

中国市场策略

货币和财政政策可期

洪灏 CFA

hao.hong@bocomgroup.com

“人永远活在预期之中” - 伏尔泰

- **实际利率高涨会影响到经济增长：**中国最近的经济数据引人关注。工业产出、固定资产投资和货币供应量增长趋缓。生产者价格指数显示通货紧缩的压力比预期的通缩还要糟糕。库存在增长，但是工业产出和新订单增长却又开始放缓。李克强总理在世界经济论坛的演讲时指出经济增长仍然在预期范围之内并表示对达到今年的经济增长目标充满信心，同时政府将坚持现有的以定向宽松为主的货币政策。在消息的当天，利率敏感的行业，如房地产行业等大幅攀升。也就是说，市场期待有更多宽松政策出台。

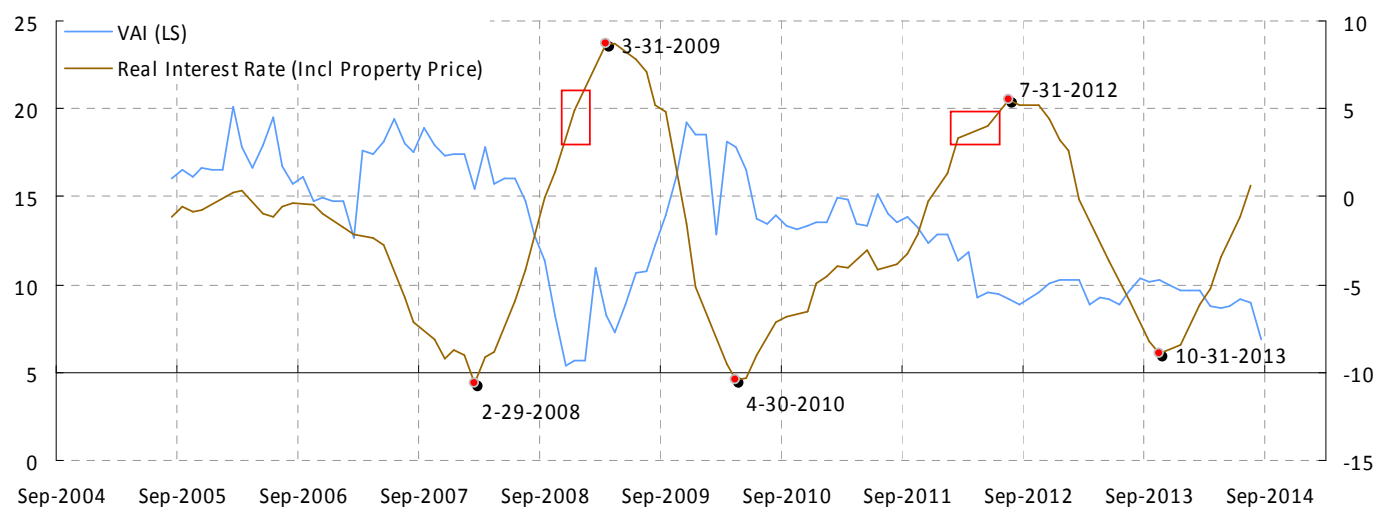
当计算实际利率时，考虑到中国的 1、2、3 线城市房地产的平均价格增长的迅速回落，我们可以看到实体经济中的实际利率正在迅速上升，并开始明显地拖累增长（**焦点图表 1**）。尽管如此，当前的实际利率水平还没有达到历史上诱发降息的水平。几个月前，我们看到了一万亿元 PSL 抵押再贷款被释放到国家开发银行的资产负债表内。同时，在日前较低的 M2 广义货币供应的增长数据公布后，这一万亿贷款并没有像市场上许多人猜测一样从国开行的资产负债表中消失并影响到 M2 的增速。我们也看到现在房地产开发商可以在银行间市场募集资金以补充其营运资金并投入他们的房地产开发项目。对于钢铁行业的政策也如出一辙。这些都是经济体中最脆弱的行业。

