

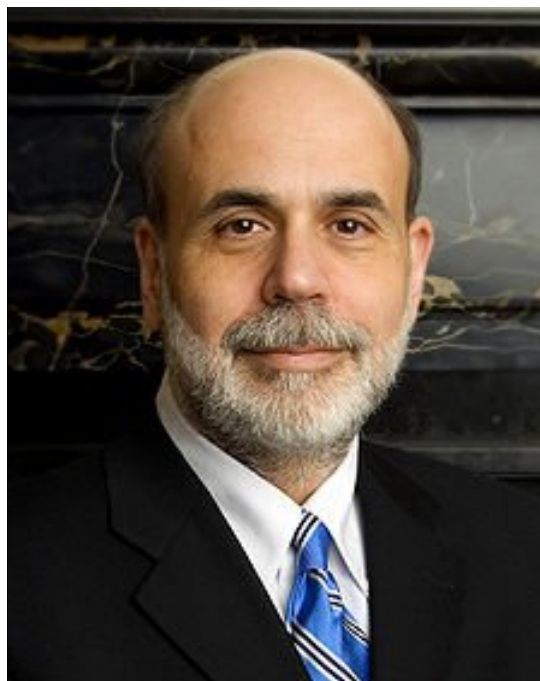
所有这一切都是如何发生的？

- 本轮行情的促发因素及 Bernanke 的 legacy

2010 年 10 月 18 日星期一

东海证券研究所海外市场研究小组

海外市场高级分析师：徐纭
执业证书编号：S0630210040003
电话：008621-50586660*8640
Email: xuying@longone.com.cn



Federal Reserve Chairman Ben Bernanke

（一）本轮行情的促发因素

□ 国内A股本轮上扬的促发因素与促发海外市场上扬的因素是一致的，只是...

9月底至今（2010-10-15日），不论是海外市场还是中国内地A股市场都有了非常令人惊异的表现，比如，内地沪深300指数国庆节后涨幅已接近16%，香港恒生指数上扬超过6%，美国标准普尔500指数的涨幅也接近2.8%。现在投资者最关心问题是本轮行情会延续多久？是否意味着新一轮牛市的开始？要回答这个问题，首先必须搞清楚本轮行情的促发因素是什么？是人民币升值预期吗？或许还有别的因素？

进一步仔细考查一下各主要经济体本轮的股市表现却发现一个同样令人惊异的现象，即：内地A股市场本轮行情是从9月29日才开始启动的，而海外市场（包括香港，美国等）都在8月31日左右就启动了本轮行情（见下图一）。也就是说，内地A股较之海外市场要晚了整整一个月左右。难道推动本轮A股上扬的因素并非来自于海外而是来源于自身内部？考查表一，从中国1和中国2的数据比较中可以看出，能源和基础原材料两个板块的涨幅大部分是在9月29日到10月15日这段时间实现的。比如，能源板块在8月31日到10月15日这段时间的涨幅为24%，而在9月29日至10月15日这段时间内的涨幅就有28%。也就是说，能源板块在8月31日至9月28日这段时间内的涨幅是负值，市场在9月28、29日左右才恍然意识到按照当时海外的状况，通货膨胀在将来很可能会急剧上升，然后一下子将整个能源板块急拉上去了（也许市场谣传将遇到千年难遇的寒冬也是个原因吧）。同样可以再看一下基础原材料板块，8月31日至10月15日，该板块上扬29%，而9月29日至10月15日，该板块上扬23%，也就是说，基础原材料板块在8月31日至10月15日这段时间实现的29%的涨幅中的大约80%是在9月29日至10月15日期间实现的。对照一下美国和香港的板块表现，我们可以认定本次A股上扬的促动因素与促动海外市场上扬的因素是一致的，即：通胀预期，只是A股的反应整整慢了一个月！

