

低位反弹或继续探底

研究中心

简翔

简历：金融数学硕士，准精算师，目前就职于研究中心，研究方向为结构化金融衍生产品，擅长利用计算机搭建数量化衍生品定价平台，有多年套利及金融产品研发经验。

内容提要：

1、VIX 指数开始大幅飙升，目前已经到 40 的高位，历史上 VIX 到达 40 都伴随着对世界影响深远的重大危机，例如东南亚金融风暴、俄罗斯国债危机、美国网络泡沫、更近的有 08 年的全球金融危机。

2、由于目前欧债危机越演越烈，这使得欧洲出现了通缩的危险，欧美加息的步伐将大大延后。整体货币宽松的情况并不会逆转，依靠低利率环境推动的工业投资仍然得以持续，这意味这经济增长的动力并不会因欧洲债务危机而减弱。

3、中国政策调控也进入观望期。自“国十条”颁布以来，楼市成交急速降温，尽管楼价并没有大幅下跌，但我们认为这已经达到了政府调控的初衷：遏制房价过快上涨。同时从地方政府出台的房价调控细则来看，除上海、北京政策要比国十条严格外，其他地方出台的政策都较为温和。

4、我们认为，在目前整体市场偏弱的情况下，不能忽视经济层面的数据，这将成为市场获得一定支撑的重要力量。但是，欧洲债务危机演化到目前的地步，已经不单单是偿付危机的问题了，投资者对金融体系的担忧、对经济前景的失望很有可能通过市场来自我实现。

相关报告：

1、5 月市场情绪日趋复杂
(2010.04.25)

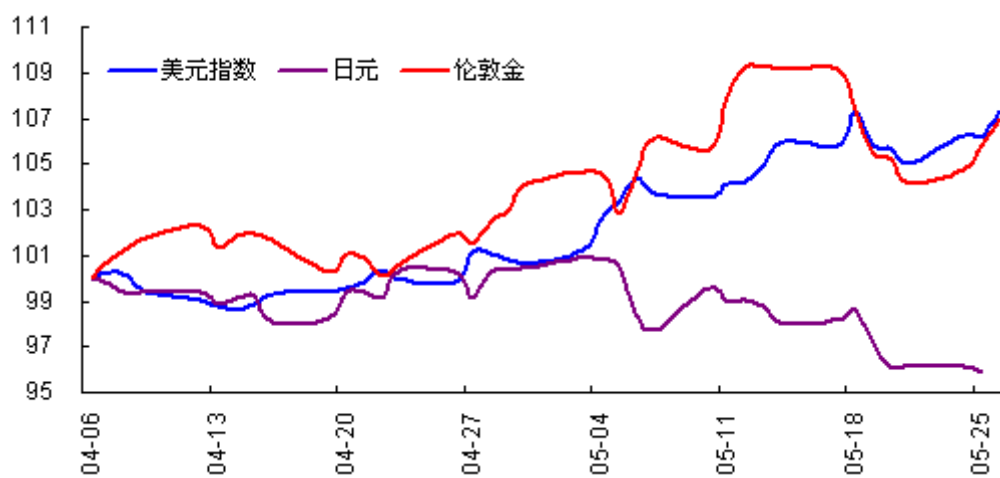
2、4 月市场渐趋理性
(2010.03.25)

3、3 月行情可以期待
(2010.02.25)

一、资本市场全面下跌

5月自随着希腊、葡萄牙、西班牙的主权评级被标普渐次下调，市场掀起了轩然大波，不但前期萎靡的非美货币、商品大幅下跌，前期受益于经济增长以及企业盈利增长的外围股票市场也纷纷遭遇重创，5月7日更是发生了戏剧性的一幕，由于某交易员的失误所引发的恐慌性跟风，道指盘中下跌接近一千点。其后全球市场更是步入了整体下跌的通道，一切风险资产遭到恐慌性抛售，黄金、美元、日元得到追捧。