- **我们自行开发的经济领先指标显示实体经济大幅放缓；在此情况下，市场预期政策支持随之而来。**最近，有关无风险利率下跌将如何提振市场的讨论不绝于耳。我们不能完全苟同。这个理论忽略了股市定价的两个因素：1) 它忽略了增长这个关键的因素。在经济放缓的大环境下，只有当利率下跌的速度比增长预期下跌的速度快的时候，市场估值才会得到提振；2) 即便是市场估值得到提振，市场的实际交易价格也会围绕着理论上的估值水平而上下波动，而市场价格未必能马上反映估值的上涨。虽然市场利率正在下跌，但原因在于增长放缓带来的需求减弱，而不是货币供应增加。

随着房地产投资、销售和价格继续下降，房地产业继续拖累经济增长和增长预期。现阶段最重要的是政府能否稳定增长预期。~7.5%的官方增长目标与目前投资急跌的现实相悖，而与 6.9%工业产出增速对应的是远低于 7% 的 GDP 增速。我们尚不清楚如何能在不进行货币或财政政策宽松的情况下达到官方增长目标，但如果要达到目标，有关部门必需有所行动。有可能推出的措施包括在重点行业进一步定向宽松，例如降低按揭利率和首付比例等。周末出台了有关存款考核的新制度，鉴于商业银行亦存在存贷比等其他制度，新考核制度将可能抑制银行放贷的冲动，而下调存准率能够抵消部分影响。

