

我们不需要多巴胺：关于股价波动的思考

报告要点：

● 我们有没有想过，我们关于某个行业的绝大多数了解和展望，对这个行业来说是慢故事：

1) 在一个产业的生命周期中，只有极短的一段“创新促动期”会使得资金集中交易行业前景，而后，产业前景会极为缓慢地被注入股价之中；

2) 之所以如此，是因股价往往受限于流动性和稳定性，我们在《当钱可以配得上我的梦想：宏大叙事的周期》中曾有叙述。

● 但相应地，我们在二级市场上拿一只股票的平均时长不超半年，在如此短的时间之内，我们往往等不到行业前景的兑现，于是，很多产业信息和故事，不再是指导投资的立竿见影的信号。

● “高增长”和“龙头”其实是长期逻辑，在短期不一定是赚钱的保证：

1) 2022年内业绩增长最快的十个赛道中，有7个赛道的赛道股是跌的，十年来业绩增长最快的王者是新能源和新材料，这两个指数的上涨过程也并非一路坦途；

2) 可追溯的时间里，龙头的超额收益应更多来自于资金推动，而非产业规律，新能源和新材料这两个高增长赛道的龙头（隆基绿能、国瓷材料）的回溯赔率均在40%左右。

● 左右短期股价的可能就是一些极边际的东西，而这些细微的变化却往往被人忽视：

1) 从心态角度，我们在对某个行业无比深信且乐观之时，这个行业的安全边际其实是极差的，在已经非常亢奋的情绪下，市场往往不容易变得更加亢奋，反而更容易变得冷静一点；

2) 在这个维度上，我们对产业研究的观察是存在边界限制的，影响短期行业波动的往往不是产业本身，而可能要归到更高的层面，如新能源汽车。

● 横向比较是个致命的陷阱：

1) 不是增长快的行业永远比增长慢的行业具备投资价值，新能源汽车的压力并不在于新能源汽车的销售增长慢于传统汽车，而是新能源汽车的销售增长速度本身在收敛；

2) 在过去的十年内，影视院线和农化制品是收缩偏大的行业，我们投资这两个行业的胜率仅比投资新能源新材料低20%左右；

3) 对于前景差异巨大的两组行业来说，如果拉短期限去看，我们有80%的机会享受不到投资于新能源新材料的胜率红利。

● 这个道理放在大类资产配置上也依然适用：

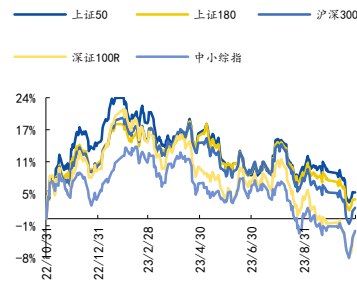
1) 很多人都可以滔滔不绝地讨论宏观，但这些宏大叙事很少能在短期对资产形成定价；

2) 对短期经济数据的观察是宏观投资更重要的事情，央行可以在CPI高时降

主要数据：

上证综指：	3021.55
深圳成指：	9927.99
沪深300：	3583.77
中小盘指：	3644.56
创业板指：	1977.69

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《宏观与大类资产周报：财政的基因》2023.10.29
《利多出尽的美国经济》2023.10.28

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

分析师 孟子君
执业证书编号 S0020521120001
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

准，也可以在 CPI 低时升准，流动性周期的走势取决于预期差，而非数据高低本身；

3) 对利率债来说，我们在感觉政策松的时候买入利率债、在感觉政策紧的时候卖出利率债，这个思路大概率是不挣钱的。

● 无论是宏观投资还是公司投资，我们要重视相对更“弱”的逻辑，一旦这些逻辑慢慢兑现，我们对这些逻辑产生了认同和深刻的体悟，我们的投资可能变得更加自信，但可能却收获不了预想的果实。