图1:美元、黄金、日元成为市场追逐的对象



资料来源:wind, 中期研究

二、市场情绪恶化导致债务危机升级

1、市场开始由担忧步入恐慌

我们前期对欧洲债务问题的判断出现一定的失误，事情的进展确实出乎我们的意料。希腊的问题虽然严重，但希腊本国经济占整个欧洲的比例并不算大，而债券市场与庞大的欧洲债券市场相比也是微乎其微。从去年9月希腊问题浮出水面以来，市场并没有给予太多的关注，当时市场更加关心的是美国庞大的债务将如何偿还的问题。真正希腊问题开始引爆是今年2月，标普对希腊国家主权债务下调无疑对市场构成极大的冲击，虽然之前已经出现过冰岛危机、迪拜危机，但是由于这些国家处于世界核心国家圈以外，发达国家金融机构持有这些国家的有价资产数量也不算特别庞大，因此我们见到即使是发生了冰岛国家破产，也只是对金融市场造成了一个小小的扰动而已。

希腊与他们本质不同在于，虽然希腊同样不属核心国家圈，但欧元区的建立使得希腊无论在金融还是经济上都于欧洲其他国家一体化，这不但体现在德法的金融机构持有大量的希腊债券、还体现在希腊等国与德法大量的贸易往来，当德国消费萎靡时，希腊以及其他南欧国家却通过大量消费来拉动德国的出口，而德国获得的资金反过来购买南欧国家的高息债券，形成这一商品资本循环，德法的银行系统因而也持有了大量的南欧国家债券。

因此，希腊发生债务危机德法不会见死不救，这不是道德与规则的问题，而是整个欧元区以及其自身利益的问题，因此我们前期低估了希腊的问题，市场也是。5月之前市场的下跌更多的是来自于中国的调控压力，由于对中国经济紧缩政策可能造成经济二次探底的担忧，希腊问题只是一个扰动。因此我们见到与中国需求相关极高的大宗商品的下滑，但同时外围股市却一路高歌猛进，这是得益于各国日益改善的经济数据以及企业的盈利状况。

但是，任何事情都有一个临界点，德国迟迟不肯对希腊救助法案的妥协导致市场的疑虑情绪升温，标普在4月底将希腊、葡萄牙、西班牙的主权评级下调，特别是将希腊主权债下调至垃圾级，这使得希腊的债券无法成为欧洲央行的抵押品，随后欧洲央行立即宣布无条件接受希腊债券，这使得欧洲央行的信誉也受到损害。

在市场的倒逼之下欧洲国家终于团结起来，在5月3日草草推出1100亿的希腊救援计划，未见成效后，5月10日又与IMF联手推出扩大版的7500亿欧洲救助计划，但此时市场的信心已经严重受损。从短期来看希腊的偿付危机已经得到解决，相对于希腊3000亿的外债，1100亿的救助限额几乎可以使其脱离国际货币市场两年之久，但是IMF的介入带来的是严格财政约束，而这在IMF救助亚洲金融风暴期间曾广为诟病。与此同时爱尔兰的问题开始浮出水面，其在2008年就开始收缩其财政政策以期减少财赤对国家信用的损害，但是却在金融危机期间导致经济大幅衰退，尽管财赤有所减少，但财赤占GDP比例不降反升。市场以此为例，对欧元看空的理由由短期债务偿付危机转移至暗淡的经济前景，而这对股票与大宗商品无疑有更大的杀伤力。

