

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

2011年海外市场展望 ——复苏的颠簸之路

上投摩根基金管理有限公司
公司网址: www.51fund.com
2010.12

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

目录

- 发达市场展望
- 新兴市场展望



复苏之路充满荆棘，
但我们依然向前

■ 发达市场展望

恐慌的2010-复苏之路并不平坦

- 年初投资者的乐观情绪深受欧洲债务危机的打击。
- 美国经济再次疲弱,引发市场对二次探底的忧虑。
- 最近的数据表明我们仍在复苏之路。

—— 不必恐慌，这是大的危机和萧条后经济的正常表现。



欧洲债务危机

风起云涌，但危机可控



欧洲债务危机-风起云涌

- 希腊债务危机后，爱尔兰问题又浮现，债务危机有蔓延的风险，但这种风险是可控的。
- 7500亿欧元欧盟援助基金；欧洲央行的危机国家债券购买计划。
- 危机国家的GDP只占欧盟很小的部分，西班牙的经济规模较大，但他的情况相对较好。
- 核心欧洲（德国、法国等）的经济状况相对健康，不会容忍债务危机的蔓延。



www.shutterstock.com · 52213798

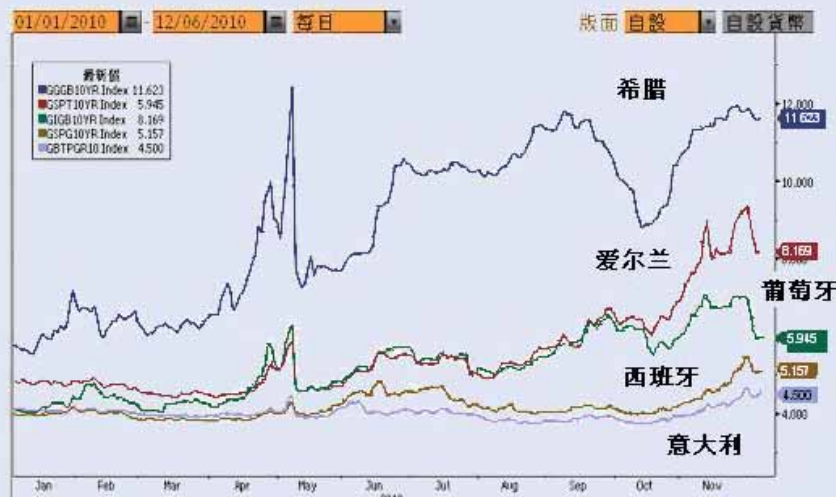
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

欧洲-危机的蔓延风险是可控的

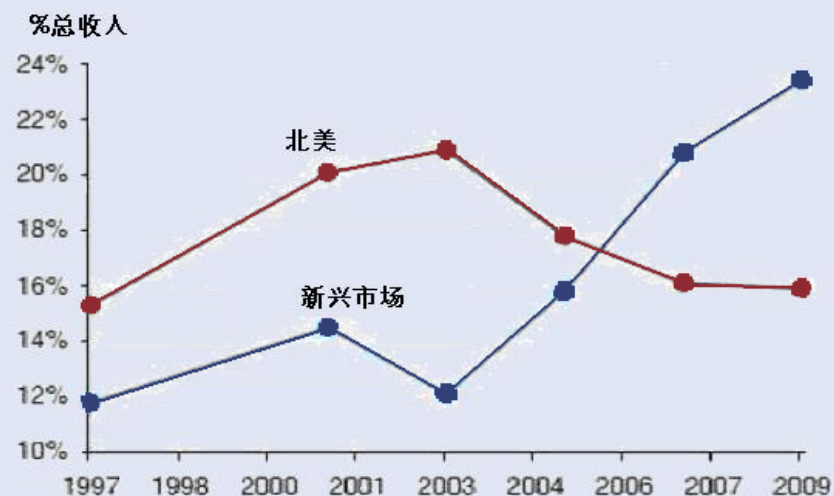
- 2010年希腊与爱尔兰陆续向欧盟/IMF申请金融援助，尽管各种金融稳定制度已连续建立，不过欧洲债信风险并无法根除！主要原因在于流动性问题虽然得以解决，但政府高财政赤字，高负债状况并未明显改善。
- 欧洲各国政府仍有改革空间，在债务负担未明显下降之前，市场的疑虑将持续存在。
- 欧洲债信问题虽然会影响欧洲经济复苏，但许多欧洲企业已分散收入获利来源，欧股仍有投资价值。

南欧五国10年公债利率 (%)



资料日期：2010.12
资料来源：彭博

欧洲企业收入来源：来自北美和新兴市场比重 (%)



资料日期：2010.11
资料来源：MS, J.P. Morgan

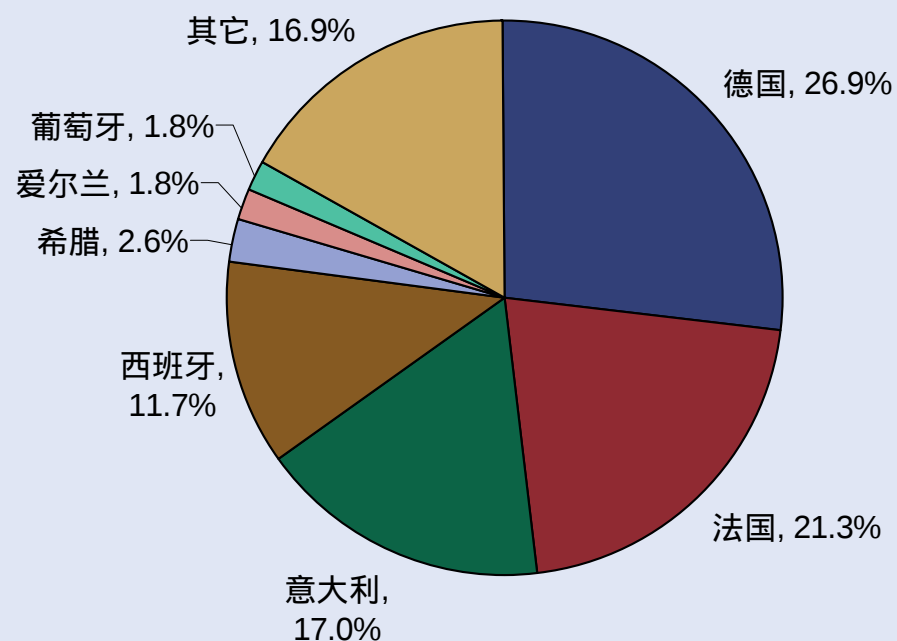
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

欧洲-危机的蔓延风险是可控的

- 危机国家占欧元区的GDP比例比较低，西班牙的比重比较大，但其经济状况较其它三国要好。

欧元区各国GDP比重



资料日期：2009

资料来源：彭博、上投摩根

恐慌情绪得到缓和



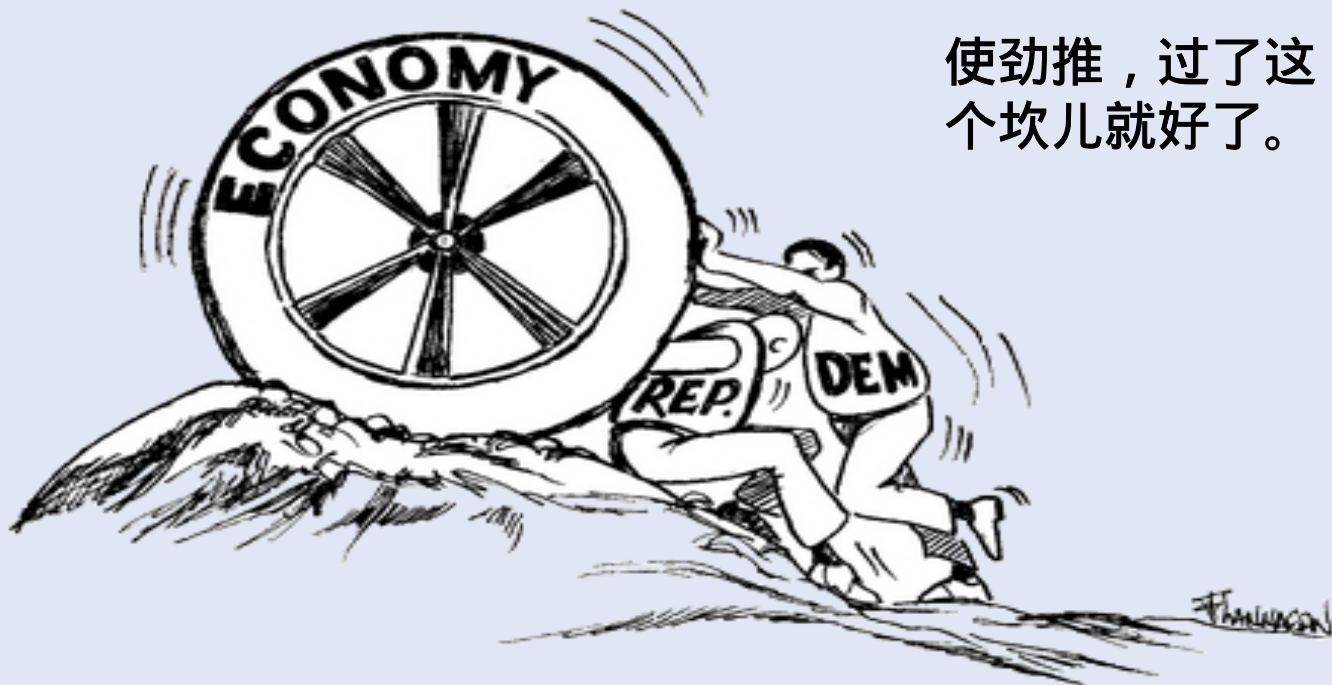
资料日期：2010.12

资料来源：彭博、上投摩根

美国

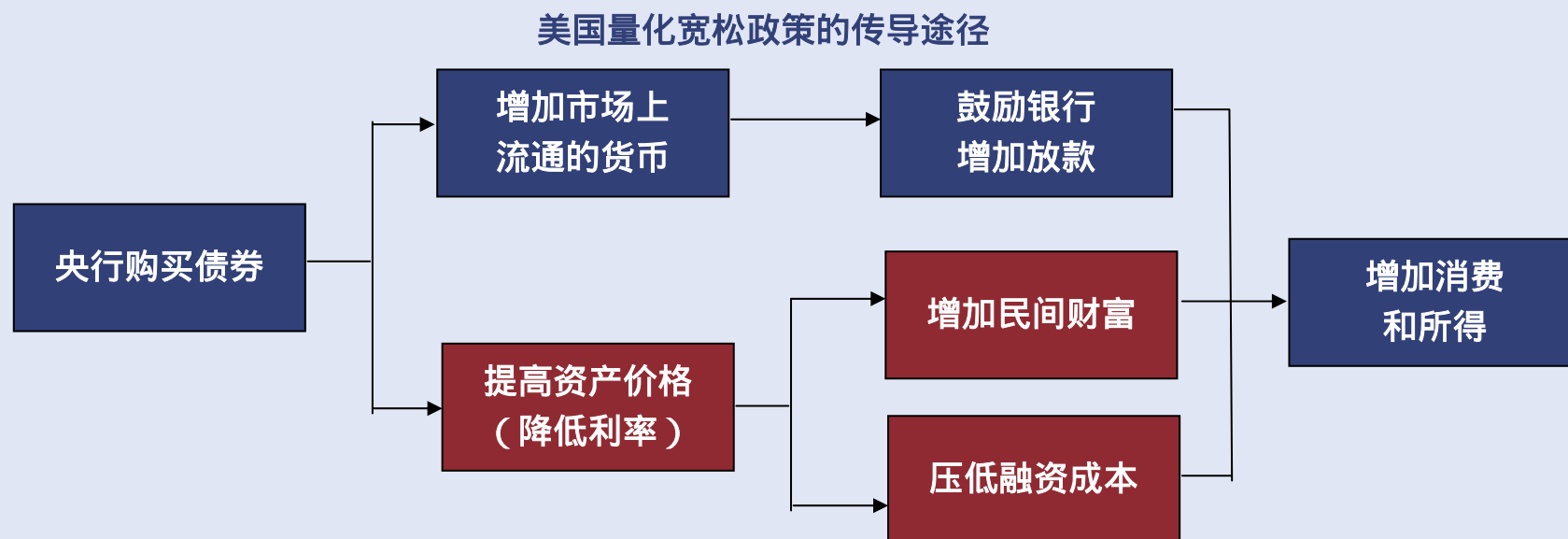
经济步履蹒跚，但依然前行

使劲推，过了这个坎儿就好了。



QE2：美国二次量化宽松政策，是灵丹？还是毒药？

- 二次量化宽松政策(QE2)希望达成避免通货紧缩、压低利率、促使美元贬值等目的，进而带动美国复苏。
- 从量化宽松政策的传导途径来看，最差的情况是通货膨胀预期提升过快，使市场名义利率提升导致政策失灵。
- 不过评估较可能的结果，是量化宽松政策仍可发挥一定效益！但复苏步伐走走停停之下，投资者每过一段时间都将质疑政策的有效性，市场的波动也会跟着增加！