风险提示：国内宏观政策不及预期

1. 为什么博古通今的研究不挣钱

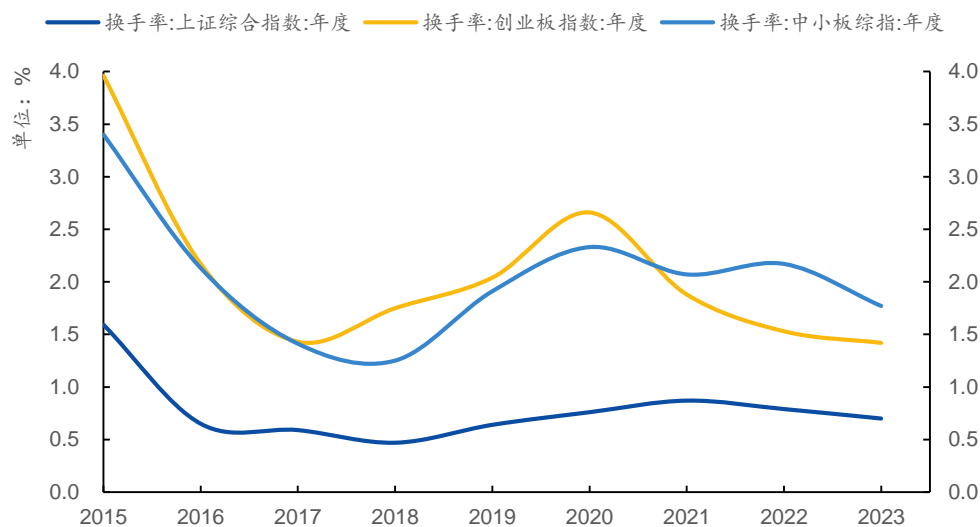
从业期间，我们经常会遇到资深投资者或者行业专家，就某一行业侃侃而谈。从眉间到措辞，都能看到这些专家对行业非常熟悉，从技术原理到行业竞争的格局，从行业人才的流动到公司的管理风格，这些专家了如指掌、如数家珍，但一旦落实到投资上，却往往亏多盈少，为何行业专家在如此了解一个行业的情况下，却看不准行业的股价。

其原因在于投资逻辑和投资实务的错位。

1) 专家对一个行业所掌控的信息，基本上是这个行业的慢变量。行业的前景需要慢慢展现，公司的利润需要慢慢扩张，在专家口中的这些远大前景，在短时之内也许很难发生肉眼可见的变化，只有在很长的时间内，才能去验证这些判断的对错。

2) 但多数资金基于一个公司或行业的远期前景进场后，往往等不到这些前景的兑现，就会匆匆收场。上证综指每日的换手率约在 0.7% 左右，中小板和创业板每日换手率分别在 2% 和 1.5% 左右，这意味着，我们在二级市场上平均拿一只股票的时间不到半年，这个时长很明显和我们的逻辑是匹配不起来的。

