

名家 | Columnist |

外围危机持续 中国冷静布局

邵宇

过去的两周犹如一场从美国刮到欧洲的完美风暴，留下的遗迹是全球金融市场的一轮过山车式震荡，黄金创出新高后快速回落，日元和瑞士法郎一路飙升直到央行出手。资金流入美、德、英国债市场避险，发达国家国债利率接近历史低位，美国十年期国债收益率更跌破2%关口，与此同时，风险资产暴跌，400多亿美元资金在过去两周逃离股市，商品与石油价格也大幅下挫，这是危机第二波的小高潮。等这些虚拟世界的浮云散尽，真正的创伤才刚刚显现——发达世界的增长率被调低了——高盛将美国今明两年的GDP增长率预期下调至1.7%和2.1%，将欧洲今明两年的GDP增长率预期下调至1.9%和1.4%。这会使得它们在经济增长和去债务杠杆之间更加难以寻找结合点，进而不断陷于评级下降和国内政治混乱的旋涡中难以自拔。

欧元核心区频频出现危险信号，黑天鹅盘旋在市场的上空；欧洲债务危机影响日益扩大，已不仅仅只是边缘国家的问题，如果欧元

风险资产暴跌，400多亿美元资金在过去两周逃离股市，商品与石油价格大挫，这是危机第二波的小高潮。等这些虚拟世界的浮云散尽，真正的创伤才刚刚显现——发达世界的增长率被调低。我们预期中国决策者将更谨慎，“以静制动”，以“我”为主，花大力气解决中国自身发展瓶颈，预期结构调整进度会加速。

核心（法意西）融化，后果则不堪设想。法德峰会令市场失望，没有取得实质性的成就，只是增添了几句“建设欧洲经济政府”之类的空话。欧债危机近期陷入“无解”的尴尬。目前在欧洲银行业广泛流传的是，美国最大的6家货币市场基金已暂停对意大利和西班牙数家大型银行放贷，并着手减少法国银行资产投资。这不由得投资者又回想起雷曼倒闭前后的务必痛苦的流动性真空情景。

尽管利比亚地缘风险减弱，提供了一些好消息，但外围市场如惊弓之鸟，负反馈循环短期难以有效突破。除非G7有大型的联合货币政策动作，例如QE3、欧洲货币宽松和财政整固方案得到相关国家全体民众的一致认可，尽管效果差强人意，预计外国的货币宽松作为政治上阻力最少的方案必然会饮鸩止渴地持续上一段时间；或者有重大外力帮助，例如中国对欧债多米诺骨牌中的关键国家，法意西等的债务的实质性支持。如果欧元断裂，新兴经济体更无力独挡美国狂潮。

我们认为外围越是恐慌循环，中国应该越冷静，不同于三年前的危机第一波的猛烈爆发，这一次危机第二波（公共部门债务）将以“慢性病”的形式缓慢释放。发达经济体去杠杆过程漫长且痛苦，这对中国外需和增长形成中长期的冲击，但都不乏回旋的余地。举例来看，伦敦大火中被洗劫的对象，包括食品、日用消费品和电子产品，绝大多数是物美价廉的中国制造。

相应的，我们预期中国决策者亦更加谨慎，“以静制动”，以“我”为主，花大力气解决中国自身发展瓶颈，预期结构调整进度会加速，例如高铁降速保安全，支持保障房供应等。不把升值当紧缩实际上是一种误读，我们看到在一些政策补丁频频出现的同时，对票据业务、表外业务管理的加强，对脱媒和地下信贷的高压态势，也反映出货币当局对社会融资总量进行全方位管控的真实意图和趋势。同时中国应该积极布局国际经济和货币格局（建设离岸中心），等待用较低成本并在合适的时机介入，来最大化国家利益。近期国家领导访问周边国家（柬埔寨、老挝）大力推进区域内国家的经济、贸易和投资合作，再配合相应边疆地区的大规模投入，例如近期“中央企业产业援疆推介会”上，31家央企十二五期间计划在新疆投资近万亿元，都提供了线索。

