

## 宏观点评 20230129

# 中国资产定价了多少“放开后的复苏”？

2023年01月29日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《假期外资“兔”飞猛进，有啥机会和风险？》

2023-01-27

《3%增速背后的中美博弈》

2023-01-18

- 开年以来港股和 A 股领跑全球，这一 30 年来的最佳开局也使得外资对于中国资产空前青睐，问题是这种涨势还能持续多久？继续看多者认为中国防疫放开后在经济和上政策的利好仍待释放；谨慎的投资者则质疑后续经济复苏和政策刺激的可持续性。由此可见，当前市场的分歧，主要在于中国资产是否充分定价了疫情放开后的复苏红利？本文试图去量化当前中国主要资产对于疫情复苏的定价程度，通过计算我们发现，当前人民币汇率对于疫后复苏的定价最为充分，超过了 90%；而 A 股、港股以及债券收益率的这一定价均在 60%-70% 之间，这也意味着“看多中国”还有下半场。
- 从市盈率回归和盈利修复来看，我们发现沪深 300 指数和恒生指数迄今的反弹分别定价了疫情放开后复苏的 62% 和 67%。市盈率方面，通过考察此前从严格清零转向完全放开经济体（比如新加坡和澳大利亚），我们发现其股市存在一个共同的特征，即在放开后的一年内市盈率向疫情前的均值回归；盈利方面，我们参考了彭博对于 A 股和港股市场 EPS 的最新预测。基于上述两点可以计算出沪深 300 指数和恒生指数在 2023 年的高点分别为 4599 和 26490，这也意味着尽管两者从 2022 年 10 月的底部已经分别反弹了 19% 和 54%，但从各自当前水平存在 10% 和 13% 的进一步上涨空间。
- 如果说市场的盈利预测具有一定的主观性，我们不妨通过横向比较来考察当前 A 股和港股是否对疫情放开后的复苏进行了充分定价？图 4 列举了全球先于中国放开的 5 个经济体（美国、新加坡、越南、澳大利亚）在防疫政策转向前后的股市表现，可以看出虽然这些经济体的股市在放开后的上涨空间有差异，但在放开之前，这些经济体的股市均经历了大幅的上涨；相比之下，仅有 A 股和港股从疫情爆发到放开期间都是下跌的，这也意味着 A 股和港股在放开后的弹性会更大。尤其是与在放开前均严格执行清零政策的新加坡、越南、澳大利亚相比，A 股和港股的反弹空间显然没有充分释放。
- 从信贷扩张和经济回升来看，我们认为 10 年期中国国债利率自 10 月底以来 30bp 的上行已经定价了以后复苏的 64%。从信用扩张来看，中国的贷款和国债之间具有明显的“比价效应”，即银行贷款的定价在边际上对 10 年期国债利率的走势有显著影响，考虑到 2023 年私营部门的信贷需求偏弱（尤其是房地产），我们预计贷款持续供不应求局面不大可能出现，这也就制约了 10 年期国债利率的上行幅度。从经济回升来看，尽管 2023 年中国经济有望显著回升，但在边际上仍难以实现 2021 年较 2020 年的改善力度，因此与 2021 年相比，在短端利率中枢下移和经济回升力度偏弱的背景下，我们预计 2023 年 10 年期国债利率顶部在 3.1% 附近，低于 2021 年的高点，这也意味着 10 年期国债利率进一步上行的空间不足 20bp。
- 社融和经济回升的经验规律也表明未来债券利率上行的空间有限。中国经济从 2022 年四季度就开启了从经济底到社融顶的复苏阶段，且这一阶段很可能贯穿 2023 年上半年。如图 6 所示，历史上这一阶段并不一定伴随着债券利率的上行，这是因为在该阶段，经济筑底回升的后劲需要宽信用的强度来确认，如果这一强度不及预期，债券利率是缺乏上行动力的。相比之下，在随后社融顶到经济顶的复苏阶段，历史上的债券利率均出现了上行，这是因为随着经济持续复苏，市场开始担心货币和信用的双紧，然而就 2023 年下半年而言，我们预计这种“双紧”的局面不会出现。
- 相较股债，人民币可能是抢跑最明显的资产，结合美元定价基准和国际收支的边际变化，我们估计离岸人民币自 11 月初低点 8.7% 的反弹幅度，对疫情放开后复苏的定价已经超过 90%。防疫放开对于汇率的影响可以简化成三个途径：一是中国经济的复苏会使得美元指数走弱，支持人民币升值；二是复苏逻辑下外资流入中国资产，利多人民币；三是国内