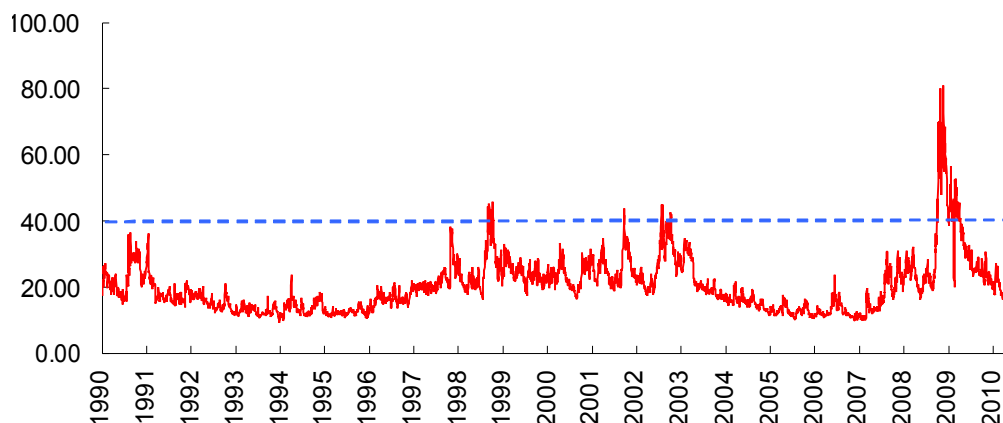
表 1：各国评级及债务一览

	标普/惠誉/穆迪	09 财政支出/GDP	09 债务余额/GDP	10 年期国债利率
美国	AAA/AAA/Aaa	-11.3	56	3.7
日本	AA/AA/Aa2	-8	189	1.3
德国	AAA/AAA/Aaa	-3.3	73	3.1
法国	AAA/AAA/Aaa	-7.5	78	3.3
英国	AAA/AAA/Aaa	-12.1	69	4
意大利	A+/AA-/Aa2	-5.3	116	3.5
西班牙	AA-/AAA/Aaa	-11.2	53	4.1
葡萄牙	A-/AA-/Aa2	-9.4	77	5.5
爱尔兰	AA/AA-/Aa1	-14.3	64	5.1
希腊	BB+/BBB-/A3	-13.6	115	9

资料来源：中期研究整理

市场的情绪可以用VIX指数反映。VIX指数自金融危机之后一路稳定下降，虽然希腊问题不断困扰市场，但VIX仍然呈现下跌的趋势，至标普再度下调希腊评级后，VIX指数开始大幅飙升，目前已经到40的高位。从数值来看，这已经可以被视为新一轮的金融危机了。历史上VIX到达40都伴随着对世界影响深远的重大危机，例如东南亚金融风暴、俄罗斯国债危机、美国网络泡沫、更近的有08年的全球金融危机。

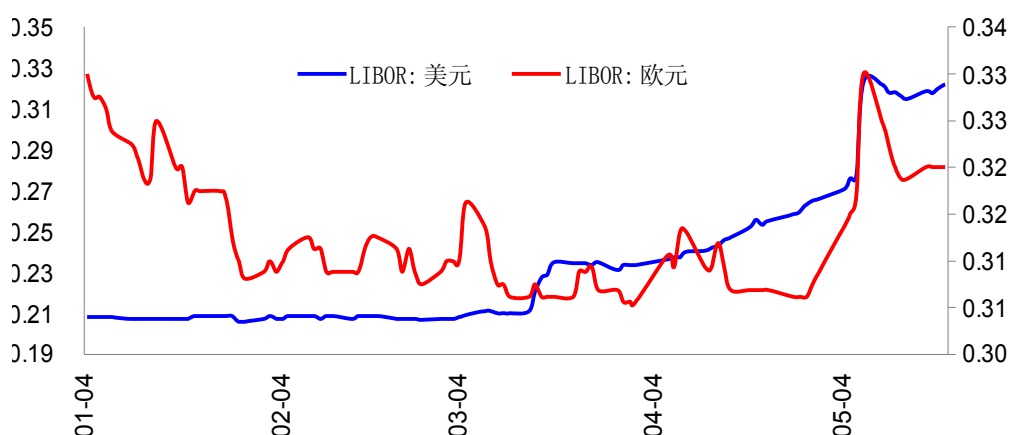
图2:VIX指数突破40的情况并不多见



资料来源:wind, 中期研究

不幸的是,我们见到危机有进一步恶化的可能。市场对欧猪五国经济前景的悲观只是一方面,更为严重的是,市场目前认为债务危机有向银行系统传递的风险。根据国际清算银行(BIS)的统计资料,截至2009年底,欧洲银行业对希腊、意大利、葡萄牙和西班牙各类债券的风险敞口达2.29万亿美元。债务问题的继续恶化会导致这些手中持有大量欧猪五国债券的银行资产负债表出现恶化,从而出现流动性危机。而事实上,情况可能正向不利的方向演化,美元与欧元的LIBOR也开始出现了大幅的上升,这反映银行间市场流动性所面临的压力。7500亿救助计划的出台除了稳定市场情绪意外,更多的是避免出现雷曼危机时的市场流动性冻结。但是从LIBOR指标来看,情况仍在恶化。

