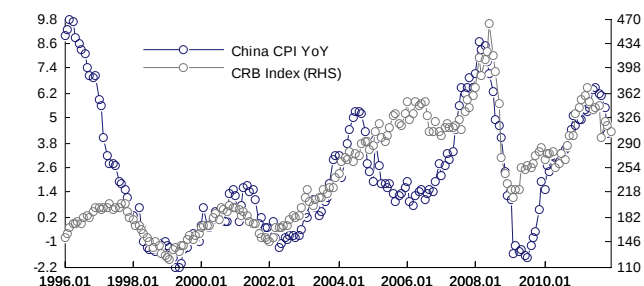


资料来源: 信达证券, Bloomberg

但事实上，我们可以在另外两组数据中找到更高的相关性：**中国的CPI指数与国际大宗商品价格、特别是食品价格呈高度相关**（后两个指标分别由CRB指数和CRB食品指数所代表）。

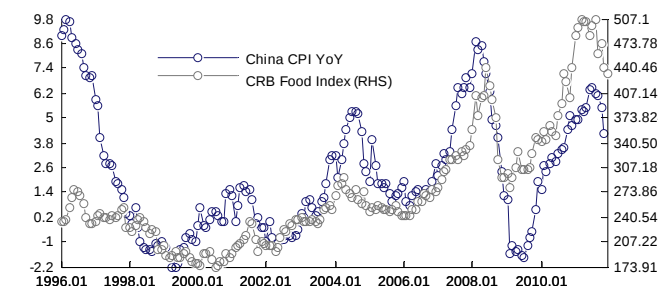
当然，我们不能否认，CRB指数从某种意义上也受中国货币增速的影响：在任何两组金融数据之间，**反身性的关系永远是存在的**。问题是，CRB指数不可能主要由中国的货币增速影响，而中国的货币增速也不可能主要由CRB指数影响。事实上，我们在这两者之间所观察到的相关性或许更代表着一种伪因果性：**它们都受到第三种更广泛意义上的趋势的影响：也许我们可以把它称为国际经济景气度**。

图表 70：中国 CPI vs. CRB 指数



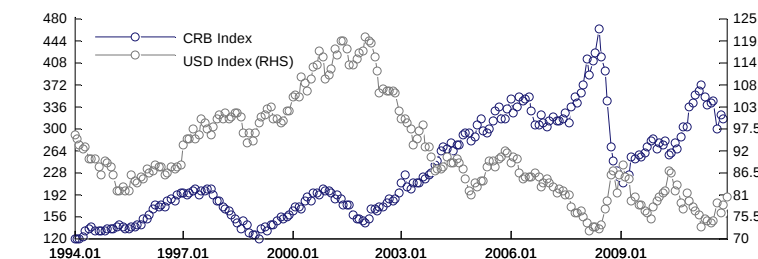
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 71：中国 CPI vs. CRB 食品指数



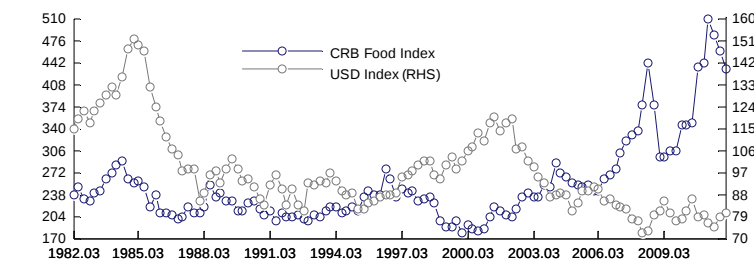
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 72：CRB 指数 vs. 美元指数



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 73：CRB 食品指数 vs. 美元指数



资料来源：信达证券，Bloomberg

最后一个因素是预期。从时效来说，预期是短期的因素，但这种因素也是三种因素中最具有持续性的。

货币、供给对通胀产生的影响并不存在相续性，上年的高货币增速只要得到了控制，除了刚性的延迟效应以外，并

不会对当年的通胀产生额外的影响，但通胀预期会延续，上年前的高通胀会导致在同等条件下，民众的通胀预期更容易复燃，致使当年更容易产生通胀。

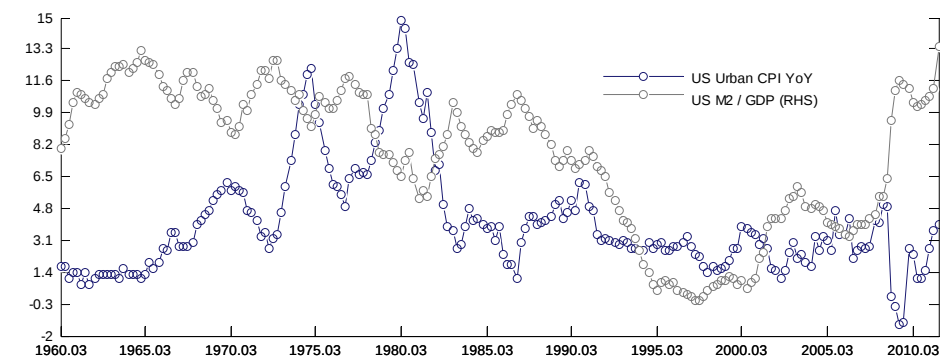
从目前的数据来看，通胀得到了一定程度的控制，同比和环比增速都有所下滑。如果不考虑通胀的粘性，那么很明显，这种局势很完美：通胀正在被控制住，同时经济下滑的趋势明显加速。在这样的情况下，我们基本上可以期待政策的放松，而政策的放松会对实体经济带来支撑。

但如果考虑到通胀的粘性，特别是如果决策层也同样考虑到通胀的粘性（从社科院对 CPI 的预测上似乎可以感受到一些端倪），则这种放松也许会比想象的慢。

值得注意的是，不仅民众对通胀的预期存在粘性，货币增速也在某种意义上存在粘性，这主要体现在货币总量和名义 GDP 的比值上。为了简便起见，我们称这种比值为流动性充裕度。

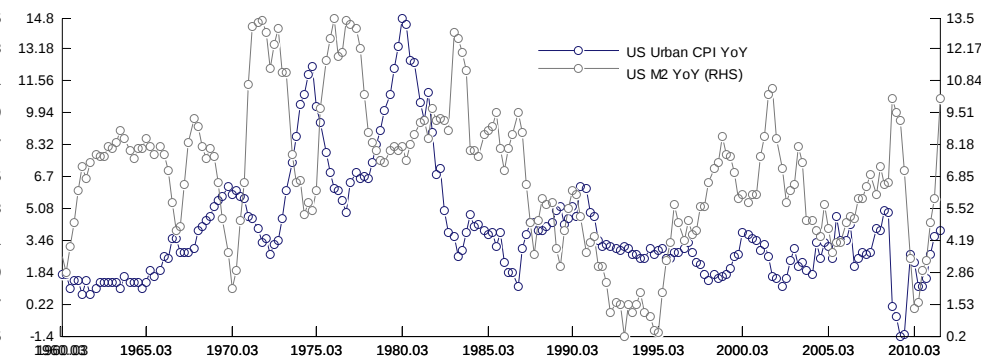
在美国的例子中，我们可以看到，当流动性充裕高企时，较高的货币总量增速会导致通胀的快速上升（当然这种通胀在很大程度上也受当时石油价格的影响，多因素之间的反身性在这里重新出现），**而当流动性充裕度较低时，货币增速和通胀之间的关系则相对不是那么明显。**

图表 74：美国 CPIvs.流动性充裕度



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 75：美国 CPIvs.M2 同比增速



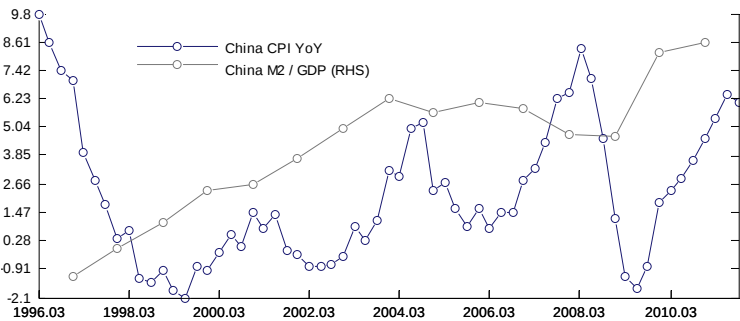
资料来源：信达证券，Bloomberg

就当前中国的情况来看，**随着过去几年的宽松货币政策，流动性充裕度达到了极高的地步**，从 1997 年左右的 1 上升到目前的 1.8 左右（美国在 1975 年的高点 and 1998 年的低点之间的差距仅仅是从 0.65 下降到 0.5），而同样幅度的货币增速对通胀的影响似乎也随之上升。

总结来说，由于预期和货币充裕度的双重粘性，我们认为，目前的潜在通胀能力比我们通过翘尾因素简单能分析的

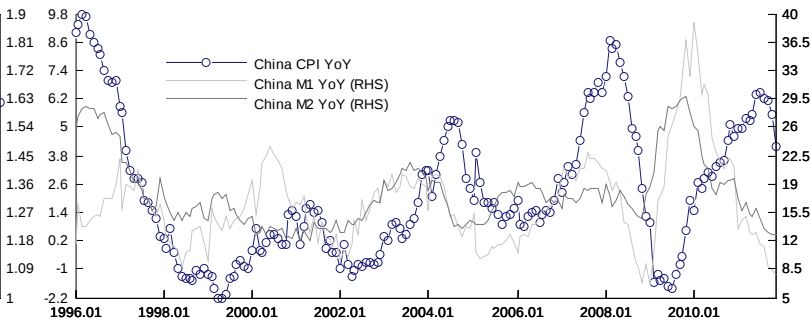
要严峻，通胀在 2012 年仍将成为遏制中国货币政策放宽的重要因素之一。

图表 76：中国 CPIvs.流动性充裕度



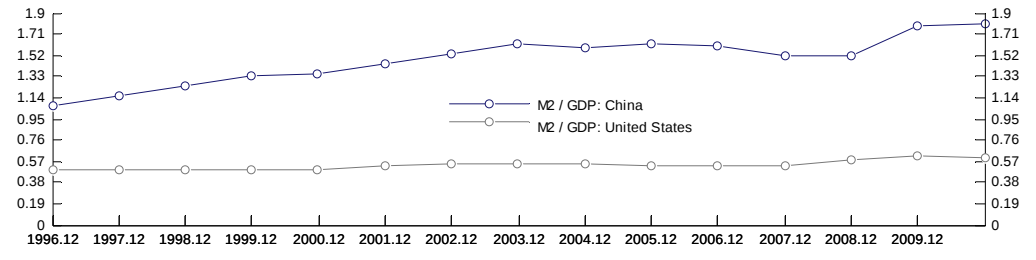
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 77：中国 CPIvs.M1、M2 增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 78：中国 vs.美国流动性充裕度



资料来源：信达证券，Bloomberg

4. 可控的系统性风险与受制约的政策腾挪空间

除了需要放松政策的房地产问题和需要紧缩政策的通胀，中国经济还在脆弱的由地方政府债务和庞大而严重依赖地

方投资和房地产的银行体系所构成的金融体系方面存在潜在的伤口，而三个广为流传的例子加重了市场对这些问题的担忧：日本由房地产泡沫破裂引起的失落的二十年、美国由房地产和过度信贷引起的次贷危机、当前的欧洲主权债务、银行系统危机。

从这三个例子来看，当前中国经济拥有一个巨大的房地产泡沫、过量的地方政府债务和无比庞大、又对投资经济高度依赖的银行体系：还有什么比这些更让人忧虑呢？

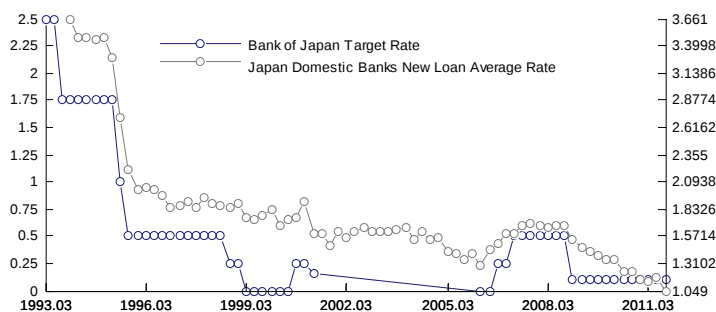
不可否认的是，房地产、债务和银行体系确实是三个大问题，而且在未来几年里，我们会看到这三个因素不断制约经济的增长速度，以及中央政府能够采取的对治手段。但是，几个因素的存在，会导致中国经济或许不会像日本、美国和欧洲的例子所表现出来的那么狼狈。

首先是经济发展水平。当前中国人均 GDP 只有发达国家的 1/10 甚至更少，而反观 80 年代末期，日本的人均 GDP 已经达到全球一流水平：**这种差距导致前者能够享受更大的溢出效应。**

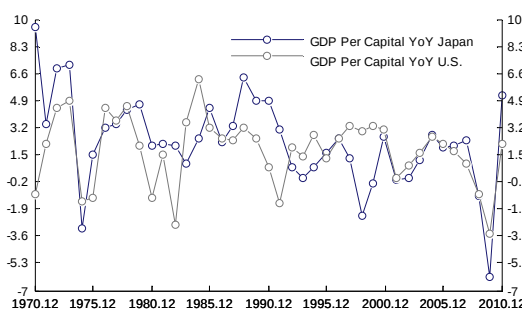
举个简单的例子，全面普及、提高医保体系可以极大的增加中国居民的购买力，但在 1989 年的日本却不行：因为医保体系早已近乎完善了。（需要指出的是，日本失落的 20 年事实上主要是针对国家 GDP 而言 - 其中包含了一大块人口红利的缺失。就个人来说，日本过去 20 年的情况并没有通俗认为的那么糟糕。）

图表 79：日本央行目标利率与日本本土银行平均新增贷款利率（1993 年至今）

图表 80：日本 vs. 美国：人均 GDP 增速



资料来源：信达证券，Bloomberg



资料来源：信达证券，Bloomberg

其次是中央政府的干预能力。在《峭壁边缘》中，美国前保尔森详细描述了当时促进美国银行出手拯救雷曼兄弟之难。反观中国，**金融体系的高度国有化导致在应对危机时，中央政府所能够采取的手段、采取这些手段所需的时间都远优于前者。**

最后是印钞权。在欧债危机中，希腊、西班牙政府面对的主要问题之一，是印钞权的缺乏，这首先导致政府剩下的

唯一外部资金来源只剩下发行债券，其次又导致投资者对政府偿还这些债务能力的无限担忧 - 这种担忧推升了政府发行债券的收益率，又增加了政府的融资成本，导致恶性循环，从而使得当前违约成为一个更优的选择。而当前的中国，则完全没有这方面的问题，**这使得政府应对危机的潜在能力大大优于欧洲政府。**

当然，印钞权的滥用会导致直接的通胀问题。但从宏观角度来说，即使剔除了恶性通胀，新兴市场在过去几十年的通胀水平普遍高于发达市场。从通胀的方面看，中国对于通胀的控制能力好于平均的新兴市场水平，而略差于发达市场。这就导致从反面来说，中国中央政府的印钞权使用空间会小于新兴市场的平均水平、但要高于发达市场的水平。

总结来看，未来中国经济虽然仍将不可避免的受到房地产、债务和银行系统的困扰，但因为以上因素的存在，中国的系统性风险仍然将是可控的：至少会比那三个比较例子来的可控。

那么在这种错综复杂的形势下，政策会怎样呢？我们倾向于认为，**决策层会兼顾考虑经济减速的因素与通胀的因素。由于后者缺乏有效的整体解决方法，而前者可以部分通过有针对性的政策救急 - 从而尽量拖延时间以减缓通胀预期和之前货币政策对通胀的滞后作用，故而在这种情况下，货币政策全面放松的时间可能会长于预期，取而代之的是在适度宽松的货币政策下，财政政策和一些调结构的政策会来的比在2008年到2009年更多。**

不过，假设另一种情况发生，即决策层没有意识到货币充裕度和预期给通胀带来的双重粘滞属性，而迅速放宽流动性，那么我们或许会看到通胀以高于预期的速度反弹。在这种情况下，市场情形将变得更为复杂，流动性宽裕的事实和前置的紧缩预期也许会给带来更多的市场扰动。

5. 股票和房价的十年涨幅之辩

在讨论了资产价格和流动性的关联和2012年面对的主要宏观问题之后，现在让我们回到A股本身：就从最近热议的上证综指十年不涨开始。

投资源于生活 - 如果你现在去街头巷尾问问，买股票是个好的决定吗？大家一定会很鄙视你：十年前上证综指就2200多点了，十年都没涨呢！那买什么好呢？虽然房子不太行，但至少还是可以保值增值吧：毕竟还有个房子在那儿。

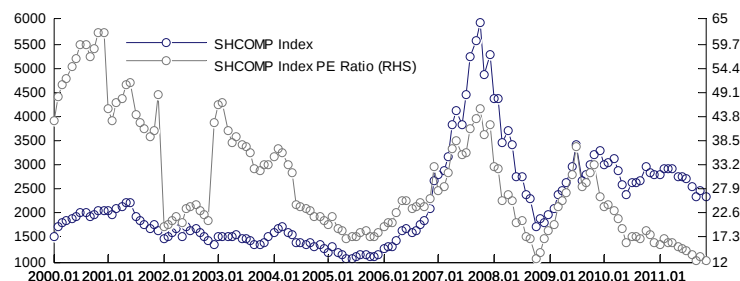
但是，投资却又高于生活。很不幸，以上的逻辑，存在很大的问题。

先说一下十年指数没有上涨。确实，A股的标杆、上证综指在2001年年中的2200多点的高点到现在，没有什么涨幅。但事实上，这更多的是来自于估值的变化、而不是标的资产的表现。

根据彭博提供的数据，2000 年到 2001 年，上证综指的 PE 高达 50 到 60 倍，而当前的 PE 估值仅仅为 11 倍。这也就意味着，假设估值没有改变 - 无论是当时的估值降低、抑或现在的估值提高，上证综指在过去 10 年的涨幅应该是 400%左右，而不是 0%，这对应着将近 18%的复合增长率。

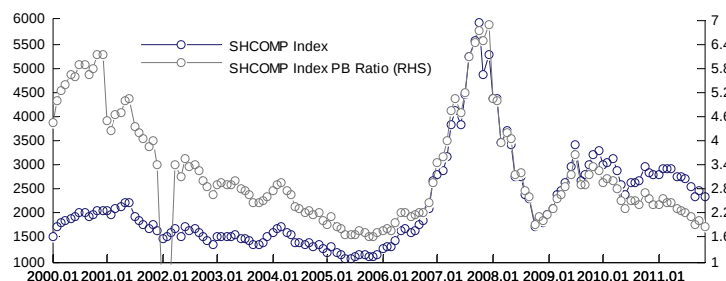
从 PB 的角度，我们也能得到类似的答案。2000 年到 2001 年左右的上证综指 PB 为 5 到 6 倍，当前仅为 1.77 倍，这意味着对应的净资产增长了大约 210%，对应 12%左右的复合增长率（如果 PB 估值不变，股价也会有同样的增长率）。

图表 81：上证综指 vs.PE 估值



资料来源：信达证券，Bloomberg

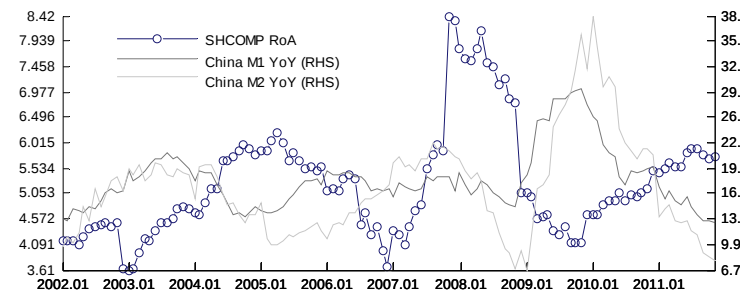
图表 82：上证综指 vs.PB 估值



资料来源：信达证券，Bloomberg

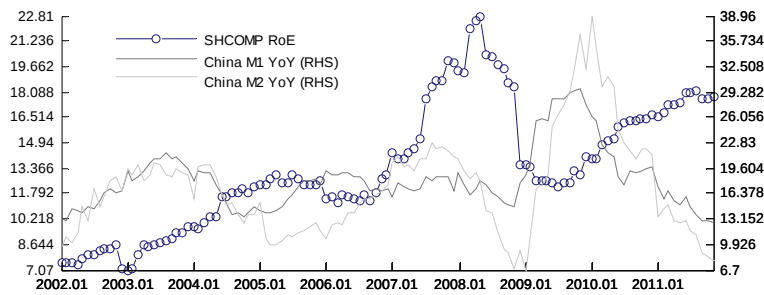
需要指出的是，之所以以恒定 PE 计算的上证综指涨幅高于恒定 PB，主要得益于过去 10 年中上证综指 RoE 的提高，而这种提高在很大基础上是由于杠杆率、而非 RoA 的提高带来的，而这种杠杆率的提高很大程度上又是由于银行股的大量上市。

图表 83：上证综指 RoA 对比 M1、M2 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

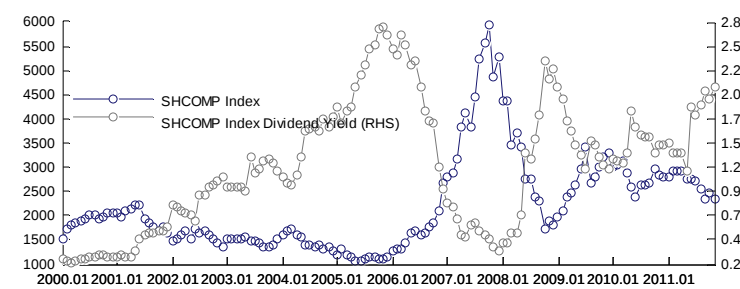
图表 84：上证综指 RoE 对比 M1、M2 同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

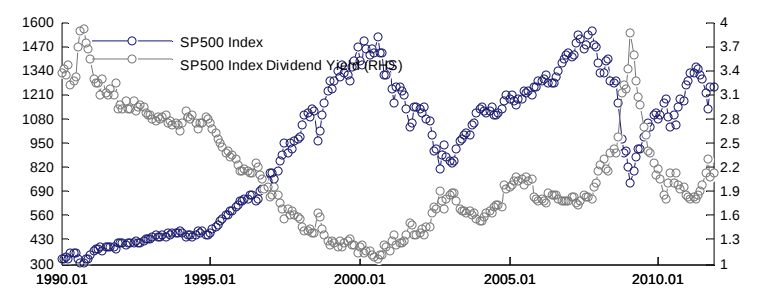
另一方面，由于上证综指是不计算分红的，而过去这么多年 A 股按市值加权的平均分红率在 1.5% 左右，这也就意味着在以上的复合增长率基础上，我们还要加上 1.5 个百分点，分别得到 19.5% 和 13.8% 的复合增长率。这样的增长率，如果能维系的话，在 30 年的时间里，足够使一个投资者的资产分别膨胀到原先的 209 倍和 48 倍。

图表 85：上证综指 vs. 股息率



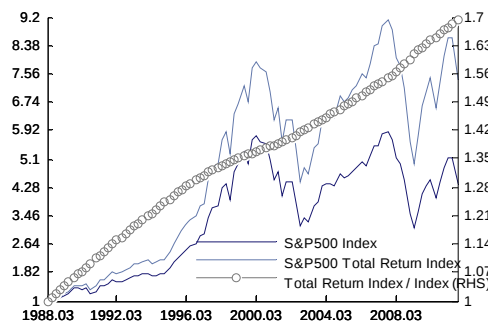
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 86：标普 500 指数 vs. 股息率



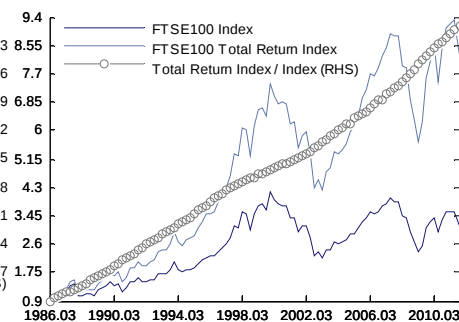
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 87: 全收益指数对比指数: 美股标普 500



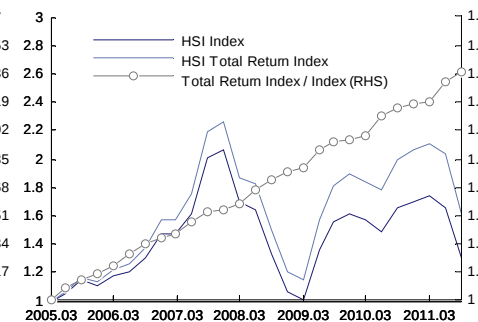
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 88: 全收益指数对比指数: 英国 FTSE100



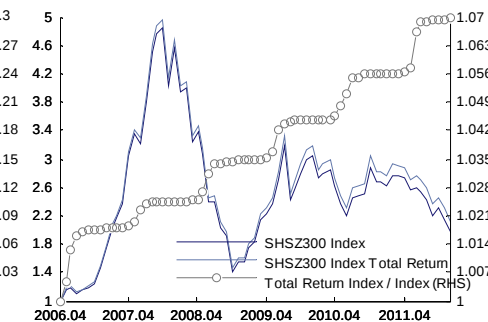
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 89: 全收益指数对比指数: 中国香港 HSI 指数



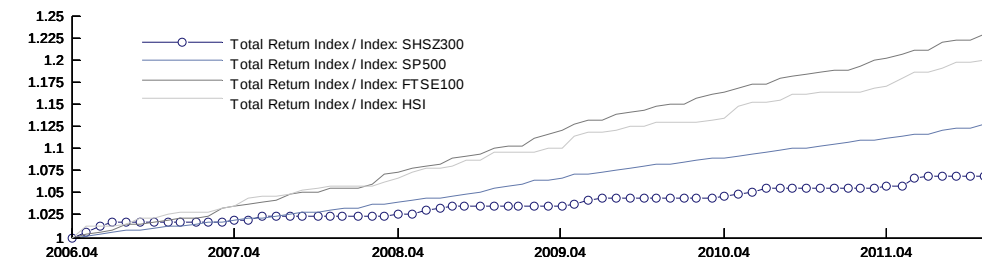
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 90: 全收益指数对比指数: A 股沪深 300 指数



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 91: 全收益指数 vs. 主板指数: 2006 年对比至今 (沪深 300、标普 500、FTSE100、恒生指数)



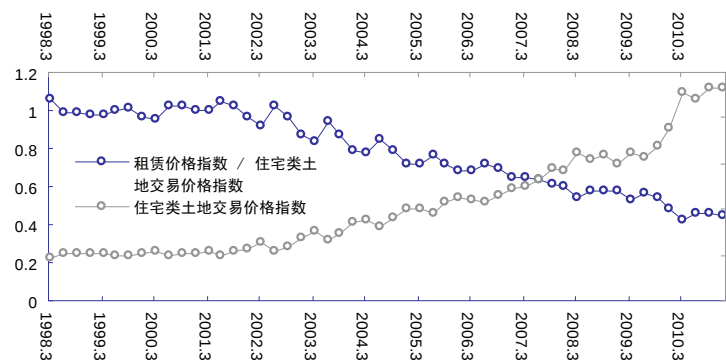
资料来源: 信达证券, Bloomberg

再说房地产。作为横跨中西、历史悠久的投机资产，房地产的周期明显超出人们的想象，以至于在很多情况下，一个投资者在一生中只能看到不超过 2 个、甚至只有 1 个周期（举个例子，在麦克阿瑟土地改革和随后的市场化以后，日本的房地产投资者从 1950 年以来只看到了 1 个周期）：这种长周期无意会导致投资者在十几年的单边趋势里形成强大的固化思维。

由于缺乏具体的数据，让我们做一个简单、漏洞百出但能看个大概的假设，以模拟中国房地产回报率在过去 10 年里的变化。假设有一套上海内环边 100 平方米的房子，在 2000 年的交易价格是 5000 元/平方米，月租金 2000 元，则出租回报率为 $2.4 / 50 = 4.8\%$ 。目前假设这套房子租金涨到 8000 元，价格涨到 4 万元，涨幅 700%（对应复合增长率大

