

拯救港股

- ✓ 中国 PPI，十年期债券收益率和美国就业数据表明美国通胀已然见顶。这些指标和相关性市场并未被市场广泛讨论。然而，通胀放缓也预示着美国经济的衰退。
- ✓ 不同于美国市场，股债之间的对冲关系在中国仍然行之有效。中国还是一个正常运转的市场，因此其资产价格蕴含的信息应更有前瞻性。中国十年期债券收益率上行，与中概股背道而驰。鉴于中国通胀不温不火，若债券收益率上升意味着增长复苏，那么中概股迟早应迎头赶上。买者自负：其他地缘政治因素也不可小觑。
- ✓ 港股严重超卖。尽管美国衰退风险乌云压城，但这里应该有一个交易机会。

洪灏，CFA
hao.hong@growim.com

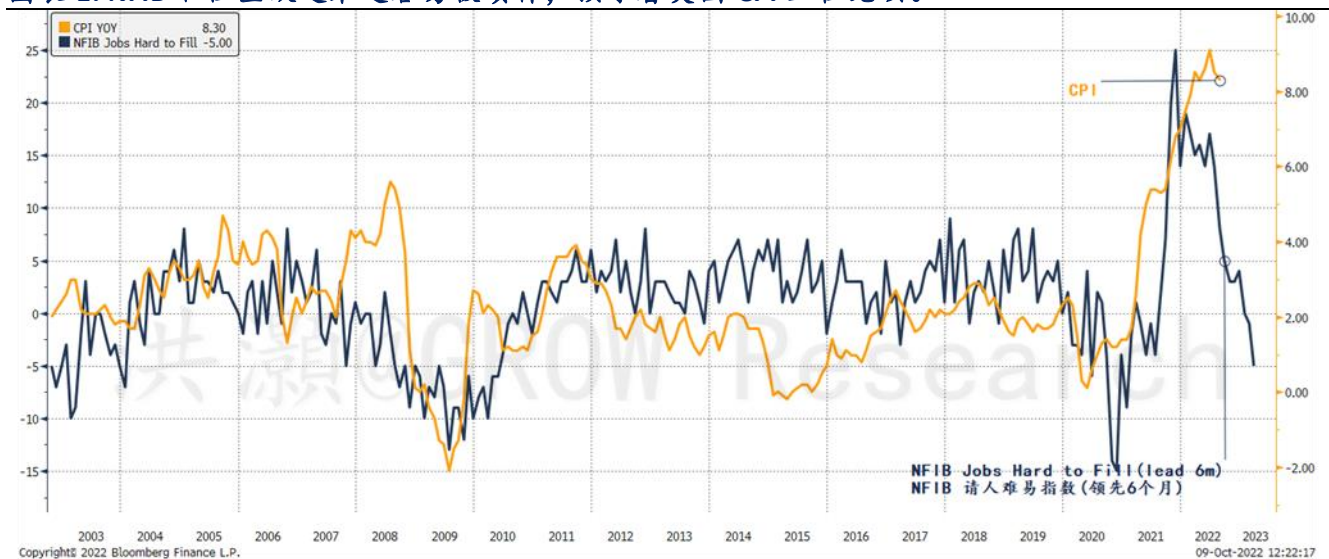
本报告英文版：
[《Saving Hong Kong》](#)

美国通胀已经见顶

上周五公布的美国失业率好于预期，美股市场再次风声鹤唳，近乎回吐了本月头三天的全部涨幅。尽管美联储官员对加息路径紧咬青山，但长债收益率已开始计入明年初暂停加息的预期。

我们用来追踪全球通胀周期的另类经济指标也昭示出美国未来经济增长的放缓和需求的减弱。譬如，全美独立企业联盟（NFIB）的数据显示，请人变得越来越容易了。这一指标往往领先美国 CPI 达六个月之久（**图表 1**）。若劳动力供应紧张将缓解，那么未来几个月由于需求放缓，居高不下的通胀压力很可能会减轻。

图表 1: NFIB 职位空缺越来越容易被填补，预示着美国 CPI 正在见顶。



资料来源：彭博，思睿研究

中国对美国经济影响几何

当今世界，我们不能再孤立地分析一国的宏观经济。中国经济的放缓是全球投资界广受讨论的话题。在中国的离岸和在岸市场历经了近两年此起彼伏的抛售潮后，许多专注于中国的基金正处于望风而降的边缘。

值此非常时期，中国经济和市场的最新动态确乎是理解当前全球市场的关键之一。值得注意的是，今年美国市场股债双杀，许多发达市场亦难逃此劫。中国可能是为数不多的、股票和债券之间的对冲关系仍然行之有效的市场之一。换言之，中国是硕果仅存的几个正常市场之一。

从今年美国债券的异常表现中解读蛛丝马迹，可能无法对美国乃至全球市场做出合理的诊断。相反，从中国这样一个正常运转的市场窥见端倪可能会更有助益。

为了衡量未来数月美国需求的强劲程度，我们可以用美国贸易差额作为代理指标。美国从中国大量进口。事实上，美国对华商品贸易逆差正处于有记录以来最高水平之一。这部分源于美国势头不减的强劲需求，使得出口一直是今年以来支撑中国经济增长的擎天支柱。但随着美联储力争通过加息为国内需求降温，美国对中国商品的需求在未来数月很可能会减弱。

中国十年期国债收益率早就预示了这两个重要贸易对手的对外账户即将发生的变化。中国十年期国债收益率往往领先美国需求长达 18 个月。过去一年中国十年期国债收益率扶摇直下，确乎预示着未来几个月美国进口的减退和美国贸易逆差的改善。

图表 2: 中国长债收益率领先美国需求达 18 个月之久。

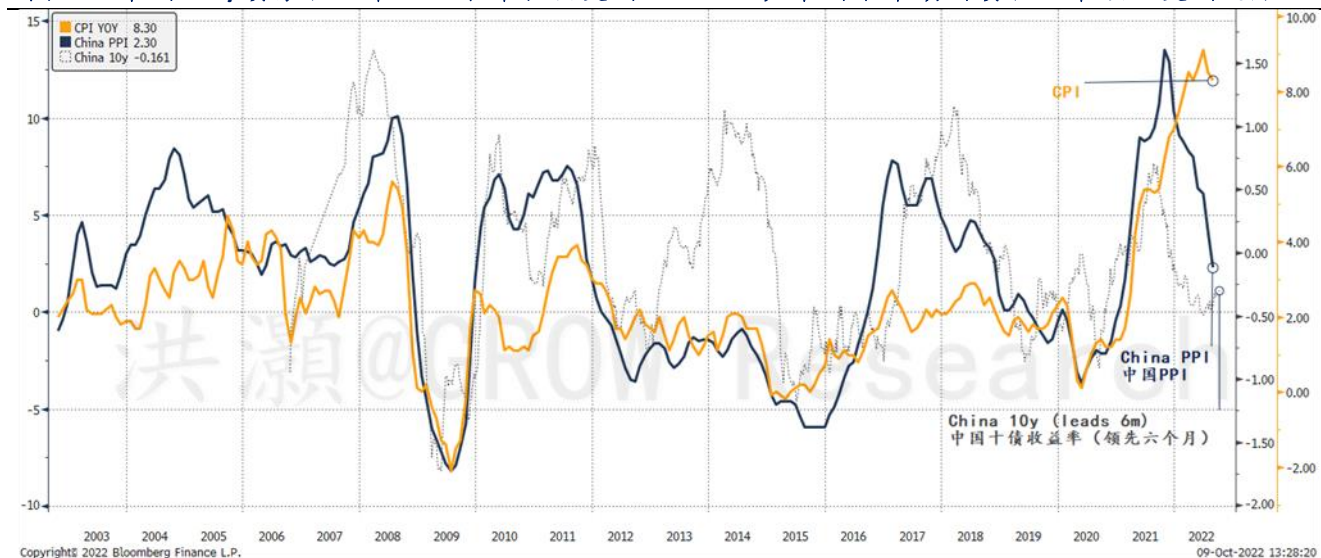


资料来源: 彭博, 思睿研究

我们同时注意到，美国的 CPI 与中国的 PPI 正显著背离至过去 20 年来的最大水平。这样的背离显然是不可持续的，很快应该会聚首趋同。与此同时，中国十

年期国债收益率领先美国 CPI 长达 18 个月。过去一年，中国十年期国债收益率和 PPI 双双下行，预示着美国 CPI 已然见顶。

图表 3: 中国 PPI/债券收益率双双下降表明美国 CPI 见顶；中国十年期国债收益率领先美国通胀。



资料来源: 彭博, 思睿研究

但这些都是较为晦涩的通胀指标，指标间的关系在全球投资界也鲜少讨论。上周五失业率低于预期而引发的市场恐慌则表明市场对美国通胀前景倍感困惑。但如果美国市场今年迄今失常，而美国债券市场正处于有史以来最糟糕的行情，那么我们应该多看一下一个没有价格错位和扭曲的、正常的市场。

港股严重地、疯狂地超卖

中国十年期国债收益率其实已经开始上升，这与以中概股为代表的中国成长型资产的价格走势背道而驰（图表 4）。鉴于中国通胀前景不温不热，债券收益率的上升很可能意味着增长复苏，尽管这种复苏很可能很温和。

有人可能会指出，中国十年期国债收益率与中国成长型资产价格之间的关系在疫情期间并不稳固，或难持续。彼时，较低的债券收益率意味着较低的贴现率，从而提升了成长股的估值。此外，由于全球出行限制，互联网平台已经成为我们日常生活中不可或缺的一部分。

随着世界逐渐适应后疫情时代的状态，中国债券收益率和中国成长型资产之间的关系应该会恢复到 2020 年之前的常态，彼时债券收益率上升意味着经济的增长，成长型资产亦会应声而动。

图表 4: 中概股与中国十年期债券收益率走势背离。



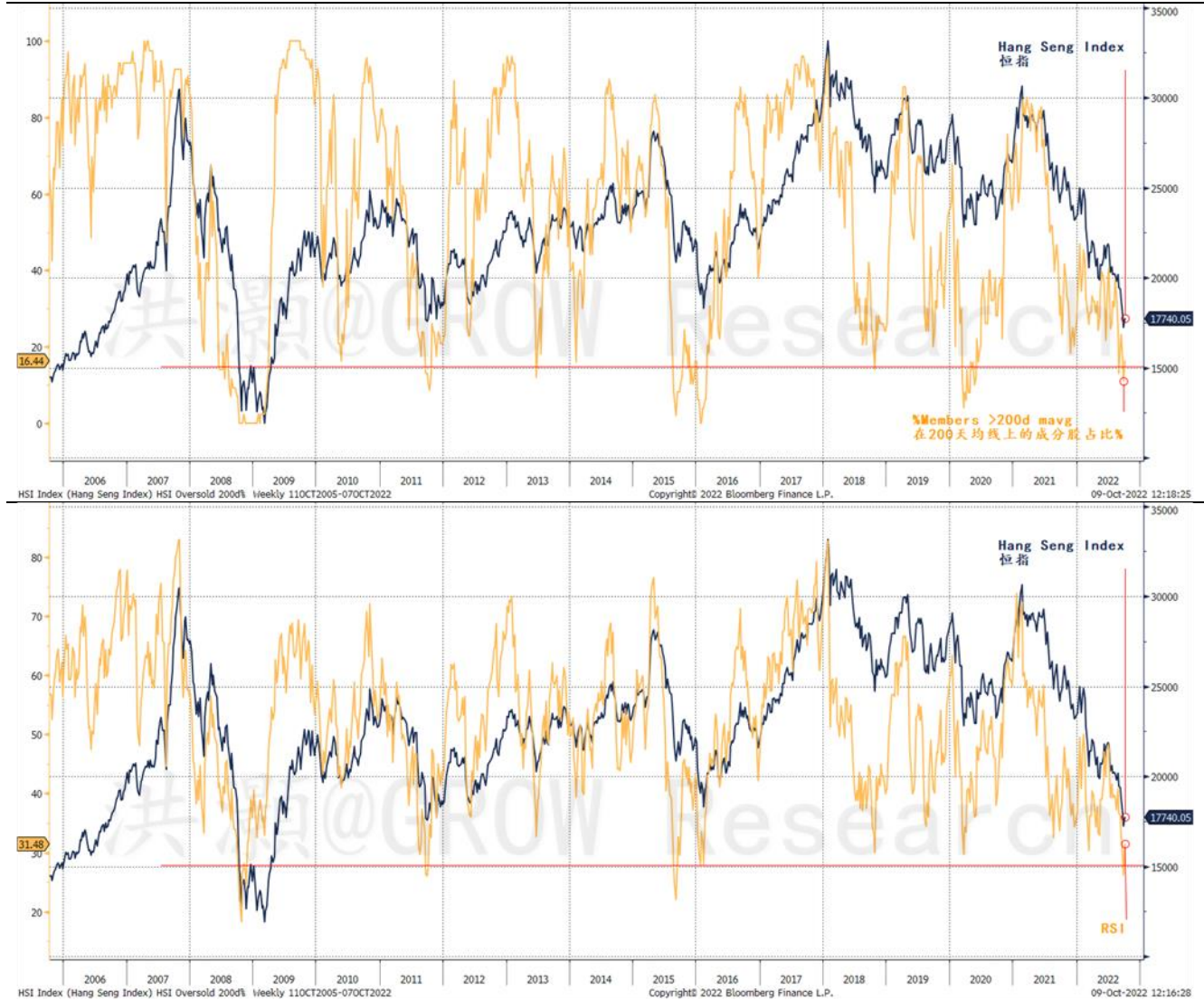
资料来源: 彭博, 思睿研究

但不只是中概股, 无独有偶, 整个中国市场都未能对增长信号有所反应, 尽管这个信号十分微弱。恒指目前正处于十多年来的最低水平, 与 1997 年亚洲金融风暴期间的水平相当。

在图表 5 中, 我们展示了恒生指数超卖情况的程度。我们可以看到, 无论是相对强弱, 还是高于其 200 日移动均线的成分股占比均处于历史最低水平之一。

诚然, 地缘政治的阴霾笼罩着香港, 香港面临着一些艰巨的地缘政治挑战, 比如美国加大了对中国半导体技术的出口禁令, 中国的美国存托凭证 (ADRs) 审计是另一个悬而未决的问题。更遑论香港金管局在与美联储同步提高最优惠利率方面拖泥带水, 并选择消耗外汇储备来捍卫与美元挂钩的联系汇率制。但在如此这般的超卖水平上, 诸多不利消息肯定已经为价格所反映。

