

## 美元反转 商品行情告一段落

中投证券研究所 李宇洁

### 市场正处在“T”字路口

爱尔兰危机爆发后,小猪五国违约风险迅速攀升,投资者也一改前期对他们发行债券的追捧。由于市场低迷,11月6日爱尔兰政府直接取消了计划中的债券发行。受此拖累,欧洲金融企业的违约风险也显著反弹。

事情一旦出现恶化迹象后,通常会先向更坏的地方发展。我们认为,虽然爱尔兰出于财政独立考虑不愿接受救援,但在希腊前车之鉴和巨大的政治压力下,爱尔兰政府很快会接受欧盟500—1000亿欧元的救援。但接受救援后爱尔兰危机能否迅速平息还存在较大不确定性,市场正面临一个“T”字路口。

情形一:接受救助后,经济数据的恶化和政府缺乏更强有力措施使得市场情绪短暂好转后又开始担忧葡萄牙、西班牙,从而担忧7500亿欧元的救援资金不足以保证2013年前的债务,最终引发类似5月份的欧元危机。

情形二:接受救助后,欧洲经济数据比较强劲,欧洲央行加大对希腊、爱尔兰债券购买,德国软化立法改革强硬立场,爱尔兰做出更有利消减赤字承诺,最终稳定市场信心。二级市场又开始追捧小猪五国的高收益国债,爱尔兰危机逐渐平息。

我们倾向于第二种情况,危机也不会演变成希腊那么严重。

首先,爱尔兰经济衰退程度较希腊要轻,赤字问题也比希腊要小。其主要问题在因国内房地产泡沫崩盘后引发的商业银行危机,为补充商业银行资本金的资金缺口(500亿欧元)远超过其财政赤字(230亿欧元)。接受援助后爱尔兰将会把援助资金用于补充商业银行资本金,此举必然会改善银行信贷条件,从而起到帮助经济复苏的作用。

其次,这次危机的导火索是德国强推的立法改革,如果真威胁到欧元的生存,德国口径势必软化。另外,7500亿欧元的救援资金足以满足爱尔兰的资金缺口。而且爱尔兰和英国有很强的历史渊源,英国政府不会袖手旁观。

最后,爱尔兰政府对财政赤字问题一向重视,市场信誉较希腊强。早在2009年爱尔兰就开始消减财政支出,这次危机爆发后,爱尔兰政府立即宣布将把2011年财政预算削减60亿欧元,使财政赤字占国内生产总值的比例降9.5%。随着事态演变,爱尔兰或将公布更激进、更长期的赤字消减方案,这对市场信心会起到较大稳定作用。

不过,即使危机平息,市场可能又开始担心小猪五国更激进的财政赤字消减方案会导致欧洲经济二次探底。我们认为,欧洲经济火车头还是德、法、意等国,只要爱尔兰危机不演化为欧元区金融危机,不影响欧洲银行拆解利率,欧元区经济受到负面影响都不大。

### 美元具备趋势反转条件

我们认为,无论爱尔兰危机如何演绎,都难改美元趋势反转。

汇率最终要反映两国经济的相对强弱,欧洲经济增速的放缓和美国经济增速的加快将修正前期因美联储QE2引发的美元对欧元贬值,而爱尔兰危机的爆发将加速这一进程。

欧美经济体因贸易及金融的联系,存在一荣俱荣,一损俱损的共振。从历史上看美国经济

周期通常领先欧洲半年到一年,而2007年开始的这轮经济衰退中,无论是从进入衰退—复苏—复苏见顶,美国都比欧洲领先1—2个季度。

美国在2009年四季度创下阶段性顶点后,经济增速连续下滑两个季度,今年三季度才开始加速,我们预计今年四季度美国经济增速将达2.8%。美国经历过的经济阶段性放缓正在欧洲经济上体现——欧洲在2010年二季度创下本轮复苏的顶点后在三季度开始放缓。考虑到7月份美国经济数据低于预期时市场涌现出来的对美国经济二次探底的担忧,近期公布的欧洲经济数据也开始低于预期,加上爱尔兰危机,市场或开始炒作欧洲经济二次探底,从而压低欧元对美元汇率。即使没有爱尔兰事件,美国经济复苏势头加快也将提升美元。

