

2020年3月16日

## 中国市场策略

### 中国式抗疫

*\*这个报告写于2020.03.15，没有反映今天美联储历史性紧急降息的消息。*

洪灏, CFA

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

研究部主管

“这是希望的春天，这是绝望的冬天”。——查尔斯·狄更斯《双城记》

这也是史诗级市场波动的时候。上周，美国股市经历了本不应在地球有生之年发生的历史性波动，标普500指数以850日移动平均线收盘（收盘2,711 vs 2,705点。图表1）。

我们在之前的报告中反复讨论了这一长期移动平均线的重要性，因为它与一个3.5年的经济短周期长度吻合。而850天=3.5年x12个月x20.2个交易日=850天（请参阅《中国市场预测权威指南》，2019.09.19）。历史上，即使是1987年的“黑色星期一”也无法跌穿这一移动平均线。然而，**如果该指数在未来几周内持续跌破850日移动均线，全球经济陷入衰退的可能性将不容忽视。**

许多人试图用全球央行协调合作进行货币宽松，来解释上周五市场从崩盘边缘出现的历史性逆转。但我们都明白，货币和财政刺激措施对抗新冠病毒收效甚微。在短期内，为了控制病毒的传播，各国或将不得不封城；必须为中小企业提供紧急贷款和其他救济，以缓解它们紧张的营运现金流；同时还必须为民众提供大面积的免费病毒检测，以便迅速确定潜在的传染点。除此之外，随着时间的流逝，我们剩下能做的只是祈福。

这些都是中国为打击新冠病毒COVID-19所采取的措施。现在，各国都在纷纷效仿中国的做法：西班牙和意大利已经封锁了整个国家；美国多个城市宣布进入紧急状态。特朗普周五的演讲让市场看到了一条对抗新冠病毒的明确路径。尽管未来仍有不确定性和挑战，但市场开始从绝望转向希望。根据中国的经验，这样的希望本身就有助于稳定市场，就像中国在农历新年后第一个交易日所经历的历史性暴跌。之后，中国市场逐步稳定了下来。**接下来，尽管海外新增确诊病例将不断增加，但全球市场仍会继续恢复-直到新确诊病例开始明显持续下降，证实新冠病毒传染已经进入拐点。那时，市场将不得不重新回到基本面羸弱的现实。**

我们的技术和情绪指标从另一个角度证实了这些基于中国经验的预测。值得注意的是，从创出52周新低的指数成份股的百分比来看，香港股市已经严重超卖（图表2）。从3月13日星期五盘中的交易数据来看，香港市场的情绪极端恐慌（图表3）。**从历史上看，当市场超卖达到如此极端的水平，市场情绪极度恐慌时，市场将在随后几周展开技术性反弹。**

但我们仍对中国在全球金融风暴中“避风港”的地位有所保留。我们的分析显示，通过沪港通北上的资金净破纪录地流出。2015年4月，也就是2015年6月泡沫破裂前夕，以及2018年2月中国股市史上最剧烈之一的市场回调即将开始时，都出现过类似的北上资金出逃的情况（**图表4**），这些北上资金往往是“聪明钱”。与此同时，A50指数期货遭遇阻力。自2015年6月以来，该股指期货一直受困于一个区间（**图表5**）。

总而言之，世界各国政府已经开始直面新冠病毒 COVID-19 的严酷现实，并开始效仿中国对抗病毒的策略，阻止病毒蔓延。然而，隔离措施越有效，经济代价就越大。中国已经开始谨慎地复工。但从房地产销售、交通、发电和土地供应等数据来看，产能利用率仅为正常水平的一半，甚至更低（**图表6-15**）。**短期内，政府的决心，和在极度恐慌的市场中进行的货币宽松，将引发技术反弹，虽然市场可能再次回踩前低。但正因为市场可以在短期内从严格的隔离措施中获益，长期的经济前景也变得越来越阴云密布。**

