2020年7月27日

中国市场策略

政策的信号

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

中国股市上周五再次遭遇挫折，上证暴跌近 4%，创业板下跌逾 6%。与此同时，主要股指实际波动率回升至 2018 年底中美贸易摩擦全面升级时的水平，以及今年 2 月新冠病毒疫情肆虐时的水平。我们两周前预测的市场回调仍在继续（《***与牛共舞***》，20200713）。在这样的一个市场里交易不得不忍受市场巨幅的波动。

在这扰乱人内心平静的市场动荡中，我应邀出席了一个由人民大学组织的在线高端论坛，与其他在市场不同领域中享有盛名的经济学家一起讨论时势，并发表演讲。会议主持人在现场问我，当下宽松的货币政策是否引发了市场中的金融套利，新增的流动性是否并没有帮助到经济里最需要帮助的地方。这样的问题意味着，市场共识开始担忧潜在的货币政策转向的可能性，尤其是考虑到最近市场的飙升，以及人们对类似于 2015 年泡沫的关注。与此同时，一个房地产高层会议再次强调了“房住不炒”的政策思路。

所有的政策都有成本。对于任何市场，无论是作为新兴市场的中国，还是作为成熟发达市场的美国，宽松货币政策的代价都是往往会引发市场投机。在市场日成交额远超万亿元的充裕的流动性中，同时在市场波动剧烈、未来不确定的情况下，人们是不会关注基本面的，而是会更热衷于投机交易。毕竟，不断上升的不确定性使未来变得越来越难以捉摸，因此研究基本面只是徒劳。考虑到流动性和不确定性，人们将出于贪婪的本性进行交易和投机，而不是买入持有、长期投资。因此，我们可以把因投机加剧驱动的市场上涨视为任何货币宽松政策的必要成本。而政策决策的关键是看这些成本是否超过了宽松政策的必要性。

我们认为，政策需要保持对实体经济的支持。第 2 季度经济增长的结构比预期要差，上半年经济仍为负增长。就业前景仍然不明朗，服务业和中小企业仍在恢复中。展望未来，中美的竞争正在升级，并可能持续到 11 月的美国大选。简而言之，经济将需要财政和货币政策所能提供的一切帮助。市场利率下降到低于官方存款利率，并在 2 季度导致了一些暂时的套利机会去赚得息差。然而，这就是市场在发挥功能。这样的套利交易的存在反而将使市场价格恢复正常。毕竟，在 2013 年 6 月的“钱荒”之前，中国金融体系中的漏洞导致市场利率长时间地低于基准存款利率，从而创造了持续的套利机会。然而，自金融业改革以来，这些系统上的漏洞已经被填补。