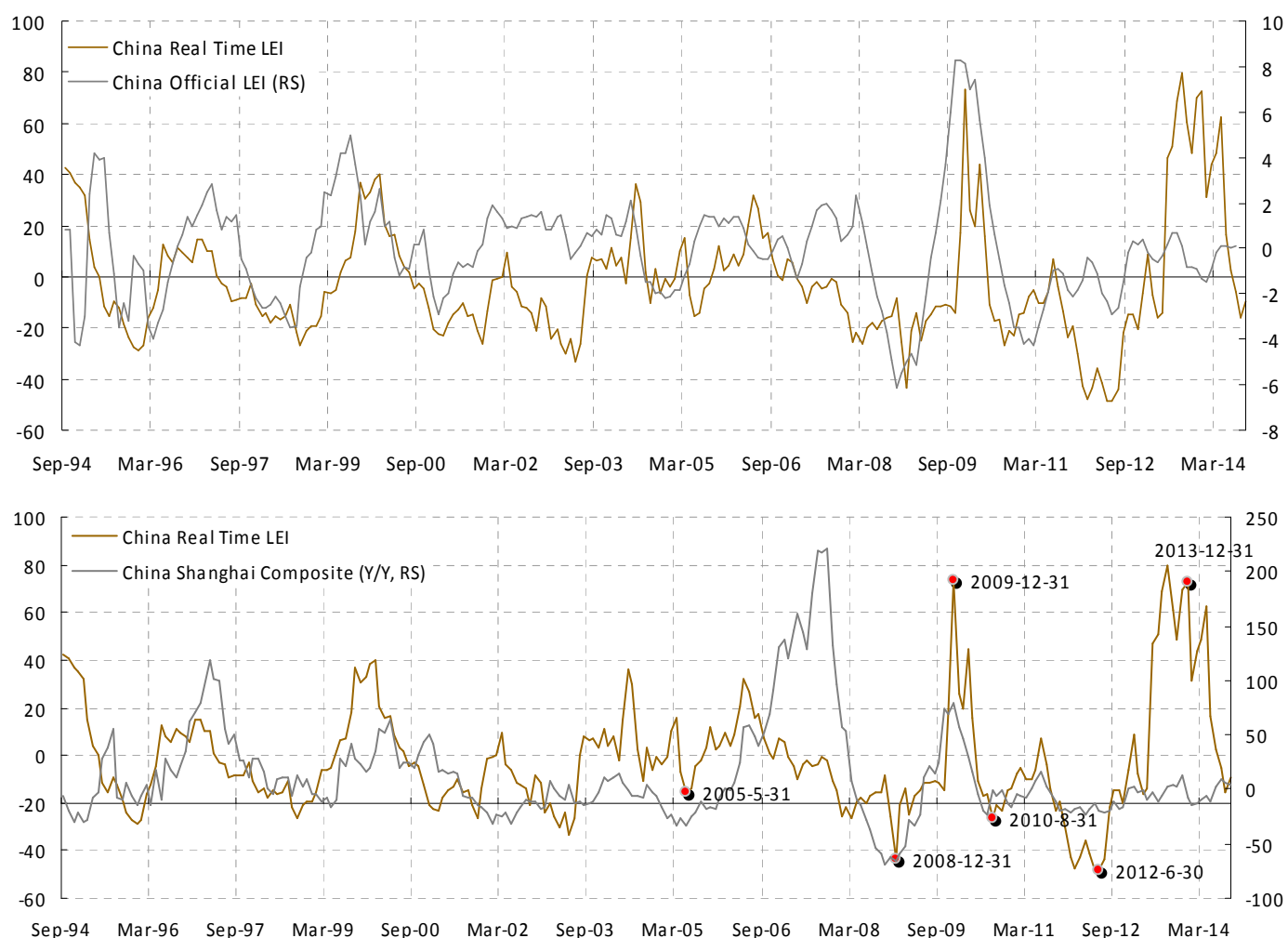
此外，本周美联储将召开议息会议并可能重新引导国际市场的利率预期。与此同时，苏格兰公投、俄罗斯新一轮的制裁，以及中东局势将继续困扰市场。香港股市在这种国际环境里将难免承压。我们自行开发的实时经济领先指标与公布滞后长达一个月的官方领先经济指标保持一致。我们的经济领先指标正显示经济增长有可能进一步放缓（**焦点图表 2**）。我们的指标现在处于 2005 年 6 月和 2010 年 8 月左右的水平。目前的经济放缓幅度与 2009 年 12 月至 2010 年 8 月的那段时间相似，当时时值人民币 4 万亿元刺激经济计划的影响已大致被消化。如此大幅度的经济放缓往往会触发政策干预，而市场也将预期政策干预的出现。目前的市场走势亦与 2010 年 7 月因第二轮量化宽松而掀起的牛市相似（**焦点图表 3**）。这一次，欧洲央行、日本央行和中国央行因通缩压力将不得不采取更多措施。欧元、日元和人民币的疲弱走势均似乎在确定进一步的宽松政策即将出现。市场预期重置时期市况将会十分波动，投资者需要保持定力。在展开下一个升势之前，市场将需要先行整固。

