



见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）

- 9月初，美股纳指领跌带动全球以及中国股市下挫，投资人不禁要问：牛市结束了吗？我们在此基础上对2005年以来MSCI中国指数超过15%的下跌都进行了研究，并将下跌分为“回调”与“见顶”，前者通常孕育着加仓机会，而后者则需要规避。
- 我们随后从基本面、流动性、估值三个角度来分析如何更好地判定下跌究竟是“见顶”还是“回调”。整体来看基本面与流动性结合判定有效性最高，ERP也尚可，而估值指标的判定有效性较低。
- 从**基本面（宏观基本面、企业盈利）**的角度来看，MSCI中国指数的“见顶”通常出现在基本面（宏观基本面、企业盈利）顶部附近，而股市“回调”则通常出现在基本面（宏观基本面、企业盈利）顶部的下行底部附近，只有2013年-2015年属于非典型周期，这主要是由于结构性因素导致的流动性过度紧缩所致，未来不太可能重现2013年式紧缩。10年期国债利率提供了一个较好的**流动性视角**，“见顶”时，10年期国债收益率通常高于3.5%，而目前为3.1%左右。**估值角度**看，经典的估值指标例如市盈率对于判断“见顶”还是“回调”的有效性较低，但与估值遥相呼应的ERP效果较单纯的市盈率指标更好，市场“见顶”时ERP通常小于等于2%，而目前ERP3.66%明显高于阈值。
- 综合来看，基本面、流动性、ERP都显示，**当前阶段如果出现股市较大跌幅，这很可能是“回调”而非“见顶”**。在此情况下，投资者应该**利用回调的机会积极加仓**。考虑到中国与全球经济共振上行，**投资人可以重点关注周期板块**。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年9月17日

相关报告：

[《SPDBI全球央行观察：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔 | 2020年9月刊》](#) (2020-09-01)

[《SPDBI全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性 | 2020年8月刊》](#) (2020-07-31)

[《2H20投资策略展望：不要站在央行的对立面》](#) (2020-06-19)

[《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》](#) (2020-06-19)

[《科技回调那件小事儿》](#) (2020-09-11)

目录

识别下跌	4
下跌的分类：“回调”vs“见顶”	4
迎接“回调”，规避“见顶”	5
基本面视角	7
宏观基本面：股市回调（见顶）通常在经济底部（顶部）附近	7
企业盈利：股市回调（见顶）通常在盈利底部（顶部）附近	8
领先指标显示经济回升，当前阶段股市见顶概率低	9
流动性视角	10
10年期国债收益率：3.5%是股市是否见顶的关键阈值	10
流动性扰动下的非典型周期：2013-2015年股市	11
2013年式流动性紧缩不大可能重现	12
估值视角	14
难以用市盈率估值来判断“顶部”还是“回调”	14
ERP：2%是关键阈值	16
投资策略	17
近期如有大幅下行是“回调”而非“见顶”，借此加仓	17
周期共振上行，可重点关注周期股	18

见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）

“October. This is one of the peculiarly dangerous months to speculate in stocks. The others are July, January, September, April, November, May, March, June, December, August, and February.” 十月，是股票投机生意最危险的月份之一。其他的月份还包括七月、一月、九月、四月、十一月、五月、三月、六月、十二月、八月、以及二月。

—— Mark Twain 马克吐温

如马克吐温所戏谑的一样，股市看起来似乎无时无刻不充满了危险与高波动，在市场底部的时候投资人会担忧继续下跌，但上涨后投资人可能又会开始担忧是否见顶了。以美股为代表的全球股市在3月见底后，连续攀升，在经历了8月的大幅飙升后，9月初连续暴跌，带动包括A股、港股在内全球股市尤其是互联网科技板块大幅下挫。投资人不禁要问：这是牛市终结还是牛市回调？这篇报告中，我们将直面市场所惧怕的下跌。

我们对MSCI中国指数自2005年以来12个月最大回撤超过15%的下跌都进行了研究，我们将这种大幅下跌归为两类：“回调”与“见顶”。对于“回调”其下跌幅度通常不大，且从“回调”点52周内都可以取得正回报，但“见顶”回撤大，而且52周内都无法取得正回报。这意味着“回调”往往孕育着机会，而投资人需要规避“见顶”。我们随后从基本面、流动性、估值三个角度来分析如何更好地判定下跌究竟是“见顶”还是“回调”。整体来看基本面与流动性结合判定有效性最高，ERP也尚可，而估值指标的判定有效性较低（见图表1）。

从基本面（宏观基本面、企业盈利）的角度来看，MSCI中国指数的“见顶”通常出现在基本面（宏观基本面、企业盈利）顶部附近，而股市“回调”则通常出现在基本面（宏观基本面、企业盈利）顶部的下行底部附近，只有2013年-2015年属于非典型周期，这主要是由于结构性因素导致的流动性过度紧缩所致，未来不太可能重现2013年式紧缩。10年期国债利率提供了一个较好的视角，“见顶”时，10年期国债收益率通常高于3.5%，而目前是3.1%左右。估值来看，经典的估值指标例如市盈率对于判断“见顶”还是“回调”的有效性较低，但与估值遥相呼应的ERP效果较单纯的市盈率指标更好，市场“见顶”时ERP通常小于等于2%，而目前ERP3.66%明显高于阈值。

综合来看，基本面、流动性、ERP都显示，当前阶段如果股市出现较大跌幅，很可能是“回调”而非“见顶”。在此情况下，投资者应该利用回调机会积极加仓。考虑到中国与全球经济共振上行，投资人可以重点关注周期板块。

