

2020 年 4 月 20 日

中国市场策略

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

中美股市运行至历史性转折点。在特朗普总统还在忙于对冠状病毒爆发处理不当的责任“甩锅”之际，中美市场运行到了一个历史性的转折点。标普 500 指数（SPX）在经历了 2 月以来的史诗级崩盘后，迎来了一场暴力反弹，最终周度平均指数价格收于 2,813 点。与此同时，上证综指（SHCOMP）的周度平均指数点位为 2,815 点。现在，这两个全球主要指数的平均点位几乎相同。美国市场这几周史无前例的波动比 1929 年、1987 年和 2008 年更甚，而这两个经济体的经济收缩也是空前的。考虑到市场价格波动反映当前类似大萧条时期的基本面的方式，这几近相同的指数水平可能只是偶然吗？

历史数据表明事非偶然。我们的研究发现，自 1992 年以来，上证综指一直与标普以一种非常有趣的方式互动：每次上证综指的绝对水平跌至等于或低于标普的绝对水平的时候，上证综指就会开始跑赢标普——尤其是在 2005 年和 2007 年之间，那时是中国历史上最大的牛市，上证综指从 1,000 点飙升到 6,000 点；以及从 2014 年年中到 2015 年年中，当时中国市场泡沫见证了该指数从 2,000 点飙升至 5,000 点（**图表 1**）。现在，上证综指再次运行到了这个历史性的转折点。

中国将开始长期跑赢美国。有些人可能认为这只是技术上的巧合，没有基本面支持。我们不敢苟同。市场并不愚蠢，价格有效地反映了所有可获得的信息。在这个关键时刻，美国霸权正在发生微妙而重大的变化。随着美联储疯狂地印钞，中国央行却一直在以谨慎的步伐应对经济放缓。从全球来看，美国似乎正在放弃对自己和全球社会都有好处的多边主义，转而强调“交易艺术”的单边主义。与此同时，通过“一带一路”倡议，中国的全球影响力持续增长。中国现在已成为了全球舞台上一股不可忽视的力量。

在刚刚结束的政治局会议上，现在的施政方向是通过继续推动要素改革，对冲经济放缓的负面影响。尽管改革的细节尚未公布，但方向是明确的：决定未来生产力增长的两个重要因素——土地和劳动力——将逐步放开并由市场配置。这些指示还强调从长远角度改善社会福利。近期内，宏观货币政策将更加积极，财政支出和赤字将扩大，更多专项债将发行，存款准备金率、利率将进一步降低，再贷款也将进一步增加。随着基本面边际改善，市场继续长期结构性改革和货币宽松的前景，中国将开始相对跑赢美国市场。

洪灏, CFA

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

研究部主管

另类周期指标预示，美国经济陷入衰退。可选消费品行业对经济周期尤其敏感。该行业的表现往往会在经济周期达到峰值之际或之前达到峰值。这次也不例外。

我们注意到，自 2004 年以来，李宁（2331 HK）的股价一直在一个明确的交易区间内波动，其波峰和波谷非常一致。过去两年，李宁得益于其成功的结构重组，成为了市场里表现最好的股票之一。尽管如此，由于新冠疫情隔离措施严重打击了对李宁体育商品的需求，冠状病毒爆发期间，李宁的股价已回吐了近两年来的部分涨幅。当前周期里，李宁的股价走势与 2005-2008 年周期中的走势非常相似。与此同时，铈金属价格也已见顶。铈这种小金属往往对于周期非常敏感，并与李宁的股价有着密切的相关性。同时，这两个指标都与美国在 12 个月内陷入衰退的概率密切相关（**图表 2 和 3**）。这些观察结果表明，美国经济将陷入衰退。投资者应该警惕。

