



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

研究报告

2010 年 5 月 14 日

全球投资策略

研究部

高挺

分析师, SAC 职业资格证书: S0080208070085

gaoting@cicc.com.cn

在“熊市”中如何操作

“金融天才是那些在熊市结束时持有现金的人们。”——约翰·肯尼斯·加尔布雷思

投资摘要: 中国市场近期出现严重超卖现象, 技术性反弹正蓄势待发。虽然与外围市场相关性的减弱令 A 股市场远期收益前景仍然不甚明朗, 中国的长短期债券息差曲线将变得陡峭化, 并预示着在未来几个星期, 像中国市场这样的高风险资产的表现将好于风险较低的发达国家市场和黄金。投资者可以技术性的相对超配中国市场, 相对低配发达市场和黄金, 以获取交易性收益。当然, 反弹的持续性还将取决于国内宏观调控的超调风险和欧洲主权债务危机能否平息。

准备技术性反弹。 与去年 8 月份的高点相比, 中国股市已经下跌超过 20%——技术上传统的熊市定义, 尽管未必适用于中国这样的高 beta 市场。近期下跌主要由房地产调控、存款准备金率意外上调以及欧洲主权债务危机影响所致。类似的波动加剧往往集中在熊市, 此次波动与 2008 年全球金融危机时的剧烈动荡相比仍然较为温和 (图表 1)。不过上证综指在经历长时间的连续下跌之后已暂时处于超卖状态, 技术性反弹即将出现。惟反弹的持续性将取决于国内宏观调控的超调风险和外围市场动荡能否平息。

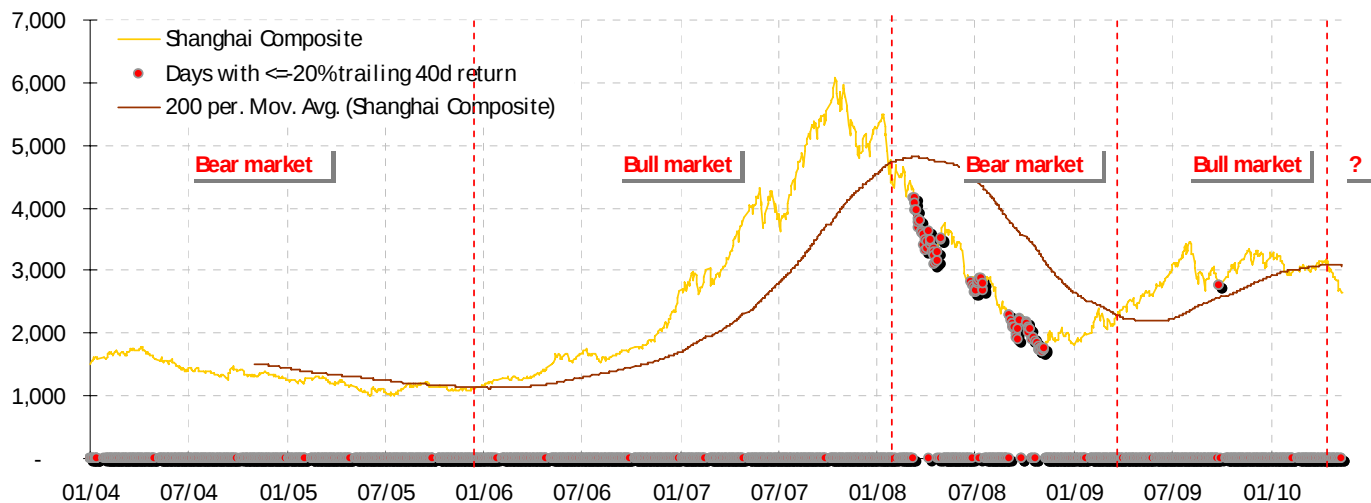
与外围市场相关性的减弱令 A 股市场远期收益前景仍然不甚明朗。 自从 2001 年中国加入世贸组织和 2005 年人民币升值以来, 中国市场与外围市场的相关性逐渐上升 (图表 2), 而中国经济与世界经济接轨亦令中国股市与全球市场的联系更加密切。这一联系与 MSCI 中国指数未来收益之间呈明显正相关。与外围市场的相关性往往在危机期间出现下降, 如 1997 年亚洲金融危机、2000 年互联网泡沫破裂和 2008 年全球金融危机。作为高 beta 的新兴市场, 中国股市在危机中的跌幅往往高于低 beta 的发达市场, 本次欧洲主权债务危机亦不例外。近期与外围市场相关性的减弱增大了中国股市未来收益前景的不确定性。

