

宏观点评 20230129

中国资产定价了多少“放开后的复苏”？

2023 年 01 月 29 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《假期外资“兔”飞猛进，有啥机会和风险？》

2023-01-27

《3%增速背后的中美博弈》

2023-01-18

■ 开年以来港股和 A 股领跑全球，这一 30 年来的最佳开局也使得外资对于中国资产空前青睐，问题是这种涨势还能持续多久？继续看多者认为中国防疫放开后在经济和上政策的利好仍待释放；谨慎的投资者则质疑后续经济复苏和政策刺激的可持续性。由此可见，当前市场的分歧，主要在于中国资产是否充分定价了疫情放开后的复苏红利？本文试图去量化当前中国主要资产对于疫情复苏的定价程度，通过计算我们发现，当前人民币汇率对于疫后复苏的定价最为充分，超过了 90%；而 A 股、港股以及债券收益率的这一定价均在 60%-70% 之间，这也意味着“看多中国”还有下半场。

■ 从市盈率回归和盈利修复来看，我们发现沪深 300 指数和恒生指数迄今的反弹分别定价了疫情放开后复苏的 62% 和 67%。市盈率方面，通过考察此前从严格清零转向完全放开经济体（比如新加坡和澳大利亚），我们发现其股市存在一个共同的特征，即在放开后的一年内市盈率向疫情前的均值回归；盈利方面，我们参考了彭博对于 A 股和港股市场 EPS 的最新预测。基于上述两点可以计算出沪深 300 指数和恒生指数在 2023 年的高点分别为 4599 和 26490，这也意味着尽管两者从 2022 年 10 月的底部已经分别反弹了 19% 和 54%，但从各自当前水平存在 10% 和 13% 的进一步上涨空间。

■ 如果说市场的盈利预测具有一定的主观性，我们不妨通过横向比较来考察当前 A 股和港股是否对疫情放开后的复苏进行了充分定价？图 4 列举了全球先于中国放开的 5 个经济体（美国、新加坡、越南、澳大利亚）在防疫政策转向前后的股市表现，可以看出虽然这些经济体的股市在放开后的上涨空间有差异，但在放开之前，这些经济体的股市均经历了大幅的上涨；相比之下，仅有 A 股和港股从疫情爆发到放开期间都是下跌的，这也意味着 A 股和港股在放开后的弹性会更大。尤其是与在放开前均严格执行清零政策的新加坡、越南、澳大利亚相比，A 股和港股的反弹空间显然没有充分释放。

■ 从信贷扩张和经济回升来看，我们认为 10 年期中国国债利率自 10 月底以来 30bp 的上行已经定价了以后复苏的 64%。从信用扩张来看，中国的贷款和国债之间具有明显的“比价效应”，即银行贷款的定价在边际上对 10 年期国债利率的走势有显著影响，考虑到 2023 年私营部门的信贷需求偏弱（尤其是房地产），我们预计贷款持续供不应求局面不大可能出现，这也就制约了 10 年期国债利率的上行幅度。从经济回升来看，尽管 2023 年中国经济有望显著回升，但在边际上仍难以实现 2021 年较 2020 年的改善力度，因此与 2021 年相比，在短端利率中枢下移和经济回升力度偏弱的背景下，我们预计 2023 年 10 年期国债利率顶部在 3.1% 附近，低于 2021 年的高点，这也意味着 10 年期国债利率进一步上行的空间不足 20bp。

■ 社融和经济回升的经验规律也表明未来债券利率上行的空间有限。中国经济从 2022 年四季度就开启了从经济底到社融顶的复苏阶段，且这一阶段很可能贯穿 2023 年上半年。如图 6 所示，历史上这一阶段并不一定伴随着债券利率的上行，这是因为在该阶段，经济筑底回升的后劲需要宽信用的强度来确认，如果这一强度不及预期，债券利率是缺乏上行动力的。相比之下，在随后社融顶到经济顶的复苏阶段，历史上的债券利率均出现了上行，这是因为随着经济持续复苏，市场开始担心货币和信用的双紧，然而就 2023 年下半年而言，我们预计这种“双紧”的局面不会出现。

■ 相较股债，人民币可能是抢跑最明显的资产，结合美元定价基准和国际收支的边际变化，我们估计离岸人民币自 11 月初低点 8.7% 的反弹幅度，对疫情放开后复苏的定价已经超过 90%。防疫放开对于汇率的影响可以简化成三个途径：一是中国经济的复苏会使得美元指数走弱，支持人民币升值；二是复苏逻辑下外资流入中国资产，利多人民币；三是国内

