



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略周报

2010年2月8日

海外市场

研究部

联系人: 楚钢 CFA chugang@cicc.com.cn
洪灏 CFA honghao@cicc.com.cn
李志勇 lizy@cicc.com.cn
徐炜 xuwei@cicc.com.cn
张腾 zhangt2@cicc.com.cn

欧洲主权债务危机: 下一个拉美危机?

标普500指数10日走势图



美国十年期国债收益率10日走势图



美元指数10日走势图



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

本周主要观点

- **美国就业市场维持改善的趋势。**美国非农就业人数差于预期。从趋势上看, 就业市场的好转仍然是明显的, 而且失业率的降低仍然可以被看做是就业市场将要在近期出现拐点的一个信号。另外, 如果奥巴马政府提出的支持就业市场恢复的政策能够尽快取得成效, 将在一定程度上改善“非就业复苏”的情况, 并将进一步提振美国经济, 支撑美国的股市。
- **欧洲主权债务危机将依赖于欧盟出面解决。**欧洲主权国家债务危机的根源由来已久, PIIGS 国家的经济发展长期萎靡, 失业率高企、财政赤字过高、政府债台高筑。危机爆发后, 金融市场遭受重创。如果这些国家的主权债务不解决的话, 将有可能造成债务通缩。我们认为潜在的解决方案大致有几种: 1) 欧盟包括德法牵头保证希腊的债务状况, ECB 帮助希腊把现有的债务重组; 2) 欧元大幅贬值, 使投资者回归美元。但来自经济竞争力的贬值, 欧元区的出口将会得到帮助, 并在一定程度上缓解经济困难的状况。3) 希腊等各国解决财政和债务状况, 希腊在3年之内如期把政府财政赤字从13%减少至3%, 但希腊这种雄心勃勃的财政计划的实施在一个西方式民主的发源地将是困难重重。只有欧盟和各国政府出台解决方案, 市场就会在一定程度上重拾信心。
- **欧洲主权国家债务危机不会演变成下一个拉美危机。**但其严重程度和对市场的影响是要远远大于09年11月下旬发生的迪拜世界债务危机, 并考验欧元体系的稳定性和统一货币体系这一概念的可行性。
- **这一危机危机影响是多方面的,**这包括竞争性货币贬值以及美元进一步升值的可能性增大; 贸易战的潜在可能性将是市场面临的风险之一; 美元升值将负面影响新兴市场的投资回报; 以及人民币升值应是大势所趋。

一周市场评论

一. 美国股市动向

上周随着希腊财政赤字和债务问题开始蔓延至葡萄牙、西班牙等国家，投资者的担忧不断升温，风险偏好持续降低，虽然经济数据显示美国经济有所改善，美股仍然走低。

周一，受埃克森美孚（XOM）利好财报以及 ISM 制造业指数创 5 年新高等利好经济数据推动，美国股市收高 1.2%，各板块普遍攀升。美国总统奥巴马向国会提交了总额达 3.83 万亿美元的 2011 年度政府预算开支报告，将在促进就业方面投入大量资金。周二，美国股市延续上涨行情，二手房签约量在减税政策到期后又得到恢复，房地产建筑商 D.R.Horton (DHI) 实现盈利，美股上涨 1.1%。周三，ISM 服务业指数有所回升但还不尽人意，制药巨头辉瑞(PFE) 财报不及预期，美股微跌 0.3%。周四，欧洲国家主权债务问题愈演愈烈，投资者担忧情绪再度升温；穆迪警告美国若不严格控制预算，主权评级将承受压力，全球股市均暴跌，美股下挫 2.6%。周五，就业数据好坏参半，失业率有所下降但非农就业损失高于预期，但接近收盘时，美联储公布的消费信贷好于预期，又有投资者认为欧盟可能针对希腊预算赤字提出解决方案，美股得到提振，道指守住万点关口，微涨 0.1%。

从整周来说，标普 500 下跌 8 点至 1066，跌幅为 0.7%；道琼斯指数下跌 55 点至 10012，跌幅为 0.5%；纳斯达克指数下跌 6 点至 2141，跌幅为 0.3%；VIX 指数上升 6.1%至 26.1。见图表 1。

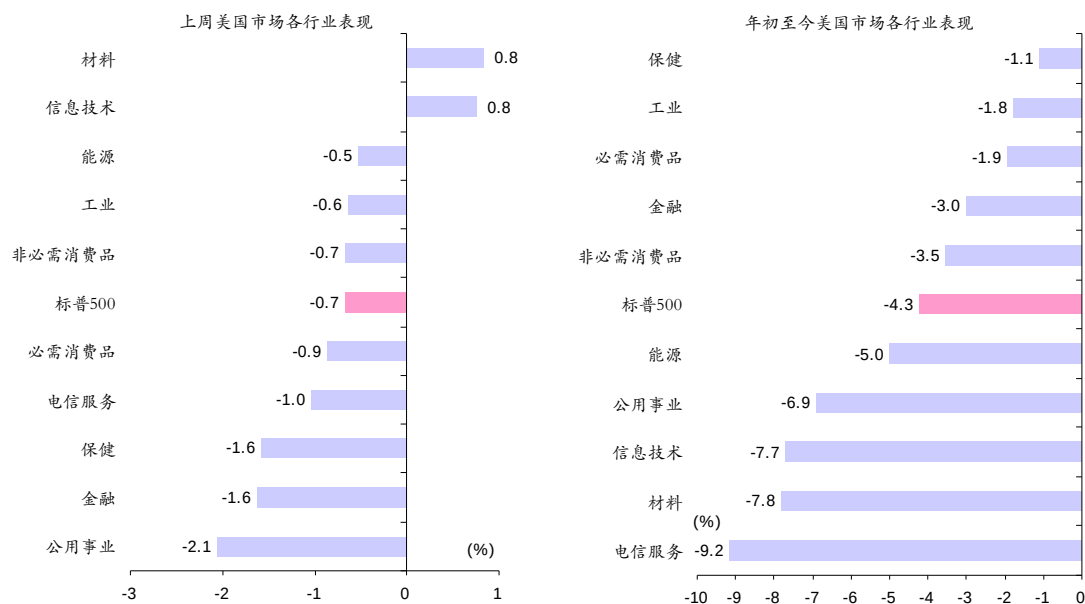
图表 1：美国股票股指一周涨跌

	2010-2-5	2010-1-29	涨跌	涨跌幅(%)
标普500指数	1,066	1,074	-8	-0.7%
道琼斯指数	10,012	10,067	-55	-0.5%
纳斯达克指数	2,141	2,147	-6	-0.3%
VIX指数	26.1	24.6	1.5	6.1%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从行业板块上看，基础原材料和科技板块在前一周领跌市场之后，本周有所反弹，表现居前，均上涨 0.8%；公用事业和金融板块跌幅最大，分别达到 2.1%和 1.6%。

图表2：美国标普500指数前周各行业表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

目前市场关注焦点仍然集中在欧洲国家的债务问题上，美股走势更大程度受其影响，而不是企业基本面和经济复苏前景。从估值角度来看，当前美国标普500的动态市盈率仅13.6倍，与09年3月最低点动态市盈率11.1倍相比，仅差19%，但市盈率很难跌至当时金融危机最严重时期的水准。我们认为，欧洲国家主权债务问题、奥巴马政府限制金融机构业务的提案和中国收紧货币政策等风险仍将在短期内存在，对股市造成压力，因此投资者仍应保持谨慎。但如果欧盟能够提出有效的针对债务问题的解决方案，将极大提振投资者的信心；美国股市在经济持续复苏和企业盈利向好的背景下，估值中枢将进一步提升，建议投资者在下跌中逐步建仓。