图表 1: 如何更好地判断“见顶”还是“回调”

		判断“见顶”和“回调”有效性	阈值	当前见顶概率	当前阶段
基本面视角	宏观基本面	高		见顶概率低	宏观基本面回升
	企业盈利	高		见顶概率低	企业盈利回升，企业盈利预期上修
流动性视角	10年期国债收益率	高	3.5%	见顶概率低	国债收益率在上行通道，目前为 3.1%，距离 3.5% 的阈值仍有距离
估值视角	市盈率	低			当前的市盈率属于历史中偏上的水平
	ERP	较高	2.0%	见顶概率低	目前的 ERP 为 3.66% 的水平，仍明显高于 2% 的阈值

资料来源：浦银国际

识别下跌

对于准备进行建仓、加仓的投资人，下跌往往意味着惊喜与机会，而对于已有较大仓位的投资人，下跌往往伴随着回报下降，下跌也通常伴随着恐惧与担忧。不论是多空哪方的投资人，下跌通常都会带来极端情绪波动，但对于下跌，我们往往认识不足。在此我们对 MSCI 中国指数进行了仔细梳理，从多个维度来重新认识下跌。

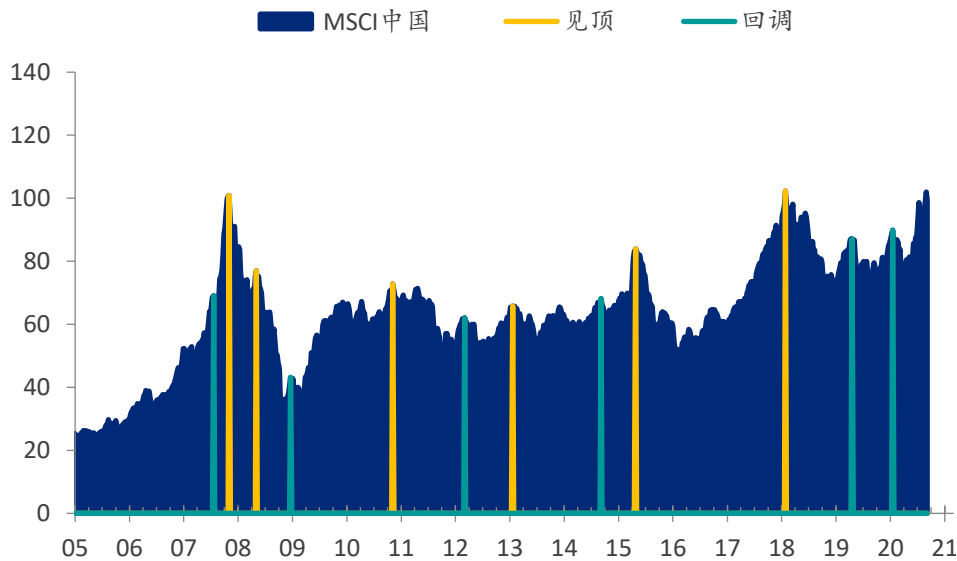
● 下跌的分类：“回调” vs “见顶”

我们对 MSCI 中国指数自 2005 年以来 12 个月最大回撤超过 15% 的下跌都进行了研究，首先对下跌进行了区分研究。我们将最大回撤超过 15% 的下跌分为两类（如图表 2 所示）：

- **回调**。即当指数下跌至未来 12 个月最低点的幅度超过 15%，且上涨至未来 12 个月最高点的幅度为正时，指数将经历回调阶段。指数在回调阶段的局部高点被定义为回调点。
- **见顶**。当指数下跌至未来 12 个月最低点的幅度超过 15%，且上涨至未来 12 个月最高点的幅度为负时，指数将经历见顶阶段。指数在见顶阶段的局部高点被定义为见顶点。

如果一段下跌趋势中出现了反弹，我们会计算其反弹的幅度是否超过 15% 以判定是否构成一个新的“回调”或者“见顶”点。例如股市在 2007 年见顶，随后一路下跌，但在 2008 年 3 月至 5 月出现明显反弹，反弹幅度达到 32.2%，而随后跌幅也超过 15%，因此我们将 2008 年 5 月的顶点也视为一个新的“见顶点”。而 2015 年 6 月见顶，随后一路下跌，下行过程中 9 月至 10 月也出现了反弹，但反弹幅度不及 15%，因此未将 2015 年 10 月视为一个新的“见顶”点。

图表 2：MSCI 中国指数最大回撤超过 15% 的下跌分类



资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

● 迎接“回调”，规避“见顶”

不同类型的下跌，对于投资策略的构建也截然不同：

- “回调”=机会。“回调”虽然自高点至低点平均跌幅为 17.5%，但其相比于未来 52 周的高点仍然有正增长，比较典型的是 2008 年 12 月，虽然已经处于熊市的末期，却仍然创下了 17.8% 的跌幅，但随后相比于“回调”点反弹超过 55.2%。即使是未来 52 周最高回报表现最差的 2019 年 4 月，其经历了 17.1% 的跌幅，但相较于“回调”点，未来 52 周内仍然能取得 3.1% 的正回报。可见“回调”并不可怕，从“回调”点算起，1 年内仍然可以取得正收益，若是从“回调”后的市场底部算起，回报率更高，这表明，“回调”类型的下跌不仅不需要担忧，往往还伴随着加仓机会。
- “见顶”需规避。“见顶”与“回调”的回撤幅度完全不是一个数量级，2005 年以来的 6 次 MSCI 中国指数“见顶”的 52 周平均最大回撤高达 42.5%，但其 52 周的最高点回报都为负，这意味着见顶远不只是普通的下跌，因为自顶点持有 52 周内都无法取得正回报，投资人需要规避“见顶”。

