

## 中国市场策略 市啥率，就是啥率

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com

“没有什么比在一个非理性的世界追求一个理性的投资策略更具有毁灭性。” - 凯恩斯

**摘要：**上证综指可升至4000，+/-200，因为上证已经有效地突破了之前3400点的价格目标。3400也是我们在三个月多月前预测的重要的阻力的点位。降息和降准对市场的刺激作用已经式微。但一些央行资产负债表扩容的措施，如最近财政部的债务互换计划，仍或可支持风险资产的价格。然而，中国股市已不再便宜，而最后的这几百点的冲刺将充满巨幅的市场波动。

**上证综合指数可升至4000点的水平，波幅+/-200点；风险正快速飙升：**上海股市持续攀升，成功突破3400点的阻力点位。3400点是我们于2014年12月5日首次订下的目标价位（请参阅《[中国市场的价格与价值：上证等于3400](#)》），也是我们三个多月前预见到的一个强大阻力位（请参阅2014年12月24日发表的报告《[2015年中国的五个意外](#)》）。同时，这个阻力点位是自中国推出人民币四万亿元刺激经济措施以来未曾遇见的一个泡沫水平。目前，A股市场的市净率中位数为4.3倍，市盈率中位数为56倍。只有约五分之一的个股的市净率低于2.6倍，市盈率低于36倍。上海股市已经变得非常昂贵。

2015年1月19日，中国证监会调查两融交易，上海股市单天暴跌了7.6%。我们当时通过比较1999年「5.19」事件发生时的市况而预测到了股市调整的幅度，我们同时首次提出上海股市在极端泡沫化的情况下可以攀升到4200点的可能性，前提是上海股市能最终有效地升穿3400点的重要阻力点位（请参阅2015年1月19日发表的报告《[两融调查引爆头寸；上证泡沫化，点位=4200](#)》）。我们在彭博中国2015年市场展望特刊专栏（请参阅2015年1月29日发表的报告《[China 2015: A Bubbly Nation](#)》）里进一步详述了4200点水平的计算方式。目前，上海已冲破阻力并开始迈向新领域。我们猜到了故事的开始，但是故事的结局又会是怎么样呢？

近日，我们走访了中国最贫困的地区之一，并看了一些项目。这个曾是穷乡僻壤的山城已变身为一个庞大的建筑工地，有多个住宅项目正在同时开发。一个地盘号称具有总共180万平方米的生活空间，落成后最终可容纳超过50万名居民。在一个只有逾300万名居民的城市，这个项目的销售难度将非常具有挑战性。此外，城市里还有的其他数个类似规模的项目，无疑将会令此楼盘的销售事宜变得更为艰巨。项目的其中一个卖点是四周环境宁静自然。然而，我们经过的是满布推土机、沙尘滚滚的建筑土地，我们看到唯一的野生动物，是该项目商业广告板上的一只孤单的海鸥的图像。

