



虎年股市怎么走



壬寅虎年新春佳节之际，节日氛围却略显清泊寡淡。也许是因为新年长假期间新冠疫情的反复持续干扰着春运这一人类社会中最大规模的人口迁徙，许多思乡心切的游子无法在这个重要的时刻跨越千山万水与家人团聚，不得已就地过年。而香港正面临着自新冠暴发以来最为严峻的一波复发疫情，医疗资源已现捉襟见肘之势。

微信群里发送的拜年红包与往年相比似乎也“囊中羞涩”了不少，大年初一的电影票房遇冷，而大型金融机构 1 月初步的贷款数据也似乎令人大失所望。除却恒生指数继续从其长期的拐点修复、在新年首个交易日录得开门红，收涨 3.2%、760 点之外，这几乎就像是一个芳菲散尽的春天（详见：《香港开始显示深度配置价值》）。

中国新年长假期间没有发布太多的经济数据，而这一阶段的数据往往受到季节性和节日效应的强烈干扰，众所深谙其波动大、难以分析的特点。因此，为了预测市场短期的走势，交易员在此期间往往将目光投向离岸市场，以获得蛛丝马迹。只可惜，近几个月来在岸市场与香港市场的走势背道而驰。沪深 300 指数已经从峰值下挫了约 20 %，跌入传统意义上的熊市区间；而香港市场却是 1 月全球范围内表现最亮眼的主要指数，一洗去年的颓势。鉴于近来这一背离的走势，恒生指数无论是强是弱，对于在岸市场也难以提供有迹可循的线索。

那么，虎年股市将怎么走？

我们在 2021 年 11 月 15 日发布的题为《展望 2022：夕惕若厉》的

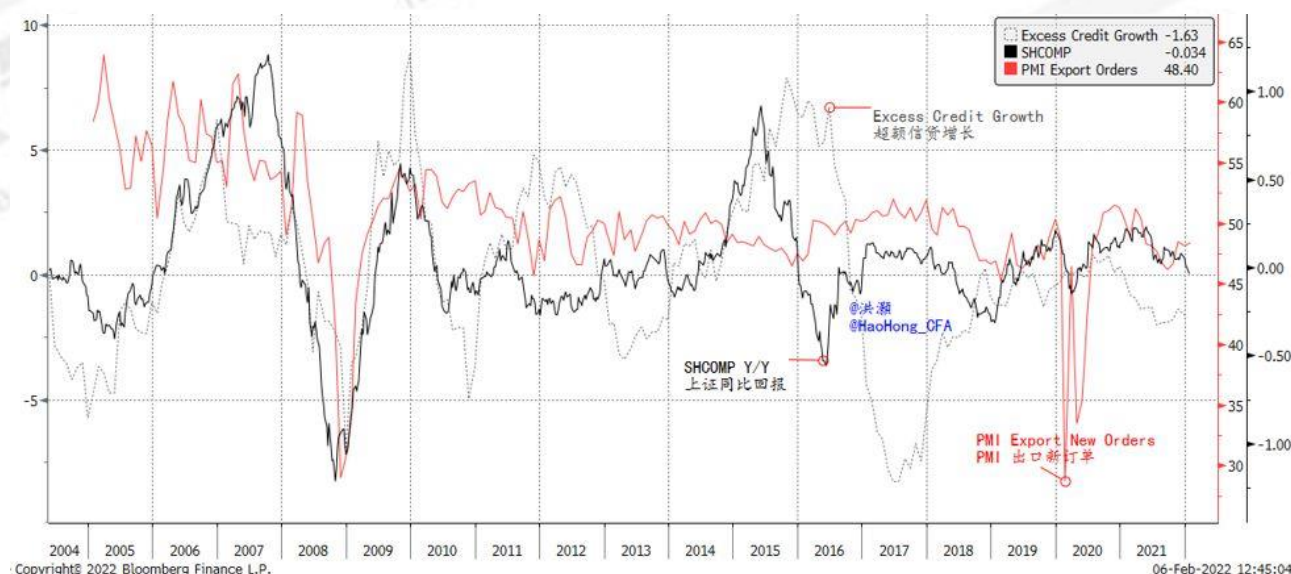
报告中条分缕析地论述了我们对于虎年的市场预测。我们的论点是，经常账户的达峰往往与股指见顶并行不悖。随着海外经济体持续从疫情的阴霾中恢复元气并重启开放在即，中美之间的生产-消费关系势必重新调整。美国加足马力生产而消费有所放缓，中国的出口增速将随之放缓而经常账户则顺势萎缩。我们正逐步见证着这一论断是如何渐次展开，得到充分验证。