## 焦点图表

图表 1：当前历史性的暴跌和 1987 年黑色星期一；标普历史性反弹后恰恰收回在 850 日均线



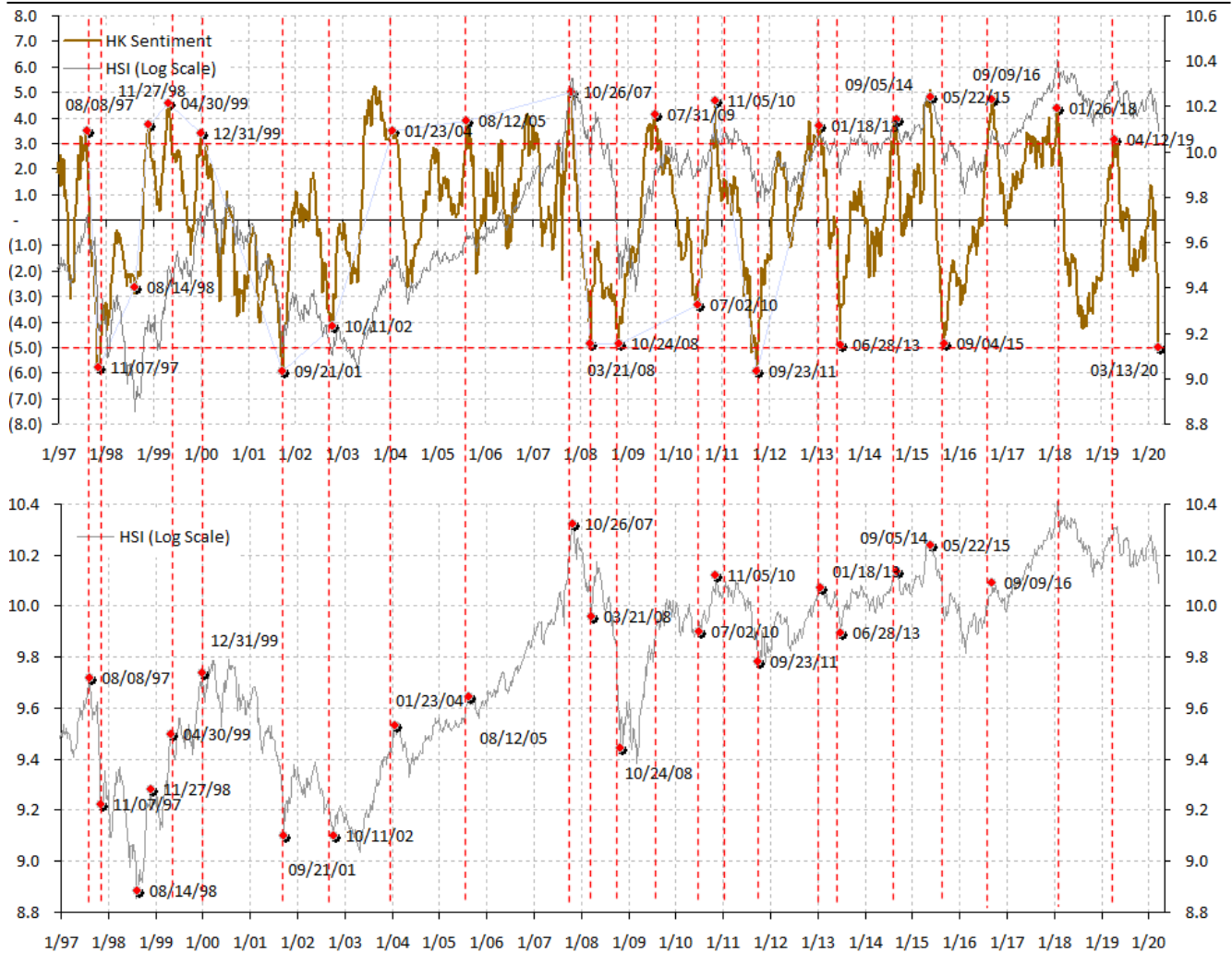
资料来源：彭博、交银国际估计

图表 2：市场严重超卖的程度仅次于 2008 年和 2011 年



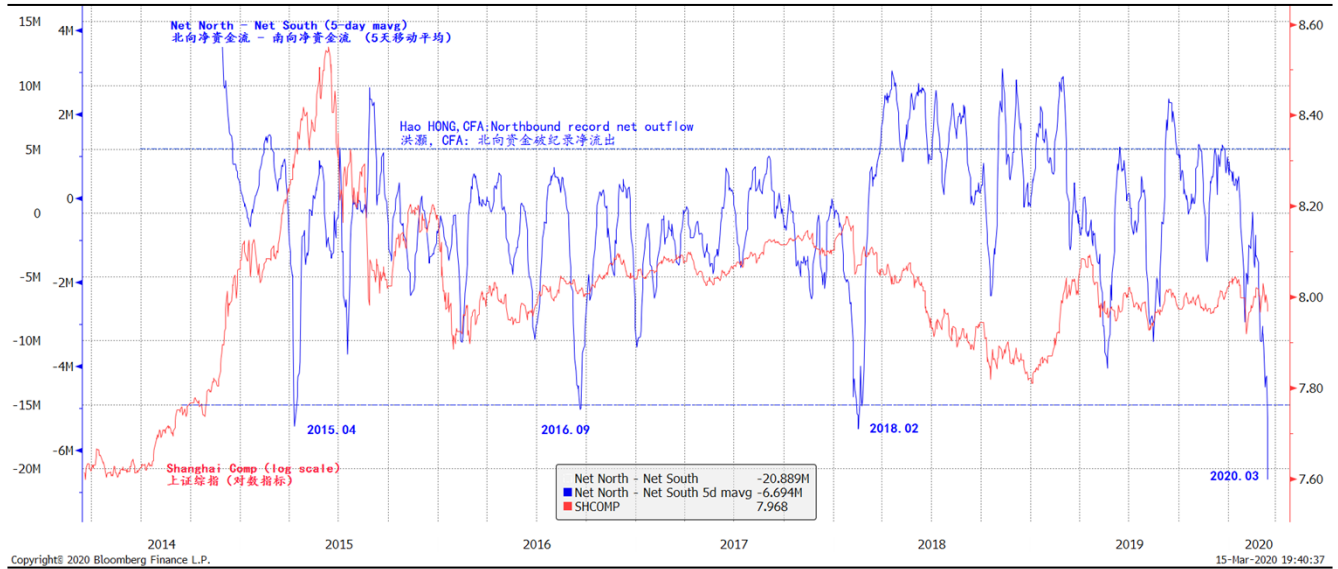
资料来源：彭博、交银国际估计

图表3：市场历史性恐慌（2020.03.13 星期五盘中数据）



资料来源：彭博、交银国际估计

图表4：北向资金流出创历史新高

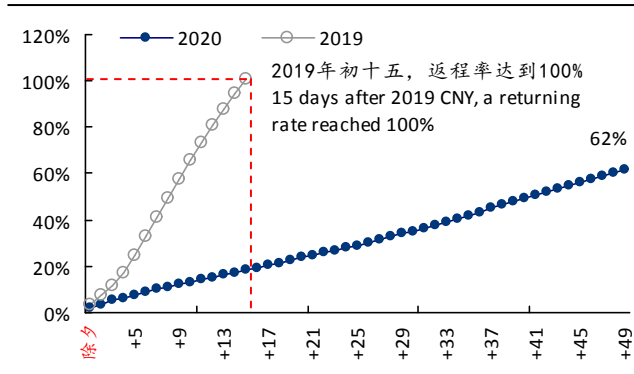


图表5：A50 指数期货自 2015 年以来一直受困于一个交易区间

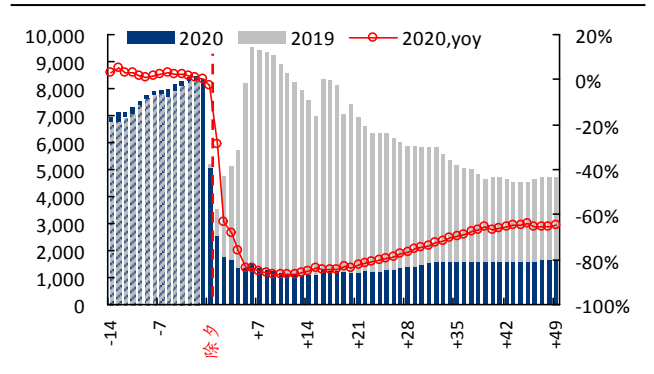




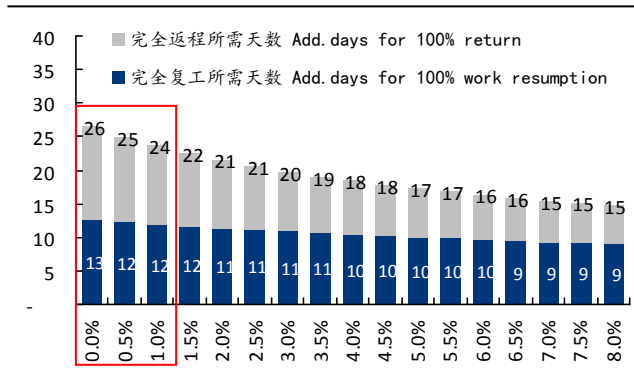
2020年3月16日  
 中国市场策略

**图表 6：全国返程率达到 62%**


资料来源：交通部，交银国际 \*数据截至2020年3月13日

**图表 7：上周每日客流量平均环比增加 0.4%，较上周小幅上升**


资料来源：交通部，交银国际 \*数据截至2020年3月13日

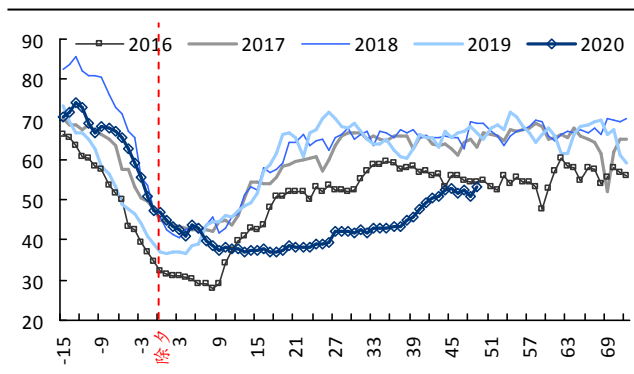
**图表 8：完全返程和复工敏感度测算。目前复工率在 77%-88%左右。**


资料来源：交通部，交银国际 \*基期2020年3月13日

