

2020 年 4 月 6 日

中国市场策略

周期已经见顶，帷幕缓缓而落

洪灏, CFA

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

研究部主管

3 月 23 日以来的大反弹后，市场在艰难寻找方向。在这个关键的时刻，中国央行终于开始行动，将超额准备金利率下调了 37 个基点，至 0.35%，同时宣布将分两步将中小银行的存款准备金率降低 1%。超额准备金利率的下调意义重大：这是自 2008 年 11 月以来的首次下调。而上次下调超额准备金利率的时点，恰恰对应上个周期上证综指的最低点。同时，这也是今年第三次下调存款准备金率。我们预计，随着通胀压力在未来几个月逐步消退，中国将有条件进一步放松货币政策——进一步下调存款准备金率、LPR 利率，甚至下调基准存款利率都是有可能的。而经济也将需要这些政策的帮助。

即便如此，中国央行的宽松举措是很有分寸的，尤其是与它全球的同行相比。但不要怀疑——总体方向是放松货币政策，而其效果正体现在市场利率的下降上。然而，利率下降往往意味着在经济放缓的环境下，信贷需求疲弱，而且往往与市场下行相对应——如果我们以史为鉴的话（**图表 1**）。尽管放松货币政策可能会给实体经济带来一些支持，但基本面需要时间来恢复。股市也如此。春节以来，市场一直在依靠希望而望梅止渴。现在，市场将需要等待确认，然后再决定下一步运行的方向。

许多交易员正在反复思考，是否要继续交易美国市场及其引领的全球市场的技术反弹（《是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？》，20200324）。但周期之轮已经开始转动。在**图表 2**中，我们展示了美国消费者对当前形势的信心在过去美国经济衰退之前是如何变化的：其峰值往往会领先美国经济衰退大约 6 至 12 个月。在本轮周期中，这一信心指数在 2019 年 4 季度左右见顶，而见顶的位置与 1968 年末和 2000 年年中的水平类似。去年 4 季度见顶之后，这个信心指数开始回落。与此同时，美国股市市值/国内生产总值（GDP）的比率也已经大约在同一时间见顶，见顶的位置也接近 2000 年初的水平。

总而言之，当前的经济周期已经见顶，并将走向衰退。其对经济严重的影响将类似于美国 1969 年和 2001 年的严重衰退。许多人把目前的市场动荡归咎于新冠病毒疫情的爆发。然而，在见顶前，美国市场的估值如此之高，同时在持续的低利率环境下，企业杠杆率也过高。因此，新冠病毒只是暴露了该系统固有的弱点。即使没有病毒疫情的爆发，也会有其他的催化剂来扭转周期滚滚的车轮。新冠病毒疫情只是使周期的见顶下行比我们之前的预测提前了两个季度（《展望十年：长波中的退潮》，20191230）。

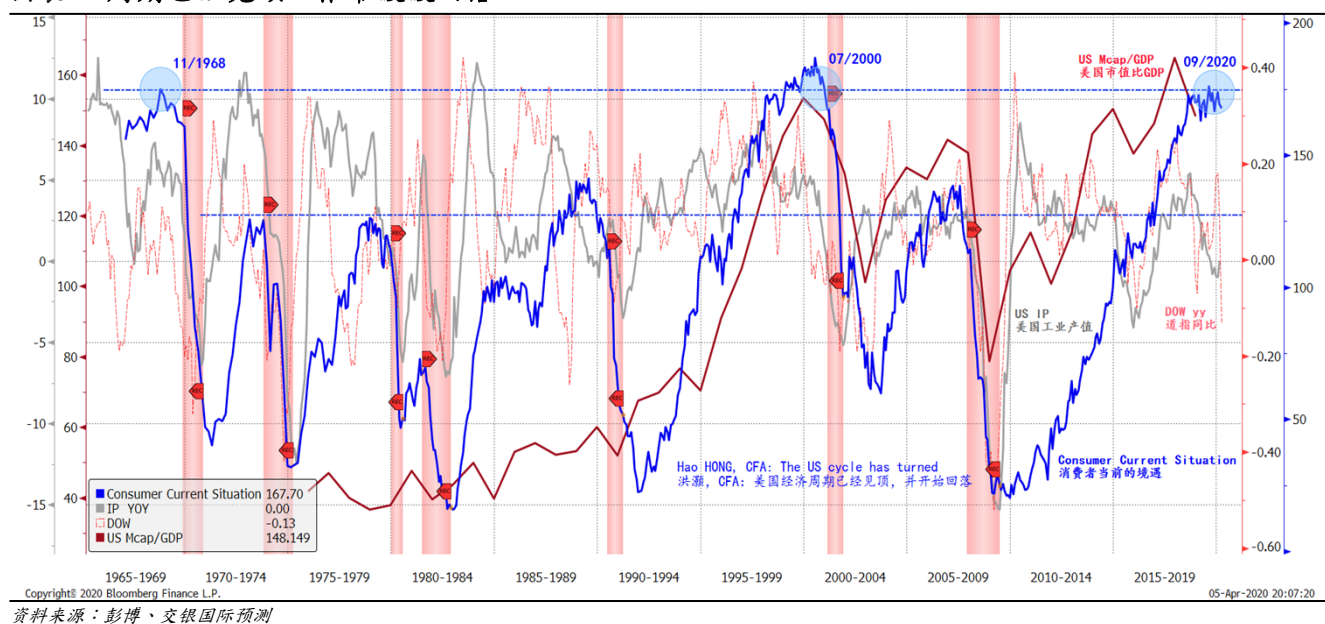
迄今为止，在当前市场的黑暗时刻，中国一直是一座希望的灯塔。中国股市的表现强于全球市场，尽管其绝对回报率仍为负值。一些人将中国市场的相对强势归因于其相对于全球同行较低的估值和杠杆率。然而，应该指出的是，中国对全球大流行疫情的严格强势的管理，其实更好地解释了中国的相对回报（**图表 3**）。在周期开始见顶下行的时候，不要沉迷于稍瞬即逝的技术波动——除非是对一个人工智能机器交易员而言。我们活在一个划时代的时刻。是时候为即将发生的、不可避免的情景做准备了。