焦点图表 1：实际利率大幅攀升，并开始影响经济增长（红色框显示降息时间段）。



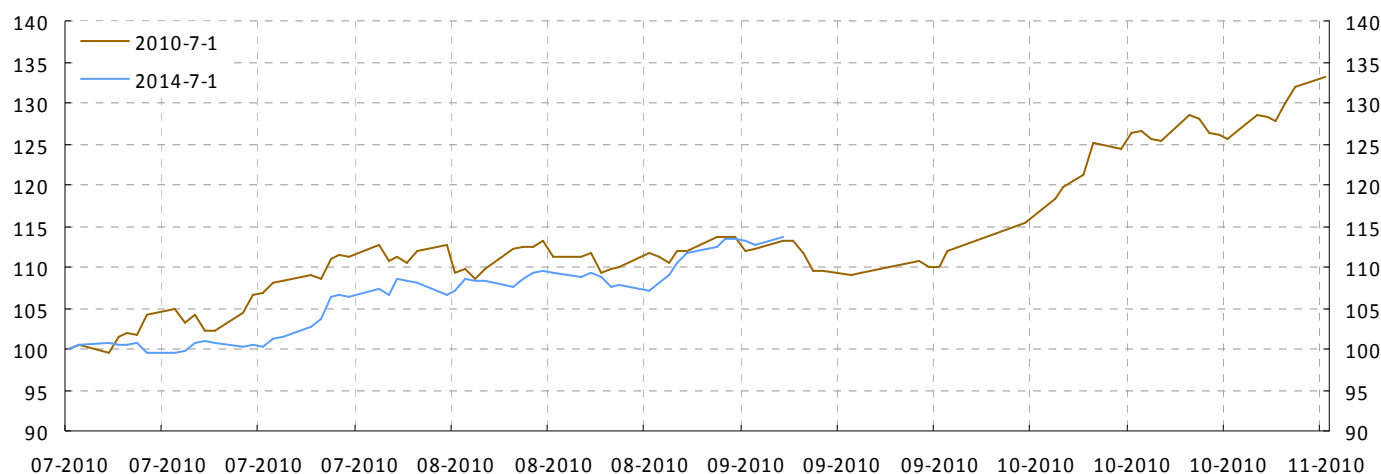
资料来源：彭博、交银国际

焦点图表 2：我们自行设计的实时经济领先指标显示经济增长大幅下滑。政策干预往往随之而来。



资料来源：彭博、交银国际

焦点图表 3：7 月以来市场的走势和 2010 年 7 月到 11 月的行情有许多相似之处。



资料来源：彭博、交银国际

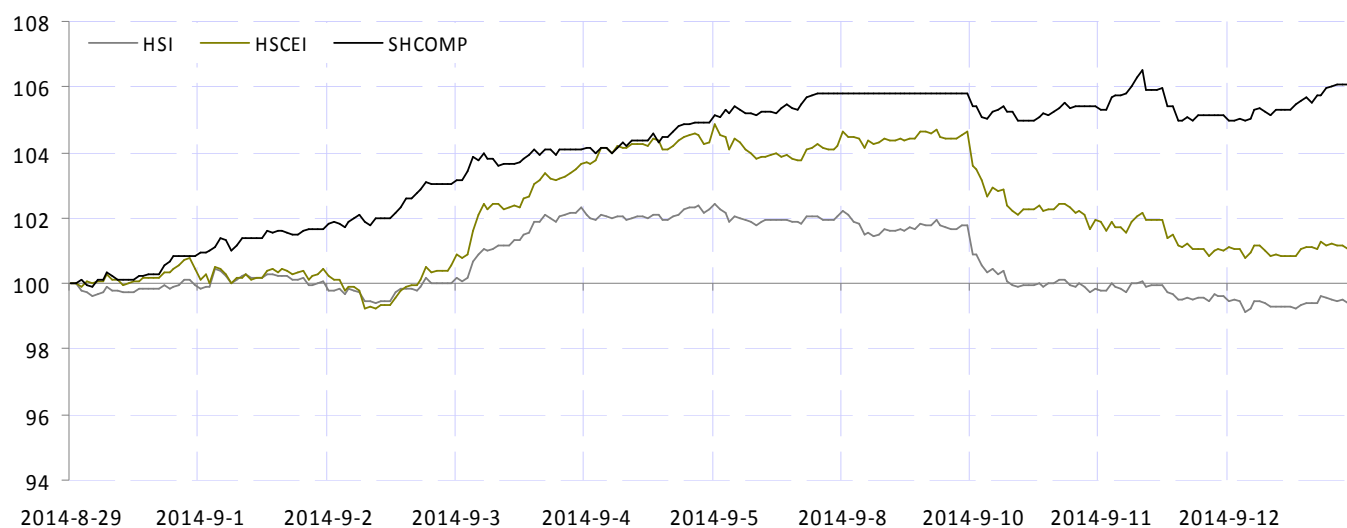
近期报告

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
20130916 中国股市和美国联储缩减计划
20131008 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
20131113 三中全会：对信念的再次考验
20131118 改革的悖论 II：改革的远景与成本
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
20140224 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