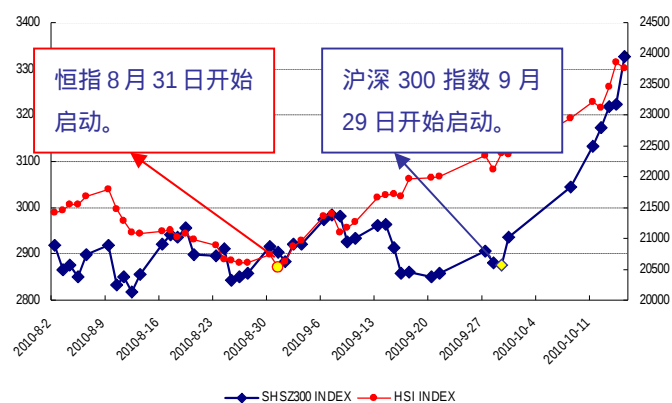
回过头来讨论一下人民币升值因素，我们认为人民币升值预期固然是个促动因素，但绝非主要因素。如果人民币升值预期是主要因素的话，本轮行情中表现最为靓丽的就不应该是大宗商品股（货币升值促动人们都去买黄金？没搞错吧！），而是造纸，航空类的股票。

其实，认可A股本轮的行情启动因素与海外相同也比较好解释为什么A股在节后出现急涨及成交放出巨量的现象。急涨是因为要补涨；天量成交量主要是机构换仓所致，抛掉节前重仓的一些中小盘股票而买入大宗商品类股票，本次的天量成交量并不意味着有很多新资金入市。

既然A股本轮的促动因素与海外的是一致的，那就很有必要探讨一下促动海外股市上扬的因素在哪里，因为只有找到真正的原因，才能正确地推断出行情的演变过程及结果。当然，讨论一下为什么A股行情延后近一个月才爆发也很有必要，只是这不是我们写这篇文章的目的。

图一.

沪深300指数和恒生指数



沪深300指数和S&P500指数



来源：Bloomberg, 东海证券研究所

表一:美国、香港和中国内地本轮行情比较

板块涨幅排名	美国	香港	中国1	中国2
1	信息技术 - 18%	工业品 - 26%	能源 - 28%	基础原材料 - 29%
2	能源 - 15%	基础原材料 - 26%	基础原材料 - 23%	能源 - 24%
3	自主消费品 - 15%	能源 - 23%	金融地产 - 21%	金融地产 - 14%
4	工业品 - 14%	信息技术 - 21%	工业品 - 13%	工业品 - 13%
5	基础原材料 - 14%	综合集团 - 19%	公用事业 - 11%	公用事业 - 9%