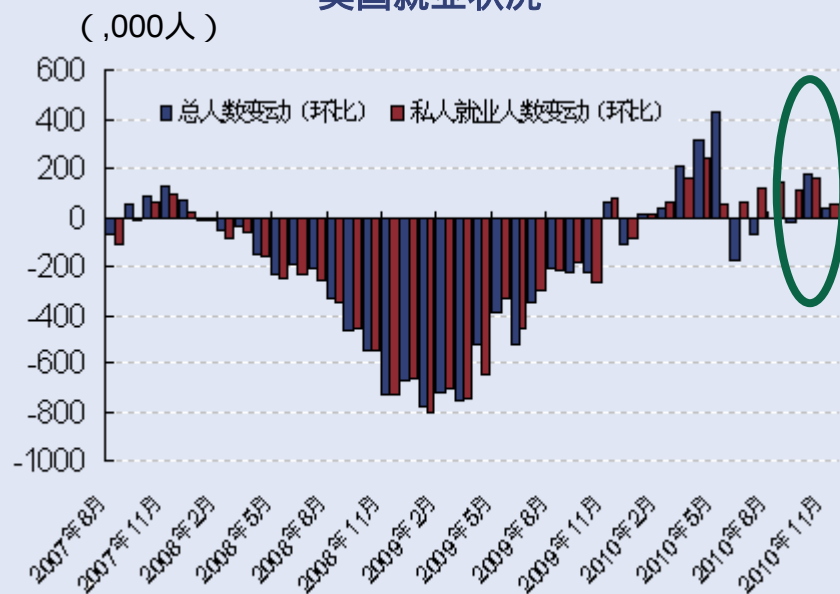


资料日期：2010.11
资料来源：JPMAN

美国-经济蹒跚，但依然前行

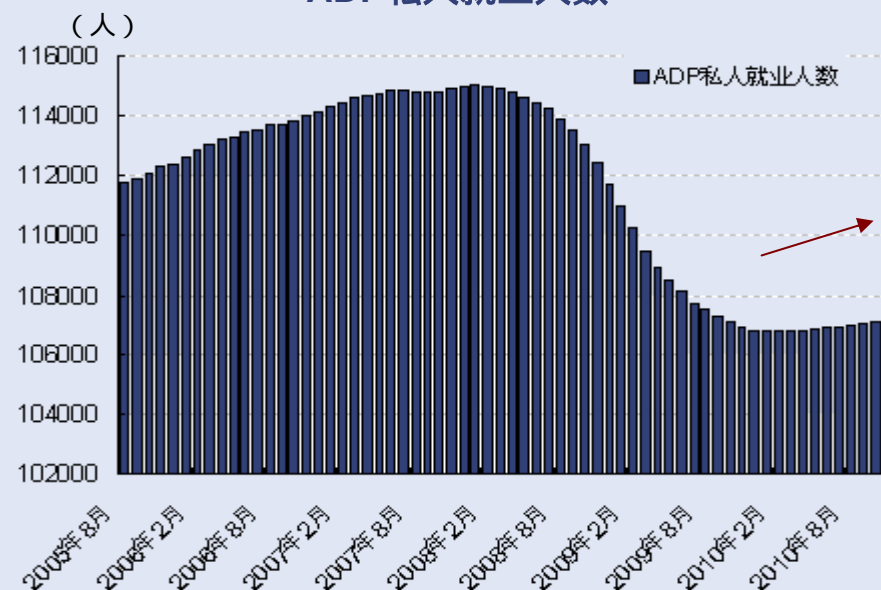
- 随着刺激政策的退出，美国的就业和房地产市场都出现了疲弱的迹象，市场对美国二次探底的担忧开始浮现，以至于美联储推出二次量化宽松政策。
- 但最近很多的数据表明，美国经济的基本面正在改善。

美国就业状况



资料日期：2010.11
资料来源：彭博、上投摩根

ADP私人就业人数



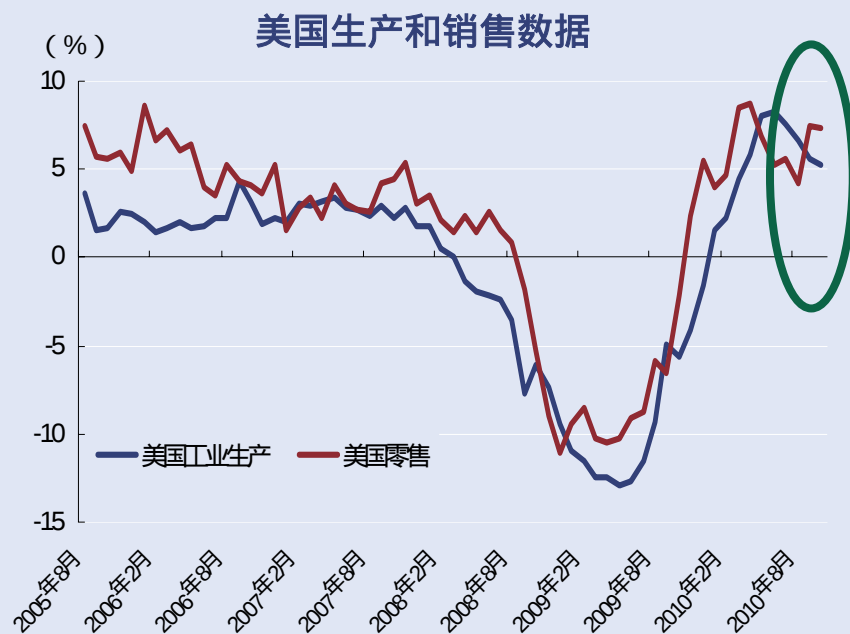
资料日期：2010.11
资料来源：彭博、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

美国-经济蹒跚，但依然前行

- 美国的需求回暖，但供给表现相对落后。
- 美国公司的资本花费正在持续扩张。



资料日期：2010.11

资料来源：彭博、上投摩根



资料日期：2010.11

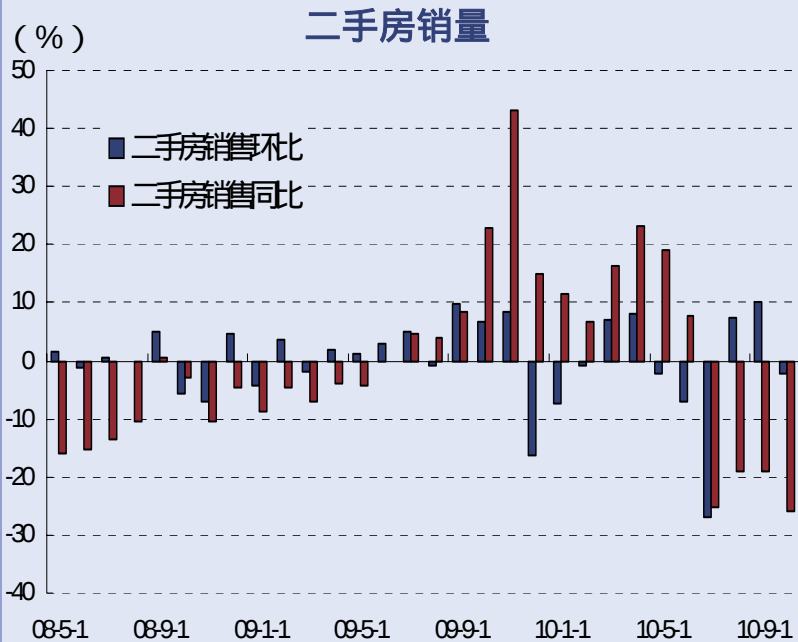
资料来源：瑞士信贷估计、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

风险-美国的房地产市场依然疲弱

- 二手房市场的波动依然比较大，依然面临很大的压力。预计房屋的供给会温和的上升，需求面还会有些疲弱。明年美国的房地产市场会企稳。
- 签约预售房的销量上升，会是一个积极的信号吗？



资料日期：2010.11
资料来源：彭博、上投摩根



资料日期：2010.11
资料来源：彭博、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

大宗商品上扬是经济好转的信号还是通胀信号？

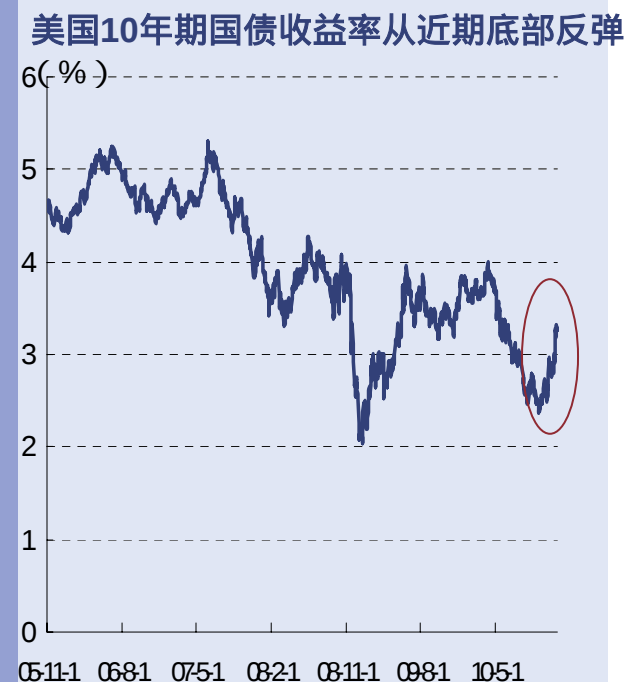
- 我们看好原油、铜，受益于明年需求的增加以及供给方面的紧张。
- 10年期国债的收益率上扬说明了投资者对美国及全球基本面好转的信心增强，投资情绪改善。



