避险，并寻求确定性

——次按危机以来全球金融市场的特征与趋势分析

根据次按危机波及的领域以及人们担忧情绪的扩散程度，可以把2007年以来的次按危机划分为三个阶段。

未来数月，我们预计，避险情绪仍将主导全球金融市场。随着日元套息交易的进一步平仓，全球资金面将继续偏紧，日元、国债、贵金属和农产品被继续看好；中期来看，抵御外需冲击能力强的国家（地区）可能受到资金青睐，同时饱受次按危机摧残的知名金融机构将成为并购资金追逐的猎物。

对中国而言，由于目前仍处于次按危机的第三阶段，游资从中国市场的撤离为人民币加速升值提供了难得的时机。我们看好直接受益人民币升值的行业，如航空、造纸。

⊙申银万国证券研究所

一、次按危机的三个阶段

纵观2007年以来次按危机由星星之火向烈焰熊熊的演变，我们可以大致划分出三个阶段。

1、第一阶段：次级住宅按揭市场的危机——“美国次按市场遇到了问题”

次按危机的第一阶段从2007年初至当年的7月中旬，其主要特征是，直接经营次级按揭贷款业务的机构遭遇到困境，但市场轻视次按危机对美国经济和金融体系的影响，认为问题将会局限于次按市场。在这一阶段，代表美国主板股票市场的标准普尔500指数累计上扬了9.15%，金融市场的强势为当时的主流心态提供了清晰的注脚。

2、第二阶段：次按危机向金融市场蔓延——“发达经济体的金融市场遇到了问题”

次按危机的第二阶段从2007年7月19日一直延续到11月底，其主要特征是，更多金融机构开始遭受次按问题的冲击，市场信用风险溢价出现急速飙升，金融危机引发各国央行进行注资干预，但美国实体经济依然保持快速增长势头。因此，彼时的主流舆论认为，次按危机首先是美国金融市场的问题，其次是那些大量投资于美国次按产品的发达经济体所需要面对的问题。

3、第三阶段：对发生经济危机的担忧加剧——“世界经济遇到了问题”

目前我们正处在次按危机的第三阶段，该阶段从2007年12月开始，其主要特征是，随着对美国经济前景的悲观预期逐渐占据上风，“世界经济遇到了问题”——这种担忧开始萦绕在人们心头。

二、外汇市场：资金撤离美国部分回流日本

1、美元有效汇率：暴跌后暂时企稳

在次按危机的第一和第二阶段，美元指数（代表美元对六大主要货币的名义有效汇率）在起初的六个半月中下跌了3.42%，在接下来的四个半月里进一步下跌了5.32%，并于11月26日创出74.859的历史新低。2007年以来美国贸易逆差不断缩窄，这本应支撑美元汇率，然而美元指数却持续下跌，这表明期间有大量资金撤离了美国；进入第三阶段后美元暂时走稳，反映撤资冲动暂告段落。这表明，当人们对经济前景的忧虑从美国扩散到全世界的时候，资金暂时失去了明确的区域流向。

2、拉美货币：在第一阶段表现抢眼

在次按危机的第一阶段，以巴西雷亚尔为代表的拉美货币表现极为抢眼。即便是考虑到该阶段美元对主要货币全面走弱的影响，巴西雷亚尔鹤立鸡群的涨幅也令其它货币汗颜。这反映在当时环境下，有大量资金流入拉美市场。

3、日元汇率急升：套息交易平仓，收紧全球流动性

在次按第一阶段，在其它货币对美元纷纷走强背景下，日元对美元汇率却出现了醒目下跌，这意味着日元对美元以外的其它主要货币经历了更大跌幅。其中的主要原因在于，日元低利率导致日元与其它货币之间的高利差，引发大量借入低息日元，转换成其它高息货币进行投资，从而赚取利差的套息交易。套息交易的活跃，在一定程度上反映了当时的投资者对全球金融市场的繁荣稳定持积极乐观态度。

从次按危机的第二阶段开始，发达国家的金融市场经历了大幅波动，套息交易风险增加；进入第三阶段后，套息交易的预期收益进一步压低，平仓资金回流日本，推升了日元汇率。然而日本国内的金融市场，特别是日本股市并未因此获得流动性支持，这表明回流资金可能被用于清偿借贷头寸，这意味着全球流动性的收紧。