图表 3: MSCI 中国指数“回调”

日期	MSCI 中国指数	未来 52 周 最低点	到最低点的 变动幅度	未来 52 周 最高点	到最高点的 变动幅度
20/7/2007	69.09	57.57	-16.7%	100.82	45.9%
19/12/2008	43.15	35.45	-17.8%	66.99	55.2%
2/3/2012	62.01	52.27	-15.7%	65.77	6.1%
5/9/2014	68.15	55.89	-18.0%	83.88	23.1%
18/4/2019	87.15	72.29	-17.1%	89.84	3.1%
17/1/2020	89.84	72.29	-19.5%	101.95	13.5%
平均值			-17.5%		24.5%

注：2020 年 1 月 17 日未来 52 周最高点的计算截至 2020 年 9 月 4 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 4: MSCI 中国指数“见顶”

日期	MSCI 中国指数	未来 52 周 最低点	到最低点的 变动幅度	未来 52 周 最高点	到最高点的 变动幅度
2/11/2007	100.82	30.96	-69.3%	91.65	-9.1%
2/5/2008	77.01	30.96	-59.8%	75.18	-2.4%
5/11/2010	72.83	49.17	-32.5%	71.36	-2.0%
18/1/2013	65.77	53.16	-19.2%	65.73	-0.1%
24/4/2015	83.88	48.16	-42.6%	83.40	-0.6%
26/1/2018	102.30	69.83	-31.7%	98.45	-3.8%
平均值			-42.5%		-3.0%

资料来源：Bloomberg，浦银国际

基本面视角

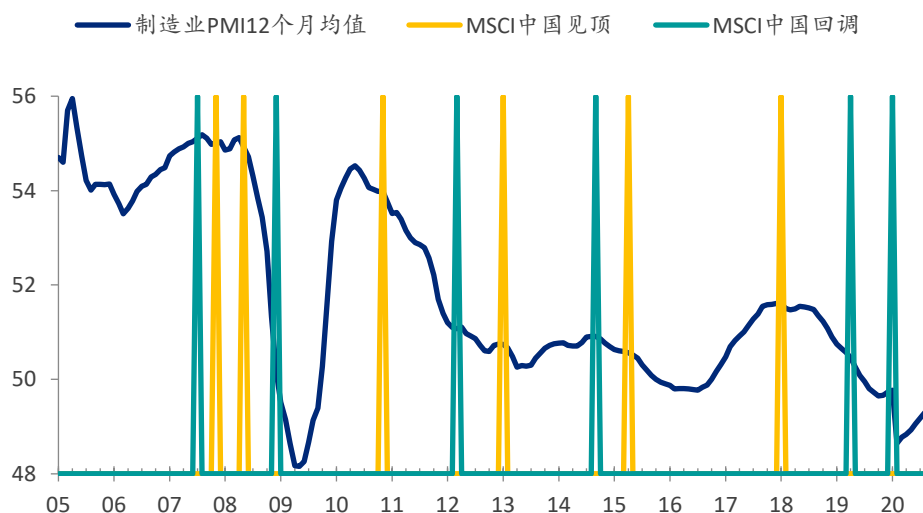
整体来看通过基本面（宏观基本面、企业盈利）来研判 MSCI 中国指数“见顶”还是“回调”都较为有效。除了 2013 年-2015 年因为整体流动性导致的股市与基本面错位之外，股市“见顶”通常出现在基本面（宏观基本面、企业盈利）顶部附近，而股市“回调”则通常出现在基本面（宏观基本面、企业盈利）顶部的下行底部附近。基于经济领先指标来看，基本面自底部逐步修复上行，这将对股市进行直接的支撑，近期中国股市“见顶”的概率偏低。

● 宏观基本面：股市回调（见顶）通常在经济底部（顶部）附近

虽然中国股市一直因所谓“脱离基本面”而经常为人所诟病，但我们梳理后发现，其实中国股指（MSCI 中国）与宏观基本面的关系非常密切。2005 年以来的股市“见顶”或者“回撤”与制造业 PMI 的相对关系显示：

- 股市“回调”通常发生在经济下行底部附近（典型案例是 2008 年末、2012 年、2019 年、2020 年），2007 年处于全球经济过热阶段，即使经济周期已经出现了见顶迹象，仍在回调后继续飙升，大盘蓝筹股也呈现出非常高的估值。
- 股市“见顶”通常发生在经济周期顶部附近（典型案例是 2007-2008 年、2010 年、2015 年、2018 年）。

图表 5：中国制造业 PMI vs. MSCI 中国指数“见顶”、“回调”