资料日期：2010.12.13
资料来源：彭博、上投摩根



资料日期：2010.12.13
资料来源：彭博、上投摩根



资料日期：2010.12.13
资料来源：彭博、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

展望2011-发达市场

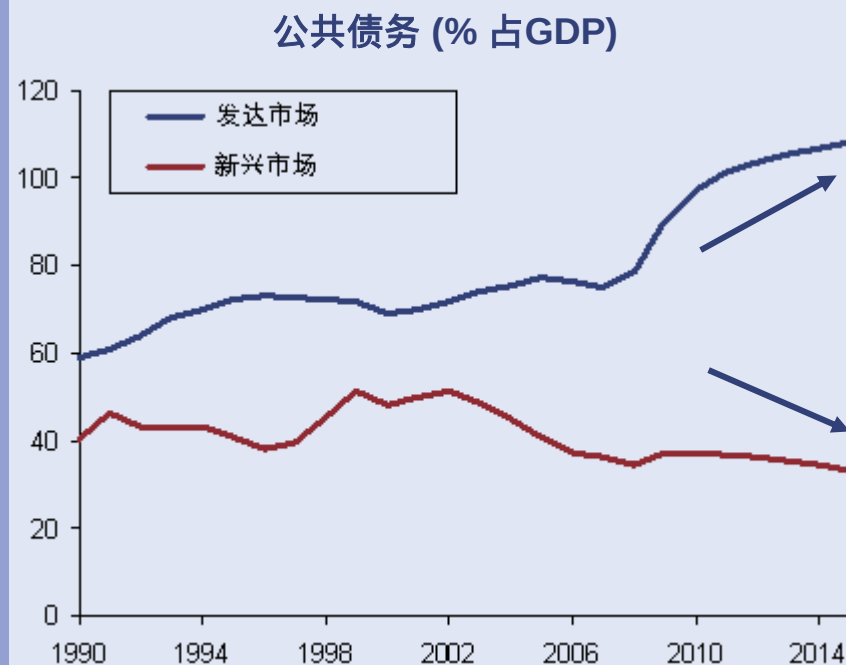
- 二次探底的可能性很小，欧债危机不会有大范围蔓延的风险，经济将持续好转。



■ 新兴市场展望

远大的前景

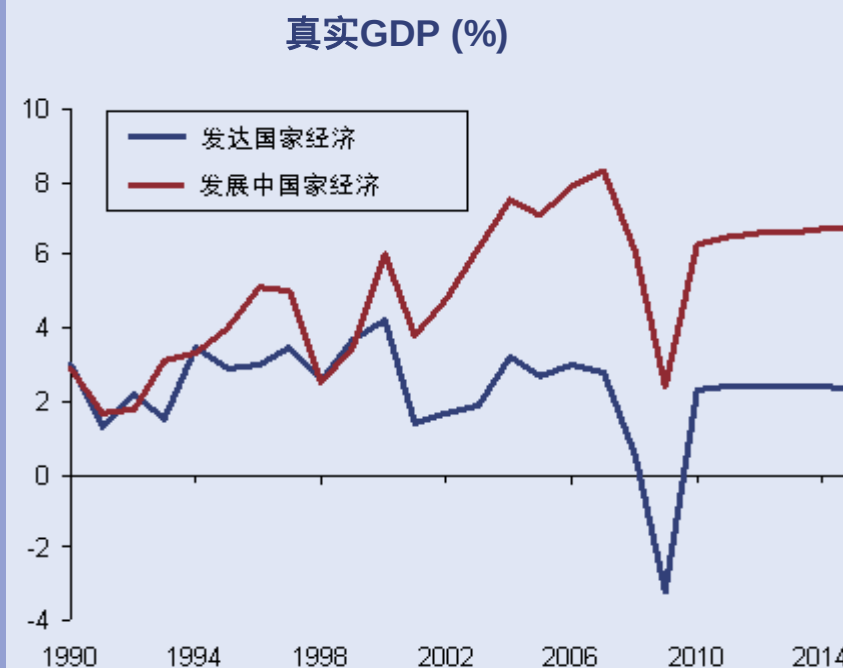
■低负债，高增长



资料日期：2010.4

资料来源：IMF、全球经济展望

...坚实的财政、负债状况和动态的增长



资料日期：2010.4

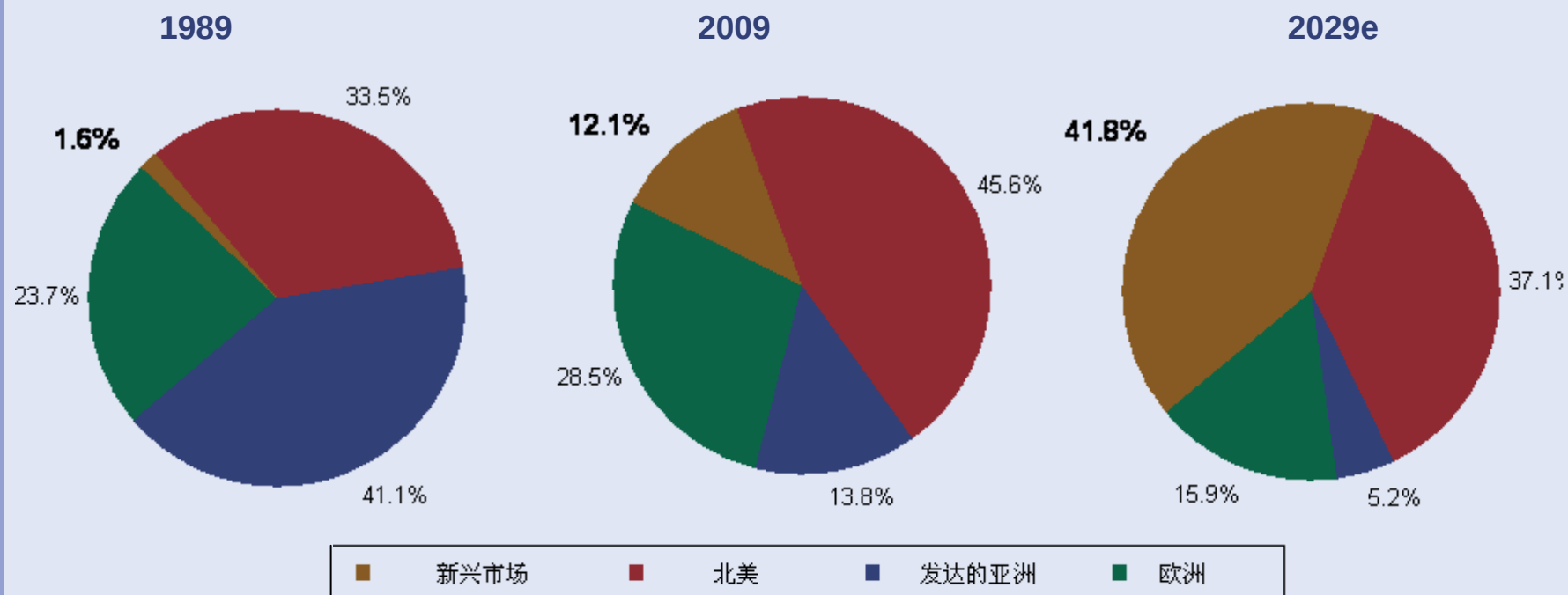
资料来源：IMF、全球经济展望

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

股票市场反映出新兴市场的重要性在不断上升

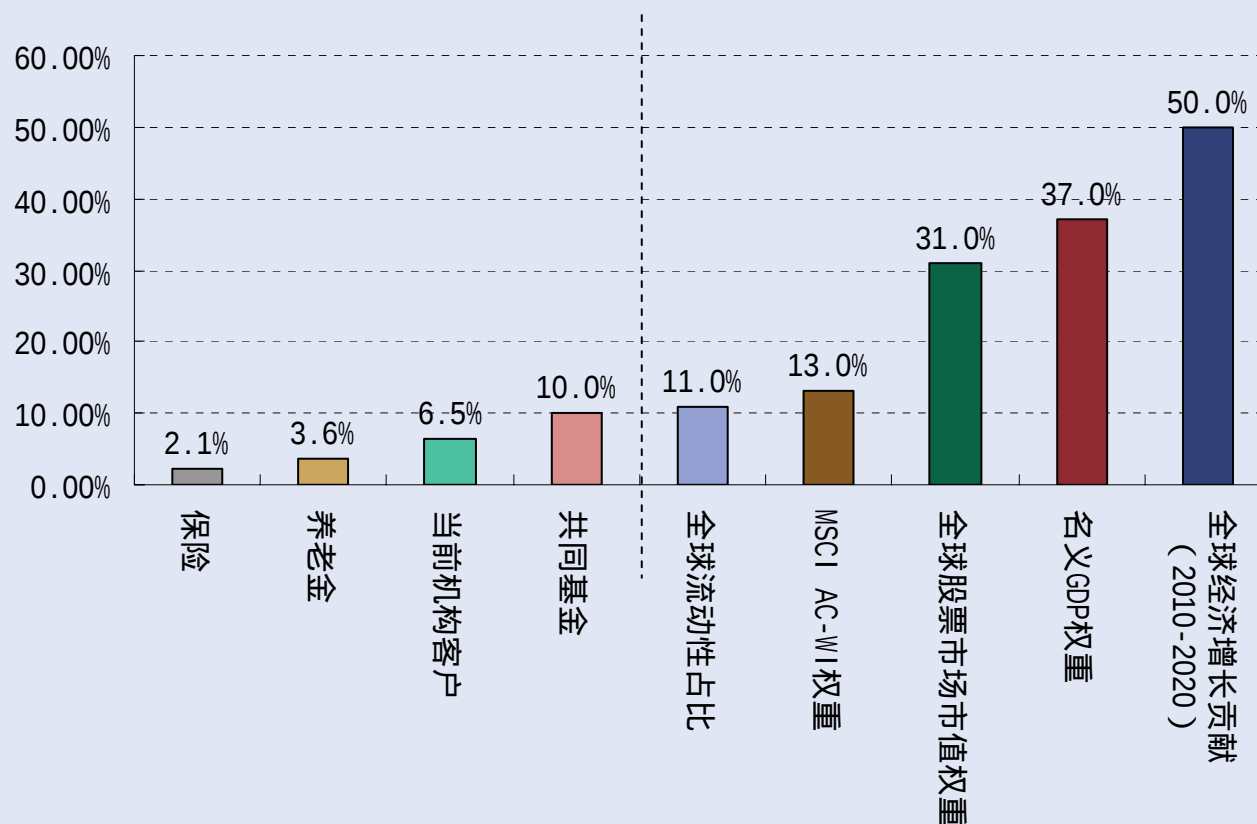
■ 全球股票市场的构成



资料来源: MSCI, Factset , J.P. Morgan Asset Management 估计.

