

做空中国愈演愈烈 解铃等到系铃人

周三，11 月最后一个交易日，2300 点政策底岌岌可危，沪指相继失守 2400 整数关以及 5 日均线，全市场弥漫悲观情绪。

欧债危机风雨飘摇，虽然欧洲各国已经就扩大“欧盟金融稳定机制”(EFSF)规模的两种选择的具体条款达成一致，但是标准普尔周二美股收市后宣布下调美国银行、高盛、汇丰等全球多家银行评级又给全球金融市场带来重磅炸弹，标普此时调降银行评级将增加银行借贷成本，继而对全球金融系统产生负面影响。

国内方面，12 月限售股解禁市值环比增近 8 成，临近年末，新股发行又现高潮。东吴证券赶在新华保险之前发行，此外，包括陕煤股份、中交股份、西部证券等大盘股也蓄势待发；还有 50 家左右已经过会但尚未发行的中小板、创业板公司也将赶在年末登场，合计发行股数高达 15.6 亿股。巨大的扩容压力将继续给国内 A 股市场资金面施压。

但笔者认为，今天暴跌并不是仅仅是对上述利空的正常反应，而是我们在前期一直谈到的四季度人民币存在贬值可能的问题，也就是热钱撤离的问题。从 10 月份数据可以看到，在贸易顺差近 200 亿的情况下，外汇储备减少了 600 亿。11 月的数据还没公布，估计这个数字将更大。同时，海外做空机构对在美上市的中资概念股的猎杀也愈演愈烈，继浑水、香橼等做空机构猎杀东南融通、东方纸业、绿诺科技等中国概念股之后，11 月 22 日浑水再次出手，在沽空研究报告中给予分众传媒股票“强烈卖出”的评级，分众传媒当日暴跌 40%。因此今日的暴跌也不排除是做空机构利用 B 股间接做空 A 股的可能性存在。我们判断热钱如果持续撤离的话，将持续通过各种路径和手段做空人民币、做空地产、做空商品甚至做空 A 股，A 股投资者应严阵以待，不应被其利用。08 年美国金融危机爆发时，中国短期游资流入的占比只有 20%，而 09 年后，短期游资的流入占比达到 60% 以上，这也就让我们看到我们的外汇储备在短短 3 年内增加了 1.3 万亿美元到底是什么钱，它的危害性有多大，我们不应该仅仅谴责我们的 4 万亿错了。而现在或许就是结束的时候了。

中国经济固然有其自身存在的经济问题，尤其是当前人口红利即将结束，刘易斯拐点悠悠到来，未富先老已经在中国出现，在这个时点上我们也难以判断未来中等收入陷阱是否会在中国出现，是不是会出现失

分析师：冯志远
执业证书号码：S0550511020006
TEL: (8621)6336 7000-287
Email: fengzy@nesc.cn

编辑：策略组
TEL: (8621)6336 7000-287
FAX: (8621)6337 3209
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

落的 10 年，因此未来政策将决定经济的演绎方向，宁愿在不平衡中复苏，也不能在平衡中衰退，高增长、低通胀的组合将不会出现。欧债危机当前已经是最坏或者可以预见到怎样才是最坏，我们需要评估的是对中国经济的直接影响是什么，而不是心里层面上总是在影响自身决策，欧债危机提供了人民币国际化的契机，提供了欧洲承认中国市场经济地位的契机。但同时我们也看到，相对于欧洲，美国经济依然呈现出周期性波动，而不会趋于崩溃。当真如果欧元崩溃、日元崩溃，美元将更加树立其货币的霸权地位，美国的量化宽松货币政策哪怕是推出 QE3，对市场的影响力也是越来越弱。因此笔者依然判断，中国未来的财政货币政策将更加全球一体化，在全球量化宽松的货币政策主导下，游资的流向显露无遗，政府到底是应该吸纳游资还是挤出游资是不容置疑的，在房地产限购不取消的前提下，降低准备金，甚至降息都是可预期的。

自 2010 年以来紧缩的货币政策周期或许已经终结，其实，中国居民的大类资产配置，除了房价以外到底还有多少泡沫呢？紧缩的货币政策最终使中小企业的生存环境得以恶化，高利贷盛行。紧缩的货币政策使得海外游资蜂拥而入，推升输入性通胀，套取无风险收益。巴西的降息可以理解为其已经反思到了问题的根结，而恰恰是我们货币政策微调确认后，游资其实已经开始撤离，游资就是最聪明的资金，游资最喜欢新兴市场加息。

收盘后关注到中国证监会有关部门负责人 11 月 30 日对证券时报记者表示：“关于国际板的传闻不实”，以及晚间存款准备金率下调的消息出台，终于确认了我们快要自己都不相信的未来的政策导向。中国政府不会在市场极其脆弱的时候推出国际板来砸自己的 A 股，舆论先行是新事物出台前通常的做法，而在吹风阶段，往往是利益攸关者，比如上交所最活跃的时期。同时笔者认为，未来中国应该已经进入存款准备金的下降通道，欧债危机的恶化为我们挤出游资提供了契机。在未来 CPI 持续回落的情况下，降息空间依然存在。而巨大的中小板、创业板公司扩容笔者理解并不一定完全是坏事，中国将在不停的试错中转型，试错是需要不断的投资的。中国是以前是制造大国，未来依然是制造大国，我们欢迎游资做空人民币，做空商品，这对中国经济转型都是极其有利的，相信 2012 年经济增长或许还不如 2011 年，但 A 股的生存环境将好过 2011 年，我们不能坚信 2300 点的政策底未来几年一定不破，但相信 12 月的首个交易日会报复性反弹。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。