



洪灏：三月之乱，夕惕若厉



上周五又是一场令人难以忘却的盘面。但这并非仅仅因为上证上演了一出绝地突围的盘中 V 型反转，并自触及 850 日移动均线后持续反弹。就在中国金融数据预定发布的数小时前，国债期货午盘后猛然飙升。股市和债市尾盘双双飞涨，令许多经验丰富的交易员大惑不解。

随后公之于众的二月信贷数据令人大失所望，仅为共识预期的一半。居民长期贷款，即按揭贷款，为 2007 年有记录以来首现负增长。不出所料，经济学家们不约而同地将此归咎于春节错时因素的影响。但在市场为一月“史诗级”天量信贷数据欢欣鼓舞之后，对于积极宽松政策落地的寄望和喧嚣，无疑已如黄粱一梦终成泡影。

如此疲弱的信贷增长有助于解释债券和股票齐飞——债市认为经济将继续放缓，而股市则继续押注货币宽松即将到来。但这两点都无法有效解释数据公布前的莫名其妙的涨势。在预测未来之时，债券往往比股票更能洞烛先机。

而在个人按揭增长疲弱之际，上海的豪宅市场却如烈火烹油，一房难求。据报道，有楼盘以每平方米 35 万元的天价成交刷新历史纪录，此外一众标价从至少 3,000 万元到远超 5,000 万元甚至更高的公寓也引发抢购热潮。关于豪宅销售的品评是一把更酸溜溜的葡萄，尤其是这些超级豪宅都是用现金结算，并不需抵押贷款。

真是光怪陆离啊。

香港市场风雨中抱紧信心。

就在上证首度试图从 850 日均线这一重要长期趋势线反弹之际，恒指跌跌不休，下挫破底。尽管恒指自圣诞节以来已显示出深度配置价值、并成为全球表现最佳的主要指数，恒指跌破其 17 年长期趋势线（《香港开始显示深度配置价值》和《恒指正处于长期重要拐点》）。

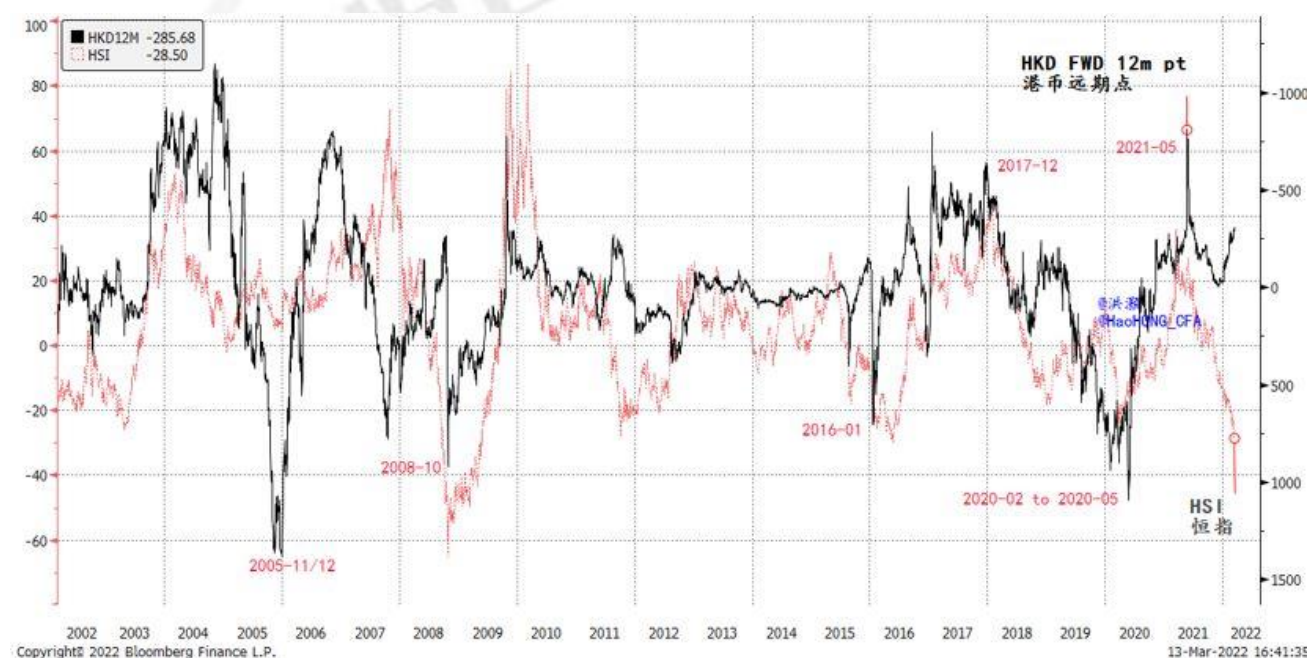
值得强调的是，长期趋势线并非支持或阻力线，而显示的是指数长期运行的重要趋势。美国证券交易委员会依据《外国公司问责法案》(HFCAA) 进一步披露了涉及 5 间中概股的预定除牌名单，令恒指的跌势犹如火上浇油。上周五，中概股在美股市场再度遭遇了一场惨绝人寰的抛售。

