

2020 年 3 月 9 日

中国市场策略

股市韭菜主义

洪灏, CFA

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

研究部主管

难以置信的是，在经历了一个星期的剧烈波动和道琼斯指数每天的千点震荡后，美国市场上周却还微涨了约 2%。上周五是标普 500 指数在 2009 年 3 月 6 日跌至 666 点“魔鬼底”的周年纪念日。美国正经历着历史上持续时间最长的经济扩张，现在似乎很少还有人记得这样一个惨烈的日子。

在中国这个新冠病毒的“震中”，投机热潮依旧。一些妖股在过去一个月里上涨了一倍多。然而，快速浏览一下这些公司的财务报表就会发现，这些公司往往都有硬伤：它们往往债务负担非常沉重，还有很高的盈利不确定性。为了在人们疯狂追逐利润的时候大赚一笔，一位“民间股神”在互联网留言板上让散户出价看他投资组合中的股票代码。一夜之间，他就赚了 100 多万——比炒股票快多了。然而令散户们沮丧的是，付费后在股票经纪人的“投资组合”中看到的却是一个多达 500 只股票的股票池。他们不妨看看 CSI500 指数——该指数也拥有当下跑得很好的 500 个中小板股票。

《彭博商业周刊》（Bloomberg Business Week）还报道了美国散户如何利用 subreddit 讨论论坛的留言板，鼓动用户购买大量的股票看涨期权逼仓专业人士的投资策略。简单地说，这些散户利用了动态期权对冲策略中的缺陷来操纵市场价格。极端的看涨期权成交量迫使这些专业策略不得不买入更多股票，以维持其对市场的敞口。中国股市行话称散户投资者为“韭菜”：因为韭菜长得快，可以经常收割。通过社交媒体新发现的集体力量，韭菜们完败了专业选手——欢迎来到股市民粹主义时代。

随着散户的崛起，我们发现中国市场结构内部存在着许多耐人寻味的背离。沙特正在对俄罗斯实施震慑行动，油价压力短期内不太可能缓解。投机者继续削减他们在历史高位上积累的头寸。在上周五的市场浩劫中，历来作为油价反向指标的 VIX 一度触及 50（**焦点图表 1**）。随着油价历史性的暴跌，石油危机隐约可见，上证综指却似乎异常坚挺（**焦点图表 2**）。中石油和中石化是上证综指的两大成份股。这两家公司的指数权重较大，但流通股有限。在未来的几天里，这两个权重股将有机会反映油价的暴跌，并给上证施压。

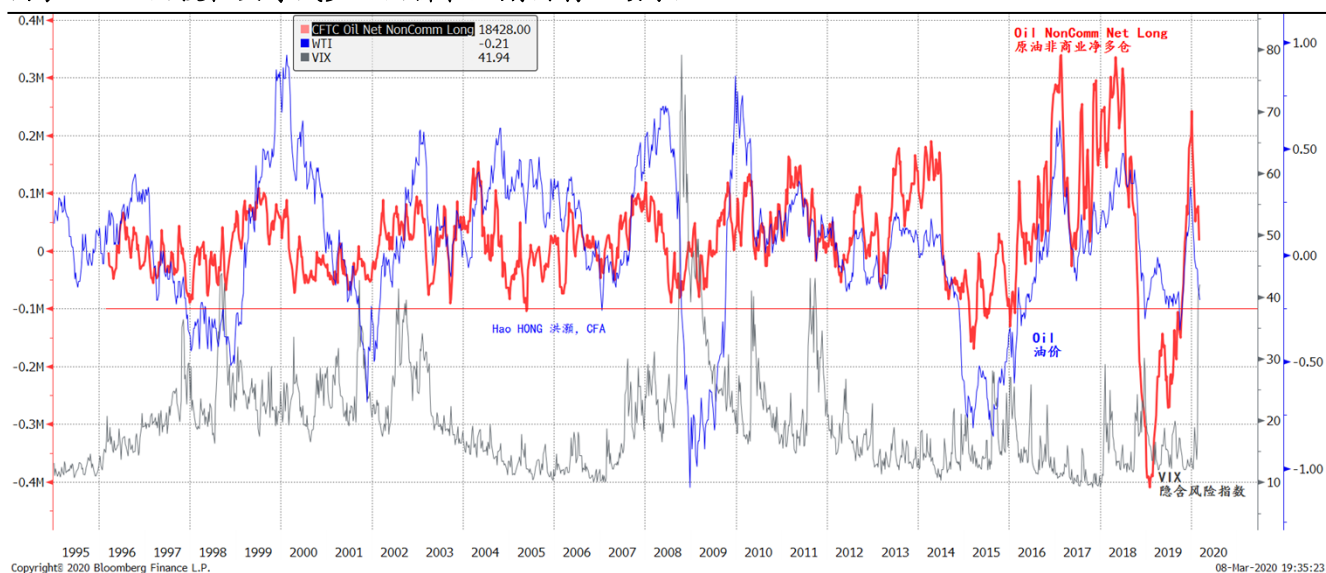
与此同时，10 年期中国国债收益率已跌至历史低点，意味着增长前景将大幅减弱。这与上证综指的韧性形成鲜明对比（**焦点图表 3**）。市场共识在期待货币刺激，但中国央行的逆回购已暂停了两周，公开市场净流动性注入保持中性。那些支持经济刺激方案的专家其实别有用心。他们的真正目的是要刺激股市。然而，中国股市实际上已基本上从病毒肆虐的废墟中毫发无损地复苏了。

