

中国市场策略 市场的三个极端

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com

摘要：周五的各类资产剧烈波动已证伪了市场的共识 - 一个被“调控”的市场并不就安全了。利率下降并不一定会带动资金投入股市，因为中国人民必须要更努力地存钱以弥补利息收入的损失。注册制将意味着更多的股票供应并压缩估值。人民币 SDR 入篮已经计入在股价中，并会弱化香港作为中国的投资替代品的角色。价格的运行表明今年六月股市的高峰与 2007 年末一样意义显著，恒指的长期支持线已成为了其显著的短期阻力。

注册制将压缩昂贵的股票估值：如果重要的资产类别的价格，如股票，人民币，利率甚至有色金属，都尽在“看得见的手”的调控之下，那么为何上周五会爆发出如此剧烈的波动？股票应该有证金公司的支持，人民币汇率和利率继续被央行引导，而有色金属行业协会提议收储以支持下跌的大宗商品价格。然而，房地产行业指数表明今年六月股市的峰值一如 2007 年末那样显著(焦点图表 1)。专家们还认为，利率下降将推动资金进入股市。但别忘了 - 在中国存款是“吉芬”商品 - 如利率下降，也就是存款价格上升，中国人民必须更努力地存钱，以弥补收入损失。

市场共识认为对券商的调查，叫停收益互换同时不再要求券商自营盘保持股票净买入等消息造成了市场波动。不过市场早已知晓券商两融业务被调查；收益互换的规模不到 1000 亿人民币，而且占市场成交量的比例很小；券商的自营交易可能还不舍得从救市计划组合里计提亏损。因此，上述因素都促成了周五市场的波动，但还不能解释大部分的价格波幅。

焦点图表 1：今年六月，上海房地产行业指数在 2007 年 11 月同一水平处第二次见顶，意义显著。



资料来源：彭博，交银国际

周五收市后，中国证监会宣布将加快新股发行的审核过程。这是向万众瞩目的注册制迈出的一大步。注册制一直是资本市场改革的重要组成部分，但在当前的五年计划尚未完成。该系统已经走过了漫长的道路，在过去的二十年，从以“额度管理”和“指标管理”来调节上市公司拟募集的金额，再到“通道制”来规定各家券商的上市公司项目数量，并最后到现在的“保荐制”。

但上市制度对股票供应的控制仍然存在。因此，任何增加新股的供应将扰乱股票供求现有的平衡，从而对股价造成压力 - 尤其对于昂贵的创业板和小盘股。专家们认为，注册制已经讨论多年，因而已经反映在股价中。然而市场对于注册制并没有太多的经验，也不知道应该预期什么，它怎么可能对此制度的冲击正确地计入价格呢？而小盘股和创业板的昂贵估值也表明事实并非如此。尽管如此，注册制最终出台后将是企业部门去杠杆化的重要资金来源，是中国创新资金来源的重要组成部分。

SDR 入篮已经反映在价格之中；恒指形态走势偏空：下周将是人民币国际化的重要一周。IMF 将举行董事会会议，以为人民币进入 SDR 做出结论。由于 IMF 和美国政府之前均为人民币入篮 SDR 表现出不同程度的支持，11 月 30 日会议在很大程度上是木已成舟的，并已反映在股价中。同时，我们认为，人民币纳入 SDR 的初始权重将比其 15% 的理论权重要低，并会随着时间的推移而逐步反映人民币在全球商品和服务交易中的地位。外国主权基金配置中国政府债券将发生在将来以后的某个阶段。

但 SDR 纳入可以部分解释为什么尽管估值便宜，恒生的表现却仍然差强人意，尤其是相对于中国 A 股。人民币 SDR 入篮，以及正在进行的资本市场改革，将意味着中国股市对于外国投资者的准入将逐渐放宽。因此，香港作为中国的投资替代品的角色正在逐渐消退。同时，香港市场本身的经济面临困境，尤其是它的昂贵的房地产市场面临的阻力将在利率上升的环境下加剧。恒指已经运行到一个非常强的长期阻力位置（**焦点图 2 和图 3**）。除非交易模式发生了根本的改变，估值便宜并不是恒生突破阻力的充分理由。