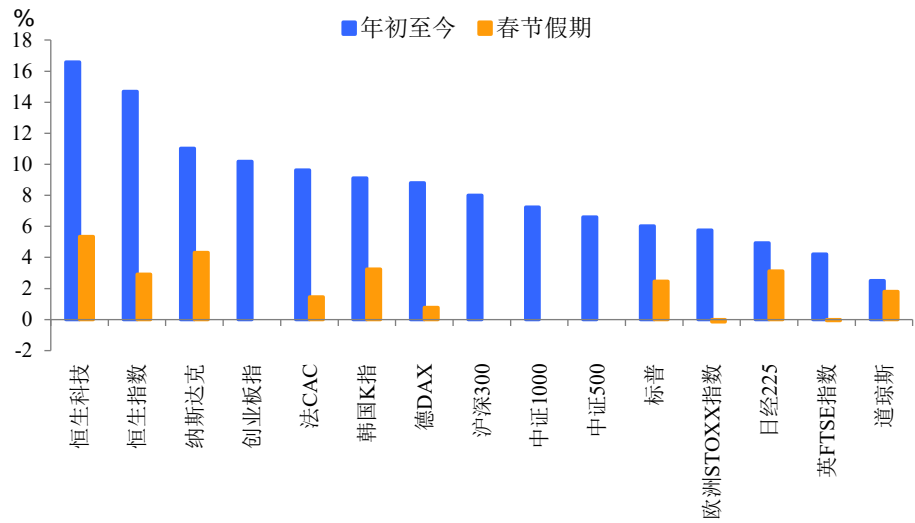
需求复苏，商品和服务进口反弹，叠加出口走弱，贸易形势恶化对于人民币汇率来说则是利空。全年来看，后两个因素相互抵消的作用会使得人民币汇率向美元基准靠拢，具体可参考 2018 年底至 2019 年初的情形（图 7）。

**2023 年在中国和欧洲复苏的背景下，美元指数的低点在 98 至 101 之间，对应的人民币汇率基准区间为 6.70 至 6.79。**我们借鉴 2017 年至 2018 年初的经验来判断 2023 年美元指数的可能区间，彼时与 2023 年宏观背景的相似之处在于中国和欧洲经济复苏，美联储处于紧缩周期中，不同之处在于今年中欧复苏的力度可能不如 2017 年，不过美联储的紧缩强度也会更弱。参考美元指数在 2017 年内最大跌幅以及 2017 年至 2018 年整个下行周期的最大跌幅，2023 年美元指数的低点应该在 98 至 101 之间，对应的人民币汇率基准价格水平在 6.70 至 6.79（图 8）。

截至 2023 年 1 月 27 日，人民币汇率自 2022 年 11 月初的底部（7.34）已升值 8.7%，距离上述区间的中值（6.74）仍有 0.2% 的升值空间，距离极限情形（6.70）尚有 0.8% 的升值空间。**这意味着当前人民币汇率对于疫情放开后的定价程度在 91% 至 98% 之间。**

**风险提示：**毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 2023 年以来中国权益资产成为市场追捧的香饽饽



注: 春节假期统计的是 2023 年 1 月 23 日至 1 月 27 日的行情。  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 新加坡放开后股市市盈率向疫情前均值回归