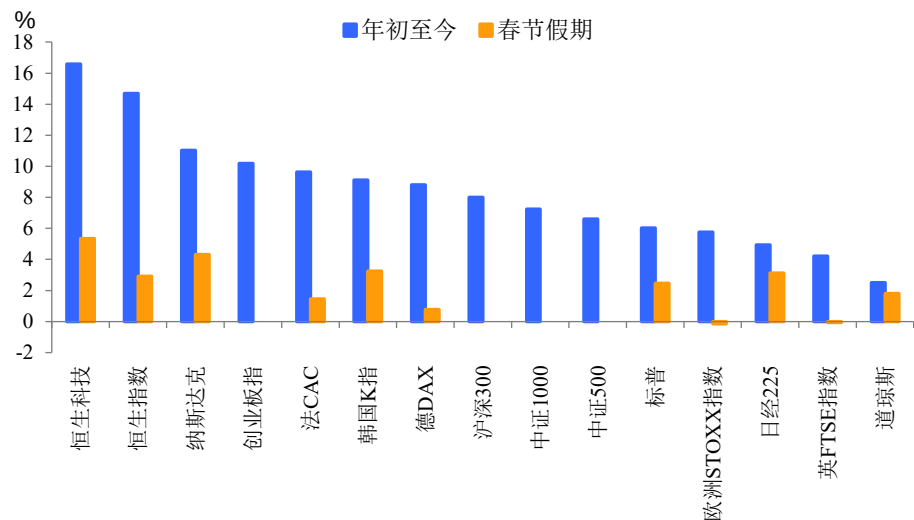
需求复苏，商品和服务进口反弹，叠加出口走弱，贸易形势恶化对于人民币汇率来说则是利空。全年来看，后两个因素相互抵消的作用会使得人民币汇率向美元基准靠拢，具体可参考 2018 年底至 2019 年初的情形（图 7）。

2023 年在中国和欧洲复苏的背景下，美元指数的低点在 98 至 101 之间，**对应的人民币汇率基准区间为 6.70 至 6.79**。我们借鉴 2017 年至 2018 年初的经验来判断 2023 年美元指数的可能区间，彼时与 2023 年宏观背景的相似之处在于中国和欧洲经济复苏，美联储处于紧缩周期中，不同之处在于今年中欧复苏的力度可能不如 2017 年，不过美联储的紧缩强度也会更弱。参考美元指数在 2017 年内最大跌幅以及 2017 年至 2018 年整个下行周期的最大跌幅，2023 年美元指数的低点应该在 98 至 101 之间，对应的人民币汇率基准价格水平在 6.70 至 6.79（图 8）。

截至 2023 年 1 月 27 日，人民币汇率自 2022 年 11 月初的底部（7.34）已升值 8.7%，距离上述区间的中值（6.74）仍有 0.2% 的升值空间，距离极限情形（6.70）尚有 0.8% 的升值空间。**这意味着当前人民币汇率对于疫情放开后的定价程度在 91% 至 98% 之间。**

风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1：2023 年以来中国权益资产成为市场追捧的香饽饽



注：春节假期统计的是 2023 年 1 月 23 日至 1 月 27 日的行情。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：新加坡放开后股市市盈率向疫情前均值回归



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3：澳大利亚放开后股市市盈率向疫情前均值回归



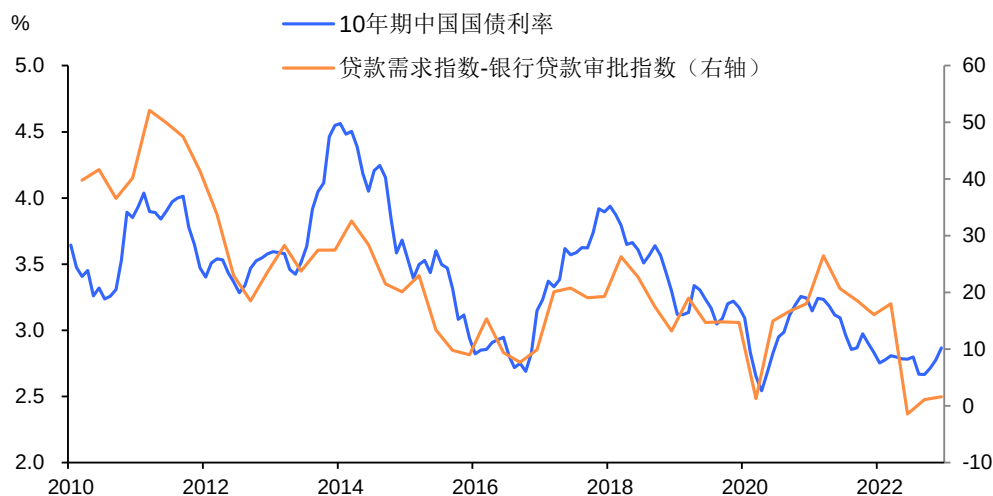
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：与其他放开的经济体的股市不同，A 股和港股在封控期间并没有上涨

疫情防控从封控转向放开过程中股市情况						
	美国	越南	新加坡	澳大利亚	中国	中国香港
封控期间	44.0%	86.5%	36.9%	50.4%	-1.3%	-15.2%
放开后最大涨幅	45.0%	22.6%	12.3%	10.6%		

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所测算

图5：中国贷款定价和国债利率之间具有明显的“比价效应”



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：10年期国债利率在“经济底-社融顶”、“社融顶-经济顶”两阶段的表现

经济底到社融顶	10年期国债利率变动	社融顶到经济顶	10年期国债利率变动
2009年6月-2010年1月	47bp	2010年1月-2011年6月	26bp
2012年9月-2013年4月	0bp	2013年4月-2013年12月	109bp
2015年9月-2016年4月	-41bp	2016年4月-2017年3月	42bp
2020年3月-2020年10月	54bp	2020年10月-2021年3月	12bp

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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_51646