焦点图表 2：香港物业价格指数的长期阻力位置与恒指的区间峰值一致。



资料来源：彭博，交银国际

焦点图表3：恒制的长期支持线已经成为其近期的阻力位。



资料来源：彭博，交银国际

近期报告

- 20120625 市场与经济的博弈
- 20120706 经济疲软 降息乏力
- 20120725 货币战争中难寻"钻石底"
- 20120822 猪"调控"了中国股市
- 20120906 静待政策市
- 20120922 央行在等什么？
- 20121019 市场和经济不可能同时见底
- 20121116 站在经济转型的十字路口
- 20121204 2013：改革的悖论（前瞻）
- 20121214 2013：站在市场进退的十字路口
- 20121219 2013：改革的悖论
- 20130117 市场共识忽略了些什么
- 20130227 乍暖还轻冷 未雨已迎风
- 20130325 股市见顶 何时何地
- 20130415 黄金暴跌预示着股市波动性上扬
- 20130422 赌市
- 20130513 麻将投资定理
- 20130520 麻将投资定理之二：创业板泡沫
- 20130524 第二只黑天鹅：日经
- 20130603 扭曲的“常态”
- 20130610 动荡的预示(下半年策略预览)
- 20130621 动荡的预示 之二
- 20130625 情绪宣泄淋漓 大盘反弹在即
- 20130722 小跃进：利率半市场化和股市的影响
- 20130729 债务审计与中国的“债务泡沫”
- 20130819 一系列市场异象及其显著意义
- 20130904 中国是当下最显著的逆向交易主题
- 20130910 牛市里应顺势而为
- 20130914 中国股市和美联储缩减计划
- 20131014 中国股市和美国债务上限的争议
- 20131017 股市是否可以预测？（向法码和席勒致敬）
- 20131024 逢高减持 获利了结
- 20131108 三中全会：当局清，市场迷
- 20131205 2014 展望：黑马与黑天鹅（预览）
- 20131212 2014 展望：黑马与黑天鹅
- 20140127 2013 年的警示
- 20140225 人民币、房价是显著的市场风险
- 20140304 风险 - “你懂的”
- 20140311 市场底部：1600 点
- 20140317 人民币贬值将刺破房地产泡沫
- 20140324 大盘股也有春天
- 20140409 长端收益率才是关键
- 20140414 三个流行交易策略的逆转和价值投资的回归
- 20140514 新常态和新极端
- 20140617 2014 年下半年展望：寂静的回响（预览）
- 20140625 2014 年下半年展望：寂静的回响（全文）
- 20140711 寂静的回响：波动性的回归
- 20140718 足球，股市和股指的楔形化
- 20140723 一万亿的疑问：抵押补充贷款、房地产和有色金属
- 20140728 一万亿的狂热：逢高减持；获利了结
- 20140805 市场共识忽略了什么
- 20140814 信贷转向及政策前景
- 20140822 沪港通和资金流向的真相
- 20140827 市场隐含的经济增长和政策前景
- 20140905 理智与情感：止损并修正交易策略
- 20140915 货币和财政政策可期
- 20140922 盘整还是回档 - 长端收益率仍然是关键
- 20140929 市场的割裂
- 20141006 香港的鸿沟
- 20141013 聚焦美元强势
- 20141020 货币政策的拐点
- 20141027 沪港通延迟成为市场阻力
- 20141111 市场共识对沪港通认知的误区
- 20141117 沪港通：开创新历程
- 20141124 降息！以及新的交易逻辑。
- 20141208 中国的价格与价值：上证等于 3400
- 20141211 2015 年展望：风险重新定价
- 20141224 2015 年中国的五个意外
- 20150118 两融调查引爆头寸；上证泡沫化点位=4200
- 20150129 危险的头寸
- 20150205 降准、人民币与国际收支不平衡
- 20150209 期权首发日和红庙子的故事
- 20150302 降息和市场的新极端
- 20150320 市啥率，就是啥率
- 20150413 恒指目标 32,000；与“中国大妈”顺势而为
- 20150416 A50/500 股指期货和创业板泡沫的幻灭
- 20150420 肖钢、小川和丁蟹
- 20150506 调教“人民日报牛”
- 20150511 降息如期而至；历史会否重演？
- 20150528 “5-30”：以暴跌纪念暴跌
- 20150616 伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟
- 20150624 “钱荒”纪念日
- 20150629 央行双降又如何
- 20150702 证监会平抑市场波动
- 20150706 各部联合出大招又如何？
- 20151026 央行双降，市场抉择的时刻
- 20151109 重启 IPO：魔鬼的细节
- 20151116 巴黎冬天恐怖主义事件

交银国际

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦十一楼

总机: +852 3710 3328

传真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于 12 个月内上升超过 20%
 长线买入: 预期股价于 12 个月以上时间上升超过 20%
 中性: 预期股价波幅在±20%之间
 沽出: 预期股价于 12 个月内下跌超过 20%

行业评级

领先: 预期行业指数于 12 个月内超过大市涨幅 10%以上
 同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间
 落后: 预期行业指数于 12 个月内落后大市涨幅 10%以上

研究团队

研究部主管

郑子丰 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng @bocomgroup.com

@bocomgroup.com

策略

洪灏 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

建材及工业(中盘)

陈庆 (852) 2977 9392 angus.chan

银行/网络新金融

杨青丽 (852) 2977 9212 yangqingli
 李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan
 万丽 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli
 韩嘉楠 (86) 10 8800 9788 - 8055 hannah.han

油气/燃气

刘旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

非必需品消费

黄文嫻 CPA (852) 2977 9391 phoebe.wong
 肖伟 (852) 2977 9205 eric.xiao

房地产

刘雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau
 谢联聪 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse
 过璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

必需品消费

王惟颖 CFA (852) 2977 9221 summer.wang
 吴敦宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

新能源

孙胜权 (86) 21 6065 3606 louis.sun

环保服务

郑民康 (852) 2977 9387 wallace.cheng

科技

严司政 (852) 2977 9243 christopher.yim

医药生物

李博 (852) 2977 9203 david.li

电讯/中小盘

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

保险及证券

郑嘉梁 (852) 2977 9389 jupiter.zheng
 张雨琦 (852) 2977 9250 yufan.zhang

交通运输及工业

郑碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng
 周云飞 (852) 2977 9381 fay.zhou

互联网

马原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma
 谷馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu
 孙梦琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun

汽车

姚炜 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、奥星生命科技有限公司、北京汽车股份有限公司、中国惠农资本集团有限公司、德基科技控股有限公司、国联证券股份有限公司、广发控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、齐合天地集团有限公司、绿地香港控股有限公司、中软国际有限公司、云游控股有限公司、联想控股股份有限公司、匹克体育用品有限公司、恒投证券（亦称为恒泰证券股份有限公司）、郑州银行股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、盈健医疗集团有限公司及绿景（中国）地产投资有限公司有投资银行业务关系。

交银国际控股有限公司现持有中软国际有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的全资附属公司。