三、股票市场：从偏好新兴市场到全面撤退

1、发展中国家与发达国家股市：紧密联动——试图脱钩——重新挂钩

尽管2007年以来MSCI发展中国家指数与MSCI发达国家指数在总的趋势上表现相近，但进一步分析表明，在危机第二阶段，发展中国家股市与发达国家股市之间的联动性有所减弱。在资金撤离发达国家股市的同时，有流入发展中国家股市的迹象。然而进入第三阶段后，资金从全球股市全面撤退。

从相关性来看，MSCI发展中国家指数与MSCI发达国家指数的联动性在危机第二阶段有所下降，但在第三阶段，联动性又显著增强。相关系数显示，在危机第一阶段两类市场高度联动；到了第二阶段，相关性有一定减弱，两类市场呈现试图脱钩迹象；但在第三阶段，相关系数又上升了到空前高度，进入重新挂钩时期。

从收益率来看，在次按危机的第二阶段，两类市场的收益率一正一负，反差鲜明。在危机第一阶段，两类市场都取得了正收益，但在第二阶段，发展中国家指数并未跟随发达国家指数下跌，在四个半月的时间里仍取得了接近10%的收益，脱钩迹象明显。然而进入第三阶段后，两类市场出现一致性的下跌，显示资金从全球股市全面撤退。

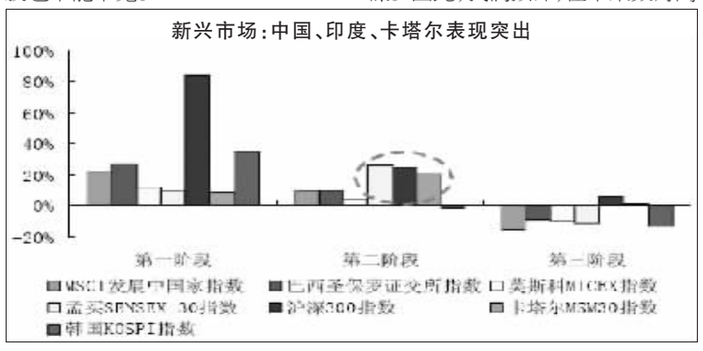
成交量数据则进一步印证了在危机第二阶段，资金对新兴市场的青睐。在第二阶段，发展中国家股市的日均成交量占比较第一阶段有明显上升，而发达国家股市的日均成交量占比相应下降。这在一定程度上表明资金对两类市场偏好的转变，暗示资金在撤离发达国家股市的同时，有流入发展中国家股市的迹象。然而在第三阶段，发展中国家股市的日均成交量占比回落到2007年至今的均值水平，显示资金对该类市场的偏好相对降低，这在某种程度上印证了两类市场已经重新挂钩的判断。

2、香港曾经是发达市场的例外，新兴市场偏好印中卡

在次按危机的第二阶段，发达地区的股市普遍下跌，但香港股市的表现格外抢眼。在这四个半月中，MSCI发达国家指数累计下跌2.0%，而香港恒生指数却大涨了25.4%，这在相当程度上与香港背靠中国大陆这一因素紧密相关。受中国内地经济增长强劲、QDII大举南下、“港股直通车”有望开闸利好等因素刺激，港股表现成为发达市场中一个明显例外。然而到了第三阶段，在全球股市普遍下跌背景下，港股也未能幸免。

发展中国家股市与发达国家股市的趋势大致相仿

新兴市场：中国、印度、卡塔尔表现突出



在新兴市场股市试图与全球股市脱钩的次按第二阶段，印度、中国大陆和卡塔尔股市表现最为突出。其中，印度孟买SENSEX指数以26.6%的涨幅独领风骚，中国大陆沪深300指数以24.4%的涨幅紧随其后，卡塔尔MSM30也上涨了20.7%。表明在该阶段，流入新兴市场的资金更加青睐上述三个市场。到了第三阶段，在全球股市普跌背景下，各新兴市场的表现也难尽如人意。

四、国债市场和商品期货市场

1、国债市场：避险情绪升温下的首选

在次按危机的第一阶段，代表全球无风险利率水平的美德日10年期国债收益率出现整体攀升态势。全球无风险利率的提升，意味着风险投资的机会成本增加，反映出市场对风险的偏好增强，资金持续流入高收益的投资领域。进入第二阶段后，国债收益率持续显著下降，一方面反映出投资者在经历了金融市场动荡，并对经济前景抱有忧虑情况下，避险投资需求上升；另一方面，反映出投资者对全球经济走弱，将迫使主要央行降息的预期不断升温。这两种因素共同促使资金流入国债市场。