相对于新兴市场的前景，新兴市场被大幅的低配

新兴市场股票占全球市值比3%和全球GDP比37%，远高于其在全球股票指数中的权重13%

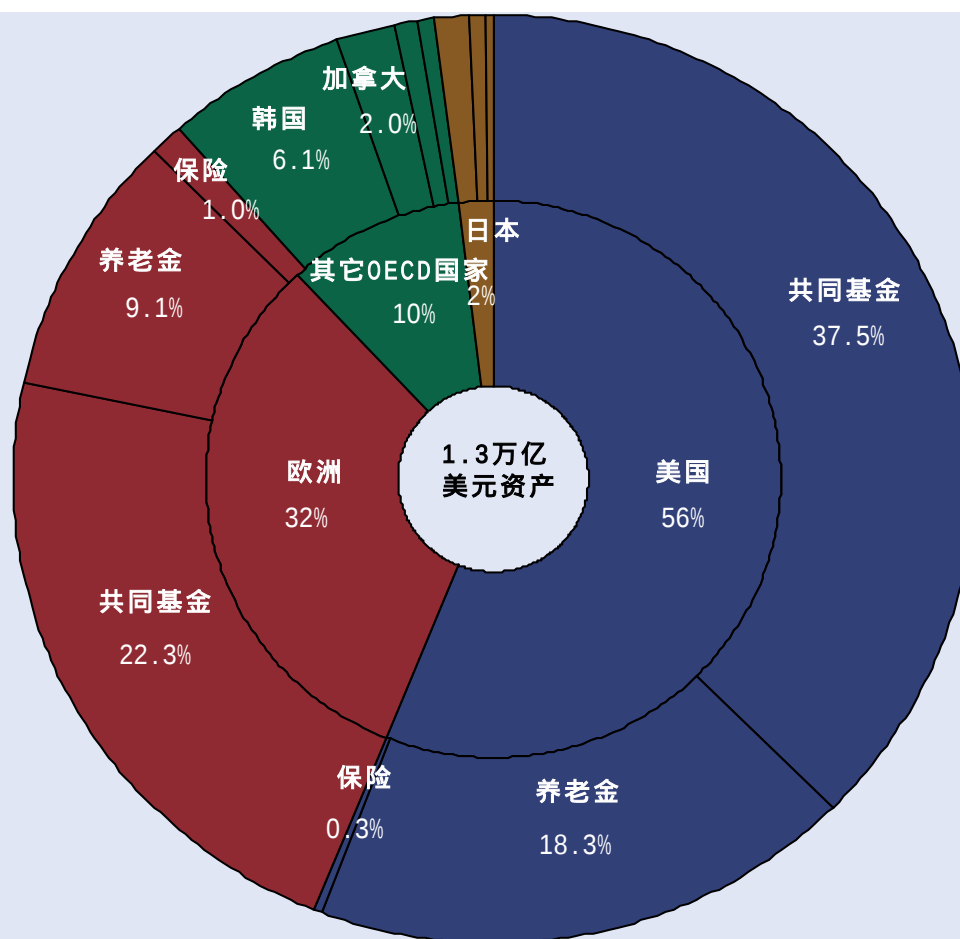


资料来源：高盛、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

全球投资新兴市场资金的来源

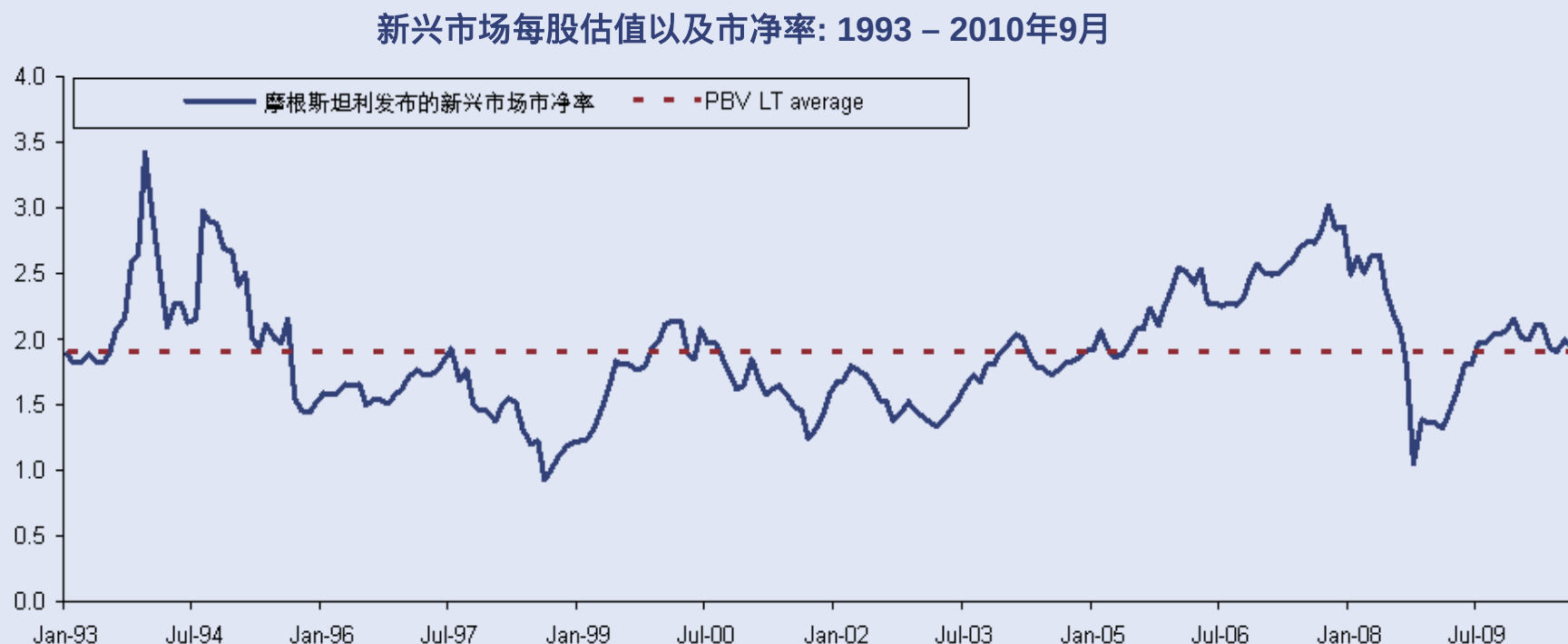


资料来源：高盛、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

估值—仍然处于长期平均水平



资料日期：2010.10

资料来源: Factset, 彭博

注：过去的业绩不代表未来的表现

新兴市场股票 – 收益率高于债券，但高波动高风险属性犹在

新兴市场的盈利收益率以及主权债券收益率 (%): 1991 至 2010年7月



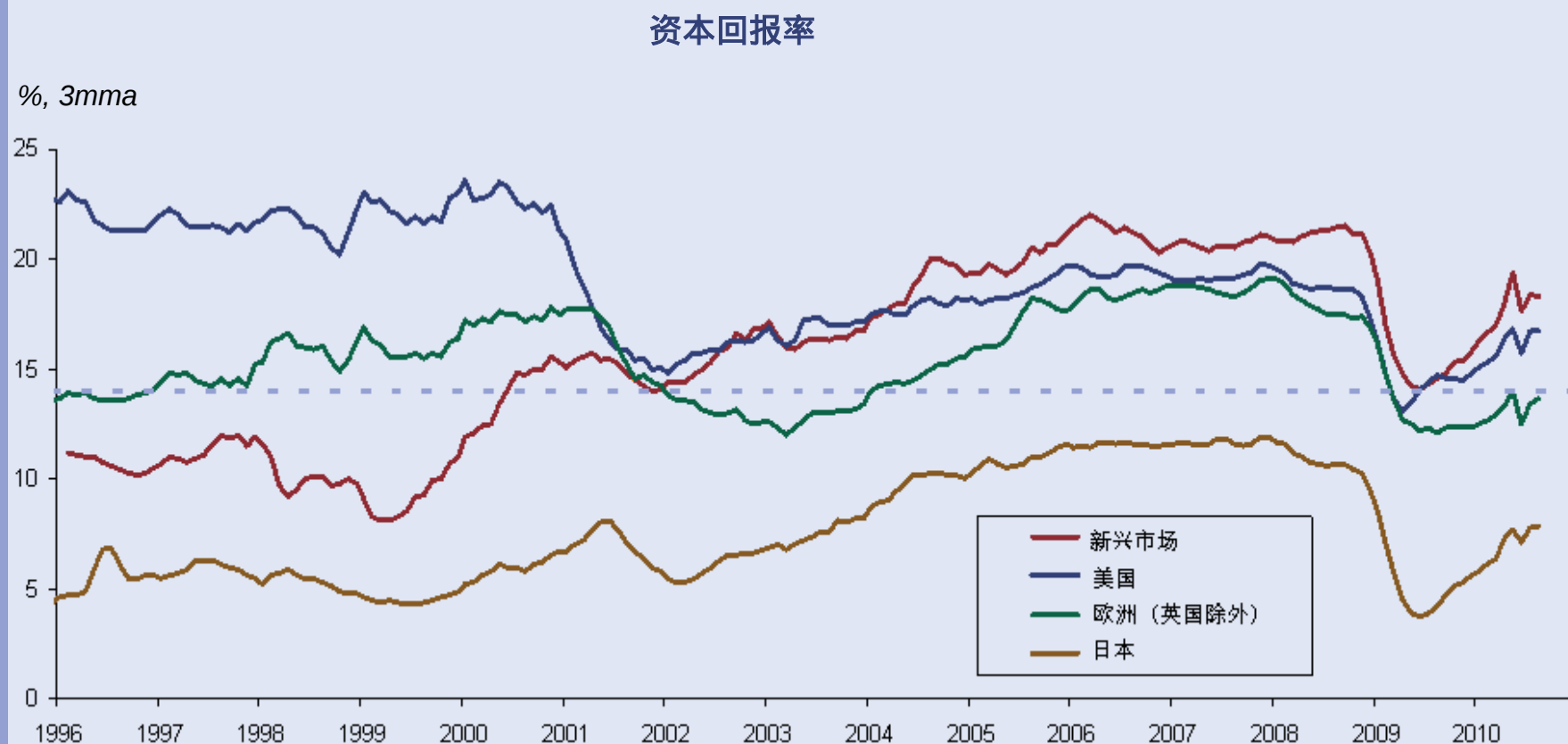
资料日期：2010.8

资料来源: JP Morgan Asset Management, Factset, 彭博

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

新兴市场的资本回报率逐步追赶上欧洲与美国的水平



资料日期：2010.9

资料来源: Thomson Datastream, J.P. Morgan Asset Management

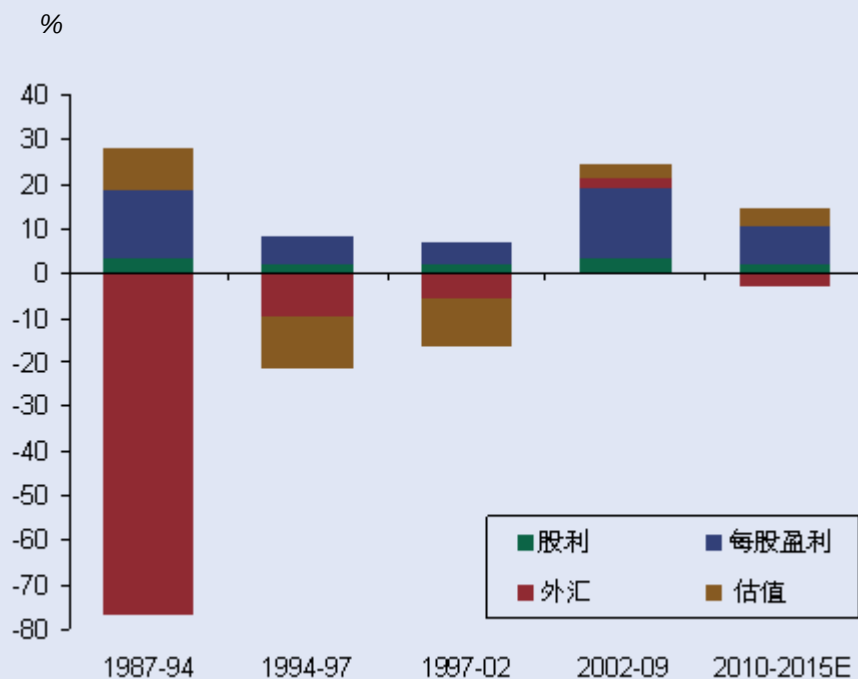
注：过往业绩不代表未来表现

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

回报的来源

预期全球新兴市场回报的来源



数据日期：2010.10

资料来源：J.P. Morgan estimates.