焦点图表

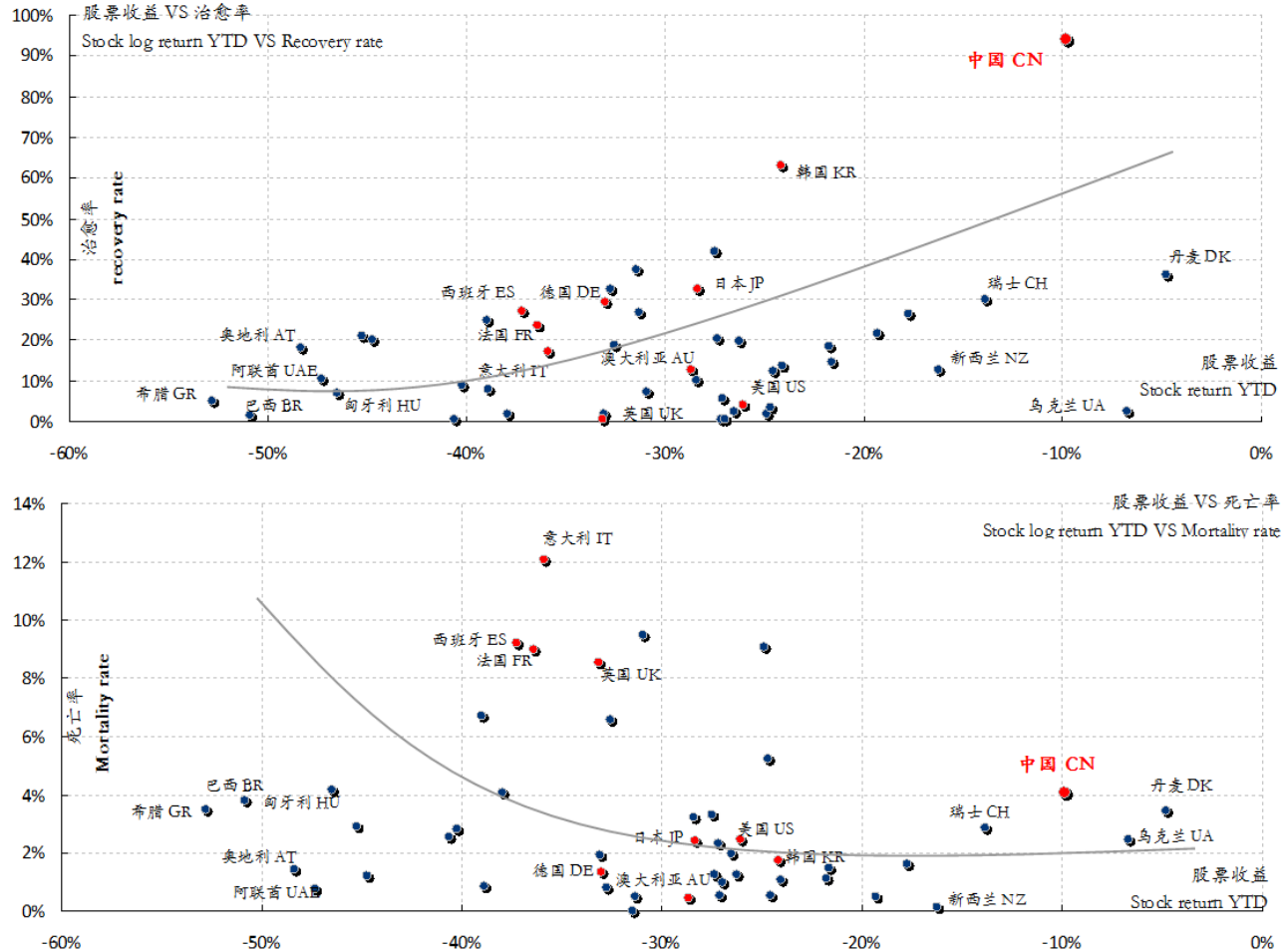
图表 1: 市场利率下降与市场下跌息息相关



图表 2: 周期已经见顶，帷幕缓缓而落



图表 3: 市场回报率与新冠病毒疫情的控制相关



资料来源：彭博、交银国际预测

近期报告

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们的故事	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
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗？
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017 年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？	20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20170307	再通胀交易早已落幕：准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

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_6026

