

2020年2月10日

## 中国市场策略

### 新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本

根据最新的官方疫情数据，我们可以初步判断疫情的第一高峰已过（以新增确诊人数衡量）；第二高峰不完全确定，但如果有也应比第一高峰要低。如是，疫情至暗时刻或已过去，保持这个良好的趋势需要继续强制隔离。

官方数据显示：1) 武汉新增确诊病例下降；2) 湖北非武汉新增确诊病例下降；3) 全国非湖北新增确诊病例下降；4) 全国新增确诊病例下降；5) 新增疑似病例转化数下降；6) 病死率稳定在~2%。这些都是我们判断的根据。

我在2020.02.02星期天A股节后开盘前的微博报告里已讨论了这些疫情转机的初步苗头（详见《[洪灏 | 新型冠状病毒对市场和经济的影响](#)》）市场在02.03星期一开盘出现史诗级别的震荡之后，02.04星期二大幅低开至2,700以下然后开始反弹。这个交易机会我在02.04星期二盘前微博也已经提示。回过头看，这个反弹的时间节点也恰恰对应着疫情新增确诊病例至今的峰值。

显然，封城、隔离和限制人口流动对于疫情控制的效果是明显的。病毒的感染性R0迅速地衰竭，远远低于开始时某些外国专家危言耸听的3.8。简单地说，如果封城前离开湖北的人口具有类似的R0传染率，并考虑到病毒的7-14天的潜伏期，那么到了现在，湖北境外的新增确诊应不会出现如此快速的下降。直觉上，这是R0衰竭导致疫情拐点。

现在的问题是：市场价格究竟计入了多少经济增长变化的预期。在2020.02.02的微博报告里，我预测疫情对经济增长的冲击为0.5-1%，对应上证点位约2,500（最坏）—2,700（基准），与我们之前在2019.11.10的报告《[洪灏 | 展望2020：静水流深](#)》里估算的点位一致（当时我的预测模型的交易区间为2,500-3,500；而我进一步认为最可能的区间为2,700-3,200）。

有读者提出疑问，认为我去年十一月的点位预测没有包含疫情的冲击。诚然，当下的这次更像是人祸的天灾，并不在原来预测的范畴，也无法预测。然而，模型曾经受过历史上更大的天灾人祸的冲击，如08年的次贷危机、09年的美国猪流感、15年的股灾、16年的脱欧和美国大选等等。因此，作为预测基础的历史数据，其实已计入了不同历史事件对经济和市场的影响。

尽管如此，当下封城、隔离的力度是空前的。这是之前没有考虑到，现在也无法预测的不确定性。简单地看，每一天经济的停摆，造成经济损失约为1/360。14天停工（粗略按照现在的情况估算），并以50%的全国开工率来估计，那么对于一个名义增速~7.5%、总量为100万亿的经济来说，计入冲击后新的经济增速： $(100 \times (1 + 7.5\%) \times ((360 - 14 \times 50\%) / 360)) / 100 - 1 = 5.4\%$ 。除去通胀影响，这个估计为4.x，比我之前估计的0.5-1%的经济影响略大。同时，隔离的时间越长，停工率越高，对于经济的影响也就越大。

洪灏, CFA

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

研究部主管

2020年2月10日

## 中国市场策略

但即便是我们 2019.11.10 预测的~2,500 终极底部，其实这轮行情的低点、出现在 2020.02.04 开盘的 2,685，与 2,500 相差也就是一百多点的距离。这个距离是否构成各位交易员决策的重点，因每个人的风险偏好不同，所以交由各位自行考虑。

当下，隔离时间长度不能确定，而有关部门的决心已经了然于声。专家们还在反复提示疫情高峰可能还没有到来。有经济学家已经开始鼓吹再次以大幅货币宽松来刺激经济增长。这种观点明显忽略现在经济结构里有限的投资空间，地方政府的杠杆高企，以及过去几年中国家庭杠杆率急剧上升、开始影响消费能力等情况。不知道这次如再有加杠杆的任务，重任将花落谁家？

以前对于中国经济的管理，总是过于强调一些僵硬的数字目标。这种管理方法直接导致了过度投资，过度杠杆等问题。爱因斯坦曾说：傻瓜就是那些反复用同一种方法来解决问题，却期待不同结果的人。当前，如果不出现严重的失业问题，对于经济增长速度的变化应提高容忍度。短期，更重要的任务是帮助中小企业渡过将出现的、短期现金流管理的困难。

PS：上个微博报告里提到的，在上个星期天美国的“土拨鼠之日”里，那只名叫“Punxsutawney Phil”的土拨鼠出洞之后，没有看到自己的阴影，开心地在春天的阳光里玩耍。

## 近期报告

20140805	市场共识忽略了什么	20160307	两会周期小阳春
20140814	信贷转向及政策前景	20160321	历史性的市场分歧
20140822	沪港通和资金流向的真相	20160418	周期的假像
20140827	市场隐含的经济增长和政策前景	20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔
20140905	理智与情感：止损并修正交易策略	20160606	市场见底：何时何地
20140915	货币和财政政策可期	20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望
20140922	盘整还是回调-长端收益率仍然是关键	20160627	脱欧后，如何交易中国
20140929	市场的割裂	20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20141006	香港的鸿沟	20160822	市场盘整
20141013	聚焦美元强势	20160912	最拥挤的交易
20141020	货币政策的拐点	20161114	特别报告：价格的革命
20141027	沪港通延迟成为市场阻力	20161206	2017年展望：微妙的平衡
20141111	市场共识对沪港通认知的误区	20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20141117	沪港通：开创新历程	20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动
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：要命的不要命
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日的故事	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

## 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**

## 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、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、佳兆业物业集团有限公司、成都高速公路股份有限公司、中国科培教育集团有限公司、银城国际控股有限公司、太兴集团控股有限公司、申万宏源集团股份有限公司、德信中国控股有限公司、海天地悦旅集团有限公司、海通恒信国际租赁股份有限公司、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、嘉宏教育科技有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、中汇集团控股有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股(集团)有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公司、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司及卓悦控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份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、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附属公司。**