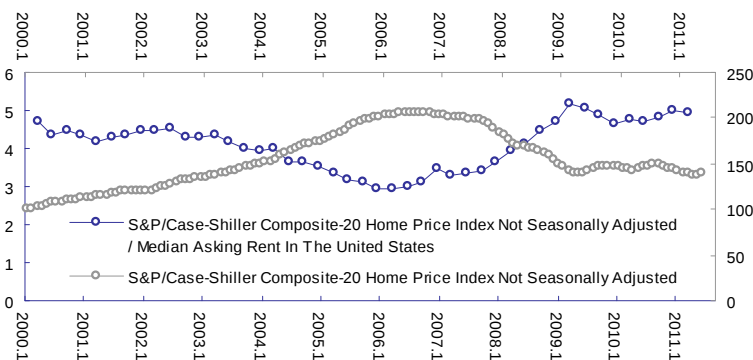
大概是 23%，则出租回报率为 $9.6 / 4000 = 2.4\%$ ，出租回报率大概下降了一半。而且随着房产税的出台，如果其它条件保持不变，则这个幅度可能继续上升。

图表 92：中国房地产出租回报趋势 vs. 土地交易价格指数



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 93：美国地产出租回报趋势 vs. 房价趋势



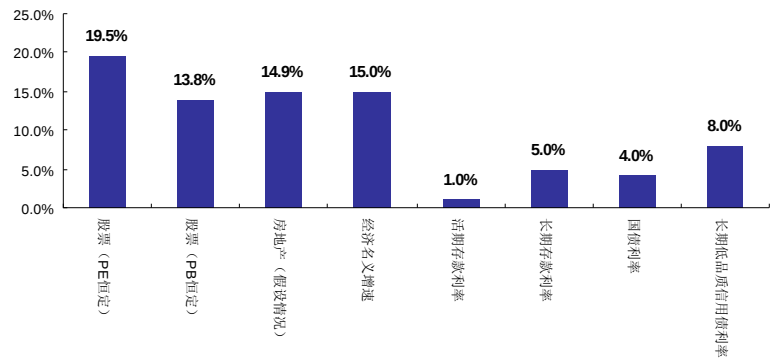
资料来源：信达证券，Bloomberg

而股票呢，从 2000 年到 2001 年的 50 到 60 倍 PE，下降到当前的 11 倍，对应的回报率从 1.8% 上升到 9%。同时，根据彭博提供的统计，同一指数的股息率从 2000 年的 0.25% 左右（几乎相当于不分红）上涨到目前的 2.2%。那么现在假设房地产的出租回报率和 10 年前保持一致，则房价需要下跌 50%，使得总体涨幅从 700% 下降到 300%，复合增长率大约会从 23% 下降到 14.9%。

14.9% 的涨幅是什么概念？还记得我们刚才演算的、在 PE 和 PB 估值分别不变的假设情况下，上证综指的假设复权增长率和分红率加总以后得到的增长率吗？19.5% 和 13.8%。这也就意味着，如果不是因为以回报率为基础测算的估值改变，房地产的增速和股票的增速实际上差别并不大：甚至可以说基本没有。

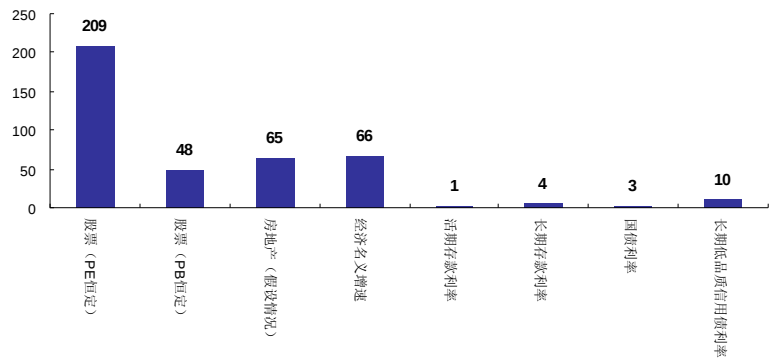
现在我们可以看到，事实上，如果考虑到中国经济大概 15% 的名义增长速度，房地产和股票的实际价值，在绝大多数情况下都取得了与经济表现相差无几的增长幅度。而相对于平均只有 1% 左右的活期存款利率、5% 的长期存款利率和 4% 的国债利率，这样的增幅实在可以算是丰厚：即使相对 6% 到 8% 的长期低品质信用债利率也毫不逊色。所以说，所谓的十年涨幅之辩，本身就是一个被估值严重干扰的价格命题，而和价值命题实际上没有太大的关系。

图表 94：各类资产在以上讨论中模拟测算的 CAGR



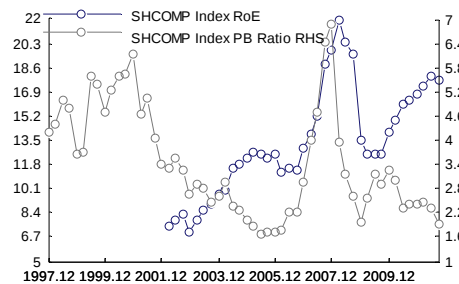
资料来源：信达证券

图表 95：各类资产以左图 CAGR 增长 30 年膨胀倍数测算



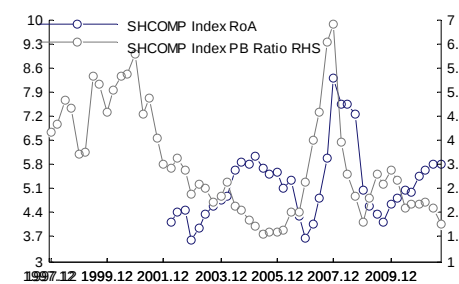
资料来源：信达证券

图表 96：上证综指 RoEvs.PB Ratio



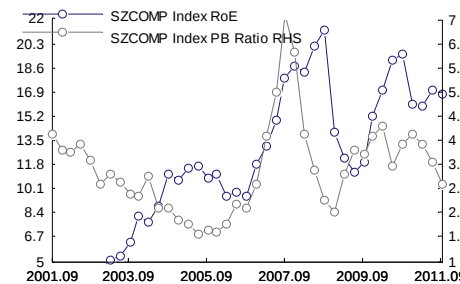
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 97：上证综指 RoAvs.PB Ratio



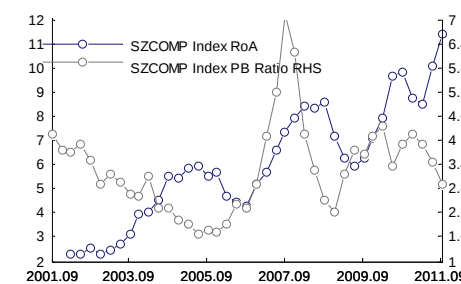
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 98：深证综指 RoEvs.PB Ratio



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 99：深证综指 RoAvs.PB Ratio



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 100: 总资产 / 净资产: 上证综指 vs. 深证综指



资料来源: 信达证券, Bloomberg

6. 指数估值的通道

在上一节中我们曾指出, A 股在过去 10 年的估值下降了大概 75%, 从而导致上证综指 10 年不涨。那么, 到底多少倍的估值是合理的呢? 作为一个股票市场, A 股在全球的吸引力又怎么样呢? 本节将从一个新的视角审视这个问题: 与全球市场的比对角度。

如下表, 本节选取了两组对照组, 发达市场组、新兴市场组, 并从历史估值、回报率、增长速度更各个角度与 A 股的上证综指、深圳综指进行对比, 期以从全球的广泛角度给 A 股的价值一个中肯的定义: 这种定义也许不能立即给出一个买卖的决策, 但至少它应该可以拓宽我们对 A 股相对价值的认识。

图表 101: 发达市场对照组

美洲	欧洲、中东及非洲	亚太
INDU Index 道琼斯工业平均指数	UKX Index 富时100指数	NKY Index 日经225指数
SPX Index 标准普尔500指数	SMX Index 富时小盘指数	JSDA Index JASDAQ综合指数
CCMP Index 纳斯达克综合指数	DAX Index 德国DAX 30指数	HSI Index 香港恒生指数
SPTSX Index 加拿大标普/TSX综合指数	CAC Index 法国CAC 40指数	TWSE Index 台湾证交所加权股价指数
	IBEX Index 西班牙IBEX 35指数	KRX100 Index 韩国KRX100指数
	FTSEMIB Index 意大利富时MIB指数	KOSDAQ Index 韩国KOSDAQ指数
	BVLX Index 里斯本BVL综合指数	AS51 Index 标普/澳证 200指数
	ISEQ Index 爱尔兰综合指数 (ISEQ)	NZSE50FG Index 新西兰50自由流通指数
	TOP40 Index 富时/JSE 南非领先40指数	
	TA-25 Index 特拉维夫 25 指数	

资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 102: 新兴市场对照组

美洲	欧洲、中东及非洲	亚太
MEXBOL Index 墨西哥综合指数	INDEXCF Index 俄罗斯MICEX指数	CSEALL Index 斯里兰卡科伦坡全部股价指数
IBOV Index 巴西圣保罗证交所指数	WIG Index 华沙WIG指数	KSE100 Index 卡拉奇证交所KSE100指数
MERVAL Index 阿根廷MERVAL指数	BUX Index 布达佩斯证交所指数	SENSEX Index 孟买SENSEX 30指数
IPSA Index 智利IPSA 40指数	BELEXLIN Index 贝尔格莱德BELEXline指数	FSSTI Index 海峡时报指数
IGBVL Index 秘鲁利马综合指数	XU100 Index ISE 全国 100 指数	FBMKLCI Index 富时大马交易所吉隆坡综合指数
	HERMES Index 埃及HERMES指数	VNINDEX Index 越南证交所指数
		shcomp index 上证综合指数
		szcomp index 深证综合指数

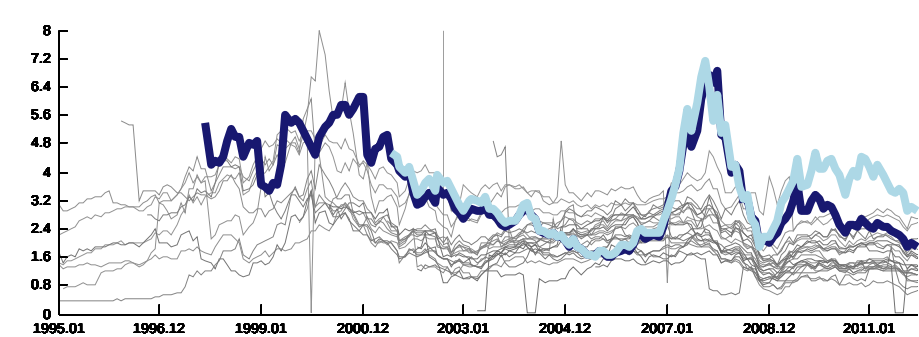
资料来源：信达证券，Bloomberg

首先看估值。无论从 PB 还是 PE 的角度来看，**A 股在过去十几年的历史中，在全球都算比较贵的 - 无论在发达市场参照组还是新兴市场参照组中都是如此。**

唯一的例外是从 2004 年初到 2006 年的区间。在这个时间内，可以看到，A 股的估值触及了全球估值通道的下沿，在两个参照组都是如此。但这种情况并没有持续太长的时间。

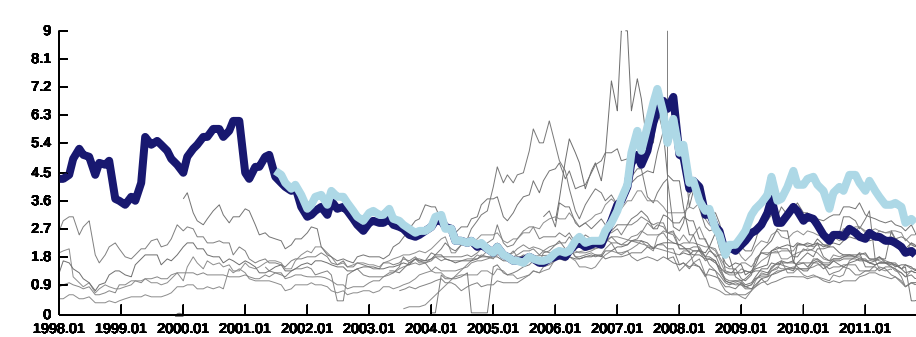
而对于 2008 年的“大底”来说，很不幸，A 股当时在全球并不算便宜。即使以 2009 年的全球估值做参照，A 股在 2008 年 12 月所反映出来的估值也并不吸引人。

图表 103: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.发达市场对照组：PB Ratio



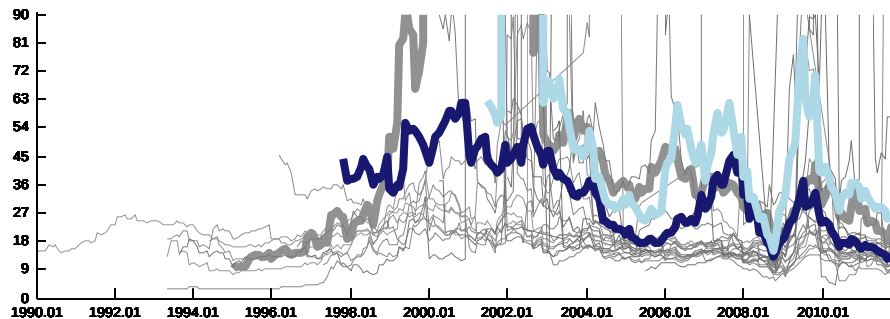
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 104: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs. 新兴市场对照组：PB Ratio



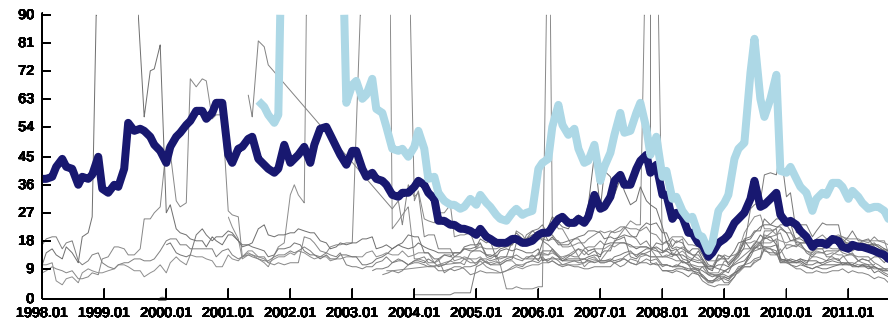
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 105: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.发达市场对照组：PE Ratio（灰色粗线为 NASDAQ 综指）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 106: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.新兴市场对照组：PE Ratio



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 107: 上证综指、深证综指 vs.发达市场对照组：PB Ratio（2011 年数据取 12 月 25 日，2006 年数据取 12 月 20 日，因纳斯达克 12 月 31 日数据有误）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
道琼斯工业平均指数	4.28	4.03	3.62	3.53	3.20	3.10	3.32	4.14	3.84	2.61	2.66	2.61
标准普尔500指数	4.25	3.38	2.74	3.04	2.90	2.78	2.88	2.77	2.01	2.17	2.19	2.06
纳斯达克综合指数	3.83	3.46	2.66	3.58	3.61	3.47	3.48	3.50	2.06	2.71	2.82	2.65
加拿大标普TSX综合指数	2.50	2.11	1.80	2.20	2.31	2.69	2.65	2.57	1.49	1.93	2.07	1.78
欧洲、中东及非洲												
富时100指数	2.84	2.33	1.87	2.08	2.20	2.39	2.66	2.31	1.38	1.87	1.94	1.59
富时小盘指数	3.20	2.41	1.40	1.92	2.92	2.60	2.63	1.67	0.65	1.24	1.27	0.82
德国DAX 30指数	2.50	1.86	1.16	1.59	1.55	1.72	1.89	2.07	1.26	1.52	1.53	1.22
法国CAC 40指数		2.31	1.96	2.13	1.93	2.18	2.21	2.02	1.17	1.39	1.25	1.06
西班牙IBEX 35指数	2.50	2.24	1.77	2.16	2.71	2.67	3.08	2.69	1.50	1.80	1.36	1.11
意大利富时MIB指数				2.01	2.30	2.18	2.19	1.77	0.85	1.03	0.84	0.64
里斯本BVL综合指数	45.88	294.81	1.87	2.08	2.53	2.38	2.76	2.85	1.40	1.62	1.31	1.03
爱尔兰综合指数 (ISEQ)	3.10	2.35	2.05	2.36	2.84	3.17	3.25	2.00	0.73	0.98	1.27	0.81
富时/JSE 南非领先40指数			1.66	1.93	2.25	2.93	3.10	2.95	1.68	2.30	2.47	2.10
特拉维夫 25 指数									1.57	2.28	2.32	1.68
亚太												
日经225指数	2.20	1.68	1.40	1.72	1.73	2.24	2.14	1.77	1.05	1.42	1.35	1.10
JASDAQ 综合指数			1.00	1.31	1.67	2.48	1.59	0.63	1.04	1.23	1.26	1.00
香港恒生指数	2.52	1.79	1.42	1.87	1.93	2.12	2.41	2.65	1.45	1.96	1.77	1.33
台湾证交所加权股价指数			1.43	1.73	1.69	1.77	1.91	1.97	1.13	1.91	1.98	1.59
韩国KRX100指数						1.57	1.49	1.67	0.98	1.42	1.53	1.22
韩国KOSDAQ指数		1.71	1.01	1.11	0.97	1.90	1.68	1.93	0.88	1.48	1.45	1.41
标普/澳证 200指数	2.85	2.42	1.63	1.91	2.45	2.81	2.95	2.71	1.57	2.05	2.01	1.63
新西兰50自由流通指数				1.85	2.27	2.52	2.48	1.98	1.25	1.51	1.42	1.29
中值	6.34	21.93	1.80	2.11	2.30	2.46	2.51	2.31	1.41	1.75	1.73	1.44
均值	2.85	2.33	1.72	1.97	2.29	2.48	2.63	2.07	1.32	1.71	1.53	1.31
上证综合指数	6.13	3.42	2.65	2.60	2.04	1.72	2.74	6.85	1.99	3.26	2.42	1.75
深证综合指数		3.77	2.92	2.62	2.04	1.72	2.89	6.16	2.19	4.11	4.17	2.44

资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 108: 上证综指、深证综指 vs.新兴市场对照组：PB Ratio（2011 年数据取 12 月 25 日）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
墨西哥综合指数	1.36	1.85	1.60	1.91	2.48	3.02	3.64	3.23	2.10	2.64	2.78	2.52
巴西圣保罗证交所指数	1.46	0.93	0.75	1.32	1.39	1.43	1.97	2.57	1.27	1.91	1.83	1.30
阿根廷MERVAL指数				0.27	1.98		2.47		0.64	1.43	1.96	
智利IPSA 40指数	1.20	1.23	0.87	1.62	1.71	1.95	2.24	2.25	1.44	2.18	2.78	2.09
秘鲁利马综合指数												
欧洲、中东及非洲												
俄罗斯MICEX指数				0.92	0.87	1.57	2.24	1.80	0.60	1.19	1.16	0.88
华沙WIG指数		1.46	1.24	1.62	1.80	2.10	2.56	2.49	1.07	1.45	1.38	0.95
布达佩斯证交所指数	2.14	1.74	1.57	1.65	2.26	2.43	2.46	2.62	0.95	1.40	1.26	0.96
贝尔格莱德BELEXline指数												
ISE 全国 100 指数					0.06	2.01	1.78	2.03	0.96	1.60	1.72	1.35
埃及HERMES指数				1.67	3.28	6.10	3.78	2.77	1.45	1.82	1.92	1.04
亚太												
斯里兰卡科伦坡全部股价指数							479.22	1.64	0.81	1.60	2.71	2.20
卡拉奇证交所KSE100指数						3.28	2.62	2.90	1.15	1.57	1.71	0.39
孟买SENSEX 30指数	3.06	2.38	1.87	3.48	3.63	4.51	5.13	6.02	2.13	3.49	3.54	2.53
海峡时报指数									1.05	1.46	1.67	1.28
富时大马交易所吉隆坡综合指数	1.58	1.54	1.47	1.67	1.79	1.71	1.99	2.28	1.30	2.23	2.42	2.26
越南证交所指数							7.41	4.19	1.60	2.21	1.85	1.21
中值	1.80	1.59	1.34	1.61	1.93	2.74	37.11	2.83	1.24	1.88	2.05	1.50
均值	1.52	1.54	1.47	1.63	1.80	2.10	2.51	2.57	1.15	1.60	1.85	1.29
上证综合指数	6.13	3.42	2.65	2.60	2.04	1.72	2.95	6.85	1.99	3.26	2.42	1.75
深证综合指数		3.77	2.92	2.62	2.04	1.72	2.91	6.16	2.19	4.11	4.17	2.44

资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 109：上证综指、深证综指 vs.发达市场对照组：PE Ratio（2011 年数据取 12 月 25 日）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
道琼斯工业平均指数	19.34	23.37	17.44	19.01	17.64	18.39	17.49	16.35	15.97	15.81	13.41	12.69
标准普尔500指数	24.25	27.14	18.98	20.36	18.49	17.27	16.91	17.34	14.92	18.10	14.88	13.33
纳斯达克综合指数	155.89	51.41	53.05	37.36	43.18	33.48	32.29	21.39	33.03	27.26	22.50	
加拿大标普/TSX综合指数	27.34	28.19	20.85	19.71	17.72	20.07	17.55	18.06	12.10	20.64	18.84	14.41
欧洲、中东及非洲												
富时100指数	26.10	53.14	36.53	31.46	15.71	14.84	18.11	13.10	24.70	20.25	13.54	9.89
富时小盘指数	43.20	54.78		77.36	20.51		42.77	40.25			10.61	
德国DAX 30指数	25.93	25.65		59.27	19.03	15.00	14.25	13.74	10.36	44.65	14.38	9.89
法国CAC 40指数		17.70	15.76	15.98	12.17	12.38	14.24	13.28	10.38	15.52	11.68	9.09
西班牙IBEX 35指数	21.02	18.62	28.55	17.92	14.40	13.94	14.24	12.94	7.97	13.91	9.67	8.99
意大利富时MIB指数				28.80	21.76	13.99	14.66	13.64	7.00	25.60	13.60	16.14
里斯本BVL综合指数	417.75	1,340.85	23.33	21.44	16.65	18.53	13.68	16.72	15.32	15.17	12.71	11.07
爱尔兰综合指数（ISEQ）	21.59	40.16	16.64	15.66	16.72	17.94	17.75	9.77	6.63			
富时JSE 南非领先40指数			15.00	15.70	12.28	14.80	14.88	14.89	9.82	22.25	15.55	10.89
特拉维夫 25 指数								28.69	18.96	15.71	11.58	
亚太												
日经225指数	54.31	31.50	98.70	48.32	16.15	29.55	23.26	17.98	12.45		20.50	16.55
JASDAQ 综合指数			29.70	42.52	36.86	149.01	30.32	201.56	33.53	25.32	11.01	19.92
香港恒生指数	12.38	19.33	14.33	18.03	14.62	13.33	14.62	16.19	13.14	15.77	12.45	8.39
台湾证交所加权股价指数			30.40	18.06	12.72	15.77	17.73	14.59	22.48	28.91	16.04	15.94
韩国KRX100指数						11.10	11.14	13.58	9.81	21.58	12.80	13.94
韩国KOSDAQ指数		126.89					263.90				37.53	50.95
标普/澳证 200指数	20.12	23.63		21.97	15.57	15.06	15.33	15.90	18.72	36.23	17.32	13.09
新西兰50自由流通指数			25.03	17.90	14.80	28.70	12.28	14.03	67.66	19.76	15.06	
中值	66.86	130.78	29.83	29.98	18.65	24.68	31.19	26.22	15.47	25.52	16.15	15.22
均值	25.93	27.66	22.09	21.44	16.72	15.06	17.49	15.39	13.58	21.11	14.38	13.21
上证综合指数	62.08	48.78	42.35	33.13	21.19	18.32	32.84	42.10	17.20	26.30	15.95	11.28
深证综合指数		198.20	61.81	44.73	31.43	27.75	48.75	50.91	27.55	39.96	35.09	20.74

资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 110：上证综指、深证综指 vs.新兴市场对照组：PE Ratio（2011 年数据取 12 月 25 日）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
墨西哥综合指数	10.13	12.95	13.23	12.77	12.14	11.61	15.57	13.07	13.82	18.35	19.61	18.60
巴西圣保罗证交所指数		17.18		28.73	12.56	10.14	12.28	12.90	7.74	20.64	13.66	9.40
阿根廷MERVAL指数					14.51	2.77	11.52	109.22	5.67	15.38	16.01	
智利IPSA 40指数	57.93	10.75	17.69	149.50	20.35	17.24	19.67	20.05	11.50	22.06	19.61	18.21
秘鲁利马综合指数												
欧洲、中东及非洲												
俄罗斯MICEX指数				9.17	9.13	11.94	13.17	12.17	4.38	11.50	9.15	5.06
华沙WIG指数				36.01	11.33	13.25	16.46	15.22	6.90	23.30	14.07	8.34
布达佩斯证交所指数	14.69	13.60	10.29	10.46	9.72	12.26	9.99	12.99	6.14	11.81	12.93	8.11
贝尔格莱德BELEXline指数												
ISE 全国 100 指数					1.57	21.09	15.26	10.88	7.40	11.30	11.09	11.41
埃及HERMES指数				10.16	15.81	20.97	14.63	17.44	6.99	14.40	15.88	13.35
亚太												
斯里兰卡科伦坡全部股价指数							4,100.19	10.72	7.02	46.92	17.71	13.18
卡拉奇证交所KSE100指数						13.49	11.08	14.66	9.16	10.89	10.82	8.08
孟买SENSEX 30指数	19.17	15.64	13.65	19.95	16.91	19.90	21.47	23.60	10.29	25.14	18.65	14.40
海峡时报指数									6.74	12.44	10.77	6.51
富时大马交易所吉隆坡综合指数	16.58	20.00	16.76	15.83	14.93	14.13	13.39	16.06	12.15	22.41	17.37	16.09
越南证交所指数							45.37	28.33	13.58	12.13	10.42	7.16
中值	23.70	15.02	14.32	32.51	12.63	14.07	308.58	22.66	8.63	18.58	14.52	11.28
均值	16.58	14.62	13.65	15.83	12.56	13.37	14.94	14.94	7.40	15.38	14.07	10.41
上证综合指数	62.08	48.78	42.35	33.13	21.19	18.32	32.84	42.10	17.20	26.30	15.95	11.28
深证综合指数		198.20	61.81	44.73	31.43	27.75	48.75	50.91	27.55	39.96	35.09	20.74

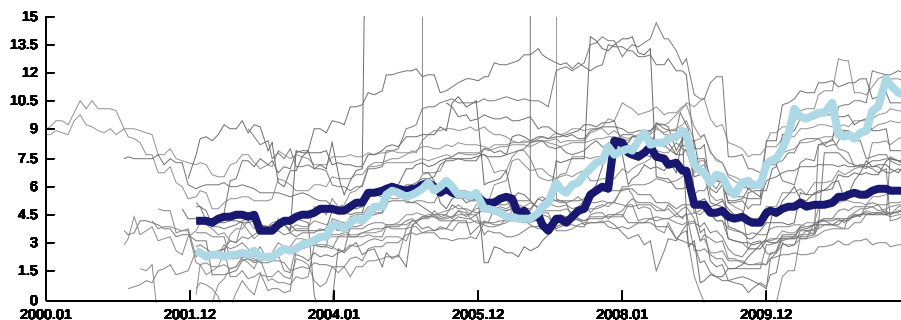
资料来源：信达证券，Bloomberg

对于高估的市场，我们希望能找到高估的理由：就像当下中药股的估值普遍比钢铁股贵那样。让我们来看一下回报率：分别从 RoA 和 RoE 来观察。

在 RoA 来说，上证综指明显并不占优，在发达参照组中处于中下游，而在新兴参照组中则居于末端。不过，由于杠杆率受到行业影响而导致的大不相同，RoA 的指示意义也并非万能的 - 在这里上证综指在 2006 年以后明显受到了大量银行股的干扰。