2、商品期货市场：避险品种受到追捧，需求敏感品种遭遇抛弃

在原油期货市场上，资金推动原油价格在次按危机的第二阶段大幅走高，但在第三阶段，对经济前景的担忧促使原油期货缩量盘整，反映资金有撤出可能；在基本金属期货市场上，以铜为代表的基本金属自第二阶段以来就呈弱势，资金撤出迹象明显；在黄金期货市场上，资金在避险情绪的强烈驱动下不断推高金价；在农产品市场上，对供应的忧虑促使这类需求收入弹性偏低的商品持续走牛。

五、次按危机中的资金流向：总结与预测

1、全球资金面将适度偏紧

套息资金回流、基础货币窖藏引发全球流动性紧缩。一方面，随着全球经济前景趋黯，套息交易面临进一步的平仓，这将导致全球市场资金的减少。另一方面，尽管全球各大央行将继续通过降息、投放基础货币等途径向市场注入巨额流动性，但这些货币会在金融机构手中被沉淀下来，货币创造能力严重降低。因此，我们预计，在未来数月内全球资金面将继续遭遇适度偏紧局面，直到金融机构完成资产负债表的清理，愿意恢复正常的资金拆借业务为止。而这一过程的完成，至少要等到4月份主要金融机构披露2008年第一季度报表以后。

2、短期——避险于低风险品种

在未来数月内，避险情绪仍将主导投资者行为。我们继续看好国债、贵金属、日元以及供应受限的农产品。随着经济下滑迹象日益明显，市场对违约风险的担忧将与日俱增。为了规避信用风险，国债和贵金属将继续成为全球资金的避风港；全球投资机会的减少，日元套息交易的平仓，将导致资金回流日本，在短期内继续支撑日元汇率；需求收入弹性较低，而供应受限的农产品也将继续成为全球资金青睐的投资品种。

3、中期——布局于成长前景明确的地区，以及虽受次按冲击，但极具品牌知名度的金融机构的股权

我们认为，在经历了2008年第一季度的动荡后，对于美国经济以及世界经济下滑究竟将严重到怎样的程度、究竟还会持续多久，市场将会有一个更加清晰的认识，从而能对外部冲击的国别影响作出一个更为合理的判断。届时，那些财政状况适宜、利率下调空间宽裕、外汇储备殷实的国家（地区），也就是拥有足够的抗击外需冲击能力的国家（地区），很可能成为逐利资金追逐的对象。

由于次按相关产品已经给众多金融机构造成了巨额损失，未来经济的下滑将进一步导致金融机构资产质量的恶化，这些因素已经并将继续令西方金融机构蒙受巨额亏损。股价下跌、对资本金的渴求，将使这些金融机构沦为被收购对象。其中，拥有品牌优势、网络优势、技术积淀等优质资产的金融机构将备受并购资金的青睐。

六、对中国意味着什么：人民币升值的黄金时机，利好航空造纸等直接受益行业

在次按危机的第三阶段，避险情绪主导下的投资者正从包括新兴市场在内的全球股市全面撤退，中国股市也未能幸免。同时，中国政府对房地产市场的调控，特别是对外资日益严厉的限制，也令海外资金却步。过去，困扰人民币快速升值的一个顾虑是，一旦人民币基本完成了升值进程，套利中国的海外游资就有可能大规模撤离，引发国内经济和金融市场的剧烈动荡。如今，海外资金的主动撤退使我们的这种担忧减轻了许多。在世界经济形势逐渐明朗，海外游资杀回中国之前，我们将享受人民币加速升值的黄金时期。在此背景下，我们看好因资产负债表效应和利润表效应，能从人民币升值中直接获益的行业。

受益于人民币升值的行业可以分为两类：一类是受海外资金套利人民币升值所驱动的行业，主要是持有大量人民币资产的行业，比如地产。在海外资金大量撤离时期，流动性的逐渐收紧将不再支撑上述行业的价值重估进程，因而这类行业不是当前情况下我们关注的重点。

另一类是在经营活动中直接受益于人民币升值的行业，而根据直接受益的来源，又可以分为两种情况。一是资产负债表存在币种错配，即大量持有人民币资产，同时大量握有外币（主要是美元）负债的行业，比如航空。在人民币加速升值背景下，其债务负担得以显著减轻。二是成本收入存在币种错配，即销售收入主要在国内（收入的是人民币），而原材料主要靠进口（成本支付的是美元）的行业，比如造纸。在人民币加速升值背景下，其成本相对于收入将出现下降，毛利率则会上升。这类能直接受益于人民币升值的行业，是我们在当前环境中更为看好的领域。 （执笔：袁宜）