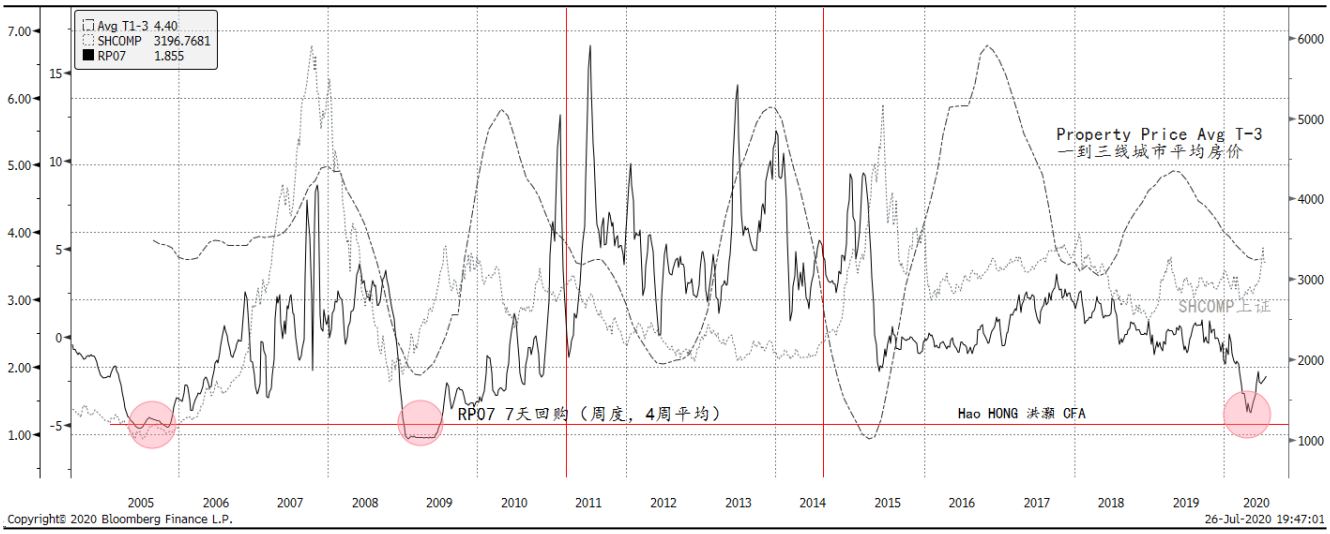
与此同时，房地产的微调有可能是政策基调微妙变化的前奏。最近几个星期，人们购房的热情再次成为新闻头条。许多城市再一次见证了购房者排起长队抽签买房子的现象。许多城市的房地产销量现在大多回到了新冠肺炎爆发前的水平。生产水泥的机器也忙起来了。由于房地产泡沫给中国经济带来的系统性风险大于股市，尤其是在股票市场的大盘股估值仍较低的情况下，所以决策者的密切关注也就不足为奇了。

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

尽管如此，我们注意到自 2014 年以来，房地产价格通胀和股票回报呈负相关的关系（**图表 1**）。尽管房地产投机的新闻头条吸引了很多眼球，但房地产价格通胀实际上是温和的，特别是考虑到低利率的环境。如果有关部门也看到了同样的情况，那么房地产会议发出的信号是要让房地产市场的势头降温，而不是像当年那样采取强硬的房地产紧缩政策来抑制泡沫。如果房地产价格通胀在政策的调控下保持温和，鉴于自 2014 年以来的房价和股价的负相关关系，这对股市来说并不是一个坏的先兆。此外，市场利率仍接近历史低点，对应着中国股市的历史低点（**图表 1**）。中国最大的蓝筹股指数的长期技术图形显示出长期上升趋势（**图表 2**）。除创业板外，中国主要股指估值仍然偏低，尤其是上证 50、沪深 300、恒生国企指数等大盘股指数（**图表 3**）。

短期内，决策点是在稳定经济和抑制市场投机之间取得平衡。即将开幕的工作会议将揭示更多政策线索。市场其实也理解这些微妙迂回之处，因此，在未来几周，随着许多上市公司减持的压力上升，市场可能会继续受到困扰。尽管长期估值支持尤其是大盘蓝筹股为主的股票，但出于人类贪婪的本性而进行交易的本能，将使未来 5 年或更长时间之后才会出现的那些长期前景在交易员眼里变得模糊。昂贵的创业板指数的波动将继续扰乱市场情绪。因此，市场仍将很难稳定。

