



机遇与震荡并存，多线 布局海外中国资产

中泰国际研究部

徐博

2019 年 03 月 27 日

一、二季度市况及配置机遇

二、疫情发展和实体经济

三、历次香港熊市及估值分析

四、政策研判和行业选择实践

一、影响市场运行的关键点

宏观经济：

- 美国及海外经济体对疫情管控措施产生效果，现有确诊患者进入平台期。重点在于：疫情尾部风险明确化。
- 中国一季度基本面风险暴露充分后，内需确定性筑底回升。重点关注：二季度国际贸易的正面及负面影响的程度、对中国实体经济的综合影响。

金融环境 and 市场参与者：

- 我们看好美国政府与联储的协同性上升。重点期待：美元环境流动性恢复，金融机构集中去风险结束。金融系统性风险得到化解，资产相关性能得到修复，无限量超宽能渗透到企业和居民部门。
- 配置型资金管理者重新积极参与长期资本市场，逐步恢复常规调仓操作，回归常态配置逻辑。

三月以来，美联储前瞻性干预特征明确

美国圣路易斯联储金融压力指数由1993年开始编制，平均值被设计为零。因此，零被视为代表正常的金融市场水平。该指标机遇18个每周的数据系列，7个利率，6个利差和5个其它财务压力指标。



来源：美联储、中泰国际研究部。Hkt20200326-1400

二、回归基本面后的主要配置逻辑

(1) 防御性配置：

- 二季度：海外可参与中国细分行业内需型权益、但市场总体仍将呈现震荡和局部修复的特征，配置短期高质量中资海外债的确定性高。
- 美国股权市场可能仍需要反复确认，不过，海外固定收益类资产再配置的机遇期，高质量美元投资级债券有修复机遇。美国及海外经济体对疫情管控措施产生效果，现有确诊患者进入平台期是股市筑底的主要影响因素。