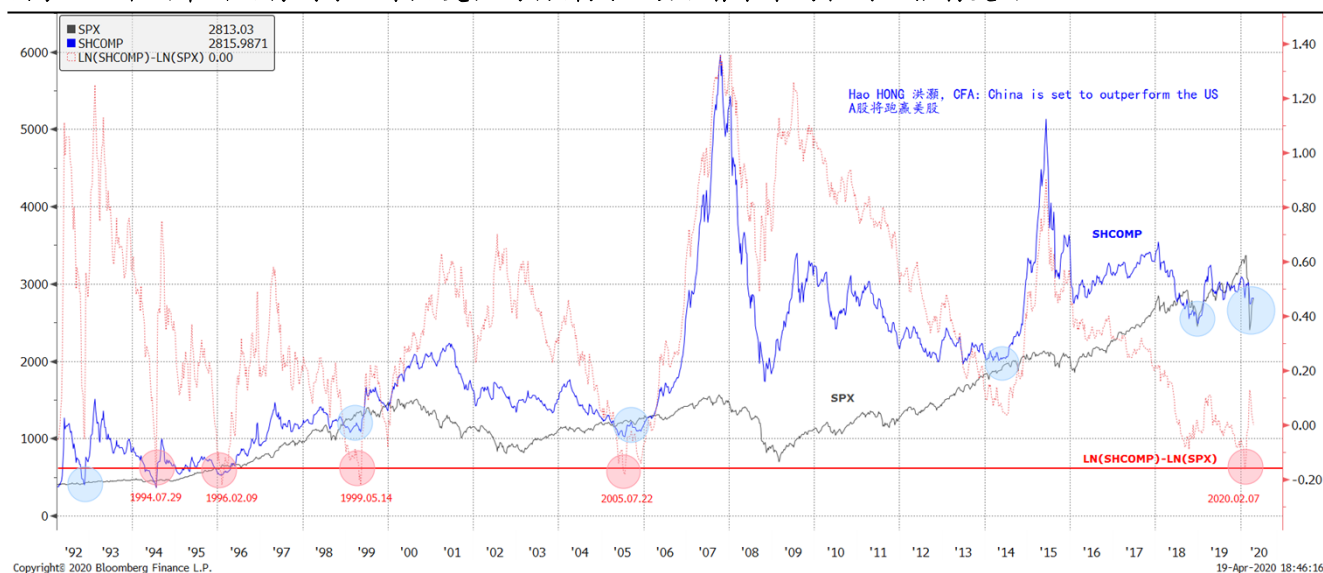
此外，在 1990 年代初和 2000 年代初美国经济衰退期间，上证的表现明显优于标普。如果这些另类的周期性指标预示着美国经济衰退，那么它们确实为上证综指跑赢标普提供了更充分的理由。尽管如此，在全球经济严重衰退的情景里，上证综指相对表现的另一种形式，可能是尽管上证也难有表现，但其跌幅小于标普 500。这种相对表现形式出现的概率似乎更大一些，自 2 月份以来，上证综指的表现一直好于标普 500，但今年迄今为止，上证的绝对回报率仍为负数。

但市场情绪仍在从极度悲观中恢复，预示着短期内技术反弹仍将持续。尽管过去两周出现强劲技术反弹，但市场仍对前景持怀疑和谨慎态度。我们的量化模型显示，市场情绪正在从极度低迷的水平恢复，但仍然非常悲观（**焦点图表 4**）。我们的模型在 2020 年 3 月 20 日左右达到极端悲观的水平。当时，该水平预示着市场将出现强劲的技术反弹（请参阅我们的 20200324 盘前报告《是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？》该报告预测了市场将出现短期技术底部）。

在我们 20191111 题为《**展望 2020：静水流深**》的报告中，我们预测了上证综指在接下来的 12 个月里最有可能的交易区间是 2,700–3,200 点。我们当时还预测，2020 年里美国市场将多空双杀。自我们的展望报告发布的 5 个月以来，上证综指一直在 2,646 点至 3,127 点之间波动。由于我们预测的交易区间继续有效，我们认为暂时没有更好的理由更新我们对于上证综指的预测。交易计划应该继续是：当上证接近交易区间的底端时，我们应该更加积极；而反之亦然。

