2020 年 7 月 13 日

中国市场策略

与牛共舞

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

中国股市的放量暴涨再次让全世界回头。今年以来的全部涨幅大都来自端午节后的两周。期间，中国央行 10 年来首次下调了再贴现利率，中国证券金融公司（China Securities Finance Corp，CSFC）也下调了券商的保证金要求。市场将这一消息解读为中国央行有继续宽松的倾向。关于放松券商保证金的消息，也是自 2015 年泡沫以来监管机构的一次重要的放松。从陆家嘴论坛传来的、关于支持资本市场发展的政策宗旨的消息也令人鼓舞。尽管保证金放宽后券商有了更多资金可用于两融业务，但市场成交量的突然放大仍令一些小券商忙于应对，措手不及。

交易情绪指标再次换挡加速。主要指数飙升至 2004 年以来最高的超买水平，这期间包括 2007 年和 2015 年的泡沫时期。由于中国对澳洲大宗商品出口的依赖，澳元是衡量中国经济基本面的一个很好的指标。目前，澳元正在从 2008 年的低位展开反弹，与中国仍在下降的工业增加值形成背离（**图表 1**）。这个观察表明市场情绪抢跑了经济基本面。**由于白热化的情绪往往是市场短期运行的反向指标，自上周五开始的调整可能会延续，让那些摇摆不定的早期看涨者产生疑虑。**

很自然，现在每个交易者心中的问题是，市场上升的趋势是否已经结束，我们在过去几周看到的是否仅仅是昙花一现的技术反弹。毕竟，过去几年，市场都受伤了很多次。上周，在中国最大的专业金融平台之一万得上的一个 90 多分钟的在线直播论坛上，我被近 5000 名与会者提出的一连串问题所淹没。毕竟，在我们去年 11 月预测的、上证最可能的 2700-3200 交易区间在预测八个月之后被明显突破，上证现在正在挑战我们的合理区间上限 3500 点（2019.11.10，我们的模型预测上证在未来的十二个月里的理论交易区间是 2500-3500 点，但 2700-3200 点是最可能的交易区间。在过去的八个多月里，上证的实际交易区间是 2646-3456 点，停留在 2646-3200 点约八个月）。

我们认为，上证长期上升的趋势仍未改变。可以看出，中国实际收益率领先上证和中国经济的表现约半年。实际收益率正在从 2008 年金融危机时的水平开始恢复（**图表 2**）。因此，如果历史可以作为参考，这种情况预示着上证应该会保持其上升趋势，中国经济也将继续修复。

此外，我们的股债收益率比较模型（EYBY）比较了股票和债券的投资吸引力。模型的结果表明，尽管最近股票价格和债券收益率都出现了飙升，但股票相对于债券的估值目前是中性的（**图表 3**）。也就是说，股票估值并不昂贵，尤其是与债券相比。此外，EYBY 也是一个价格势能模型。它表明，以史为鉴，中国市场的趋势一旦形成，无论是上升或下降，都将一直持续到结束。即使会有像 2014 年那样，上证徘徊在 2000 点左右的水平一段时间，但最终飙升到 5000 点泡沫的情景也是很让人叹为观止的。

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

2020 年 4 月 20 日，当我们首次发表题为《***亚洲强国：市场已运行到一个历史性拐点；中国将开始长期跑赢***》报告的时候，几乎没有人相信我们认为中国将开始出现显著的长期趋势逆转的观点。因为这个不同于共识的判断，我还收到了很多恐吓邮件信息。在那篇报告里，我们强调牛市的必要条件之一是流动性。一个重要的流动性来源是保证金融资。在 2015 年泡沫破裂后沉寂了一段时间后，保证金融资似乎又卷土重来。两融交易占市场总成交额的比例已飙升至 12%以上。这一水平在过去往往会引起监管机构的注意（**图表 4**）。上周末，监管机构公布了一份违规提供两融服务的公司名单。这并不令人感到意外。同时，监管机构开始强调关注杠杆率上升，融资交易大增的市场风险。

与此同时，另一个重要的资金来源，也就是通过北向互联互通渠道的净资金流入已开始放缓，而这一水平与过去北向连接的净资金流入开始放缓的水平一致（**图表 5**）。这种净资金流入的放缓也表明最近的市场上涨速度会受到新增资金流入放缓的阻滞。