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 澳大利亚放开后股市市盈率向疫情前均值回归



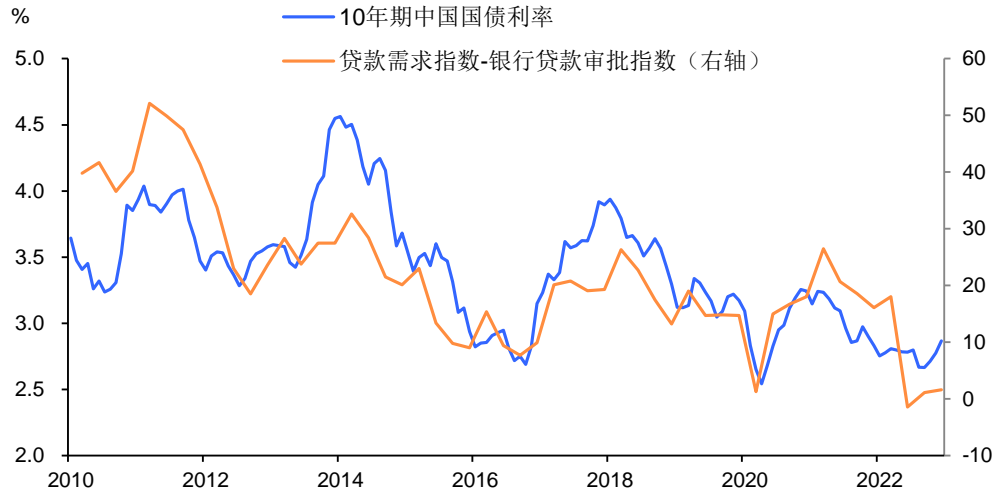
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 与其他放开的经济体的股市不同, A 股和港股在封控期间并没有上涨

疫情防控从封控转向放开过程中股市情况						
	美国	越南	新加坡	澳大利亚	中国	中国香港
封控期间	44.0%	86.5%	36.9%	50.4%	-1.3%	-15.2%
放开后最大涨幅	45.0%	22.6%	12.3%	10.6%		

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所测算

图5: 中国贷款定价和国债利率之间具有明显的“比价效应”



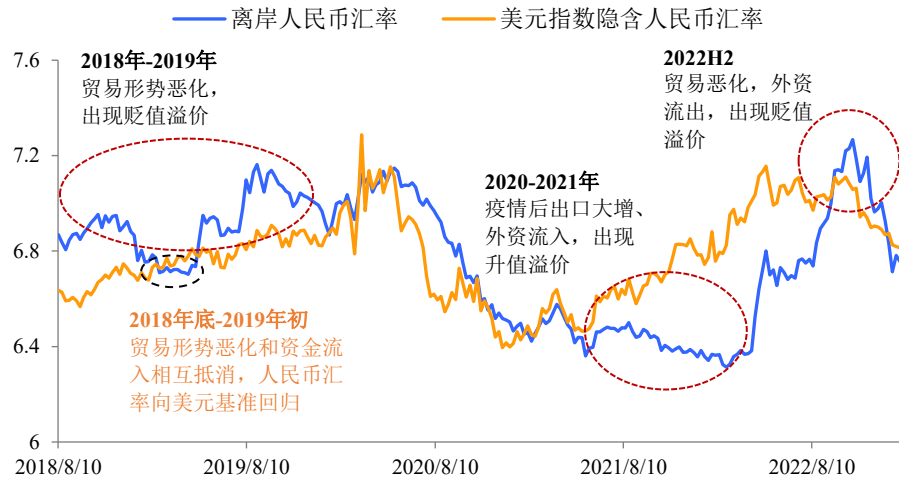
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 10年期国债利率在“经济底-社融顶”、“社融顶-经济顶”两阶段的表现

经济底到社融顶	10年期国债利率变动	社融顶到经济顶	10年期国债利率变动
2009年6月-2010年1月	47bp	2010年1月-2011年6月	26bp
2012年9月-2013年4月	0bp	2013年4月-2013年12月	109bp
2015年9月-2016年4月	-41bp	2016年4月-2017年3月	42bp
2020年3月-2020年10月	54bp	2020年10月-2021年3月	12bp

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：人民币定价的两大驱动因素：美元基准和国际收支溢价



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：2017至2018年中、欧复苏+美联储加息下，美元跌幅达14.2%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