图3:美元及欧元LIBOR都开始上升



资料来源:wind, 中期研究

2、西班牙重组银行事件被负面解读

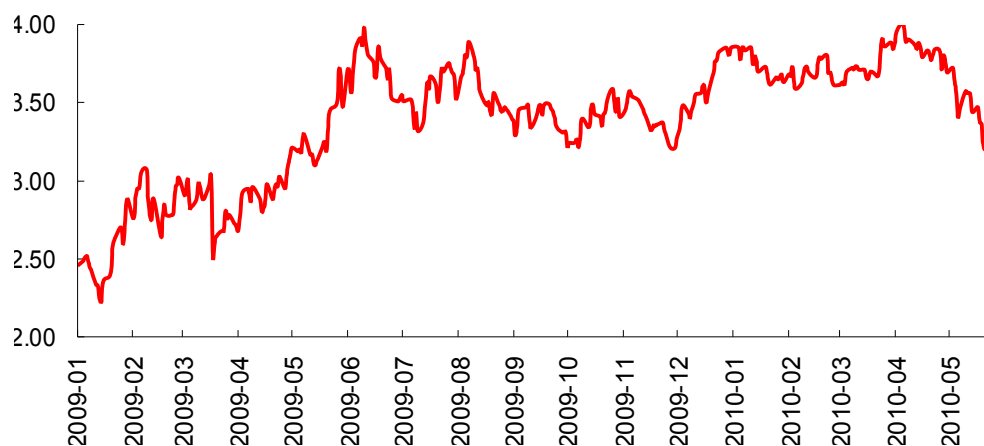
当市场表现出一面倒的悲观情绪时,我们看到,资产价格的驱动模式正由风险偏好转向风险厌恶,美元、日元、黄金得到市场的追捧,股票市场与大宗商品市场都出现大幅下挫,在这种情况下,市场倾向于从负面解读信息,例如德国的禁空条例以及西班牙的银行重组。

我们认为西班牙央行对地方储蓄银行 CAJASur 的重组实际上是一个利好，由于在 02-08 年房地产繁荣时期的过度放贷，CAJASur 的信贷质量大幅下降，而当金融危机到来，房地产市场大幅降温之时，CAJASur 就已经开始资不抵债了。它代表的是西班牙银行业的现状，西班牙 45 家储蓄银行都有同样的问题，房地产泡沫时期的快速放贷使其资产负债表迅速膨胀，而现在大多变成坏账，这在房地产市场得到回复之前他们的资产负债表都不可能得到改善，而这会直接导致其放贷能力的减弱以及市场流动性的萎缩。这个看看日本泡沫经济破灭以后的银行，投资者就会有一个感性的认识。西班牙央行对 CAJASur 的重组之时一个开始，通过合并或破产的方式，改善这些已经过时的储蓄银行模式，有助于恢复整个银行系统的资产负债表以及市场的流动性，这正是当年日本政府所没有下定决心实行的。

我们认为西班牙央行对地方储蓄银行 CAJASur 的重组只是第一步，由于其资产规模只占整个西班牙银行体系的 0.6%，因此不足以对银行体系造成系统性的损害，随后在 25 日，另外四家储蓄银行也宣布以合并的方式进行重组，组成西班牙的第五大银行，可见银行业整合潜力巨大。同时由于不涉及复杂的金融创新，没有难以预测的不确定性，这些敞口应不至于酿成系统性风险。

但是市场更多的关注到更多的显然是风险，因此我们见到在重组消息出来以后，市场又出现了新一轮的暴跌。从目前的情况来看，大量资金涌入黄金市场与美国国债市场避险，从黄金与白银以及原油的比价来看，黄金的价格已经偏高。同时美国国债收益率正显著的下降，我们曾在策略报告中指出，美债已经开始进入利率的上升周期，但是从 5 月的情况来看，具有指标意义的 10 年期美债收益率由 3.8% 下降到目前的 3.1% 只用了短短数日，市场对未来通胀预期的担忧已经彻底被避险情绪所代替，不理性的因素开始占据上风。