但中国的长短期债券息差曲线将变得陡峭, 我们建议在反弹中相对超配中国市场而低配发达市场。 中金公司固定收益组在最近的报告中指出, 虽然短期债券收益率可能下滑, 但长期债券收益率下滑可能性不大, 他们认为 2~3 年期债券的投资机会好于 7~10 年期债券。这些结论预示中国的长短期债券息差曲线很可能会上升。我们分析亦显示长短期债券息差曲线 (正常化后) 应已度过低点并正在变得陡峭, 预示未来几周中国市场表现将好于发达市场 (图表 3)。

但中国的长短期债券息差曲线将变得陡峭, 我们建议在反弹中相对超配中国市场而低配现货黄金。 随着全球避险情绪上升, 现货黄金表现强劲, 但投资热情或过于高涨, 且技术上黄金已呈超买。如果长短期债券息差曲线变得陡峭果真预示未来几周风险偏好将会上升, 高风险资产的表现将好于黄金等避风港资产 (图表 4, 5) 和波动较小的发达市场。4 月中旬以来, 我们对只能做多的投资者的建议是转向防御性股票, 而没有股票仓位限制的投资者应降低配置。但持有现金的投资者目前应改变立场, 相对超配中国市场等风险资产并低配现货黄金作为对冲, 以便从技术性反弹中获益。