图表 1: 2014年以来房价与股价负相关；利率处于历史低位，支持股市



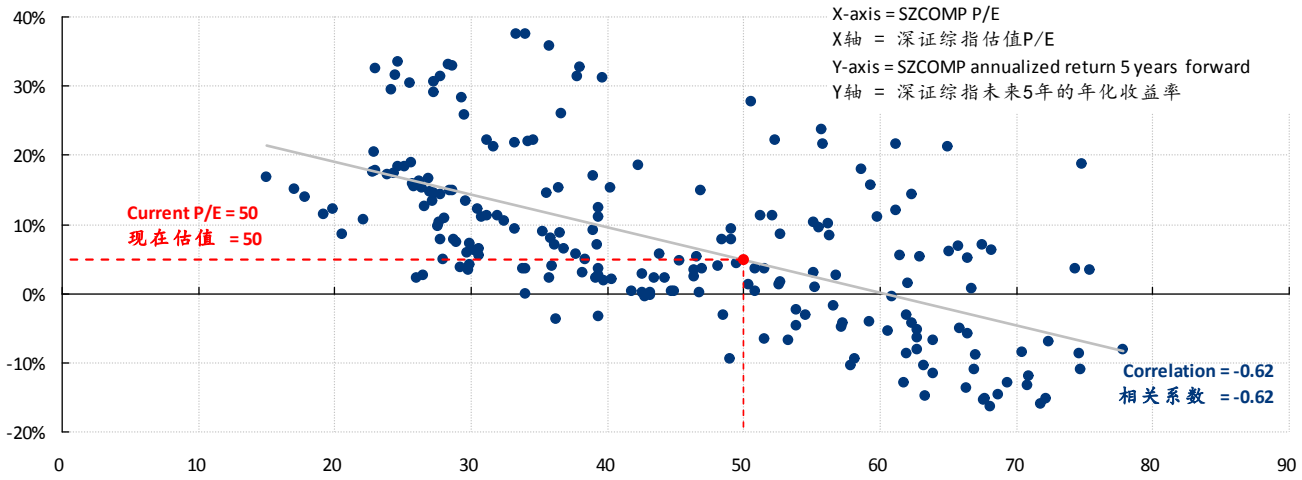
资料来源：彭博，交银国际

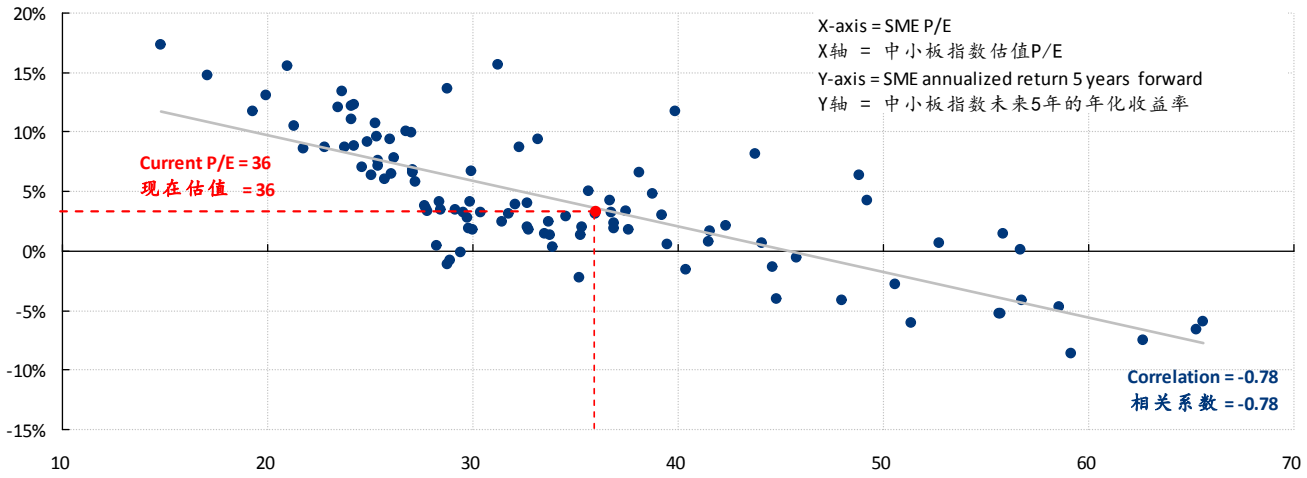
图表 2: 中国的大盘蓝筹股指数的长期技术图形显示出长期上升趋势

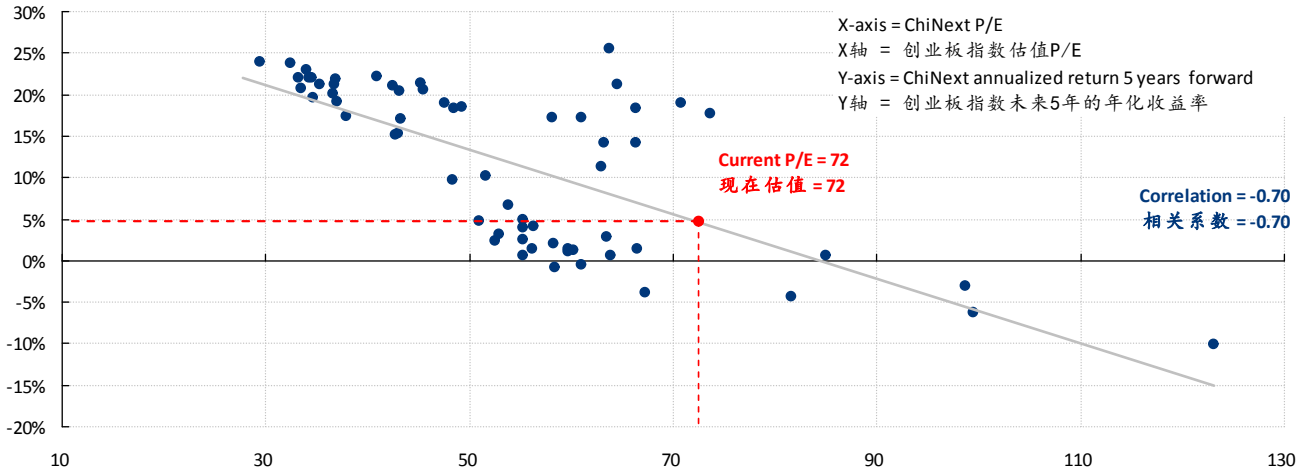


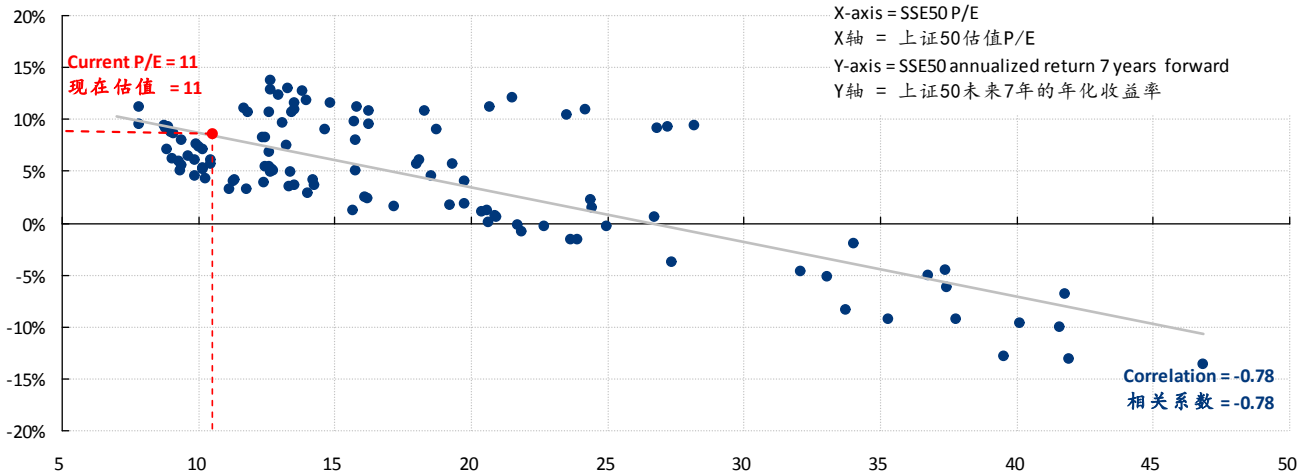
资料来源：彭博，交银国际

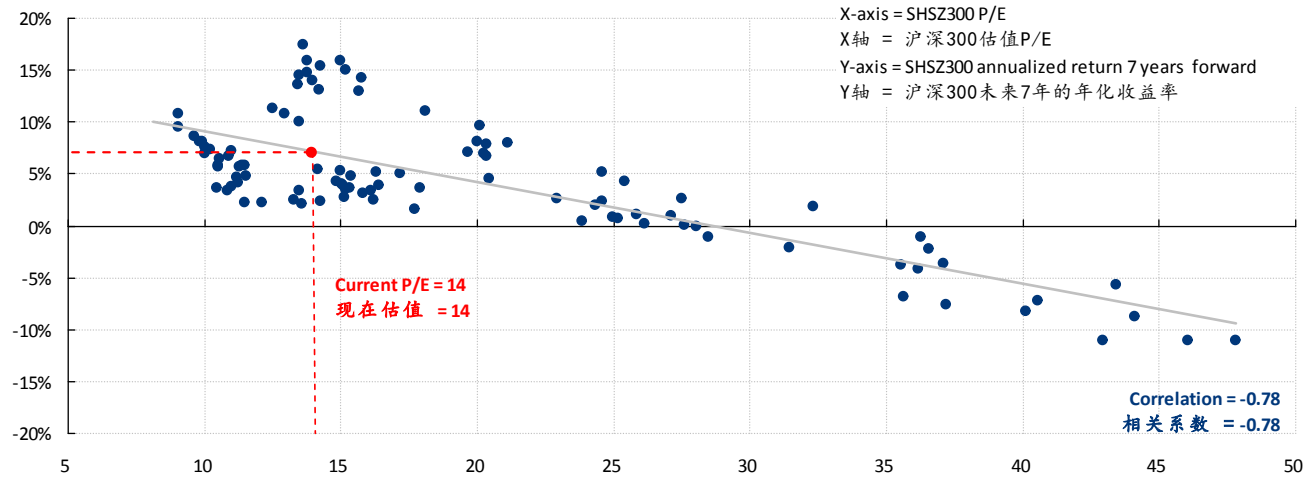
图表 3: 中国大盘股指数估值偏低；但创业板价格昂贵

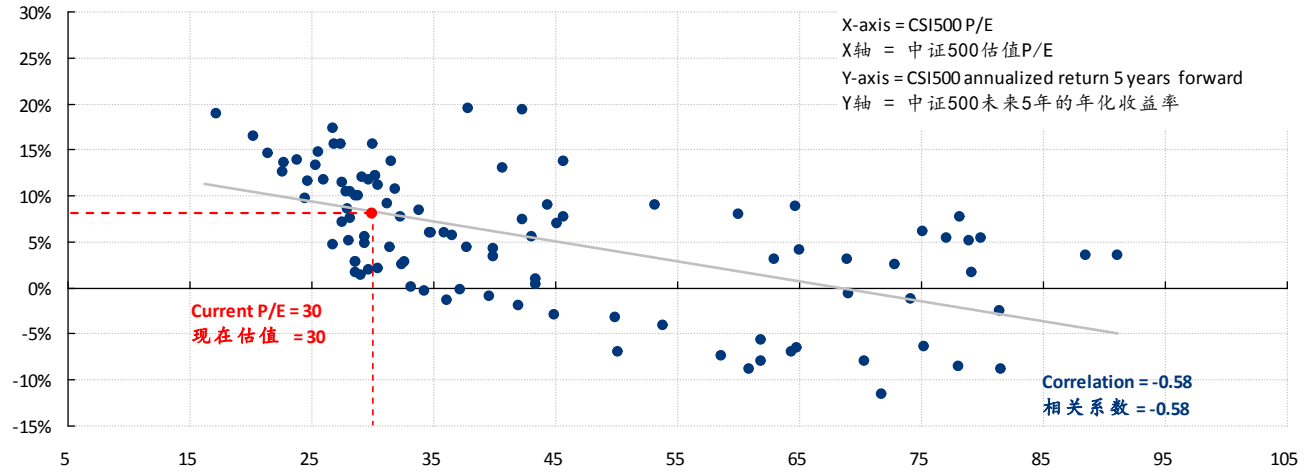


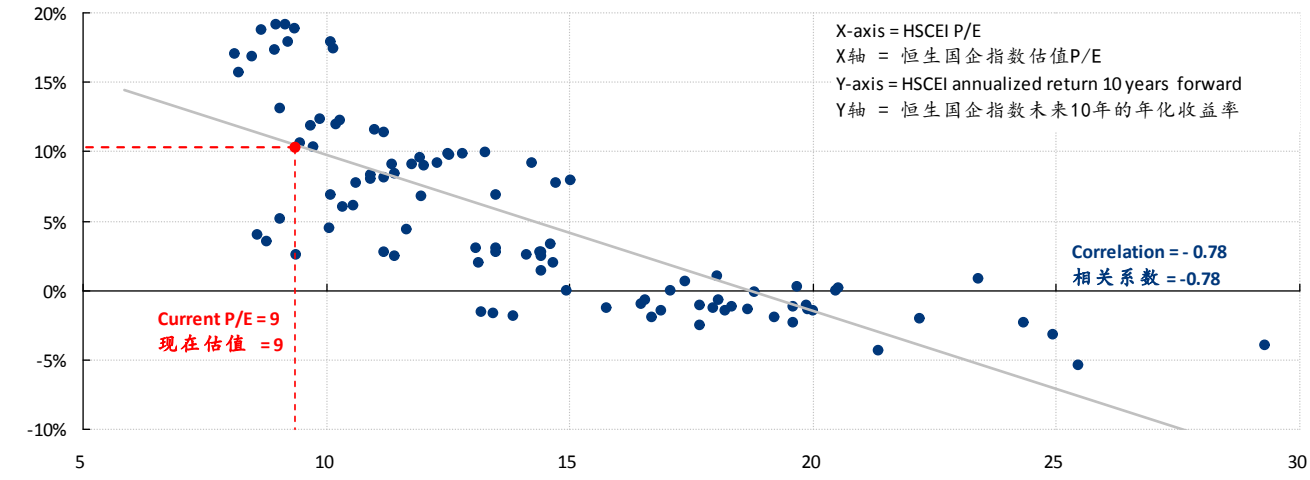

X-axis = SME P/E
X轴 = 中小板指数估值P/E
Y-axis = SME annualized return 5 years forward
Y轴 = 中小板指数未来5年的年化收益率
Current P/E = 36
现在估值 = 36
