

外围风险偏好改善有助 A 股短期反弹

——短期不悲观，长期不乐观

核心要点：

- 10月以来欧美市场的走势表明：外围市场风险偏好出现明显提升，外围市场已经出现短期转折。
- 欧洲CDS指数、欧元-美元利差、10年期通胀保值债券收益率、恐慌指数、CRB指数和标准普尔500指数短期相关性等多重指数共同验证市场风险情绪已经大为改善，8月初以来主导外围市场下跌的宏观因素影响力正在逐渐减退。
- 主要商品价格反弹后仍需调整。具体地说，基本金属库存压力犹在，套息交易仍有待进一步解除；国际政治格局导致美国原油战略出现进一步微调；糖价上升空间较为有限。
- 基于阶段性出现的欧元走势领先A股的特征和两者高相关性，结合金融危机以来的历史经验，A股有望在近期产生阶段性拐点。
- 基于对长期经济的不确定性和前述大宗商品价格的忧虑，我们认为拐点之后的反弹是“回光返照”式的，市场“短期不悲观，长期不乐观”。

分析师



孙建波 博士

首席策略分析师

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511040002



秦晓斌

策略分析师 总监

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030001



王皓雪

策略分析师

☎: (8610) 6656 8607

wanghaoxue@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030002



李亚明

策略分析师

☎: (8610) 8357 1404

✉: liyaming@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100001

特此鸣谢

张一凡 大宗商品策略研究员

✉: zhangyifan@chinastock.com.cn

☎: (8621) 2025 2682

王维诚 博士 策略研究员

☎: (8621) 2025 7809

✉: wangweicheng@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

实习生刘先政对本报告编制也有贡献

目 录

一、市场交易行为表明外围市场风险偏好明显抬升.....	1
（一）10月4日外围市场风险情绪出现转折.....	1
（二）10月7日、10日市场表现印证短期转折.....	1
二、多重市场数据验证市场风险情绪大为改善.....	2
三、主要商品价格反弹后仍将调整.....	4
（一）基本金属：库存有待充分释放.....	4
（二）原油：普京上台预期导致美国石油政策进一步微调.....	5
（三）白糖：反弹后仍有调整空间.....	5
四、结论：A股有望在近期产生阶段性拐点.....	5
插图目录.....	7

一、市场交易行为表明外围市场风险偏好明显抬升

（一）10月4日外围市场风险情绪出现转折

中国“十一”长假期间，外围市场风险情绪明显改善：

10月4日晚间，伯南克和特里谢先后讲话，讲话分为几段进行。期间对市场影响十分明显：

在第一段讲话中，伯南克提到了进一步宽松，他说，在财政部同意的情况下，可以提供广泛的借贷计划应对金融系统的挤兑。美联储准备在必要时对市场提供支持性流动性。并进一步指出，希望确保经济从美联储获得足够规模的刺激措施。

我们特别注意到：伯南克提到如果希腊无序违约导致其他机构出现挤兑，可能对美国乃至全球构成重大冲击。此处强调如果希腊无序违约，而非违约。因此我们认为伯南克已经默认希腊违约。也就是说美联储已经将局势估计到最坏。

伯南克讲话后，美元指数下挫，风险资产跳涨，其中：风险货币上行，主要基本金属上涨，欧美股市全线反弹，纳斯达克迅速翻红。黄金小幅跳水。油价大幅反弹。VIX 恐慌指数小幅下行。

伯南克的第二段讲话，强调如果投资人对美国财政失去信心，美联储做什么都没有用。他说道欧洲情况多危机，但政治的复杂性令事态进展缓慢。强调短期无实施 QE3 的计划，但没有排除未来的可能性。讲话中出人意料地强调了对推出宽松政策的信心。北京时间 0 点过后，伯南克进一步指出，可能购买证券，削减超额准备金。

伯南克讲话期间，特里谢称欧元在未来 10 年可以保持价值，不支持 ECB 注资的救助基金。当天提到不能直接向银行注资，没有讨论 EFSF 杠杆化，最终当日欧洲在隔夜市场最坏时收盘。整个市场都经历了北京时间 22 点到 0 点的一轮反弹之后回到原点的调整。在这一过程中，黄金价格急跌 3%。