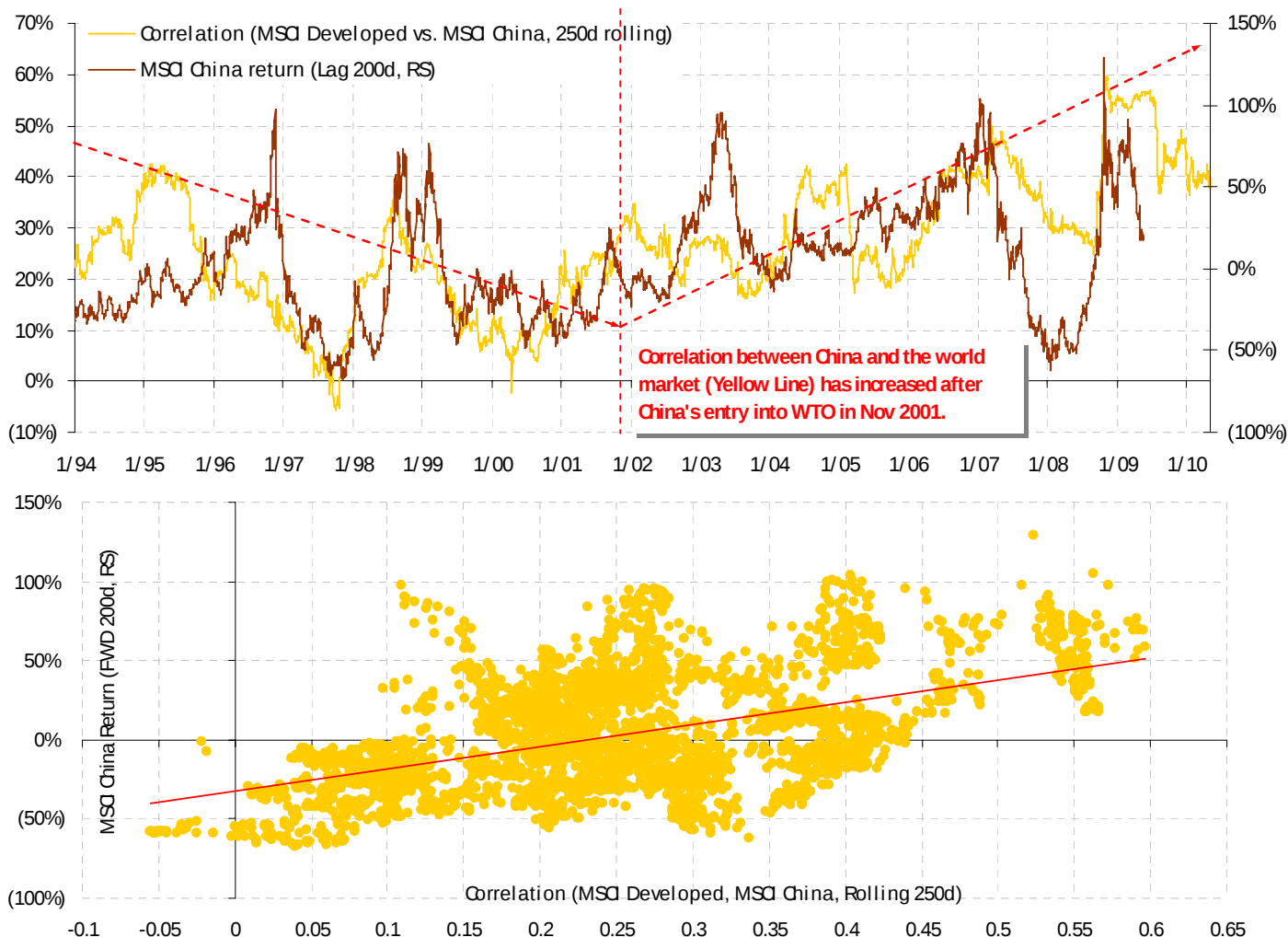
(本文译自昨日发表的英文报告 “What to do in a bear market”)