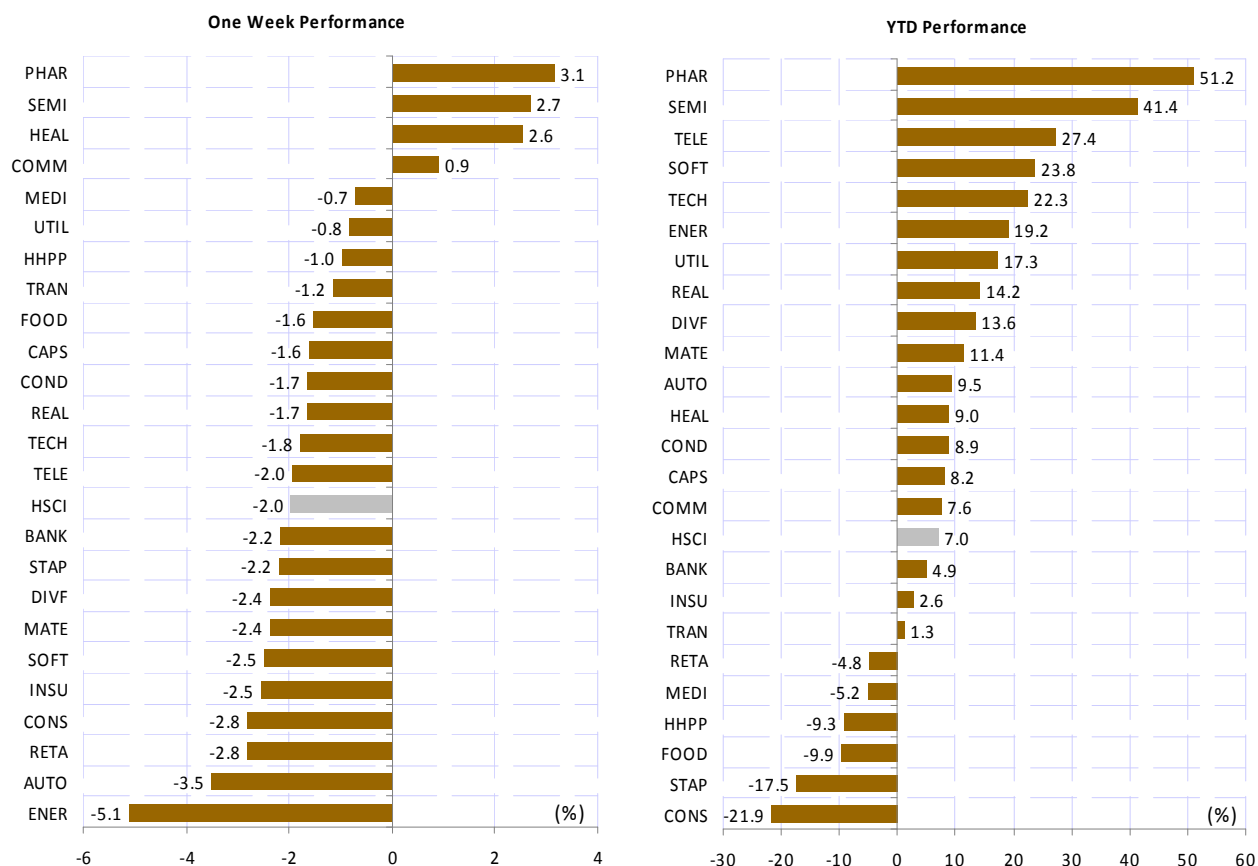
附注

图表 1：恒指及国企指数在过去 10 个交易日表现



资料来源：彭博、交银国际

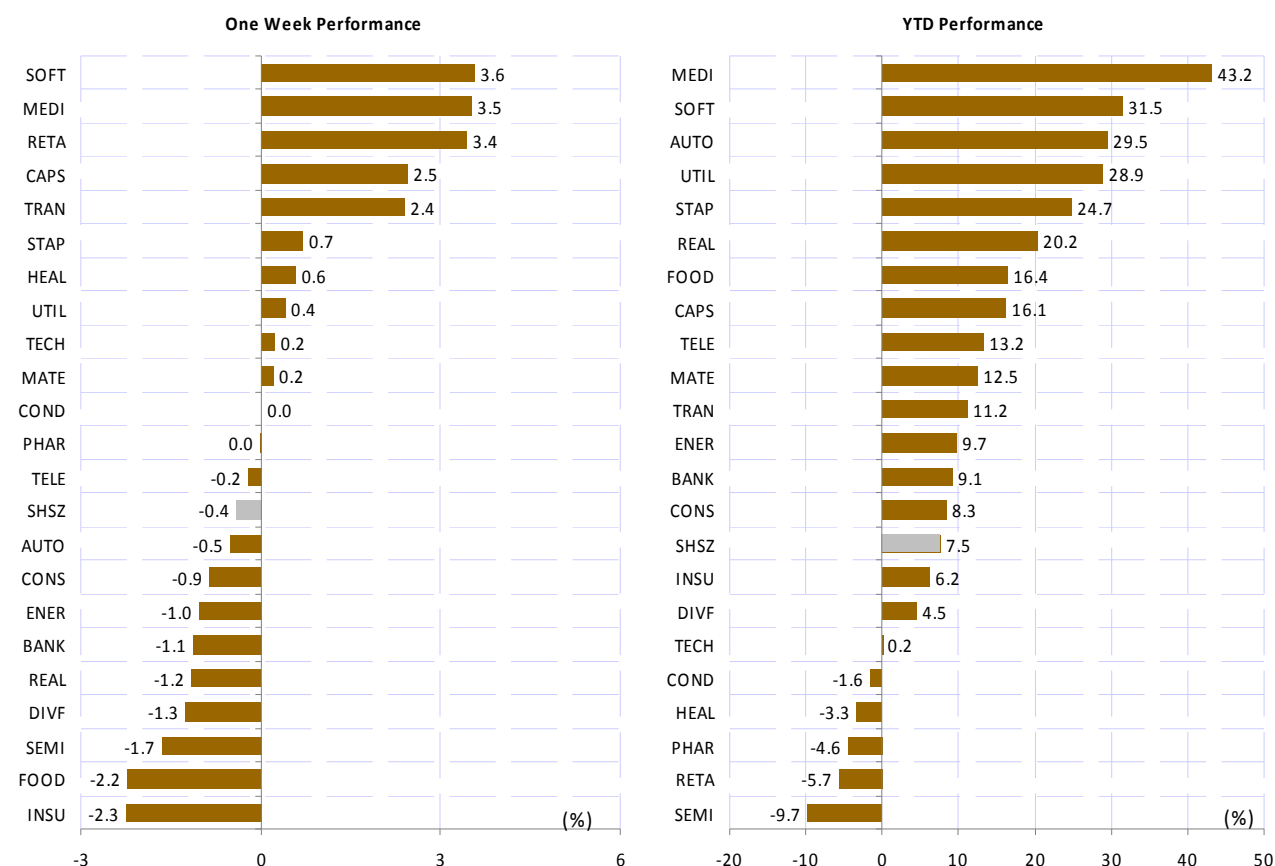