但是，当日美盘收盘前最后一小时，欧洲银行业可能资本重组的消息大大刺激了市场，风险资产全线上扬。当日收盘是在穆迪公布意大利长期主权债务评级下调之前。而次日市场并未受到意大利评级下调影响。

（二）10月7日、10日市场表现印证短期转折

10月7日欧洲收盘后，穆迪将比利时的本币和外币政府债券评级放入降级观察名单，同时宣布调降 12 家英国金融机构评级，同一天惠誉(Fitch) 调降意大利及西班牙主权评级展望均为负面，同时维持葡萄牙评级在负面观察名单之中。

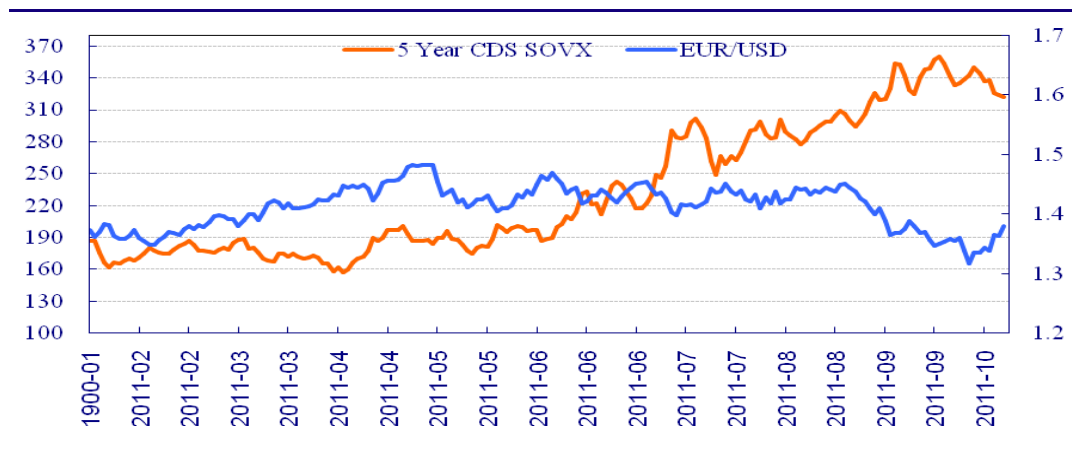
尽管面对上述负面新闻，欧美市场仍然保持了很强的特征，没有出现全面崩溃之势。这与之前欧债危机负面新闻一出市场就大幅跳水的情况完全不同，在此之前，诸如评级下调的事件对市场的负面影响通常是巨大的。这是一个非常重要的现象，表明市场短期情绪有很大改善，进一步印证了：短期市场转向乐观。