图表 1: 40 天下跌 20% 的时期集中在熊市



资料来源: FTSE, 彭博资讯, 上海证券交易所, 中金公司研究部 注: 牛市与熊市按 200 天移动平均线划分

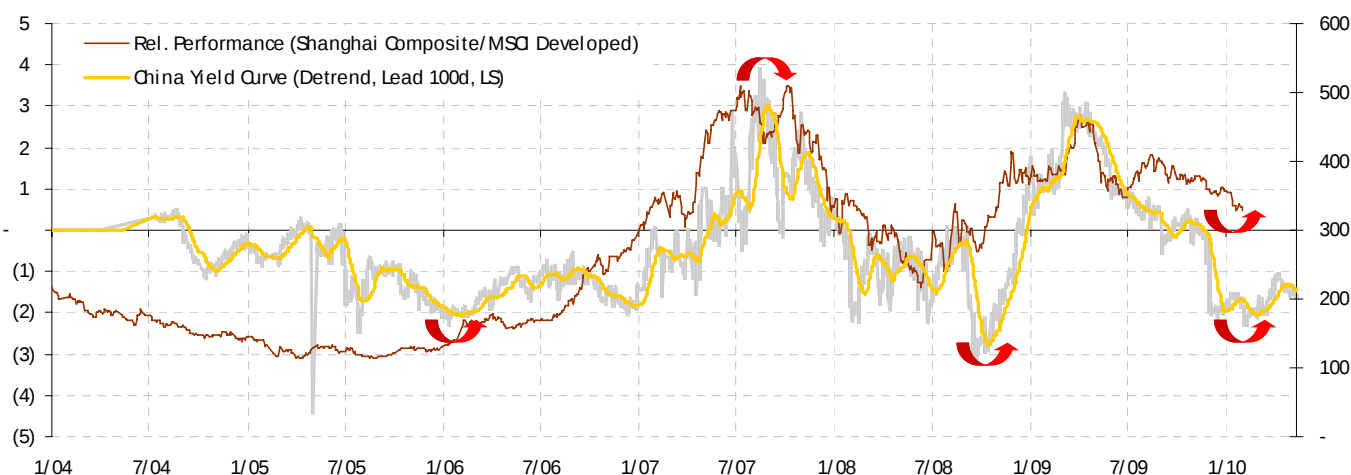
图表 2: 中国加入世贸组织后, 外围市场对中国股市的影响上升



资料来源: MSCI, 彭博资讯, 中金公司研究部

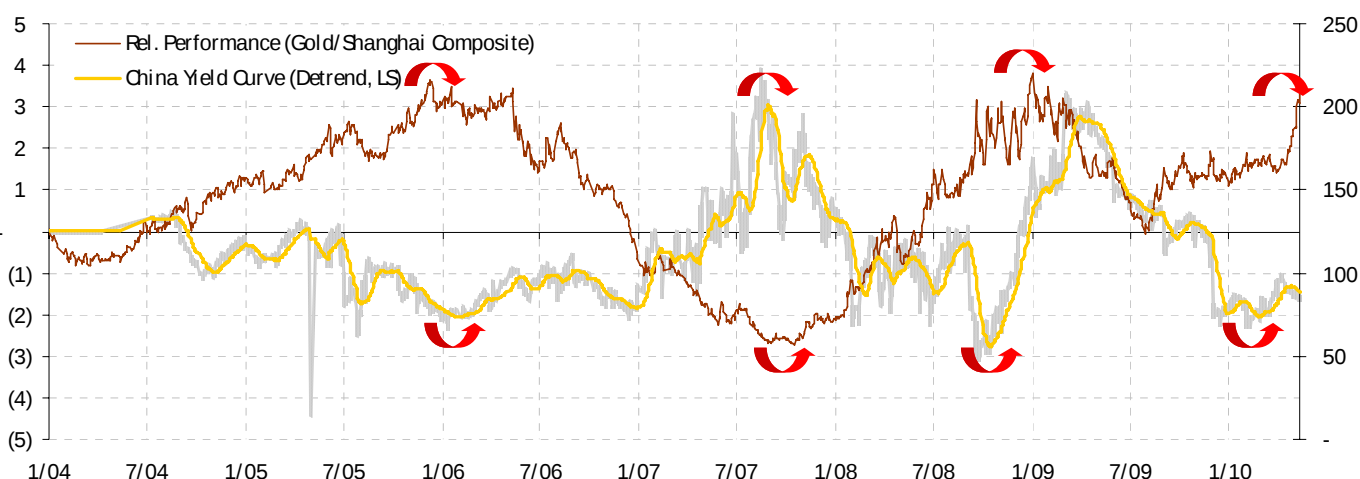
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 3: 当中国长短期债券息差曲线变得陡峭时, 中国市场表现往往好于发达市场



资料来源: FTSE, 彭博资讯, 上海证券交易所, 中金公司研究部 中国市场表现以上证综指为准; 长短期债券息差曲线为 7~10 年期债券平均收益率与 1~3 年期债券平均收益率之差; 过往表现不保证未来收益。

图表 4: 当中国长短期债券息差曲线变得陡峭时, 中国市场表现往往好于黄金



资料来源: FTSE, 彭博资讯, 上海证券交易所, 中金公司研究部 中国市场表现以上证综指为准; 长短期债券息差曲线为 7~10 年期债券平均收益率与 1~3 年期债券平均收益率之差; 过往表现不保证未来收益。

图表 5：中国市场与黄金之间呈明显负相关；黄金相对于中国市场已呈超买



资料来源：LME，彭博资讯，上海证券交易所，中金公司研究部中国市场表现以上证综指为准；过往表现不保证未来收益。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。