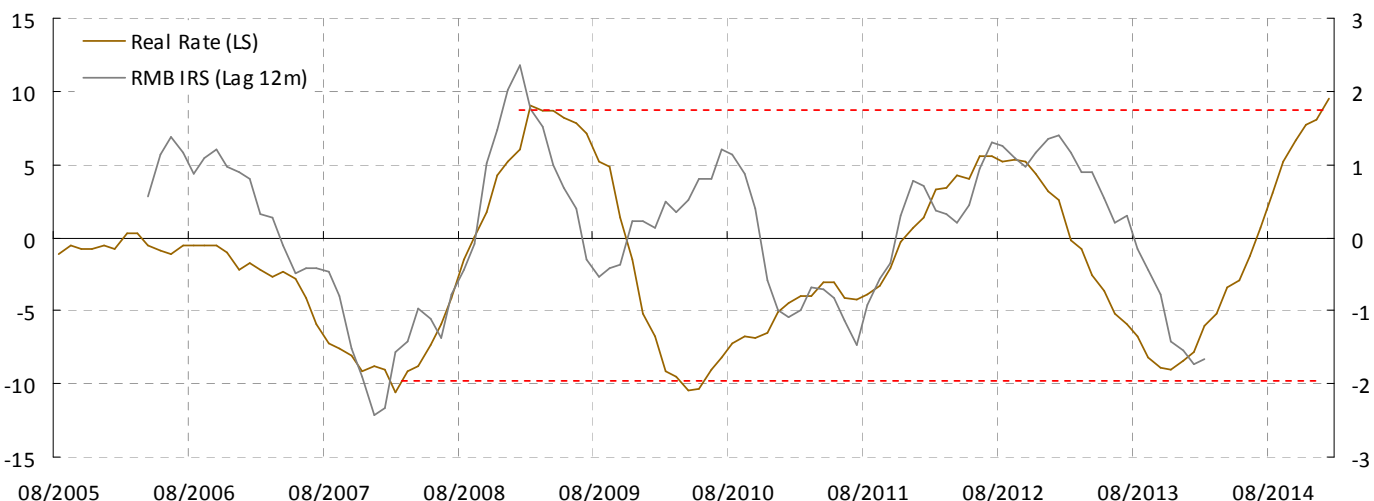
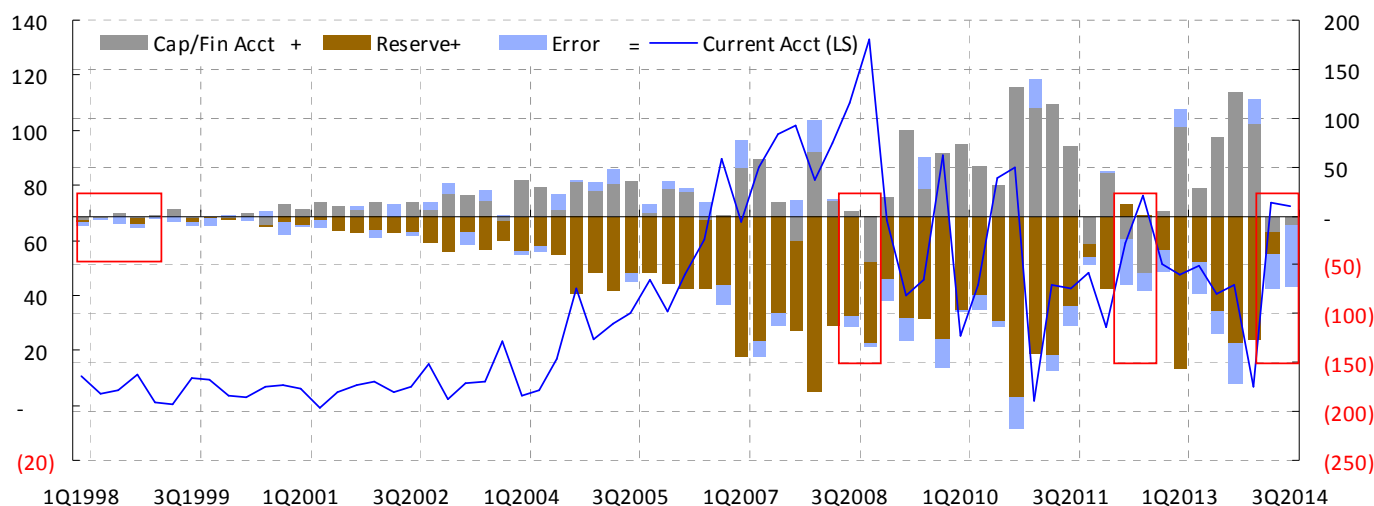
这个城市的现状折射出了中国许多三四线城市正在面临的困境，许多地方政府均背负着不良投资，而这些投资很可能永远不能归本。2015年是地方政府偿债的高峰年，许多投资款项面临着亏蚀的风险，多亏了财政部推出精心设计的债务互换计划，情况才似乎有所转机。根据这项新计划，地方政府可以用较低利率的债券置换其高息贷款。尽管债务置换将不会改变相关资产的质量，但债务置换的确能有助于对冲那些类似于上述项目相关的短期尾部风险。对于看涨的人士而言，这是一项新的消息。

