

2020 年 7 月 13 日

中国市场策略

与牛共舞

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。

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802

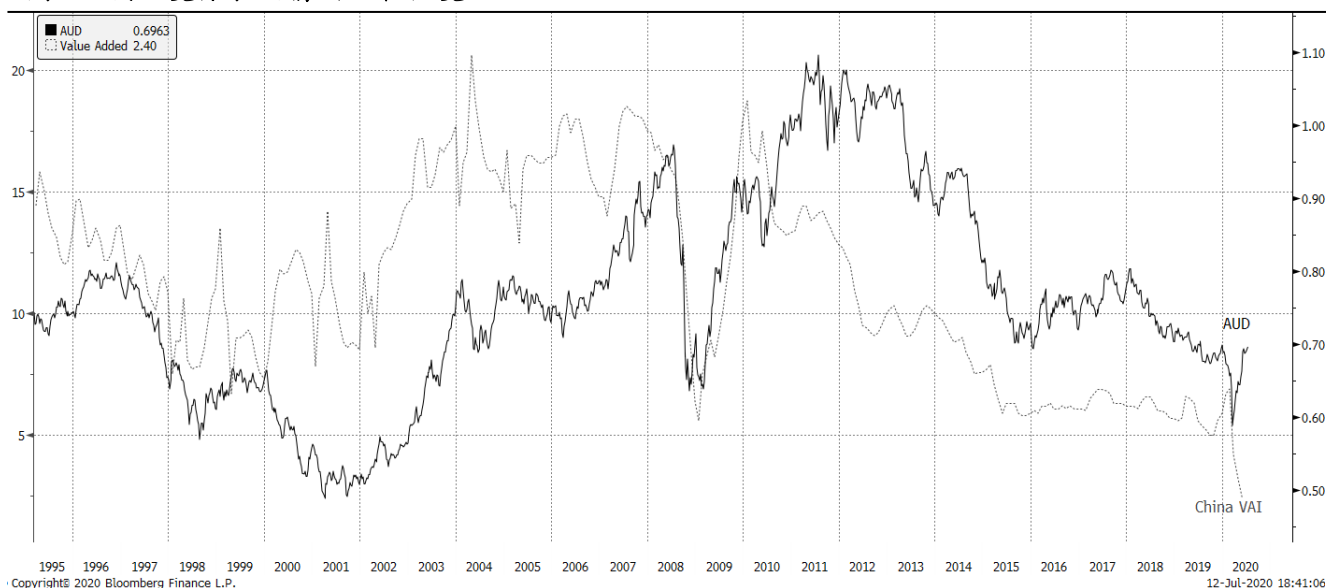
研究部主管

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。

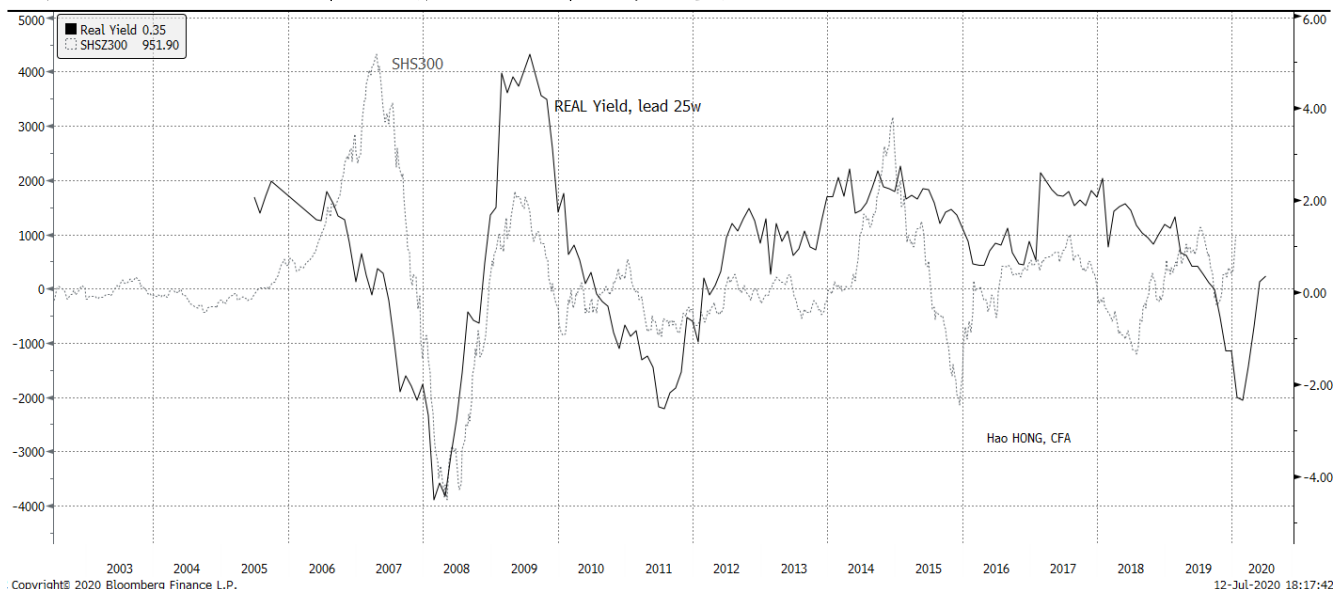
与此同时，另一个重要的资金来源，也就是通过北向互联互通渠道的净资金流入已开始放缓，而这一水平与过去北向连接的净资金流入开始放缓的水平一致（**图表 5**）。这种净资金流入的放缓也表明最近的市场上涨速度会受到新增资金流入放缓的阻滞。