我们认为从这时起，“短期不悲观”的观点正式确立。

二、多重市场数据验证市场风险情绪大为改善

近期，多组市场数据均验证市场风险情绪已经大为改善：

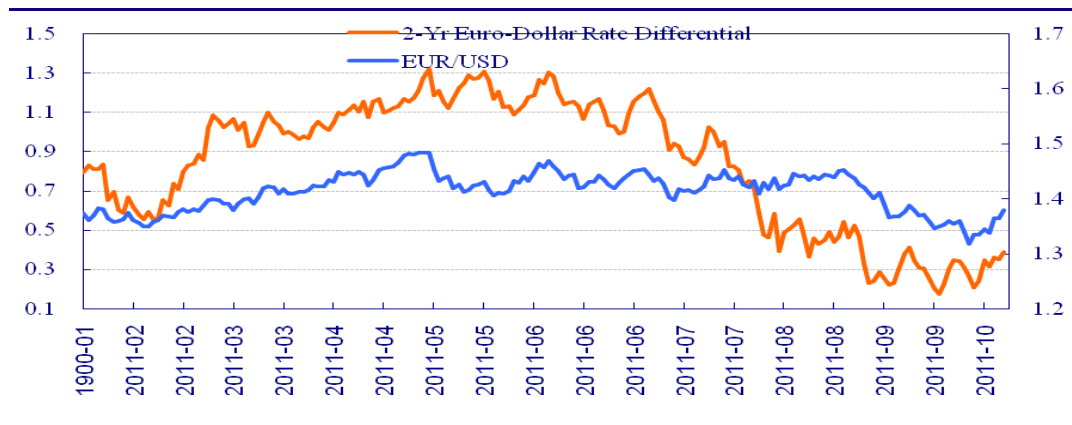
图 1：欧洲 CDS 指数脱离高位表明市场避险情绪减弱，欧元上行验证这一行为



数据来源：中国银河证券研究部，彭博

我们认为，CDS 指数脱离高位表明市场由于欧债问题引发的避险情绪正在降低。作为欧债危机直接被影响的货币欧元的反弹，印证了这一判断。

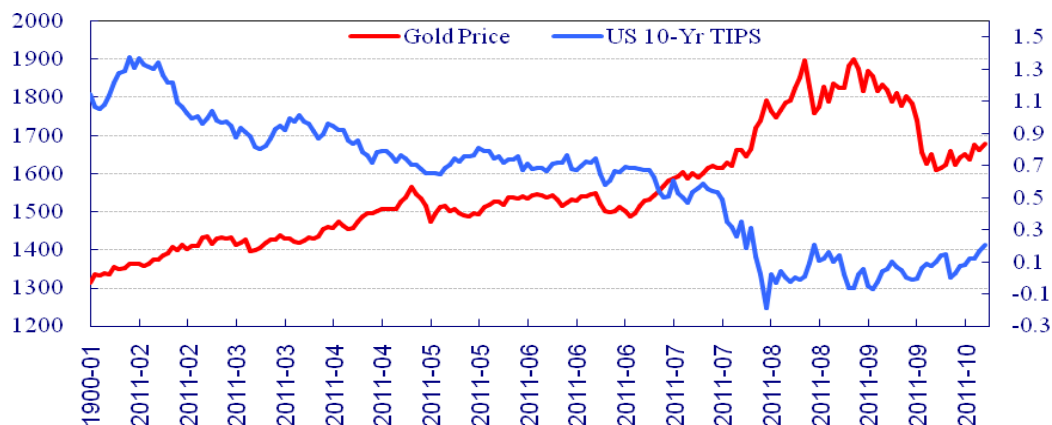
图 2：欧元-美元利差上行有利于存量套息交易继续维持



数据来源：中国银河证券研究部，彭博

我们认为，欧元-美元利差上行有助于存量套息交易的继续维持，有利于推迟市场的去杠杆化进程。

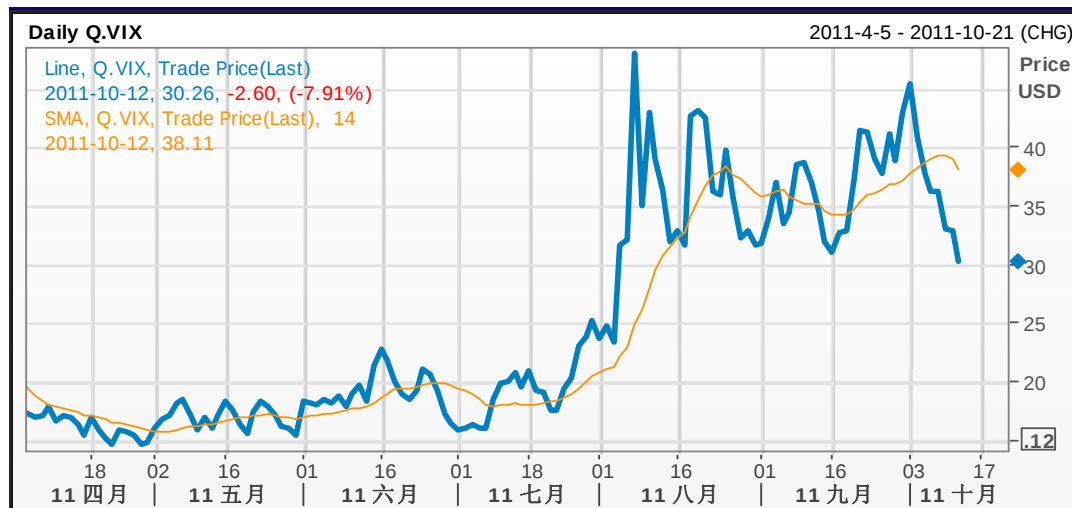