由于美国经济数据超预期引发美元反转同时,还会改变市场对美联储出台进一步宽松措施预期的逆转,从而结束商品行情。11月4日美联储在声明中表示,将根据未来情况定期回顾其债券购买进度和资产购买计划总规模并根据需要进行调整以实现最大化就业和价格稳定。也就是说如果未来失业率大幅下降,通胀水平上升(或预期上升),美联储有可能提前终止QE2计划。

实际上,自8月10日美联储重启国债购买以来,通胀预期已经大幅跳升。若非农业也如同1982年那次复苏一样,以每月增加15—20万人的速度复苏,则半年内失业率将迅速下降至8%。考虑到期货市场从来都是提前反应,绝对不会等到失业率开始大幅下降,或者美联储自己说要中止QE2才去反向操作。因此,我们认为,一旦市场看到就业数据持续超预期,就会预测到未来失业率也会大幅下降,从而美联储继续执行QE2的必要性就不存在,从而引发美元的反转。

实际上11月5日和10日公布的美国就业数据超预期已经引发美元的强势反弹。若12月3日公布的就业数据再度超预期,则构成美元反转条件。

### 大宗商品涨势告一段落

由于这波商品的上涨主要是QE2预期推动,一旦美元反转,QE2预期落空,商品不可避免的将面临中期调整压力。有人认为,如果欧洲没大问题,美国就业数据好转说明基本面好转,商品不会跌反而会和美国同涨。但从去年12月—2010年3月欧债危机爆发前美元和商品走势可以看出,流动性紧缩预期笼罩下,基本面复苏难以支撑商品泡沫,商品价格必然下跌。简单说就是市场早已充分透支了基本面复苏预期,但完全没有考虑到流动性逆转的预期,一旦流动性预期逆转,商品必然要跌到符合基本面价格的水平。我们认为基本面对应的原油合理价格在75美元/桶。铜的泡沫比原油更大,中国紧缩预期强化后,铜也会下跌到6000美元/吨。

商品中泡沫最大的是黄金,和原油不同,从2007年危机以来炒完危机炒货币泛滥,黄金基本没有大跌过。只要欧债危机不再爆发,按照美国目前复苏态势,市场对美联储紧缩预期随时会出现,也就是说危机和货币泛滥两大黄金价格支柱都会消失,因此我们认为黄金已经见了历史大顶。未来几年美联储将进入加息周期,黄金跌回2007年的600美元/盎司只是时间问题。

# 调控力度加强 效果有待观察

超过五成被调查者认为,商品牛市还将延续

万国测评 谢祖平

本周沪深两市股指延续调整的走势,上证指数最低下探至2806点,而深圳成指则最低下探11850点,短期沪深两市股指从高位以来的最大调整幅度均超过10%。这期间,国务院表示必要时将实行价格临时干预以及打击、防控内幕交易,对市场信心有所影响;国内主要大宗商品期货价格也在爆炒之后暂时受到抑制,进而对两市资源股等产生影响。政策面所出现的变化将如何影响A股市场走势呢?本周与大智慧联合举行的专题调查,分别从您认为今年下半年以来的商品牛市是否已经结束?、您认为近期日益加码的价格调控措施能够有效抑制通胀吗?、您认为年内央行是否还将再次加息?、您认为A股市场流动性充裕的局面是否发生根本转向?和目前蓝筹股处于历史低位估值水平能否成为抵御A股下跌的坚实屏障?五个方面展开,调查合计收到1086张有效投票。

### 调控预期依然存在

时隔34个月之后,今年10月份央行重启加息。近期存款准备金率也两度上调,国内货币政策由前期宽松转为适度从紧的迹象明显。同时,国家统计局公布的10月份居民消费价格指数同比上涨4.4%,通胀的压力挥之不去。为此,投资者普遍预期现行政策难以有效抑制通胀,进而认为后续将可能出台进一步的货币调控措施。