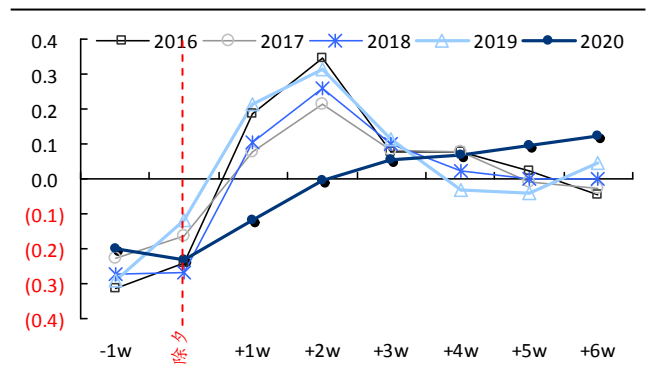
**图表 9：以目前客流量测算，复工大概率在 3 月下旬完成 (3.25-3.26)**

完成日期 Completion date	3/14	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19	3/20	3/21	3/22	3/23	3/24	3/25	3/26
客流增速(日均) Passenger growth ADR													
0.00%	79%	81%	83%	84%	85%	88%	90%	92%	94%	95%	97%	99%	-100%
0.25%	79%	81%	83%	84%	85%	88%	90%	92%	94%	95%	97%	99%	-100%
0.50%	79%	81%	83%	85%	86%	88%	90%	92%	94%	96%	98%	99%	-100%
0.75%	79%	81%	83%	85%	86%	88%	90%	92%	94%	96%	98%	99%	-100%
1.00%	79%	81%	83%	85%	86%	88%	90%	92%	94%	96%	98%	99%	-100%
1.25%	79%	81%	83%	85%	86%	88%	90%	92%	94%	95%	96%	98%	-100%
1.50%	79%	81%	83%	85%	87%	88%	90%	92%	95%	97%	99%	99%	-100%
1.75%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	97%	99%	99%	-100%
2.00%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	97%	97%	99%	-100%
2.25%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	97%	97%	99%	-100%
2.50%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	97%	97%	99%	-100%
2.75%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	98%	98%	99%	-100%
3.00%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	96%	98%	99%	-100%
3.25%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	93%	95%	96%	98%	99%	-100%
3.50%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	94%	96%	98%	98%	99%	-100%
3.75%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	91%	94%	96%	98%	99%	99%	-100%
4.00%	79%	81%	83%	85%	87%	89%	92%	94%	96%	99%	99%	99%	-100%