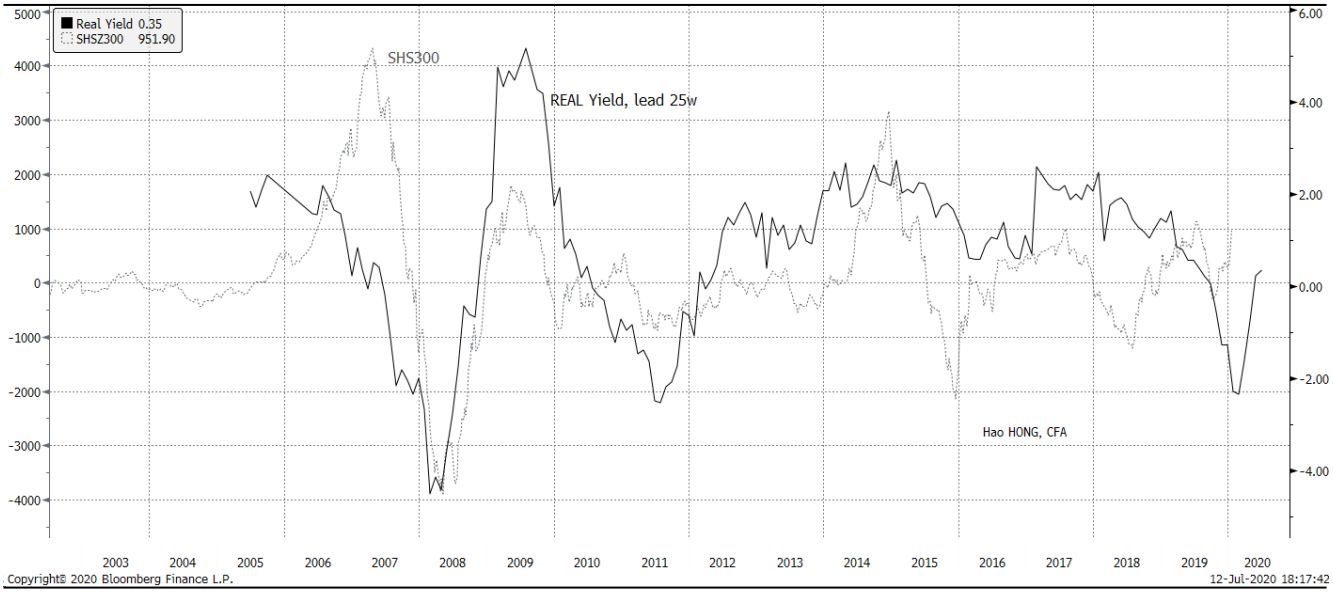
尽管仍然存在一些技术性细节，但自上而下的政策总体上对于资本市场是非常支持的。在中美博弈日益上升之际，拥有一个强大雄厚的国内资本市场是一种比较优势。它将维护国内情绪，增强人们对未来的信心，并为新兴创新产业的资本投资提供融资便利。在一个流动性已开始变得充裕，但未来充满着不确定性的市场，理性的交易员将更注重投机短期获利，而不是关注长期发展。无他，人性使然。前进的道路上并非一马平川，总是会有颠簸，节奏也与管理层的态度息息相关。但此刻，我们在 4 月份预测的中国市场进入历史性拐点已经得到了印证。

图表 1: 澳元复苏表明情绪正在恢复



资料来源：彭博，交银国际

图表 2: 中国的实际收益率预示着经济和股市的持续复苏



资料来源：彭博，交银国际

图表 3: 相对于债券，股票是中性的。但中国市场的趋势一旦形成，往往会持续下去



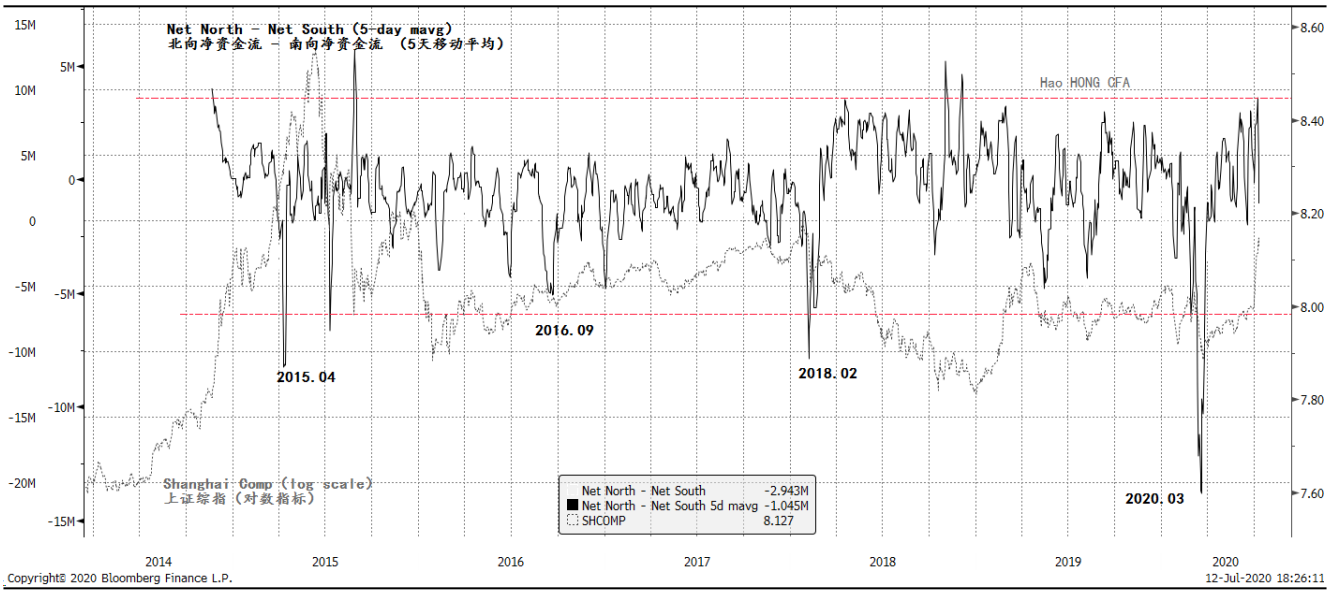
资料来源：彭博，交银国际

图表 4: 保证金收购占总成交额的 12%——这个水平往往会引起监管机构的注意



资料来源：彭博，交银国际

图表 5: 通过北向互联互通的资金流入开始变慢



资料来源：彭博，交银国际

近期报告

20150209	期权首发日和红庙子的故事
20150302	降息和市场的新极端
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?

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。