图 3：10 年期通胀保值债券收益率回稳表明市场通胀预期逐渐平复



数据来源：中国银河证券研究部，彭博

我们认为，10 年期通胀保值债券收益率止跌回稳，表明市场对长期通胀的预期已经逐渐平复，近期黄金价格的调整与此相关。长期通胀预期的平复有利于股票市场的走好。

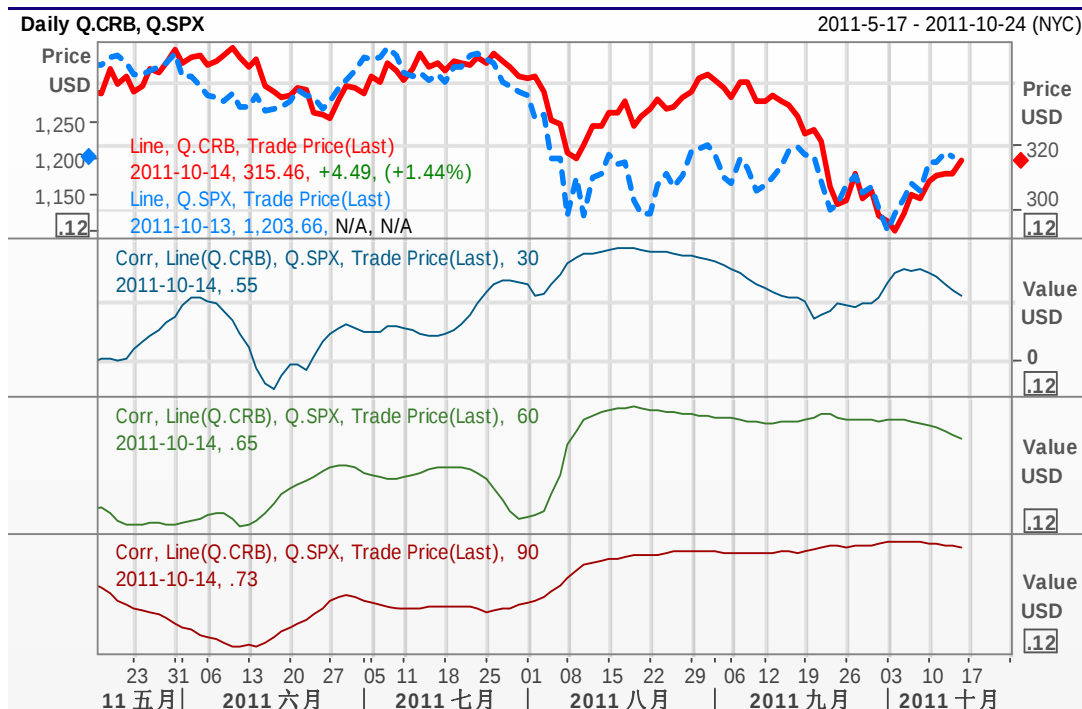
图 4：恐慌指数已降至 8 月以来最低水平



数据来源：中国银河证券研究部，路透

恐慌指数达到 8 月初美国评级下调以来最低值，我们认为这表明短期市场避险情绪已经显著改善。

图 5: CRB 指数和标准普尔 500 指数短期相关性走低



数据来源: 中国银河证券研究部, 路透

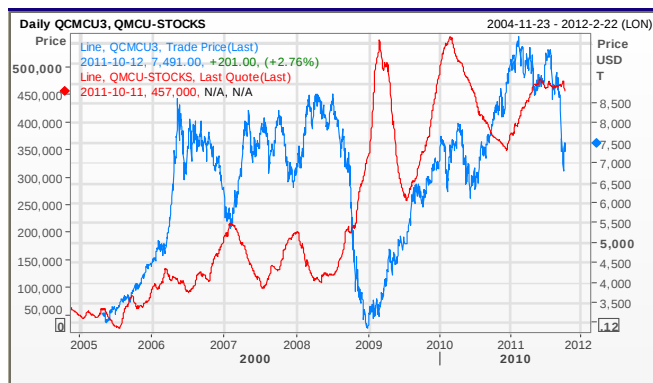
CRB 指数和标准普尔 500 指数中短期相关性达到 8 月以来较低位置, 表明 8 月份以来主导市场的宏观因素影响已经显著减弱。