资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

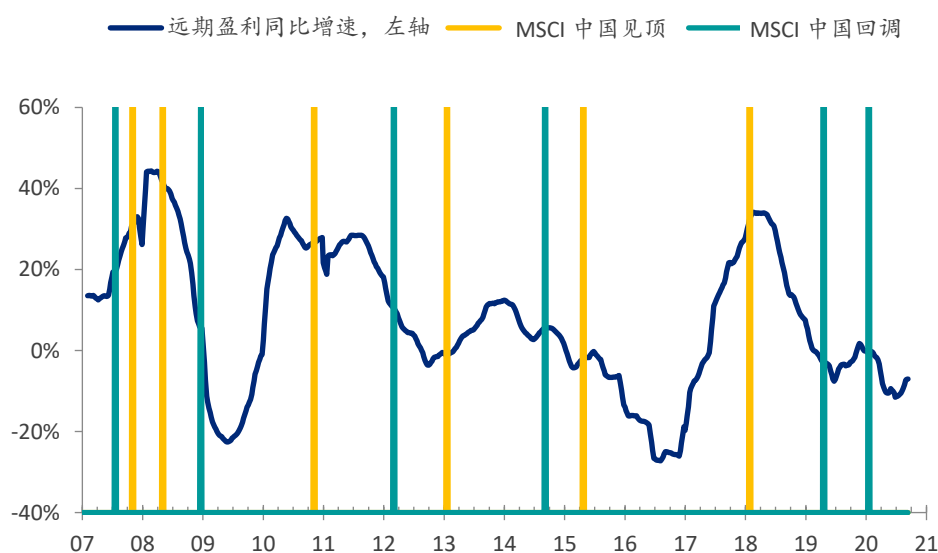
在以上的分类当中，仅有 2013-2015 年属于非典型案例，2013 年属于经济回落的底部附近，但是股市却见顶回落，与之相反 2014 年却属于经济回升至阶段性顶部附近开始回落，但股市却仅仅是回调，随后一路涨势如虹，尤其是 A 股，2015 年一度逼近历史高位。2013 年至 2015 年的非典型案例需要作为一个整体，开展共同分析，其与基本面出现背离的核心原因在于流动性，具体我们会在流动性的部分展开分析。

● 企业盈利：股市回调（见顶）通常在盈利底部（顶部）附近

MSCI 中国的企业盈利同比增速与 PMI 走势高度近似，因此股市见顶与回调的关系与 PMI 也非常相似，MSCI 中国指数的“见顶”通常出现在盈利周期的顶部附近，而“回调”则通常出现在底部附近。

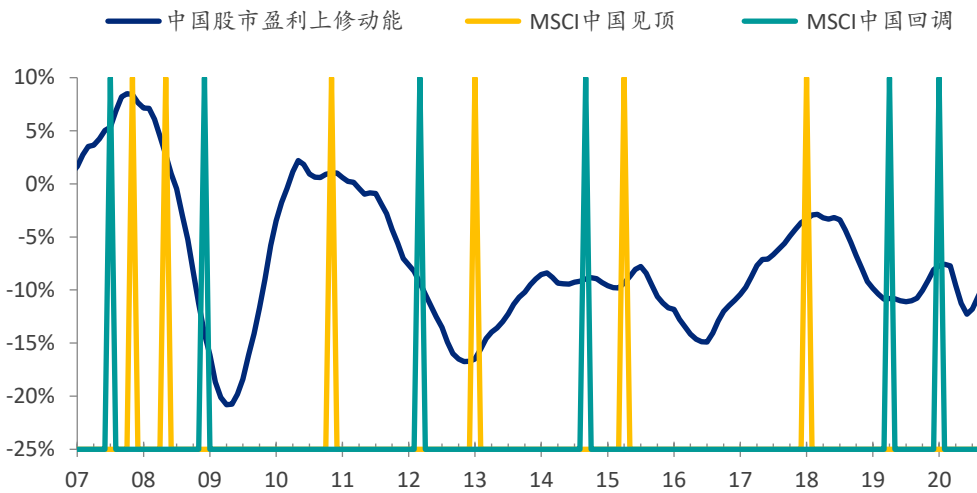
- 股市“回调”通常发生在盈利周期的下行期的底部附近（典型案例是 2008 年末、2012 年、2019 年、2020 年），与此同时，市场的盈利预期也通常处于下修的底部（市场下调盈利预期的幅度见底）。
- 股市“见顶”通常发生在盈利周期顶部附近（典型案例是 2007-2008 年、2010 年、2015 年、2018 年），盈利预期通常处于上修的顶部附近（市场上调盈利预期的顶部附近）。

图表 6：MSCI 中国指数远期盈利同比增速



资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 7：中国股市盈利预期上修动能指标

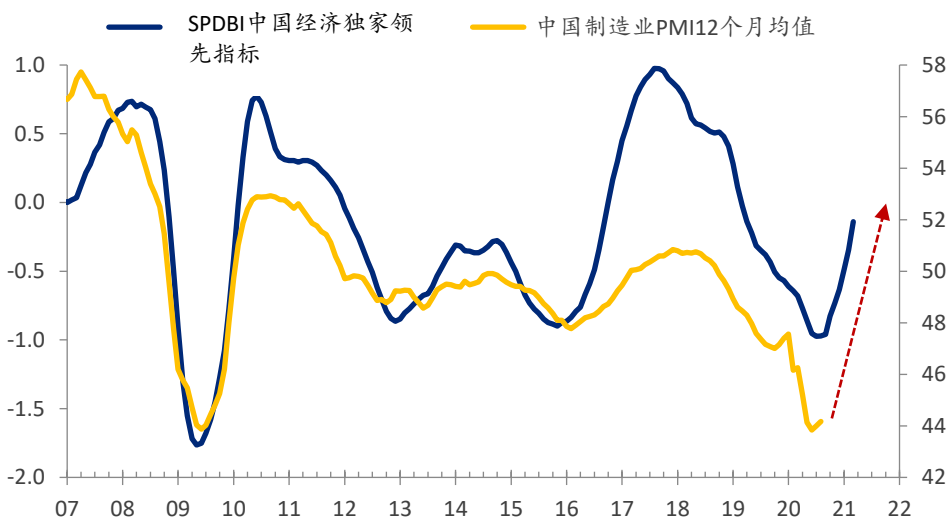


资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

● 领先指标显示经济回升，当前阶段股市见顶概率低

我们基于几十个领先指标所制作的中国经济领先指标（见图表 8）显示中国经济目前仍属于短周期的底部，至少至明年上半年，经济回升的趋势确定性都非常高。经济的逐步回暖，也将推动企业盈利向上，这将对股市构成最直接支撑。从历史经验来看在底部回升的过程中，目前阶段中国股市出现见顶的概率较低，如果出现大幅下跌更有可能是“回调”而非“见顶”。

