

中国宏观策略研究

“犇市—牾市—牛市”——中国式牛市的“去牛化”路径演绎

2015 年 7 月 13 日

摘要：从去年 4 季度以来，A 股市场在预期下的“改革牛”，以及实际层面的“流动性牛”和“杠杆牛”的三重驱动下呈现出“犇市”特征。但在过去的三周内，A 股市场经历了一场由于去杠杆所触发的“迷你危机”。虽然“杠杆牛”的风险已经被拆除，但鉴于经济基本面依旧疲弱，以及出于帮助股市恢复流动性和重建信心的需要，预计央行维持并在边际上加大宽松政策的力度。修正后的“扩充版央妈看跌期权”的逻辑驱动的“流动性牛”依然存在，市场从“犇市”进入“牾市”。但未来随着投资者信心得到恢复，且经济增长企稳复苏，相机抉择的央行政策立场会从实质性的“宽松”转向“稳健”，从而导致“流动性牛”离场。而“无盈利复苏”在短期内会导致 A 股市场再次出现调整的窗口，股市走势和经济基本面可能再次出现背离，即“经济上行，股市下行”。但中长期内企业盈利逐渐改善，特别是经济改革政策开始激发实体经济活力，A 股市将最终从“牾市”进入一个相对稳定的慢“牛市”。本次 A 股发生的“迷你危机”除了在政策层面带来很多反思之外，给我们最大的启示是：包括我们在内的绝大部分投资者对中国经济改革前景是抱有积极的态度，但大家希望是在经济转型过程中脚踏实地的“干”出一个“改革牛”，并在此过程中逐步释放改革红利来带动资本市场繁荣，而不是借“改革牛”之名在资本市场提前透支改革红利。

- **A 股经历了一场“迷你危机”：**A 股市场在短短三周内从 5000 点以上连续下跌超过 30%，而创业板跌幅更是超过 40%，在某种程度上 A 股市场可以说已经经历了一轮“迷你危机”。以美国和日本等过爆发的以资产价格泡沫破裂为特征的金融危机来看，股市危机不仅对金融市场具有了巨大的破坏力，而且更为重要的是在向实体经济蔓延之后陷入恶性循环，从而把整个经济拖入了长期的衰退的深渊。A 股市场最近的大幅下跌之所以没有造成类似连锁反应，一方面是因为虽然前期股市暴涨，但延续的时间没有超过 1 年，因此整体泡沫化的程度依然不是太高，并且还没有完全传导到其他资产（比如房地产）；另一方面，监管层在初始阶段的迟疑之后果断出手，从而把酝酿中的危机限制在股市的可控范围之内，切断了向整个金融体系以及实体经济蔓延的链条，从而避免了整个经济出现“资产负债表”式的衰退。

章俊

宏观经济研究主管

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他
人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发
或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写
或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒
绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料
末的免责声明之约束。

- **反思“犇市”逻辑的形成和演绎：**反思从去年四季度以来的这轮暴涨行情，我觉得很难用一个简单的“牛市”来定义。因为市场快速上涨的背后不是单一推动力，而是一个多重复合推动力，这包括预期下的“改革牛”，以及实际层面的“流动性牛”和“杠杆牛”的三重驱动，在这里我们觉得使用“犇市”来形容似乎更为恰当。

预期中“改革牛”的逻辑是只“薛定谔的猫”：自古以来但凡做大事，讲究的都是要“师出有名”。而本轮波澜壮阔行情的启动也不例外。这里的“名”就来自于部分市场分析师以及主流媒体所提出的“改革牛”的概念，也就是“在中国经济转型过程中，政府的各项改革举措在很大程度上提升了投资者对未来改革红利释放的预期和信心，从而产生推动资本市场前进的动力”。但在市场以改革牛之名在短短几个月内出现暴涨，并且“站在台风口，猪都能飞”成为投资者的口头禅之后，我们在去年底的报告《A股牛市的改革逻辑是只“薛定谔的猫”（Schrodinger's Cat）？》中对此提出了保留看法。

我们在报告中提出“改革不是一本万利，包赚不赔的买卖，因此短期内在资本市场提前兑现长期且不确定性很高的改革红利是风险很大的”。其实中国经济转型和改革从2008年之前就开始被热议，之所以过了6-7年还在原地踏步，除了受金融危机冲击而导致改革被迫延后之外，更多的是因为改革中的相对容易推进的“low-hanging fruits”都已经被摘掉了，而有待突破的改革都是障碍重重。中国经济无论是和20年前的自己比还是当时转型中的日本、韩国、台湾相比，无论在经济体量还是复杂程度上来说都是不可同日而言，颇有点“大象要在瓷器店里转身”的味道。而且全球经济的外围环境也发生了巨大的变化，2000年之后经济全球化一体化程度得到了极大的提高。因此在分析推演过程中套用其他经济体转型推动的股市上涨来演绎A股的牛市逻辑，未免有点过于牵强，尚且新兴经济体转型失败而陷入“中等收入陷阱”的例子也屡见不鲜。因此我们认为，经济转型中的改革肯定不是一帆风顺的，过程必然是一步三回头，轨迹很可能是前进两步退一步，在短期内很难见到立竿见影的成效。因此即便有“改革牛”的存在，这个“改革牛”也必然是个“慢牛”，很难解释股市在短期内的快速上涨。