(2) 低估值与价值投资：

- 从海外中资权益市场到美国资本市场，采取最保守估值法，看现金流和股息倍数，看市净率，看回款久期。有扎实现金流及股息基础的大型疫情免疫股票。

二、回归基本面后的主要配置逻辑（接上页）

(3) 经历超跌的，业绩稳定性强的景气产业

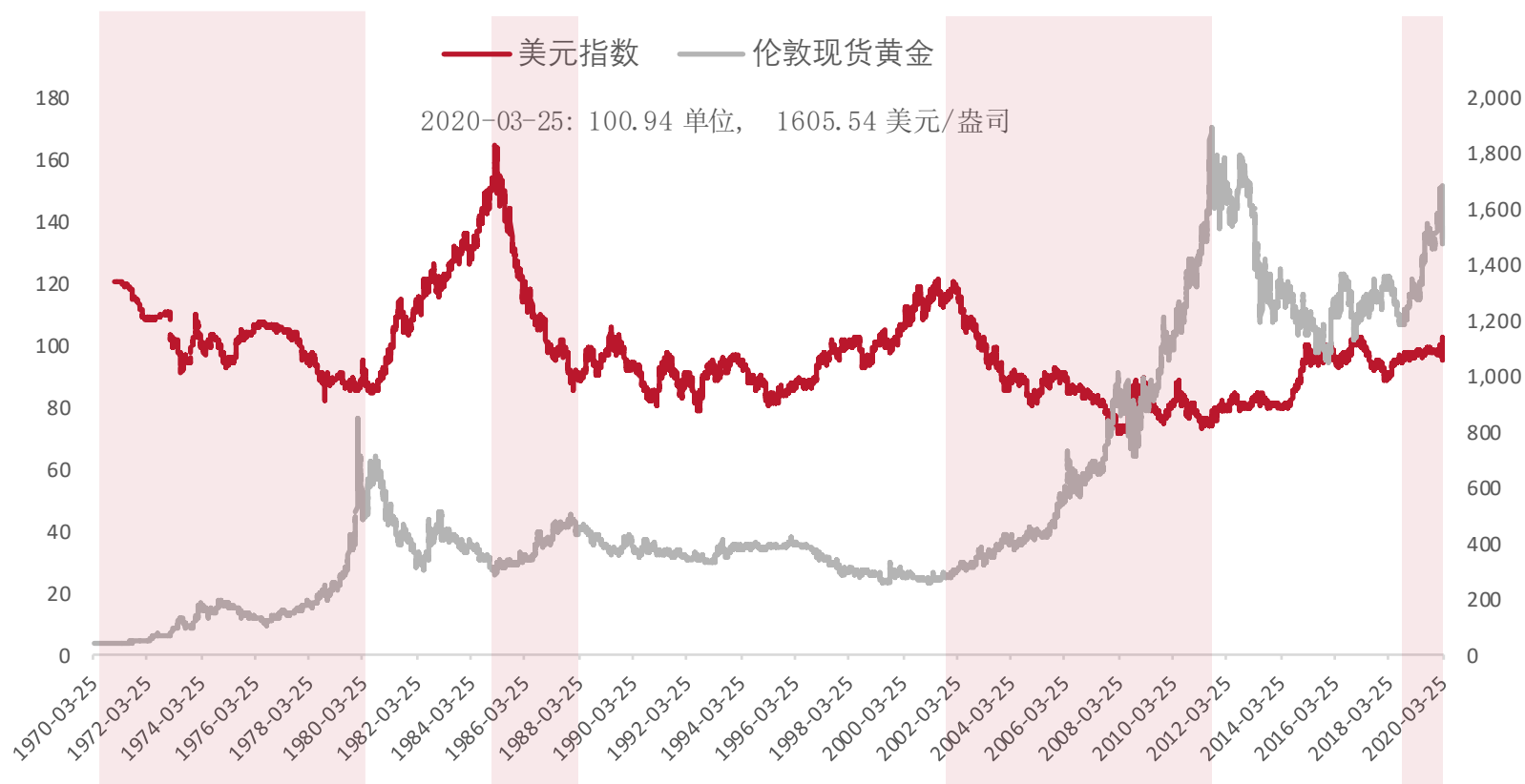
- 基本面受疫情的实际影响小，或长期有积极刺激作用，回调主要受海外系统性风险冲击影响的行业和标的。。

(4) 硬通货：黄金 vs 美元。

- 在美元环境下，持有黄金证券化产品的主要成本是美元的无风险利率。此外，美元资产的潜在真实收益也是持有黄金的机会成本，在美国经济景气上升期，持有黄金的实际机会成本非常高。在短期，受美元流动性挤压和金融系统去风险影响，主要国家国债利率略有回升。不过，由于在可见未来美元在超低息及无限超宽的环境下，黄金的货币属性再度得到增强。虽然，数字货币的出现对传统法币形成了一定的替代作用，但其非唯一、非共识的属性，特别是数字货币波动性较大，市场深度、流动性、参与渠道、市场机制和监管/自我监管机构都不成熟，仍无法承担完备的货币属性。
- (5) 受内外疫情、经济衰退、石油价格下挫影响严重，但在2021E年有望恢复的超跌行业及个股。配置机遇可能在下半年之后。

黄金价格相关因素分析

金价相关因素：美国经济、美元指数、美元利率，2015年12月加息，2019年8月再度进入降息通道



来源：彭博、万得、中泰国际研究部。Hkt20200326-1400

三、看好未来三至五年超配中国资产的明确机遇

(1) 境内居民资产配置失衡，在房地产失去成长性后，金融资产配置需求将持续上升。AH溢价有望缩窄。

(2) 美元在国际资产定价和配置中的强势地位在此次危机中被削弱。人民币及中国资产的相对吸引力明确上升，A股估值中枢有望上移。

(3) 中国在此次危机后获得新一轮的工业及产业升级的机遇。

(4) 海外可交易中国资产需求上升，无限超宽超低息美元环境进一步推海外中国资产估值上升，中国企业海外融资有望再度提速。

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_6201