图表3：四季度美国标普500指数重点公司盈利情况

代码	基本信息		2009年四季度					同比变化		一致预期 from Bloomberg		业绩与预期的百分比		估值	
	企业名称	行业	市值 (USD bn)	营业收入 (USD mn)	净利润 (USD mn)	每股收益 (USD)	每股经营性收益 (USD)	营业收入	净利润	营业收入 (USD mn)	每股经营性收益 (USD)	营业收入	每股经营性净利润	静态市盈率	静态市净率
Feb. 5th															
AET US Equity	Aetna Inc	保险公司	12.8	8,756	166	0.38	0.40	12.3%	-14.8%	8,573	0.42	2.1%	-5.7%	10.81	1.3
AON US Equity	AON Corp	保险公司	10.9	2,073	198	0.69	0.96	7.7%	1880.0%	1,968	0.82	5.3%	17.5%	12.69	1.8
PPL US Equity	PPL Corp	电力服务供应商	10.9	1,727	153	0.40	0.49	-31.3%	-45.6%	2,529	0.36	-31.7%	37.6%	15.03	2.0
SPG US Equity	Simon Property Group Inc	房地产投资信托公司	21.0	1,028	98	0.32	0.68	-0.1%	-35.5%	915	0.53	12.4%	28.8%	37.98	4.7
Feb. 4th															
SE US Equity	Spectra Energy Corp	天然气运输及存储公司	13.5	1,298	219	0.34	0.33	2.9%	28.1%	1,233	0.33	5.2%	-0.9%	17.90	1.8
CME US Equity	CME Group Inc	交易所运营商	17.9	674	203	3.04	3.37	-4.0%	226.4%	664	3.43	1.4%	-1.7%	20.32	0.9
DO US Equity	Diamond Offshore Drilling Inc	海底钻探公司	12.5	891	276	1.98	1.99	-1.4%	-5.9%	888	2.32	0.4%	-14.2%	9.06	3.4
AVP US Equity	Avon Products Inc	化妆品公司	12.9	3,181	269	0.62	0.67	13.3%	15.9%	3,156	0.68	0.8%	-1.2%	17.12	10.2
RAI US Equity	Reynolds American Inc	美国第二大香烟制造商	15.6	2,096	215	0.74	1.10	-3.7%	-16.7%	2,072	1.16	1.1%	-4.8%	11.53	2.4
NOC US Equity	Northrop Grumman Corp	美国第二大国防承包商	18.2	8,925	413	1.31	1.31	-2.5%	116.3%	9,018	1.27	-1.0%	3.4%	11.84	1.4
K US Equity	Kellogg Co	谷物食品及方便食品生产商	19.9	2,900	176	0.46	0.46	-1.1%	-1.7%	2,942	0.49	-1.4%	-6.5%	16.33	8.8
MA US Equity	Mastercard Inc	全球第二大信用卡国际组织	28.8	1,298	294	2.24	2.43	6.0%	22.8%	1,296	2.48	0.2%	-2.0%	19.35	8.2
AGN US Equity	Allergan Inc/United States	肉毒杆菌素生产商	17.4	1,224	222	0.72	0.77	15.9%	47.1%	1,156	0.77	5.9%	0.5%	20.95	3.6
Feb. 3rd															
TMO US Equity	Thermo Fisher Scientific Inc	科学仪器制造商	19.3	2,839	273	0.65	0.93	7.3%	-5.8%	2,742	0.89	3.5%	5.1%	15.39	1.3
TWX US Equity	Time Warner Inc	媒体巨头	32.2	7,320	627	0.53	0.57	-40.5%	103.9%	7,201	0.52	1.7%	10.5%	13.25	1.0
PFE US Equity	Pfizer Inc	医药业巨头	145.5	16,537	767	0.10	0.49	33.9%	188.3%	15,996	0.51	3.4%	-3.2%	8.88	2.2
CMCSA US Equity	Comcast Corp	美国最大的有线电视运营商	43.8	9,067	955	0.33	0.28	3.4%	131.8%	8,966	0.27	1.1%	2.9%	13.38	1.0
WU US Equity	Western Union Co/The	金融服务公司	11.4	1,314	224	0.32	0.32	1.7%	-6.6%	1,308	0.32	0.5%	-0.6%	12.92	32.1
NOV US Equity	National Oilwell Varco Inc	钻探设备制造商	17.8	3,134	394	0.94	0.96	-17.7%	-32.6%	2,862	0.77	9.5%	24.4%	10.80	1.3
V US Equity	Visa Inc	零售电子支付网络运营商	61.7	1,960	763	1.02	0.98	12.7%	32.9%	1,917	0.92	2.3%	7.1%	26.62	3.0
BRCM US Equity	Broadcom Corp	芯片生产商	13.5	1,343	59	0.11	0.48	19.2%	137.2%	1,320	0.44	1.8%	8.8%	74.89	3.5
CSCO US Equity	Cisco Systems Inc	网络设备及服务提供商	133.2	9,815	1,853	0.32	0.40	8.0%	23.2%	9,408	0.35	4.3%	14.0%	20.50	3.2
YUM US Equity	Yum! Brands Inc	餐饮集团	15.6	3,365	216	0.45	0.50	-0.5%	5.9%	3,334	0.48	0.9%	4.4%	15.32	15.3
Feb. 2nd															
DOW US Equity	Dow Chemical Co/The	美国化学制药商	30.4	12,466	172	0.08	0.18	14.4%	111.1%	11,997	0.12	3.9%	56.5%	45.10	1.8
EMR US Equity	Emerson Electric Co	美国工业企业	34.1	5,011	425	0.56	0.56	-7.5%	-7.2%	4,707	0.42	6.5%	32.1%	19.51	3.9
ETR US Equity	Entergy Corp	石油公司	14.6	2,499	319	1.64	1.75	-16.7%	81.5%	3,541	1.49	-29.4%	17.6%	11.14	1.7
ADM US Equity	Archer-Daniels-Midland Co	农业公司	19.3	15,913	567	0.88	0.87	-4.6%	-3.1%	16,275	0.72	-2.2%	20.2%	13.79	1.3
CMI US Equity	Cummins Inc	发动机制造商	10.1	3,400	270	1.36	1.37	3.4%	203.4%	2,812	0.78	20.9%	75.0%	20.04	2.6
ADP US Equity	Automatic Data Processing Inc	业务外包解决方案提供商	20.4	2,204	316	0.62	0.62	0.0%	5.1%	2,168	0.58	1.7%	7.5%	16.55	3.5
UPS US Equity	United Parcel Service Inc	物流公司	56.9	12,377	757	0.75	0.75	-2.5%	198.0%	12,311	0.74	0.5%	2.0%	24.80	8.1
MRO US Equity	Marathon Oil Corp	石油公司	20.4	14,627	355	0.50	0.33	14.2%	965.9%	13,396	0.51	9.2%	-34.9%	18.27	0.9
MET US Equity	MetLife Inc	保险公司	28.4	12,341	320	0.35	0.96	-11.6%	-67.5%	12,558	0.95	-1.7%	0.6%	11.98	0.9
NWSA US Equity	News Corp	媒体企业集团	36.1	8,684	254	0.10	0.22	10.3%	104.0%	8,310	0.20	4.5%	10.0%	17.44	1.4
AFL US Equity	Aflac Inc	健康保险公司	22.6	4,597	251	0.53	1.18	7.9%	27.4%	4,967	1.15	-7.5%	2.3%	9.96	2.9
Feb. 1st															
SYY US Equity	Sysco Corp	食品服务供应商	16.7	8,868	268	0.45	0.44	-3.1%	12.9%	8,872	0.42	0.0%	4.0%	15.56	4.2
XOM US Equity	Exxon Mobil Corp	石油公司	317.9	82,832	6,050	1.27	1.27	13.0%	-22.6%	82,051	1.19	1.0%	6.9%	16.70	3.0
APC US Equity	Anadarko Petroleum Corp	石油和天然气勘探公司	32.6	2,398	229	0.46	0.04	-20.0%	-72.2%	2,352	0.04	2.0%	11.1%	n.a.	1.6