图表 8：SPDBI 中国经济独家领先指标



资料来源：浦银国际

流动性视角

单从基本面的角度，难以解释 2013-2015 年“见顶”与“回调”为何存在错位，但如果结合流动性的视角，就很容易理解了。2013 年-2015 年属于流动性扰动下的非典型周期，2013 年流动性与经济基本面的错位，导致了 2013 年股市大幅下挫，这正是 2013 年经济、盈利在底部，股市却出现“见顶”而非“回调”的根本原因。

从流动性的角度来看，股市“回调”通常出现在利率下行期的底部附近，而“见顶”则通常出现在利率阶段性顶部附近，虽然目前国债收益率仍在上行通道，当前处于 3.1% 的水平，但其距离 3.5% 的阈值仍有一段距离，投资人不必过度担心。下文中也分析了为何不大可能重现 2013 年式过度紧缩，只要不再重现 2013 年式的过度紧缩，那么流动性就不会构成扰动，在基本面回升的情况下，股市“见顶”的概率就较低。

● 10 年期国债收益率：3.5% 是股市是否见顶的关键阈值

利率通常是经济的镜像，经济走强（弱）往往带动利率走高（低），由于市场见顶（回调）通常出现在基本面、盈利周期的顶部（底部）附近，因此市场见顶（回调）也更容易出现在利率的顶部（底部），以利率之锚 10 年期国债收益率来看：

- 股市“回调”通常发生在利率的下行期的底部附近。
- 股市“见顶”则通常出现在利率的阶段性顶部附近。
- 10 年期国债收益率 3.5% 是极其重要的阈值。2005 年以来 MSCI 中国指数出现见顶的时候，10 年期国债收益率都高于 3.5%，出现回调的时候多数时候 10 年期国债收益率低于 3.5%。我们需要密切留意中国 10 年期国债收益率水平的变化，虽然目前利率处于上升通道，但目前 10 年期国债约 3.1% 左右的水平，距离 3.5% 的阈值仍有一段距离。对于市场是否会“见顶”，投资人不必过度担心。

图表 9：中国 10 年期国债收益率 3.5%是决定是否见顶的关键阈值



资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

● 流动性扰动下的非典型周期：2013-2015 年股市

宏观基本面、盈利周期的角度来看，2013-2015 年都属中国股市的“非典型”周期，2013 年属于经济、盈利回落的底部附近，但股市却见顶回落，与之相反，2014 年属于经济、盈利回升至阶段性顶部附近开始回落，但股市却仅仅是回调，随后一路涨势如虹，尤其是 A 股，2015 年一度逼近历史高位。

2013 年-2015 年的“非典型”股市，究其根本就在于 2013 年“钱荒”导致流动性相较于经济基本面变化超预期收紧，下图（图表 10）可以清楚地看到——经济周期的走势决定了利率的中枢，2013 年经济整体平稳，但却因去杠杆等结构性因素导致流动性极度紧张，10 年期国债收益率超预期大幅飙升至 2008 年以来的高位。**2013 年流动性与经济基本面的错位导致了 2013 年股市大幅下挫，这正是为何 2013 年经济、盈利在底部，此时股市却出现“见顶”而非“回调”的根本原因。**

2014-2015 年的 A 股大牛市其实是 2013 年的延续，大牛市的生成主要源于：
1) 2013 年因流动性过度紧缩导致的超跌在 2014-2015 年修复；2) 2014-2015 年流动性相比于经济基本面又过度宽松。

但即使存在流动性的扰动，我们仍然发现 2013 年这个处于宏观、盈利周期底部的市场非典型“见顶”仍保持着一些典型特征（见图表 10），那就是其自“见顶”点来算，52 周内最大回撤仅为 19.2%，在历史上 8 次“见顶”中**回撤幅度最小**，而且其距离 52 周的高点虽然是负回报，但仅为 -0.1%，这同样在 8 次“见顶”的负收益中最接近 0。可见**即使面临流动性的超额收紧，经济与盈利底部的支撑对于股市的下行空间都仍有支撑。**

图表 10: 制造业 PMI vs 10 年期国债收益率



资料来源: Bloomberg, FactSet, 浦银国际

● 2013 年式流动性紧缩不大可能重现

基于 10 年期国债收益率与基本面的相对关系，我们制作了中国流动性相对宽松指标（见图表 11），反应的是流动性相较于基本面的相对宽松度。我们可以看到 2013 年相对紧缩幅度之大非常罕见，2013 年的流动性超额幅度紧缩由众多原因导致：