经过第二波危机的几轮洗礼，市场已在底部，下行空间有限。建议在震荡筑底中寻找反弹契机，配置上攻守兼备，防守方可以买入黄金消费和奢侈品消费类标的来实现价值和抗通胀，也可以注重自下而上挖掘，适当补仓消费行业如食品饮料、纺织服装等中的超跌个股；进取一些，可以考虑三、四季度仍然不断有催化剂涌现的保障房，水利灌溉（城市排水）、医疗卫生、物流配送、节能环保、安防安保等具有深度城市化性质的主题投资；如果外围继续恶化，我们预期政策定向宽松会为市场提供一些系统性机会，目前紧缩的手段正向汇率和公开市场操作倾斜，这也将为信贷适度有效增长留出腾挪空间。风格激进的投资也可以考虑左侧布局供给偏紧的 upstream 有色和需求盈利强劲复苏的中游行业。投资者要以索罗斯的眼光看全球，以巴菲特的眼光看中国，机会就在那里。（作者系东方证券分析师）

中美股市路径对比 隐现A股“藏宝图”

——中国股市从“被牵着鼻子走”到“领先一步”的神奇蜕变

见习记者 邓飞

2008年金融危机过去不到三年，2010年欧债危机再度来袭，2011年8月随着标普下调美国信用评级至AA+后，债务危机蔓延至全球并引发全球股市强震。8月份以来，全球股市市值已经蒸发超过6万亿美元。耐人寻味的是，新旧危机前后上证指数与道琼斯指数运行同时出现了极为有趣的“神奇节拍”，中国股市也完成了从“被牵着鼻子走”到“领先一步”的蜕变。中美股市路径图似乎也在揭开她神秘的A股“藏宝图”的面纱。

新旧危机引出不一样的“神奇”

2008年的金融危机又称次贷危机，是一场在2007年8月9日开始浮现的金融危机。自次级房屋信贷危机爆发后，投资者开始对按揭证券的价值失去信心，引发流动性危机。即使多国中央银行多次向金融市场注入巨额资金，也无法阻止这场金融危机的爆发。2008年9月15日雷曼兄弟申请破产保护，这场金融危机开始失控，并导致多间相当大型的金融机构倒闭或被政府接管，金融海啸瞬间席卷全球。全球股市崩盘单边下挫近16个月，道琼斯指数从最高的14198点跌至7000点附近几近腰斩，同期上证指数更是从6124点的历史高位一路杀跌至1664点，跌幅达70%高居全球首位。

2009年12月，全球三大评级公司标普、穆迪和惠誉分别下调希腊的主权信用评级，欧美债务危机拉开序幕。此后，欧洲多个国家也开始陷入危机，葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙的信用评级相继被调低，经济下滑，债台高筑，整个欧洲面临严峻考验。