图4:美国10年期国债收益率大幅下降



资料来源:wind, 中期研究

三、债务危机下利率环境整体宽松有利于经济复苏

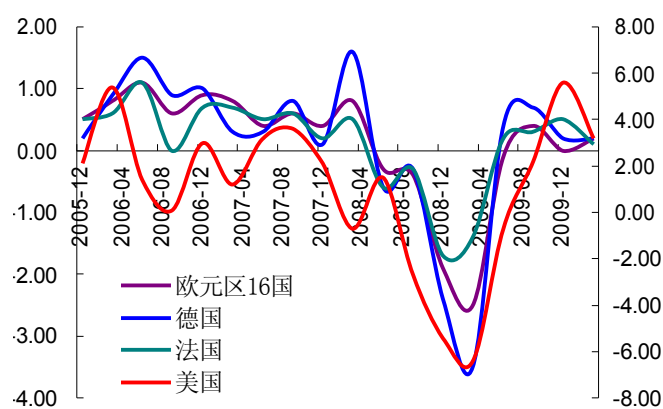
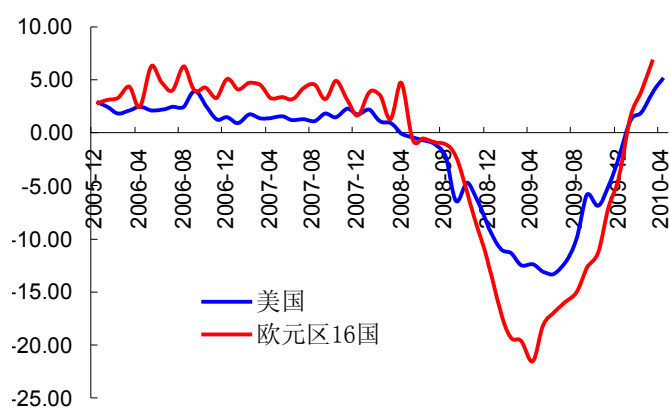
我们在策略报告中提出，在流动性退出的大背景下，市场是整体向下的。但是，由于目前欧债危机越演越烈，这使得欧洲出现了通缩的危险，因而，欧洲央行加息的

步伐将大大延后。而从美联储最近的议息会后申明来看,尽管其上调了经济前景增速,并对威胁经济前景的就业以及房地产市场表示作出了乐观的表述,但是仍然没有给出加息的时间表。这说明整体货币宽松的情况并不会逆转,依靠低利率环境推动的工业投资仍然得以持续,这意味这经济增长的动力并不会因欧洲债务危机而减弱。

根据欧盟统计局 5 月 12 日公布的数据,欧元区 16 国经济第一季度增长 0.2%,与前一季度持平。欧洲最大经济体德国一季度增长 0.2%,法国经济增长 0.1%。深陷债务危机的希腊经济第一季度萎缩 0.8%,西班牙走出持续 6 个季度的衰退。另一份报告显示,欧元区 3 月份的工业产出增长 1.3%,远高于 2 月份的 0.7%,同比增幅达到 6.9%,4 月份,欧洲服务业和制造业都创下近 3 年来最快增速。

图5:欧美工业生产仍处于上升阶段

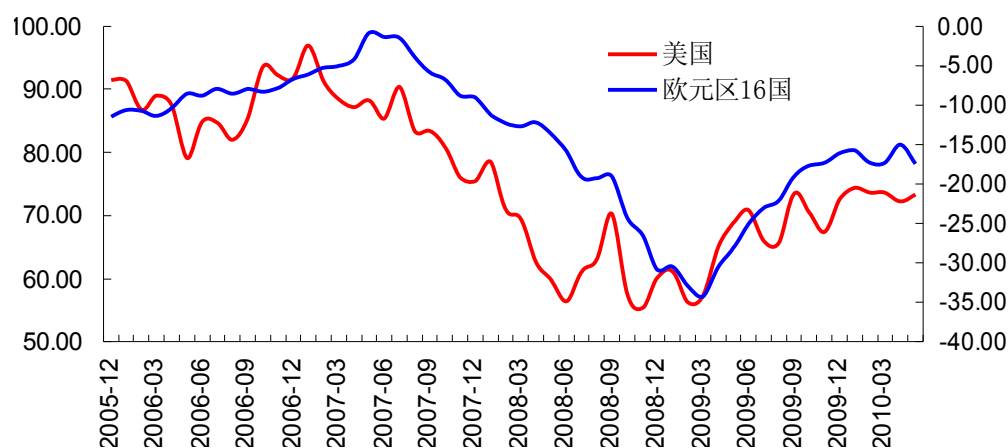
图6: GDP稳定上升



资料来源:wind, 中期研究

我们担忧的是由于欧债危机的冲击导致的股票市场暴跌,这最终会传导至房地产市场,并对居民的资产负债表构成损害,这正是金融危机对经济的传导路径。但是从目前的情况来看,欧美的消费者信心并没有因为欧债危机而受到损害,美国的消费者收入与支出更是双双创下了新高。同时由于欧元的持续贬值,欧洲的出口也得到了改善,这在一定程度上也促进了欧元区国家的经济增长。