展示了当地货币、估值乘数的变动以及股利和盈利增长对总指数回报的贡献

过去的变化

- 从盯住汇率到浮动汇率的改革降低了汇率波动对回报的总体影响。
- 上一个经济周期中大部分的回报来自于每股盈利（净资产收益率）。
- 在2001至2008期间，估值的提升显得越来越重要。

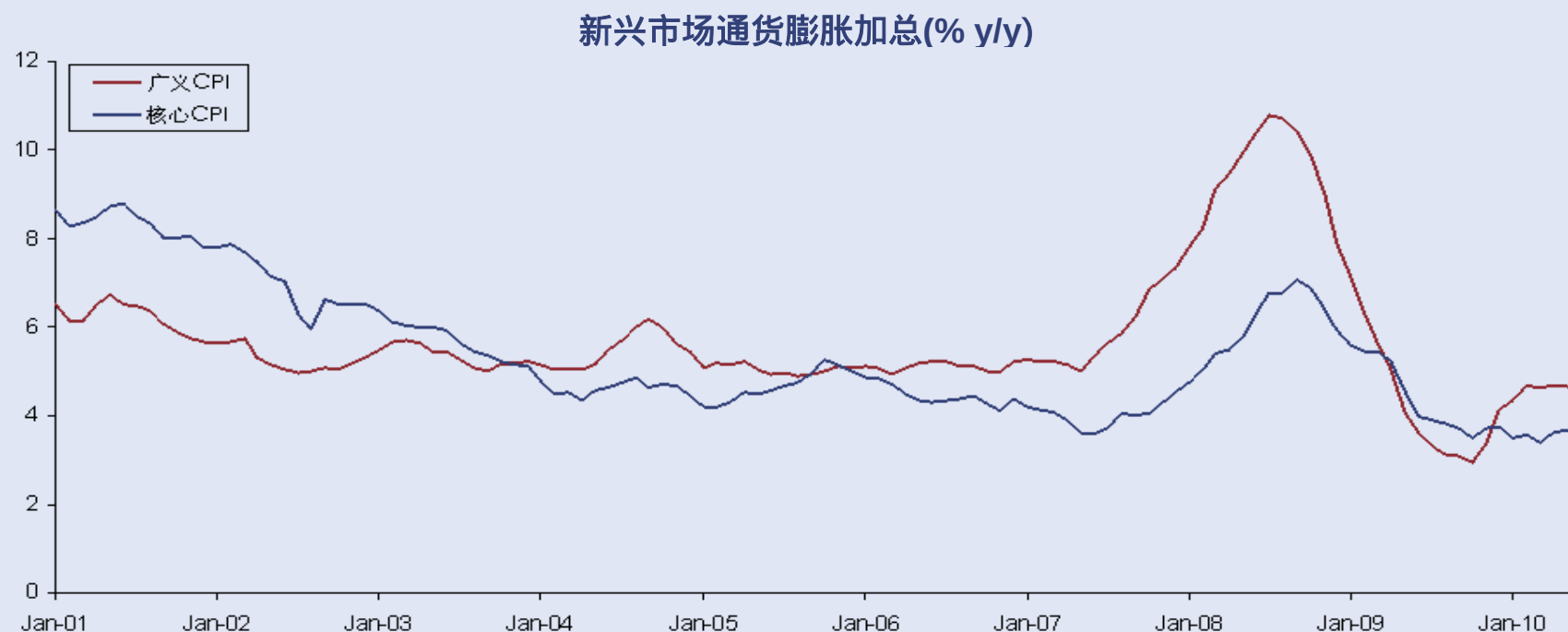
我们现在正在经历。。。。。

- 资本市场规范和过去资本回报率的改善是回报的主要来源。
- 现在的利率环境对股票的估值比较有利。
- 靠出口大宗商品国家的货币越来越贵，而靠制成品出口国家的货币则越来越便宜，所以净来源呈现负值。

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

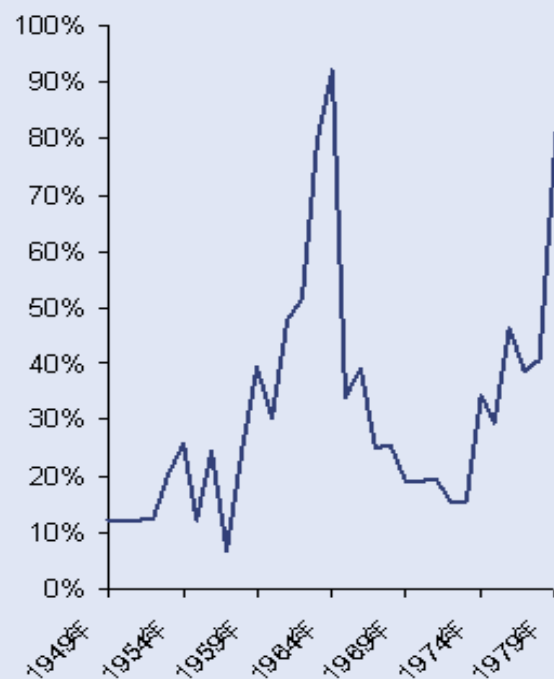
新兴市场的通货膨胀风险？



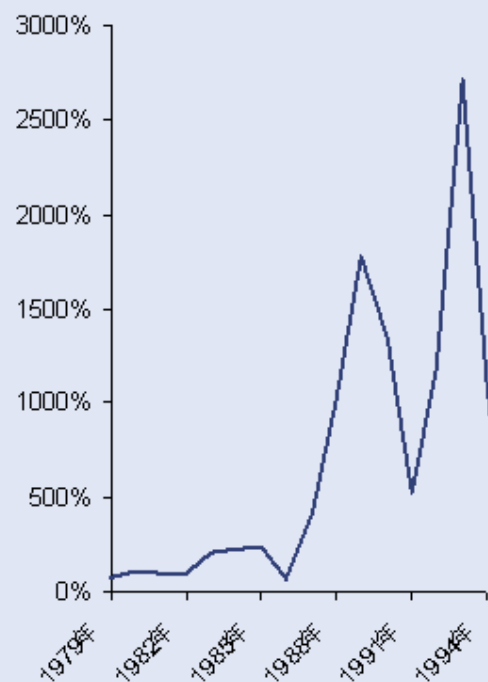
资料来源: Haver, CEIC, IMF, UBS 估计

以巴西的通胀为例：今非昔比

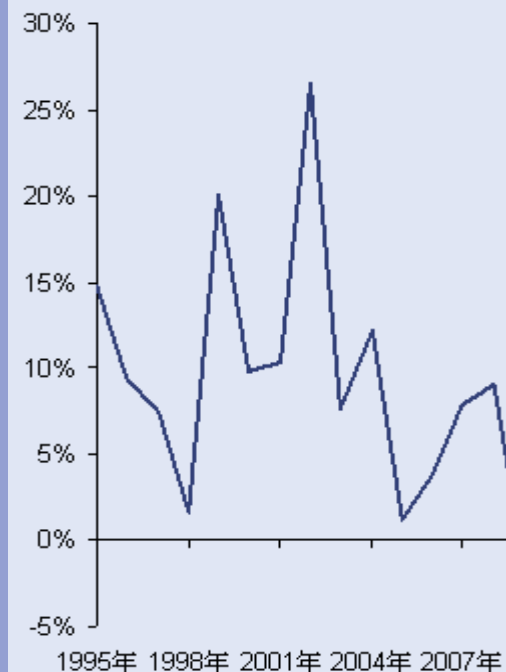
巴西通货膨胀率 1949 – 1979



巴西通货膨胀率 1979 – 1994



巴西通货膨胀率 1994 – 2009



资料来源: 彭博

现在是否有所不同?

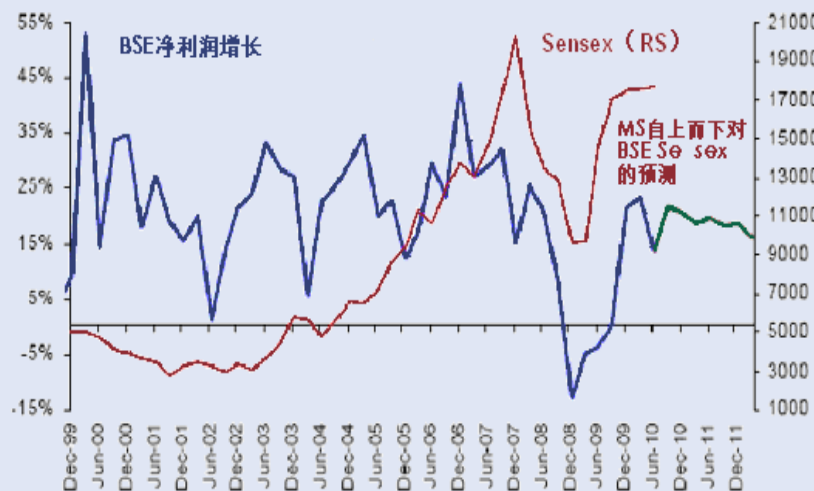
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

新兴股市：新兴亚洲—通胀增温

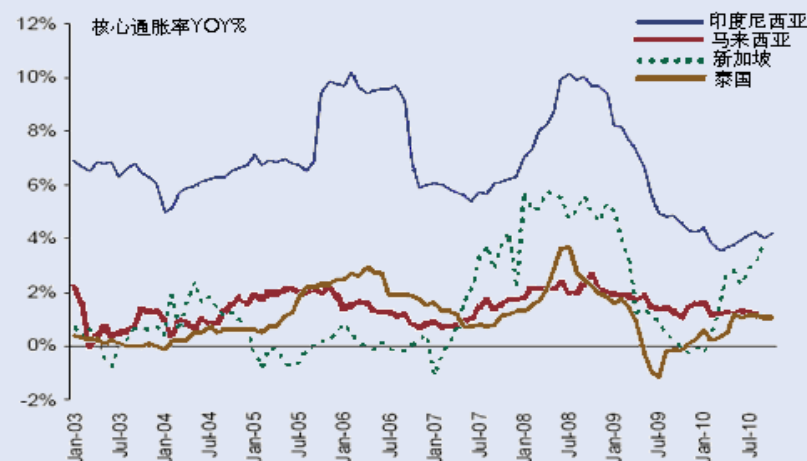
- 印度—基期因素及雨季良好，通胀压力降低。WPI有45%由能源组成，原材料价格变化是影响后续股市的关键。
- 韩国—外汇管制有助于降低国际资金对国内股市的波动度。
- 东盟—国际资金是否持续流入东南亚，观察重点在于（1）通胀及央行政策；（2）全球制造业是否具有复苏动力；（3）国际金融形势；（4）中国经济成长。

Sensex指数获利成长表现和预期



资料日期：2010.11
资料来源：MS. Thomson

马来西亚(蓝)、印尼(红)、新加坡(绿虚线)、泰国(黄)



资料日期：2010.11
资料来源：MS. Thomson

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

新兴股市：拉丁美洲—低实质利率点燃内需成长

- 巴西—投资主线仍着重在（1）内需经济；（2）来自中国的原材料需求；（3）新内阁、新政策；风险需留意外汇管制和通胀话题。
- 墨西哥—工业生产有降温现象，国内消费信心尚未完全恢复，预期2011年墨西哥企业获利能力会有下调压力，加上墨西哥PE较高，股市看法较保守。

巴西2002年来实际利率走势%



资料日期：2010.11

资料来源：J.P. Morgan

墨西哥未来12个月预计PE



资料日期：2010.11

资料来源：J.P. Morgan

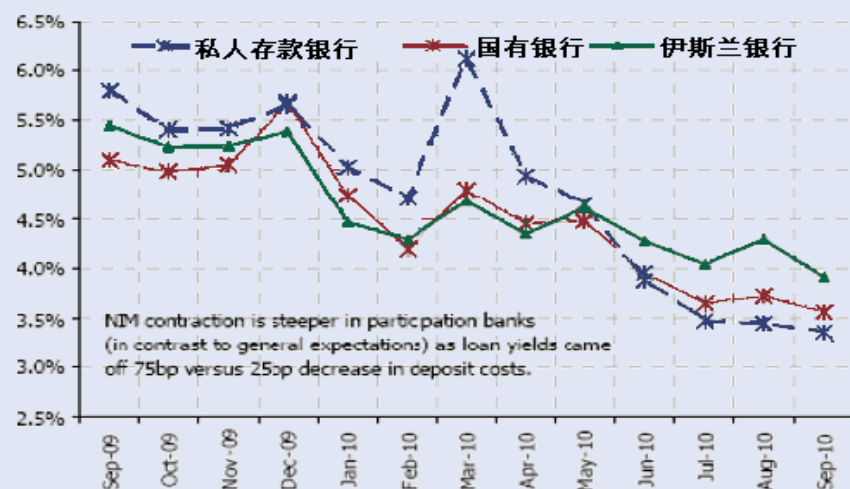
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