资料来源：Bloomberg，公司数据，中金公司研究部

二. 利率、信贷、汇率及大宗商品市场动向

上周英国央行宣布维持基准利率 0.5% 不变，并暂停该行 2000 亿英镑（约合 3190 美元）的资产购买项目。欧洲央行也维持基准利率在 1% 不变，欧洲央行行长特里谢表示，许多欧元区国家的财政赤字庞大，且仍在大幅攀升，谨慎制定退出策略至关重要。

随着欧洲财政赤字和债务问题愈演愈烈，市场关注焦点逐步从希腊扩大至葡萄牙与西班牙等国，这些国家的国债利率显著上升，主权债务违约息差（CDS）创历史新高。投资者风险偏好下滑，美元和日元汇率大幅上涨；投资者同时担心欧洲国家债务问题和新兴国家退出政策使得全球经济复苏受阻进而影响大宗商品需求，大宗商品市场遭受重挫，用于追踪 19 种原材料价格变动的路透/Jefferies CRB 指数下跌 2.7% 至四个月来最低水平。

国债市场：上周美国财政部仅发行了 660 亿美元短期国债。在奥巴马向国会提交了总额达 3.83 万亿美元的 2011 年度政府预算开支后，穆迪警告，如果美国经济增长低于政府预期，或美国政府不采取更严格措施解决预算赤字，美国 AAA 级主权信用评级将承受压力。美国国债收益率在周三曾大幅升高，而后随欧洲国家债务问题又明显回落。全周来看，2 年期国债收益率下降 5 个基点至 0.76%，5 年期下降 9 个基点至 2.23%，10 年期下降 2 个基点至 3.57%，30 年期上升 3 个基点至 4.52%。2 年至 10 年息差上升 3 个基点至 2.80%。5 年期通胀预期下降 2 个基点至 1.76%，10 年期通胀预期下降 6 个基点至 2.26%。详见图表 4。

信贷市场：上周信贷市场息差随着投资者对欧洲债务问题的担忧而扩大。北美公司 5 年期投资级别信用违约互换息差综合指数上升 5 个基点到 102；5 年期高收益信用违约互换息差综合指数上升 21 个基点到 601。新兴市场信贷市场 5 年期主权国家信用违约互换息差综合指数上升 16 个基点至 289。见图表 4。

图表 4：美国国债收益率表现以及信贷市场情况

	2010-2-5	2010-1-29	升降(基点)
2年期	0.76%	0.81%	-5
5年期	2.23%	2.32%	-9
10年期	3.57%	3.58%	-2
30年期	4.52%	4.49%	3
2年至10年期息差	2.80%	2.77%	3
5年期通胀预期	1.76%	1.78%	-2
10年期通胀预期	2.26%	2.32%	-6
5年期投资级信用违约互换息差	102	97	5
5年期高收益信用违约互换息差	601	581	21
5年期主权国家信用违约互换息差	289	273	16

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

汇率市场：美元指数从一周前的 79.46 上升 1.3% 至 80.44，自去年 7 月以来首次突破 80 大关，美元对欧元升值 1.3% 至 1.3678，欧元汇率降至去年 6 月以来新低；美元对英镑升值 2.2% 至 1.5641，对澳元升值 1.7% 至 0.8684，对加元升值 0.1% 至 1.0717，对日元贬值 1.2% 至 89.25。

大宗商品市场：金价下跌 2.8% 至每盎司 1052.2 美元，已达到三个月以来最低点；白银大跌 8.4%。美国一周原油库存增加 230 万桶至 3.29 亿桶，市场预计为增加 20 万桶；一周汽油库存减少 130 万桶至 2.281 亿桶，市场预计为增加 130 万桶；原油价格下降 2.3% 至每桶 71.19 美元。天然气价格逆市上涨 7.5%，主要因为美国大部分地区最近天气转寒引发对天然气需求增加。

金属价格大幅下挫，铜价下跌 6.3%，铝价下跌 4.9%，铅价下跌 4.4%，镍价下跌 7.9%。农产品价格表现则相对平稳，小麦价格下跌 0.2%，大豆下跌 0.1%，玉米下跌 1.4%。波罗的海干散货指数下跌 4.8%。

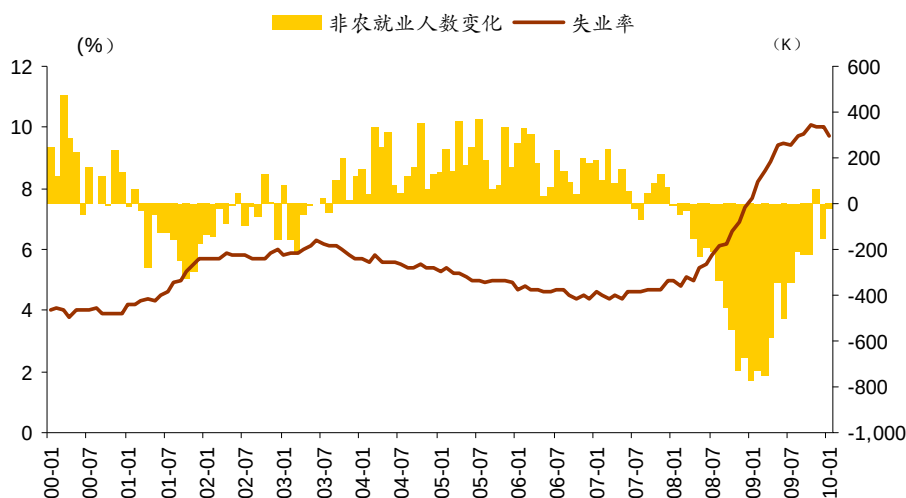
未来市场关注

一、非农就业人数下滑差于预期，但劳动力市场仍继续恢复过程中

美国劳工部周五报告称，1月的失业率降至9.7%，低于去年12月的10%，市场此前预期为持平10%。但非农就业人数从12月损失15万人（经调整后）降至损失2万，仍差于市场预期的增加2万。分行业看，商业、零售批发业和医疗服务行业就业人数为净雇佣，分别增加4.4万、3.4万和1.7万人；就业人口损失较多的行业为建筑业、运输业和金融业，分别损失7.5万、1.8万和1.6万人。