图7:消费者信心仍保持乐观

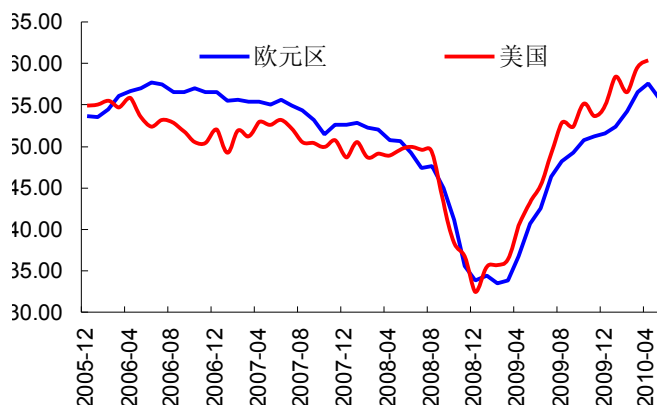
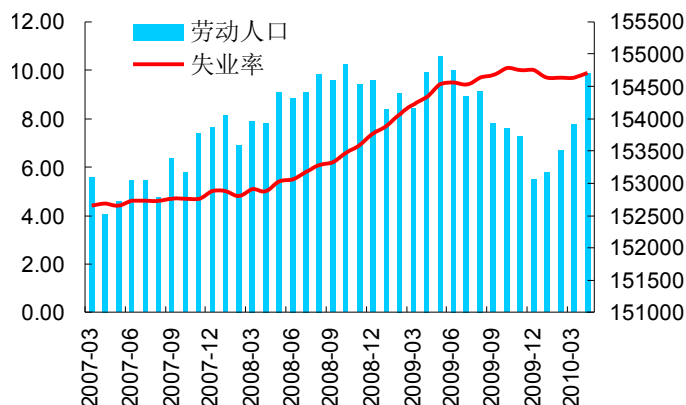


资料来源:wind, 中期研究

但是更前瞻的看，部分经济领先指标正出现恶化的迹象，5 月份欧元区综合采购经理人指数初值由 4 月份的 57.3 降至 56.2，德国的综合 PMI 由 4 月份的 59.3 降至 55.5，都是近一年多以来的首次下降。同时美国申请失业救助金人数以及失业率都出现了上升，这些指标在市场情绪极度敏感之际出现，债务危机加上经济恶化，显然成为市场下跌的理由。

图8:失业率的上升是因为劳动人口的增加

图9: 欧元区PMI出现回调

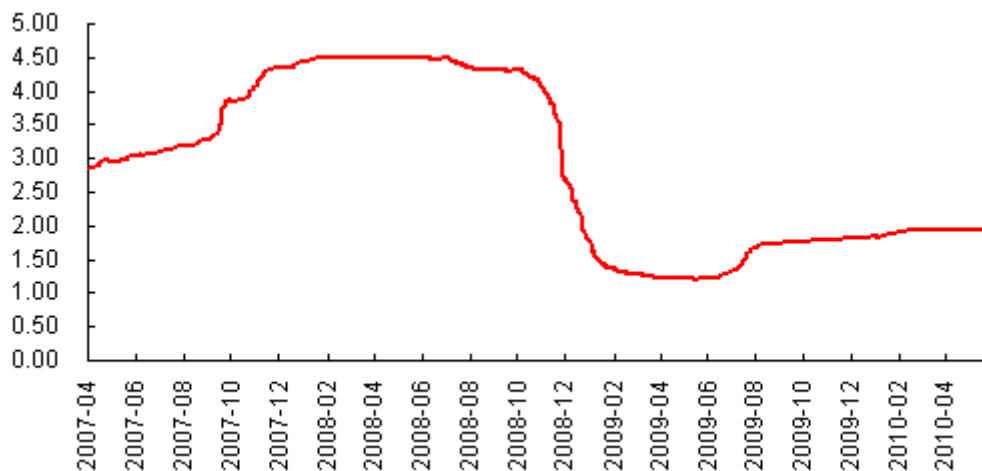


资料来源:wind, 中期研究

不过我们仍然对经济前景持乐观态度，先行指标的波动往往过于敏感，况且现在即使出现一定幅度的下降，但仍处于景气期。同时，美国失业率的上升并不是由于就业情景的恶化，更多的是由于经济好转而导致更多放弃工作的人员重新加入求职大军，基数的扩大使得失业率在数值上出现了上升。