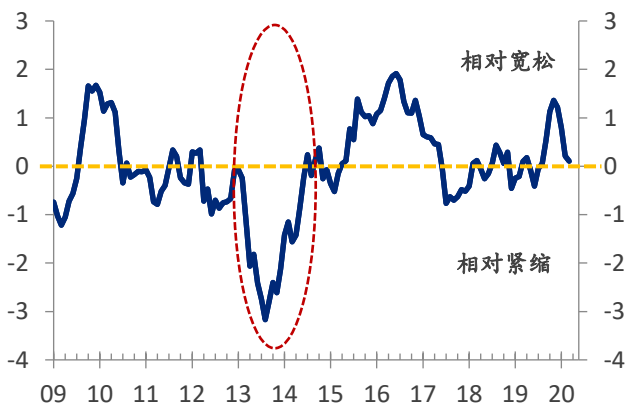
- 1) **货币投放方式的切换**，自加入 WTO 后，中国外贸红利凸显，央行一直依赖外汇占款来进行基础货币的投放，虽然央行资产负债表持续扩大，但由于外贸对于中国经济的贡献下降，2013 年外汇占款在央行资产负债表的绝对规模见顶，之后逐步下滑，自 2013 年至 2014 年陆续创设了 SLF、MLF、SLO、PSL 等货币政策工具。在货币投放方式切换的过程中，引起了市场流动性的过度收紧。
- 2) **监管层打击影子银行，规范非标等业务**。2013 年 3 月银监会出台了规范银行理财业务的 8 号文，银监会对于理财资金投资非标、同业杠杆等一系列问题有针对性的做出了限定，这加剧了金融机构的流动性紧缩，5 月中债登、外汇交易中心、同业拆借中心等也陆续出台了一系列措施来限制期限错配的问题，这也加剧了市场流动性的紧缩问题。
- 3) **美联储退出 QE 引发的全球流动性紧缩担忧**。2013 年市场对于美联储退出 QE 的担忧引发了市场的过度反应，全球债市收益率大幅蹿升，这被称为“退出 QE 恐慌”（Taper tantrum）。

以上因素导致了 2013 年的流动性过度紧缩，我们认为未来不太可能重现 2013 年式的过度紧缩，因为：

- 1) **货币政策的定调不同。**2013 年的国常会上，对于货币政策的定调是“把稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量，按照有保有压、有扶有控的原则”。而 2020 年的货币政策定调为“**稳健的货币政策要更加灵活适度**”。两者的基调不可同日而语。未来的货币政策仍将是中性偏宽，不太可能出现过度紧缩。
- 2) **国内的货币政策环境不同**，2013 年主要是监管出击，打击影子银行，但今年以来，货币政策需要对冲疫情为经济带来的负面影响，因此中性偏宽仍是主基调。
- 3) **国际的货币政策环境不同**，2013 年的全球主题围绕着美联储何时退出 QE 所展开，但如今，全球经济仍然受到疫情的冲击，2020 年 8 月底美联储推出的货币政策新框架，本质上就是在为长期宽松做铺垫，未来几年美联储的货币政策都将保持宽松，距离退出 QE 尚早。中美利差也创下了历史新高（见图表 12），潜在的货币政策空间还较大。

只要不再重现 2013 年式的过度紧缩，那么流动性就不会构成扰动，在基本面回升的情况下，股市“见顶”的概率就较低。

图表 11: 中国流动性相对宽松指标



注：度数越大表明流动性相比于经济水平越宽松
资料来源：浦银国际

图表 12: 中美 10 年期利差%



资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

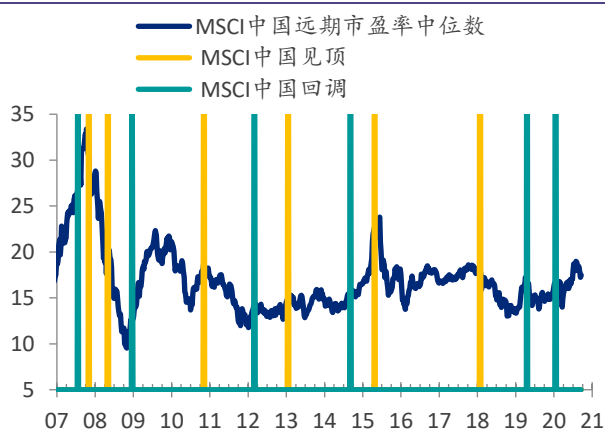
估值视角

相比于基本面和流动性，估值的有效性明显弱很多。实际操作中难以用经典的估值指标——市盈率，来判断市场的下跌究竟是市场“见顶”还是“回撤”，而采用 ERP，有效性则明显提高。我们发现，市场“见顶”时，MSCI 中国指数的 ERP 通常低于 2%，而当市场仅是“回撤”，ERP 通常高于 2%。目前 ERP 处于 3.66% 的水平，仍明显高于 2% 的阈值，显示市场“见顶”的概率偏低。

● 难以用市盈率估值来判断“顶部”还是“回调”

“回调”通常出现在低估值区间，但“顶部”则不一定出现在高估值区间，例如 2010 年、2013 年、2018 年的市场“顶部”，股市的绝对估值以及相对估值都并不算贵，而在 2007 年、2015 年那种估值极速蹿升的时期，即使估值已经明显偏贵，但市场仍然可能继续大幅上行，这令具体实操中，通过估值来判断“顶部”难度很大，2007 年、2015 年 MSCI 中国的远期市盈率中位数一度偏离均值超过 4 个标准差。