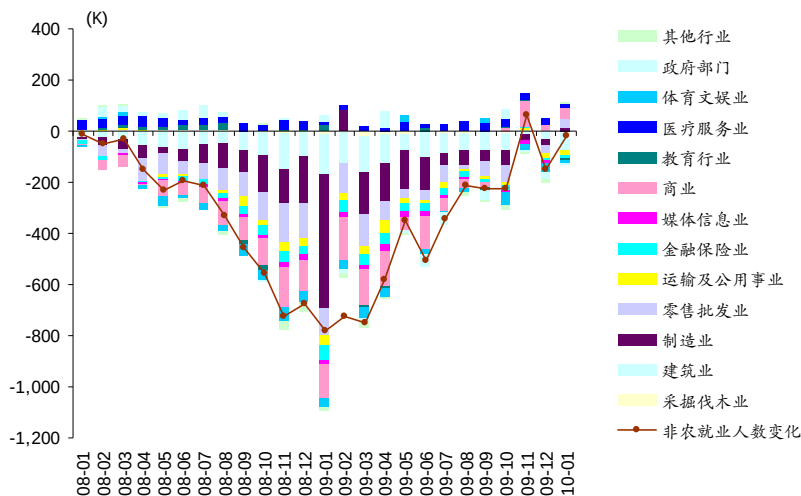
失业率下降和非农就业人数继续损失，似乎相互矛盾，这表明劳动力市场的情况相对比较复杂。我们可以比较一下失业率和非农就业人数数据的计算方法来寻求答案。失业率数据来自家庭抽样调查，覆盖面比较广，但误差相对较大；非农就业人数数据来自机构调查，由于样本数量较大且数据可信度更高，误差也相对较小。但失业率数据覆盖了创业人口、家政工人、农业人口等非农人口不包括的范围；此外，失业率数据统计仅限于16岁以上人口，但非农就业人口统计不受年龄限制。1月非农就业人数达到1亿2953万人，比去年12月份的1亿2955万人损失2万人；1月美国劳动力人口达到1亿5317万人，其中就业人口达到1亿3833万人，失业人口达到1484万人，因此失业率为 $1484/15317=9.7\%$ ，低于去年12月的10.0%，失业人口比12月份高54万人，远大于非农就业人口减少的2万。

图表5：美国失业率和非农就业人数变化



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图6：美国非农就业人数分行业变化



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

非农就业人数确实差于预期，但非农就业人数的增加和减少从来都具有较大的波动性。从趋势上看，就业市场的好转仍然是明显的，而且失业率的降低仍然可以被看做是就业市场将要在近期出现拐点的一个信号。另外，如果奥巴马政府提出的支持就业市场恢复的政策能够尽快取得成效，将在一定程度上改善“非就业复苏”的情况，并将进一步提振美国经济，支撑美国的股市。

二、欧洲主权债务危机：下一个南美危机？

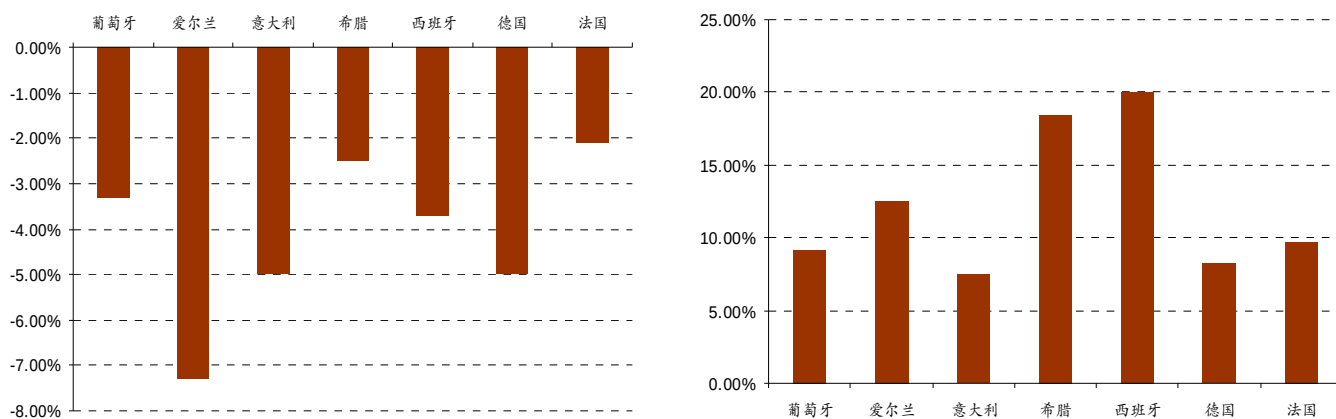
“摧毁资本主义体系的最好方法是货币贬值。”——凯恩斯

最近几周，国际股市因南欧主权债务危机而剧烈动荡。中金全球策略组以及中金机构销售组于上星期五与国内外许多大型机构投资者举行了电话会议，回顾了我们在市场大幅回调前已警示过的风险及我们对近期市场投资操作的建议。我们想藉此机会把会议的主旨以及主要观点加以汇总并进一步分析阐述，以供参考。

欧洲主权国家债务危机的根源由来已久。西欧的所谓PIIGS国家（猪仔五国，即葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙）的经济发展长期萎靡，失业率高企、财政赤字过高、政府债台高筑。葡萄牙的经济增长在上世纪九十年代高于欧盟的平均水平，但在本世纪的前十年迅速回落，并在2009年收缩了3.3%，其人均GDP只有欧盟平均的2/3。葡萄牙落后的教育系统制约着其生产率的提高和经济的发展，并在近年来受到低成本的中欧和亚洲国家生产商的冲击。爱尔兰的经济在1995-2007年期间增长迅速，但在过去的两年陷入衰退。和其它的欧洲国家相比，爱尔兰的房地产市场有较大的泡沫并受金融危机的冲击较大。2008年，政府曾出面担保所有的银行储蓄并为银行系统注资。意大利经济近年来发展缓慢，并为高失业率、高税收所困扰。希腊公共事业占总GDP的40%，其人均GDP只有欧盟发达国家的2/3。在2004年举办的奥运会和为了稳定国家信贷系统导致政府大规模增加了支出造成赤字高企，而经济危机造成的政府收入下降又使得情况更加严重。西班牙的经济在高于欧盟平均值之上增长十多年之后陷入了严重的衰退之中。西班牙的银行系统在金融危机中所受到的冲击较小，这要得益于西班牙央行的谨慎态度；但西班牙的失业率在过去的一年里大幅上升，其财政赤字也远远超出欧盟所允许的上限。

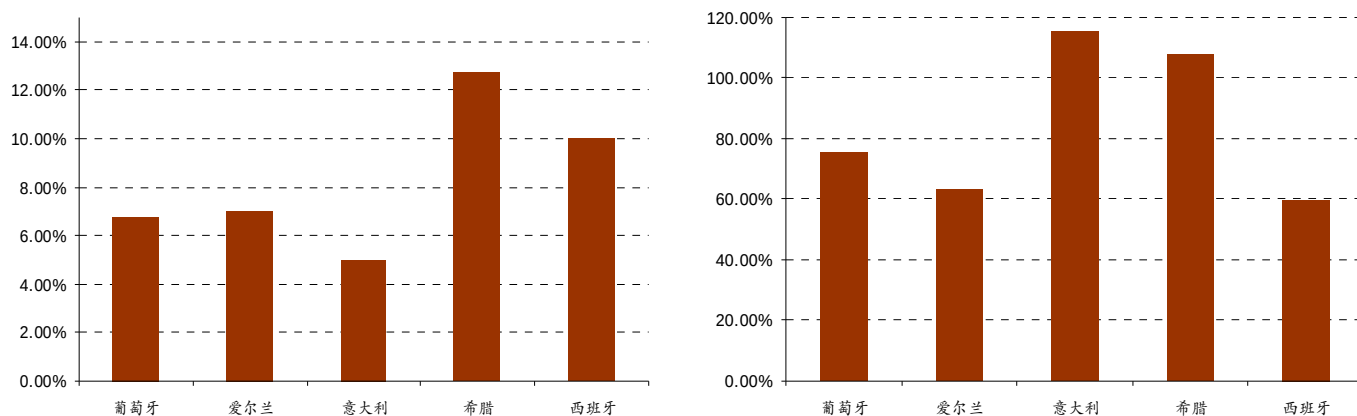
所有 PIIGS 国家在 2009 年的 GDP 均大幅下降,其中最严重的是爱尔兰,下降达 7.3%之多(图表 7); PIIGS 国家的失业率均大幅高于全球的平均失业率 6.3%,其中以西班牙的 20%为最高(图表 7);目前 PIIGS 各国的财政赤字/GDP 的比例均远远超出欧盟 3%的上限(图表 8);PIIGS 国家债务占 GDP 的比例由最低的 63%(爱尔兰)到最高的 115%(意大利)并仍在增长之中(图表 8);因短期债务到期和财政赤字,PIIG 国家在 2010 年都面临着较大的融资压力(图表 9)。