数据来源: Bloomberg, 东海证券研究所

注释: 美国/香港/中国2: 2010-8-31 ~ 2010-10-15

中国1: 2010-9-29 ~ 2010-10-15

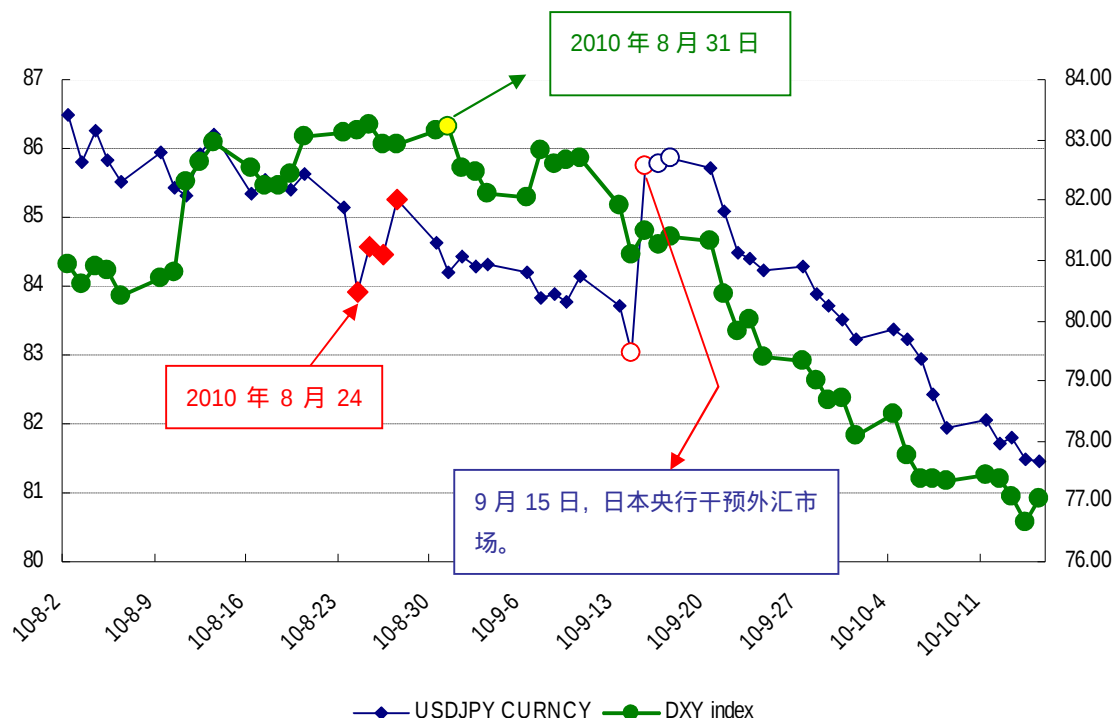
美国: 以S&P500指数板块为代表

香港: 以恒生指数板块为代表

□ 本轮全球股市上扬的促发因素

2010年9月14日,菅直人当选日本民主党新任党首,继续担任首相。在发表施政演说时,菅直人表示新政权将致力于重建日本经济、财政体制和社会保障制度,并选定少壮派的海江田万里担任经济财政大臣。对日本这样一个资源较为贫乏,以出口为导向,而且经济已衰退20年,深受通货紧缩之苦的国家,加大出口几乎是唯一的一条路。而要扩大出口,日元就不能坚挺,必须贬值。

实际上,8月中下旬开始,日本政府及央行的一些讲话及举措就开始在服务于这个目的。比如,8月17日,菅直人表示可能从储备和经济危机拨备款中拿出1.7万亿日元刺激经济。8月下旬,日本央行表示将向市场注资大约7万亿日元以阻止日元升值。日元因为日本央行的这番表态于8月24日开始贬值,但令市场吃惊的是,日元仅仅贬值了4天(见下图二)就又于27日开始升值。



来源: Bloomberg, 东海证券研究所

8月24日,美元与日元间的汇率是由8月23日的85.15降至83.9(美元贬值,日元升值),而后日元便开始贬值至27日,美元日元间的汇率达到85.27,四天里日元贬值1.6%。显然,27日那天发生了些事,否则

日元贬值的步伐不太可能嘎然而止。

8月27日发生了什么? 27日那天在风景如画般的美国Wyoming州的Jackson Hole举行了年度美联储官员会议, Federal Reserve主席Ben Bernanke在会议上表示将捍卫美国经济的复苏。

海外市场在细细品味了Bernanke传递出的信息,并观察了一两天后(8月28日和29日是周六和周日),于8月31日开始启动。很显然,在美国经济没有顺利复苏之前,美联储坚决不愿意看到美元升值,Bernanke更愿意看到的是美元贬值,至于出现少许通胀,对Bernanke而言是件好事,绝非坏事(下文还将详述)。日本央行如果投入7万亿日元进市场,美联储将会投入数量更多的美元资金以捍卫美国经济的复苏。市场非常可能在短短几天里会多出了几千亿美元的资金,这时投资者看到的就是美元贬值,通胀时代的到来。海外股市终于启动。