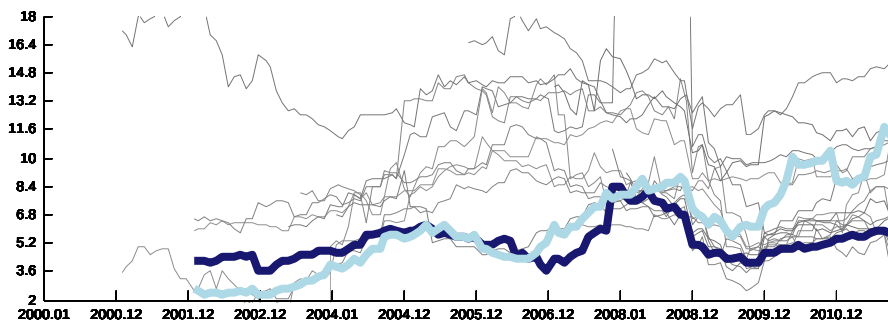
不过，即使在没有多少银行股的年代，上证综指的 RoA 也并不算突出。**考虑到毕竟其它参照市场也有不少银行股上市，因此 RoA 低全赖银行的逻辑也是有问题的**（赖国企怎么样？）。同时，在 2007 年以前我们可以看到，深证综指的 RoA 在两个参照系里也都不占优。

图表 111: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.发达市场对照组: RoA



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 112: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.新兴市场对照组: RoA



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 113: 上证综指、深证综指 vs.发达市场对照组: RoA (2011 年数据取 12 月 25 日)

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
道琼斯工业平均指数	8.75	7.19	6.95	7.53	7.77	8.15	8.51	8.66	10.17	8.13	9.19	9.96
标准普尔500指数	10.02	5.36	5.18	6.45	7.22	7.62	8.25	8.54	8.35	7.31	8.46	9.43
纳斯达克综合指数			3.92	5.37	7.68	8.97	8.40	10.41	9.16	8.32	10.84	11.65
加拿大标普TSX综合指数		-2.59	2.40	3.38	4.45	5.05	6.61	6.87	6.73	3.12	5.16	5.61
欧洲、中东及非洲												
富时100指数		3.36	3.54	4.15	5.78	7.78	6.26	7.89	7.05	4.86	6.78	8.52
富时小盘指数			1.33	1.70	3.74	4.84	5.21	5.85	1.23	-0.41	4.25	4.30
德国DAX 30指数		3.60	2.12	2.82	3.15	4.13	3.67	4.43	4.18	1.90	3.80	4.94
法国CAC 40指数		3.78	2.76	4.32	5.13	5.48	5.08	5.98	4.64	3.15	3.87	5.13
西班牙IBEX 35指数		1.50	1.38	2.71	3.74	4.53	4.70	5.02	4.58	3.43	4.70	4.05
意大利富时MIB指数					3.43	3.96	4.08	4.62	3.85	4.29	3.12	3.08
里斯本BVL综合指数			1.94	1.78	3.47	3.26	4.43	4.75	2.57	2.94	7.96	4.19
爱尔兰综合指数 (ISEQ)			3.60	3.87	4.22	4.48	3.98	3.55	4.02	2.48	4.33	7.46
富时/JSE 南非领先40指数			8.23	6.03	9.05	10.39	10.21	12.87	10.85	7.04	10.15	11.90
特拉维夫 25 指数									5.54	6.87	8.15	7.21
亚太												
日经225指数		3.46	2.04	2.29	5.27	4.64	2,679.03	5.73	5.03	0.68	3.97	4.66
JASDAQ 综合指数			4.01	-0.01	1.79	3.76	5.40	4.49	2.95	0.57	7.79	6.81
香港恒生指数		6.03	5.60	4.87	6.11	7.34	8.12	8.75	7.41	6.33	7.06	7.21
台湾证交所加权股价指数			7.43	9.44	12.06	11.59	12.77	13.38	7.94	8.43	11.22	10.57
韩国KRX100指数						9.51	9.12	8.98	8.38	5.72	9.67	7.84
韩国KOSDAQ指数		6.42	9.18	8.34	188.57	5.24	3.54	7.69	3.12	3.17	6.33	7.03
标普/澳证 200指数		4.31	3.89	4.71	6.92	7.52	8.48	8.21	6.51	4.10	6.60	7.26
新西兰50自由流通指数				7.11	8.65	10.55	4.95	13.74	5.15	3.11	4.18	4.89
中值	9.39	3.86	4.19	4.51	14.94	6.61	133.87	7.60	5.90	4.23	6.71	6.99
均值	9.39	3.78	3.75	4.24	5.53	5.48	6.26	7.69	5.35	3.30	6.69	7.12
上证综合指数			3.63	4.78	5.78	5.57	3.67	8.32	5.06	4.64	5.47	5.67
深证综合指数			2.31	3.93	5.39	5.67	5.16	7.91	7.18	7.12	8.71	10.51

资料来源: 信达证券, Bloomberg

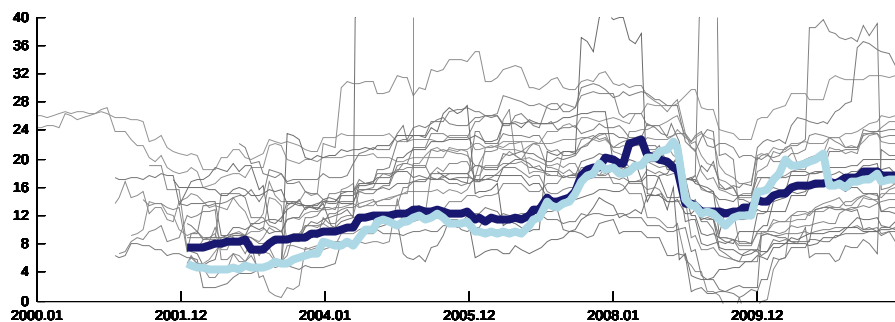
图表 114: 上证综指、深证综指 vs.新兴市场对照组: RoA (2011 年数据取 12 月 25 日)

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
墨西哥综合指数			6.27	7.00	8.12	9.09	11.05	12.70	8.81	9.08	9.22	8.91
巴西圣保罗证交所指数		3.18	2.11	3.53	6.50	9.40	9.60	9.32	8.33	5.07	6.88	6.93
阿根廷MERVAL指数				5.01	8.26	11.18	14.08	7.54	8.17	4.78	6.07	5.51
智利IPSA 40指数							5.76	6.25	6.69	4.77	6.48	5.71
秘鲁利马综合指数												
欧洲、中东及非洲												
俄罗斯MICEX指数				8.27	13.17	13.87	13.70	12.46	9.13	7.22	9.57	10.40
华沙WIG指数			2.38	4.18	7.15	8.28	8.48	8.16	4.73	4.16	6.46	8.04
布达佩斯证交所指数			7.45	7.93	8.64	9.38	10.87	7.56	6.57	5.50	4.84	4.31
贝尔格莱德BELEXline指数												
ISE 全国 100 指数				9.22	4.95	5.93	7.18	6.28	4.99	5.81	5.89	
埃及HERMES指数				7.31	10.21	12.44	13.34	36.31	10.66	5.82	6.28	6.62
亚太												
斯里兰卡科伦坡全部股价指数								8.93	5.50	4.17	8.79	10.62
卡拉奇证交所KSE100指数						16.55	17.41	13.64	11.67	12.47	14.28	15.91
孟买SENSEX 30指数		18.83	15.76	11.57	11.92	14.32	14.21	12.36	12.59	9.70	10.58	11.70
海峡时报指数									5.83	5.54	6.95	7.21
富时大马交易所吉隆坡综合指数										5.75	5.91	6.76
越南证交所指数								15.58	10.31	12.30	11.47	12.41
中值	#DIV/0!	11.01	6.79	6.85	9.24	10.95	11.31	12.15	8.23	6.75	7.97	8.46
均值	#NUM!	11.01	6.27	7.16	8.64	10.29	11.05	9.32	8.25	5.54	6.88	7.21
上证综合指数			3.63	4.78	5.78	5.57	3.67	8.32	5.06	4.64	5.47	5.67
深证综合指数			2.31	3.93	5.39	5.67	5.16	7.91	7.18	7.12	8.71	10.51

资料来源: 信达证券, Bloomberg

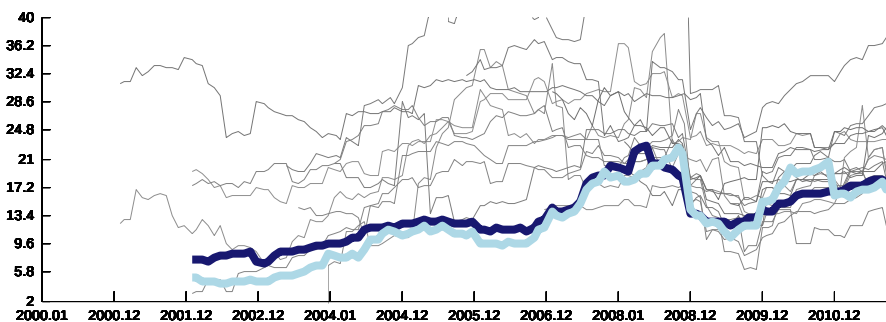
即使在排除了杠杆率的不同，从 RoE 的角度来说，上证综指和深证综指在两个对照组里的排名也并不占优：在发达市场参照组里勉强可以排到中游，而在新兴市场参照组里则几乎一直处于垫底状态。

图表 115：上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.发达市场对照组：RoE



资料来源：信达证券，Bloomberg

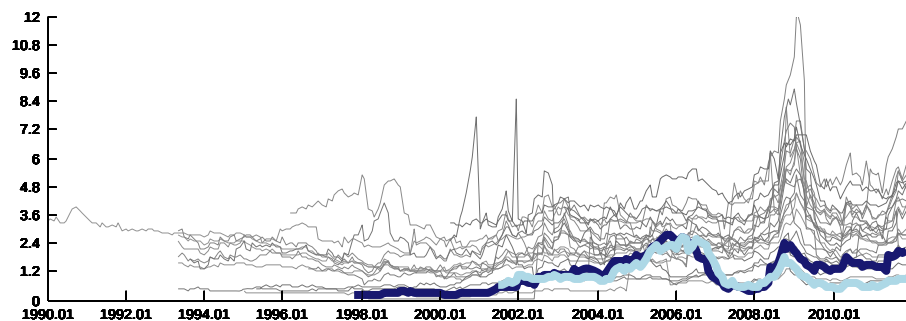
图表 116：上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs. 新兴市场对照组：RoE



资料来源：信达证券，Bloomberg

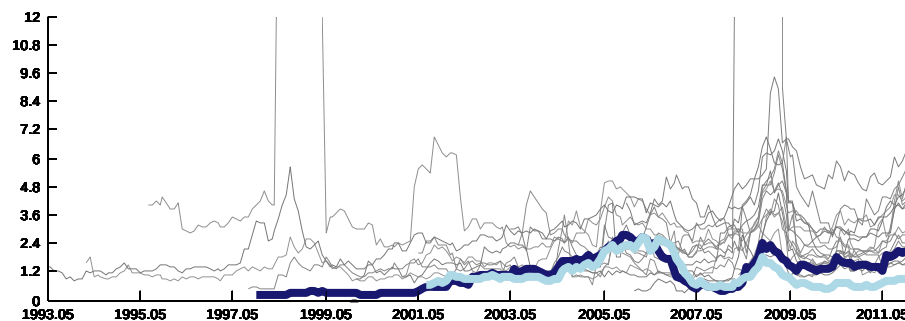
而如果看久为诟病的股息率，A 股在两个参照组里的排名就更让人感到伤心。如下图组所示，不管在哪个参照组，A 股在历史上的**分红率都低的吓人**。

图表 117：上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.发达市场对照组：股息率



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 118：上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.新兴市场对照组：股息率



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 119: 上证综指、深证综指 vs.发达市场对照组: RoE / 股息率 (2011 年数据取 12 月 28 日)

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
道琼斯工业平均指数	26.33	20.63	20.00	23.01	22.48	23.23	22.05	25.68	28.74	25.53	31.13	31.43
标准普尔500指数	27.16	18.01	18.67	20.10	19.69	21.17	22.18	21.65	22.97	20.54	22.85	26.07
纳斯达克综合指数			9.61	10.84	14.81	20.91	18.24	20.94	23.31	16.31	22.65	22.16
加拿大标普TSX综合指数		9.88	8.94	12.68	14.87	15.76	19.57	19.11	17.00	9.44	12.97	14.93
欧洲、中东及非洲												
富时100指数		13.88	10.46	22.23	31.70	33.58	29.61	30.49	23.56	18.20	21.43	25.01
富时小盘指数			6.88	7.86	14.11	19.60	21.84	16.60	5.76	-0.74	13.91	12.15
德国DAX 30指数		15.63	8.14	7.13	10.67	14.70	15.40	18.87	14.30	5.63	13.33	15.45
法国CAC 40指数		13.16	8.17	11.58	18.56	20.37	19.13	18.42	13.21	9.62	10.80	14.23
西班牙IBEX 35指数		8.85	6.30	12.83	18.05	22.94	27.61	29.24	23.41	19.75	22.91	16.97
意大利富时MIB指数				10.86	13.34	17.83	17.49	17.44	17.29	7.32	10.06	8.78
里斯本BVL综合指数			11.75	13.15	18.95	16.36	23.15	21.63	16.94	20.26	38.01	16.11
爱尔兰综合指数 (ISEQ)			15.65	17.99	23.56	27.11	24.87	24.39	13.18	6.81	6.64	21.45
富时JSE 南非领先40指数			19.34	14.17	22.39	24.78	24.41	28.70	22.40	14.90	21.00	24.21
特拉维夫 25 指数									16.93	21.68	24.92	32.17
亚太												
日经225指数		6.55	3.84	4.52	9.55	9.65	12.21	11.99	10.30	1.27	8.38	9.65
JASDAQ 综合指数			8.78	11.34	11.25	11.96	11.83	11.38	6.40	1.72	13.10	10.22
香港恒生指数		13.56	10.83	13.95	16.43	17.89	20.19	23.39	17.07	17.38	18.80	20.11
台湾证交所加权股价指数			10.43	14.02	18.03	17.33	18.45	20.15	11.18	12.37	17.53	16.73
韩国KRX100指数						16.48	16.39	15.27	14.80	9.58	16.25	12.16
韩国KOSDAQ指数		13.36	18.99	13.71	258.56	10.72	7.37	13.36	6.52	6.30	8.86	10.99
标普/澳证 200指数		15.98	14.67	14.29	20.27	22.76	24.94	19.32	17.13	12.68	16.82	18.33
新西兰50自由流通指数				20.17	23.24	27.36	9.94	39.67	12.22	7.18	9.68	10.27
中值	26.75	13.59	11.75	13.82	30.03	19.64	19.37	21.32	16.12	11.99	17.37	17.71
均值	26.75	13.56	10.45	13.43	18.31	19.60	19.57	20.15	16.94	11.00	16.54	16.42
上证综合指数			7.10	9.74	12.23	12.53	12.92	19.88	13.57	14.12	16.69	17.89
深证综合指数			4.58	8.19	10.68	11.10	11.75	18.66	14.10	15.22	16.09	17.30

图表 120: 上证综指、深证综指 vs.新兴市场对照组: RoE / 股息率 (2011 年数据取 12 月 28 日)

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
墨西哥综合指数			17.08	19.70	23.13	24.72	31.38	36.34	23.89	23.46	23.02	22.77
巴西圣保罗证交所指数		12.03	8.54	13.27	18.83	25.25	23.58	23.81	23.56	15.86	18.13	18.64
阿根廷MERVAL指数				6.77	10.39	30.88	27.05	17.10	20.91	12.02	14.93	19.09
智利IPSA 40指数							14.05	14.76	17.36	13.66	18.92	17.11
秘鲁利马综合指数												
欧洲、中东及非洲												
俄罗斯MICEX指数				13.52	21.46	22.75	23.45	19.82	17.43	11.87	17.52	20.45
华沙WIG指数			5.96	10.72	18.25	20.66	19.45	21.14	15.32	10.51	15.06	17.19
布达佩斯证交所指数			19.27	20.16	27.48	23.66	28.00	20.53	16.50	12.51	10.74	12.08
贝尔格莱德BELEXline指数												
ISE 全国 100 指数				28.58	12.86	19.84	24.89	18.48	19.31	20.73	19.00	
埃及HERMES指数			21.21	30.42	41.43	40.39	72.19	29.58	18.82	17.92	17.36	
亚太												
斯里兰卡科伦坡全部股价指数								19.46	14.81	12.02	24.61	30.77
卡拉奇证交所KSE100指数						32.66	36.53	23.21	24.92	27.82	31.37	37.37
孟买SENSEX 30指数		34.48	28.62	24.44	27.20	31.44	29.91	29.92	28.86	19.71	22.94	26.06
海峽时报指数									18.25	16.91	18.91	25.48
富时大马交易所吉隆坡综合指数										18.05	18.90	21.57
越南证交所指数								30.05	18.36	25.04	24.61	26.27
中值	#DIV/0!	23.26	15.89	16.22	22.86	26.63	26.69	27.17	20.59	17.17	19.89	22.08
均值	#NUM!	23.26	17.08	16.61	23.13	24.99	27.05	23.21	18.42	16.91	18.91	20.45
上证综合指数			7.10	9.74	12.23	12.53	12.92	19.88	13.57	14.12	16.69	17.89
深证综合指数			4.58	8.19	10.68	11.10	11.75	18.66	14.10	15.22	16.09	17.30

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
道琼斯工业平均指数	1.52	1.64	2.06	1.86	2.11	2.31	2.15	2.26	3.58	2.64	2.48	2.59
标准普尔500指数	1.20	1.35	1.81	1.56	1.92	1.80	1.77	2.01	3.16	2.11	1.87	2.10
纳斯达克综合指数	0.20	0.35	0.44	0.40	1.45	0.67	0.76	0.73	1.28	0.84	0.95	1.07
加拿大标普TSX综合指数	1.04	1.82	1.88	1.65	1.65	2.03	2.30	2.44	4.10	2.77	2.48	2.82
欧洲、中东及非洲												
富时100指数	2.26	2.57	3.57	3.28	3.27	3.07	3.47	3.34	5.41	3.44	3.05	3.93
富时小盘指数	2.49	3.13	3.99	2.75	2.69	2.30	3.28	4.64	6.07	2.76	2.50	3.27
德国DAX 30指数	2.03	2.65	2.47	1.70	1.56	1.81	2.09	2.19	5.27	3.51	2.74	4.12
法国CAC 40指数	1.05	1.90	2.97	2.20	2.41	2.00	2.35	3.01	5.78	3.65	3.70	5.00
西班牙IBEX 35指数	1.55	1.55	2.13	2.27	2.42	2.66	2.67	2.98	6.18	5.08	4.90	5.54
意大利富时MIB指数				2.44	3.46	4.05	3.62	4.30	9.48	3.20	3.79	5.33
里斯本BVL综合指数	0.01	0.01	2.52	2.17	2.23	2.68	2.39	2.58	4.86	3.18	5.50	5.47
爱尔兰综合指数 (ISEQ)	1.38	1.49	2.62	2.40	2.07	2.06	1.80	2.77	7.45	1.75	2.90	1.92
富时JSE 南非领先40指数			3.83	2.86	2.37	2.57	2.73	2.50	4.27	1.99	2.05	2.86
特拉维夫 25 指数									4.26	1.86	3.04	3.95
亚太												
日经225指数	0.64	0.84	0.96	0.87	0.87	0.79	1.01	1.35	2.46	1.54	1.71	2.29
JASDAQ 综合指数			1.22	1.02	0.97	0.68	1.13	1.25	1.96	1.56	1.54	1.95
香港恒生指数	1.93	2.66	3.26	3.35	2.97	3.39	2.78	2.25	4.94	2.46	2.72	3.67
台湾证交所加权股价指数	1.26	1.82	1.52	1.78	2.66	3.70	3.39	3.58	8.24	2.30	3.07	4.70
韩国KRX100指数						2.05	2.18	1.82	1.87	1.30	1.32	1.49
韩国KOSDAQ指数	7.72	8.49	2.85	1.91	2.19	0.97	0.89	0.77	1.19	0.73	0.82	0.78
标普/澳证 200指数	3.40	3.09	4.00	3.94	3.49	3.84	3.55	3.70	6.51	3.73	4.04	4.90
新西兰50自由流通指数				3.45	3.85	5.13	4.66	4.76	6.83	4.64	4.62	4.98
中值	1.85	2.21	2.45	2.19	2.33	2.41	2.43	2.63	4.78	2.59	2.81	3.40
均值	1.45	1.82	2.49	2.18	2.30	2.30	2.35	2.50	4.90	2.55	2.73	3.47
上证综合指数	0.27	0.59	1.14	1.21	1.77	2.65	1.00	0.35	2.29	1.22	1.48	2.21
深证综合指数		0.78	1.03	0.96	1.44	2.32	1.76	0.53	1.54	0.54	0.57	1.00

资料来源: 信达证券, Bloomberg

资料来源: 信达证券, Bloomberg

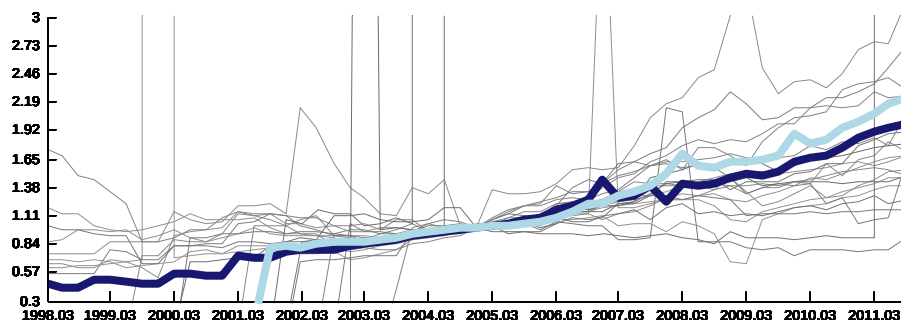
当然，以上还没有考虑增长，而中国经济的增长速度是全球主要经济体中最快的。没错，A 股唯一的亮点在于增长。如下图组所示，A 股过去的复权净资产增长速度在发达市场参照组中排到中上游，但在新兴市场参照组中仍然处于中游偏下水平。

需要指出的是，由于彭博并不直接提供净资产增长的速度，这里我们所采用的计算指数复权净资产增长的方法如下：首先得到股指的点位和市净率，然后用指数除以市净率，最后以 2004 年 12 月 31 日为原点进行归一。**这样得到的结果虽然无法显示每个指数复权净资产的增长速度究竟是多少，但至少可以看出他们之间的相对关系。**

综合以上的数据我们可以看出，从全球的角度来说，A 股在估值、分红方面占绝对的劣势，在回报率方面占一定的劣势，主要在增速方面占相对的优势。

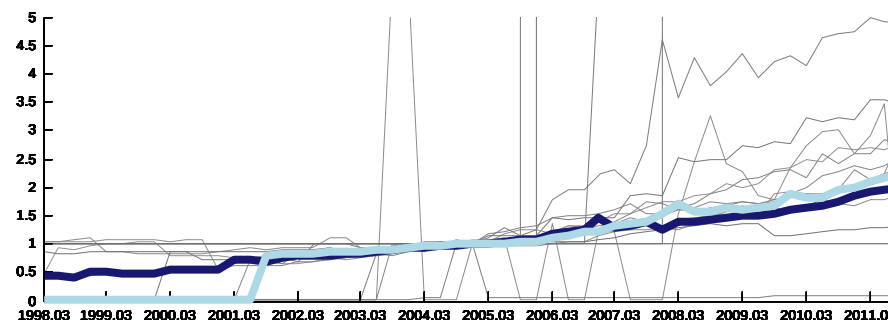
不过，结合之前对货币总量的分析，A 股的另一重优势在于最近数年累积的巨大的国内货币充裕度，这种充裕度、以及充裕度增加的速度（可以理解为充裕度的一次导数），在价值的基础上给了 A 股很强的流动性溢价。

图表 121: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.发达市场对照组：净资产增长情况（取 2004 年 12 月 31 日=1，算法 = 指数 / PB）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 122: 上证综指（深蓝）深证综指（浅蓝）vs.新兴市场对照组：净资产增长情况（取 2004 年 12 月 31 日=1，算法 = 指数 / PB）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 123: 上证综指、深证综指 vs.发达市场对照组: 净资产增长情况 (2011 年数据取 12 月 25 日) (取 2004 年 12 月 31 日=1, 算法 = 指数 / PB)

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
道琼斯工业平均指数	0.75	0.74	0.68	0.88	1.00	1.03	1.11	0.95	0.68	1.19	1.29	1.40
标准普尔500指数	0.74	0.81	0.77	0.88	1.00	1.07	1.18	1.27	1.08	1.23	1.37	1.47
纳斯达克综合指数	1.07	0.93	0.83	0.93	1.00	1.06	4.57	1.26	1.27	1.39	1.56	1.65
加拿大标普/TSX综合指数	0.89	0.91	0.92	0.94	1.00	1.05	1.21	1.35	1.50	1.52	1.62	1.68
欧洲、中东及非洲												
富时100指数	1.00	1.02	0.96	0.98	1.00	1.08	1.07	1.28	1.47	1.33	1.39	1.59
富时小盘指数	1.05	1.14	1.38	1.37	1.00	1.34	1.54	2.18	3.03	2.38	2.68	3.52
德国DAX 30指数	0.93	1.01	0.91	0.90	1.00	1.14	1.27	1.42	1.39	1.43	1.64	1.76
法国CAC 40指数		1.01	0.79	0.84	1.00	1.09	1.26	1.40	1.39	1.43	1.54	1.48
西班牙IBEX 35指数	1.09	1.12	1.02	1.07	1.00	1.22	1.40	1.62	1.70	1.67	1.80	1.73
意大利富时MIB指数				1.00	1.00	1.22	1.40	1.62	1.70	1.67	1.80	1.73
里斯本BVL综合指数	0.06	0.01	0.98	1.03	1.00	1.25	1.42	1.64	1.68	2.04	2.36	2.36
爱尔兰综合指数 (ISEQ)	0.85	1.11	0.89	0.96	1.00	1.07	1.31	1.59	1.46	1.39	1.04	1.62
富时JSE 南非领先40指数			1.03	0.97	1.00	1.11	1.42	1.75	2.28	2.14	2.28	2.69
特拉维夫 25 指数												
亚太												
日经225指数	0.94	0.95	0.92	0.93	1.00	1.08	1.20	1.30	1.27	1.12	1.14	1.16
JASDAQ 综合指数			0.71	0.96	1.00	0.97	1.01	2.14	0.86	0.73	0.77	0.95
香港恒生指数	0.81	0.87	0.89	0.91	1.00	0.95	1.09	1.42	1.35	1.51	1.76	1.89
台湾证交所加权股价指数			0.85	0.94	1.00	1.02	1.10	1.19	1.11	1.18	1.25	1.23
韩国KRX100指数												
韩国KOSDAQ指数		1.07	1.12	1.03	1.00	0.94	0.93	0.93	0.96	0.88	0.90	0.89
标普/澳证 200指数	0.68	0.86	1.12	1.04	1.00	1.03	1.15	1.42	1.43	1.44	1.43	1.52
新西兰50自由流通指数				0.98	1.00	0.99	1.20	1.51	1.60	1.59	1.72	1.86
中值	0.84	0.90	0.93	0.98	1.00	1.08	1.39	1.46	1.47	1.48	1.59	1.74
均值	0.89	0.95	0.91	0.96	1.00	1.07	1.20	1.42	1.41	1.43	1.55	1.64
上证综合指数	0.54	0.77	0.82	0.93	1.00	1.08	1.46	1.23	1.47	1.61	1.86	1.98
深证综合指数		0.82	0.86	0.93	1.00	1.05	1.22	1.52	1.63	1.89	2.00	2.22