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



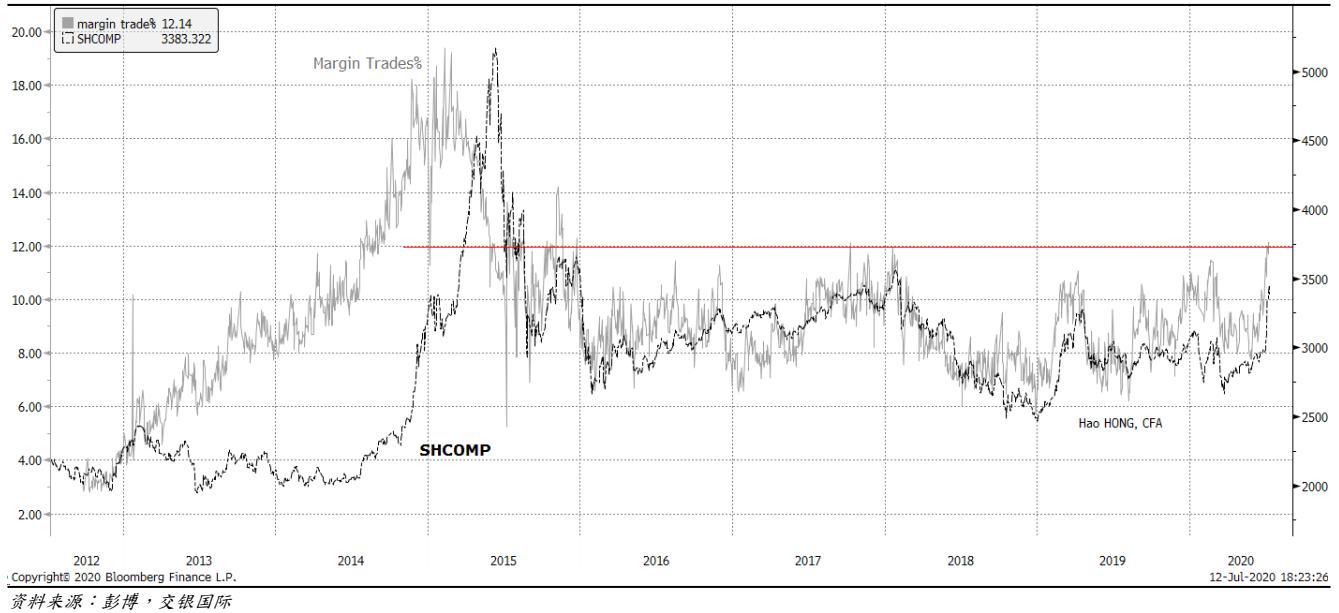
图表 2: 中国的实际收益率预示着经济和股市的持续复苏



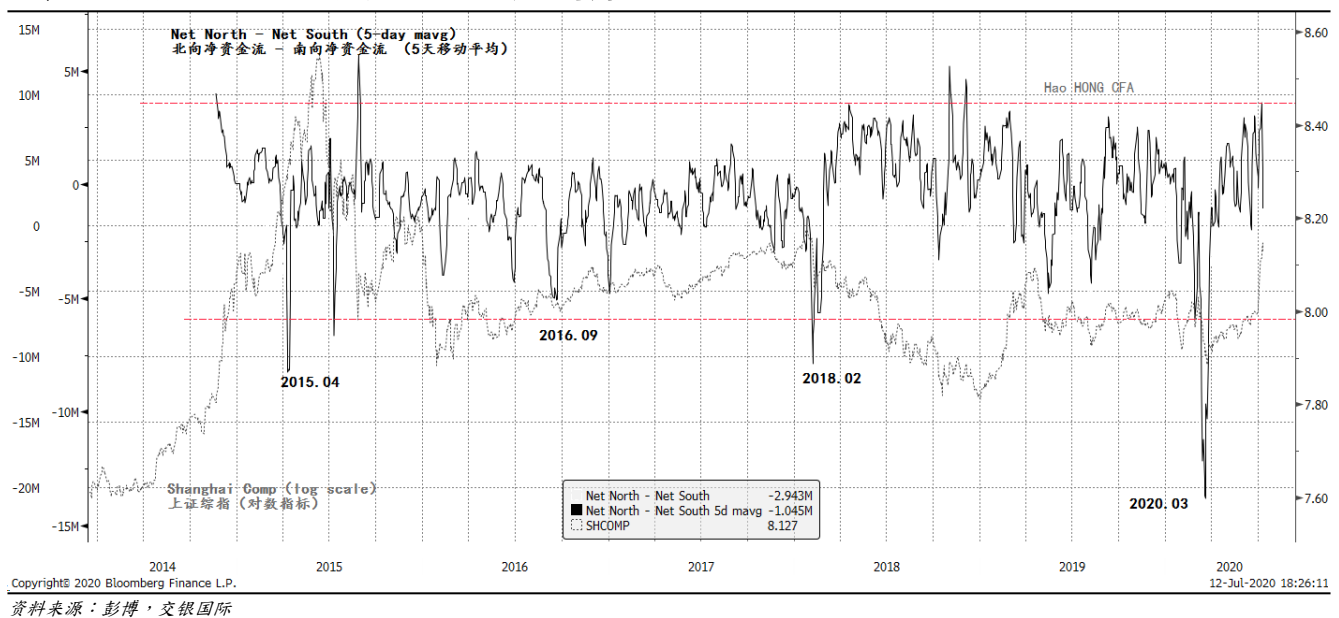
图表 3: 相对于债券，股票是中性的。但中国市场的趋势一旦形成，往往会持续下去



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



图表 5: 通过北向互联互通的资金流入开始变慢



近期报告

20150209	期权首发日和红庙子的故事	20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱
20150302	降息和市场的新极端	20171204	2018 年展望：无限风光
20150320	市啥率，就是啥率	20180131	狗年：2017 年的领悟
20150330	一带一路和新的世界秩序	20180207	市场危机
20150413	恒指目标 32,000；与“中国大妈”顺势而为	20180323	非常规贸易战
20150416	A50/500 股指期货和创业板泡沫的幻灭	20180326	1987
20150420	肖钢、小川和丁蟹	20180409	因战而战
20150506	调教“人民日报牛”	20180423	大国博弈
20150511	降息如期而至；历史会否重演？	20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡
20150528	“5-30”：以暴跌纪念暴跌	20180614	中国投机权威指南
20150616	伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟	20180703	何处是底
20150624	“钱荒”纪念日	20180723	反弹和见底
20150629	央行双降又如何	20180813	向政策再借一命
20150702	证监会平抑市场波动	20180903	中美周期的冲突
20150706	各部联合出大招又如何？	20181029	救市会成功吗？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻	20181119	2019 展望：峰回路转
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节	20190201	峰回路转：狗年的教诲
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件	20190301	融资牛路在何方
20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买？谁会再买？
20151209	2016 年展望：资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160108	熔断机制暂停又如何？	20190506	策略的沉思
20160115	超卖的修复	20190514	“战争”与和平
20160121	软弱的对手盘	20190530	2019 年下半年展望：贸易摩擦的代价
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限	20191111	展望 2020：静水流深
20160301	增长乏力，则股市疲软	20191230	展望十年：长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点：隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底：何时何地	20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后，如何交易中国	20200305	市场危机中，你应该问的问题
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗？
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017 年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望

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_3982