**直接基础货币扩张；债务置换；传统的降息降准举措不再奏效：**自1月份以来，我们依次经历了一次降准和一次降息。然而，对于市场上仍在忙着猜测今年尚有多少次降息降准的人士而言，市场对这些传统货币刺激措施已从平淡的反应转变为彻底失望。降息降准主要是为了缓和较高实际利率和资本外流的压力。因此，这些政策举措更像是一种苟且的支援，而并非兴奋剂（请参阅2015年2月5日发表的报告《[降准、人民币与国际收支不平衡](#)》和2015年3月2日发表的报告《[降息和市场的新极端](#)》）。

在财政部的债务互换计划下，谁会购买新的地方政府债券，仍是一个具争议性的问题。商业银行或不愿意以高收益的资产置换低收益的债券。毕竟，基于隐含的政府担保，这些地方债务之前也被认为是有一定信用的。民营资本可在这个关口寻求其他更具吸引力的资产类别，如股票。因此，一个可行的解决方案或是央行通过类似PSL那样的贷款向商业银行提供廉价资金以完成置换。

央行近期有关延续并扩大到期MLF规模的操作，暗示出这种情景的可能性。2014年，央行通过这些「创新」手段释放出约人民币一万亿元的流动性。若中国央行的资产负债规模可通过直接注入基础货币而得以扩大，将有利于风险资产价格，情况类似过去数年美联储资产负债表规模的扩张对美国股市构成的影响。事实上，我走访的城市已经获得人民币50亿元的债务互换额度，这些额度为这个城市缓解债务负担买下了一些宝贵的借来的时间。

图表 1：降准以抵消资本外流；实际利率处于非常高的水平。



资料来源：彭博、交银国际

**在 4000 点水平以上，股票相对债券的估值吸引力正在迅速流失：**在通缩的环境下，全球央行正致力于抑制利率水平，投资者被迫投资具收益率，而且是哪怕只有一点点收益率的工具。因此，具有高股息率的股票符合投资者在低收益率的大环境里追逐任何收益率的策略。在国内和海外市场，我们发现债券收益率持续下降，而股市则持续上涨。

追逐收益率的逻辑似乎能解释国内和国际市场的情况。从交易的逻辑去定义上证的估值水平，我们可以认为股票价格是由供求来厘定的。在买卖股票的过程中，交易员在不断地比较持有股票与现金的效用。换句话说，也就是比较持票和持币的收益。若股票价格（以盈利率来计算）较现金价格（以债券收益率来计算）更具吸引力，更多投资者将更愿意买入股票。反之亦然。

我们可从下图得悉两者的关系，下图比较了中国市场盈利率减去债券收益率的差距的变动，或股票和债券之间的收益率差距变动，并与上证综合指数比较。我们发现，2007年上海股市的泡沫峰值为市盈率70倍，2007年11月相关差距降至极端水平，2009年中国推出人民币四万亿元刺激经济计划后，2009年11月相关差距再次降至极端水平。在这些历史高位上，股票的估值相对于现金变得非常昂贵，而股市的泡沫最终在自身的昂贵估值下幻灭。

图表 2：股票相对债券的估值吸引力下降。



资料来源：彭博、交银国际

目前，我们的图表显示收益率差距正暴跌至接近其历史极端水平。由于经济放缓和货币宽松政策，若债券收益率继续回落至 3% 的范围内，且如果股债收益率的差距变动再次逼近 2007 年和 2009 年峰值时的极端水平，则盈利率可从目前的仅逾 5% 升至 6%，使上证综合指数升穿 4000 点。然而，需要注意的是，最后几百点的升幅市场将巨幅波动。