交易员们都想知道这些中概股将何去何从。尽管这些公司在 2024 年之前便要按法案规定，将审计底稿提交给美国证交会审阅，但加速实施的 HFCAA 可以将这一宽限期大幅缩短至两年或更短。港交所一直在为中概股回流香港这一中国的离岸市场而厉兵秣马。不过，港交所已经因疲于处理数百份上市申请而案牍劳形。同时，过多的新股上市将继续消耗香港市场的流动性。2021 年即可为一极佳的佐证。

前方雄关漫道真如铁。一位曾助力多家大平台上市的中国投行大佬与我们闲聊时所感叹道，“中概已经不可投资了，人人都想夺路而逃”。另一位管理着最大的中国股票基金之一的著名基金经理也不免微词，“信心早已尽丧”。

信心难拾，亦难量化，但无论如何我们依然会破釜沉舟，放手一搏。我们审视了港汇远期点数的变化（港币，图表 1）。出人意料的是，尽管悲观论调甚嚣尘上，港汇远期点数的变化与对香港未来信心高涨的时期相吻合，如 2007 年和 2017 年；而相悖于信心低迷的时期，如 2005 年、2016 年初和 2020 年初。历史上，港汇远期点数与恒指的回报率密切相关。尽管现阶段恒指一蹶不振，但人们对香港未来的信心似乎并未减弱。

图表 1：港汇远期指数显示，投资者对香港的信心并未减弱，但与恒指有所背离



那么，在此万马齐喑之际，还有没有买家了呢？我们考察了跨资产和跨投资者群体的持股情况，以衡量投资者增持或减持中国资产的意愿。

首先，我们考察了外资持有中国国债的变化。我们的数据显示，自 2021 年初以来，外国投资者购买中国国债的速度一直在放缓，并且在今年 2 月

彻底转为资金外流。实际上，二月从中国国债流出的 350 亿美元，是有数据以来规模最大的一次单月流出。

这可能是由于俄罗斯央行需要出售其持有的部分中国国债以筹集现金，因美国冻结其外汇储备。但这也必定存在一部分资金减持、国外账户赎回的情况。毕竟，一些国际大行已经下调了中国国债评级，并建议客户减持。

重要的是，债券投资者是“聪明钱”。历史上，我们的数据分析显示，外国投资者中国国债持仓的变化领先外资买入在岸市场股票及其回报率，最长可达约九个月（图表 2）。因此，当外资减持中国国债之时，波动性将从国债波及股市，故在岸投资者应该小心谨慎。

此外，我们必须留意到随着外资减持，人民币将承压。传染效应的可能性有可能会使人民币出其不意走弱，并进一步引发资本外逃。现阶段我们看到人民币仍处于有序微贬的状态。在跨境资本流动依然受到调控的市场环境中，资本外逃是一个风险情形。

图表 2：外资购买中国国债的速度放缓，预示着离岸买盘减少，在岸市场回报率承压



在外资减持中国国债的冲击下，在岸和离岸市场都涌现了抛售潮。

我们看到香港市场净买入已然跌至历史最低点，并已盘桓于此数月（图表 3）。与此同时，我们的自下而上的数据汇总表明，在股票层面，机构投资者和个人投资者都在抛售港股（图表 4）。尽管净买入现阶段已经在历史低点持续数月，但这种情况往往领先恒指最终触底的时刻约三个月以上。

图表 3：香港市场净买入和日间情绪已跌至逾 10 年最低点之一



机构和個人投資者不分青紅皂白的拋售表明了弥漫于香港市場的悲觀情緒。這種悲觀情緒往往在香港最舉步維艱的時期發酵蔓延，如 2012 年、2015 年下半年至 2016 年初，以及 2020 年初（圖表 4）。因此，即使恒指已破底，但在短期內接飛刀仍屬冒進輕率之舉。不過，我們相信長期投資者一定已開始注意到香港的長期價值，正如港匯遠期點數所示。

圖表 4：機構和個人投資者都正在拋售港股



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_39425