新兴股市：新兴欧非中东—俄罗斯大选在即

- 土耳其—银行净息差下滑，2011年企业获利恐降至个位数（8.2% v.s 新兴市场17.2%）。
- 南非—低通胀和高实际利率提高央行降息空间，如此将可降低汇率升值压力，并为内需成长加温。
- 俄罗斯—2011年底和2012年初分别举行国会和总统选举，财政问题再度成为焦点，并涉及关能源税制和社会救助问题。

土耳其私人银行、国有银行和伊斯兰银行净息差走势



资料日期：2010.11
资料来源：EFG, Thomson

南非名义利率（蓝）；实际利率（红）

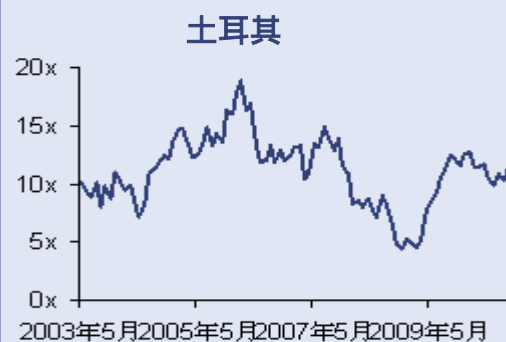
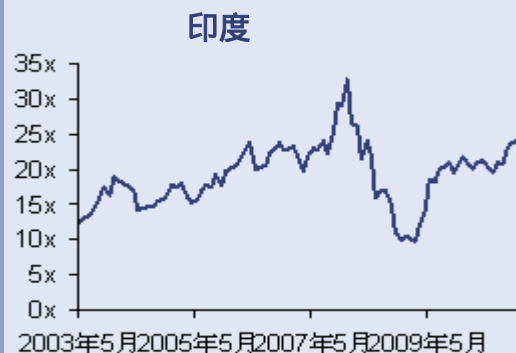
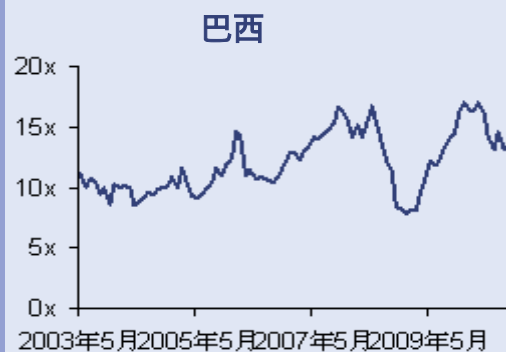


资料日期：2010.11
资料来源：J.P.Morgan

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

不同市场的市盈率



资料来源: MSCI, Factset, Morgan Stanley Research

展望2011-驱动新兴市场的两大动力

- 全球明年经济的持续增长，尤其是欧美经济增长将更加明朗。
- 全球的流动性将更加支持新兴市场的表现。



全球经济持续增长

- 最近的数据表明，美国、欧洲、中国的PMI持续处于扩张状态，而且经过前期的小幅调整后又开始反弹。

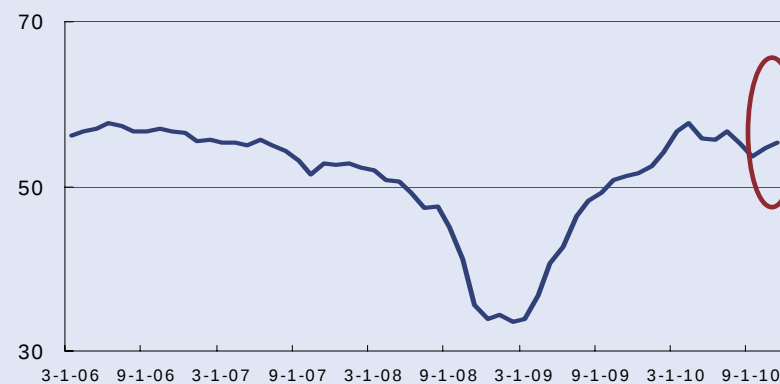
美国PMI指数



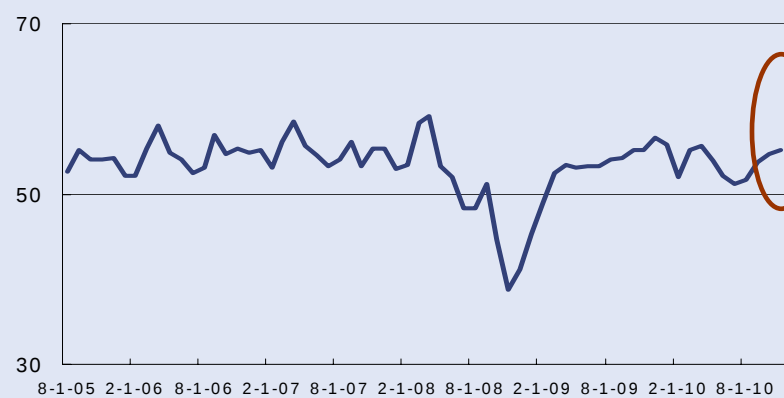
资料日期：2010.11

资料来源：彭博、上投摩根

欧盟PMI指数



中国PMI指数



资料日期：2010.11

资料来源：彭博、上投摩根

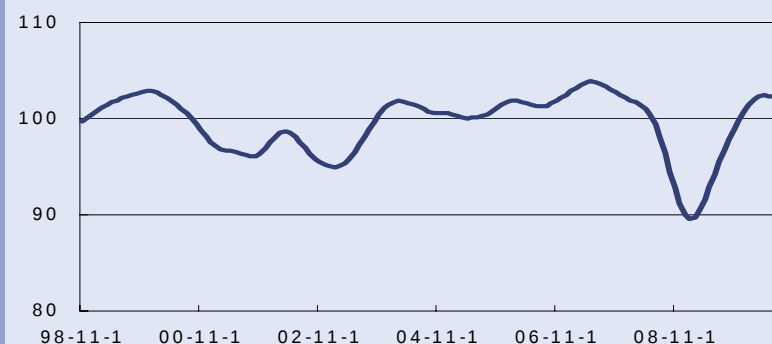
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

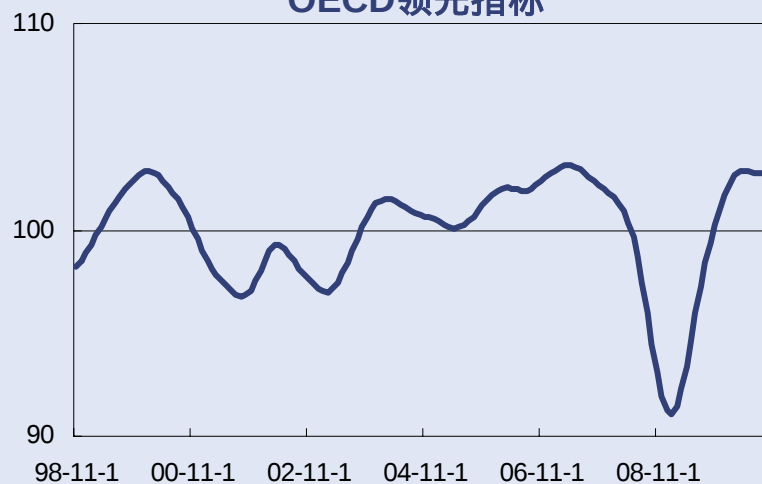
全球经济持续增长

■ OECD 领先指标处于稳定扩张的态势。

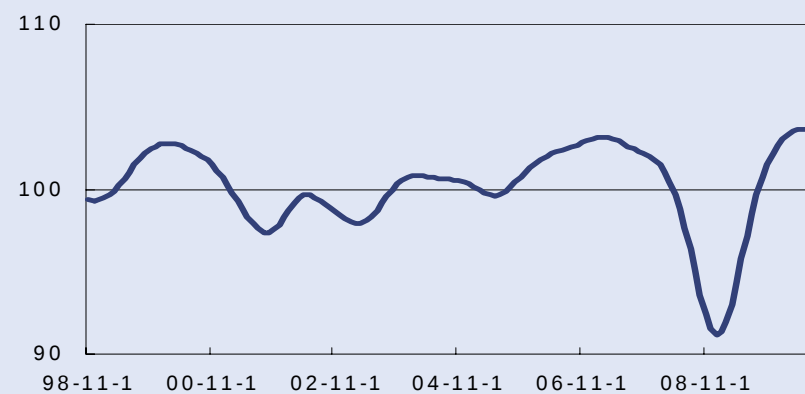
OECD美国领先指标



OECD领先指标



OECD欧盟领先指标



资料日期：2010.9

资料来源：彭博、上投摩根

资料日期：2010.9

资料来源：彭博、上投摩根

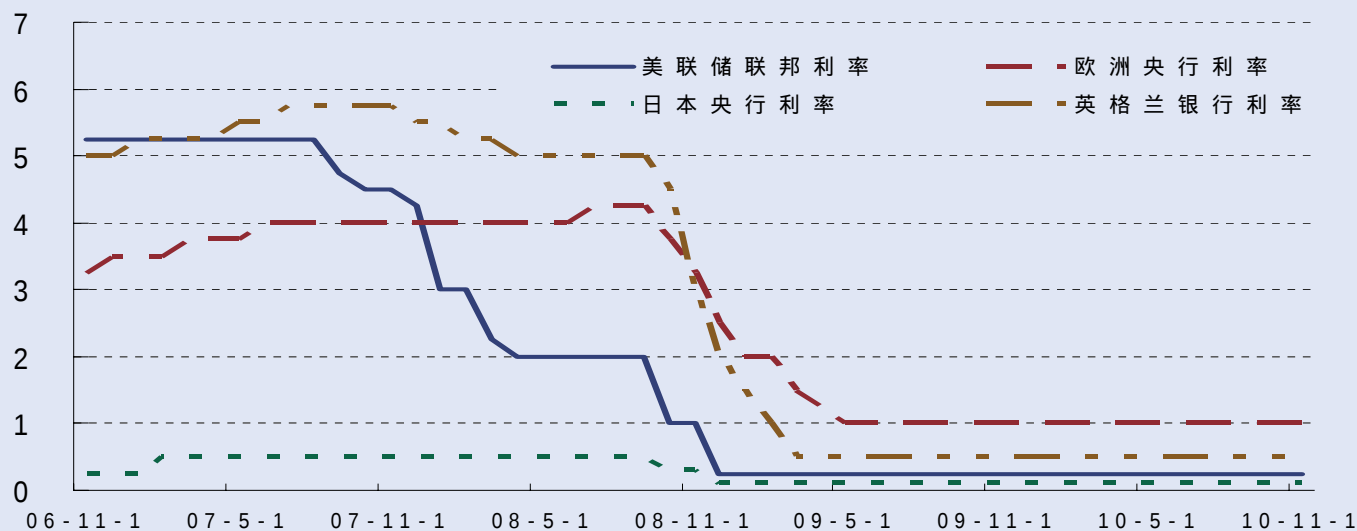
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

宽松的流动性

- 美联储规模为6000亿美元的二次量化宽松政策，预计在明年都不会有退出政策出台。
- 日本央行的低利率以及日本版的量化宽松。
- 预计欧洲央行明年将维持利率不变。