图表 7：欧元区若干国家 2009 年 GDP 增长值（左）和失业率（右）



资料来源：CIA World Factbook，中金公司研究部

图表 8：PIIGS 国家 2009 年财政赤字/GDP 比例（左）和债务/GDP 比例（右）



资料来源：CIA World Factbook，中金公司研究部

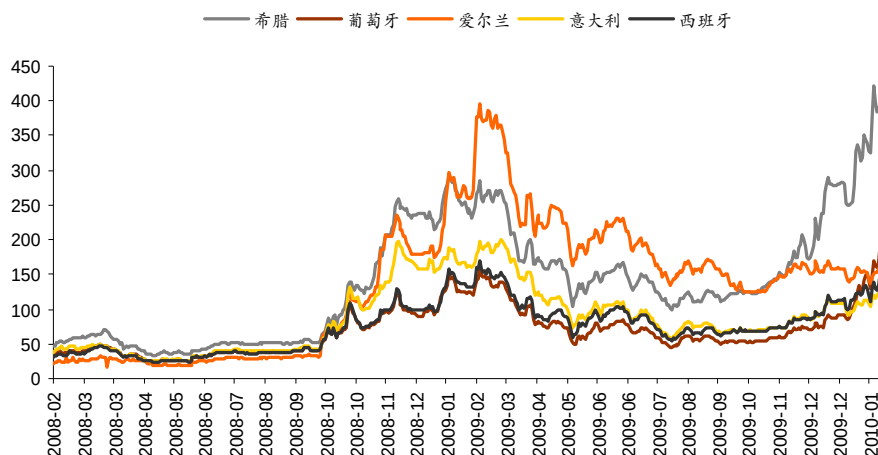
图表 9：PIIGS 国家短期债务和 2010 年融资压力

	葡萄牙	爱尔兰	意大利	希腊	西班牙
短期债务（亿美元）	260	230	4,670	670	2,920
2010 年融资压力（亿美元）	409	528	5,749	1,035	4,431

资料来源：BIS，CIA World Factbook，中金公司研究部

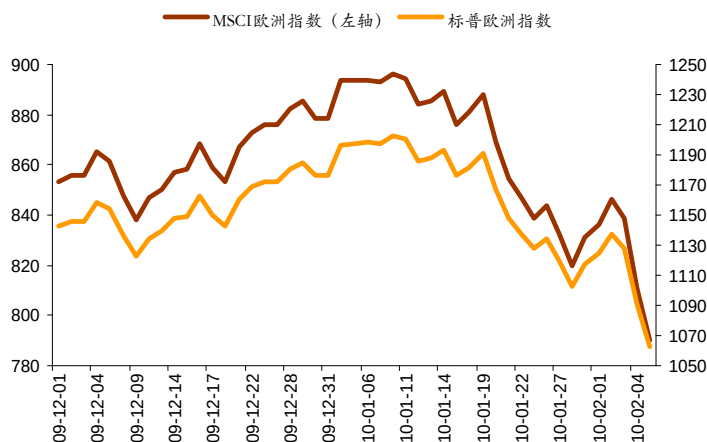
危机爆发后，金融市场遭受重创。首先是信贷市场的反应非常迅速和激烈，这表现在 PIIGS 各国的主权信用 CDS 息差在短期内大幅上升，其中希腊、葡萄牙和西班牙的息差已经超越金融危机最严重时期的水平，创下了历史新高（图表 10）。欧洲股市也因此而大幅回调，下跌幅度从高点算起已经有 15%（图表 11）。受此影响，全球其它股市也遭受重创。

图表 10：PIIGS 国家主权信用 CDS 息差在短期内大幅上升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 11：欧洲股市近期大幅下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

欧盟举棋不定引发避险情绪激增；但希腊或于最后一刻“生当复来归”。历史经验说明欧洲内部的国家竞争其实是其经济发展的一个动力。而欧盟的成立，只是姑且地把一些处于经济发展不同阶段的、历史上曾有激烈竞争的国家，组合成一群“不分良莠之众”。据此，欧元区的经济，财政和债务都存在着不平衡的问题。

仅两年半前，PIIGS 国家的 CDS 息差与发达欧元区国家，比如德国和法国，没有什么差距。对于理性的投资者，这种资产的定价及债务拖欠可能性的预估不足。希腊是一个生产率相对于其他发达欧元区国家比较低下的国家，如果希腊这种相对落后的国家要正式并成功地融合到欧元区里面，我们认为几个必要条件如下：1) 财富从富有的国家转移到贫穷的国家。我们已经看到一部分财富在欧盟成立后从发达的欧元区国家逐步地转移到发展中的欧元区国家；2) 希腊原有的货币价值需要下降；3) 希腊的资产价格需要下降；4) 低生产率的国家大幅移民到高生产率国家。据我们目前的观察，除了第一点，其他三点似乎均未实现。

因此，如果这些国家的主权债务不解决的话，将有可能造成债务通缩。债务通缩是经济发展过程中最可怖的一个情景：国民经济增长乏力，政府融资的时候需要给很高的融资率，从而导致国民经济发展更加停步不前，正如日本当前陷入的困境一样。

加州是美国联邦政府的一部分，所有人都知道如果加州出问题，美国联邦政府肯定会出手相救。主权国家像爱尔兰，希腊，葡萄牙短期内存在比较大的融资压力，这些国家的财务状况和借贷状况亦相应地存在很多的风险。上周，葡萄牙计划发行 5000 万的国债，最终只能发行 3000 万。而希腊有约 670 亿美元的债券是短期债券，如果想继续发债，就需要给投资者提供更高的收益率。一旦市场不给予其发债的机会，希腊就会违约，所以说希腊需要外来帮助，而且外部也是具备这种能力的。同加州的情况有些类似，由于各国政府在失业财政等方面近期都存在不小的压力，只有事态发生危机，欧盟才会提出方案来帮助希腊，最终以重整债务等方式来帮助它。解决这个问题需要一个相对比较长的过程，最终结果只能是欧盟和各国政府出面解决这个问题。

我们认为潜在的解决方案大致有几种：1) 欧盟包括德法牵头保证希腊的债务状况，ECB 帮助希腊把现有的债务重组；2) 欧元大幅贬值 - 欧元最近已降至约 1.34，一个月前约 1.45，大幅贬值的可能性上升，使投资者回归美元。但来自经济竞争力的贬值，欧元区的出口将会得到帮助，并在一定程度上缓解经济困难的状况。3) 希腊铁心解决财政和债务状况，在 3 年之内如期把政府财政赤字从 13% 减少至 3%。但希腊的这种雄心勃勃的财政计划的实施会在一个西方民主的发源地遭到民主力量的阻碍。如果这三件事有一件事发生，或同时发生，市场就会在一定程度上重拾信心。