关于您认为年内央行是否还将再次加息?的调查结果显示,选择“会”、“不会”和“说不清”的投票数分别为732票、272票和82票,所占投票比例分别为67.40%、25.05%和7.55%。从该项调查结果看,超过三分之二的投资者预期央行年内将再次加息,远远超过认为不会加息的比例,投资者对于加息的预期较为一致。

不过,关于您认为A股市场流动性充裕的局面是否发生根本转向?的调查显示,选择“有”、“没有”和“说不清”的投票数分别为322票、615票和149票,所占投票比例分别为29.65%、56.63%和13.72%。显然,投资者认为加息并不能改变当前A股市场流动性充裕的局面。

事实上,近几周来A股开户数持续增加,持仓账户数和交易账户数也创新高,而在美国二次量化宽松政策等影响下投资者普遍预期外围热钱可能流入A股市场,市场的资金面出现根本性转变的概率不大。

对此我们认为,A股市场并不缺少资金,目前仅在一级市场就囤积了万亿资金,一旦市场出现赚钱效应,各路资金势必蜂拥而入,反之股市持续下跌,则容易引发资金

流出。因此,A股市场需要面对的并不是资金面是否充裕,而是上市公司能否以实实在在的业绩回报投资者。只有如此,才能坚定A股市场投资者的信心,实现财富的增值。

### 估值差异更趋明显

随着近几个交易日股指的调整之后,中小盘股市盈率依然高企,静态市盈率普遍在50倍之上。而以银行等为代表的大盘蓝筹股市盈率水平再度回落到年内低位区域。大盘蓝筹股所显露出来的估值优势是否能再度稳定股指呢?

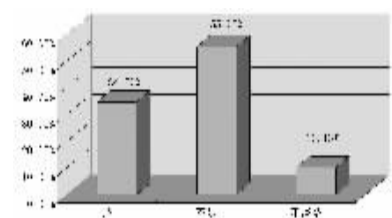
关于目前蓝筹股处于历史低位的估值水平能否成为抵御A股下跌的坚实屏障?的调查显示,选择“能”、“不能”和“说不清”的投票数分别为484票、480票和122票,所占投票比例分别为44.57%、44.20%和11.23%。不难看出,持肯定观点与持否定观点的投资者比重相当,这也表明,投资者对于蓝筹股信心并不强,对于股指大跌之后能否回稳也具有比较大的分歧。

我们认为,近期在以中国石油为代表的权重指标股走弱以及前期强势股补跌等影响下,沪深两市股指再度向下,同时市场成交量也出现明显的萎缩,交易意愿较前期出现较弱。

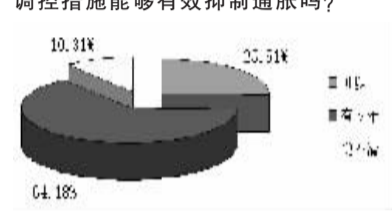
在此背景下,市场风格对立依然严峻:具有相对低估值的大盘股仍然持续走弱,而以创业板和中小板为代表的高估值但流通盘较小的品种则大幅上扬,甚至于向上创出新高。这两者走势的区别也正好反映出长期以来A股市场的特征,即政策市和资金市。在预期持续收紧的背景下大盘股难有整体性的表现,中小盘股、题材股由于流通市值较小而受到基金、私募等资金的大肆运作。在市场上涨过程中,资金抱团炒作形成的赚钱效应掩盖了高估值的风险,A股上市公司估值差异更趋明显。

从目前上证指数日K线图看,市场在经过近期的调整后,技术形态已经由前期的强势转为弱势。本周后两个交易日市场出现反弹,但仍难以说已经探明底部。同时,考虑到今后政策面可能出现的变化,投资者在操作上仍宜保持相对谨慎,不建议追逐强势股。

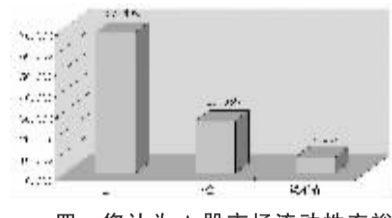
### 一、您认为今年下半年以来的商品牛市是否已经结束?



