2020 年 9 月 9 日

中国市场策略

美股继续暴跌

洪灏, CFA
hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802
研究部主管

昨夜美股继续暴跌，FANGMAN 7 大科技股市值损失了超过一万亿美元，相当于整个印尼的 GDP 国民生产总值。纳指三天最深暴跌了逾 10%，进入技术分析定义的“技术调整”。纳指的这 10 个点的暴跌，前六大之前涨幅最高的股票，苹果、微软、谷歌、亚马逊、特斯拉和脸书贡献了 60%的跌幅。这是美股 3 月 24 日触底反弹以来第二大的单天跌幅，最大的单天跌幅发生在 6 月 11 日。

看了一下市场共识对于昨晚美股继续暴跌的解释，不外乎是美股严重脱离基本面、阿斯泰康的新冠疫苗第三阶段人体测试因为实验者的不良反应而被迫暂停，等等。其实，美股早就脱离了地心引力，脱离了基本面。而开发疫苗的并不只有阿斯泰康一家公司。昨天有消息称中国自主开发的新冠疫苗有望在年底前量产。因此，市场共识的这些因素都无法解释美股的暴跌。

在我上周四的报告《***美股开始暴跌***》以及最近的一系列采访中，我讨论了美股极端的情绪和异常的交易情况，以及美股估值明显泡沫化的因素。同时，值得注意的是，在美股 3 月历史性暴跌之后的这一轮历史性上涨中，不仅仅是散户在疯狂地加仓，机构，尤其是对冲基金这些一般都被认为是“聪明钱”的资金，在七月份之后不断地通过杠杆的形式加仓买入。在周一与《证券时报》的 90 分钟的直播分享中，我讨论了泡沫形成的三个要素：具有故事性的伟大愿景、流动性和杠杆。这三个要素最近在美股演绎的淋漓尽致。也就是说，连“聪明钱”都跟着散户一起疯狂了。

昨晚还看到美国散户的首席代表 DDTG 发推向马斯克求救。其实，特斯拉在市场的最高点以市场价增发 50 亿美元的时候就已经知道了自己不能进入标普 500 指数了。同时，特斯拉最大的外部股东和马斯克自己也减持了不少。因此，特斯拉的这次增发是在有显著负面内部消息的前提下进行的，俗称“内幕交易”。即使特斯拉从顶部至今几天就跌去了 1/3，还是比 2 月份增发的时候贵一倍；如果特斯拉再跌 1/3，那么它的市值将大致等于曾是全球最大的车企丰田的市值，而丰田车的销量是特斯拉的 20 倍。

周末的时候，我还讨论了软银的愿景基金用最高达几十亿美元的资金交易美股科技股看涨期权的问题。在我的报告《***美股开始暴跌***》中，我详细讨论了市场如何以为可以用期权交易逼仓期权做市商制造出股价“永动机”的逻辑。然而，在软银疯狂交易美股期权的同时，7 月以来日本投资者在疯狂地卖出美股的持仓，减持超过了 500 亿美元，是我看到的 1996 年以来有数据最大规模的资金出逃。如果这些资金和软银基金有重合的话，那么意味着软银在通过卖出股票和买入看涨期权构建了一个合成的看跌美股期权。不管这些日本投资者和软银基金的关系，资金历史性的出逃或是合成的看跌期权，对于美股整体来说都是负面影响。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

我把最重要的因素留在了最后。

在最近一系列的关于美国大选民调和数据模拟的跟踪微博里，我向各位提示了拜登开始领先的局面，尤其是在摇摆州。有很多读者引用那个虚无缥缈的义乌指数来“证明”实际情况。其实，我从来没有看到过实际的数据。这个指数只存在于网络段子里。7 月以来，川普的民调支持率有所上升，一直到 9 月份，我们就开始看到拜登的民调和赢面开始领先。同时，拜登的单月精选资金筹款破纪录地达到了两亿多美元，打破了奥巴马的曾经持有的单月筹款记录。