图表 5：恒指严重地、疯狂地超卖。

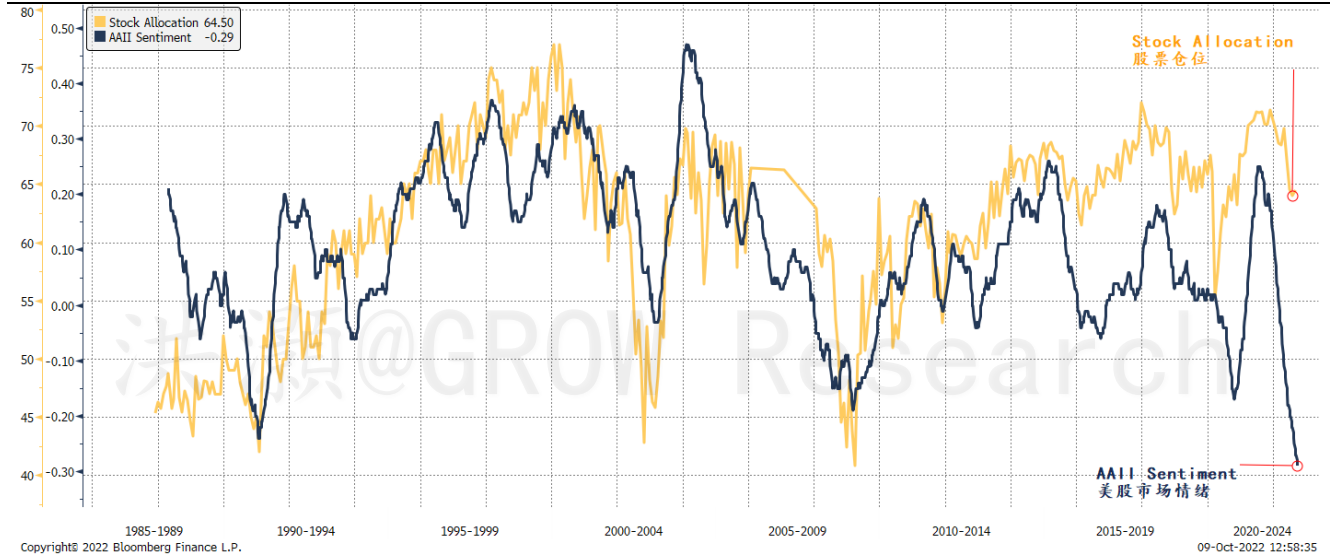


资料来源：彭博，思睿研究

如前所述，美国市场对美国通胀前景仍然持疑不决。因此，美国市场情绪变幻莫测，可以在一瞬间骤然转向。这也是为何我们不依赖情绪指标来为本轮周期择时的原因之一，因为许多历史关系已然变卦，而美国的股债的对冲关系也发生了逆转。

相反，我们更关注的是股票在投资组合中的实际仓位。我们注意到，鉴于所公开宣称的、低迷的市场情绪（图表 6），股票持仓仍然过高。诚然，我们拥有的最新股票仓位数据点只截至 8 月底，最新数据应该比历经一个月抛售后更低。但这也不会是历史上预示着市场触底的水平。如果是这样，鉴于中国在岸和离岸市场正竭力飞渡乱云，寻找立足之地，美国将继续成为其波动的源头之一。

图表 6: 美国市场情绪空前低迷, 但股票配置却远未反应。



资料来源: 彭博, 思睿研究

结论

美国通胀已然见顶。过去一年, 不断下行的中国十年期国债收益率早已预示着这一天将于未来数月如期而至。但这并不值得欢呼雀跃, 因为通胀降温体现了需求的减弱, 进而预示着美国经济的衰退。

与其解读一个功能失调的美国市场, 其股票和债券之间长期存在的对冲关系已经失效, 我们不如从中国十年期债券收益率中洞察端倪。该数据正在抬头, 暗示着即将出现温和的增长复苏。如是, 诸如恒指和中概股的中国成长型资产最终也应迎头赶上。

诚然, 地缘政治的阴霾依然罩顶。美股显然尚未见底, 仍将继续成为中国市场波动的源头。我们在曾经的卖方自我意识下, 本能地想要喊市场见底并获得最大回报, 而如今又在买方的自我意识下, 自然而然地想保全本金并将组合风险降到最低。两大意识的天人交战之下, 令人难以抉择。

不管怎样, 这里还是应该有一个交易机会, 这是一曲孤勇者的赞歌。

法律声明

本报告由 GROW 思睿制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但 GROW 思睿及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，GROW 思睿及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，GROW 思睿可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与 GROW 思睿的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的金融工具的基本面评级或评分。

GROW 思睿的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。GROW 思睿没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。GROW 思睿可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均仅代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。