我们持续地密切关注着中国经常项目和出口相关统计数据的边际变化，因为这些是我们 2022 年预测的关键变量。春节假期期间，制造业 PMI 出口新订单分项指数如期公布，继续位于 50 荣枯线之下，表明出口增长小幅收缩。在图表 1 中，我们将该数据系列与上证进行比较，这两个数据系列显然密切相关。当然，PMI 出口新订单数据系列的发布往往滞后一个月，因此应该已经一定程度上在上证的下行趋势中有所反映。然而，持续承压的上证确乎意味着未来数月出口订单的表现凶多吉少。

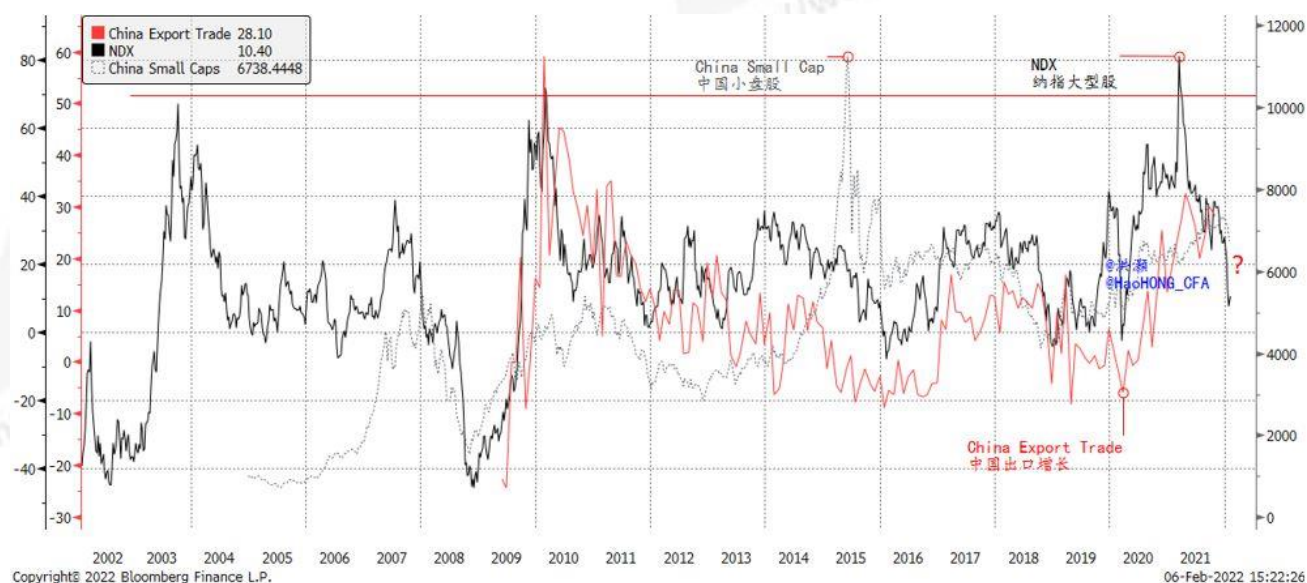
在图表 1 中，我们进一步比较了超额信贷增长。这是我们用以衡量中国信贷底层状况的专有指标，并与图表 1 中的 PMI 出口指数和上证作比。可以看到，超额信贷增长连同上证和出口 PMI 指数持续并行放缓。我们的专有指标相较于传统的货币供应总量更为行之有效，而去年 7 月被广泛采用的“信贷脉冲”一度蒙蔽了市场的双眼，令我们众多的同行言之凿凿地高呼市场已经见底。

这与主要金融机构今年 1 月失色的数据观察，以及小型企业获得信贷依然殊为不易的市场消息相吻合。尽管如此，中国贷款发放倾向于集中在

一季度，这样贷款可以有一整年的时间在系统中发挥作用。因此，市场交易员预计社会融资总量将出现某种程度的复苏，特别是在各部门频频发声之际。



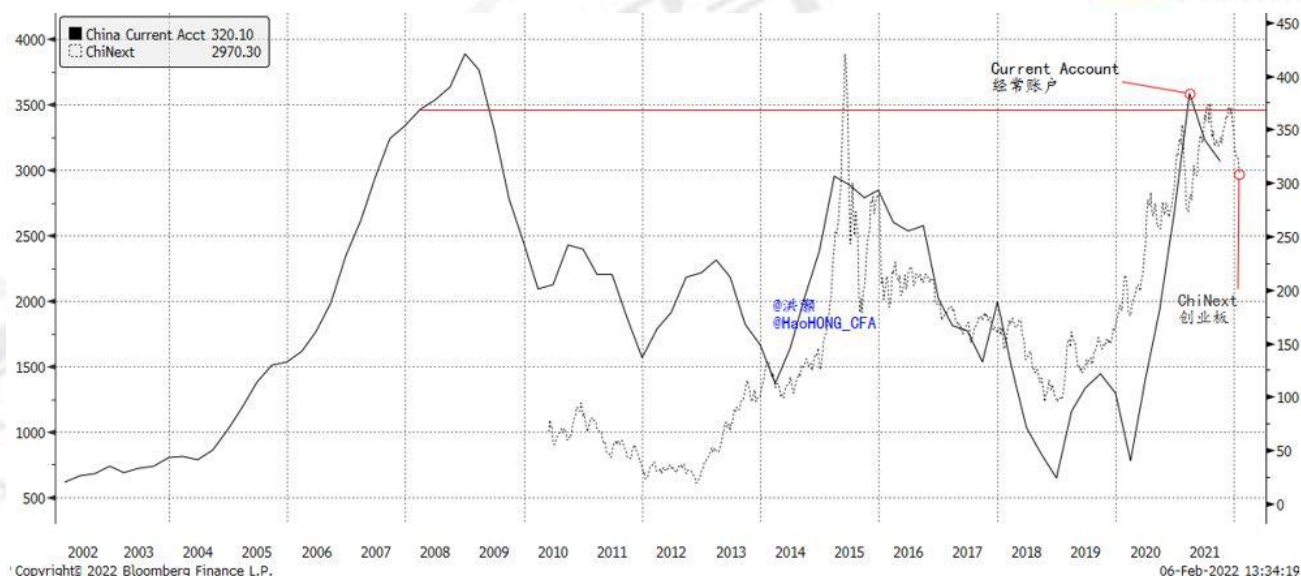
在春节假期期间，美国市场经历了近年来最迅猛的调整之一，以及紧随其后最跌宕起伏的日内反转。虽然我们对美国市场仍持谨慎态度，并于我们的 2022 年展望报告中明确表示投资者应该更关注美股风险，而非潜在回报，我们更关心的是美股的波动将如何影响中国市场。



历史经验显示，纳斯达克指数回报率的下降往往预示着未来数月中国出口增长放缓在即。这并不是一个来自于统计戏法的虚假相关性。事实上，这种关系源于中美经济周期之间的相互作用。不足为奇的是，两者也与中证 500 的走势密切相关。中证 500 指数追踪中国小盘股的表现，因此对宏观环境的变化非常敏感（图表 2）。

如图表 2 所示，纳指的回报率于其过去 20 年间的前两个峰值大致相当的水平见顶，并正在回归其长期均值。由于股市是经济的领先指标，纳指回报率下降表明美国这一轮经济短周期正处于峰值，或更可能已经跨过顶峰。美国经济的强势见顶将意味着消费增长减速，由此我们推出了中国经常账户和在岸市场已同时见顶的观点。

我们也可以看到中国的经常账户是如何影响素有中国的“纳斯达克”之称的创业板。这个指数汇聚了中国众多领先的科技公司。创业板指数似乎在其 2015 年股市泡沫期间的高位左右再次触顶，并与经常账户同步达峰。不知何故，创业板的三个峰值就像一个经典的技术指标“三重顶”一般（图表 3）。



总而言之，虽然许多人都急于想知道中国在岸市场在虎年开盘后的走势，但更重要的是要识别出更大的宏观形势，因为宏观背景主导着更长的交易周期。目前市场面临的重大风险，即在美国经济开始放缓之际，美联储却迫于美国通胀压力，在中国经济周期放缓的背景中不得不收紧美国的货币政策。在图表 4 中，我们展示了在经济周期放缓时中国长债收益率的下降往往领先于美国半导体 ETF 的下行和美股每股盈利增长的放缓。当前，这一情景与 2018 年极为相似，2018 年是中国股市历史上最糟糕的年份之一，而 2018 年的四季度也是美国股市历史中表现最差的四季度之一。

十七十六五廿 八主六四化工收筑收密八五夕什已时山的至到情继

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37071