市场对于美国竞选非常敏感，许多人都在竞猜谁胜出后对于市场的影响。从市场隐含波动性 VIX 期货的交易情况看，随着川普的支持率 6 月后明显地上升，美股也开始直线拉升。这个从 11 月的波动率期货价格和近月的波动率价格差距的扩大可以看出。在 9 月 2 日这一轮美股暴跌后，我们看到这个差距开始收窄，收窄的速度甚至比 3 月份美股历史性暴跌时还要快（**图表 1**）。同时，尽管昨晚美股继续暴跌，但是 VIX 市场隐含波动率其实并没有太大的动作。因此，大部分的波动率期货价差的改变出自于远月，也就是竞选月。此刻，市场定价似乎突然进入了模式转换。

其实，美股是否泡沫已经不必争论，但是，是否泡沫和泡沫何时破灭是两个不同的问题。美元的弱势似乎有所收敛。之前我也向各位读者提示了美元期货非商业头寸的极端情况。假如美元短期大幅走强，也就意味着短期流动性的再次收紧。现在就看美联储的了。

图表 1: 波动率期货价格和近月波动率价格差距开始收窄，收窄速度比 3 月美股历史性暴跌时更快



资料来源：彭博，交银国际

近期报告

20150506	调教“人民日报牛”
20150511	降息如期而至；历史会否重演？
20150528	“5-30”：以暴跌纪念暴跌
20150616	伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟
20150624	“钱荒”纪念日
20150629	央行双降又如何
20150702	证监会平抑市场波动
20150706	各部联合出大招又如何？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件
20151130	市场的三个极端
20151209	2016 年展望：资产慌
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次
20160108	熔断机制暂停又如何？
20160115	超卖的修复
20160121	软弱的对手盘
20160125	稳定一个不稳定的市场
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限
20160301	增长乏力，则股市疲软
20160307	两会周期小阳春
20160321	历史性的市场分歧
20160418	周期的假像
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔
20160606	市场见底：何时何地
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望
20160627	脱欧后，如何交易中国
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20160822	市场盘整
20160912	最拥挤的交易
20161114	特别报告：价格的革命
20161206	2017 年展望：微妙的平衡
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动
20170324	中国经济周期权威指南
20170413	市场价格失灵
20170524	新监管下的风险重新定价
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考
20170714	突破“三套牢”
20170828	中国经济周期权威指南之二－新高
20170829	“心”周期
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱
20171204	2018 年展望：无限风光
20180131	狗年：2017 年的领悟
20180207	市场危机
20180323	非常规贸易战
20180326	1987
20180409	因战而战
20180423	大国博弈
20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡
20180614	中国投机权威指南
20180703	何处是底
20180723	反弹和见底
20180813	向政策再借一命
20180903	中美周期的冲突
20181029	救市会成功吗？
20181119	2019 展望：峰回路转
20190201	峰回路转：狗年的教诲
20190301	融资牛路在何方
20190311	谁在买？谁会再买？
20190322	市场确认了一个重要的拐点
20190408	卖方研究员的自我修养
20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20190506	策略的沉思
20190514	“战争”与和平
20190530	2019 下半年展望：贸易摩擦的代价
20190628	投票的艺术
20190920	中国市场预测权威指南
20191111	展望 2020：静水流深
20191230	展望十年：长波中的退潮
20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20200224	放水符
20200228	瘟疫咒
20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20200303	周期的韵律
20200305	市场危机中，你应该问的问题
20200309	股市韭菜主义
20200310	中国是“避风港”吗?
20200316	中国式抗疫
20200320	周期之美
20200323	希望和奢望
20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20200330	估测中国失业率
20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20200409	桑德斯的传奇
20200416	社会的割裂
20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢
20200428	创业板注册制又是一次重要的市場改革
20200610	2020 年下半年展望：潜龙欲用
20200616	美联储垃圾回收计划
20200706	牛市归来了吗?
20200713	与牛共舞
20200720	3500
20200727	政策的信号
20200803	新世界格局里的“双循环”
20200810	中美角力对股市的影响
20200817	节约粮食的意义
20200824	创业板历史性改革：如何交易，及其意义

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股（集团）有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公司、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司、奇士达控股有限公司、康方生物科技（開曼）有限公司、京东集团、青岛控股国际有限公司、永泰生物制药有限公司、港龙中国地产集团有限公司、新娱科控股有限公司、大山教育控股有限公司、虎视传媒有限公司、渤海银行股份有限公司及福禄控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。