成就“犇市”的是“流动性牛”和“杠杆牛”这两只“快牛”：我们在去年11月底的报告《央妈看跌期权》（PBoC Put）背后的市场投资逻辑及其潜在风险》中首先使用了“央妈看跌期权”的概念来解释A股市场快速上涨背后的流动性驱动因素。“即只要经济增长疲软，且实体经济融资成本居高不下，央行货币政策宽松的力度就会不断加大，而新增的流动性在目前看来很难流入实体经济来降低融资成本，更多的是涌入资本市场推高股票债券等资产价格”，并预计“央妈看跌期权”会成为未来市场投资的基本逻辑。而后“经济基本面持续疲软；央行持续降息降准；以及一骑绝尘上涨的股票市场”三者之间的动态循环也证实了我们的判断，这也就造就了驱动A股上涨的“流动性牛”的逻辑。此外，以场内两融和场外配资为主的杠杆的广泛使用是本轮A股上涨行情中的新特征，在很大程度上放大了有“央妈看跌期权”所引致的“流动性牛”，从而又成就了“杠杆牛”。在杠杆使用的高峰，场内券商融资金额超2万亿，接近每日A股交易量的20%。在加上1.5-2万亿左右的场外配资（伞形信托，P2P等），杠杆在本轮行情中的使用可谓达到极致，但其中蕴含的风险无论是监管层还是投资者都是始料未及的。

从各国资产价格泡沫破裂而引发金融危机的经验来看，“流动性牛”和“杠杆牛”从来都被证明是“快牛”而绝非“慢牛”。因此从“犇市”这样形象的描述来看，是“流动性牛”和“杠杆牛”者两只“快牛”，抬着（或者说绑架了）“改革牛”这只“慢牛”一路狂奔，从而造就了A股的暴涨。

- **A股市场在调整之后将进入“牯市”：**本轮市场连续大幅下跌始于证监会清查场外配资，我们认为除了时间点和一开始出台措施的合理性值得商榷之外，监管层拆除“场外配资”这个定时炸弹的初衷是没有问题的。在政府出台有力政策救市之后，目前股市危机得到有效控制。在上周连续两天上涨之后，虽然有迹象表明配资在一定程度回潮，但经过本次“迷你危机”的洗礼，监管层必然会加大对场外配资规模和合规性的监管，因此我们可以预见“杠杆牛”在未来相当长一段时间应该已经不会成为驱动市场的因素。鉴于目前经济基本面在货币和财政“双宽”刺激下依旧疲软，央行维持相对宽松的货币政策立场的必要性依旧很高；而且更为重要的是，在A股市场发生“迷你危机”之后，出于

维护市场流动性并帮助市场恢复信心的要求，央行也需要在此前的基础上在一定程度上加大宽松的力度。但是我们认为央行宽松所释放的流动性要通过货币政策传导机制顺利进入实体经济依旧较为困难，因此“央妈看跌期权”的逻辑任然成立，只不过我们在原来定义的基础上需要稍加修正和扩充，即央行政策的函数方程里的变量除了之前的经济基本面之外，现在还要加上防范金融市场系统性风险这个新增变量。虽然央行之前反复强调“守住不发生系统性、区域性金融风险的底线”，但这次真的是从纸面上落实到了行动上。因此“扩充版央妈看跌期权”逻辑带动 A 股市场“流动性牛”这个驱动因素依旧成立，从而整个市场会从之前的“犇市”在最近的深度调整之后进入“牯市”。我们认为在“牯市”过程中，A 股市场在流动性宽松推动下，会有明显企稳反弹，并会在 4000-4800 点之间出现的宽幅箱体震荡。

- **未来“流动性牛”离场后，A 股市场可能将再次面临调整：**在此本轮大幅回调之前，虽然市场分析师和投资者对市场暴涨十分担忧，但基本分析逻辑还是集中在“股市和经济基本面脱离，在暴涨之后估值出现明显泡沫”，但包括监管层在内的市场参与者对去杠杆对市场的杀伤力估计不足，并没有意识到这会成为市场出现大幅调整的触发器。我们此前在报告《央妈看跌期权》(PBoC Put) 背后的市场投资逻辑及其潜在风险》中提出“央妈看跌期权”的风险——伴随着流动性收缩的“无盈利复苏”，并指出市场调整的触发点可能会出现在“央妈看跌期权”逻辑逆转的时候。虽然这个判断在现在看来也没有对去杠杆触发市场调整作出准确的预测，但在市场格局发生重大改变——从“犇市”向“牯市”过渡——之后，我们认为其可能成为市场向最终的“牛市”（特别是政府所期待出现的慢牛市）转变一个重要节点。