各主要央行基准利率



资料日期：2010.11

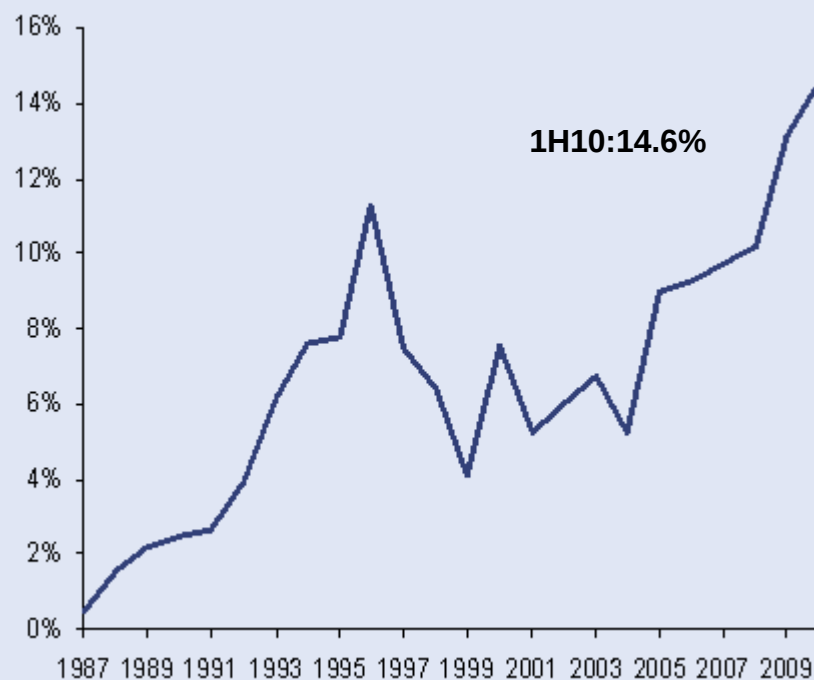
资料来源：彭博、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

投资者配置新兴市场资产的潜力巨大

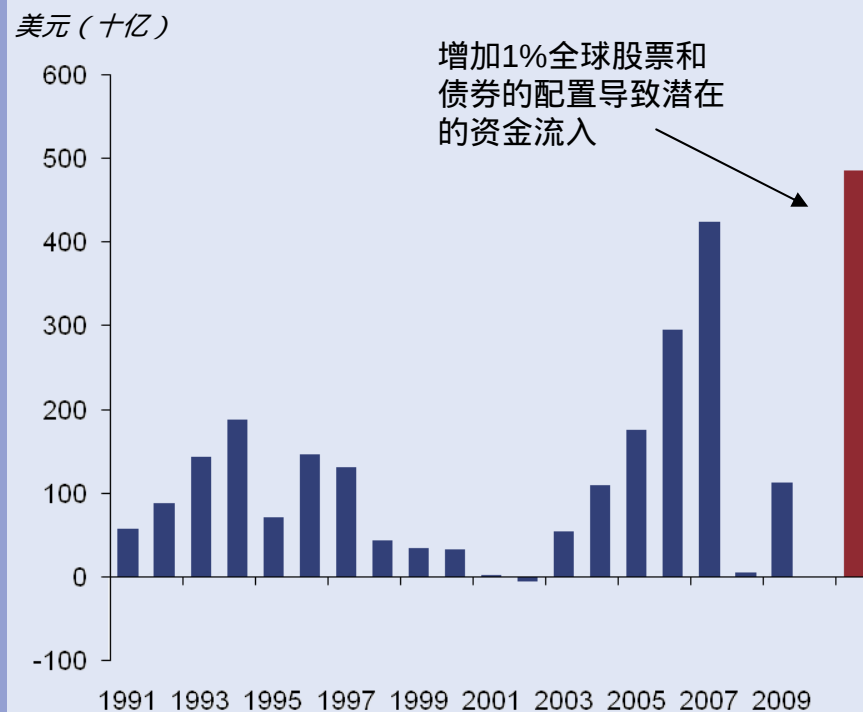
新兴市场占全球利润的份额



资料日期：2010.10

资料来源：J.P. Morgan, MSCI, IBES

投资组合流向新兴市场以及发展中国家



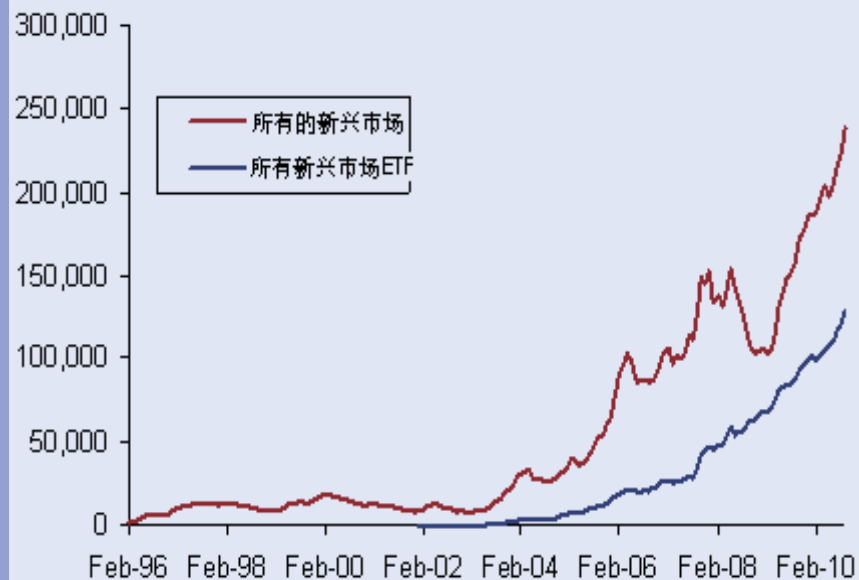
资料来源：彭博, L.P, Haver Analytics, IMF World Market Outlook database, IMF staff 估计

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

随着全球新兴市场的成长，大量的资金涌入

累计流入新兴市场的资金流 (美元百万)

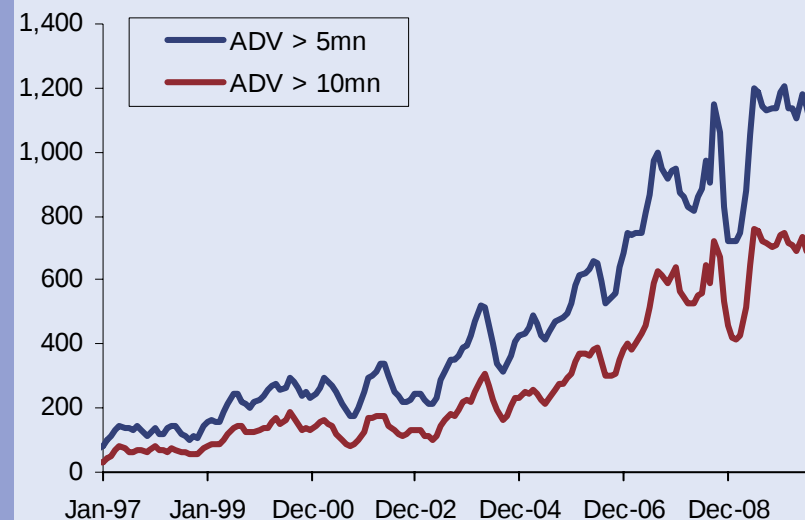


资料日期：2010.10

资料来源：EPFR, Morgan Stanley Research.

大量资金涌入...