资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 124: 上证综指、深证综指 vs.新兴市场对照组: 净资产增长情况 (2011 年数据取 12 月 25 日) (取 2004 年 12 月 31 日=1, 算法 = 指数 / PB)

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12
美洲												
墨西哥综合指数	0.80	0.66	0.73	0.89	1.00	1.13	1.40	1.76	2.05	2.33	2.66	2.83
巴西圣保罗证交所指数	0.56	0.77	0.80	0.90	1.00	1.24	1.20	1.32	1.58	1.90	2.01	2.37
阿根廷MERVAL指数				5.75	1.00		1.22		2.41	2.34	2.59	
智利IPSA 40指数	0.86	0.92	1.10	0.88	1.00	0.96	1.14	1.29	1.57	1.56	1.69	1.90
秘鲁利马综合指数												
欧洲、中东及非洲												
俄罗斯MICEX指数				0.88	1.00	1.02	1.20	1.66	1.62	1.82	2.30	2.49
华沙WIG指数		0.64	0.78	0.87	1.00	1.14	1.33	1.50	1.72	1.85	2.32	2.94
布达佩斯证交所指数	0.56	0.63	0.76	0.87	1.00	1.31	1.55	1.53	1.97	2.31	2.59	2.77
贝尔格莱德BELEXline指数												
ISE 全国 100 指数					1.00	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.09
埃及HERMES指数				0.95	1.00	1.24	2.22	4.59	4.04	4.33	4.75	4.99
亚太												
斯里兰卡科伦坡全部股价指数												
卡拉奇证交所KSE100指数												
孟买SENSEX 30指数	0.71	0.76	0.99	0.92	1.00	1.15	1.48	1.85	2.49	2.75	3.19	3.42
海峡时报指数												
富时大马交易所吉隆坡综合指数	0.85	0.89	0.87	0.94	1.00	1.04	1.09	1.25	1.34	1.13	1.24	1.31
越南证交所指数												
中值	0.72	0.75	0.86	1.38	1.00	1.03	1.26	1.68	1.90	2.04	2.31	2.51
均值	0.76	0.76	0.80	0.89	1.00	1.14	1.22	1.52	1.72	1.90	2.32	2.63
上证综合指数	0.54	0.77	0.82	0.93	1.00	1.08	1.46	1.23	1.47	1.61	1.86	1.98
深证综合指数		0.82	0.86	0.93	1.00	1.05	1.22	1.52	1.63	1.89	2.00	2.22

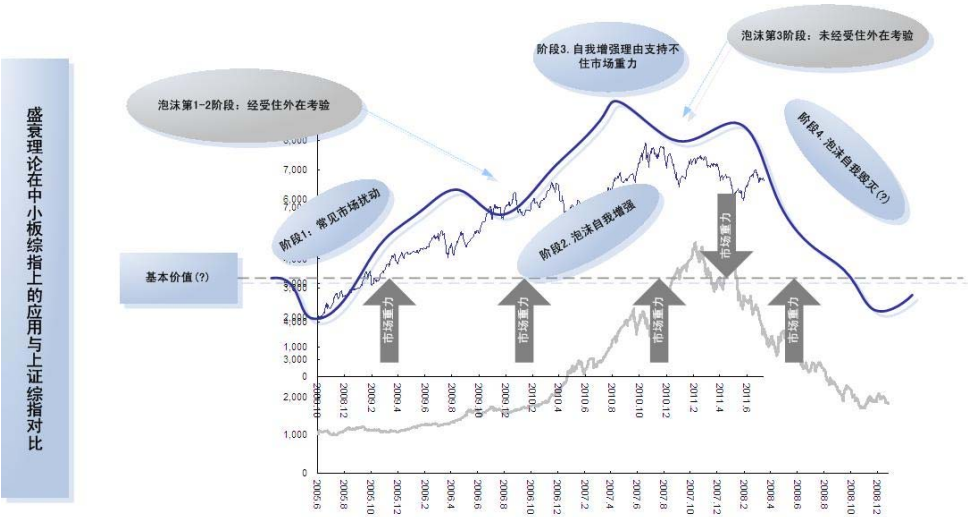
资料来源: 信达证券, Bloomberg

7. 小公司的溢价

最近一年多我们一直看空小股票: 继 2010 年 10 月在《证券市场周刊》刊登封面文章《小盘股泡沫将破》之后, 我们在 2011 年 8 月初的月报中又给出了下图中左边的那张图, 试图将小盘股泡沫 (蓝色线, 从 2008 年最低点开始)、上证综指 2007 年大泡沫 (灰色线, 从 2005 年 998 点开始) 和索罗斯的盛衰理论 (蓝色曲线) 结合起来。

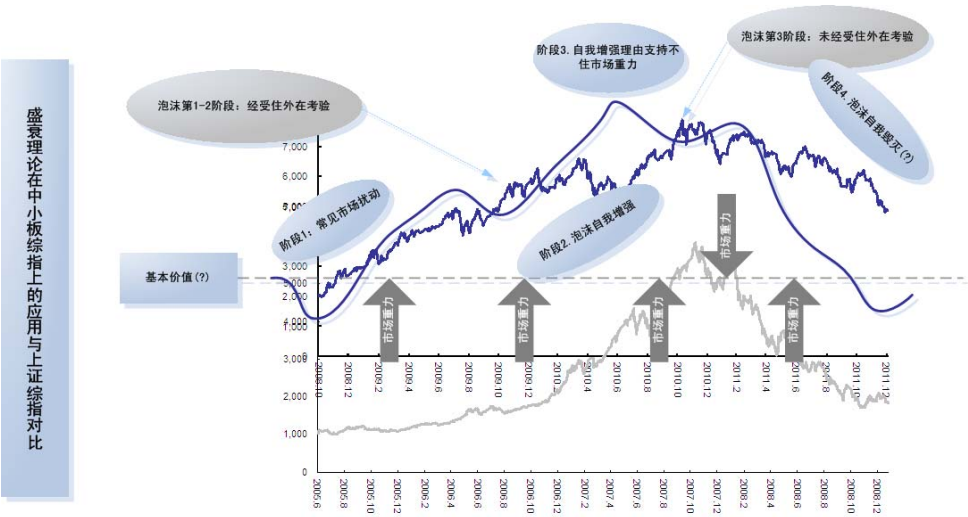
这张图的逻辑主要是索罗斯的盛衰理论, 在一个比较次要的层面是头肩顶这个特别在趋势演绎到尽头的时候非常有效的技术图形 (具体的逻辑可以参考 2011 年我们发布的 8 月策略报告《货币影响一切》)。事实上, 从现在看来, 这次结合取得了不错的成功 (下右图)。

图表 125：索罗斯的反身性理论在中小板综指上的应用（2011 年 8 月 7 日更新数据）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 126：索罗斯的反身性理论在中小板综指上的应用（当前数据）



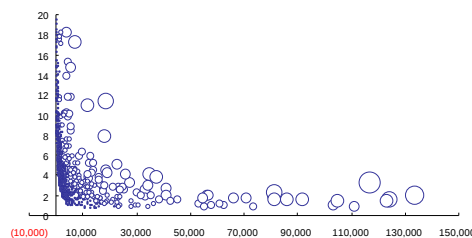
资料来源：信达证券，Bloomberg

从全球的情况来看，小公司相对大公司仍然不便宜。

下面是两组数据，分别更新于 2011 年 8 月和 2010 年 10 月。可以看到，在当时的两个时点，A 股小公司的相对估值在全球皆处于高位。而即使在自身的历史上，A 股的小公司也是第一次享受如此高的溢价。

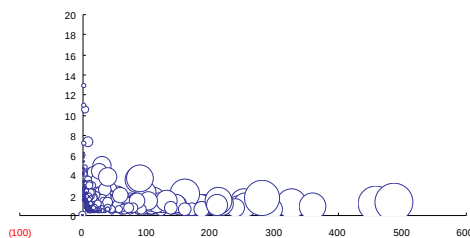
就现在的情况来看，随着中小板综指和创业板指数的杀跌，这种情况得到一定的改观，但还没有得到完全的改善（考虑到我们已经把彭博机的本月流量用的差不多了，为了让我们在这个月里还有机器可以用，我们没有在这里刷新这两组数据，希望这种模糊的正确不会太多影响整篇报告的阅读体验）。

图表 127: PB 估值 vs.市值: 中国 A 股



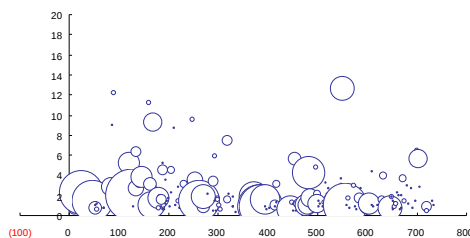
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 128: PB 估值 vs.市值: 日本



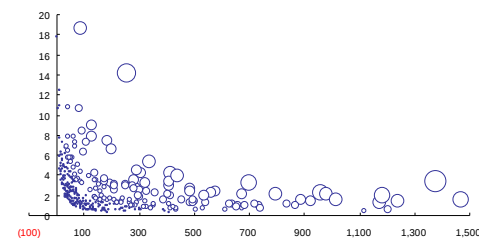
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 129: PB 估值 vs.市值: 新加坡



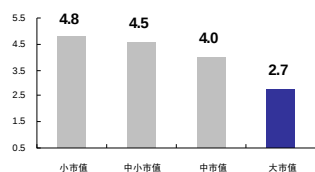
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 130: PB 估值 vs.市值: 中国香港



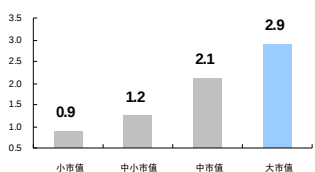
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 131: PB 分布: 中国 A 股



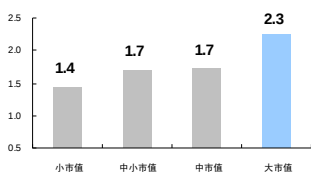
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 132: PB 分布: 中国香港



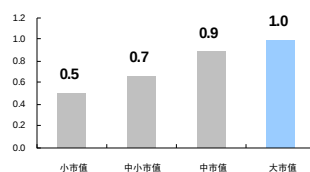
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 133: PB 分布: 中国台湾



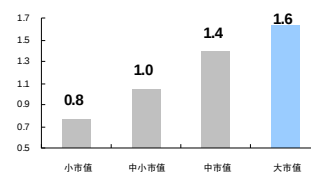
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 134: PB 分布: 日本



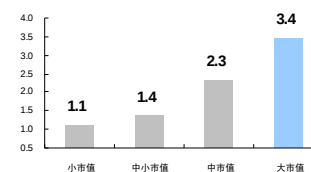
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 135: PB 分布: 韩国



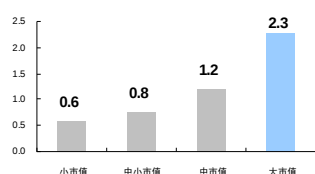
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 136: PB 分布: 印度



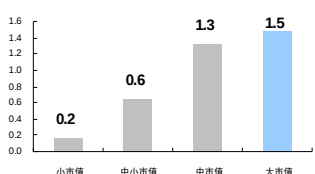
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 137: PB 分布: 马来西亚



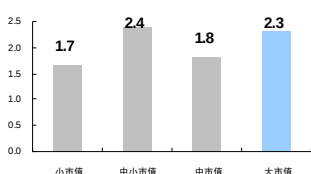
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 138: PB 分布: 俄罗斯



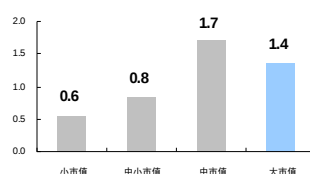
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 139: PB 分布: 巴西



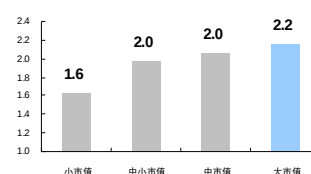
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 140: PB 分布: 英国伦敦



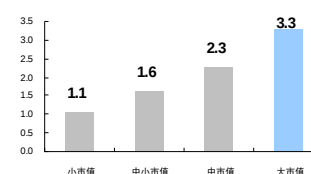
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 141: PB 分布: 纽交所



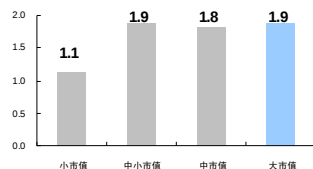
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 142: PB 分布: 纳斯达克



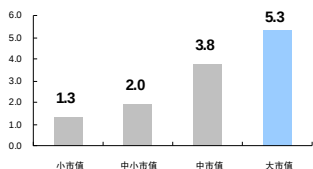
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 143: PB 分布: 加拿大



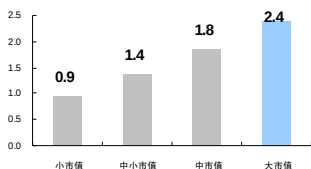
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 144: PB 分布: 印尼



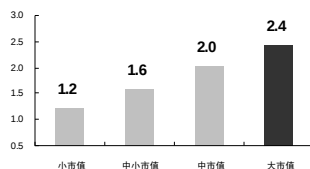
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 145: PB 分布: 泰国



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 146: PB 分布: 以上平均



资料来源: 信达证券, Bloomberg

值得指出的是, 站在当前的时点上, 小公司的高估这个作用于中期趋势的作用, 并不见得对未来几周的行情有指示意义, 而 **中小板综指触及 8000 点以来的下跌通道下轨这个事实, 或许会主导小股票在短期内的走势。**

关于通道这个问题, 我们一直认为其和头肩顶一样是一个不错的技术指标。不过, 鉴于其模拟的难度, 我们尚没有能给出一个具体的模型对其有效区间和分布进行测算 (在下面的小节中, 我们将给出一个业已完成的测算)。不过, **目前我们确信我们已经得到了一些关于量化测算通道的方法, 并将在未来几个月付诸实施。**在现在, 让我们暂且给这个可能很可能能够被量化分析证明有效的技术手段留下一席之地。

图表 147: 中小板综指的通道和下轨



资料来源: 信达证券, Wind

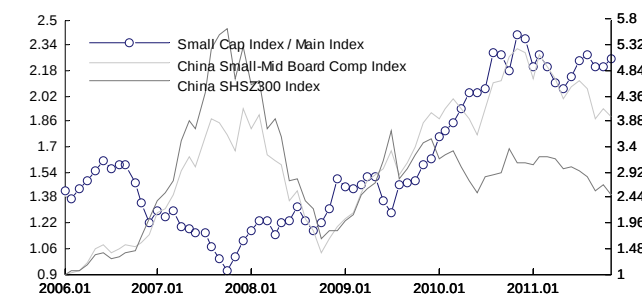
事实上, 老是说贵呀贵的, 不仅投资者感到腻味, 连我们自己都感到无趣: 即使是说对了也是如此。在这节里, 我们希望通过一些数据来探讨一个新的问题: 在长期来看, 在全球范围内, 小公司对大公司的比价, 到底呈现一个什么样的波动状态?

下图显示了小公司指数 (浅灰色线段) 对比大公司指数 (深灰色线段) 的走势区别和两者之间的差值, 数据包括了

以下市场：中国 A 股、美国、英国、澳大利亚、日本、中国香港、中国台湾、韩国、新加坡、越南、马来西亚、泰国。以下是对这些市场小公司对大公司波动比值的总结：

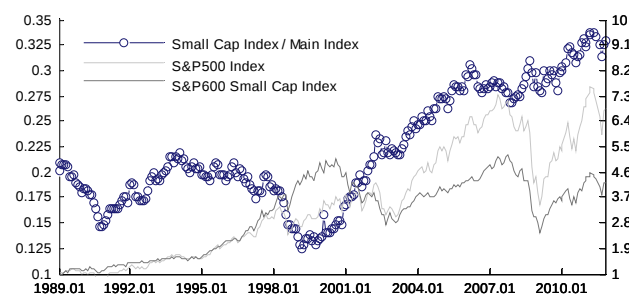
- **小公司并不是永远跑的比大公司好**，这点在英国、日本、中国香港、韩国、新加坡、马来西亚、泰国都有表现；
- **在市场上涨的时候，小公司跑的比大公司好似乎是一个比较普遍的现象，反之小公司则普遍比大公司表现要差一些；**
- 对于上一条总结，主要的反例在 A 股 2007 年大牛市、英美股市 2000 年科技股泡沫。由此，我们似乎可以得出一个结论，即**除了在市场情绪达到顶点的超级大牛市中，在正常的牛市中，小公司的股价都会教大公司有超额表现（反之在大熊市和熊市中也是如此。**不过一个问题是，我们如何预知大牛市和大熊市呢？）；
- 从全球的范围来看，A 股这一轮小公司的相对性牛市至少在过去十几年中是独一无二的，唯一可以稍微与之比拟的是美国市场，但在单位时间的幅度上也没有超越 A 股（有意思的是，在支持 A 股小公司超越大公司的分析中，我们看到了大量对美股的引用，而不是其它任何一个市场。关于这次独特牛市出现的原因，可以参阅我们 2010 年 10 月份在《证券市场周刊》刊登的封面文章《小股票泡沫将破》）。

图表 148：小股票指数 vs. 主板指数：A 股（比值 LHS，指数 RHS）



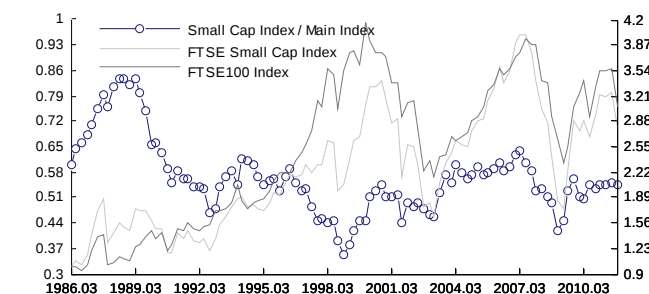
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 149：小股票指数 vs. 主板指数：美股（比值 LHS，指数 RHS）



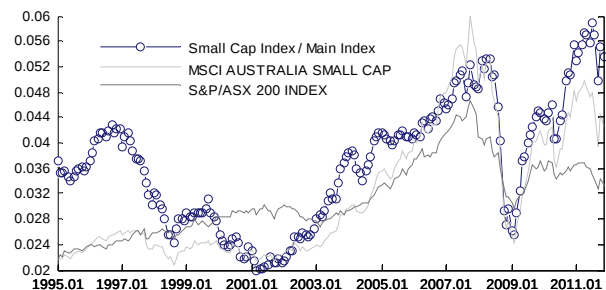
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 150：小股票指数 vs. 主板指数：英国股市（比值 LHS，指数 RHS）



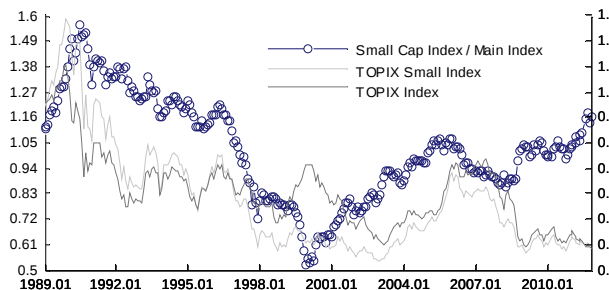
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 151: 小股票指数 vs. 主板指数: 澳大利亚 (比值 LHS, 指数 RHS)



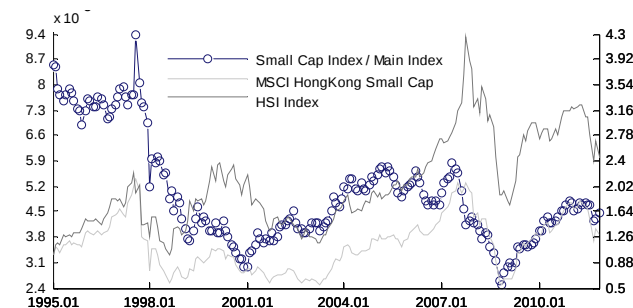
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 152: 小股票指数 vs. 主板指数: 日本 (比值 LHS, 指数 RHS)



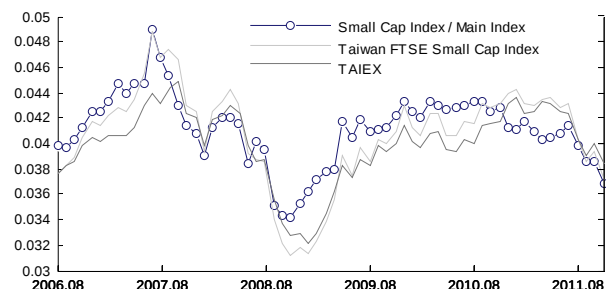
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 153: 小股票指数 vs. 主板指数: 中国香港 (比值 LHS, 指数 RHS)



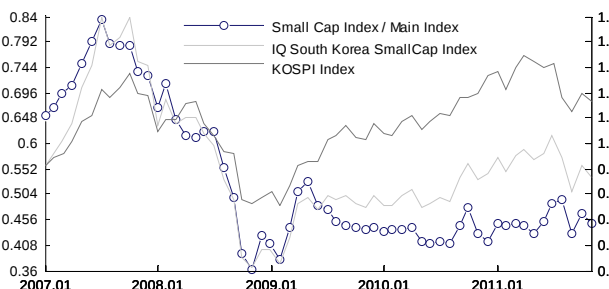
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 154: 小股票指数 vs. 主板指数: 中国台湾 (比值 LHS, 指数 RHS)



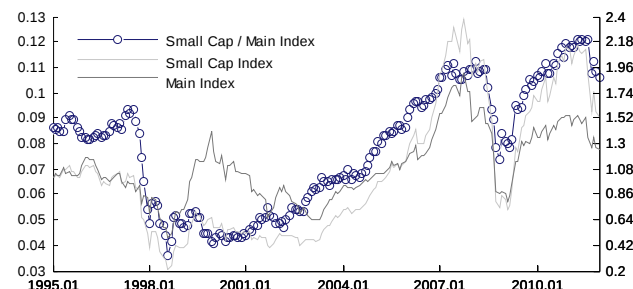
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 155: 小股票指数 vs. 主板指数: 韩国 (比值 LHS, 指数 RHS)



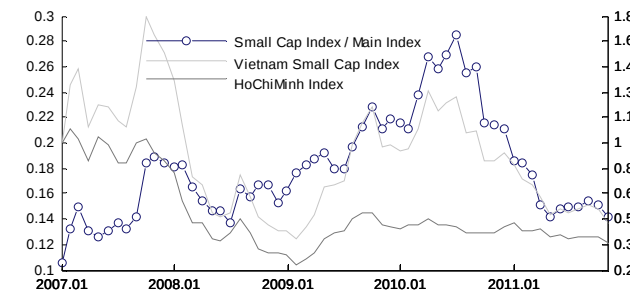
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 156: 小股票指数 vs. 主板指数: 新加坡 (比值 LHS, 指数 RHS)



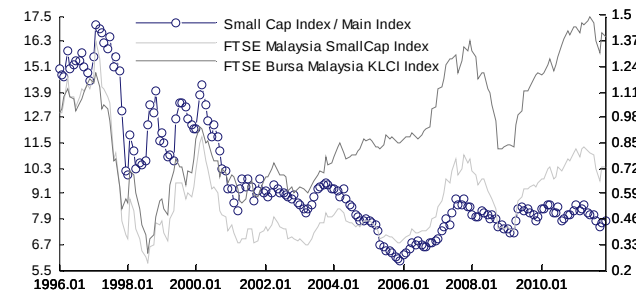
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 157: 小股票指数 vs. 主板指数: 越南



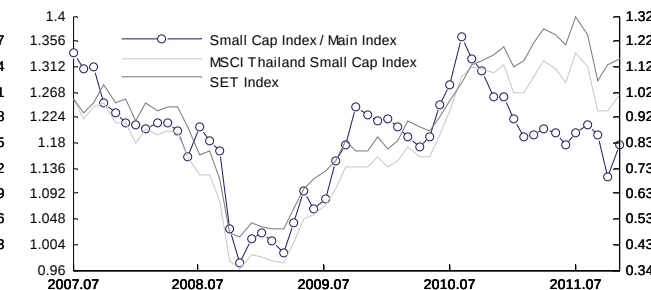
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 158: 小股票指数 vs. 主板指数: 马来西亚 (比值 LHS, 指数 RHS)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 159: 小股票指数 vs. 主板指数: 泰国 (比值 LHS, 指数 RHS)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

8. 寻找安全边际

分析了总体指数与全球市场的比对与小公司存在的问题, 现在让我们对市场的细分板块进行分析。

从对指数和全球的对比我们可以看到, A 股公司在回报率、分红率、估值方面都不占什么优势, 唯一的优势在于相对还算可以的增长速度, 而这或许也从一个侧面解释了为什么 A 股的估值波动比较大: **因为 A 股的估价在很大程度上建立于对市场增长的预期、而非回报之上, 这种基于增长的预期相对基于回报的预期更容易波动。**

从现在的市场细分市场估值来看 (附录里有当前按 GICS 细分行业分类的行业数据列表), 我们认为, **现在的 A 股细分行业可以粗略的提取出三类: 估值和行业基本面有保障的; 估值低、行业基本面一般, 但在政策超预期放宽的情况下有弹性的; 行业基本面不足以支撑相对高估值的。**

之所以提取以上三个大类, 主要是基于以下的认识:

- 我们倾向于认为, 在通胀粘性居高不下的情况下, 货币政策放松的速度会教预期为慢, 取而代之的是在适度宽松的货币政策下, 财政政策和一些调结构的政策会来的比在 2008 年到 2009 年更多。在这种情况下, 由于缺少货币增量的刺激, 估值和行业安全边际有保障的细分行业较容易跑赢大市;
- 需要指出的是, 在没有宽松货币政策的刺激下, 财政政策和产业政策自己并不能完全催生、复制 2009 年那样的

结构化大牛市：**题材股的刺激需要货币增长和题材的双重刺激；**

- 但问题是，**我们这种预期有可能会有错，即我们低估了决策层对经济失速的担忧、高估了其对通胀的担忧。**在这种情况下，行情会比我们预想的好，而高弹性的子行业表现也会比防守型行业来的好；
- 在以上的两种情况之外，由于现在 A 股小公司的估值相对较高，因而有很多主要由小公司组成的子行业整体显示出高估。除非出现天量货币再度刺激，否则这些公司仍然难以获得超额收益：**这并不是说他们没有行业安全边际，而是它们的行业安全边际不足以支撑相对的高估值。**

下面，我们将对着三类细分行业中的典型代表做一些评述。需要指出的是，限于篇幅，我们并没有分析所有的行业，仅就特别符合这三个类别的行业进行了一些梳理。

估值和行业基本面有保障的细分行业

银行

作为 2011 年表现最好的板块之一，A 股的综合性银行板块在估值方面仍然比较占优，即使从股息率（DY Dividend Yield）方面来说也是如此：截止 2011 年 12 月 29 日更新的数据，A 股的综合性银行股息率高达 3.9%，和美国市场持平，与日本市场也相差无几。在杠杆率方面，A 股的银行也还算中性。另一方面，A 股的银行股当前在盈利能力方面平均高出美、日同类公司 100%以上（**需要指出的是，由于美、日市场均有近万家上市公司，考虑到彭博机的下载流量，我们在每个市场只选取了前 3000 大市值的公司进行统计，这可能导致某些细分行业数据不全。同时，以下的图表均来自我们的 CCS 系统。该系统使用 GICS 分类，在拓展了全球视野的同时，也不可避免的降低了分类的精度和及时性，因此会造成一定的误差。**）。

不过，A 股银行主要的问题在于贷款与地方政府投资、地方融资平台和房地产市场有太多的联系，而如果宏观经济得不到有效的救治，则这些联系必然拖累 A 股银行股的表现。这也是在 2012 年银行股最大的黑天鹅 - **这在某种意义上也意味着，银行板块在事实上兼具第一类和第二类行业的一些特性。**

一个很有意思的事情是，我们在日本和美国市场都看到近百家的区域性上市银行。从估值方面看，他们并没有比综合性银行取得更低（反而是更高）的估值，不过在分红方面普遍不如综合性银行。未来我们也许能在 A 股看到类似的现象。不过，考虑到区域性银行和地方政府更紧密的联系，这或许导致它们在未来几年会受到更多的不良贷款干扰。

图表 160: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 银行

CHINA		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
银行	综合性银行	13	55,606	2,453	-1.6%	6.9	1.5	0.1	1.8	26.9%	3.9%	1.3%	21.8%	26.5%	17.0
	区域性银行	3	1,102	49	-17.1%	7.6	1.4	0.1	1.8	16.3%	2.1%	1.2%	18.7%	23.6%	15.7
	互助储蓄银行与抵押信贷	37	381	17	-14.0%	-204.9	0.9	0.1	2.1	-833.8%	4.1%	-0.1%	-0.5%	-1.0%	7.7
UNITED STATES		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
银行	综合性银行	38	12,733	578	-18.3%	10.4	0.8	0.1	1.2	41.0%	3.9%	0.5%	8.1%	11.9%	16.0
	区域性银行	120	2,079	94	-9.3%	13.4	0.9	0.1	1.8	30.6%	2.3%	0.8%	6.7%	13.1%	8.6
	互助储蓄银行与抵押信贷	37	381	17	-14.0%	-204.9	0.9	0.1	2.1	-833.8%	4.1%	-0.1%	-0.5%	-1.0%	7.7
JAPAN		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
银行	综合性银行	5	113,502	428	-23.6%	6.3	0.4	0.0	1.1	27.7%	4.4%	0.3%	6.9%	17.3%	20.2
	区域性银行	87	89,042	336	-5.7%	10.3	0.5	0.0	1.3	25.4%	2.5%	0.3%	4.9%	12.5%	19.7
	互助储蓄银行与抵押信贷	1	89	0	-6.5%	4.7	0.4	0.2	1.7	17.4%	3.7%	3.6%	9.5%	35.4%	2.6

资料来源: 信达证券, Bloomberg

保险

保险行业是金融行业中另一个估值合理、盈利状况优良的板块。由于几乎没有受到次贷的影响, A 股的保险股在盈利能力上表现十分优异, 同时分红率也不输于美、日保险公司。

考虑到该行业未来更强的拓展空间和与贷款、房地产问题较少的牵连, 我们觉得保险行业在某种意义上来说, 风险收益比甚至超过银行板块。

此外可以看到, 美国的上市保险公司远超于 A 股, 不过所占的全市场市值份额并不比 A 股更大, 这也就意味着其竞争较 A 股保险公司为充分。不过, 日本的保险类上市公司并不多, 主要是由于日本采取大银行的金融模式所导致。

图表 161: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 保险

CHINA		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
保险	互助储蓄银行与抵押信贷	0	0	0											
	人寿与健康保险	2	7,661	338	-25.6%	15.6	2.3	0.3	1.2	47.5%	3.0%	1.9%	15.0%	7.8%	7.9
	多元化保险	1	1,594	70	-16.6%	18.6	2.0	0.3	1.1	31.0%	1.7%	1.8%	10.5%	6.1%	5.8

资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 162: GICS 细分行业市场数据（灰色为强于当地市场中值水平，Change 统计 2011 年股价变动）：保险

UNITED STATES		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
保险	互助储蓄银行与抵押贷款	9	473	21	11.2%	17.8	2.2	0.7	1.5	38.1%	2.1%	3.9%	12.6%	8.4%	3.2
	人寿与健康保险	25	2,492	113	-26.2%	9.0	0.9	0.1	0.6	27.6%	3.1%	0.7%	10.2%	6.4%	13.6
	多元化保险	11	947	43	-31.8%	7.0	0.4	0.1	0.4	10.0%	1.4%	0.7%	6.2%	6.3%	8.6
	财产与意外伤害保险	45	3,615	164	0.9%	16.1	1.0	0.3	1.1	22.6%	1.4%	2.0%	6.4%	6.8%	3.3
	再保险	15	378	17	3.8%	45.2	0.8	0.2	1.0	132.0%	2.9%	0.5%	1.7%	2.3%	3.2
JAPAN		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
保险	互助储蓄银行与抵押贷款	0	0	0											
	人寿与健康保险	4	17,353	65	-34.9%	28.1	1.1	0.0	0.3	52.2%	1.9%	0.1%	3.7%	1.0%	31.3
	多元化保险	0	0	0											
	财产与意外伤害保险	4	29,019	109	-29.5%	-69.2	0.6	0.1	0.3	-247.6%	3.6%	-0.1%	-0.9%	-0.4%	8.0
	再保险	0	0	0											

资料来源：信达证券，Bloomberg

运输

被 A 股投资者忘记的差不多的运输行业或许也是一个不错的选择，不论从 PE、PB、DY（股息率）还是 RoE、RoA 的角度，A 股的运输行业都不教其海外同类行业逊色。

另一方面，一些如航空公司的 A 股公司还有政策性的保障，这在美国市场是难以企及的。与此形成对比的是，在三个比较市场中，A 股的交通运输板块在 2011 年的表现最差。

一个需要注意的小细节是，**A 股有近 20 家公路公司，而美国、日本在我们的统计口径里则完全没有**。同时，**A 股的公路股的 Profit Margin 在 A 股和所有美、日市场细分板块中排名第一，达到 30.7%**。对中国高速公路收费价格及收费权未来的发展方向，这也许是一个需要注意的事实。

图表 163: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 运输

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
运输	航空货运与物流	8	209	9	-38.9%	19.8	1.6	0.9	0.6	18.8%	1.0%	4.5%	8.1%	3.3%	1.8
	航空公司	4	1,710	75	-50.3%	6.4	1.7	0.4	0.6	0.0%	0.0%	6.1%	26.5%	9.8%	4.4
	海运	12	1,175	52	-43.4%	28.6	0.9	0.4	0.8	11.3%	0.4%	1.4%	3.1%	2.7%	2.2
	铁路	4	1,464	65	-3.5%	10.3	1.7	1.1	2.2	31.9%	3.1%	10.5%	16.8%	21.5%	1.6
	陆运	11	384	17	-23.1%	20.6	1.9	1.1	2.2	28.2%	1.4%	5.5%	9.2%	10.5%	1.7
	机场服务	5	435	19	-14.4%	13.6	1.5	1.1	3.8	10.7%	0.8%	8.3%	10.8%	27.9%	1.3
	公路与铁路	18	1,224	54	-26.3%	10.3	1.2	0.6	3.2	31.9%	3.1%	5.9%	11.3%	30.7%	1.9
	海港与服务	17	1,611	71	-28.3%	13.3	1.3	0.8	1.9	22.8%	1.7%	5.9%	10.1%	14.4%	1.7
	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
运输	航空货运与物流	10	1,227	56	-3.9%	17.6	4.2	1.7	1.0	32.0%	1.8%	9.7%	24.0%	5.8%	2.5
	航空公司	19	642	29	-21.0%	19.0	2.4	0.3	0.3	33.9%	1.8%	1.5%	12.4%	1.8%	8.1
	海运	11	101	5	7.7%	13.8	0.7	0.3	1.3	21.4%	1.5%	2.2%	5.3%	9.5%	2.4
	铁路	9	1,558	71	13.2%	15.0	2.5	1.0	2.6	21.6%	1.4%	6.8%	17.0%	17.1%	2.5
	陆运	21	319	14	-0.1%	20.3	3.0	0.6	0.6	30.0%	1.5%	2.8%	14.6%	3.1%	5.2
	机场服务	4	54	2	1.5%	17.2	1.2	0.8	2.8	54.1%	3.1%	4.6%	6.7%	16.5%	1.5
	公路与铁路	0	0	0											
	海港与服务	1	2	0	-60.8%	-24.0	0.4	0.1	0.0	-23.3%	1.0%	-0.6%	-1.7%	-0.1%	2.8
	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
运输	航空货运与物流	10	8,320	31	14.8%	18.3	1.1	0.6	0.4	31.5%	1.7%	3.2%	5.8%	2.1%	1.8
	航空公司	2	6,219	23	-28.0%	15.2	1.1	0.3	0.4	1.7%	0.1%	2.1%	7.5%	2.8%	3.6
	海运	18	9,351	35	-42.3%	153.5	0.5	0.2	0.2	488.8%	3.2%	0.1%	0.3%	0.1%	2.8
	铁路	19	79,349	299	-1.2%	22.4	1.2	0.3	0.7	35.3%	1.6%	1.2%	5.4%	3.1%	4.5
	陆运	39	12,021	45	-3.0%	13.5	0.6	0.3	0.2	32.8%	2.4%	2.0%	4.5%	1.7%	2.2
	机场服务	2	871	3	-19.9%	-82.8	0.8	0.4	0.6	-88.2%	1.1%	-0.5%	-1.0%	-0.7%	1.9
	公路与铁路	0	0	0											
	海港与服务	14	5,259	20	-8.0%	13.6	0.6	0.4	0.5	25.4%	1.9%	2.6%	4.7%	3.6%	1.8

资料来源: 信达证券, Bloomberg

估值低、行业基本面一般, 但在政策超预期放宽的情况下有弹性的细分行业

综合金融

总的来说, 综合金融是一个相对来说比较奇怪的行业 (在 A 股主要由券商板块组成), 其发展的程度直接关乎当地的监管框架和金融制度设计, 而与很多自然的条件, 如资源的储量、工业的生产力没有太大的关系: 这直接导致这类公司比较难以进行跨市场的类比。

从 A 股的历史来看, 券商板块的盈利能力与股市的景气度有绝高的关联度。从估值来说, 现在券商板块处于历史低位, 但这并不能直接成为看好这个板块的理由: 很多其它的板块也处于同样的位置。

综合来看，我们倾向于认为券商板块在 2012 年的表现会和市场表现直接相关，其超额收益是否能够产生取决于市场能否展开足够持久的反弹：而这又和货币政策的取向相关：如果 / 除非货币政策超预期，那么券商板块会是一个不错的选择。

在跨市场方面，我们可以看到，A 股的综合金融板块相较美、日市场非常单一，这主要是由于本地的监管框架和经济发展的成熟度决定的。随着小额贷款公司等金融领域的逐步打开，**金融产品多元化和行业覆盖度可能会持续性的成为选择这个行业龙头公司的重要依据。不过，考虑到中国的特殊监管环境，在业务创新的问题上，“想不想”和“能不能、允许不允许”同样重要。**

可以看到，这种创新环境的缺失同样也体现在 A 股券商股的分红比率（Dividend Ratio）上：其 TTM 的分红比率高达 47.3%，**居三个市场所有细分行业榜首。**

图表 164：GICS 细分行业市场数据（灰色为强于当地市场中值水平，Change 统计 2011 年股价变动）：综合金融

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
综合金融	其它综合性金融服务	0	0	0											
	多领域控股	0	0	0											
	特殊金融服务	0	0	0											
	消费信贷	0	0	0											
	资产管理与托管银行	1	62	3		54.6	17.2	9.0	15.9	0.0%	0.0%	16.4%	31.4%	29.1%	1.9
	投资银行业与经纪业	15	3,652	161	-33.3%	19.7	1.8	0.6	6.1	47.3%	2.4%	2.9%	9.1%	30.7%	3.2
	综合性资本市场	1	203	9	-42.5%	25.8	2.3	0.7	7.2	0.0%	0.0%	2.6%	9.0%	27.8%	3.5
	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
综合金融	其它综合性金融服务	5	2,900	132	-35.1%	7.7	0.4	0.0	0.7	9.1%	1.2%	0.5%	5.8%	9.1%	12.4
	多领域控股	2	60	3	-23.2%	3.8	0.8	0.6	3.6	3.9%	1.0%	15.4%	20.5%	93.3%	1.3
	特殊金融服务	14	544	25	-4.9%	13.6	1.3	0.4	2.6	20.6%	1.5%	2.8%	9.3%	18.9%	3.3
	消费信贷	14	1,052	48	11.0%	8.7	1.7	0.2	1.5	16.0%	1.8%	1.9%	19.9%	16.8%	10.8
	资产管理与托管银行	49	1,804	82	-15.3%	11.7	1.2	0.2	2.3	27.8%	2.4%	1.7%	10.4%	19.4%	6.3
	投资银行业与经纪业	26	1,318	60	-39.3%	10.0	0.7	0.1	1.0	28.1%	2.8%	0.5%	6.6%	10.1%	12.1
	综合性资本市场	4	1,072	49	-31.7%	6.5	0.6	0.0	0.6	20.2%	3.1%	0.3%	9.6%	9.5%	29.6
	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
综合金融	其它综合性金融服务	2	6,990	26	-20.4%	8.9	0.5	0.1	1.6	17.9%	2.0%	0.9%	5.7%	17.6%	6.2
	多领域控股	2	96	0	-11.1%	62.2	2.7	0.3	0.3	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	0.5%	8.3
	特殊金融服务	15	8,052	30	-1.4%	8.0	0.7	0.0	2.1	17.7%	2.2%	0.6%	9.2%	26.6%	15.5
	消费信贷	13	13,017	49	23.1%	-3.3	0.8	0.1	0.9	-5.0%	1.5%	-2.4%	-23.5%	-26.4%	9.8
	资产管理与托管银行	7	2,389	9	-42.1%	-130.1	0.4	0.1	1.3	-216.8%	1.7%	-0.1%	-0.3%	-1.0%	2.7
	投资银行业与经纪业	25	17,543	66	-44.1%	-30.5	0.5	0.0	0.8	-114.8%	3.8%	-0.1%	-1.5%	-2.5%	15.1
	综合性资本市场	0	0	0											

资料来源：信达证券，Bloomberg

房地产

和美国和日本市场相比，A 股的房地产公司多如牛毛，这反应了内地过去 10 年的房地产大牛市。从估值来看，**A 股的房地产公司相交之下并不便宜** - 特别是在考虑到房地产利润滞后于销售的情况下更是如此。

就整个行业来说，大部分 A 股的房地产公司在过去 10 年中所做的主要是扩张、而非增强其抗周期的能力：毕竟在一个大牛市中多进行抗周期的准备是难以为大部分股东所接受的 - 这从 A 股公司相对很低的 DR（Dividend Ratio 分红比例）上也可以看到。反之，大部分的房地产企业为了扩张，牺牲了一部分抗周期的能力。

房地产 2012 年唯一的看点在于货币政策和房地产政策的双重转向。而且，相较于券商板块在相对宽松的货币政策下也许就会取得阶段性的超额收益，房地产板块不但需要更强的货币政策配合，也需要房地产政策的超出预期的转向。至少从现在的时点看，随着房产税改革的渐行渐近，这种预期看起来可能性并不是太大。

图表 165: GICS 细分行业市场数据（灰色为强于当地市场中值水平，Change 统计 2011 年股价变动）：房地产

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
房地产	多样化房地产活动	46	2,016	89	-29.5%	18.3	2.0	0.7	3.5	12.9%	0.7%	3.8%	10.7%	18.9%	2.8
	房地产经营公司	7	335	15	-9.4%	28.0	3.1	1.5	1.7	28.6%	1.0%	5.3%	10.9%	6.2%	2.0
	房地产开发	77	4,503	199	-17.3%	11.4	1.5	0.4	1.9	6.1%	0.5%	3.7%	13.1%	17.1%	3.5
	房地产服务	1	36	2	-46.3%	15.1	3.0	2.3	2.4	15.4%	1.0%	15.0%	19.6%	15.7%	1.3
	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
房地产	多样化房地产活动	3	187	8	-18.5%	7.6	0.6	0.2	1.1	15.1%	2.0%	3.1%	8.1%	15.0%	2.6
	房地产经营公司	5	124	6	-7.9%	4.9	0.8	0.3	3.6	17.4%	3.6%	7.0%	17.3%	72.5%	2.5
	房地产开发	2	22	1	-19.6%	15.4	0.8	0.6	6.4	0.0%	0.0%	3.8%	5.3%	41.4%	1.4
	房地产服务	7	108	5	-17.4%	-73.7	1.8	0.8	0.9	-36.5%	0.5%	-1.1%	-2.5%	-1.2%	2.2
	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
房地产	多样化房地产活动	36	50,461	190	-18.9%	18.7	1.0	0.3	0.6	35.4%	1.9%	1.4%	5.3%	3.3%	3.8
	房地产经营公司	12	8,779	33	-7.5%	16.4	1.0	0.3	1.8	26.0%	1.6%	1.9%	6.4%	11.0%	3.3
	房地产开发	8	1,311	5	-21.6%	7.2	0.6	0.2	0.3	12.1%	1.7%	3.0%	7.7%	4.3%	2.6
	房地产服务	9	1,600	6	-11.9%	10.0	1.4	0.7	0.6	27.8%	2.8%	6.6%	13.7%	6.4%	2.1

资料来源：信达证券，Bloomberg

资本品

资本品行业则代表了另一种情况：**A 股公司的盈利能力普遍不如美国公司（净利润率、RoA 等），而估值、特别是 PB 估值又较日本的公司为高。**当然，我们也可以说 A 股公司的盈利能力较日本公司为高、估值较美国公司便宜。

考虑到大部分资本品行业公司和宏观经济、尤其是投资的高关联性，这种板块一般适合在 PE 极高、PB 极低的时候、也就是景气度最差的时候进行投资。从现在来看，情况似乎还没有到最差。不过，如果货币政策超出意外的转向，资本品行业也许是一个不错的高弹性标的。需要注意的是，**在这里需要明确区分“估值过低、超跌产生的反弹”政**

策超预期导致的反弹” - 对大部分其它处于第二类分类的子行业来说也都是如此。

与资本品行业类似的一个行业是汽车行业。

图表 166: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 资本品

资本品	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
	航天航空与国防	10	831	37	-29.4%	60.8	2.9	1.6	2.6	33.2%	0.5%	2.6%	4.8%	4.3%	1.8
	建筑产品	23	633	28	2.3%	42.4	2.8	1.3	1.8	15.3%	0.4%	3.2%	6.5%	4.3%	2.1
	建筑与工程	49	4,880	215	-28.5%	12.5	1.2	0.3	0.3	19.1%	1.5%	2.2%	10.0%	2.1%	4.6
	电气部件与设备	83	3,076	136	-38.6%	26.4	2.8	1.6	2.0	14.4%	0.5%	5.9%	10.6%	7.5%	1.8
	重型电气设备	35	3,433	151	-34.6%	21.1	2.9	1.0	1.7	19.7%	0.9%	4.7%	13.5%	8.2%	2.9
	工业集团企业	13	586	26	-30.7%	24.5	2.5	1.0	2.9	3.5%	0.1%	4.0%	10.2%	11.7%	2.5
	建筑、农用机械与重型卡车	54	6,184	273	-31.5%	13.0	2.4	0.9	1.0	10.4%	0.8%	7.1%	18.3%	7.7%	2.6
	工业机械	127	4,536	200	-39.1%	23.8	2.4	1.2	1.7	12.1%	0.5%	5.1%	10.3%	7.0%	2.0
贸易公司与经销商	36	1,652	73	-29.9%	16.0	2.1	0.6	0.3	11.1%	0.7%	3.8%	12.9%	1.7%	3.4	
资本品	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
	航天航空与国防	43	3,504	159	6.8%	12.8	2.8	0.9	0.9	26.5%	2.1%	6.7%	22.1%	7.0%	3.3
	建筑产品	16	194	9	-12.4%	-24.2	1.6	0.6	0.6	-127.0%	5.3%	-2.4%	-6.6%	-2.5%	2.7
	建筑与工程	25	397	18	-11.8%	18.8	1.5	0.6	0.4	9.7%	0.5%	3.3%	7.8%	2.1%	2.4
	电气部件与设备	29	1,112	50	-6.8%	16.6	2.7	1.3	1.4	27.5%	1.7%	7.8%	16.5%	8.3%	2.1
	重型电气设备	7	473	21	-16.5%	14.2	2.7	1.1	1.1	36.8%	2.6%	8.1%	19.3%	8.0%	2.4
	工业集团企业	11	4,116	187	-5.5%	13.2	1.7	0.4	1.2	33.8%	2.6%	3.1%	13.3%	8.8%	4.3
	建筑、农用机械与重型卡车	36	1,693	77	-10.5%	11.3	2.9	0.7	0.8	16.9%	1.5%	6.2%	25.5%	6.8%	4.1
	工业机械	56	1,667	76	-4.4%	13.7	2.0	0.9	1.0	23.8%	1.7%	6.9%	14.5%	7.4%	2.1
贸易公司与经销商	26	551	25	28.7%	20.9	3.1	1.0	1.3	29.2%	1.4%	4.9%	15.0%	6.2%	3.1	
资本品	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
	航天航空与国防	2	358	1	5.5%	3.5	0.8	0.3	0.3	3.4%	1.0%	7.4%	23.4%	9.2%	3.2
	建筑产品	61	30,528	115	-13.9%	12.4	0.8	0.4	0.4	30.3%	2.4%	3.0%	6.8%	3.3%	2.2
	建筑与工程	130	41,873	158	5.7%	15.4	0.7	0.2	0.2	31.9%	2.1%	1.5%	4.2%	1.6%	2.8
	电气部件与设备	57	32,146	121	-17.4%	24.1	0.9	0.4	0.4	42.0%	1.7%	1.8%	3.6%	1.8%	2.1
	重型电气设备	8	16,836	63	-14.2%	12.6	1.3	0.5	0.4	16.6%	1.3%	3.6%	10.5%	3.3%	2.9
	工业集团企业	11	4,093	15	-0.6%	15.7	0.9	0.3	0.5	24.2%	1.5%	1.7%	5.5%	3.0%	3.2
	建筑、农用机械与重型卡车	30	36,752	139	-19.9%	13.5	1.2	0.5	0.5	21.4%	1.6%	3.6%	8.6%	4.0%	2.4
	工业机械	181	112,981	426	-10.3%	14.6	1.1	0.5	0.7	20.0%	1.4%	3.5%	7.5%	4.5%	2.1
贸易公司与经销商	109	103,124	389	-10.8%	6.1	0.7	0.2	0.2	16.9%	2.8%	3.3%	12.2%	3.4%	3.7	

资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 167: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 汽车

CHINA		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
汽车与汽车零部件	机动车零配件与设备	50	1,803	80	-33.2%	14.8	2.2	1.2	1.1	11.0%	0.7%	7.8%	14.6%	7.6%	1.9
	轮胎与橡胶	10	290	13	-36.0%	27.3	2.4	0.8	0.6	11.5%	0.4%	2.8%	8.8%	2.2%	3.1
	汽车制造商	15	2,922	129	-18.1%	10.9	1.8	0.7	0.5	9.5%	0.9%	6.1%	16.6%	4.3%	2.7
	摩托车制造商	5	188	8	-37.8%	-114.2	3.6	1.5	2.0	-15.3%	0.1%	-1.3%	-3.2%	-1.8%	2.4
UNITED STATES		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
汽车与汽车零部件	机动车零配件与设备	23	644	29	-22.0%	8.6	1.7	0.6	0.4	10.0%	1.2%	7.3%	19.7%	4.7%	2.7
	轮胎与橡胶	2	43	2	6.0%	18.9	2.0	0.2	0.2	11.4%	0.6%	1.3%	10.7%	0.9%	8.5
	汽车制造商	8	2,491	113	-26.0%	10.5	1.1	0.3	0.4	19.1%	1.8%	2.9%	10.4%	3.8%	3.6
	摩托车制造商	1	89	4	11.6%	19.9	4.0	0.9	1.7	21.1%	1.1%	4.7%	20.2%	8.6%	4.3
JAPAN		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
汽车与汽车零部件	机动车零配件与设备	111	72,051	272	-18.9%	15.5	0.7	0.4	0.3	27.9%	1.8%	2.4%	4.8%	2.2%	2.0
	轮胎与橡胶	10	19,117	72	12.2%	13.0	1.1	0.5	0.4	15.7%	1.2%	3.5%	8.7%	3.3%	2.5
	汽车制造商	9	192,379	725	-18.4%	23.3	0.9	0.3	0.4	34.6%	1.5%	1.4%	3.8%	1.8%	2.8
	摩托车制造商	1	3,389	13	-25.2%	14.4	1.1	0.3	0.3	0.0%	0.0%	2.4%	7.6%	1.8%	3.1

资料来源: 信达证券, Bloomberg

行业基本面不足以支撑相对高估值的细分行业

医疗与制药

从概念来说, 医疗与制药行业应该属于两个兼具消费和防御特质的板块, 在美国和日本两个市场我们看到的情况也确实如此, 在动荡的 2011 年都给这两个市场的投资者带来了至少还算防御的回报。

但在 A 股, 情况则完全不同。其实, 无论从盈利能力、估值、还是分红来看, A 股的医疗制药行业都处于相对劣势, 唯一可以期待的似乎只有增速。但问题是, 在新医改下, 行业的增速真的能够与盈利能力增加并存, 并维持行业的高估值吗?

图表 168: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 医疗与制药

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
医疗保健设备与服务	医疗保健设备	8	382	17	-35.5%	37.2	6.5	4.7	6.7	18.7%	0.5%	12.7%	17.5%	18.1%	1.4
	医疗保健用品	2	40	2	-29.1%	25.8	1.9	1.4	2.3	16.1%	0.6%	5.2%	7.4%	8.9%	1.4
	保健护理产品经销商	12	438	19	-41.4%	36.3	4.3	1.3	0.7	81.2%	2.2%	3.5%	11.8%	2.0%	3.4
	保健护理服务	1	33	1	3.5%	51.0	12.6	11.0	11.3	0.0%	0.0%	21.5%	24.7%	22.1%	1.1
	保健护理机构	1	103	5	-12.8%	61.5	7.8	6.4	8.5	28.0%	0.5%	10.3%	12.7%	13.9%	1.2
	管理型保健护理	0	0	0											
	医疗保健技术	0	0	0											
制药、生物科技和生命科学	生物科技	16	689	30	-36.7%	25.6	4.9	3.0	5.5	14.2%	0.6%	11.8%	19.1%	21.7%	1.6
	制药	122	6,913	305	-27.7%	24.9	3.7	2.3	2.9	18.2%	0.7%	9.1%	14.7%	11.7%	1.6
	生命科学工具和服务	1	15	1	-32.2%	52.6	2.6	2.3	9.2	0.0%	0.0%	4.5%	4.9%	17.5%	1.1
	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
医疗保健设备与服务	医疗保健设备	63	2,574	117	1.9%	16.1	2.5	1.4	2.2	19.7%	1.2%	8.6%	15.8%	13.9%	1.8
	医疗保健用品	16	201	9	5.6%	-207.2	2.1	1.2	2.1	-109.2%	0.5%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	1.8
	保健护理产品经销商	10	559	25	7.4%	15.5	2.5	0.7	0.2	18.2%	1.2%	4.4%	15.8%	1.1%	3.6
	保健护理服务	30	1,133	51	1.6%	22.2	3.1	1.2	0.6	7.7%	0.3%	5.6%	14.1%	2.9%	2.5
	保健护理机构	24	329	15	-15.7%	10.4	4.9	0.4	0.3	152.4%	14.6%	3.4%	46.6%	3.2%	13.6
	管理型保健护理	15	1,409	64	37.6%	9.9	1.6	0.6	0.5	4.4%	0.4%	5.9%	16.5%	4.6%	2.8
	医疗保健技术	13	248	11	20.7%	46.3	4.7	2.6	2.5	9.4%	0.2%	5.7%	10.1%	5.4%	1.8
制药、生物科技和生命科学	生物科技	92	2,413	110	43.3%	45.0	4.4	2.4	5.3	3.1%	0.1%	5.3%	9.8%	11.9%	1.9
	制药	51	13,233	601	15.5%	16.0	2.7	1.3	2.5	54.6%	3.4%	8.2%	16.6%	15.9%	2.0
	生命科学工具和服务	25	767	35	-16.9%	17.6	1.9	1.1	1.8	3.8%	0.2%	6.3%	10.7%	10.2%	1.7
	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
医疗保健设备与服务	医疗保健设备	16	15,480	58	-21.2%	36.1	1.7	0.7	0.8	55.3%	1.5%	1.9%	4.6%	2.2%	2.5
	医疗保健用品	14	3,183	12	-7.8%	17.1	0.8	0.4	0.7	52.1%	3.0%	2.2%	4.9%	3.9%	2.3
	保健护理产品经销商	24	9,040	34	-0.9%	26.1	0.7	0.2	0.1	61.9%	2.4%	0.7%	2.7%	0.4%	3.7
	保健护理服务	13	3,304	12	4.3%	13.7	1.3	0.7	0.4	22.5%	1.6%	4.8%	9.2%	3.2%	1.9
	保健护理机构	5	737	3	24.5%	9.9	2.3	0.8	0.6	13.1%	1.3%	8.3%	23.5%	5.8%	2.8
	管理型保健护理	0	0	0											
	医疗保健技术	3	1,991	8	70.1%	35.0	8.2	6.0	6.6	23.0%	0.7%	17.1%	23.5%	19.0%	1.4
制药、生物科技和生命科学	生物科技	10	1,191	4	-19.7%	-14.8	1.6	1.4	4.6	0.0%	0.0%	-9.3%	-10.9%	-31.0%	1.2
	制药	39	123,445	465	-1.1%	15.3	1.3	0.9	1.5	51.7%	3.4%	5.8%	8.3%	9.5%	1.4
	生命科学工具和服务	11	848	3	-5.5%	44.5	1.3	0.6	0.7	93.8%	2.1%	1.3%	2.9%	1.6%	2.1

资料来源: 信达证券, Bloomberg

公用事业

虽然 2011 年表现有够差，但公用事业板块在 A 股的估值与国际市场比仍然偏高。A 股的公用事业公司的 PB 平均高达 2 - 3 倍，PE 则在 20 到 30 倍之间，同时分红率则只有 1%不到。

相比之下，美国的同类行业分红率高达 3%到 5%（**事实上，公用事业本来就是一个以高分红取胜的行业**），PB 一般不超过 1.5 倍，日本市场也大致在这个水平。

从这个角度看，公用事业行业在 A 股的上市公司其实和高速公路板块有一些类似，即在政府的帮助下将国外的准公益行业做成了垄断盈利行业（在三个市场中，整个公用事业细分板块只有两个子行业 RoA 超过 5%，全部集中在 A 股），**未来这类公司的发展和盈利能力将在极大程度上受政策变数的影响**（还记得中石油和中石化要变成公用事业公司的说法吗）。

图表 169：GICS 细分行业市场数据（灰色为强于当地市场中值水平，Change 统计 2011 年股价变动）：公用事业

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
公用事业	电力公用事业	14	398	18	-24.2%	31.7	2.7	0.9	1.9	13.4%	0.4%	2.7%	8.6%	5.9%	3.1
	燃气公用事业	2	221	10	-16.8%	24.1	3.2	1.3	2.0	9.5%	0.4%	5.5%	13.1%	8.2%	2.4
	复合型公用事业	4	73	3	-36.5%	-77.1	3.5	1.3	2.2	-20.7%	0.3%	-1.7%	-4.5%	-2.9%	2.7
	水公用事业	18	1,072	47	-28.0%	18.6	2.0	1.1	5.6	26.4%	1.4%	5.8%	10.6%	29.9%	1.8
	独立电力生产商与能源贸易商	35	4,927	217	-13.5%	23.6	1.3	0.4	1.0	39.5%	1.7%	1.5%	5.5%	4.3%	3.6
	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
公用事业	电力公用事业	41	3,299	150	16.2%	15.0	1.2	0.4	1.3	67.4%	4.5%	2.8%	8.3%	8.5%	2.9
	燃气公用事业	16	418	19	21.6%	19.5	2.1	0.6	1.0	65.4%	3.4%	3.3%	10.6%	5.0%	3.2
	复合型公用事业	26	2,346	107	17.2%	13.5	1.6	0.4	1.1	54.2%	4.0%	3.1%	12.0%	7.9%	3.8
	水公用事业	7	170	8	11.2%	12.6	1.4	0.5	1.5	38.8%	3.1%	3.7%	10.9%	11.8%	2.9
	独立电力生产商与能源贸易商	10	553	25	1.6%	39.8	1.1	0.3	0.8	99.9%	2.5%	0.9%	2.7%	2.0%	3.1
	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
公用事业	电力公用事业	11	48,723	184	-34.4%	-2.4	0.5	0.1	0.3	-14.2%	5.9%	-4.7%	-22.6%	-12.4%	4.8
	燃气公用事业	15	20,236	76	3.0%	16.2	1.0	0.4	0.5	41.4%	2.5%	2.7%	5.9%	3.2%	2.2
	复合型公用事业	0	0	0											
	水公用事业	0	0	0											
	独立电力生产商与能源贸易商	1	3,348	13	-18.8%	12.8	0.8	0.2	0.5	40.0%	3.1%	1.3%	6.3%	4.0%	4.9

资料来源：信达证券，Bloomberg

其它行业

此外还有一些行业，我们认为其也或多或少属于第三类的范畴。鉴于它们属于这个范畴的原因大同小异，即行业基本难以支撑相对高估值（*从很大程度上来说，它们一同受到了小股票泡沫的影响*），我们在这里也就不再详述，只将一些数据罗列于下，以供参考。

图表 170: GICS 细分行业市场数据（灰色为强于当地市场中值水平，Change 统计 2011 年股价变动）：食品饮料

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
食品、饮料与烟草	啤酒酿造商	8	905	40	-20.9%	29.3	3.3	2.0	2.3	18.9%	0.6%	6.7%	11.3%	7.8%	1.7
	酿酒商与葡萄酒商	19	6,347	280	4.0%	28.6	9.5	6.2	9.6	17.3%	0.6%	21.6%	33.2%	33.4%	1.5
	软饮料	2	18	1	-29.5%	30.1	4.8	2.7	6.3	0.0%	0.0%	9.1%	16.0%	21.1%	1.8
	农产品	29	1,395	62	-26.7%	47.1	4.1	1.8	1.7	22.9%	0.5%	3.9%	8.8%	3.6%	2.3
	包装食品与肉类	67	3,271	144	-24.8%	38.9	4.0	1.9	1.7	21.7%	0.6%	4.9%	10.3%	4.4%	2.1
	烟草	0	0	0											
	UNITED STATES	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
食品、饮料与烟草	啤酒酿造商	5	2,085	95	12.0%	19.5	3.3	1.3	3.5	47.9%	2.5%	6.9%	17.0%	18.0%	2.5
	酿酒商与葡萄酒商	6	716	33	17.0%	21.1	4.3	1.5	3.1	55.2%	2.6%	7.2%	20.5%	14.6%	2.9
	软饮料	14	3,216	146	9.6%	14.3	4.1	1.7	2.0	36.3%	2.5%	11.7%	29.0%	14.3%	2.5
	农产品	9	379	17	-5.7%	8.1	0.9	0.4	0.2	17.2%	2.1%	5.1%	11.3%	2.8%	2.2
	包装食品与肉类	44	3,774	171	15.4%	19.5	3.1	1.2	1.1	49.9%	2.6%	5.9%	15.7%	5.8%	2.7
	烟草	9	3,336	151	34.0%	17.1	10.1	2.4	3.8	64.1%	3.7%	13.8%	59.1%	22.0%	4.3
	JAPAN	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
食品、饮料与烟草	啤酒酿造商	3	18,270	69	-5.2%	21.6	1.0	0.4	0.5	42.2%	1.9%	1.9%	4.5%	2.1%	2.4
	酿酒商与葡萄酒商	3	1,431	5	2.5%	27.2	0.9	0.5	0.5	53.0%	1.9%	1.8%	3.4%	1.8%	1.8
	软饮料	6	3,661	14	-4.4%	15.4	0.7	0.5	0.3	52.3%	3.4%	3.0%	4.6%	2.0%	1.5
	农产品	6	1,466	6	-7.3%	30.7	0.9	0.5	0.5	80.0%	2.6%	1.6%	2.8%	1.5%	1.7
	包装食品与肉类	109	54,250	205	1.6%	21.0	0.9	0.5	0.3	39.7%	1.9%	2.3%	4.5%	1.6%	2.0
	烟草	1	36,500	138	24.4%	23.0	2.3	1.0	1.5	35.0%	1.5%	4.4%	10.0%	6.5%	2.2

资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 171: GICS 细分行业市场数据（灰色为强于当地市场中值水平，Change 统计 2011 年股价变动）：软件与服务

CHINA		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
软件与服务	互联网软件与服务	11	478	21	-30.3%	38.0	4.0	3.3	13.0	14.6%	0.4%	8.7%	10.5%	34.1%	1.2
	信息科技咨询与其它服务	22	669	29	-30.4%	43.1	3.6	2.2	2.6	11.9%	0.3%	5.2%	8.4%	6.0%	1.6
	数据处理与外包服务	1	23	1	-44.7%	37.5	3.5	2.7	5.1	46.6%	1.2%	7.1%	9.2%	13.6%	1.3
	应用软件	27	1,150	51	-34.0%	36.5	4.6	3.2	4.6	36.4%	1.0%	8.7%	12.5%	12.6%	1.4
	系统软件	6	354	16	-32.5%	25.4	3.5	2.8	2.8	4.8%	0.2%	11.1%	13.8%	10.9%	1.2
	家庭娱乐软件	2	25	1	-42.1%	46.9	2.6	2.5	13.7	49.9%	1.1%	5.2%	5.5%	29.3%	1.1
UNITED STATES		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
软件与服务	互联网软件与服务	75	4,040	183	8.0%	26.5	3.9	2.8	4.9	4.6%	0.2%	10.7%	14.6%	18.5%	1.4
	信息科技咨询与其它服务	30	3,694	168	11.6%	15.3	6.4	2.0	1.8	22.2%	1.4%	13.0%	41.5%	12.0%	3.2
	数据处理与外包服务	36	2,351	107	29.9%	22.9	3.2	1.3	2.5	22.2%	1.0%	5.7%	14.0%	11.1%	2.4
	应用软件	69	2,139	97	2.2%	26.5	4.1	2.2	3.6	11.3%	0.4%	8.3%	15.4%	13.6%	1.8
	系统软件	22	4,484	204	-8.1%	12.3	3.7	1.9	3.4	17.3%	1.4%	15.7%	29.8%	27.7%	1.9
	家庭娱乐软件	12	257	12	1.0%	15.4	1.5	1.1	2.1	17.9%	1.2%	6.9%	9.5%	13.6%	1.4
JAPAN		No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DR	RoA	RoE	Profit M	Leverage
软件与服务	互联网软件与服务	51	24,331	92	18.8%	15.3	2.9	1.8	2.1	19.4%	1.3%	11.8%	18.9%	13.5%	1.6
	信息科技咨询与其它服务	60	24,991	94	16.4%	15.5	1.1	0.6	0.6	37.4%	2.4%	3.9%	7.3%	3.8%	1.9
	数据处理与外包服务	12	1,580	6	10.7%	29.2	0.8	0.4	0.4	61.8%	2.1%	1.5%	2.9%	1.4%	1.9
	应用软件	57	4,229	16	-16.3%	14.0	1.0	0.7	0.7	29.4%	2.1%	5.1%	7.1%	5.3%	1.4
	系统软件	17	7,923	30	-21.6%	18.1	1.9	1.1	1.4	85.4%	4.7%	6.2%	10.7%	7.6%	1.7
	家庭娱乐软件	12	22,089	83	-29.5%	66.4	1.2	0.9	1.6	348.4%	5.2%	1.4%	1.9%	2.4%	1.3

资料来源：信达证券，Bloomberg

在以上三类之外的

需要指出的是，以上的三类分析法并不能适合所有的细分板块、特别是以消费为代表的并无特别明显的细分行业特质的板块，而在以上三类中提到的细分板块也并不能说完全符合该类的所有特征（一个例子是银行，在对坏账担忧的层面上来说，银行更接近第二类板块，而在估值和政策支持上，又更接近第一类）。鉴于 GICS 细分行业还有很多，这里不再一一点评，只是希望以上的点评思路能够给出一个板块选择的思路。

下面的小节将离开宏观、基本面和估值，从一些不同与常规的角度来观察这个市场。

9. 技术分析到底有效吗

看完了经济、货币、基本面和估值，现在让我们来到一个截然不同的领域：就从技术分析说起吧。

技术分析一直在两种投资者中受到截然不同的待遇：价值投资者认为简直就是摆摊算命，使用技术分析手段的投机者又对其推崇备至，从不质疑那些经典的技术方法，总是从自己的操作方法上找问题，信心不坚定、判断不敏锐，如此种种。

事实上，这两种解释都有失偏颇。对这些偏颇的成因、以及对技术分析的判定，在我们看来，索罗斯的解释是非常中肯的。

在著作《开放社会》中（商务印书馆 2011.04 出版，第 88 页），索罗斯指出，这两种对技术分析的完全相反的理解，来源于技术分析手段试图将市场作为如物理世界一般的封闭系统来进行分析。但是，**由于易错性、反身性等不完全定理的存在，市场事实上并非一个封闭系统，这就导致了在这样一个事实上并非封闭系统的环境下使用在封闭系统中才能够完全有效的分析方法进行研究的时候，得到的结果就具有了一定的不确定性。这种不确定性的程度，则由系统与完全封闭的系统之间的相似程度决定：相似程度越高，则不确定性越小。**

为什么市场并非一个封闭系统？索罗斯指出，市场的观察者的身份和参与者重叠，这就导致观察者会影响其观察的对象，而其对象反过来又会影响观察者。这两者之间的互相反馈即称为反身性，其结果则导致观察者所得出结论的易错性，反身性和易错性共同导致了市场永远不可能像物理实验室那样成为一个封闭系统。事实上，类似海森堡不确定性原理一类的事实，也指出了物理世界事实上也不可能成为一个封闭系统，但是至少其在经典物理学层面上与纯粹封闭的系统非常近似。

正是由于市场在某种意义上是封闭的，比如相对固定的交易群体、比较类似的宏观经济氛围、沿袭已久的当地文化，导致技术分析的有效性是存在的。但由于这些组成市场封闭性的要素并非完全固定，又导致技术分析的有效性是飘忽不定的。在这样的情况下，这种半确定、半不确定的情况导致了价值投资者和技术投机者分别看到了其不确定和确定的一面，从而在同一时刻，对技术分析的有效性得出了截然不同的结论：正所谓盲人摸象，各执一端。

具体到实践，在研究中，我们也同时观察到了技术分析的有效性和有效性不确定这两种截然相反的现象。不过坦白的说，在阅读《开放社会》之前，我们始终没有能给这两种完全相反的现象找到一个具有统一解释力的答案。

在有效性方面，举跟随趋势的一些指标来说，我们发现其在某种情况下相当有效。在不成熟的股票市场中，比如越南、印度、阿根廷等，平均每 10 年能带来 500% 到 1,000% 的超额收益，多的甚至能达到 2,000% 到 5,000%。即使在当地的国债市场，每 10 年的超额收益也能达到大约 50% 到 100%。这种有效性通常能保持数十年之久。显然，对于忽视技术分析的投资者来说，这些数据是所不曾听说过的。

但就其非有效性来说，一方面，任何一个技术指标的参数都会出现漂移和至少是阶段性的毁灭。漂移通常发生在两

种情况下，一种是发生在市场大幅波动与相对平静时期之间的漂移，比如 A 股在 2002 到 2005 年属于相对平静期，2005 到 2009 年属于大幅波动期，2010 到 2011 年又进入一个相对平静期，而几乎任何一个技术指标的有效区间在这三个时期内都出现了漂移，但在第一个和第三个平静期之间则差异不大（**再一次的，一个先有鸡还是先有蛋的问题是，我们其实无法确定未来是平静期还是波动期**）。另一种漂移则跨度较长，一般随着市场的逐渐成熟而朝向毁灭漂移，主要体现为趋势逐渐变长变弱，最终导致技术指标进入毁灭期，**这一历程通常持续数十年之久**。不过，也有证据指出，这种毁灭可能仍然只是阶段性的。

就现在的 A 股市场来说，我们认为，大部分的技术分析手段还远未走到毁灭的地步，价值投资者也大可不必因为崇尚巴菲特式的投资圣经就摒弃这些手段。但是，技术分析手段的漂移是必然的过程，如何应对这些漂移、以及可能到来的至少是阶段性的毁灭，也是技术投机者们必须面对的问题。

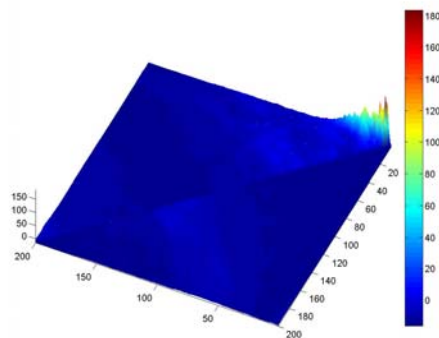
10. 可以捉摸的趋势：一个简单的实证

上一节都是空谈，而很多人讨厌空谈（历史上一条关于这方面的讽刺的评论叫“平时静坐谈心性，临危一死报君王”）。那么，就让我们从量化程序组的四次元空间口袋里拿出一个小例子，来做一个验证。

这里要测试的是一个简单的双移动平均线趋势跟随模型，交易规则为一条均线（横轴）上传另一条（纵轴）则买入，否则则卖出，颜色表示回报率，手续费取单边 0.1%，不允许做空。

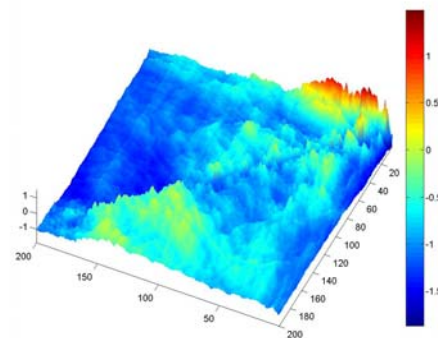
这里我们在不同的市场测试了 200x200 的参数组，以观察其回报区间的分布。下图组为其在 A 股不同区间的超额收益回报。

图表 172: 上证综指 1991-2000



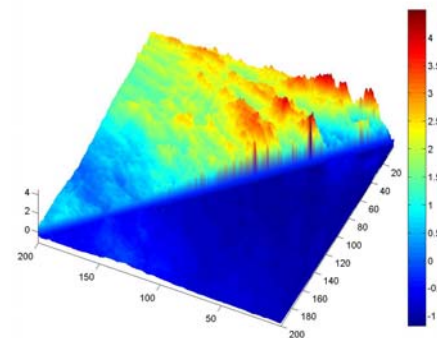
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 173: 上证综指 1996-2005



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 174: 上证综指 2001-2010



资料来源: 信达证券, Bloomberg

我们可以观察到以下 3 个特征, **似乎完美的符合我们在上一节中提出的投资环境介于全封闭系统和全开放系统之间的特质 (结果即导致其波动存在规律性、但不存在静止不动的规律性):**

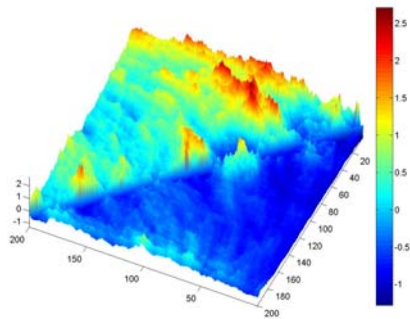
- 首先, 模型在 A 股几乎任何一个中期的时段内都是有效的;
- 其次, 模型的有效参数区间似乎随着时间的推移而向外扩张, 这在某种意义上或许说明市场的成熟逐渐带来趋势的延长;
- 最后, 模型能够取得的超额收益似乎随着时间的延长而下降。

需要指出的是, 双均线系统的参数随着市场在平静期和波动期之间波动而波动巨大, **所以为了得出更加实用的参数 (因为我们事实上根本不知道未来是平静期还是波动期), 一些数据中性策略是必须的。**不过, 考虑到这里不是一份量化策略报告, 所以我们没有深入的展开这个问题。

如果说以上的 3 个特征、特别是第 2、3 个特征是正确的、或者至少在社会科学领域可以被认为是近似正确的总结, 那么我们应该可以在不止一个市场观察到类似的情况。

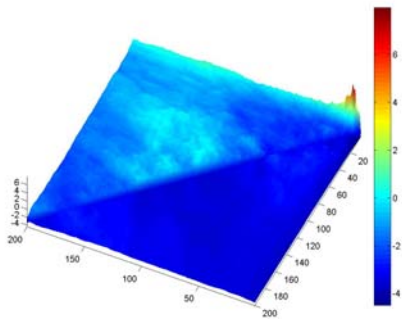
事实的确如此, 下图组显示了在标普 500 指数、恒生指数和 SET 指数上观察到的双均线模型参数分布区间。

图表 175: SP500 指数 1931-1950



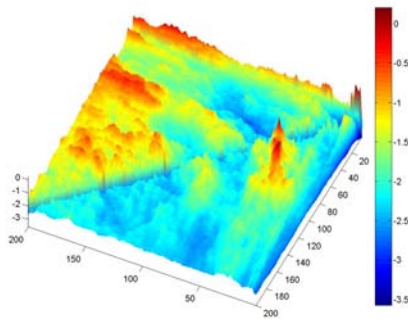
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 176: SP500 指数 1951-1970



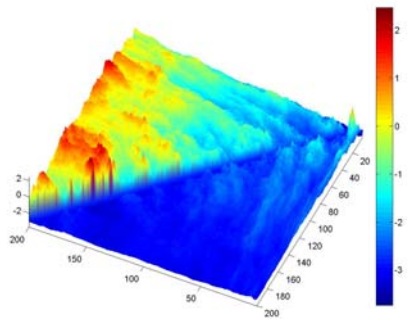
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 177: SP500 指数 1971-1990



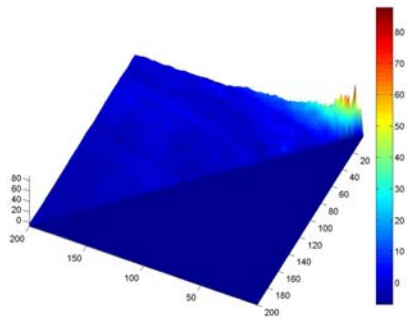
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 178: SP500 指数 1991-2010



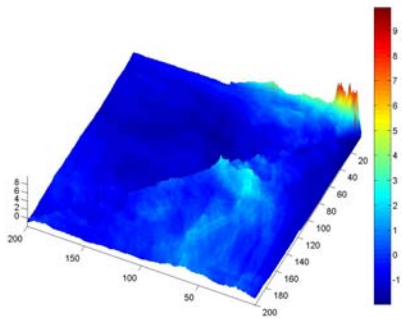
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 179: HSI 指数 1971-1980



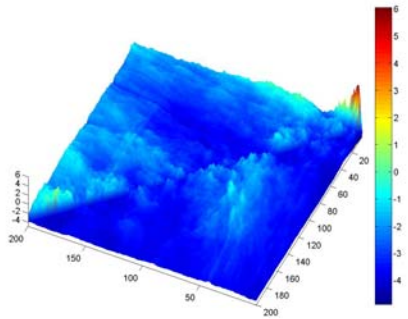
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 180: HSI 指数 1981-1990



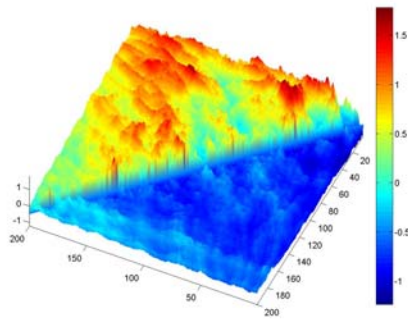
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 181: HSI 指数 1991-2000



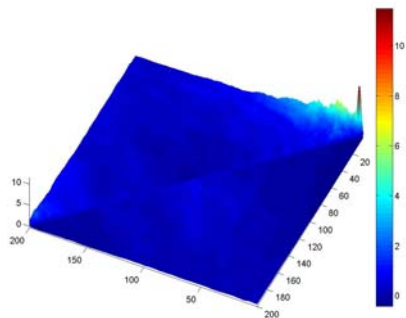
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 182: HSI 指数 2001-2010



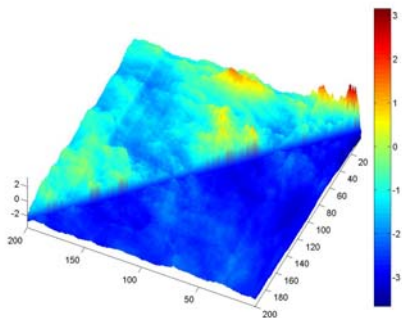
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 183: SET 指数 1991-2000



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 184: SET 指数 2001-2010



资料来源：信达证券，Bloomberg

11. 细分数据里的千层饼

离开日线数据，现在再让我们看看分时数据、也就是显微镜下的股票市场是个什么样子。

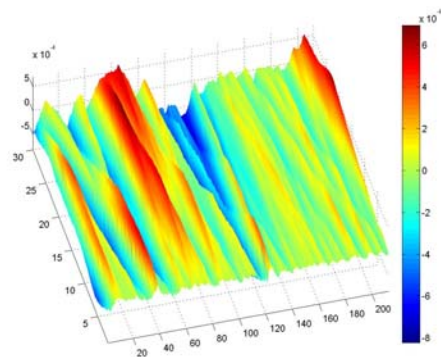
让我们想象一种交易策略 A：在不考虑手续费、交易点差、印花税的情况下，假设我们在每天的第 1 到 210 分钟买入，分别持有 1 到 30 分钟，得到 $210 \times 30 = 6,300$ 种交易结果。把这个过程在两个不同的半年比较时间里，各重复 100 多遍，计算每种交易回报率的平均值，并得出三维图像：我们会得到什么结果？

还记得有人说，市场是随机游走的吗？如果这种说法是对的，那么这种得到的交易结果应该是平滑的，而且在两个不同的交易时段里都体现出同样的平滑。但事实上，我们发现了一个千层饼：在两个时期里，不同的两种交易策略产生了分布类似的平均累计回报结果，这种回报结果似乎是按某种波浪的形式存在的，间隔大概在 10 到 15 分钟左右。

如果说这种波浪形式的回报分布是巧合、或者说只是无序波动的自然显现，那么我们一定不能解释以下的事实：在两个完全不同的时期，平均累计回报都在开盘以后 60 到 110 分钟作用的时间里出现大幅上涨，在随后的 110 到 130 分钟左右出现下跌，又在 235 分钟以后出现上涨。

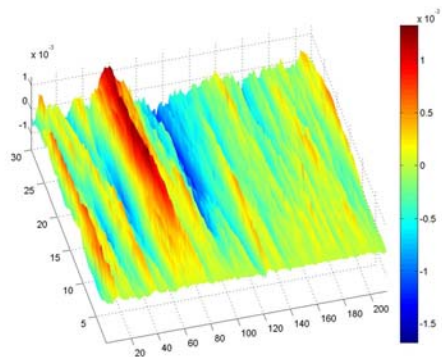
而如果说，这种规律在某一个区间的出现是巧合，我们又怎么能解释其在两个比较区间里的同时出现呢？

图表 185：平均累计回报 2010.9.15-2011.3.30



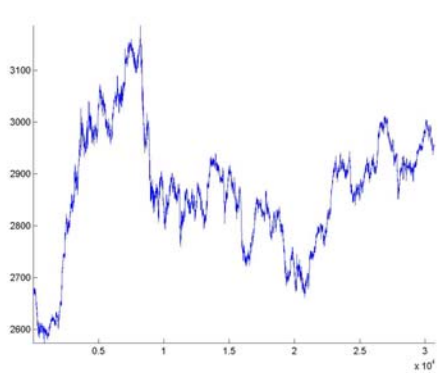
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 186：回报中值 2010.9.15-2011.3.30



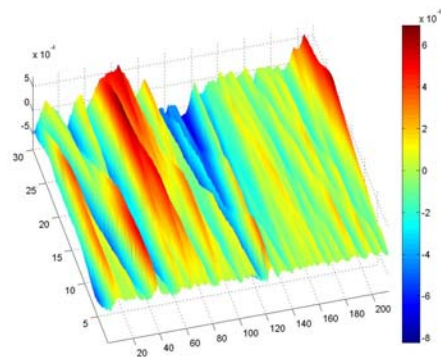
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 187：上证综指测试区间 2010.9.15-2011.3.30



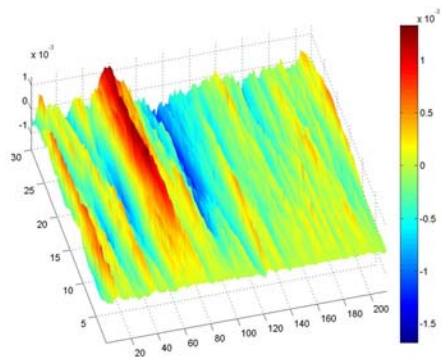
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 188：平均累计回报 2010.9.15-2011.3.30



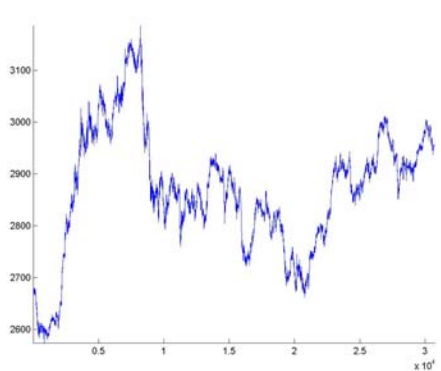
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 189：回报中值 2010.9.15-2011.3.30



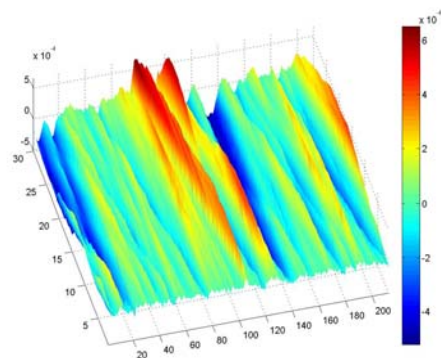
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 190：上证综指测试区间 2010.9.15-2011.3.30



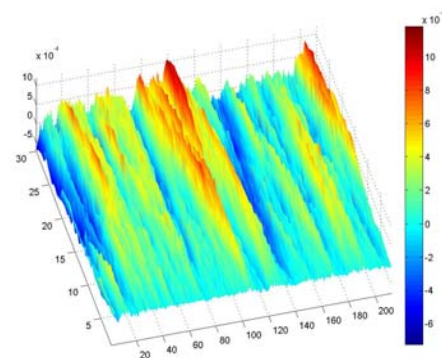
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 191: 平均累计回报 2011.5.30-2011.12.12



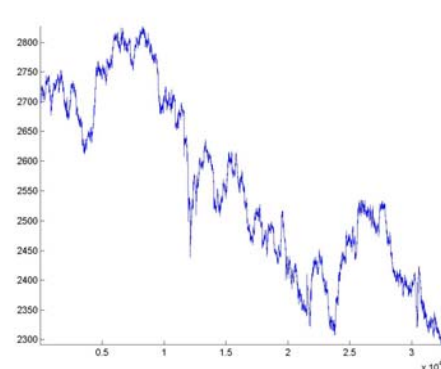
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 192: 回报中值 2011.5.30-2011.12.12



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 193: 上证综指测试区间 2011.5.30-2011.12.12



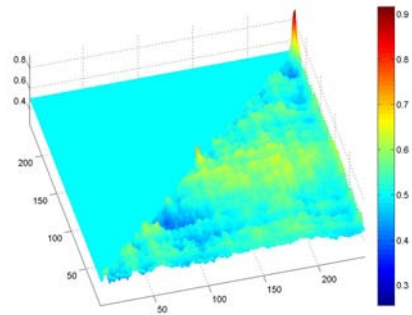
资料来源: 信达证券, Bloomberg

在细分数据里我们发现的规律不仅局限于回报率平均值, 也包括了这种回报率为正的概率。让我们想象另一种交易策略 B (作为一种理论性的研究, 我们仍然不计考虑手续费和交易点差之类), 在每天的 240 个交易日里任选一个时候买入、并任选一个时候卖出, 计算在每个时长为半年的区间里所取得的回报率为正的概率, 并得到一张 240×240 的三维图。

我们发现, 很明显的, 在两个各为半年的比较区间里, 指数在中午和下午收盘之前快速上涨, 在下午收盘前 5 分钟里, 理论上可以取得正回报的概率甚至达到了 80% 到 90%。

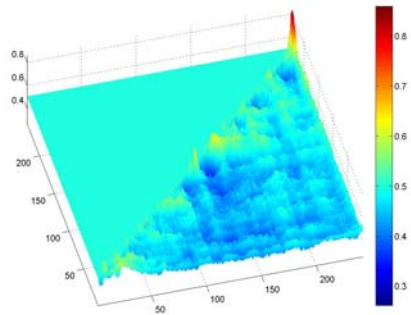
如果说, 市场是随机的, 我们又怎么解释这种在某个固定区间里出现的、极高的上涨概率呢?

图表 194: 240x240 正回报概率
2010.9.15-2011.3.30



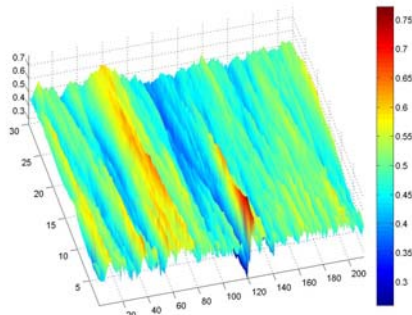
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 195: 240x240 正回报概率 2011.5.30-
2011.12.12



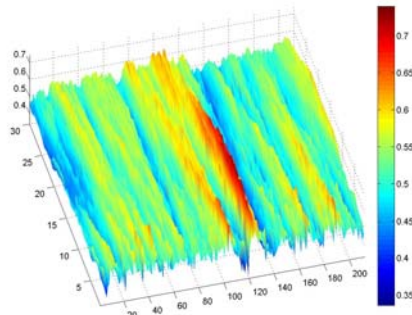
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 196: 正回报概率 2010.9.15-2011.3.30



资料来源: 信达证券, Bloomberg

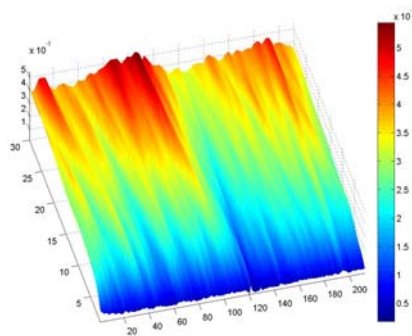
图表 197: 正回报概率 2011.5.30-2011.12.12



资料来源: 信达证券, Bloomberg

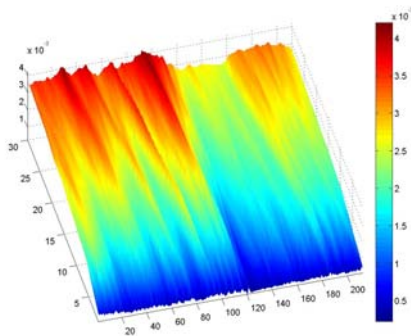
不仅是波动回报的大小和为正的的概率, 事实上, 波动回报的幅度也呈现出某种内在规律。在比较了 A、B 两种策略所取得的回报的标准差和波动区间以后, 我们可以发现很多的规律, 其中比较明显的一个是: 在上午的交易区间内, 市场的波动性明显大于下午, 而上午上半场的波动性小于下半场, 下午上半场的波动性又小于下半场。

图表 198: 每日回报标准差 2010.9.15-2011.3.30



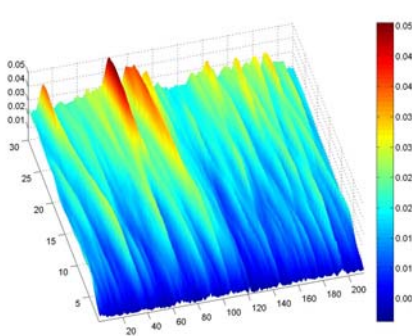
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 199: 每日回报标准差 2011.5.30-2011.12.12



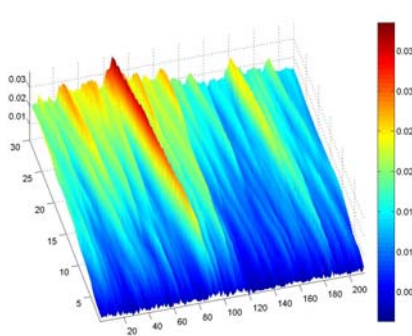
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 200: 回报波动区间 2010.9.15-2011.3.30



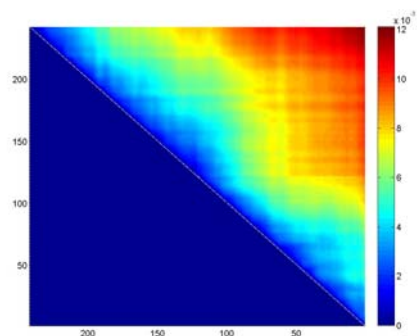
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 201: 回报波动区间 2011.5.30-2011.12.12



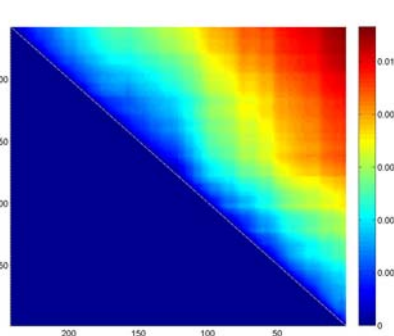
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 202: 总回报标准差 2010.9.15 - 2011.3.30



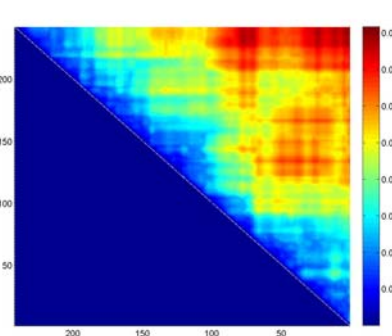
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 203: 总回报标准差 2011.5.30 - 2011.12.12



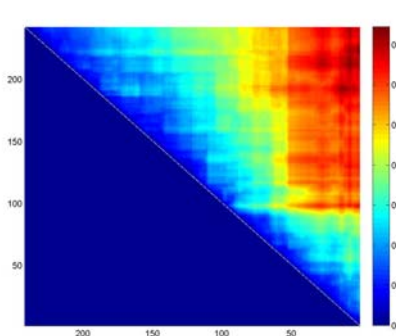
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 204: 总回报区间 2010.9.15-2011.3.30



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 205: 总回报区间 2011.5.30-2011.12.12



资料来源: 信达证券, Bloomberg

总结来看, 市场似乎呈现一个冷 - 热 - 冷 - 热的循环。当然, 随着更细致研究的展开, 我们或许能发现这种循环只是一个简单的假设, 事实可能比这种循环显示的更加复杂、更有规律性。

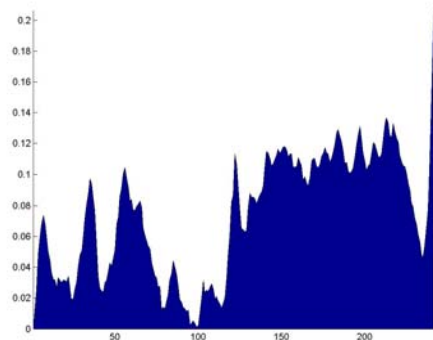
现在让我们总结一下, 我们已经发现了什么(我们以后也许能发现更多)? 我们发现市场在细分数据下的回报分布是有规律、而非随机的; 我们发现在某些时点, 这种回报呈现强烈的正回报倾向; 我还发现这种细分数据产生的回报的波动性是有规律的, 似乎遵从从一个冷 - 热 - 冷 - 热的循环。那么我们能拿这些发现做些什么呢?

最简单的回答是, 我们可以用这些发现打败有效市场理论。但事实上, 这种胜利几乎没有什么意义: 每个在市场里呆久了的投资者都会用“新警察”的口气对待信奉有效市场理论的毕业生。我们要试试看我们能不能做一种策略, 来帮助交易部之类的部门。

现在我们假设一种策略 C: 在每个交易日里, 在开盘买入, 在其中 1 到 240 分钟任选一分钟卖出, 然后比较这种策略可能带来的理论累计回报。初看之下, 在两个各为 6 个月的比较区间里, 这种策略带来了完全无关的回报分布。

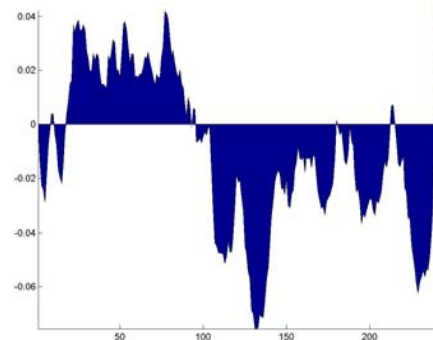
事实上, 如果我们把这两个回报数据做一个叠加, 就会发现它们反映了非常近似的回报分布。不过, 关于怎么利用这种分布, 我们尚没有得出有效的结论。但是, 做为一个研究的方向, 这至少可以告诉我们: 在细分数据里, 也许有我们可以利用的机会。

图表 206: 累计回报 2010.9.15-2011.3.30



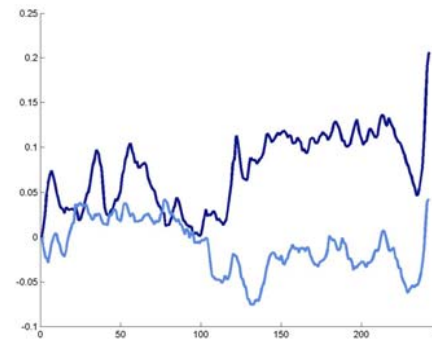
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 207: 累计回报 2011.5.30-2011.12.12



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 208: 累计回报: 两个测试区间比较



资料来源: 信达证券, Bloomberg

12. 对 2012 年市场的展望

最后, 让我们对 2012 年的市场做一个展望。事实上, 由于我们“望”的能力实在有限, 这里将主要着墨的是一个思考的过程。

2012 年的市场最大的不确定性就是政策放松的力度。现在看来, 随着存准率的下调, 放松是一定的了, 但问题是到底放到多松?

主流的市场思维对宽松政策还是抱有相当的憧憬, 主要的理由来自 2008 年史无前例的放松: 为什么现在不能再来一次呢? 问题是, **现在和 2008 年到 2009 年的放松环境有几个不同, 而这些不同也在一定程度上被市场所认识**, 导致了 2011 年底“不见兔子不撒鹰”式的下跌。

一个不同是当前的货币总量 / GDP 的比值已经较 2008 年上涨了不少, 从大约 150% 上涨到 180%。如果继续放松, 则相对存量货币的增加会给通胀平添变数。另一方面, 经济体中存在的通胀预期较 2009 年初强烈许多, 这也会导致潜在的通胀可能比 2008 年底到 2009 年来的严峻。

最后，2008 年 4 万亿的投资方式在避免了中国经济走入衰退的同时，也带来了投资效率低下、国进民退、经济结构不但没有调整还进一步恶化等诸多负面因素。在进行决策的时候，**这些因素也可能导致“宽松”的声音会在 2012 年变得弱一些、“调结构”“消费升级”的声音会变得强一些。**

如果以上的、不同于市场的猜测正确的话，那么我们会看到 **2012 年的货币政策放松的速度比预期来的慢，同时具体到项目的财政政策、产业政策会比预期来的多**，以弥补本可能由货币政策抹平的窟窿。

一个问题是，以上的对政策的猜测在 2008 年底 4 万亿政策出台前后，也广为传播，而政府后来拯救经济所采用的雷霆手段，也是不少持有以上观点的投资者所未曾料及的。这种情况会不会在 2012 年重演？**基于以上的 3 点理由，我们倾向于认为不会**，但也不能说没有这种可能。

虽然我们不能准确的预知 2012 年宏观政策会选择温和还是激进（我们偏向于相对温和，但无法做到坚信），但不能预测的事情并非无法感知：政策的出台、货币增速和新增贷款的变动、趋势的改变都会在恰当的时点以更准确的声音告诉我们：现在应该选择哪一条路。

如果 2012 年的货币政策如前一种猜测般温和，那么小公司的泡沫仍将被挤压：看看现在仍在持续的股东减持就知道了，而能够获得超额表现的仍将是估值合理甚至偏低、政策有保障、行业基本面没有明显恶化的公司。

同时，符合具体政策刺激的行业也会有一些起色，但主题投资色彩很可能不会像 2009 年那样明显：**别忘了 2009 年主题投资潮背后强大的货币推手。**

而如果政策来的比我们预想的更为猛烈、甚至重现 4 万亿时代的激进，那么弹性大的行业或许会有明显的超额收益：这些行业现在的预期仍然很糟糕，投资者不看到实质性的政策出台以前，还不打算买投资刺激经济这个故事的账。

在政策没有超出预期的情况下，我们倾向于认为 2012 年将可能是一个还算不错的市场（毕竟现在占指数权重大半的板块都已经处在还算合理的估值区间内，多半也都处于我们以上小节所归纳的第一类或者第二类子行业的范畴），上证综指运行区间在 1800 点到 3000 点之间的概率相对比较大。而如果政策取在以上两种猜测的中间，即不是那么宽松、也不是那么谨慎，那么一些弹性高的板块（市值也不小）也可能会有不错的表现。

但是，只要没有新一轮强劲的货币推手，那么也许并非所有细分板块都会获得超额收益：正如它们在 2009 年和 2010 年连续获得超额收益、但盈利和净资产并没有显著优势一样，在盈利和净资产并没有显著劣势的时候，如果没有足够的货币推手，它们也不见得不会比主板指数下跌的更少。

附录：A 股 GICS 细分板块数据一览

图表 209：A 股 GICS 细分板块数据一览

CHINA			No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
金融	银行	综合性银行	13	55,606	2,453	-1.6%	6.9	1.5	0.1	1.8	26.9%	3.9%	1.3%	21.8%	26.5%	17.0
		区域性银行	3	1,102	49	-17.1%	7.6	1.4	0.1	1.8	16.3%	2.1%	1.2%	18.7%	23.6%	15.7
	保险	互助储蓄银行与抵押贷款	0	0	0											
		互助储蓄银行与抵押贷款	0	0	0											
		人寿与健康保险	2	7,661	338	-25.6%	15.6	2.3	0.3	1.2	47.5%	3.0%	1.9%	15.0%	7.8%	7.9
		多元化保险	1	1,594	70	-16.6%	18.6	2.0	0.3	1.1	31.0%	1.7%	1.8%	10.5%	6.1%	5.8
	综合金融	财产与意外伤害保险	0	0	0											
		再保险	0	0	0											
		其它综合性金融服务	0	0	0											
		多领域控股	0	0	0											
		特殊金融服务	0	0	0											
		消费信贷	0	0	0											
	房地产	资产管理与托管银行	1	62	3		54.6	17.2	9.0	15.9	0.0%	0.0%	16.4%	31.4%	29.1%	1.9
		投资银行业与经纪业	15	3,652	161	-33.3%	19.7	1.8	0.6	6.1	47.3%	2.4%	2.9%	9.1%	30.7%	3.2
		综合性资本市场	1	203	9	-42.5%	25.8	2.3	0.7	7.2	0.0%	0.0%	2.6%	9.0%	27.8%	3.5
		多样化房地产活动	46	2,016	89	-29.5%	18.3	2.0	0.7	3.5	12.9%	0.7%	3.8%	10.7%	18.9%	2.8
		房地产经营公司	7	335	15	-9.4%	28.0	3.1	1.5	1.7	28.6%	1.0%	5.3%	10.9%	6.2%	2.0
		房地产开发	77	4,503	199	-17.3%	11.4	1.5	0.4	1.9	6.1%	0.5%	3.7%	13.1%	17.1%	3.5
		多样化房地产投资信托	0	0	0											
		工业房地产投资信托	0	0	0											
		抵押房地产投资信托	0	0	0											
		办公房地产投资信托	0	0	0											
		住宅房地产投资信托	0	0	0											
		零售业房地产投资信托	0	0	0											
		特种房地产投资信托	0	0	0											
能源	能源	房地产服务	1	36	2	-46.3%	15.1	3.0	2.3	2.4	15.4%	1.0%	15.0%	19.6%	15.7%	1.3
		石油与天然气钻井	1	574	25	-43.7%	14.3	2.2	0.9	3.4	15.7%	1.1%	6.3%	15.7%	23.7%	2.5
		石油天然气设备与服务	14	687	30	-25.0%	58.6	3.1	1.8	3.4	20.5%	0.4%	3.1%	5.2%	5.8%	1.7
		综合性石油与天然气企业	3	17,919	790	-9.8%	12.4	1.8	1.1	0.9	48.2%	3.9%	8.7%	14.2%	7.6%	1.6
		石油与天然气的勘探与生产	0	0	0											
		石油与天然气的炼制和营销	4	152	7	-17.5%	43.4	3.8	1.7	1.5	2.3%	0.1%	4.0%	8.8%	3.4%	2.2
		石油与天然气的储存和运输	3	209	9	-26.0%	30.6	1.6	0.9	2.9	44.0%	1.4%	3.1%	5.2%	9.4%	1.7
		煤与消费用燃料	31	11,160	492	-13.7%	13.5	2.3	1.4	2.1	23.1%	1.7%	10.0%	16.8%	16.0%	1.7
		铝	19	1,607	71	-37.3%	30.2	1.7	0.8	0.8	8.3%	0.3%	2.6%	5.8%	2.5%	2.3
		多种金属与采矿	48	4,694	207	-43.2%	21.2	2.8	1.2	1.1	11.7%	0.6%	5.8%	13.4%	5.0%	2.3
原材料(金属&采矿)	原材料(金属&采矿)	黄金	4	1,540	68	-38.2%	16.7	4.1	2.3	1.5	16.6%	1.0%	13.7%	24.3%	8.8%	1.8
		贵金属与矿石	3	127	6	-1.1%	82.8	4.6	2.3	1.8	10.6%	0.1%	2.8%	5.5%	2.2%	2.0
		钢铁	52	4,924	217	-25.8%	18.7	1.0	0.4	0.3	30.7%	1.6%	2.1%	5.5%	1.8%	2.6

资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 210: A 股 GICS 细分板块数据一览 (续)

CHINA			No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
原材料(化工)	原材料	商品化工	120	4,426	195	-29.1%	21.1	2.9	1.3	1.4	508.4%	24.1%	6.4%	13.6%	6.7%	2.1
		多种化学制品	8	192	8	-50.0%	81.3	2.0	1.0	1.3	83.3%	1.0%	1.3%	2.5%	1.6%	1.9
		化肥与农用药剂	42	1,949	86	-34.8%	26.8	2.6	1.0	1.3	13.7%	0.5%	3.7%	9.6%	4.7%	2.6
		工业气体	1	31	1		74.2	13.0	8.8	26.0	0.0%	0.0%	11.9%	17.6%	35.0%	1.5
		特种化学制品	37	1,521	67	-22.1%	18.4	3.1	2.0	2.4	13.1%	0.7%	10.8%	16.8%	13.3%	1.6
原材料(其它)	原材料(其它)	林业产品	9	158	7	-41.4%	71.8	2.0	1.0	2.1	27.8%	0.4%	1.4%	2.7%	3.0%	2.0
		纸制品	22	639	28	-22.3%	25.8	1.3	0.5	0.9	35.3%	1.4%	2.1%	5.1%	3.5%	2.4
		建筑材料	37	2,649	117	-27.7%	10.9	2.2	0.9	1.6	7.9%	0.7%	8.3%	20.0%	14.3%	2.4
		金属与玻璃容器	7	199	9	-33.2%	16.6	1.9	1.0	1.3	43.1%	2.6%	6.0%	11.6%	7.6%	1.9
		纸材料包装	9	330	15	-34.4%	23.8	2.8	1.7	2.3	25.5%	1.1%	7.1%	11.6%	9.9%	1.6
公用事业	公用事业	电力公用事业	14	398	18	-24.2%	31.7	2.7	0.9	1.9	13.4%	0.4%	2.7%	8.6%	5.9%	3.1
		燃气公用事业	2	221	10	-16.8%	24.1	3.2	1.3	2.0	9.5%	0.4%	5.5%	13.1%	8.2%	2.4
		复合型公用事业	4	73	3	-36.5%	-77.1	3.5	1.3	2.2	-20.7%	0.3%	-1.7%	-4.5%	-2.9%	2.7
		水公用事业	18	1,072	47	-28.0%	18.6	2.0	1.1	5.6	26.4%	1.4%	5.8%	10.6%	29.9%	1.8
		独立电力生产商与能源贸易商	35	4,927	217	-13.5%	23.6	1.3	0.4	1.0	39.5%	1.7%	1.5%	5.5%	4.3%	3.6
日常消费	食品与主要用品零售	食品零售	3	181	8	-27.1%	44.9	3.6	1.6	0.7	4.2%	0.1%	3.6%	8.1%	1.5%	2.3
		食品分销商	0	0	0											
		食品零售	4	237	10	-30.9%	30.5	2.6	1.2	1.0	39.7%	1.3%	3.8%	8.7%	3.2%	2.3
		大卖场与超市	4	496	22	-19.4%	51.0	4.4	1.4	0.8	12.8%	0.3%	2.7%	8.6%	1.5%	3.2
		食品、饮料与烟草	8	905	40	-20.9%	29.3	3.3	2.0	2.3	18.9%	0.6%	6.7%	11.3%	7.8%	1.7
	食品、饮料与烟草	啤酒酿造商	19	6,347	280	4.0%	28.6	9.5	6.2	9.6	17.3%	0.6%	21.6%	33.2%	33.4%	1.5
		酿酒商与葡萄酒商	2	18	1	-29.5%	30.1	4.8	2.7	6.3	0.0%	0.0%	9.1%	16.0%	21.1%	1.8
		软饮料	29	1,395	62	-26.7%	47.1	4.1	1.8	1.7	22.9%	0.5%	3.9%	8.8%	3.6%	2.3
		农产品	67	3,271	144	-24.8%	38.9	4.0	1.9	1.7	21.7%	0.6%	4.9%	10.3%	4.4%	2.1
		包装食品与肉类	0	0	0											
	家庭与个人用品	烟草	6	155	7	-40.9%	5,006.8	3.1	1.3	1.5	768.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	2.3
		居家用品	8	312	14	-24.2%	61.0	3.2	2.3	4.9	21.4%	0.4%	3.8%	5.2%	8.0%	1.4
		个人用品	10	290	13	-36.0%	27.3	2.4	0.8	0.6	11.5%	0.4%	2.8%	8.8%	2.2%	3.1
		汽车与汽车零部件	15	2,922	129	-18.1%	10.9	1.8	0.7	0.5	9.5%	0.9%	6.1%	16.6%	4.3%	2.7
		摩托车制造商	5	188	8	-37.8%	-114.2	3.6	1.5	2.0	-15.3%	0.1%	-1.3%	-3.2%	-1.8%	2.4
可选消费	耐用消费品与服装	消费电子产品	17	1,079	48	-23.2%	25.3	1.9	0.7	0.7	6.0%	0.2%	2.8%	7.3%	2.6%	2.6
		家庭装饰品	4	146	6	-28.7%	21.9	2.5	1.5	2.6	10.2%	0.5%	6.7%	11.3%	11.8%	1.7
		住宅建筑	3	63	3	-39.1%	25.0	1.8	1.1	2.1	28.8%	1.1%	4.5%	7.4%	8.3%	1.7
		家用电器	24	1,754	77	-27.7%	11.3	2.6	0.9	0.5	11.1%	1.0%	7.8%	22.9%	4.6%	2.9
		家用器具与特殊消费品	8	220	10	-24.6%	35.2	3.4	2.0	1.7	17.2%	0.5%	5.7%	9.8%	4.8%	1.7
	耐用消费品与服装	消费品	13	343	15	-18.0%	39.5	4.3	2.5	3.8	20.1%	0.5%	6.4%	10.9%	9.6%	1.7
		摄影产品	2	48	2	-42.5%	610.1	2.7	2.2	2.1	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.3%	1.2
		服装、服饰与奢侈品	34	1,808	80	-20.9%	19.8	3.4	1.5	2.0	22.4%	1.1%	7.5%	17.2%	10.2%	2.3
		鞋类	2	52	2	-32.1%	37.7	2.6	2.1	3.2	4.7%	0.1%	5.7%	6.8%	8.5%	1.2
		纺织品	50	1,285	57	-25.8%	22.2	2.0	1.1	1.5	15.5%	0.7%	5.1%	9.2%	6.7%	1.8

资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 211: A 股 GICS 细分板块数据一览 (续)

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
消费者服务	赌场与赌博	0	0	0											
	酒店、度假村与豪华游轮	23	971	43	-22.6%	32.1	2.9	1.8	2.9	24.1%	0.8%	5.7%	9.0%	9.0%	1.6
	消闲设施	5	530	23	-0.4%	17.0	2.9	1.0	3.2	9.2%	0.5%	5.8%	17.1%	19.0%	2.9
	餐馆	4	112	5	-29.3%	36.3	3.2	1.5	2.5	37.4%	1.0%	4.1%	8.9%	7.0%	2.2
	教育服务	0	0	0											
媒体	特殊消费者服务	2	162	7	-50.5%	25.3	3.3	2.0	1.5	0.0%	0.0%	8.0%	13.0%	5.8%	1.6
	广告	4	285	13	9.9%	18.3	4.9	2.0	2.8	0.3%	0.0%	10.9%	26.8%	15.1%	2.5
	广播	1	83	4	-36.4%	32.4	1.6	0.9	4.8	0.0%	0.0%	2.8%	4.9%	14.9%	1.7
	有线和卫星电视	3	211	9	-29.9%	45.8	2.4	1.3	5.3	44.8%	1.0%	2.9%	5.3%	11.5%	1.8
	电影与娱乐	3	203	9	-5.3%	61.4	5.4	4.1	8.3	22.4%	0.4%	6.7%	8.7%	13.4%	1.3
零售业	出版	9	598	26	-24.6%	28.4	2.6	1.8	3.3	27.6%	1.0%	6.4%	9.2%	11.5%	1.4
	经销商	15	684	30	-6.6%	15.1	2.6	1.0	0.7	4.7%	0.3%	6.9%	16.9%	4.8%	2.5
	售货目录零售	0	0	0											
	互联网零售	0	0	0											
	百货商店	38	1,423	63	-30.0%	22.5	3.3	1.2	0.8	16.6%	0.7%	5.3%	14.7%	3.5%	2.8
	综合货品商店	10	415	18	-32.0%	26.3	3.2	1.2	0.9	14.3%	0.5%	4.7%	12.2%	3.5%	2.6
	服装零售	1	122	5	-19.9%	48.6	6.2	2.8	13.5	33.2%	0.7%	5.8%	12.7%	27.8%	2.2
	电脑与电子产品零售	3	596	26	-35.9%	12.8	3.1	1.3	0.7	4.8%	0.4%	10.5%	24.5%	5.2%	2.3
	家庭装潢零售	0	0	0											
	专卖店	1	118	5	-38.8%	13.7	2.5	1.1	0.7	5.1%	0.4%	8.4%	18.0%	5.2%	2.1
	汽车零售	4	266	12	-39.5%	14.6	2.0	0.5	0.4	5.7%	0.4%	3.5%	13.8%	2.5%	4.0
	家庭装饰零售	0	0	0											
医疗保健	医疗保健设备与服务	8	382	17	-35.5%	37.2	6.5	4.7	6.7	18.7%	0.5%	12.7%	17.5%	18.1%	1.4
	医疗保健用品	2	40	2	-29.1%	25.8	1.9	1.4	2.3	16.1%	0.6%	5.2%	7.4%	8.9%	1.4
	保健护理产品经销商	12	438	19	-41.4%	36.3	4.3	1.3	0.7	81.2%	2.2%	3.5%	11.8%	2.0%	3.4
	保健护理服务	1	33	1	3.5%	51.0	12.6	11.0	11.3	0.0%	0.0%	21.5%	24.7%	22.1%	1.1
	保健护理机构	1	103	5	-12.8%	61.5	7.8	6.4	8.5	28.0%	0.5%	10.3%	12.7%	13.9%	1.2
	管理型保健护理	0	0	0											
	医疗保健技术	0	0	0											
	制药、生物科技和生物科技	16	689	30	-36.7%	25.6	4.9	3.0	5.5	14.2%	0.6%	11.8%	19.1%	21.7%	1.6
	制药	122	6,913	305	-27.7%	24.9	3.7	2.3	2.9	18.2%	0.7%	9.1%	14.7%	11.7%	1.6
	生命科学工具和服务	1	15	1	-32.2%	52.6	2.6	2.3	9.2	0.0%	0.0%	4.5%	4.9%	17.5%	1.1
信息&电信	软件与服务	11	478	21	-30.3%	38.0	4.0	3.3	13.0	14.6%	0.4%	8.7%	10.5%	34.1%	1.2
	互联网软件与服务	22	669	29	-30.4%	43.1	3.6	2.2	2.6	11.9%	0.3%	5.2%	8.4%	6.0%	1.6
	信息科技咨询与其它服务	1	23	1	-44.7%	37.5	3.5	2.7	5.1	46.6%	1.2%	7.1%	9.2%	13.6%	1.3
	数据处理与外包服务	27	1,150	51	-34.0%	36.5	4.6	3.2	4.6	36.4%	1.0%	8.7%	12.5%	12.6%	1.4
	应用软件	6	354	16	-32.5%	25.4	3.5	2.8	2.8	4.8%	0.2%	11.1%	13.8%	10.9%	1.2
	系统软件	2	25	1	-42.1%	46.9	2.6	2.5	13.7	49.9%	1.1%	5.2%	5.5%	29.3%	1.1

资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 212: A 股 GICS 细分板块数据一览 (续)

	CHINA	No.	MktCap	MC.bp	Change	PE	PB	PTA	PS	DR	DY	RoA	RoE	Profit M	Leverage
技术硬件与设备	通信设备	60	2,363	104	-33.3%	28.2	2.7	1.2	1.4	14.2%	0.5%	4.4%	9.5%	4.9%	2.2
	电脑硬件	10	542	24	-37.5%	31.3	1.7	0.7	0.5	12.9%	0.4%	2.3%	5.4%	1.5%	2.4
	电脑存储与外围设备	10	526	23	-39.6%	-23.9	1.1	0.7	1.1	-20.7%	0.9%	-2.9%	-4.7%	-4.8%	1.6
	电子设备和仪器	39	1,410	62	-23.2%	44.3	3.5	2.5	5.5	23.8%	0.5%	5.7%	7.8%	12.3%	1.4
	电子元件	52	1,828	81	-39.5%	30.4	3.2	2.0	2.8	15.2%	0.5%	6.5%	10.4%	9.4%	1.6
	电子制造服务	2	34	2	-40.5%	53.1	3.4	1.9	1.6	40.3%	0.8%	3.5%	6.5%	3.0%	1.8
	技术产品经销商	6	119	5	-21.8%	-71.2	3.2	1.6	1.4	-14.2%	0.2%	-2.3%	-4.5%	-2.0%	1.9
	办公电子设备	0	0	0											
	半导体产品与设备	4	104	5	-46.1%	27.9	3.3	2.0	2.5	6.4%	0.2%	7.2%	11.8%	9.0%	1.6
	半导体产品	20	876	39	-47.5%	32.7	2.7	1.7	3.3	8.1%	0.2%	5.3%	8.3%	10.2%	1.6
电信业务	非传统电信运营商	1	77	3	-33.4%	45.7	2.2	1.8	3.8	28.2%	0.6%	3.9%	4.8%	8.3%	1.2
	综合电信业务	2	40	2	-36.6%	33.7	2.9	2.6	5.8	37.2%	1.1%	7.6%	8.6%	17.3%	1.1
	无线电信业务	3	1,166	51	-3.8%	70.1	0.6	0.3	0.6	69.9%	1.0%	0.4%	0.8%	0.8%	2.1
工业	资本品	10	831	37	-29.4%	60.8	2.9	1.6	2.6	33.2%	0.5%	2.6%	4.8%	4.3%	1.8
	航天航空与国防	23	633	28	2.3%	42.4	2.8	1.3	1.8	15.3%	0.4%	3.2%	6.5%	4.3%	2.1
	建筑产品	49	4,880	215	-28.5%	12.5	1.2	0.3	0.3	19.1%	1.5%	2.2%	10.0%	2.1%	4.6
	建筑与工程	83	3,076	136	-38.6%	26.4	2.8	1.6	2.0	14.4%	0.5%	5.9%	10.6%	7.5%	1.8
	电气部件与设备	35	3,433	151	-34.6%	21.1	2.9	1.0	1.7	19.7%	0.9%	4.7%	13.5%	8.2%	2.9
	重型电气设备	13	586	26	-30.7%	24.5	2.5	1.0	2.9	3.5%	0.1%	4.0%	10.2%	11.7%	2.5
	工业集团企业	54	6,184	273	-31.5%	13.0	2.4	0.9	1.0	10.4%	0.8%	7.1%	18.3%	7.7%	2.6
	建筑、农用机械与重型卡车	127	4,536	200	-39.1%	23.8	2.4	1.2	1.7	12.1%	0.5%	5.1%	10.3%	7.0%	2.0
	工业机械	36	1,652	73	-29.9%	16.0	2.1	0.6	0.3	11.1%	0.7%	3.8%	12.9%	1.7%	3.4
	贸易公司与经销商	7	152	7	-25.4%	5.4	4.2	1.9	4.6	1.9%	0.3%	35.2%	77.3%	84.4%	2.2
商业和专业服务	商业印刷	9	448	20	-22.9%	39.7	3.8	1.8	4.6	16.1%	0.4%	4.6%	9.7%	11.5%	2.1
	环境与设施服务	3	56	2	-28.9%	36.9	2.4	1.6	2.3	55.6%	1.5%	4.3%	6.6%	6.2%	1.5
	办公服务与用品	2	167	7	-25.0%	25.9	1.6	0.6	0.7	34.8%	1.3%	2.4%	6.3%	2.8%	2.7
	综合支持服务	0	0	0											
	安全和报警服务	0	0	0											
	人力资源与就业服务	0	0	0											
	调查和咨询服务	4	241	11	-21.0%	49.5	7.6	5.4	8.7	21.8%	0.4%	10.8%	15.4%	17.6%	1.4
	工业(运输)	8	209	9	-38.9%	19.8	1.6	0.9	0.6	18.8%	1.0%	4.5%	8.1%	3.3%	1.8
	运输	4	1,710	75	-50.3%	6.4	1.7	0.4	0.6	0.0%	0.0%	6.1%	26.5%	9.8%	4.4
	航空公司	12	1,175	52	-43.4%	28.6	0.9	0.4	0.8	11.3%	0.4%	1.4%	3.1%	2.7%	2.2
工业(运输)	海运	4	1,464	65	-3.5%	10.3	1.7	1.1	2.2	31.9%	3.1%	10.5%	16.8%	21.5%	1.6
	铁路	11	384	17	-23.1%	20.6	1.9	1.1	2.2	28.2%	1.4%	5.5%	9.2%	10.5%	1.7
	陆运	5	435	19	-14.4%	13.6	1.5	1.1	3.8	10.7%	0.8%	8.3%	10.8%	27.9%	1.3
	机场服务	18	1,224	54	-26.3%	10.3	1.2	0.6	3.2	31.9%	3.1%	5.9%	11.3%	30.7%	1.9
	公路与铁路	17	1,611	71	-28.3%	13.3	1.3	0.8	1.9	22.8%	1.7%	5.9%	10.1%	14.4%	1.7
	海港与服务														

资料来源: 信达证券, Bloomberg

附录：图表目录

图表 1：上证综指同比增速 vs.中国 M0 同比增速	3
图表 2：上证综指同比增速 vs.中国 M1 同比增速	3
图表 3：上证综指同比增速 vs.中国 M2 同比增速	3
图表 4：深证综指同比增速 vs.中国 M0 同比增速	3
图表 5：深证综指同比增速 vs.中国 M1 同比增速	3
图表 6：深证综指同比增速 vs.中国 M2 同比增速	3
图表 7：土地交易价格指数（同比增速/2010 年停止发布）vs.M1 同比增速	4
图表 8：土地交易价格指数（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速	4
图表 9：土地交易价指数居住用地（同比增速/2010 年停止发布）vs.M1 同比增速	4
图表 10：土地交易价指数居住用地（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速	4
图表 11：日经 225 指数同比增速 vs.日本 M1 同比增速（全部数据）	5
图表 12：日经 225 指数同比增速 vs.日本 M1 同比增速（1995 年以前）	5
图表 13：日经 225 指数同比增速 vs.日本 M1 同比增速（1995 年以后）	5
图表 14：日经 225 指数同比增速 vs.日本 M2 同比增速（全部数据）	5
图表 15：日经 225 指数同比增速 vs.日本 M2 同比增速（1995 年以前）	5
图表 16：日经 225 指数同比增速 vs.日本 M2 同比增速（1995 年以后）	5
图表 17：日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M2 同比增速（全部数据）	6
图表 18：日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M2 同比增速（1993 年至今）	6
图表 19：日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M1 同比增速	6
图表 20：日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M3 同比增速	6
图表 21：同比增速：日本股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）	7
图表 22：同比增速：中国股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）	7
图表 23：SP500 同比增速 vs.美国 M1 同比增速（1985 年 12 月以前）	7
图表 24：SP500 同比增速 vs.美国 M1 同比增速（1986 年至今）	7
图表 25：SP500 同比增速 vs.美国 M2 同比增速（1985 年 12 月以前）	8
图表 26：SP500 同比增速 vs.美国 M2 同比增速（1986 年至今）	8
图表 27：美国 Freddie Mac 房价指数同比增速 vs.美国 M1 同比增速	8
图表 28：美国 Freddie Mac 房价指数同比增速 vs.美国 M2 同比增速	8
图表 29：同比增速：美国股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）	9
图表 30：同比增速：美国股票 - 房地产 vs.M1 - M3（RHS）	9
图表 31：同比增速：美国股票 - 房地产 vs.M2 - M3（RHS）	9
图表 32：中国台湾股票指数同比增速 vs.M1A 同比增速	10
图表 33：中国台湾股票指数同比增速 vs.M1B 同比增速	10
图表 34：中国台湾股票指数同比增速 vs.M2 同比增速	10
图表 35：中国台湾房地产价格同比增速 vs.M1A 同比增速	10
图表 36：中国台湾房地产价格同比增速 vs.M1B 同比增速	10
图表 37：中国台湾房地产价格同比增速 vs.M2 同比增速	10
图表 38：同比增速：中国台湾股票 - 房地产 vs.M1A - M2（RHS）	11
图表 39：同比增速：中国台湾股票 - 房地产 vs.M1B - M2（RHS）	11
图表 40：马来西亚股票指数同比增速与 M1 同比增速	11
图表 41：马来西亚股票指数同比增速与 M2 同比增速	11
图表 42：马来西亚股票指数同比增速与 M3 同比增速	11
图表 43：马来西亚房价指数同比增速与 M1 同比增速	12
图表 44：马来西亚房价指数同比增速与 M2 同比增速	12
图表 45：马来西亚房价指数同比增速与 M3 同比增速	12
图表 46：同比增速：马来西亚股票 - 房地产 vs.M1 - M2（RHS）	12
图表 47：同比增速：马来西亚股票 - 房地产 vs.M1 - M3（RHS）	12
图表 48：同比增速：马来西亚股票 - 房地产 vs.M2 - M3（RHS）	12
图表 49：房地产投资资金来源总额同比增速 vs.发电量同比增速	14
图表 50：房地产投资资金来源总额同比增速 vs.钢材产量同比增速	14
图表 51：房地产投资资金来源总额同比增速 vs.全国货运周转量同比增速	14
图表 52：房地产投资资金来源总额同比增速 vs.财险保费总收入同比增速	14
图表 53：日本全国地价指数（同比增速）vs.日本 M2 同比增速（全部数据）	15
图表 54：中国土地交易价格指数（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速	15
图表 55：中国土地交易价指数居住用地（同比增速/2010 年停止发布）vs.M2 同比增速	15
图表 56：总负债/总资产 vs.流动负债/流动资产：万科	16

- 图表 57: 总负债/总资产 vs. 流动负债/流动资产: 保利 16
- 图表 58: 总负债/总资产 vs. 流动负债/流动资产: 招商地产 16
- 图表 59: 总负债/总资产 vs. 流动负债/流动资产: 金地 16
- 图表 60: 总负债/总资产 vs. 流动负债/流动资产: 金融街 16
- 图表 61: 东京地区人口总数 vs. 东京所有用途土地价格指数 (全部数据) 16
- 图表 62: 东京地区人口总数 vs. 东京所有用途土地价格指数 (1995 年至今) 16
- 图表 63: 主要成熟经济体 1990 年至今 CPI 同比增速中值 17
- 图表 64: 部分新兴经济体 2000 年至今 CPI 同比增速中值 17
- 图表 65: 货币增速与实际 GDP 同比增速中值差: 成熟经济体 2000 - 2011 18
- 图表 66: 货币增速与实际 GDP 同比增速中值差: 新兴经济体 2000 - 2011 18
- 图表 67: 中国 CPI vs. M1 同比增速 18
- 图表 68: 中国 CPI vs. M2 同比增速 18
- 图表 69: 中国 CPI vs. M1 与 M2 同比增速差额 18
- 图表 70: 中国 CPI vs. CRB 指数 19
- 图表 71: 中国 CPI vs. CRB 食品指数 19
- 图表 72: CRB 指数 vs. 美元指数 19
- 图表 73: CRB 食品指数 vs. 美元指数 19
- 图表 74: 美国 CPI vs. 流动性充裕度 20
- 图表 75: 美国 CPI vs. M2 同比增速 20
- 图表 76: 中国 CPI vs. 流动性充裕度 21
- 图表 77: 中国 CPI vs. M1、M2 增速 21
- 图表 78: 中国 vs. 美国流动性充裕度 21
- 图表 79: 日本央行目标利率与日本本土银行平均新增贷款利率 (1993 年至今) 22
- 图表 80: 日本 vs. 美国: 人均 GDP 增速 22
- 图表 81: 上证综指 vs. PE 估值 24
- 图表 82: 上证综指 vs. PB 估值 24
- 图表 83: 上证综指 RoA 对比 M1、M2 同比增速 25
- 图表 84: 上证综指 RoE 对比 M1、M2 同比增速 25
- 图表 85: 上证综指 vs. 股息率 25
- 图表 86: 标普 500 指数 vs. 股息率 25
- 图表 87: 全收益指数对比指数: 美股标普 500 26
- 图表 88: 全收益指数对比指数: 英国 FTSE100 26
- 图表 89: 全收益指数对比指数: 中国香港 HSI 指数 26
- 图表 90: 全收益指数对比指数: A 股沪深 300 指数 26
- 图表 91: 全收益指数 vs. 主板指数: 2006 年对比至今 (沪深 300、标普 500、FTSE100、恒生指数) 26
- 图表 92: 中国房地产出租回报趋势 vs. 土地交易价格指数 27
- 图表 93: 美国地产出租回报趋势 vs. 房价趋势 27
- 图表 94: 各类资产在以上讨论中模拟测算的 CAGR 28
- 图表 95: 各类资产以左图 CAGR 增长 30 年膨胀倍数测算 28
- 图表 96: 上证综指 RoE vs. PB Ratio 28
- 图表 97: 上证综指 RoA vs. PB Ratio 28
- 图表 98: 深证综指 RoE vs. PB Ratio 28
- 图表 99: 深证综指 RoA vs. PB Ratio 28
- 图表 100: 总资产 / 净资产: 上证综指 vs. 深证综指 29
- 图表 101: 发达市场对照组 30
- 图表 102: 新兴市场对照组 30
- 图表 103: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 发达市场对照组: PB Ratio 30
- 图表 104: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 新兴市场对照组: PB Ratio 30
- 图表 105: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 发达市场对照组: PE Ratio (灰色粗线为 NASDAQ 综指) 31
- 图表 106: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 新兴市场对照组: PE Ratio 31
- 图表 107: 上证综指、深证综指 vs. 发达市场对照组: PB Ratio (2011 年数据取 12 月 25 日, 2006 年数据取 12 月 20 日, 因纳斯达克 12 月 31 日数据有误) 31
- 图表 108: 上证综指、深证综指 vs. 新兴市场对照组: PB Ratio (2011 年数据取 12 月 25 日) 31
- 图表 109: 上证综指、深证综指 vs. 发达市场对照组: PE Ratio (2011 年数据取 12 月 25 日) 32
- 图表 110: 上证综指、深证综指 vs. 新兴市场对照组: PE Ratio (2011 年数据取 12 月 25 日) 32
- 图表 111: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 发达市场对照组: RoA 33
- 图表 112: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 新兴市场对照组: RoA 33
- 图表 113: 上证综指、深证综指 vs. 发达市场对照组: RoA (2011 年数据取 12 月 25 日) 33
- 图表 114: 上证综指、深证综指 vs. 新兴市场对照组: RoA (2011 年数据取 12 月 25 日) 33
- 图表 115: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 发达市场对照组: RoE 34

图表 116: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 新兴市场对照组: RoE 34

图表 117: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 发达市场对照组: 股息率 34

图表 118: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 新兴市场对照组: 股息率 34

图表 119: 上证综指、深证综指 vs. 发达市场对照组: RoE / 股息率 (2011 年数据取 12 月 28 日) 35

图表 120: 上证综指、深证综指 vs. 新兴市场对照组: RoE / 股息率 (2011 年数据取 12 月 28 日) 35

图表 121: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 发达市场对照组: 净资产增长情况 (取 2004 年 12 月 31 日=1, 算法 = 指数 / PB) 36

图表 122: 上证综指 (深蓝) 深证综指 (浅蓝) vs. 新兴市场对照组: 净资产增长情况 (取 2004 年 12 月 31 日=1, 算法 = 指数 / PB) 36

图表 123: 上证综指、深证综指 vs. 发达市场对照组: 净资产增长情况 (2011 年数据取 12 月 25 日) (取 2004 年 12 月 31 日=1, 算法 = 指数 / PB) 37

图表 124: 上证综指、深证综指 vs. 新兴市场对照组: 净资产增长情况 (2011 年数据取 12 月 25 日) (取 2004 年 12 月 31 日=1, 算法 = 指数 / PB) 37

图表 125: 索罗斯的反身性理论在中小板综指上的应用 (2011 年 8 月 7 日更新数据) 38

图表 126: 索罗斯的反身性理论在中小板综指上的应用 (当前数据) 38

图表 127: PB 估值 vs. 市值: 中国 A 股 39

图表 128: PB 估值 vs. 市值: 日本 39

图表 129: PB 估值 vs. 市值: 新加坡 39

图表 130: PB 估值 vs. 市值: 中国香港 39

图表 131: PB 分布: 中国 A 股 39

图表 132: PB 分布: 中国香港 39

图表 133: PB 分布: 中国台湾 39

图表 134: PB 分布: 日本 39

图表 135: PB 分布: 韩国 39

图表 136: PB 分布: 印度 39

图表 137: PB 分布: 马来西亚 39

图表 138: PB 分布: 俄罗斯 39

图表 139: PB 分布: 巴西 39

图表 140: PB 分布: 英国伦敦 39

图表 141: PB 分布: 纽交所 39

图表 142: PB 分布: 纳斯达克 39

图表 143: PB 分布: 加拿大 40

图表 144: PB 分布: 印尼 40

图表 145: PB 分布: 泰国 40

图表 146: PB 分布: 以上平均 40

图表 147: 中小板综指的通道和下轨 40

图表 148: 小股票指数 vs. 主板指数: A 股 (比值 LHS, 指数 RHS) 41

图表 149: 小股票指数 vs. 主板指数: 美股 (比值 LHS, 指数 RHS) 41

图表 150: 小股票指数 vs. 主板指数: 英国股市 (比值 LHS, 指数 RHS) 41

图表 151: 小股票指数 vs. 主板指数: 澳大利亚 (比值 LHS, 指数 RHS) 42

图表 152: 小股票指数 vs. 主板指数: 日本 (比值 LHS, 指数 RHS) 42

图表 153: 小股票指数 vs. 主板指数: 中国香港 (比值 LHS, 指数 RHS) 42

图表 154: 小股票指数 vs. 主板指数: 中国台湾 (比值 LHS, 指数 RHS) 42

图表 155: 小股票指数 vs. 主板指数: 韩国 (比值 LHS, 指数 RHS) 42

图表 156: 小股票指数 vs. 主板指数: 新加坡 (比值 LHS, 指数 RHS) 42

图表 157: 小股票指数 vs. 主板指数: 越南 43

图表 158: 小股票指数 vs. 主板指数: 马来西亚 (比值 LHS, 指数 RHS) 43

图表 159: 小股票指数 vs. 主板指数: 泰国 (比值 LHS, 指数 RHS) 43

图表 160: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 银行 45

图表 161: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 保险 45

图表 162: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 保险 46

图表 163: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 运输 47

图表 164: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 综合金融 48

图表 165: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 房地产 49

图表 166: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 资本品 50

图表 167: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 汽车 51

图表 168: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动): 医疗与制药 52

图表 169: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动):
公用事业 53

图表 170: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动):
食品饮料 54

图表 171: GICS 细分行业市场数据 (灰色为强于当地市场中值水平, Change 统计 2011 年股价变动):
软件与服务 55

图表 172: 上证综指 1991-2000 58

图表 173: 上证综指 1996-2005 58

图表 174: 上证综指 2001-2010 58

图表 175: SP500 指数 1931-1950 59

图表 176: SP500 指数 1951-1970 59

图表 177: SP500 指数 1971-1990 59

图表 178: SP500 指数 1991-2010 59

图表 179: HSI 指数 1971-1980 59

图表 180: HSI 指数 1981-1990 59

图表 181: HSI 指数 1991-2000 59

图表 182: HSI 指数 2001-2010 59

图表 183: SET 指数 1991-2000 60

图表 184: SET 指数 2001-2010 60

图表 185: 平均累计回报 2010.9.15-2011.3.30 61

图表 186: 回报中值 2010.9.15-2011.3.30 61

图表 187: 上证综指测试区间 2010.9.15-2011.3.30 61

图表 188: 平均累计回报 2010.9.15-2011.3.30 61

图表 189: 回报中值 2010.9.15-2011.3.30 61

图表 190: 上证综指测试区间 2010.9.15-2011.3.30 61

图表 191: 平均累计回报 2011.5.30-2011.12.12 62

图表 192: 回报中值 2011.5.30-2011.12.12 62

图表 193: 上证综指测试区间 2011.5.30-2011.12.12 62

图表 194: 240x240 正回报概率 2010.9.15-2011.3.30 63

图表 195: 240x240 正回报概率 2011.5.30-2011.12.12 63

图表 196: 正回报概率 2010.9.15-2011.3.30 63

图表 197: 正回报概率 2011.5.30-2011.12.12 63

图表 198: 每日回报标准差 2010.9.15-2011.3.30 63

图表 199: 每日回报标准差 2011.5.30-2011.12.12 63

图表 200: 回报波动区间 2010.9.15-2011.3.30 63

图表 201: 回报波动区间 2011.5.30-2011.12.12 63

图表 202: 总回报标准差 2010.9.15 - 2011.3.30 64

图表 203: 总回报标准差 2011.5.30 - 2011.12.12 64

图表 204: 总回报区间 2010.9.15-2011.3.30 64

图表 205: 总回报区间 2011.5.30-2011.12.12 64

图表 206: 累计回报 2010.9.15-2011.3.30 65

图表 207: 累计回报 2011.5.30-2011.12.12 65

图表 208: 累计回报: 两个测试区间比较 65

图表 209: A 股 GICS 细分板块数据一览 67

图表 210: A 股 GICS 细分板块数据一览 (续) 68

图表 211: A 股 GICS 细分板块数据一览 (续) 69

图表 212: A 股 GICS 细分板块数据一览 (续) 70

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。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5%～20%； 持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

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。