我们一直认为央行在货币政策立场方面的策略是相机抉择，因此当 A 股市场投资者信心恢复，并且经济增长的内生动力开始增强的时候，货币政策可能趋于中性。在此情形下，在“犇市”中的“扩充版央妈看跌期权”的逻辑便不再成立。但是需要指出的是，伴随宏观经济企稳，企业的盈利未必会在短期内有明显改善；而且经济改革措施在短时间内也不会显著增强企业经营活力并反映在盈利能力的提升。因此这就有可能出现我们之前反复提到

过的“无盈利复苏”的情形。资本市场的驱动力在这段时间内会出现青黄不接，即央行货币政策转为实质性中性的情况下，丧失增量流动性支撑，同时有没有来自企业盈利改善的支持。我们认为届时市场再次出现一定幅度调整的可能性很大。其实在 A 股市场本轮下跌之前的一段时间内，在货币传导机制失灵和资产价格泡沫风险上升的背景下，央行货币政策立场有趋向中性，并转由“积极的财政政策”来接棒的迹象，比如预期中的降息降准迟迟没有出现，央行意外实施定向正回购，并对到期的 MLF 不再续操作等等，这都在一定程度上也在当时引起了市场的担忧。虽然这次潜在的货币政策立场转向由于 A 股市场下跌而未能进入实质性阶段，但我们可以看出央行货币政策立场对 A 股市场短期内的轨迹有决定性的影响。

因此我们认为如果今年 3 季度末或 4 季度实体经济在货币和财政政策“双宽”的支持下出现明显企稳的迹象之后的话，对 A 股市场而言将可能是出现再一次调整的信号，因为这意味着央行货币政策可能会转向中性，即“牯市”中“流动性牛”的离场。短期内再次上演资本市场和经济基本面背离的情形，只不过方向发生了改变：之前是“经济下行，市场上行”，而之后我们看到的是“经济上行，市场下行”。

- **从“牯市”进入“牛市”？**如果实体经济在政策刺激的帮助下在 3 季度末或 4 季度企稳复苏，鉴于企业盈利改善之后经济周期 1-2 个季度，那 A 股市场在 4 季度末和明年季度将获得企业盈利改善的支撑，为未来 A 股市场将进入真正的“牛市”打下基础，也就是基于经济转型的“改革牛”市。但在“杠杆牛”和“流动性牛”都被套上了笼头之后，以“改革牛”一己之力是否能拉动 A 股市场重新获得上涨的动力，我们认为还是要取决于改革的成效和投资者的信心。

● A 股迷你危机后带来的三点反思

- (1) 本次调整行情很大程度上是证监会清查场外配资所触发的，但显然证监会对估计不足，这很大程度上和相当部分参与场外配资的机构不是证监会管辖的范围，比如伞形信托，P2P 互联网等。因此建立“一行三会”协调机制或者成立凌驾于这几者之上的金融监管委员会，

本资料仅供贵方（报告收取人）参考，不得复制或提供给任何他人使用。

在目前混业经营趋势的大背景下，这种迫切性在上升。

- (2) 本次 A 股市场出现的风险也让我们重新审视“资本账户开放”的命题。央行在各种场合表示要在 2015 年加快资本账户开放的进度，力争在年底之前实现资本账户的基本可兑换。当然从全局考虑，目前政府在人民币国际化有相当的诉求，其中又涉及一带一路，亚投行，以及争取纳入国际货币基金组织 SDR 等具体问题。但我们一直认为通过“加快资本市场开放来倒逼国内金融改革”观点的潜在风险巨大，因为我们认为理顺国内利率和汇率机制，推进改革银行体系，并建立相对完善和成熟的宏观审慎监管框架是开放资本账户所需的先决条件。此外，从目前全球外部经济环境来看，美元进入二战以来的“第三轮大升值”，根据以往的经验，新兴市场国家在资本外流的过程中都面临巨大的风险，特别是那些结构性经济问题以及资产价格泡沫的经济体，因此中国选择在这个时间点加大资本账户开发无疑会提高国内金融体系的风险程度。我们认为监管层需要慎重评估资本账户开放的风险，特别是针对短期跨境资本流动的监管不宜过快放松。
- (3) A 股市场相对于成熟市场的明显特征就是中小投资者占比过高，因此监管机构在规范投资者行为的同时，需要特别注重加强中小投资者保护。鉴于中小投资者专业程度不高，而在投资行为中羊群效应特征十分明显，因此市场主流媒体的舆论引导也要适度。虽然我们对中国经济改革也抱有信心，但我们认为资本市场的“改革牛”是建立在实体经济转型的基础上，换言之，“改革牛”是需要扎扎实实干出来的。因此我们认为在改革措施真正落实，经济转型初见成效之前，资本市场还是要慎谈“改革牛”。

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司