**为市场波动性的放大作好准备：**目前的问题是，市场能否汲取过往 2007 年及 2009 年泡沫时期的教训？这次是否会不一样？有关的学术证据却令人担忧。2002 年诺贝尔经济学奖得主弗农·史密斯（Vernon Smith）在其与 Caginalp 等学者于 2000 年联合撰写的一篇文章中提及他进行的有关历史上市场如何应对泡沫化的实验。他的学术研究发现这些泡沫虽然不断地重现，它们形成的原因却不尽相同。泡沫最初的出现往往源于一个新的理念，或市场一时心血来潮而跟风。随之出现的泡沫则一般归因于交易者在经历第一轮泡沫时期后，过份自信所致。换句话说，交易员如在第一轮泡沫时期亏了钱，他们往往会认为在下次出现泡沫时他们可以在最佳时机比在所有人之前提前兑现离场。

这些研究结论所得看起来似曾相识。投资者正在殚精竭虑地找寻各式各样为何持股的借口。大部分投资者宣称的指数目标价位，但并没有提出仔细考虑过的计算该目标点位的方法。这种没有论据论证的观点其实与无中生有无异。当市场的观点分歧非常小并一致趋同的时候，任何市场价格势能的衰减都会令市场的信心下降，并形成负反馈（Abreu 及 Brunnermeier，2002 年和 2003 年）。或如凯恩斯点评道：「在一个投资者不清楚自己买的是什么的市场里，投机者更注重预测下一个市场情绪的逆转点，而不是对资产未来收益率的可行性进行分析。当泡沫幻灭的时候，这个超买的极端乐观的市场的崩溃将是简单粗暴，并极具灾难性的。」凯恩斯这个 80 年前的评论似乎也在一定程度上描述了目前的市况。

我们在告别午餐会上与当地的好朋友们讨论市况。朋友们以当地著名的美酒款待，该美酒已在坛中酝酿了超过 50 年，是专为国宴而预留的。好朋友问及我如何评估中国市场的估值。我答道：「用市盈率及市净率。」，并续道：「现在两个比率已经非常高了。」当时我已微醺，故以茶代酒。好朋友笑道：「哎呀，亲爱的，你难道有没有听说过市梦率，市胆率，甚至市傻率吗？」我被他逗乐了，并顺势举行茶杯喊道：「那我们就为市啥率干杯吧！」「你显然未醉。」友人走过来牵着我的手臂道：「我们其他人都喝酒，你这样的独醒的状态，不会尽兴的。」我只好从了，在起飞前和大家一醉方休。

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

交銀國際

 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

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

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

策略

洪灏 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

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

非必需品消费

黄文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong  
朱晓滢 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消费

王惟颖 (852) 2977 9221 summer.wang  
吴效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

医药生物

刘一贺 (852) 2977 9387 milo.liu

保险及证券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing  
张雨琦 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互联网

马原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma  
谷馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金属及矿业

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏观经济

李苗献 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油气/燃气

吴菲 (852) 2977 9392 fei.wu  
刘旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地产

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

新能源

孙胜权 (86) 21 6065 3606 louis.sun

电讯/中小盘

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

谢剑英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通运输及工业

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

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。

### 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、哈尔滨银行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚华金控股份有限公司、中州证券股份有限公司、中国新城市商业发展有限公司、中国圣牧有机奶业有限公司、博大绿泽国际有限公司、中国国家文化产业集团有限公司、四川发展(控股)有限责任公司、奥星生命科技有限公司及北京汽车股份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上海复星医药集团有限责任公司股本证券逾1%。

交银国际证券有限公司现持有三门峡天元铝业股份有限公司股本证券逾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，并可能受递延延误、阻碍或拦截等因素所影响。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。**