图表 13: MSCI 中国远期市盈率中位数



资料来源: Bloomberg, FactSet, 浦银国际

图表 14: MSCI 中国远期市盈率中位数 Z-score



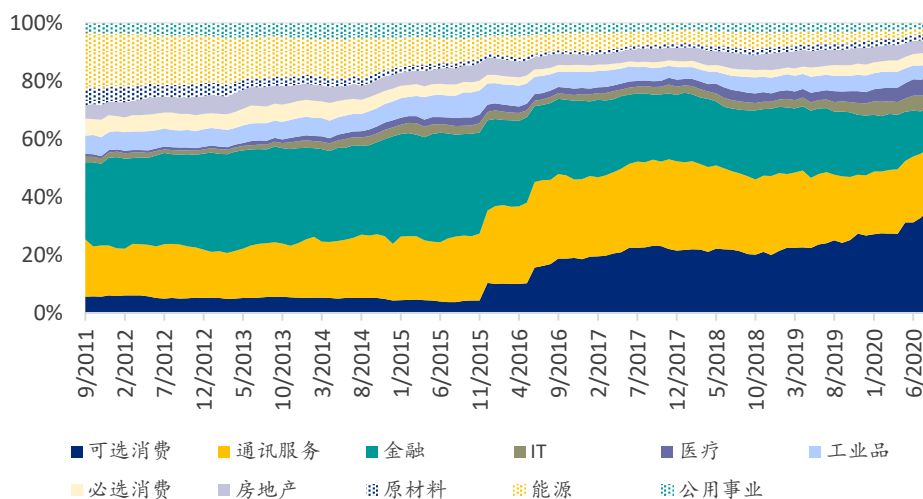
资料来源: Bloomberg, FactSet, 浦银国际

经验来看，单纯用市盈率估值来判断“顶部”还是“回调”难度较大，最主要是因为：

- 1) 估值是个主观的概念，“贵”还是“便宜”都只有在进行比较时才有相对意义，没有绝对意义。
- 2) 公司可以按照最严格的清算价值来进行估值，因此估值有“底”，但当市场上行期，市场情绪亢奋，便难以捕捉究竟什么样的估值才是市场顶部，即估值无“顶”。

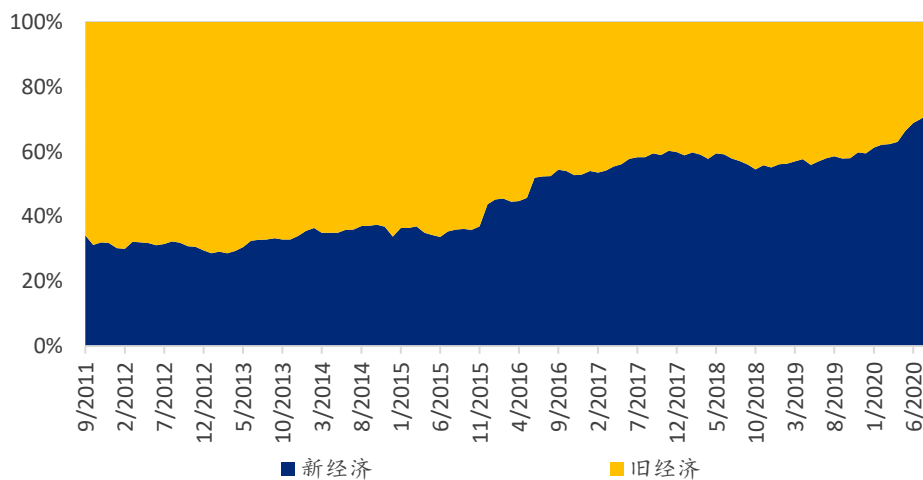
3) MSCI 中国指数的成份也在不断变化，以 IT、通讯服务、消费等板块为代表的“新经济”高增长、高估值板块在 MSCI 中国指数的权重不断提升，而以金融、能源、工业品、房地产等低估值的“旧经济”权重在不断缩减，高估值板块权重的增加导致 MSCI 中国指数的整体估值中枢会逐步抬升，板块权重的变化在一定程度上削弱了估值的历史可比性。

图表 15: MSCI 中国的板块权重在不断变化



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: MSCI 中国的“新经济”占比不断提升



注: 新经济 = 可选消费 + 通讯服务 + IT + 医疗 + 必选消费,
旧经济 = 金融 + 工业品 + 房地产 + 原材料 + 能源 + 公用事业。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