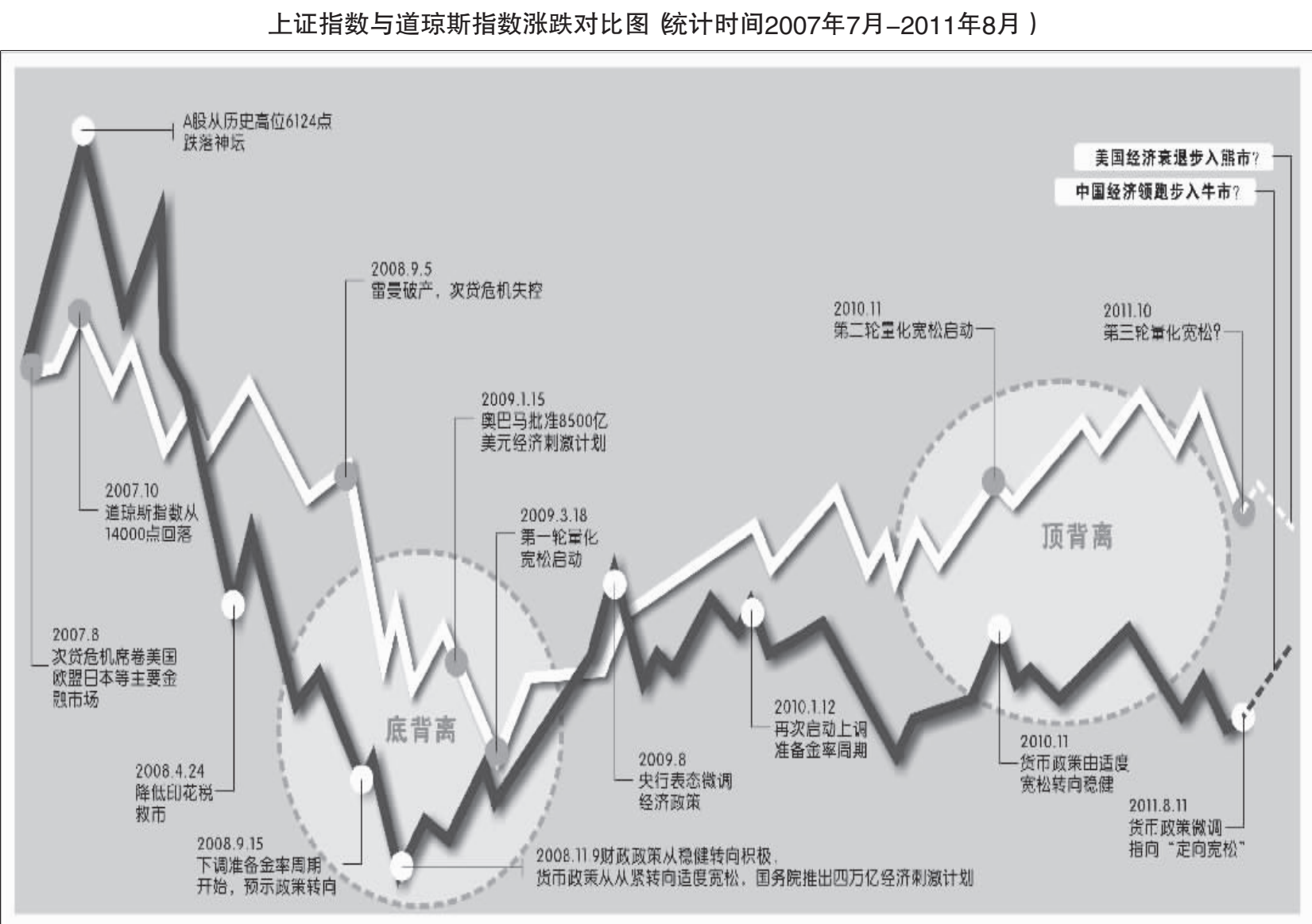
2011年8月5日，三大评级机构之一的标准普尔公司将美国主权信用评级由AAA下调至AA+，这是1917年美国主权信用评级被穆迪授予AAA级后的首次下调。此事一出，立刻引起美国乃至世界范围市场的强烈震动，欧洲债务危机终于演变成全球性债务危机。

不过有趣的是，截至昨日亚太股市收盘，自2011年7月21日债务危机失控以来引发的全球股市调整，道琼斯指数跌幅已达11.31%，最大跌幅一度达到16.66%；但同期上证指数跌幅仅仅只有6.51%，昨日上证指数更是站稳2612点，基本回到今年8月5日2626点收盘价附近。

中国股市完成神奇蜕变

从附图中我们不难发现，2008年金融危机所引发的全球股市崩盘，上证指数和道琼斯指数从大趋势上是完全相同的，不同的只是幅度及主次之分，道琼斯指数引领全球调整也只是腰斩，上证指数却是暴跌70%熊冠全球，此时中国股市依然没有跳出“被牵着鼻子走”的尴尬局面。

直到2008年11月，中国政府为应对金融危机果断抛出了4万亿投资振兴计划，同时财政政策也从稳健转向积极、货币政策也从从紧转向适度宽松，在政策利好推动下，中国股市由此拉开了一波持续时间长达9个月的轮番行情，上证指数从最低的1664点一口气冲至3478点；但同期道琼斯指数表现却不尽如人意，道琼斯指数从2008年11月的9653点继续下跌到2009年3月最低的6470点才止跌反弹。细心的投资者不难发现，纵观2008年11月至2009年3月期间，上证指数有点类似道琼斯的先行技术指标，股价创新高但指标不断创新低，形成了技术分析派所讲的底背离，中国股市率先企稳并引领全球股市反弹，迈出了从“被牵