欧洲主权国家债务危机演变成下一个拉美危机？虽然诸如希腊、葡萄牙、爱尔兰和西班牙这些国家的经济总量较小（葡萄牙 GDP 占欧元区 1.8%，希腊 2.7%，爱尔兰 1.8%，西班牙占比较大为 11%），但其债务后果具有很强的传染性，是对全球市场信心的严重打击，并在极大程度上制约投资者的风险偏好。可以肯定的是，这一危机的严重程度和对市场的影响是要远远大于 09 年 11 月下旬发生的迪拜世界债务危机。但这一危机会演变成为 1994 年的拉美危机或者 1997 年的亚洲金融危机那种程度吗？

我们认为不会。1) 成因不尽相同。90 年代初，随着债务危机的缓解和经济改革的全面展开，外资重新流入，拉美地区经济出现比较强劲的恢复性增长。但是，1994 年墨西哥金融危机的发生及其产生的冲击波，使拉美经济随即出现第一轮下滑；随后，巴西金融危机、阿根廷金融危机又导致地区经济的第二轮和第三轮滑坡。拉美危机的主因是拉美国家的内部原因，是拉美国家在改革过程中的决策失误和风险意识薄弱造成的。而南欧国家的危机是由于在全球经济危机后，经济在恢复过程中财政赤字和债务这些“纯”经济问题的压力造成的。相比而言，后者的严重程度要小一些。2) 拉美国家缺乏一个统一的政治实体去协调和寻找解决方案（虽然美联储多少扮演了这一角色），但欧盟有 ECB，并有德国和法国这样的国家在做后盾。3) 欧元区毕竟是富有的国家，藏富于民，这和拉美以及亚洲等新兴国家是不可等同的。欧元区的境况再差，还不至于达到社会矛盾严重激化并引发政治危机的地步。

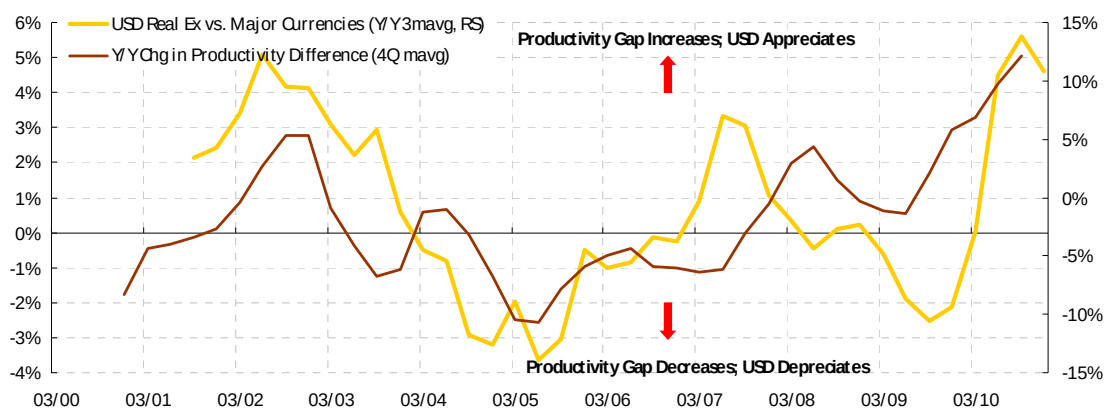
这一危机将考验欧元体系的稳定性。欧盟作为世界上最大的经济贸易联合体，其统一货币的好处是很多的，归纳起来就是增强自身经济实力，提高竞争力；减少内部矛盾，防范和化解金融风险；简化流通手续，降低成本；增加社会消费，刺激企业投资等。欧元从 1999 年启用以来，也获得了巨大的成功。但欧元的阿基里斯脚跟是缺乏统一的政治，也事实上并不存在统一的欧洲经济。欧元区各国的经济情况差异较大，统一的货币政策未必是各国最好的选择。金融危机和经济衰退对欧元区各国的影响程度不同；市场 V 型反弹以来，各国的恢复程度也不同。这次危机爆发之后，市场更有理由认为这种地区的差异是单一货币体系解决不了的。

欧元区的问题之一是它并没有给成员国提供一个平稳、有序的退出机制，而且成员国如果决定退出，那么潜在的成本将是非常高昂的。因此，欧元体系暂时还没有解体的危险。但是，这一危机必将引发人们对于这种单一货币体系的思考。长期来看，不排除某些国家在形式稳定之后决定退出。欧元体系的不稳定性也将是对全球统一货币体系鼓吹者的一次沉重打击。

竞争性货币贬值以及美元进一步升值的可能性增大；贸易战的潜在可能性将是市场面临的风险之一。我们预计欧元继续贬值。而从历史角度考虑，每当市场风险偏好急剧下降的时候，美元一般会受投资者的青睐。08年美国开始印钱之时，人们因其货币增量急剧上升而预计美元会大幅下降。但值得注意的是，美国现在存在的各种问题，其他国家也存在，有的国家甚至更为惨烈。而货币汇率永远是两国相对表现的反映。因此，只要美国的经济相对强于其他国家，美元的走势尤其是对欧元的走势就应持续增强。美元在全世界的储备货币的地位在短期内还是难以动摇的。据此，我们继续看好美元，尤其是美元对欧元的走势。

我们在数月内继续看好美元走势的另一原因是美国生产率与他国的差距正在加剧一个国家的经济发展最终是由一个国家的劳动生产率决定。09年3季度美国年化劳动生产率增速达到9%，4季度达到6-7%，而欧元区仅为1-2%。用PPP的原则来衡量，美元的价值亦被有所低估，尤其是相对于大宗商品国的货币。

图表 12：美国的劳动生产率相对于欧洲差值增大，预示美元指数有可能继续走强



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从技术交易的角度看，美元已经突破了200日均线（长期趋势均线）。一个资产价格一旦突破其长期趋势均线，一般都在未来3-6个月会有良好表现。市场在看到这个趋势后，会继续增持美元，从而进一步促进这种趋势的发展。所以我们在短期内继续看好美元及其他主要货币的走势。

图表 13：美元指数突破200日均线，有望继续升值



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从贸易角度来看，贸易保护主义的可能性较高，贸易摩擦会越来越加剧，但是发生实际贸易战的可能性从近期的情况来看还比较小。尽管各国的政客在选举的过程中有各种各样的压力，过去 10 多年的全球化进程，各个国家还都是受益的。即使如此，贸易战潜在的可能性依然是投资者应警惕的一个市场风险。

美元升值将负面影响新兴市场的投资回报。从历史的角度来考虑，美元的强势通常意味着新兴市场股市的弱势（图表 14）。对于这种现象，我们有几种解释：1) 许多新兴市场国家对于大宗商品的依赖性比较严重，而美元走强则意味着这些国家的大宗商品进口成本额将上升，并导致出口商的利润率下降进而引起这些国家的经济表现下滑；2) 许多新兴市场国家的货币在亚洲金融危机之前与美元挂钩并以美元来结算其外债。因此当美元走强时，这些国家的对外负债成本升高并导致经济表现下滑。然而自危机以来，这些国家已吸取了教训，并对其汇率对美元采取有限制的浮动。这种新的汇率管理策略将在一定程度上缓解这些国家在美元强势之时的尴尬。3) 美元是全球重要的储备货币之一。美元的强势往往引起对美元需求上升并同时导致全球流动性以及风险偏好的下降。这种形势通常意味着新兴市场股市表现之令人失望。