在高成交量的刺激下，创业板，一个典型的吸引散户的板块，持续飙升并背离上证综指（**焦点图表 4**）。创业板换手率的速度史上第三，与 2015 年 6 月市场泡沫时期的峰值换手率相差不远。我们在上一篇题为《周期之末，非常规的风险对冲策略》的报告中讨论了正在形成的创业板泡沫（20200302）。

（续下页）

在市场剧烈波动的背景下，道琼斯指数在 850 日移动平均线找到了支撑。如果没有经济危机，850 天均线是很难被击穿的（详见 20190920《洪灏：中国市场预测权威指南》）。而现在断言经济危机是否到来还为时尚早，虽然概率在上升。我们认为，未来几周，美国股市将继续从历史超卖状态和极度悲观情绪中挣扎着进行技术反弹。专家认为，中国股市，尤其是处于超买水平的创业板，可以为超卖的全球股市提供风险避难所。这是一个扭曲的逻辑。如上所述，中国股市现在背离了基本面和债券定价隐含的预期，同时创业板泡沫风险加剧。这时，更好的押注应该是：未来几周，尽管市场持续波动和新闻标题风险高企，美股将从崩溃的深渊中技术反弹。

图表 1：石油投机头寸减少；油价在短期内将继续承压



资料来源：彭博，交银国际预测

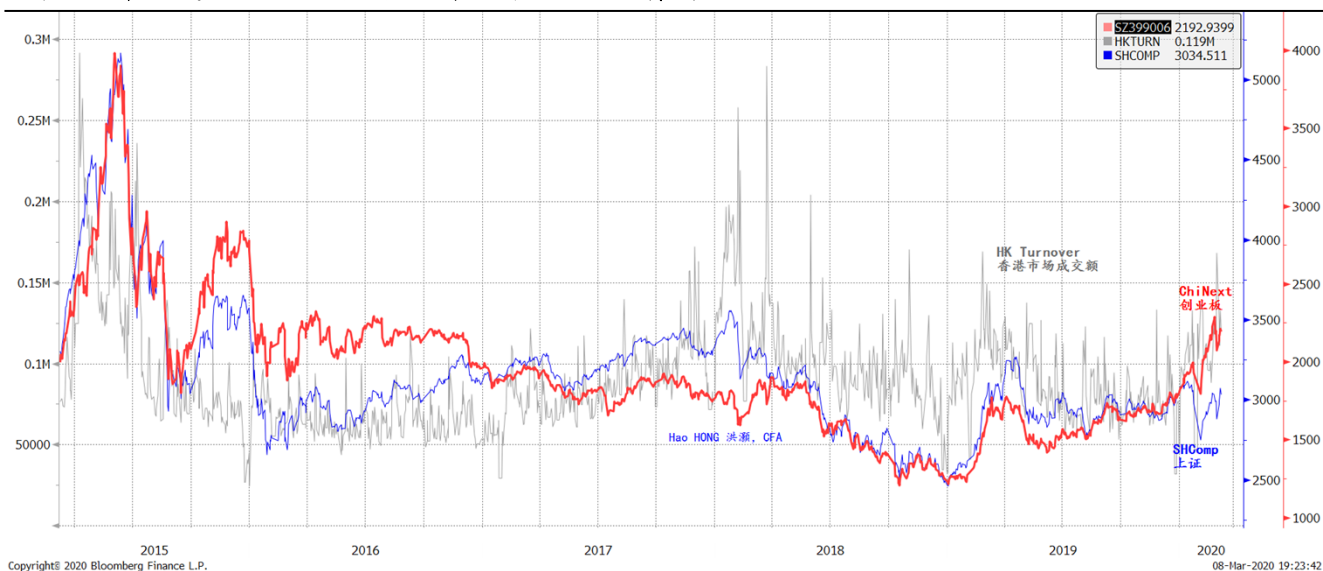
图表 2：石油价格和全球航空公司与上证综合指数背离



图表 3：中国 10 年期国债收益率与上证综指背离



图表 4：市场成交量推动创业板飙升，与上证综指背离



资料来源：彭博，交银国际预测

2020 年 3 月 9 日

中国市场策略

近期报告

20140929	市场的割裂	20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20141006	香港的鸿沟	20160822	市场盘整
20141013	聚焦美元强势	20160912	最拥挤的交易
20141020	货币政策的拐点	20161114	特别报告：价格的革命
20141027	沪港通延迟成为市场阻力	20161206	2017 年展望：微妙的平衡
20141111	市场共识对沪港通知知的误区	20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20141117	沪港通：开创新历程	20170307	再通胀交易早已落幕：准备开启防御性轮动
20141119	沪港通“见光死”吗？	20170324	中国经济周期权威指南
20141124	降息！以及新的交易逻辑	20170413	市场价格失灵
20141205	中国市场的价格与价值：上证等于 3400	20170524	新监管下的风险重新定价
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”	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

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_6697