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

（统计日：1月23日至2月14日）

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	2月13日收盘价	目标涨幅%	报告EPS预期 2007	报告EPS预期 2008	股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	2月13日收盘价	目标涨幅%	报告EPS预期 2007	报告EPS预期 2008
601628	中国人寿	中投证券	强烈推荐	1-30	83.30	40.20	107.21	1.38	1.24	600596	新安股份	中投证券	强烈推荐	1-23	120.00	73.00	64.38	1.80	2.44
600150	中国船舶	中信建投	买入	1-31	450.00	218.20	106.23	5.92	9.12	000042	深长城	东方证券	买入	1-29	40.00	24.41	63.87	0.79	1.84
000537	广宇发展	中投证券	强烈推荐	2-5	25.60	12.48	105.13	0.11	0.79	002123	荣信股份	兴业证券	强烈推荐	2-3	135.00	82.92	62.81	1.28	1.96
601628	中国人寿	国泰君安	增持	1-30	79.00	40.20	96.52	1.02	1.63	601166	兴业银行	安信证券	买入	1-24	72.42	44.51	62.71	1.57	2.25
000012	南玻A	中投证券	强烈推荐	1-24	35.18	19.11	84.09	0.47	0.90	002052	同洲电子	中投证券	强烈推荐	1-31	30.10	18.61	61.74	0.46	0.86
600362	江西铜业	中投证券	强烈推荐	1-29	82.50	45.89	79.78	1.65	2.35	600153	建发股份	银河证券	推荐	1-28	45.00	27.85	61.58	1.10	1.55
000831	关铝股份	中银国际	优于大市	1-23	54.50	30.60	78.11	0.98	1.55	601328	交通银行	海通证券	买入	1-23	20.00	12.67	57.85	0.42	0.63
000060	中金岭南	西南证券	强烈买入	1-30	64.00	37.25	71.81	1.65	1.87	600362	江西铜业	安信证券	增持	1-23	72.00	45.89	56.90	1.50	1.88
600595	中孚实业	西南证券	强烈买入	1-25	44.00	25.98	69.36	0.95	1.44	600426	华鲁恒升	安信证券	买入	1-28	45.00	28.82	56.14	0.67	1.26
600673	阳之光	兴业证券	强烈推荐	1-30	40.00	23.81	68.00	0.13	1.00	000932	华菱管线	中信证券	买入	1-29	20.00	12.89	55.16	0.72	1.00
600535	天士力	招商证券	强烈推荐	2-4	35.00	20.87	67.71	0.35	0.53	600016	民生银行	国金证券	买入	1-23	20.64	13.31	55.07	0.45	0.73
600111	包钢稀土	平安证券	强烈推荐	2-13	70.00	42.16	66.03	0.78	1.45	600117	西宁特钢	江南证券	买入	1-30	28.80	18.64	54.51	0.37	0.72

说明：

1）“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识，目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。

2）以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识，并不代表市场以及买方机构投资者的观点，在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性，同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出具后市场的反映情况等。因此，我们同时给出一致预期数据，这一更能代表市场平均预测水平的指标，将对您的投资提供新的依据。

（数据来源：上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com）

■信息评述

温家宝主持国务院会议部署灾后重建

国务院总理温家宝13日主持召开国务院常务会议，研究部署灾后重建工作。会议指出，这次灾害天气持续时间长，影响范围广，危害程度深。灾后重建的任务十分繁重，下一阶段工作重点应该由应急抢险转入全面恢复重建。

申银万国：

雪灾对一季度各经济指标影响很大，但是对全年影响十分有限。经过粗略估算，雪灾会影响GDP0.5%。由于到现在为止，雨雪灾害天气基本结束，经过更为细致的测算，一季度投资可能因此下降3.9%，出口下降4.8%，GDP下降0.47%-1.27%。而且雪灾造成的农业生产损失和交通受阻，将抬高1月份和2月份的CPI，预计一季度CPI达到甚至超过7%。但是由于一季度，尤其是1月份和2月份经济总量占全年比重很小，如果再考虑到余下三个季度的“补足”效应，雪灾对全年的影响十分有限。