四、中国调控进入观望期

图10: shibor开始上涨



资料来源:wind, 中期研究

中国的调控政策似乎也已经进入了观望期，自 5 月初第三度上调存款准备金率以后，银行超额准备金率已经降至 1.9%，在 5 月第三周的央票投标中出现了一年期央票利率上升但三年期央票利率下降的情况，这说明市场流动性已经从过度宽松转为了较为宽松，资金开始追逐较为高收益的三年期央票，同时从 SHIBOR 的上升也可以看出这点。

同样政策调控也进入观望期。自“国十条”颁布以来，楼市成交急速降温，尽管楼价并没有大幅下跌，但我们认为这已经达到了政府调控的初衷：遏制房价过快上涨。同时从地方政府出台的房价调控细则来看，除上海、北京政策要比国十条严格外，其他地方出台的政策都较为温和。另外，从目前政府官员的言论与表态来看，对经济的调控也似乎收到了一定的成效，进一步出台紧缩措施仍需观望。

表 2：政府近期对调控的言论一览

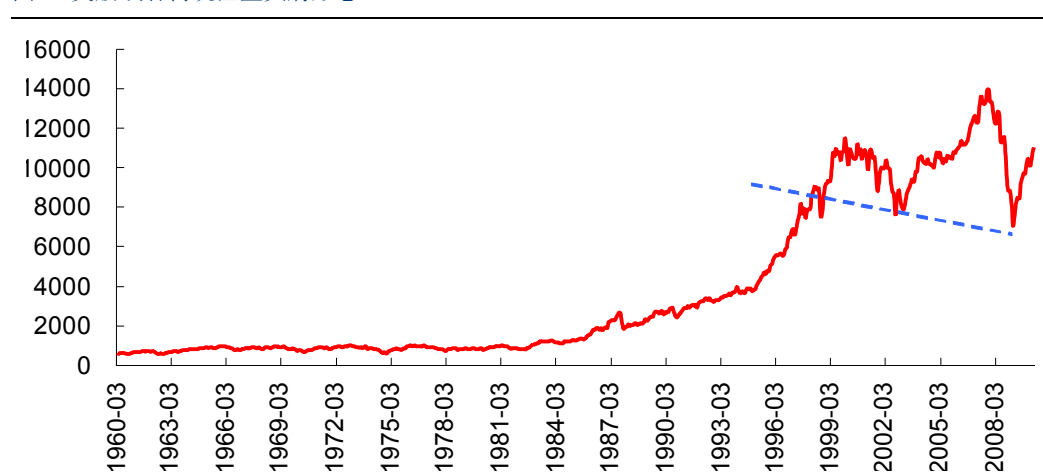
5 月 14 日	温家宝总理在天津考察时表示，国内外形势就让及其复杂，宏观调控面临两难，应防止多项政策叠加的负面影响
5 月 17 日	胡锦涛主席同德国总统科勒会面时表示，境界经济复苏基础仍不牢固，各国应继续坚持刺激经济的举措
5 月 17 日	建住部相关负责人表示，目前尚无楼市调控新政
5 月 18 日	发改委发表《二季度 CPI 将保持温和上涨态势》，文章指出二季度新涨价因素将减少
5 月 28 日	发改委经济体制综合改革司司长表示三年内不会出台房产税

资料来源：中期研究整理

但是，国内通胀倒逼加息的可能性依然存在，4 月 2.8% 的通胀率再度逼近 3% 的政策红线，从商务部监测的数据来看，食品类价格都有不同幅度的上升，这是推动通胀率上升的直接原因，我们认为，由于房地产市场调控初见成效，同时经济环境的脆弱以及地方政府债务问题将使得人行难以提高贷款利率，但是负利率的存在迫使资金大量流向商品领域，这反过来又推高通胀，因此可能的解决方法是提高存款利率而不改变贷款利率，通过压缩存贷差的方式来提高居民储蓄。