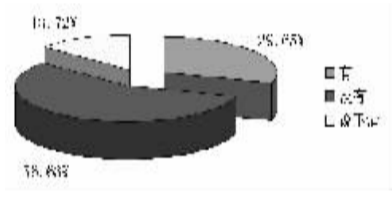
### 二、您认为近期日益加码的价格调控措施能够有效抑制通胀吗?



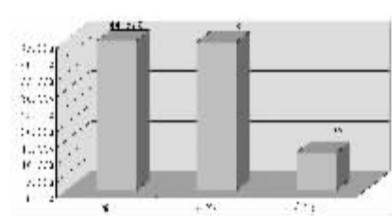
### 三、您认为年内央行是否还将再次加息?



### 四、您认为A股市场流动性充裕的局面是否发生根本转向?



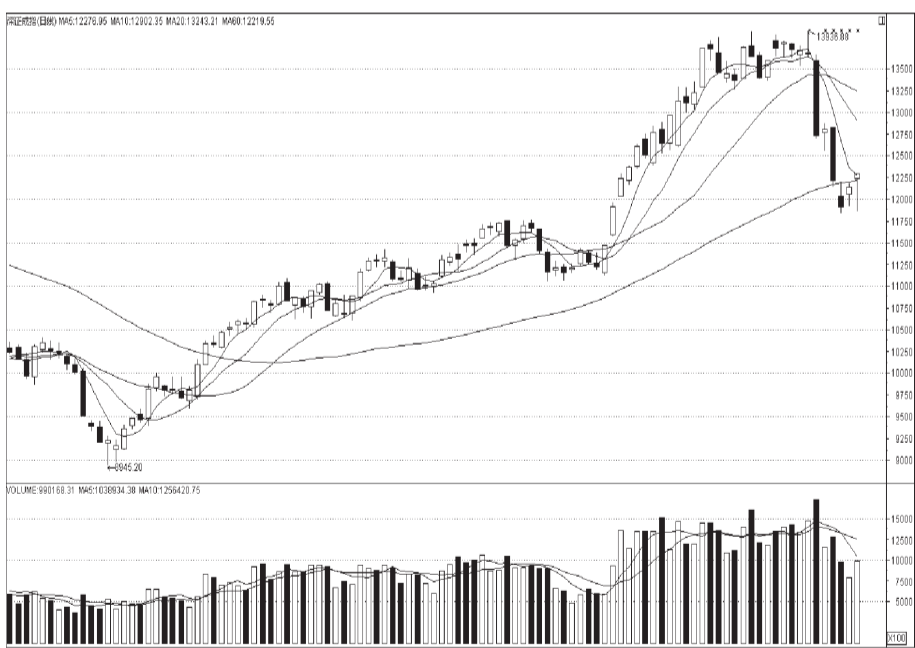
### 五、蓝筹股估值水平处于低位能否成为抵御A股下跌的坚实屏障?



数据来源:大智慧投票箱

# 政策微调难改中期上涨趋势

中航证券 周海柱



在强烈的加息预期下,本周股市延续了惯性下跌走势。自上周四央行上调存款准备金率50个基点后,机构纷纷“变脸”,唱空声不绝于耳,A股一夜间转入空头市场。上证指数在短时间内由3186点大幅下跌至2806点,杀跌程度已经超出市场预期。固然,此次下跌的原因颇多,如基金仓位过高,美元持续反弹带动大宗商品跳水等,但核心仍是对通胀局面下的货币政策变化担忧。

值得深思的是,预期的收缩性政策针对的是GDP还是CPI,10月份跑步进场的热钱会善罢甘休回流银行吗?可以预见的是,在美国二次量化宽松后,对新兴市场的输入性通胀还将维持较长一段时间,同时伴随着人民币升值的中期趋势,带给市场的仍将是十分充裕的流动性。在此背景下,当前市场的下跌仍应为阶段性调整,而不是趋势的反转。