Correlation = -0.78
相关系数 = -0.78
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
-15%
10
20
30
40
50
60
70


X-axis = ChiNext P/E
X轴 = 创业板指数估值P/E
Y-axis = ChiNext annualized return 5 years forward
Y轴 = 创业板指数未来5年的年化收益率
Current P/E = 72
现在估值 = 72
Correlation = -0.70
相关系数 = -0.70
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
-15%
-20%
10
30
50
70
90
110
130


X-axis = SSE50 P/E
X轴 = 上证50估值P/E
Y-axis = SSE50 annualized return 7 years forward
Y轴 = 上证50未来7年的年化收益率
Current P/E = 11
现在估值 = 11
Correlation = -0.78
相关系数 = -0.78
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
-15%
-20%
5
10
15
20
25
30
35
40
45
50


X-axis = SHSZ300 P/E
X轴 = 沪深300估值P/E
Y-axis = SHSZ300 annualized return 7 years forward
Y轴 = 沪深300未来7年的年化收益率
Current P/E = 14
现在估值 = 14
Correlation = -0.78
相关系数 = -0.78


X-axis = CSI500 P/E
X轴 = 中证500估值P/E
Y-axis = CSI500 annualized return 5 years forward
Y轴 = 中证500未来5年的年化收益率
Current P/E = 30
现在估值 = 30
Correlation = -0.58
相关系数 = -0.58


X-axis = HSCEI P/E
X轴 = 恒生国企指数估值P/E
Y-axis = HSCEI annualized return 10 years forward
Y轴 = 恒生国企指数未来10年的年化收益率
Current P/E = 9
现在估值 = 9
Correlation = - 0.78
相关系数 = -0.78

资料来源：万得，交银国际

近期报告

20150320	市啥率，就是啥率
20150330	一带一路和新的世界秩序
20150413	恒指目标 32,000；与“中国大妈”顺势而为
20150416	A50/500 股指期货和创业板泡沫的幻灭
20150420	肖钢、小川和丁蟹
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

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、海天地悦旅集团有限公司、海通恒信国际租赁股份有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、嘉宏教育科技有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、中汇集团控股有限公司、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、虎视传媒有限公司及渤海银行股份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。