数据来源:本报数据库 翟超/制图

着鼻子走”到“领先一步”的神奇蜕变的第一步。

纵观本轮债务危机时期情况与上轮类似，2010年11月中国政府为控制流动性泛滥，决定将货币政策由积极转向稳健，上证指数率先开始调整；同期美国第

2008年金融危机所引发的全球股市崩盘，上证指数和道琼斯指数从大趋势上是完全相同的，不同的只是幅度及主次之分，道琼斯指数引领全球调整也只是腰斩，上证指数却是暴跌70%熊冠全球，此时中国股市依然没有跳出“被牵着鼻子走”的尴尬局面，直到2008年11月……

二轮量化宽松如火如荼，道琼斯指数顶着欧洲债务危机愈演愈烈的不利局面创出12876点的反弹新高。

“出来混迟早是要还的”，正如上图红圈中走势，指数再度发出了顶背离的信号。直到美国信用评级相继被三大评级机构警告，随后被标普下调至AA+债务危机席卷全球，投资者们才恍然大悟继而引发了后面的恐慌性抛售。中国的前瞻性毋庸置疑，中国股市也再度证明了其“领先一步”。

A股特立独行引领全球

如果我们来看小周期，这种“标新立异”就来得更为明显，有市场人士指出中国股市似乎有意在“日线”上与美国道琼斯指数反着做。由于时差原因，美国东部与中国的时差是12个小时，中国与美股股市收盘上有一天错位（如：我们21日看到的是美国20日收盘数据），换句话说：中国股市似乎对应是美国前一天数据。这里就出现了很耐人寻味的现象：每当美国收阳线时（前一天），上证指数大多数收阴；而当人家收阴，甚至大跌时，我们却能收阳线！

这在道琼斯指数8月8日和8月10日大跌时表现得格外引人注目：8月8日道琼斯指数重挫615点创近年单日最大跌幅，但上证指数却在之后的8月9日收出阳线（线上是大阳线，最低跌至2437

点探明底部，收盘基本收复失地），直接刺激了当晚道琼斯指数大涨；8月10日道琼斯指数再度下跌519点，而上证指数在其后8月11日却收出大阳线，指数连续第二日上漲幅度超1%，提振了全球股市信心。

国际知名财经媒体路透社就曾发表评论认为：目前国际资本市场受A股的牵动越来越明显，毫不夸张地说，现在全球股市都要看A股的脸色行事。中国近年来的特立独行正引起越来越多的海外投资者关注。不论是2008年底的4万亿振兴计划，还是两年后的货币政策转向，无不预示着中国政府伟大的前瞻性与中国股市的引领性。

看A股如何乾坤大挪移

有投资者不禁要问，中国股市自2009年8月创了反弹新高3478点以来已经连续调整两年，但外围股市却在2011年7月重回金融危机前的高位。国内机构普遍认为，导致这种情况的原因有以下几方面：一是正值中国经济结构转型，投资者担忧国内生产总值（GDP）增速放缓，经济硬着陆；二是通胀愈演愈烈，投资者为抵御通胀，更多是将资金投入房产、黄金等保值增值的工具上；三是政府执行稳健的货币政策，流动性受到一定约束，资金面难以推动大盘持续上涨，直接导致上证指数围绕2319-3478点箱体震荡，只有局部热点炒作。

反观同期道琼斯指数为何出现背道而驰的走势，国际投行有他们的看法：一是美国不断深化的量化宽松政策，导致大宗商品价格持续上涨，助推了美股投资人大举买入股票的信心；二是制造业活动进一步扩张，新开工房屋等经济数据好于预期，进一步巩固了投资人对于企业业绩及股市未来预期的乐观情绪；三是新兴市场当时正处于抗通胀战役的风口浪尖，使得这些经济体面临经济增长和控制通胀之间的艰难平衡，但美国因为经济复苏温和，同时货币紧缩的压力又不如新兴市场，导致资金回流美国进一步推升股市；四是在美债危机还未暴露于前时，全球对于美国金融资产的需求依然相当旺盛，美国国债相对于欧洲等许多国家而言仍具吸引力。

但是现在的情况却发生根本性的逆转，美债似乎不再是安全的金融资产，美国经济也再度出现步入衰退的信号，量化宽松政策走在了进退两难的十字路口，美股面临步入熊市的可怕预期。反观中国经济正在度过最艰难的时刻，日前金融监