图表 14：美元的可望强势将可能抑制新兴市场近期的股市投资回报



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

人民币升值应是大势所趋。近期人民币 NDF 的溢价回归至零点附近，反映市场对人民币的升值预期在当前有所保留。但我们中金宏观组和全球策略组一致认为今年人民币会升值约 5%，从经济结构方面和基本面估值的角度来看，即使人民币近期不动，人民币在中长期上涨的趋势应该大致不变。而在人民币升值及最终加入国际结算之时，国际投资者将会重新评估中国的资产价格。这对于中国的市场及投资者意味深远。

三、未来一周可关注的美国经济数据（美国东部时间）

2月9日	12月批发库存月环比	预估值：0.5%	上期值：1.5%
2月10日	12月贸易赤字	预估值：35.5B	上期值：36.4B
2月11日	1月联邦政府预算赤字	预估值：50.0B	上期值：63.5B
2月11日	1月零售收入月环比	预估值：0.5%	上期值：-0.2%
2月11日	首次领取失业救济人数	预估值：465K	上期值：480K
2月11日	持续领取失业救济人数	预估值：4590K	上期值：4602K
2月11日	12月商业库存月环比	预估值：0.3%	上期值：0.4%
2月12日	2月密歇根大学消费者信心指数	预估值：75.0	上期值：74.4

美国经济动向和事件

一、上周公布的主要经济数据

上周经济数据显示美国经济复苏趋势不变。

1 月 ISM 制造业指数从去年 12 月份的 54.9 攀升至 58.4，高于市场预期的 56.0，并创下 2004 年 8 月以来新高。

12 月营建开支环比下降了 1.2% 至 9025 亿美元，为过去 6 个月内第 5 次下滑，并创造了 2003 年 8 月以来最低值。

12 月个人可支配收入环比增长 0.4%，高于预期的 0.3%；个人消费开支增长 0.2%，低于预期的 0.3%。12 月核心个人消费支出物价指数年率上升 1.5%，月比增长 0.1%，表明尽管 12 月消费者收入增多，但消费开支并不强劲，消费者在年末仍保持谨慎。

由于减税政策到期后又得到恢复，12 月二手房签约销售数字在 11 月锐减 16.4% 后环比增长了 1%，较 2008 年 12 月同比增长了 10.9%。

1 月 ADP 私营企业裁减工作岗位达 2.2 万个，基本符合预期，创下两年以来的最低水平，去年 12 月经修正后为裁减 6.1 万个工作岗位。

1 月 ISM 服务业指数从 12 月份的 49.8 回升至 50.5，但仍然低于市场预期的 51。ISM 指数中，最受关注的就业指数从 12 月份的 43.6 小幅攀升至 44.6。

第四季度非农生产率环比增长 6.2%，低于第三季度 7.2% 的增幅；单位劳动成本下降 4.4%，跌幅超出预期的 2.1%。2009 年全年非农生产率增长 2.9%，创下 6 年以来的最大增幅；劳动力成本下滑 0.9%，创下七年以来的最大跌幅。

截至 1 月 31 日一周首次申请失业救济金人数增加 0.8 万人至 48 万人，但高于市场预期的 45.5 万；往前一周持续领取失业救济的总人数增加 0.2 万人至 460 万人。

12 月美国制造业工厂订单增长 0.9%，高于市场预期的 0.9%，主要受益于机械、金属、石油与军用飞机的强劲需求；其中耐用品订单增长 1%，高于一周前 0.3% 的预估。非耐用品订单增长 1%，主要原因是石油价格的上涨。

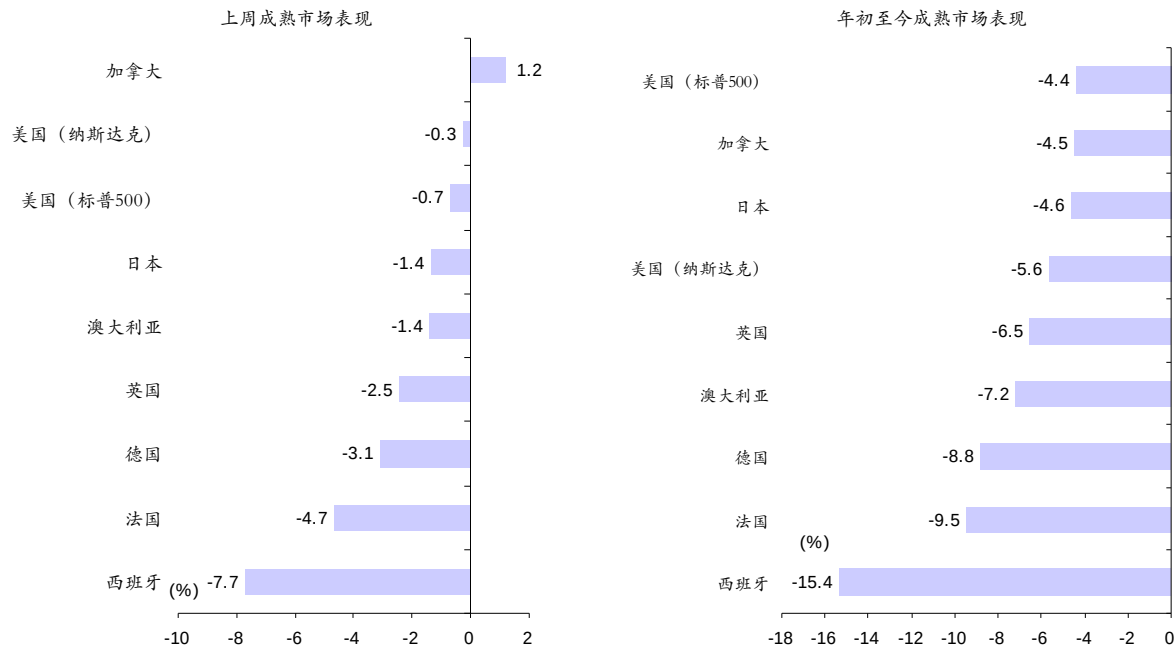
至 1 月 22 日截止的当周，抵押贷款申请量环比增加 21%，达到一个多月以来新高。其中，为现有房屋贷款进行再融资而申请抵押贷款的数量环比增加 26%，为购买房屋而申请抵押贷款的数量环比增加 10%。

1 月的失业率降至 9.7%，低于去年 12 月的 10%，市场此前预期为持平。但非农就业人数损失 2 万，差于市场预期的增加 2 万。

12 月消费者信贷下滑 17.3 亿美元至 2.46 万亿美元，好于预期的下滑 100 亿美元，消费者信贷已经连续 11 个月环比下滑，

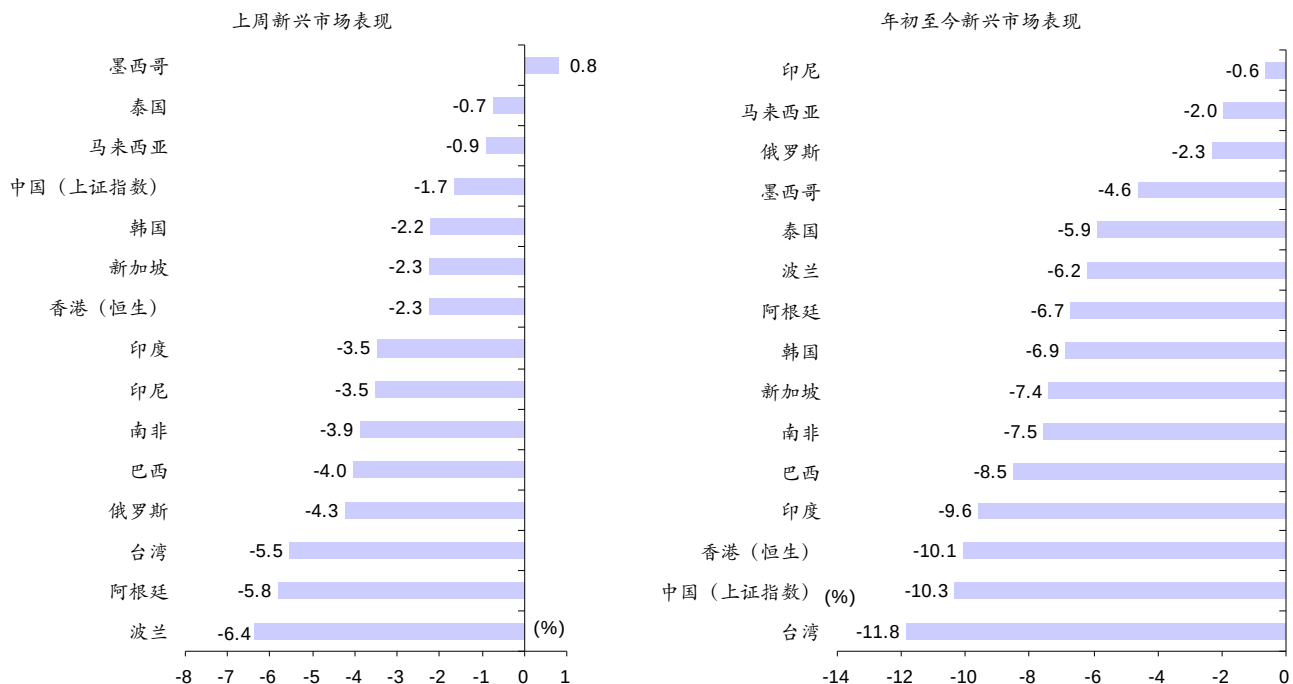
一周全球股市表现

图表1：成熟市场股市表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

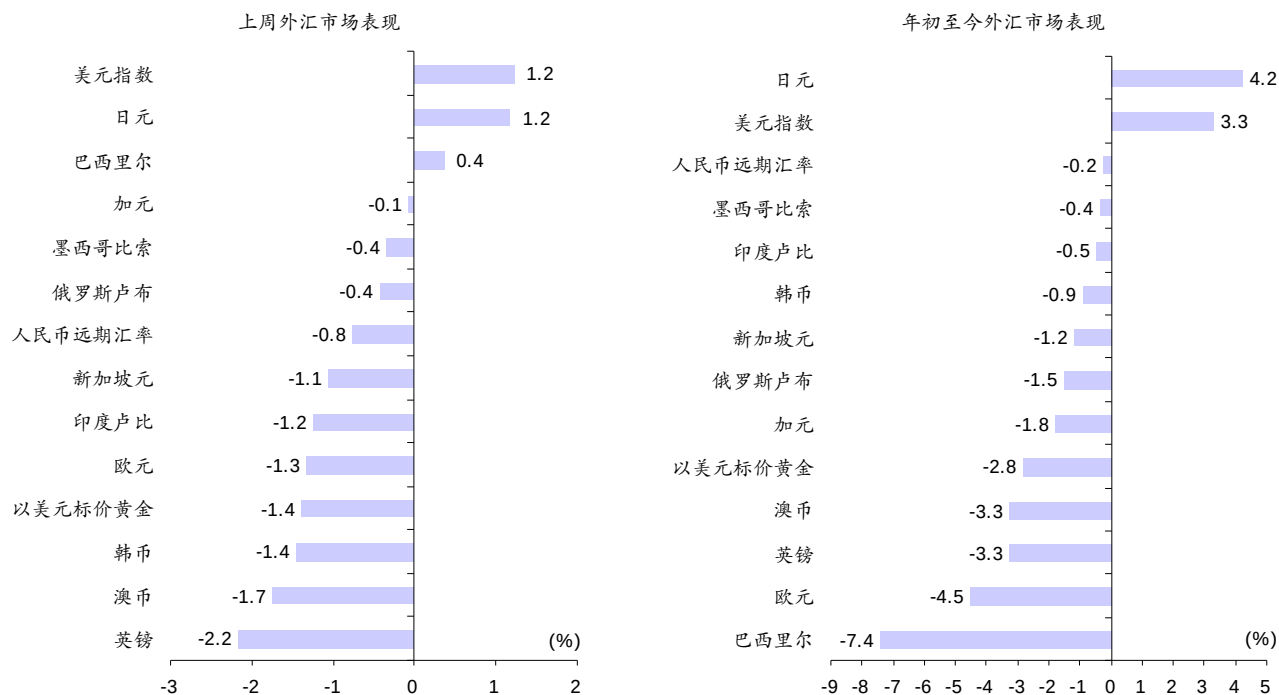
图表2：新兴市场股市表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

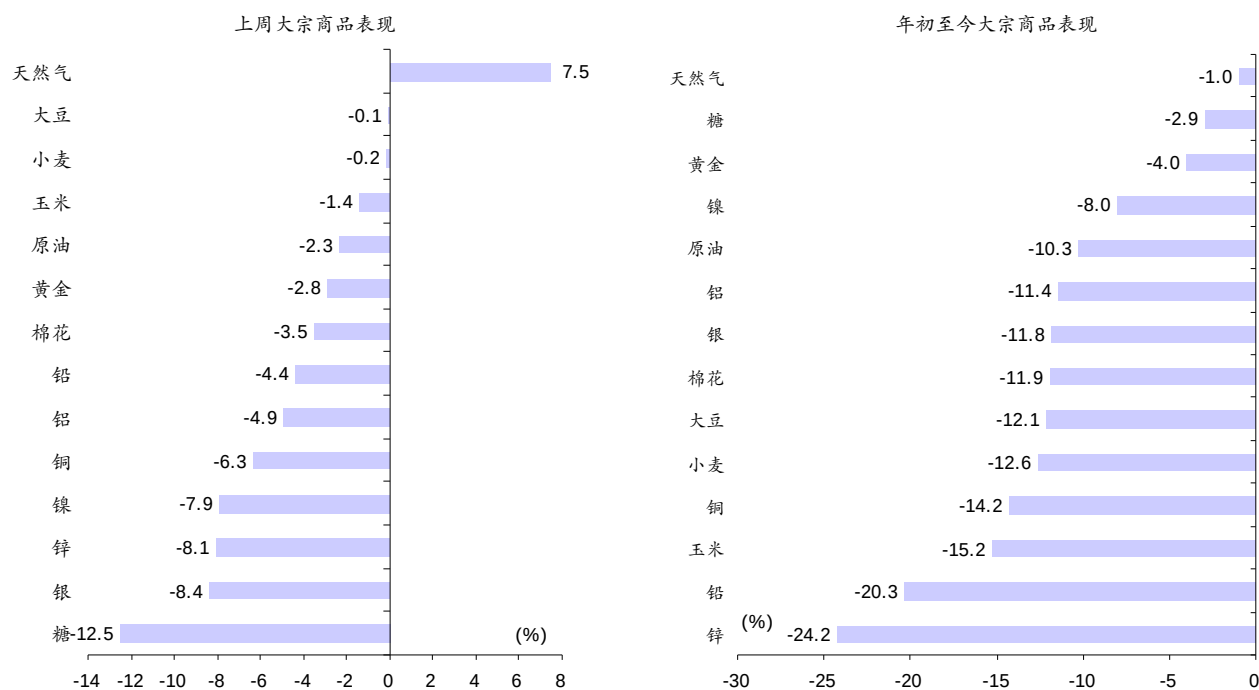
一周全球汇率及大宗商品市场表现

图表 3：主要货币汇率表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4：主要大宗商品价格表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。