但是此次灾害与1998年洪水和2003年SARS有很大不同。尽管此次雪灾持续时间非常长，范围非常广，但是与洪灾相比，其对基础设施和生产的破坏程度要差很多，影响也更加短暂。如果看1998年洪灾以后的重建工作，可以发现，政府实行的基本上是刺激性的财政政策和货币政策。2003年SARS期间，经济活动受到抑制，所以其后也是扩张性的财政和货币政策。但是1998年由于毫无通胀之忧愁，亦无经济过热之担忧，相反由于国际经济形势不景气，国内也刚好需要扩张性的财政政策和货币政策。此次情况已经不同，经济过热风险依然很大，通胀压力犹存。再看2003年，扩张性的财政政策和货币政策导致了2004年的经济大热，投资增长40%，信贷70%，通胀随之上升到超过6%，并最终导致了严厉的调控。因此，从1998年和2003年的经验来看，目前政府还不到改变从紧政策的时候。

灾后重建的机会主要在电网、交通和农业生产上。电网受损最为严重，因此，相关行业最有可能获利；此次交通受阻，但是没有证据表明交通基础设施有很大缺陷，可能只能说明铁路建设依然落后，因此，交通设施，比如公路的修建还是更多体现为乡村公路的改进。从这个角度看，地方性的水泥企业有机会，当然铁路投资可能加快；农业生产方面，担心种子、化肥、农药等农资价格会继续受到管制，以保证春耕的顺利。

美国1月份销售数据意外强劲

美国商务部周三公布的数据显示，1月零售销售数据意外上升0.3%，而该数据在去年12月份为下降0.4%，此前市场普遍预期1月份零售销售下降0.4%。该数据显示美国国内消费依然强劲，经济陷入衰退的可能性降低。

德邦证券：

销售报告是标志美国消费支出的重要数据，而美国国内消费占GDP的比重高达70%以上，数据高于市场预期表明短期内美国国内经济增长仍将保持强劲。从具体数据分析来看，加油站销售额的上升和汽车及其零部件销售的增长为整体销售数据增长提供了主要支撑。1月份加油站销售增长了2.0%，汽车及其配件销售增长了0.6%；而剔除汽油和汽车及配件销售增长后，1月份零售销售数据与上月持平。值得注意的是，上述数据未经季节调整，1月份销售数据的意外强劲有可能是汽油价格上涨所带动。从中长期来看，美国国内消费需求目前仍然处于下降通道之中，但短期的意外强劲数据能为外围市场短期企稳提供有力支撑，而对美国经济陷入衰退的担忧情绪短期内也将有所缓解，这将有助于国内A股市场的筑底。

央行加大公开市场操作力度

在昨日的公开市场操作中，央行将发行3期票据，共计1950亿元，为去年3月9日以来的单日最高发行量。

兴业证券：

本周公开市场资金到期量仅为340亿元，央行主要回笼春节前向市场投放的资金量，从而避免市场资金过多，1月份公开市场净投放资金5830亿元。此外，由于春节放假原因，2月5日央行暂停了票据发行。统计显示，除了定向和准定向品种外，昨日3年期央票发行量为启动发行以来的最高水平，而1年期央票的发行量则为去年3月中旬以来的第二高水平。

周三国务院常务会议部署灾后重建工作，需要银行信贷支持，在存款准备金率上调到14.5%历史高位后银行资金运用受到一定限制。从国际来看，由于次贷危机持续蔓延，世界流动性开始偏紧。我国央行在加大公开市场操作力度的同时，是否频繁动用存款准备金率工具，需要观察国际资金流入我国规模，以及信贷和存款外流银行体系的情况而定。

■行业评析

移动电话漫游费下调方案公布

周三晚上信息产业部、发改委公布了移动电话国内漫游通话费上限标准最终方案，2008年3月1日起按调整后标准执行。

海通证券：

此次公布的最终方案是以听证会第二方案为基础，在总降幅基本不变前提下作了结构性微调。从个别电信企业的盈利水平看，漫游费仍有进一步降低空间。但由于几大电信运营企业经营状况极不平衡，进一步降低资费受到一定制约。电信资费调整，要兼顾消费者利益和电信事业发展的需要，既要让消费者共享经济发展、技术进步的成果，又要让经营者有适当盈利，能够跟上技术进步的步伐。

漫游费下调将阶段性负面影响移动运营商收入，虽然从静态角度来看降幅较大，但是漫游费毕竟只是移动运营商收入的一个较小的组成部分（我们测算中国联通为7%），我们预计移动运营商年度收入在未来仍将稳步增长。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系