图 1：投资者持有股票的时长，与买入逻辑是不匹配的

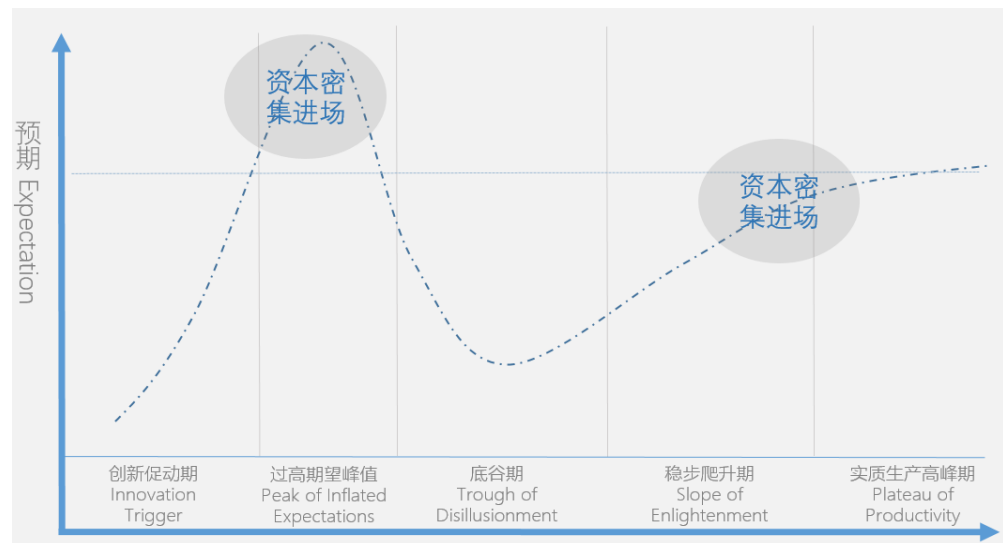


资料来源：Wind，国元证券研究所

那资本市场能不能提前且集中反映这些远大前景，使得在实体经济中的慢变量，在资本市场中变成快变量呢。实际上，很难。

1) 按照 gartner 曲线，在一个产业的生命周期中，只有一段时间资金会集中交易行业前景。只有对于一个仅在萌芽期且高速增长的新兴产业来说，资本才会集中交易一轮产业故事，而后在估值调整后，行业会进入漫长的稳步爬升期，在此之外，业绩前景一律是资本市场的慢故事。

图 2：在一个产业的生命周期中，只有一段时间资金会集中交易行业前景



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 原因我们曾阐述过，无论一个发展阶段靠前还是靠后的行业，都不会在资本市场一次性兑现其未来所有空间和业绩（见《当钱可以配得上我的梦想：宏大叙事的周期》）。当行业走过“创新促动期”之后，很多行业信息和前景都变成了慢变量，也就是说，当一个行业在第一轮资本密集进场结束后，很多产业信息和故事，不再是指导投资的立竿见影的信号。

2. 美丽故事往往是最后一棒

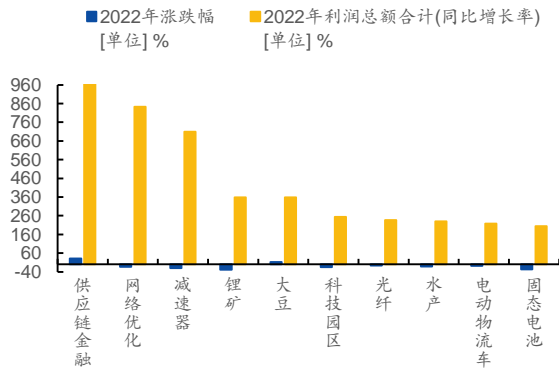
2.1 “高增长”和“龙头”不一定代表盈利

现实是，我们往往愿意赌一个业绩爆棚的故事，却又要求这个故事在短期兑现。一个常规化的美丽故事是：我们找到高增长或预期不错的行业，然后重仓投资了该赛道的龙头。

事实上却往往事与愿违。

1) **高增长不一定能赚钱。**2022 年是一个简单的例子。2022 年内业绩增长最快的十个赛道中，有 7 个赛道的赛道股是跌的，包括去年呼声很高的锂矿和固态电池；此外，在过去十年内，增长最快的赛道是新能源和新材料，其利润分别比十年前增长 31 倍和 117 倍。但就股价来说，很明显新能源和新材料的指数在这些年的上涨并非一路坦途，二者都各自经历过三轮年度级别且幅度可观的调整。

图 3：高增长不一定能赚钱



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：新能源和新材料利润增长迅猛但股价表现波折

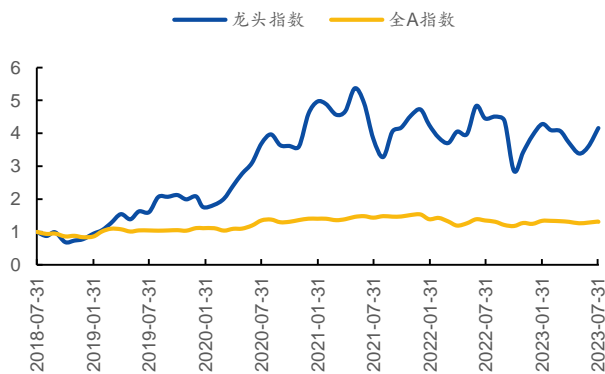


资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 龙头也如是。过去五年间，龙头指数的超额收益先正后负，即使在 2021 年 5 月前，龙头有稳稳正收益的时代，我们也不能把原因归为产业规律，其原因很可能是我们在当时受了外部资金大幅流入的影响，而如今随着该资金中枢的降低，龙头的不确定性反而会高于非龙头。

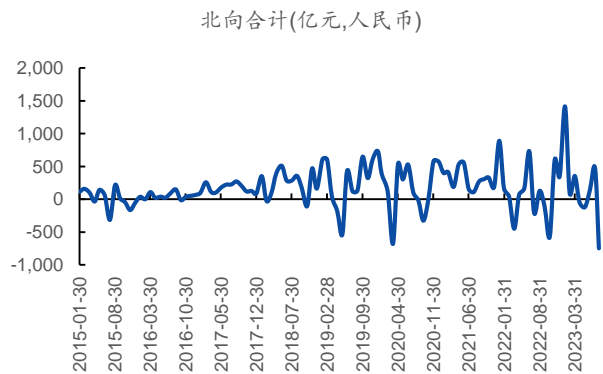
此外，我们如果成功参与了新能源和新材料这两个高增长赛道的龙头(隆基绿能、国瓷材料)，也不一定赚钱。假若我们在第二增长曲线结束之前持有这两个企业的股票，且只持有半年的时间，目前回溯的赔率均在 40%左右，且若赶上压力偏大的年景，存在半年内股价腰斩的可能。

图 5：过去五年间，龙头指数的超额收益先正后负



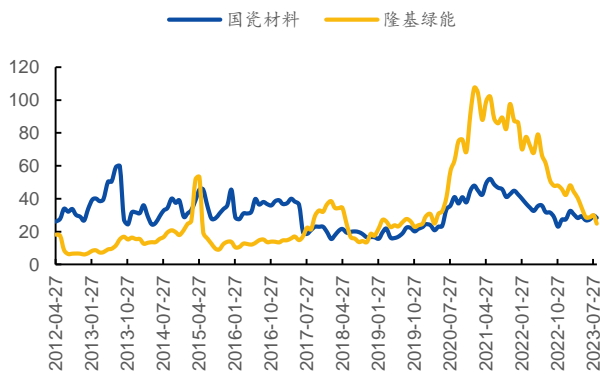
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：龙头指数表现优异与增量资金相关



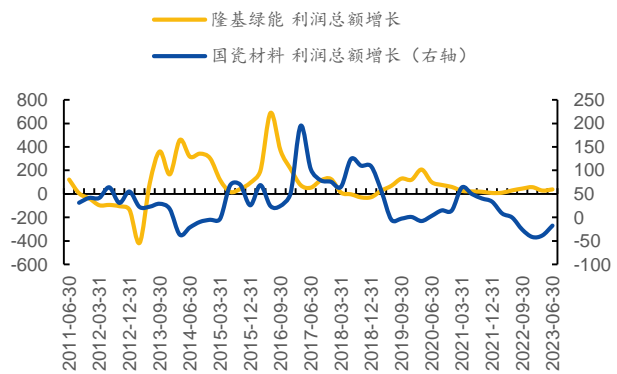
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：参与新能源和新材料赛道龙头不一定能赚钱



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：新能源和新材料赛道龙头利润表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