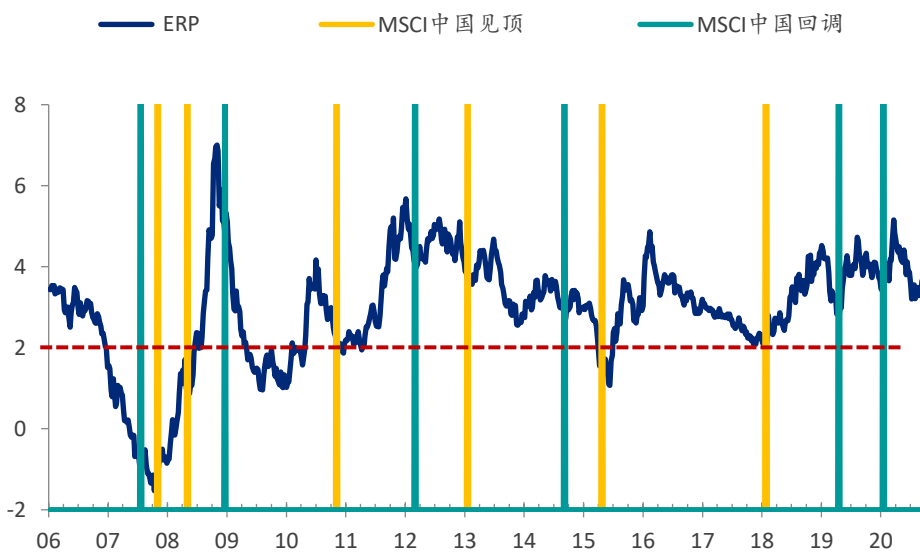
● ERP: 2%是关键阈值

以市盈率估值本身较难对市场“顶部”与“回调”进行区分，但我们发现 ERP 却相对有更好的效果。ERP 是结合了无风险利率后估值的镜像，高（低）估值通常对应低（高）ERP。我们基于市盈率与中美国债收益率计算的 MSCI 中国指数的 ERP，相比单纯的估值指标来判定市场“见顶”还是“回调”有相对更好的效果。我们计算后发现，MSCI 中国指数的 ERP，2%是个关键阈值：

- **见顶：**除了 2013 年因流动性过度紧缩导致的市场“见顶”之外，MSCI 中国指数的 ERP 通常小于等于 2%。
- **回调：**除了 2007 年经济过热，市场情绪极度亢奋的情况下 ERP 小于 0，其他情况下的“回调”ERP 都明显高于 2%。

目前的 ERP 为 3.66%的水平，仍明显高于 2%的阈值，显示市场“见顶”的概率偏低。

图表 17: MSCI 中国 ERP (%)：2%是关键阈值



资料来源：Bloomberg，浦银国际

投资策略

基于上面的分析，我们认为即使近期市场出现超过 15% 的大幅下跌，大概率也只是“回调”而非“见顶”，投资人不必过度担忧，不仅不应过度担忧还应该利用此机会进行加仓。考虑到中国与全球的经济周期见底共振回升，在此背景下，投资人可**重点关注周期股**。

● 近期如有大幅下行是“回调”而非“见顶”，借此加仓

结合基本面（宏观基本面、企业盈利）、流动性、估值等几个维度综合来看，在当前的市场阶段性，MSCI 中国“见顶”的概率较低，但目前已经属于牛市的下半场，前期已经积累了大量的获利盘，加上 11 月的美国大选、中美关系的变化等不确定性，都将加剧市场波动。

我们在半年策略展望报告[《2H20 投资策略展望:不要站在央行的对立面》](#)中就强调了“下半年的整体波动水平预计较高，如果下半年出现大幅回调，建议投资者利用回调机会逐步加仓”。我们仍然维持此判断，因为如果市场在此阶段出现大幅下行，更可能是“回调”而非“见顶”，投资者不仅不应担忧，还应利用回调进行加仓。

图表 18：如何更好地判断“见顶”还是“回调”

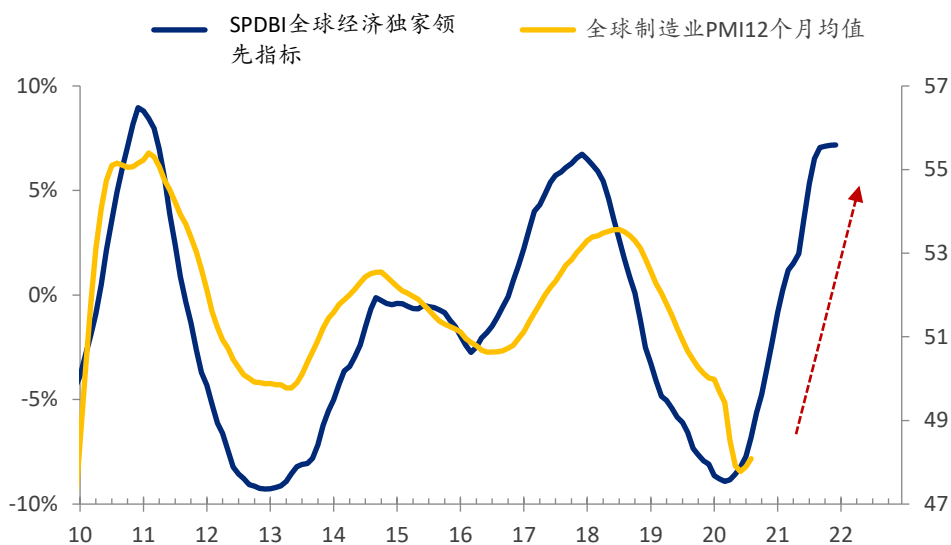
	判断“见顶”和“回调”有效性	阈值	当前见顶概率	当前阶段
基本面视角	宏观基本面	高	见顶概率低	宏观基本面回升
	企业盈利	高	见顶概率低	企业盈利回升，企业盈利预期上修
流动性视角	10 年期国债收益率	高	3.5%	见顶概率低 国债收益率在上行通道，目前 3.1% 水平距离 3.5% 的阈值仍有距离
估值视角	市盈率	低		当前的市盈率属于历史中偏上的水平
	ERP	较高	2.0%	见顶概率低 目前的 ERP 为 3.66% 的水平，仍明显高于 2% 的阈值

资料来源：浦银国际

● 周期共振上行，可重点关注周期股

我们的经济领先指标（见图表 8）显示中国经济正处于底部向上回升的过程中，确定性较高。与此同时，我们独家的全球经济领先指标也显示，很可能直到 2021 年四季度至 2022 年一季度全球经济方才见顶。中国与全球经济的共振上行，不仅将对股市构成直接支撑，也将有助于周期股走高。值得投资人重点关注。

图表 19：SPDBI 全球经济独家领先指标



资料来源：浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