### 流动性未发生根本转变

从“十一”长假后启动的井喷式行情来看,流动性过剩是推动市场的主要力量。其中美国二次量化宽松后的美元贬值,带来了大量热钱流入,资源价格飙升,A股市场演绎“煤飞色舞”式上涨。目前市场面临的问题是,预期从紧的货币政策及国际汇率的变动,是否改变了流动性行情的根本。

一方面,目前世界经济复苏仍存较大不确定,美国经济停滞不前,欧洲连续爆出债务危机,中国经济增长存在较大不确定性。即使加息周期才刚刚开始,近期货币工具的使用更多是针对CPI而不是GDP,所以央行在面对今年10月份4.4%的CPI增速,并没有选择再次加息,而是继续上调存款准备金率,可见政府对于经济连续加息的承受力仍存在顾

虑。从11月17日召开的国务院常务会议研究部署稳定消费价格政策措施看,必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施,确保市场供应,完善补贴制度,加强监管,维护市场秩序等行政手段,仍是当前稳定物价、控制通胀的主要措施,担忧政策收紧令经济增长减速为时尚早。

另一方面,美元近期在爱尔兰债务危机影响下强劲反弹,直接打击大宗商品价格,致使A股的资金流入预期与资源股受压。但美元的贬值预期是建立在美国经济复苏缓慢、巨额财政赤字的基础上,特别是6000亿美元的二次量化宽松后,短期内的反弹并不会改变中长期向下的趋势。

由此可见,疾风骤雨下的A股市场并未失去流动性的支持,加上明年1月份胡锦涛主席访美,短期内人民币升值

的预期将进一步强化,行情的主基调并未动摇。

### A股中期趋势依然向好

股指自上周五拉出调整长阴后,形成断崖式恐慌性杀跌,击穿多个整数关口后终于在60日均线2800点区域止跌企稳。短期的暴跌使得投资者普遍产生盲目悲观的情绪,但就中期发展趋势而言,A股市场依然向好。

首先,当前因事件驱动而起的机构一致性操作放大了追涨杀跌的动能,经过连续杀跌后,做空力量得到有效宣泄,短期严重超跌后的反弹动力正在凝聚之中。事实上,上证指数自1664点反弹以来,股指一直保持箱体格局运行。在10月份对2700点箱体突破后,上证指数回补了4月份留下的3101点周线跳空缺口,并成功收复了3181点的起跌点,从技术上已发

出了对3478点展开攻击的信号。其次,10月份的放量阳线一举摆脱中短期均线的纠缠,形成中期形态的突破,近两周的大跌导致11月份收出带长上影的K线,但中期上升格局并未产生改变。

最后,5日均线依然保持快速上移速率,将对股指有明显的支撑和助涨作用。此外,30日均线将于12月份产生明显向上拐点,由于连续触及低位,将出现至少9个月的上翘趋势,这将对中期市场的发展起到极强的推动。

### 重创后市场还需震荡修复

短期的大跌对市场信心造成较大的创伤,特别是在通胀形势依然严峻的大环境下,政策的收缩是必然的,只是在工具的选择及力度上可能没有预期悲观。在完成超跌反弹后,市场还有等待通胀数据的时间,股指在凌厉的下跌角度下必然也有反复过程,从趋势发展角度而言,总体还是以时间换空间。

就后市运行来看,笔者认为石化双雄的启动引发市场的跳水,意味着目前强拉权重股快速上攻时机尚不成熟,但市场重心将随着权重板块的止跌而企稳。在有色、煤炭为代表的周期性行业进入整理阶段,银行、地产能否企稳回升就显得十分关键。操作上,建议投资者以中期战略做多为主,逢低可关注工程机械、电子信息为代表的“十二五”新兴产业。

**中航证券有限公司**  
AVIC SECURITIES CO., LTD.  
**共同成长 财富中航**  
客服热线: 400-8866-567