图表 2：香港股市表现 (按行业)



资料来源：彭博、交银国际

注：见下文缩写的解释

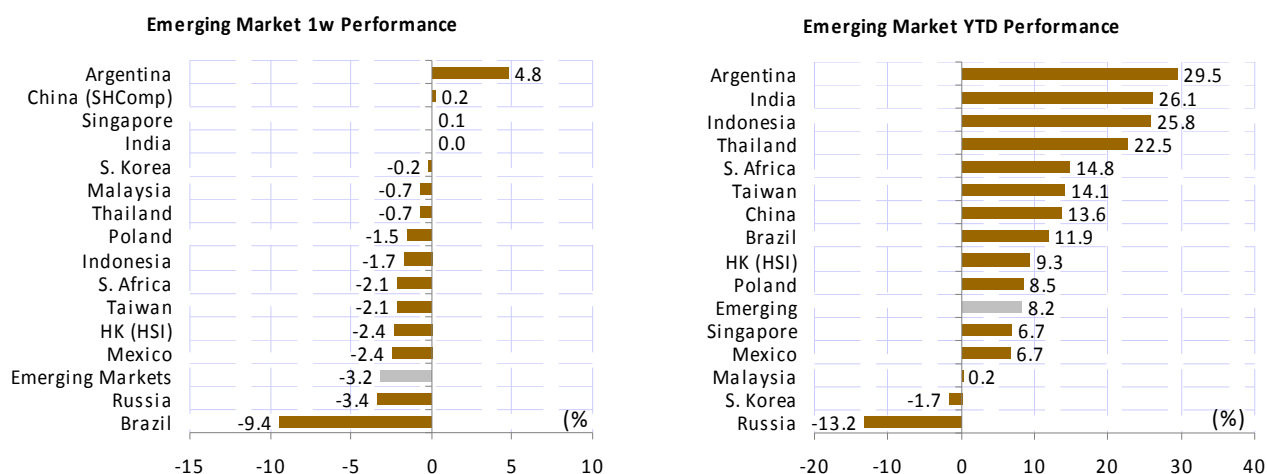
图表 3：中国股市表现 (按行业)