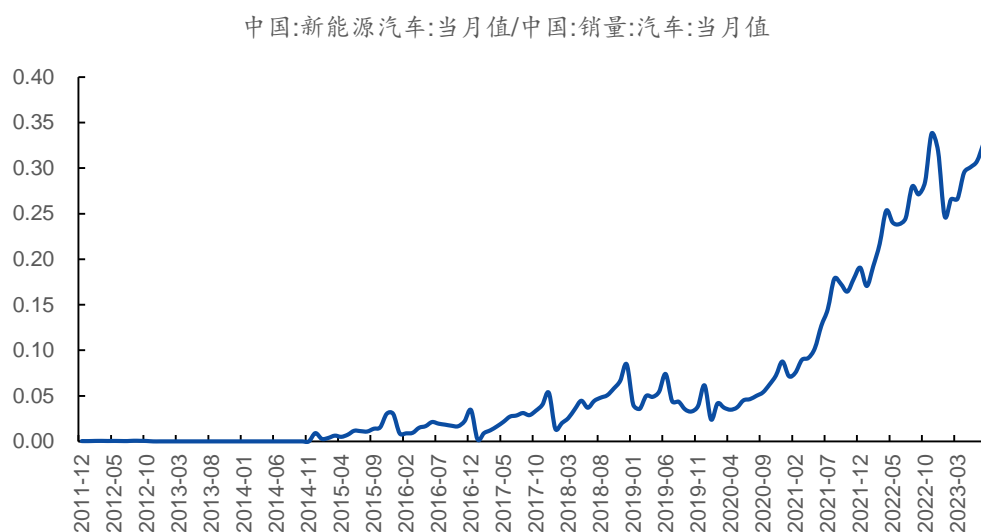
2.2 多巴胺是收割机

美丽故事可能早就被市场交易完毕，左右短期股价的可能就是一些极边际的东西，这些细微的变化却往往被人无视，全因这些故事无法有效刺激起我们的多巴胺。

拿新能源汽车来说，我们如果在过去任何一个时间点，对新能源汽车表达自己乐观的情绪，这些观点无疑都是正确的。如果市场深信，到 2030 年新能源汽车的渗透率能超过 50%，这应该是个极为乐观的表达，但如果过了半年，市场预期新能源汽车渗透率超过 50% 的时点可能要拖到 2032 年，这个观点也不可谓不乐观，但在此间，股价往往是下跌的。

在担心和恐慌中买进，在贪婪和歇斯底里中卖出。我们在对某个行业无比深信且乐观之时，这个行业的安全边际其实是极差的，在已经非常亢奋的情绪下，市场往往不容易变得更加亢奋，反而更容易变得冷静一点。于是，在浮亏后，我们陷入深深的自我怀疑：这个故事完美无瑕，变数又极少，为何投进去就不停在亏钱。

图 9：新能源汽车的渗透率



资料来源：Wind，国元证券研究所

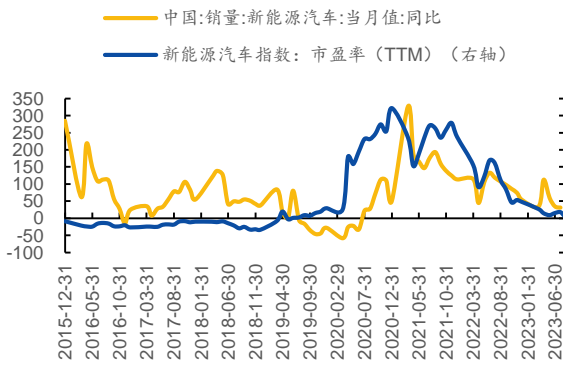
造成预期变化的原因很多，有行业层面可以解释的，当然也有一部分，只能越过行业层面，从更高的层面（甚至宏观层面）去解释。比如，新能源汽车市盈率和销量的脉冲图形非常相似，而新能源汽车的销量又和原油价格周期息息相关，这意味着，新能源汽车的一部分预期变化是需要在全球商品的框架内解释的。

3. 当我们对很多事情定了性

3.1 横向比较不可取

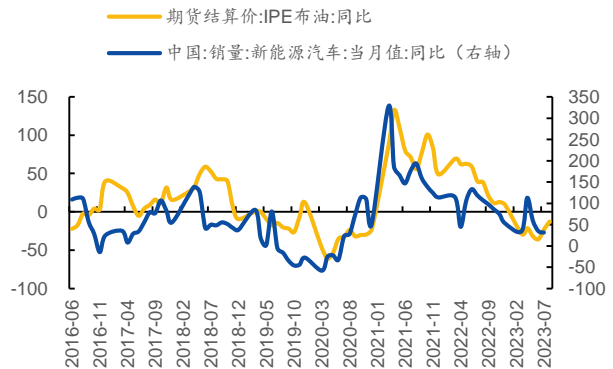
另一个致命的思路是：我们不但习惯了简单框定行业，而且习惯了横向比较。当前新能源汽车销量目前尚有 30% 增长之高，且销售增长速度明显快于传统汽车，这是现在一众看多新能源汽车的投资人的逻辑。但如果拉开数据的话，去年同期新能源汽车的销售增长速度是 119%，前年同期是 176%，今年新能源汽车的销售增长仅仅 30%，而反观传统汽车，这三年的销售增长一直维持在 0 速附近，那往后来看，新能源汽车一定比传统汽车具有更高的安全边际吗？

图 10: 新能源车的增速有在放缓



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 11: 布油的价格变化

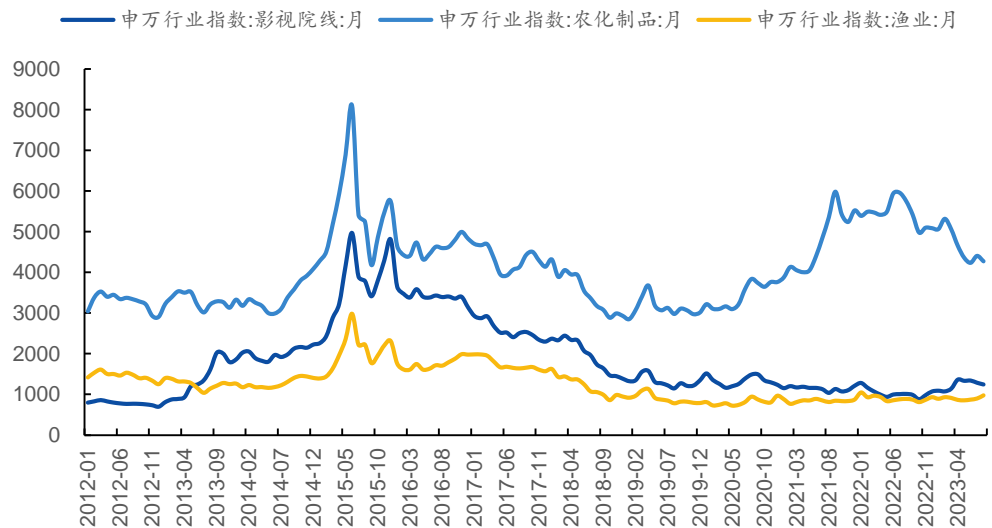


资料来源: Wind, 国元证券研究所

3.2 野百合也有春天

举一反三, 如果某些行业所拥有的是哪些不那么美丽的故事, 也并不一定没有机会。按照申万二级行业来匡算, 在过去的十年内, 影视院线和农化制品是收缩偏大的行业, 自 2012 年起, 这两个行业的利润就亏多盈少, 如果我们假设在每个时点各自持有指数半年的话, 其胜率分别为 38%和 47%, 也就是说, 如果在不择时的情况之下, 就算把持仓从收缩最快且没有希望的行业调整到预期最优且成长最快的行业, 我们的胜率也只能提升 20%左右。

图 12: 申万二级行业中一些另外的故事线

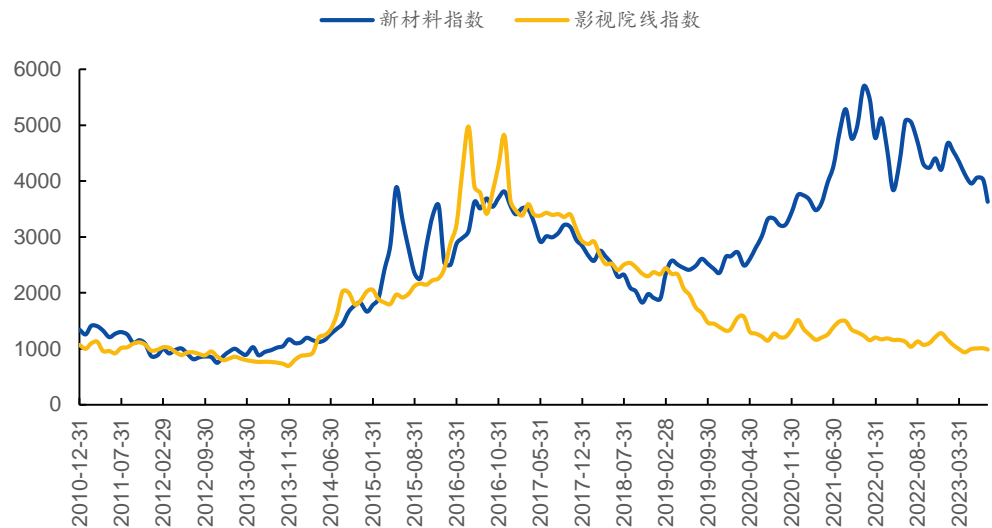


资料来源: Wind, 国元证券研究所

这个 20%看上去确实是显著的超额胜率, 但如果拉短期限去看, 我们有 80%的机会享受不到这 20%的胜率红利。同时提起新材料和影视院线这两个行业的话, 很

多投资经理会摆出一副非常不解的表情：一个行业蒸蒸日上，一个行业日薄西山，怎么会把这两个行业放在一起比较。当然，这个判断没有问题，在过去十年的任何一刻，新材料的前景都要比影视院线好，然而，我们另外也可以看到，并不是任何一刻我们买入新材料指数，其收益都会比影视院线高，就从最近十几年的时间看，影视院线也仅仅因为疫情的原因，比新材料少走了一轮周期而已。

图 13：新材料指数和影视院线指数比较



资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 宏观和大类资产配置：不能跟着感觉走

当然，这个道理放在大类资产配置上也依然适用，理解宏观世界，最关键的就是这个边际思维。

很多人都可以滔滔不绝地讨论宏观。从中美局势到产能过剩，从地方债信用到地产景气，往远看，看多中国者和看空中国者各执一词，似乎这些讨论对投资非常有效。但事实上，如果我们不能把一个资产拿到很远的未来，对很远的未来的探讨及争执又有何意义，我们讨论的这些制造业转型、地产信心、财政空间及国际关系等变化，究竟有多少能在短期形成资产价格的变化。

事实上，我们亦往往痴心于宏大叙事，而忽视对短期经济数据的观察。

我们经常听到一种说法：CPI 都这么高了，我们理应上调准备金率，或者经济都这么差了，我们理应降准。但我们看到，CPI 的绝对高低和准备金率的调整并没有那么绝对的关系。拿 2009-2011 年那一轮政策周期来说，在 2010 年 1 月第一次调升准备金率之时，CPI 仅仅 1.9%，而在 2011 年 12 月第一次调降准备金率时，CPI 却高达 4.2%。

这个简单的例子其实说明：事态的关键是预期差。在 CPI 尚停留在 1.9% 时，CPI 已经从当时那轮周期的底部水平 (-1.8%) 往上走了近 4 个百分点，这个趋势已经让

市场提高了对通胀的警觉，而当CPI在4.2%时，CPI也自那轮高位（6.4%）向下走了逾2%，虽然当时CPI增长速度不低，但市场也认为通胀正在往低增长的方向行驶。

图 14: CPI 的绝对高低和准备金率的调整并没有那么绝对的关系



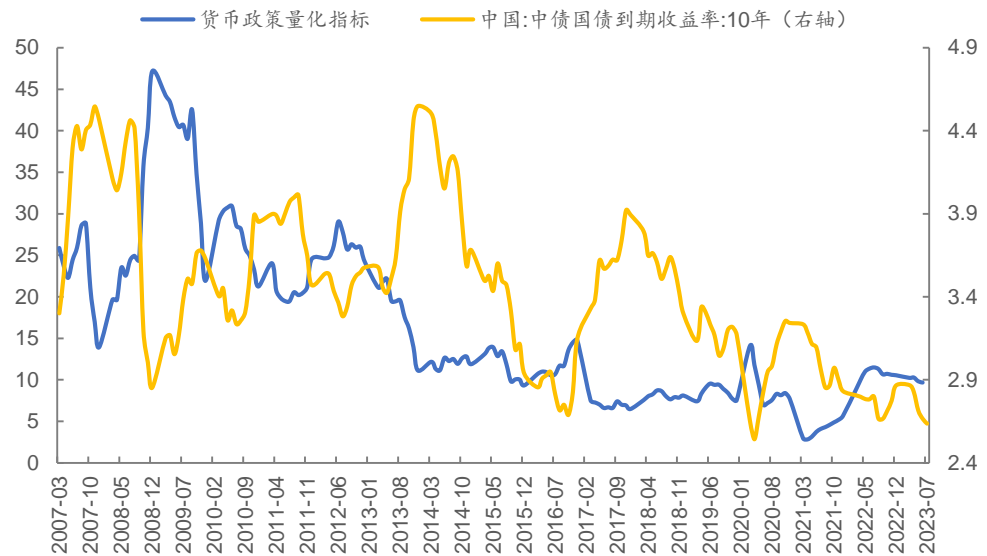
资料来源: Wind, 国元证券研究所

如果这个故事还算容易理解的话，把这个道理放在利率债投资上，就经常显得背离直觉。

人对货币政策的松紧是有体悟的。比如说，在货币政策松的时候，央行会降息降准，在OMO操作上会天量净投放；在货币政策紧的时候，央行会加息加准，也会在OMO操作上净回笼资金，这些观察其实都非常客观，我们即使用货币政策量化指标去量化货币政策的基调，也能看到，当我们感觉政策松时，货币政策量化指标处于高位，反之，则量化指标处于低位，我们的感觉和量化的结果是基本吻合的。

但如果在利率债投资上，我们的操作以我们的感觉为基准，即在感觉政策松的时候买入利率债、在感觉政策紧的时候卖出利率债，这个思路大概率是不挣钱的。从下图中即可看到，债券市场的牛市往往启动于量化指标的低位，意即我们感觉货币政策很紧的时候，如果我们都感觉货币政策松了，这时债券牛市已经走了大半。

图 15: 如果我们都感觉货币政策松了, 这时债券牛市已经走了大半



资料来源: Wind, 国元证券研究所

5. 弱逻辑是投资时, 强逻辑是收获时

无论是宏观投资还是公司投资, 我们要重视相对更“弱”的逻辑。即这些逻辑仅仅停留在纸面上, 没有得到我们感觉的共鸣, 一旦这些逻辑慢慢兑现, 我们对这些逻辑产生了认同和深刻的体悟, 这些逻辑就变成了强逻辑。当逻辑变强时, 我们基于强逻辑的投资更加自信, 但可能却收获不了预想的果实。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188