日均交易量的公司个数



资料日期：2010.10

资料来源：Factset, 彭博

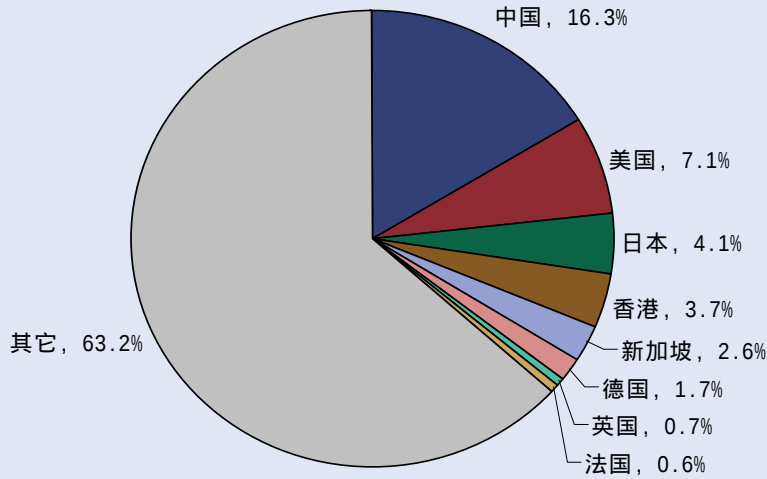
... 但是更大的投资机会

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

韩国-全球复苏的受益者

■ 随着全球经济持续增长，尤其是发达经济体进一步的成长，外向型经济体将更加受益于这种变化。韩国是出口导向型经济体，对全球经济的变化比较敏感。



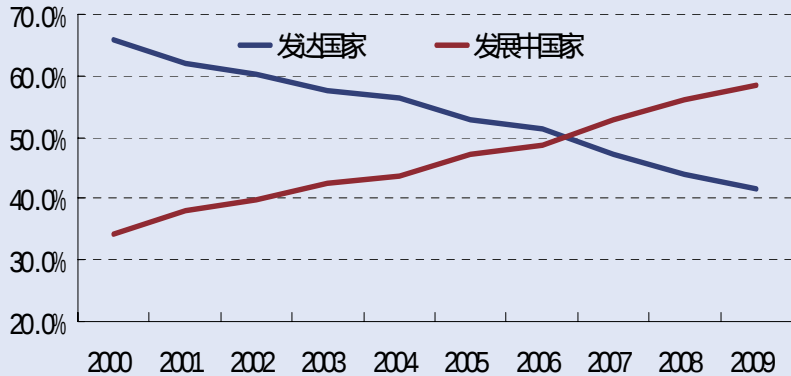
资料日期：2009.12

资料来源：IMF、CEIC、上投摩根

出口占GDP比重



发展中国家占韩国出口比重上升



资料日期：2009.12

资料来源：IMF、CEIC、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

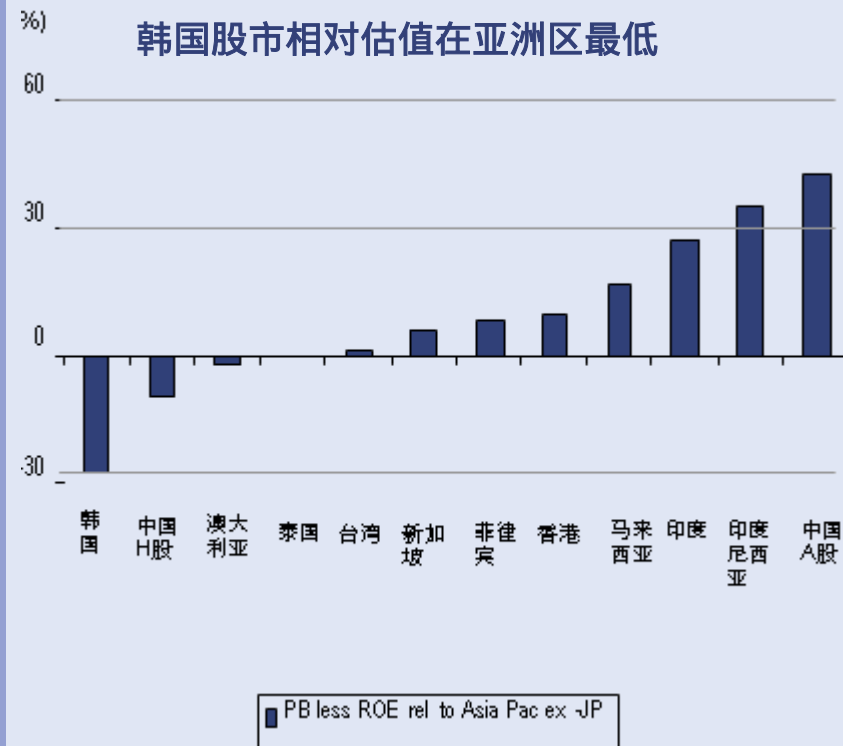
韩国的市场估值比较便宜

- 韩国股市的静态市盈率在一倍标准差左右；从动态的角度看，韩国市场也是被大幅低估的。



资料日期：2010.11

资料来源：瑞士信贷、上投摩根



资料日期：2010.11

资料来源：瑞士信贷、上投摩根

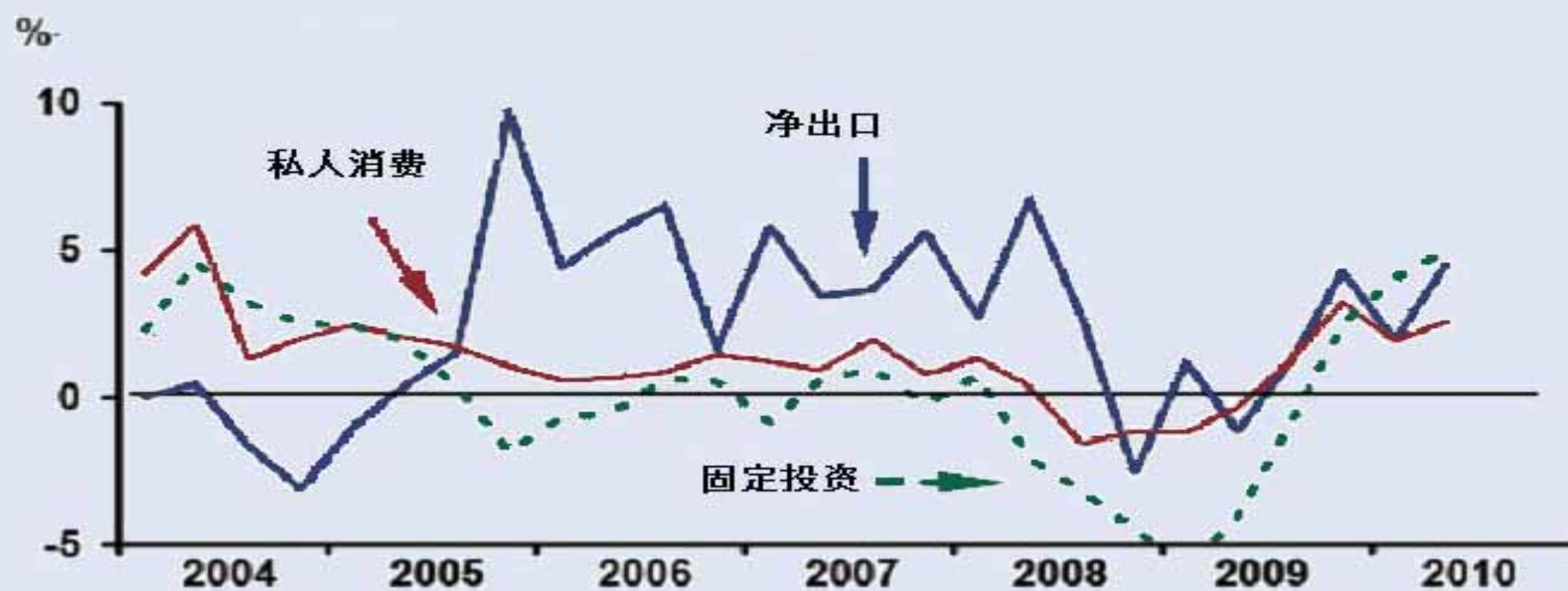
上投摩根

中国投资人的国际投资专家

台湾市场也会受益

- 台湾市场的出口将会受益于这种变化。

投资、消费、出口对GDP增长的贡献率



资料来源: CEIC, J.P. Morgan估计

印度、印尼市场-势头还在？

- 我们仍看好印度和印尼市场的长期表现，但经过今年强劲的增长，估值相对较高。
- 基于发达市场明年的好转，印度、印尼等靠国内因素驱动的经济体会落后于趋势。

印度



资料日期：2010.9

资料来源：瑞士信贷、上投摩根

印尼



资料日期：2010.9

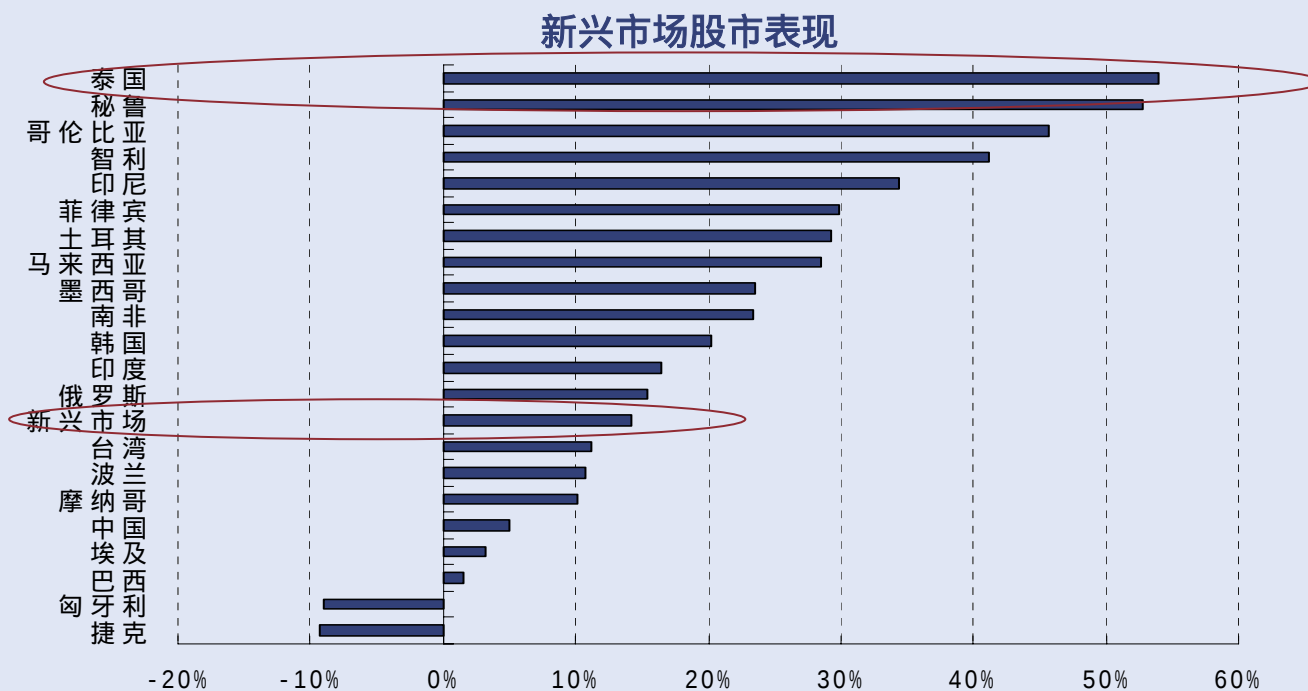
资料来源：瑞士信贷、上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

2010泰国大象起舞

- 政局相对稳定、经济基本面好转以及外资持续买入等因素下，泰国股市创造了超过50%的回报率。
- 2011年，在更少的政策刺激、资本管制以及相对紧缩的货币政策的作用下，泰国的经济将会减速。



资料日期：2010.12

资料来源：MSCI，上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

巴西市场-明年桑巴起舞

- 坚实的国内经济基本面加上海外经济的增长，巴西市场的表现明年会十分抢眼。

巴西人均真实收入增长（同比%）



资料日期：2010.9
资料来源：彭博、上投摩根

巴西零售（同比%）



失业率%



资料日期：2010.9
资料来源：彭博、上投摩根

重现2004年？

- 2010年新兴市场的表现类似2004，2010年和2004年都是经济复苏后的第二年。
- 年初中国开始紧缩政策，全球其它市场也开始紧缩；年中经济软着陆后，市场又开始反弹。

2004和2010似曾相识



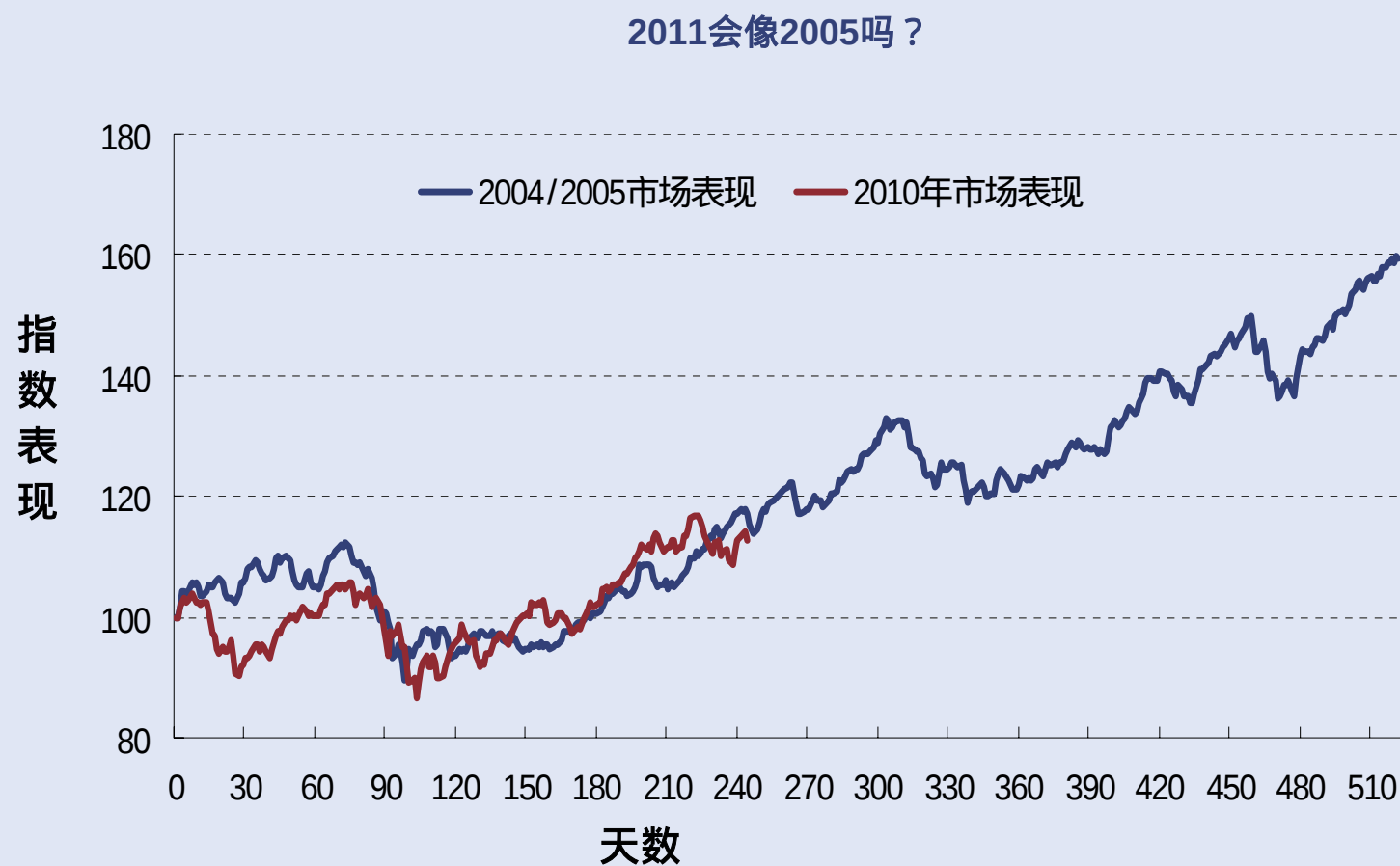
资料日期：2010.12

资料来源：MSCI，上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

2011会像2005年吗？



资料日期：2010.12

资料来源：MSCI，上投摩根

上投摩根

中国投资人的国际投资专家

谢谢

风险提示

投资有风险，在进行投资前应参阅中国证监会指定信息披露媒体上公告的基金销售文件。基金管理人承诺以诚实信用，勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金过往业绩并不预示基金的未来表现。本演讲稿属于上投摩根基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，其中的观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。

上投摩根

中国投资人的国际投资专家