资料来源：彭博、交银国际

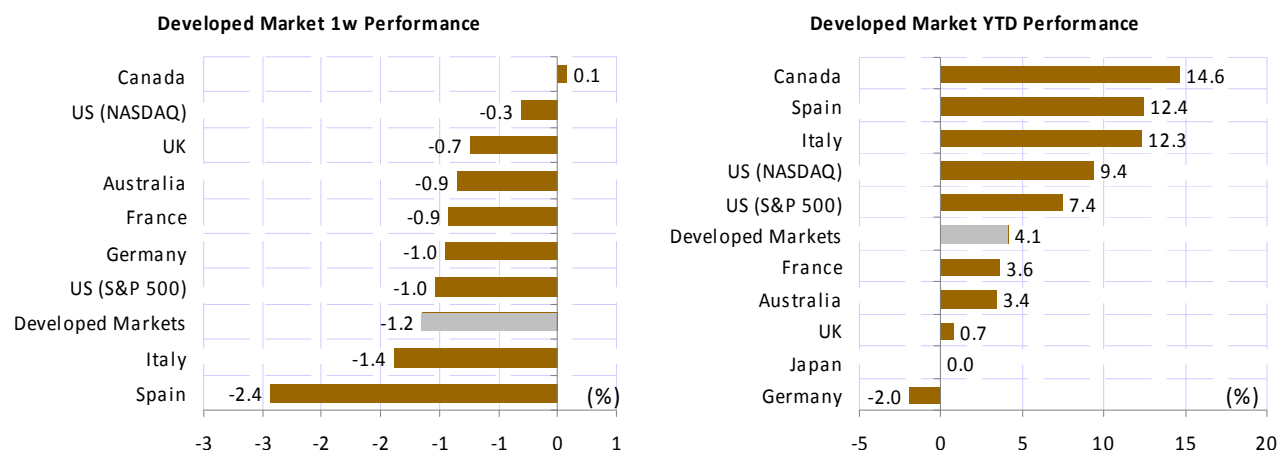
注：Auto - 汽车及零部件，Bank - 银行，CAPS - 资本货物，COMM - 商业与专业服务，COND - 耐用消费品与服装，CONS - 消费者服务，DIVF - 多元化金融，ENER - 能源，STAP - 食品与主要用品零售，FOOD - 食品饮料及烟草，HEAL - 医疗保健设备与服务，INSU - 保险，MATE - 物料，MEDI - 媒体，PHAR - 制药、生物技术，REAL - 房地产，RETA - 零售，SEMI - 半导体及半导体，SOFT - 软件与服务，TECH - 技术硬件与设备，TELE - 电信服务，TRAN - 运输，UTIL - 公用事业，SHSZ - 上海深圳沪深 300 指数，HSCI - 恒生综合指数

图表 4：新兴市场表现



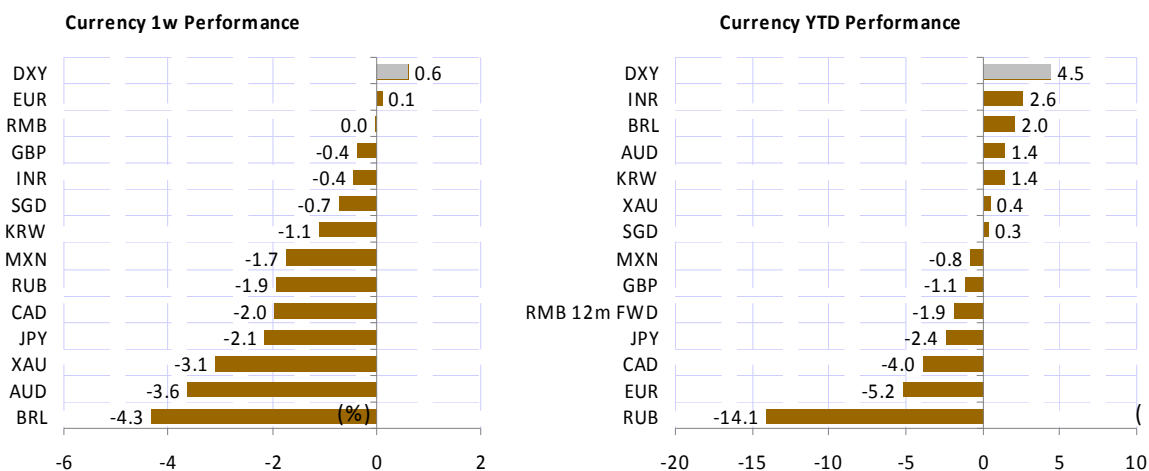
资料来源：彭博、交银国际

图表 5: 发达市场表现



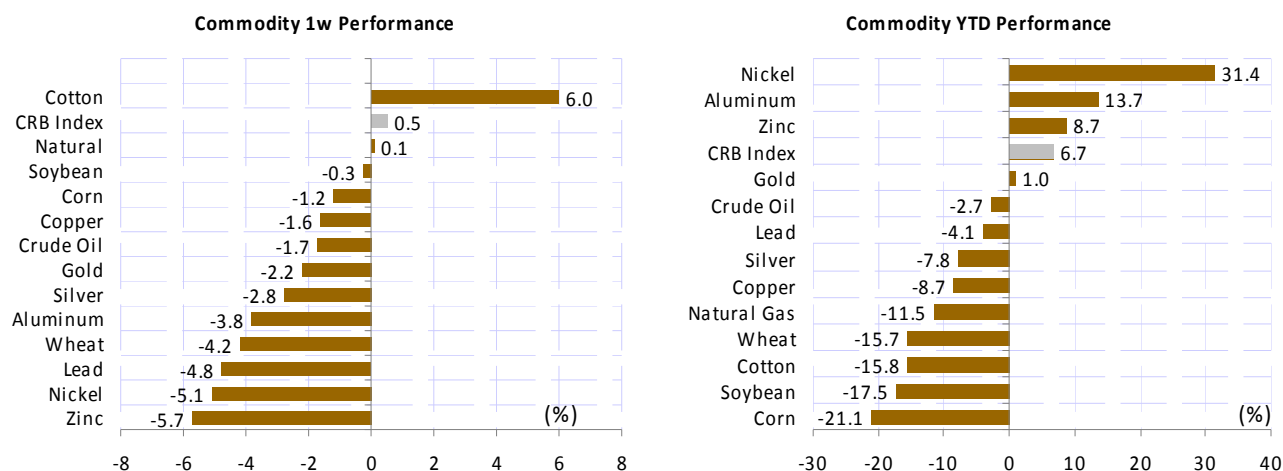
资料来源: 彭博、交银国际

图表 6: 货币表现



资料来源: 彭博、交银国际

图表 7: 商品表现



资料来源: 彭博、交银国际

交銀國際

 香港中環德輔道中 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

宏观经济

李苗献

(86) 10 8800 9788 - 8043

miaoxian.li

银行业

杨青丽

(852) 2977 9212

yangqingli

李珊珊

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

万丽

(86) 10 8800 9788 - 8051

Wanli

油气/燃气行业

吴菲

(852) 2977 9392

fei.wu

刘旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

非必需品消费行业

黄文熾

(852) 2977 9391

phoebe.wong

朱晓滢

(852) 2977 9205

anita.chu

房地产行业

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

何志忠 CFA, FRM

(852) 2977 9220

toni.ho

过璐璐

(852) 2977 9211

luella.guo

必需品消费行业

王惟颖

(852) 2977 9221

summer.wang

吴效宇

(852) 2977 9386

shawn.wu

新能源行业

孙胜权

(86) 21 6065 3606

louis.sun

医药生物行业

孙凤强

(852) 2977 9203

johnson.sun

刘一贺

(852) 2977 9387

milo.liu

电讯/中小盘行业

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

保险行业

李文兵

(852) 2977 9389

liwenbing

科技行业

谢剑英

(852) 2977 9216

miles.xie

互联网行业

马原

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

谷馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

交通运输及工业

郑碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

冯懿男

(852) 2977 9381

Yinan.feng

有色金属及矿业

李浩

(852) 2977 9243

jovi.li

汽车行业

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之，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顺风光电国际有限公司、中国海洋石油有限公司、毅德国际控股有限公司、景瑞控股有限公司、重庆银行股份有限公司、徽商银行股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、秦皇岛港股份有限公司、金天医药集团股份有限公司、龙光地产控股有限公司、南京中生联合股份有限公司、Magnum Entertainment Group Holdings Limited、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、中原证券股份有限公司、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及中国国家文化产业集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司现持有上海复星医药集团有限责任公司的股本证券逾 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，并可能受递延延误、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。