9月15日,日本央行终于开始正式向外汇市场注入日元资金以阻止日元升值。财政相海江田万里表示:(a)这是单一(unilateral)行动,并非联合行动;(b)财政部认为1美元兑换82日元似乎是防御线(seems to think 82 yen per dollar to be the line of defense),那天日元由83.04大幅贬值指至85.74。但日元在低位勉强维持了3天后,重又走向升值通道,而且至今没有回头。截至10月15日止,美元日元间的汇率是81.46,所谓防御线-82日元兑换1美元已被击破。至于在10月5日,日本央行出人意料将基准利率降至零意图最后一搏,则对市场没产生任何效果,甚至连一点儿浪花都没有溅起(当然不会,因为老大不愿意日元贬值美元升值!)。

9月21日, Federal Reserve召开例行的货币政策会议,会议后申明表示美联储已准备采取额外的适应性措施以支持经济复苏并使通胀回归到认可的水平。美元指数因为这一申明在随后数日里(实际是直至10月14日)出现了恐慌性下跌,同时出现的就是各国政府竞相贬值本国货币的“巍巍壮观的景象”。对于市场而言,这样的景象除了意味着流动性泛滥和通胀之外,还是流动性泛滥和通胀。

所以,本轮行情起源于日本政府想要通过货币贬值刺激出口带动经济复苏,但这一行动遭到美联储的阻击,日元贬值意图彻底失败(failed, and failed miserably)。流动性泛滥和通胀预期则刺激大宗商品价格飙升并带动股市上扬。

这里顺便提一下的是,中国政府或有意或无意在阻击日元贬值的情况下帮了美联储一把。中国政府在今年1~7月份连续增持日元资产(主要是日本国债),外界一般的理解是中国央行想要减少其外汇储备中的美元比重以实现更充分的多样化(diversification)。但九月份通过日本财政部公布的相关数据得知,今年8月份以来,中国政府大笔抛售持有的日本3个月期的短期国债,转而买入相当数量的日本10年期国债。日本政府在公开场合表示不很理解,并意图与中方商讨购买中国的国家债券。这是日本政府在公开场合的表态(我不认为他们私底下也会这样认为)。但实际上,只要分析一下日元汇率与日本短期国债之间的关系和日元汇率与日本长期国债之间的关系就可以发现,日元汇率与日本短期国债之间的关系较小,但日元汇率与长期国债之间的关系则相对非常显著。

日元汇率的月度变化与3个月期的国债月度变化在统计上不存在显著性,可以忽略。日元汇率的周度变化与3个月期的国债周度变化虽然在统计上存在一定的显著性,但相互间的影响程度极弱(以日元汇率的周度变化为因变量,以3个月期的国债和10年期的国债收益率的周度变化为两个自变量进行回归的话,得到的回归方程显示3个月期的国债收益率每变化一个单位,在其它条件不变的情况下,日元汇率的周度变化为-0.01个单位,可见影响度很小。而10年期国债收益率的周度变化的影响则要大得多,达到0.10个单位。以月度数据进行回归,3个月期的国债影响可以忽略,10年期的国债的影响为0.11个单位。)

中国政府于8月份开始抛售3个月期的日本国债,买入10年期的日本国债,前者对日元汇率基本无影响,但后者则因为中国政府的买入行为使得收益率下降(买入导致价格上扬,收益率下降),所以美元/日元间的汇率值走低(无论是0.10还是0.11,都是正相关),客观上使得美元走弱,日元走强。