管部门年中工作会议陆续召开，会议传出的信息表明，下半年货币政策或适当微调，将采取“定向宽松”方式就是流动性前景向好的信号；美债危机影响下，全球大宗商品普跌，输入型通胀压力减轻，加上8月初公布的消费者物价指数（CPI）数据增速放缓，近期出现CPI结构性拐点是大概率事件，全年控制5%以内的目标问题不大；中国版“401K计划”预期及允许RQFII入市等长期政策利好，更是成为投资者看好今后两年股市的信心所在。

A股“藏宝图”显山露水

A股调整了这么久，该涨了吧？”这句话说出了大部分投资者的心声。虽然有独立股评人喊出了“中国股市引领世界走向熊市”的言论，但机构们有不同的声音，各券商研究所几乎一边倒地看好下半年。光大证券上周发布策略报告《上行空间已扩宽 2437是硬底》。报告认为上证指数创出的今年以来最低点2437点将是一个“硬”底。在经历本轮下行之后，市场上行的概率大为增加，空间也更为可观。第一，7

国际知名财经媒体路透社就曾发表评论认为：目前国际资本市场受A股的牵动越来越明显，毫不夸张地说，现在全球股市都要看A股的脸色行事。中国近年来的特立独行正引起越来越多的海外投资者关注。不论是2008年底的4万亿振兴计划，还是两年后的货币政策转向，无不预示着中国政府伟大的前瞻性与中国股市的引领性。

月份之后通胀水平将出现趋势性下降，主要是由于食品价格走低，经济增长、货币增速、输入性通胀压力等方面继续缓和，以及翘尾因素的大幅减弱；第二，对政策的混乱预期会逐步趋向明朗，在偏弱的货币信贷数据和经济增长数据的背景下，政策出现微调将逐步成为现实；第三，资金面高度紧张的局面将得到一定程度的缓解，包括回购利率、票据市场利率等数据显示，资金价格已经逐步回落。

兴业证券则更为乐观，本周一提

出了“趁乱加仓，坚定秋季攻势信心”的口号。兴业证券的看多逻辑与其1月底提出“春季攻势”、4月初号召“敦刻尔克大撤退”一脉相承，即“内愈冷外愈乱，政策预期改善”。对于近期市场的弱势探底格局，报告认为不必恐慌，因为近期市场忽视了不积极的政策信号，如“小QFII”推出、习近平“中国经济决不会出现‘硬着陆’”的表态、《转融通业务监督管理试行办法》等，均对市场构成利多，而这些信号的意义终将显现。

对于持续困扰市场的资金面，兴业证券认为流动性将阶段性改善，有利于缓解A股估值压力。三季度经济增长同比筑底，通胀压力逐步回落，宏观流动性边际改善。同时，人民币国际化进程加速，有助于海外人民币回流，并增加货币供应量。报告认为，投资者应利用海外乱局引发的调整积极加仓。秋季攻势是下半年难得的吃饭行情，如果没有超预期的政策放松的话，时间和空间都将类似于“春季攻势”。立足中长期，坚定看好真正的成长股。

显然，机构对于下半年的中国股市还是相对乐观的，有市场资深人士甚至认为大牛市即将到来。稳居新浪财经名博首位的徐小明就从月线角度进行分析，他认为在浪型的划分上，以当前的调整速度，上证指数1664点被跌穿的概率微乎其微，那么就代表月线并非是非走大的ABC结构，即1664点不仅是现在，而且是未来几年的大底。那么1664点开始的浪到3478点的行情，就是大牛市的第一浪上升，之后从3478到2319点再到现在都是第二浪调整，调整时间已经足够长，接下来就是牛市的第三浪上升，而且这波行情就会发生在今年。近期A股整体估值已经逼近历史低位，中国石化、宝钢股份、招商银行等一大批市场最大的权重股，都出现了底部降速的现象，也就是说底部伴随着高度钝化，它是形成底背离前的必然过程。一旦大盘权重股筑底成功反身向上，势必带领权重板块上扬激活整个盘面。所以现在是具备发动大行情基础的。本周四金融地产等权重股突然放量拉升，上证创年内最大涨幅2.92%，似乎为其理论提供了佐证。

说到这，相信大家都对隐现的A股“藏宝图”有了自己的认识，中国股市能否突出重围果断亮剑，也是仁者见仁智者见智了。如果说上一轮融资危机是中国拯救了世界，那本轮债务危机中国依然可能扮演救世主。至于你信不信，我反正信了。