焦点图表

图表 1：中国市场运行到了一个历史性的转折点，预示着未来的相对回报将更好



资料来源：彭博、交银国际预测

图表 2：另类周期指标显示，美国 12 个月内陷入衰退的可能性非常高



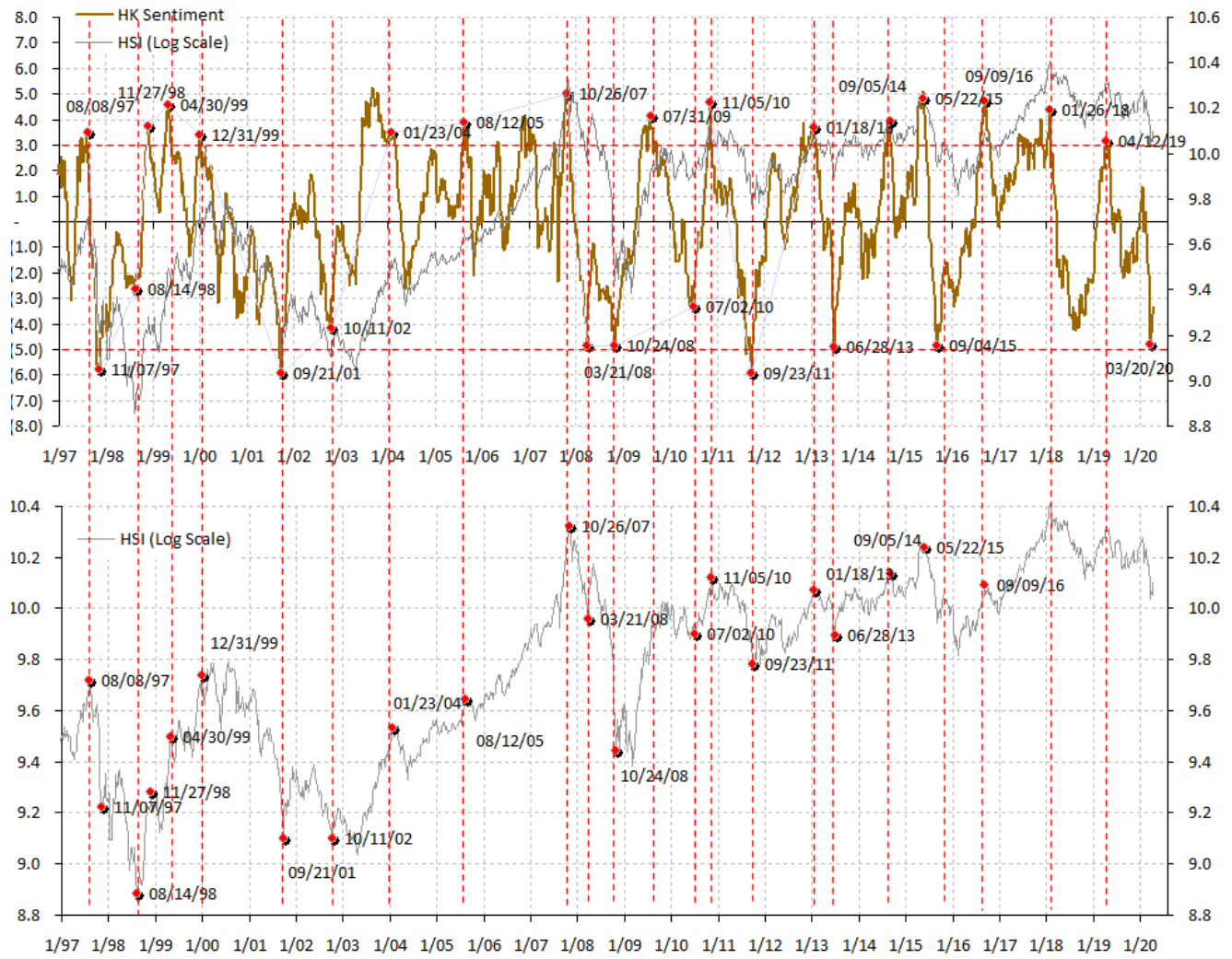
资料来源：彭博、交银国际预测

图表 3：李宁（2331 HK）2005-2008 的走势和 2017 至今的走势比较



资料来源：彭博、交银国际预测

图表 4：市场情绪正在从极度悲观中恢复，当前的技术反弹尚未结束



资料来源：彭博、交银国际预测

2020 年 4 月 20 日

中国市场策略

近期报告

20141217	2015 年展望：风险重新定价	20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不致命
20141224	2015 年中国的五个意外	20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考
20150119	两融调查引爆头寸；上证泡沫化点位=4200	20170714	突破“三套牢”
20150129	危险的头寸	20170828	中国经济周期权威指南之二—新高
20150205	降准、人民币与国际收支不平衡	20170829	“心”周期
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

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_5718