五、后市入市博反弹需谨慎

图11:美股或者构筑巨型头肩形态



资料来源:wind, 中期研究

我们认为，在目前整体市场偏弱的情况下，不能忽视经济层面的数据，这将成为市场获得一定支撑的重要力量。但是，欧洲债务危机演化到目前的地步，已经不单单是偿付危机的问题了，投资者对金融体系的担忧、对经济前景的失望很有可能通过市场来自我实现。因此，在这样的情况来，我们认为市场难言底部。有分析人士构建了一个更为恐怖的前景，我们可以看看当前美股的月线走势，从形态来看，美股正在构成一个右肩形态。一旦形成，下跌幅度以及力度都将相当惊人。因此，投资者在目前出现反弹迹象之际入市博反弹，需要万分小心。

中国国际期货有限公司——分支机构

深圳益田路营业部

地址：深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层
电话：0755—23818333

深圳罗湖营业部

地址：深圳市罗湖区深南东路 2010 号奥康德大厦 401-407 室
电话：0755—25155889

深圳宝安营业部

地址：深圳市宝安区宝城 3 区宝民路中粮地产集团中心 609-610
电话：0755—27757898

武汉营业部

地址：武汉市江汉区建设大道 566 号新世界国贸大厦 2 座 7 层
电话：027-85267776

武昌营业部

地址：武汉市武昌区中南路 1 号国际贸易金融大厦 17 层
电话：027—87310777

襄樊营业部

地址：湖北省襄樊市樊城区长虹路 323 号金座大厦 7 层 3 号
电话：0710—3713888

广州营业部

地址：广州市体育东路 138 号金利来大厦 2002-2004 室
电话：020-38879130 38878436

厦门营业部

地址：厦门市湖滨南路 81 号光大银行大厦 11 层
电话：0592-2222619

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五一北路 1 号力宝天马广场 14 层 E、F
电话：0591-88089006

上海营业部

地址：上海市松林路 300 号上海期货大厦 2701 室
电话：021-68402241

宁波营业部

地址：宁波市海曙区东渡路 55 号华联写字楼 22 层 2208-2210
电话：0574—87027511

苏州营业部

地址：苏州市新区狮山路 35 号金河国际大厦 1001 室
电话：0512-85559818

杭州营业部（筹）

地址：杭州市西湖区杭大路 15 号嘉华国际商务中心 706
电话：0571-89716777

北京霄云路营业部

地址：北京市朝阳区麦子店西路 3 号新恒基国际大厦 15F
电话：010—59539999

北京金融大街营业部

地址：北京市西城区金融大街 1 号 A 座 1105、1106
电话：010-59510018

大连大交所营业部

地址：大连市沙河口区会展 18 号会展中心东区 319 室、347 室
电话：0411—84802120

大连中山路营业部

地址：大连市中山区同兴街 10 号东亚银行大厦 1503-1509 室
电话：0411—39815936

沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区北站路 59 号财富中心 E 座 19 层
电话：024—82513100

长春营业部

地址：长春市朝阳区人民大街 7088 号伟峰国际 1108 室
电话：0431—85679183

郑州营业部

地址：郑州市经三路 19 号绿洲商务 612 室
电话：0431—85879850

郑州未来路营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 19 层
电话：0371—65628679

洛阳营业部

地址：洛阳市涧西区西苑路附 6 号芳达商务会馆 1307-1310 室
电话：0379-65168601

安阳营业部

地址：河南省安阳市人民大道金豪商务楼 3 楼 D 座
电话：0372-5069777

青岛营业部

地址：青岛市市南区东海西路 41 号海悦东海世家西 2 单元 2103
电话：0532-85778526

石家庄营业部

地址：石家庄市西美大厦二期 9 层 920—930 室
电话：0311—66611077

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

	北京	深圳	香港
地址：	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 9 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话：	010-65081080	0755—23818333	00852-25739399
传真：	010-65082935	0755—23818318	00852-25739123
客服：		400-8888-160	
网址：		http://www.cifco.net	