现在再回过头来想一下刚刚过去的8,9月份发生在中国南海和东海的一系列事件及相关各国的态度,实在很耐人寻味。

言归正传，那么，这轮行情会这样延续下去吗？这轮行情启动的最关键因素在哪里？是菅直人？是日本央行？还是...？对，是美联储！

(二) Bernanke Legacy

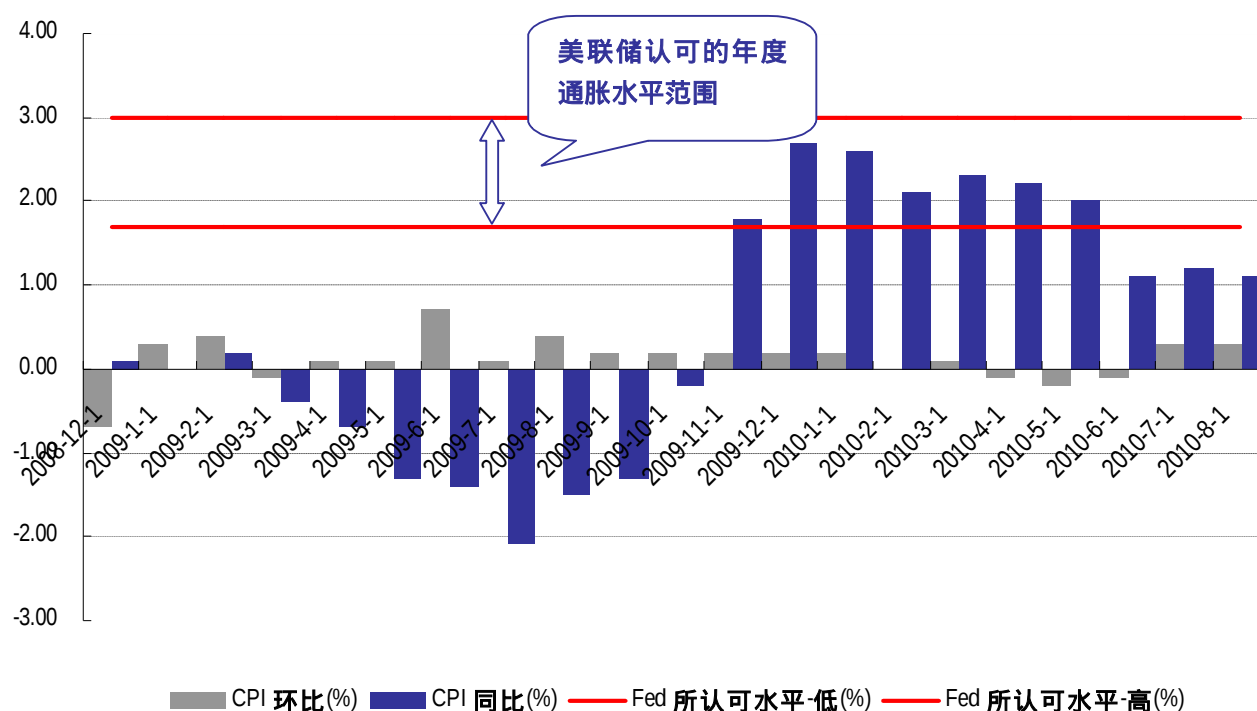
□ 解读Federal Reserve 9月21日货币政策会议后申明

在9月21日的例行货币政策会议后的申明中，美联储表示目前美国的通胀水平过低，因此已准备好提供额外的措施以使通胀恢复到正常水平。比较美联储在8月10日召开货币政策会议后的申明，9月21日的申明重点突出了以下几个方面：

- 经济复苏及雇佣的增加步伐在最近几个月出现放缓。
- 企业的资本开支虽然仍处上扬趋势中，但已不及今年早些时候的上扬速度。
- 银行的放贷在继续萎缩，但萎缩的程度在放慢。
- 目前的通胀在某种程度上低于Fed所认为的，就长期的观点而言，能够促进最大就业程度及价格稳定的水平。
- 美联储将维持它的现行的再投资政策，即：将获得的投资证券产品而返还的本金进行再投资。
- 美联储，如果需要的话，已准备好提供额外的适应性措施以支持经济复苏，并使通胀，随着时间的推移，返回到被认可的水平。

上述几个方面里，最挑动投资者神经的是最后两点：维持再投资政策和使得通胀逐步恢复到被认可的水平。为美联储认可的通胀水平是年通胀率在1.7% ~ 3%之间。

图一：美国2008年12月底至2010年8月CPI月度数据，包括月度环比和当月同比



数据来源: Bloomberg, 东海证券研究所

上图灰色线代表的是CPI环比数据，深蓝色线代表的是CPI同比。两条红线之间的区域代表的是美联储认可的

通胀水平。今年的前5个月，CPI同比尚处于美联储所能认可的范围内，但6月份开始，该数据就处于认可范围之外。值得注意的是，今年上半年，美国的经济复苏情况尚令人满意，CPI也处于联储的认可范围内，3月份时，联储一度倾向于宽松货币政策的退出，那时全球各国都在讨论本国的退出政策，也同时极为关注美联储将在何时并以何种方式退出。记得那时谈论得相当多的是美联储将在何时加息，中国内地央行将在何时加息等等。进入下半年后，正如一般的预期，美国经济的复苏显示出明显的放缓迹象，伴随着的是CPI的回落及通缩风险的加剧，经济将二次探底的声音随处可以听到。

一般而言，通缩是比通胀更难对付的经济难题。出现通缩，商品的价格就下降，企业生产出来的产品不要说卖不出好价钱，甚至卖不出合理的价格，往往只能削价处理。企业盈利减少，雇佣状况就会变糟，失业率上扬，在职员工的薪水也会下降，产品在市场上更加卖不动，于是企业盈利更差，一个恶性循环就形成了，整体经济就不可避免出现下滑。所以，CPI落在认可范围之外是美联储不乐意看到的，CPI水平落在认可下限之下更是联储的官员们深恶痛绝的（其中又以联储主席Bernanke最为反感通缩的出现）。

正是在这样的情况下，美联储在它的9月21日政策会议后申明中暗示将采取措施使通胀恢复到正常的，也就是说被认可的水平。想要做到这一点，就目前而言，比较有效的方法也就是再往市场注入流动性，因为联邦基准利率已处在0~0.25%的范围内，已降无可降。全球经济能够这么快就从1929年大萧条以来的最严重的经济危机中走出来就是拜托了2008~2009年全球各国的央行联合一致向市场注入巨额流动性的行动。在这一行动中，美联储的资产负债表增加了近1.7万亿美元各类证券；中国内地的信贷投放也达到9万亿人民币。很显然美联储打算重复这一行动，将美国经济推回正常复苏的轨道上来。

那么美联储会以多大的力度再往市场注入流动性？从本文的第一部分中讨论的美联储阻击日元贬值来看，在美国经济没有回到顺利复苏的轨道上来之前，美联储将通过增加流动性使美元一直处于弱势地位。另外，对美联储现任主席Bernanke其人做一些分析也能得出相同结论。

□ Bernanke 其人

既然本轮行情启动的关键因素是美联储，那么行情会延续多久也将追随美联储的货币政策的变动而变动。了解美联储历史的人都知道，美联储的货币政策在很大程度上是美联储主席个人对市场的认知的反映，不论在Paul Volcker时代，在Alan Greenspan时代还是现在的Ben Bernanke时代，都是这样。既然如此，探讨一下Ben Bernanke对这个市场的可能的看法就非常重要。以下几个关于Bernanke个人的情况就很值得注意：

- Ben Bernanke被公认为是世界首屈一指的对1929年大萧条的成因有深入研究的经济学家。换句话说，他被公认为是这方面的权威。
- Ben Bernanke对大萧条成因的研究结论（他认同Milton Friedman的观点）简单来说就是当时的Federal Reserve在经济危机爆发后错误地采取了收紧信贷的措施，最后导致市场流动性缺失，大批银行最后破产倒闭，致使一场温和的衰退演变成了一场大萧条(turning a mild recession into a major depression)。Bernanke本人在2009年7月于Kansas城的市政大厅举行的一个与普通老百姓面对面的演讲中清楚地表示他不会成为应付第二次大萧条的美联储主席（"I was not going to be the Federal Reserve chairman who presided over the second Great Depression,"）。
- 在2002年的一次演讲稿的注释中，Bernanke清楚地写着：人们知道通胀会抹去政府债务的真实价值，因此产生些许通胀符合政府的利益（"people know that inflation erodes the real value of the government's debt and, therefore, that it is in the interest of the government to create some inflation"）。也就是在那次演讲中，他引用了Milton Friedman的话，即：在经济体对付通缩时，可以用直升机往该经济体撒钱。他的“直升机 Ben”（Helicopter Ben）的外号也就是那时开始传开的。
- Ben Bernanke现在是他在美联储主席任上的第二任。2010年1月参议院投票的结果是70票赞成，30票反对。这是美联储主席任命历史上，获得赞成票最低的一次。
- 美联储为了将美国经济从本次衰退的泥潭中拖出来，已使其资产负债表增加了1.7万亿美元各类证券，而且联邦基准利率也以降低到了史无前例的0~0.25%。

所以，我们的推理过程如下：

（1） 对于一个首屈一指的对大萧条成因有研究的经济学家，是难以容忍坐视失去把他毕生的研

究结果用于实践的机会的。Bernanke认为大萧条的成因是当时的联储收紧市场流动性所致，现在市场的状况与当时有类似的地方，所以Bernanke显然不会像那时的联储主席那样收紧流动性（致使温和衰退演变成大萧条），相反，他会往市场注入流动性，只要能把经济提上去，注入无论多少流动性都是可以考虑的，因为这是他的毕生研究结果。

- (2) 设想一下这样一个环境，一个部门的某位员工获得部门领导提拔，但周围有相当部分的同事不赞成。然而做领导的力排众议将这位员工提拔起来。这位员工会怎么样？他会尽最大努力将那份新工作不但做成而且做好。上面提到，Bernanke虽获得第二任的连任，但所获得的赞成票数是历史上最少的。他的境况和这位员工相近，所以Bernanke无论如何不会让美国经济在他的第二任上出问题。
- (3) 为把美国拖出经济衰退的泥潭，美国政府实施了超过7800亿美元的刺激政策；美联储的资产负债表上增加了1.7万亿美元的各类证券，如果美国经济不能顺利复苏，其损失无以伦比。

结论：于公，更是于私，Ben Bernanke都不会让美国经济不回到复苏的轨道上。于公，美国经济不复苏损失会很大。于私，首屈一指的权威，而且是重权在手（美国的金融改革法案赋予美联储的权力更超以前），将毕生研究的结果用于实践却大败而回，Bernanke无论如何不会容忍这样的结果出现，否则他的一世英名就毁于一旦了。没人会这样。

目前市场预期美联储在11月2-3号的政策会议上会表示或暗示将向市场注入接近5,000亿美元的资金。我们无从断到底需要多少资金才能使美国经济顺利复苏，我们想下的结论是，如果美国经济的顺利复苏需要5,000亿美元，美联储逐步往市场注入的资金就一定是大于等于5,000亿美元；如果美国经济的顺利复苏需要10,000亿美元，美联储往市场逐步注入的资金就一定是大于等于10,000亿美元。除非出现特别原因使得美联储改变它的货币政策，否则未来的市场只会资金充裕而不会缺乏，加之企业的盈利向好，未来出现一轮慢牛行情的概率远大于不出现，但不太可能出现快牛行情！

最后，如果上述分析成立的话，我们认为本轮行情中的有色，煤炭类个股上涨得有些过头。既然这轮美联储向市场注入美元资金是因为日本政府意图使日元贬值而起，在日元现在未贬反升的情况下，美联储不太可能在11月2日-3日的例行货币政策会议上继续火上浇油，也许会第一步暗示出一个较之市场预期一致，或更可能稍低的数值，所以大宗商品应该很快就会面临回调，但回调空间不会太大，毕竟弱势美元和正常甚至是温和的通胀是美联储现在想看到的。

附注：

一、行业评级

推荐 - Attractive：预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line：预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious：预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy：预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform：预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral：预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell：预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻板、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号 11 楼

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：(86-21) 50586660 转 8640

传真：(86-21) 50586660 转 8611

邮编：200122