三、主要商品价格反弹后仍将调整

(一) 基本金属: 库存有待充分释放

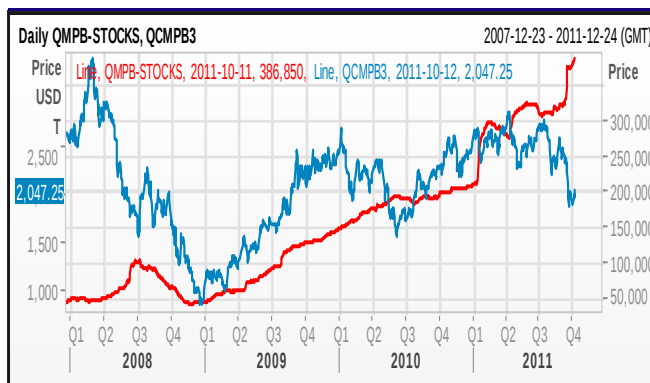
根据我们一贯的逻辑 (详见《有色金属行业 2011 年中期策略报告: 金铜领衔盼反弹, 然中期存隐忧》), 我们认为套息交易的最终解除将导致市场价格出现大幅下滑。

图 6: 铜价虽跌, 库存仍高企



数据来源: 中国银河证券研究部, 路透

图 7: 铅库存持续攀升



数据来源: 中国银河证券研究部, 路透

近期铜价持续下跌，市场关注的焦点已经从宏观因素略微转向铜的库存形势。LME 亚洲仓库大量注销铜、锡仓单，目前注销仓单量占 LME 库存总数超过 10%。然而铜库存仍然高企。历史的经验表明，注销仓单的行为可能存在多种考量，并不一定意味着提货和库存的减少（如 2009 年 4 月）。

我们认为鉴于库存的高企和美国 OT2 政策的实施（详见《有色金属行业：OT2 若推出，长短期影响迥异——美联储货币政策会议前瞻》），短端实际利率的抬升将令市场在未来进一步解除金属套息交易，从而导致价格和库存的双降。只有当价格和库存降低到一定水平，金属价格才将真正企稳。

尽管我们看好包括金属价格在内的风险资产在近期的表现，但长期看，任何的反弹都是阶段性的。

（二）原油：普京上台预期导致美国石油政策进一步微调

近期，普京宣布参加明年俄罗斯总统选举。由于原油价格高企将大大利好俄罗斯，普京的上台将促使美国的石油政策进一步微调：我们认为美国未来将进一步强调限制高油价。

（三）白糖：反弹后仍有调整空间

我们认为，印度 10 月末可能会新增糖的出口，10 月 1 日印度已经批准了 50 万吨糖出口。我们相信，今年北半球整个糖的供应形势应该是丰收的。这对目前的糖是一个最具根本性的基本面，限制了糖价未来的涨幅。

市场对糖的看涨预期主要来自对巴西甘蔗含糖量下降。我们认为，巴西由于大量的甘蔗被用于乙醇的生产，因此对于糖和乙醇的价格弹性都很大。在我们对原油价格反弹高度有限的前提下，巴西将主要减少乙醇的生产，而非糖。