资料来源：交通部，交银国际 \*基期2020年3月13日

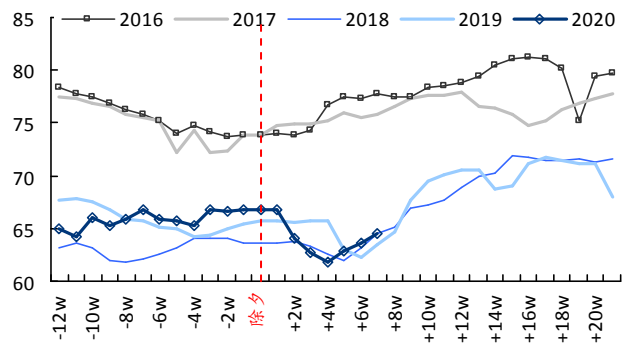
**图表 10：发电耗煤量回升至去年同期的 80%**


资料来源：万得，交银国际 \*数据截至2020年3月13日

**图表 11：发电耗煤环比增速继续上升 (周度)**


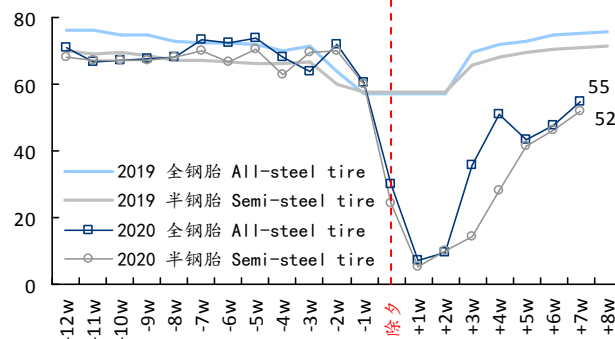
资料来源：万得，交银国际 \*数据截至2020年3月13日

图表 12：高炉开工率持续回升



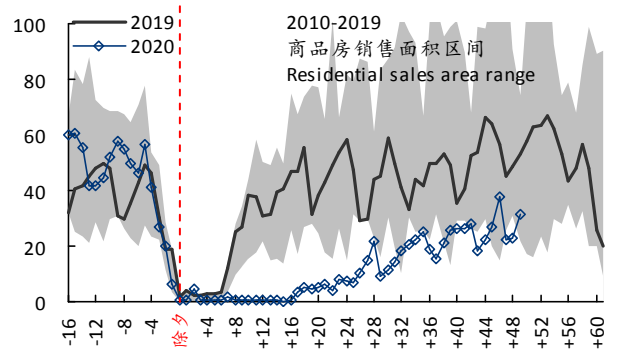
资料来源：万得，交银国际 \*数据截至2020年3月13日

图表 13：汽车轮胎开工率逐步修复



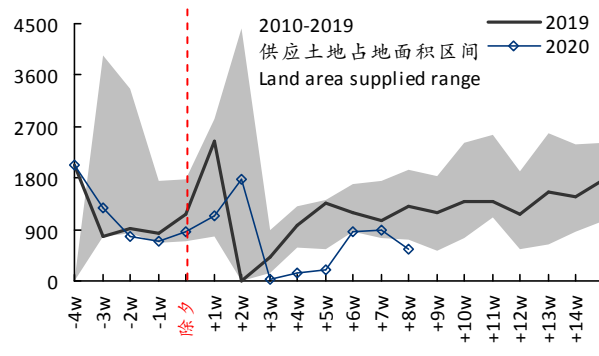
资料来源：万得，交银国际 \*数据截至2020年3月12日

图表 14：商品房销售面积回暖



资料来源：万得，交银国际 \*数据截至2020年3月13日

图表 15：土地供应面积逐渐恢复



资料来源：万得，交银国际 \*数据截至2020年3月8日

## 近期报告

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？



## 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、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、卓悦控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司及奇士达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。**