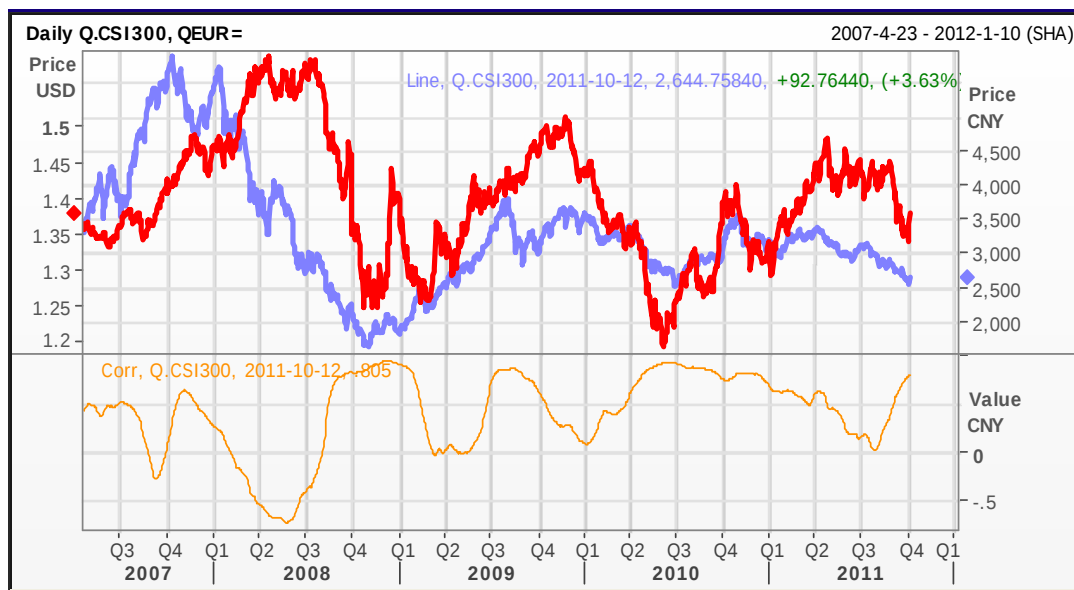
泰国的洪水是影响短期糖价的一个变量因素。泰国是第二大糖出口国，市场对这方面有所担心，刺激了短期国际糖价。但是糖相对耐涝不耐旱，所以影响目前难以确定，这个是后期市场的一个变量。

整体而言，我们认为，糖受到泰国和巴西因素的影响会跟随商品在近期有一定的反弹，但上升高度将受到限制，且后期有进一步调整的可能。

四、结论：A 股有望在近期产生阶段性拐点

我们认为，外围市场的情况有利于 A 股市场短期表现。在未来一段时间内，市场将维持乐观预期。

图 8：目前沪深 300 指数和欧元走势相关性（120 日）较强



数据来源：中国银河证券研究部，路透

我们研究了 A 股市场和国际市场多个交易品种之间的相关关系。我们最终发现在沪深 300 和欧元走势的关系中，存在以下有趣的现象：

一是无论从幅度还是时间看，在 2009 年末以前，A 股市场领先于欧元市场，而 2010 年以来，欧元走势领先于沪深 300；

二是自金融危机以来，沪深 300 走势和欧元走势长期保持正相关关系；

三是目前两者 120 日相关性已高达 0.8 以上。金融危机以来，每次在 0.8 以上位置出现 120 日相关性拐点，均为 A 股的阶段性拐点。

我们认为，基于目前欧元走势领先 A 股的特征和高相关性，从金融危机以来的历史经验看，A 股有望在近期产生阶段性拐点。

但基于对长期经济的不确定性和前述大宗商品价格的忧虑，我们认为拐点之后的反弹是“回光返照”式的，市场“短期不悲观，长期不乐观”。

插图目录

图 1: 欧洲 CDS 指数脱离高位表明市场避险情绪减弱, 欧元上行验证这一行为	2
图 2: 欧元-美元利差上行有利于存量套息交易继续维持	2
图 3: 10 年期通胀保值债券收益率回稳表明市场通胀预期逐渐平复	3
图 4: 恐慌指数已降至 8 月以来最低水平	3
图 5: CRB 指数和标准普尔 500 指数短期相关性走低	4
图 6: 铜价虽跌, 库存仍高企	4
图 7: 铅库存持续攀升	4
图 8: 目前沪深 300 指数和欧元走势相关性 (120 日) 较强	6

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪，李亚明，策略分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn