

从全球经济的不平衡中寻找投资组合的再平衡

— 2010年春季投资策略

A Balanced Portfolio In An Imbalanced World

— Q2/10 Investment Strategy From A Global Perspective

刘杰 (国联证券特聘首席宏观研究员)

(001) 416-409-3859, jieliu13@yahoo.ca

April 1, 2010

2010年春季投资策略

❖ 宏观策略：延续我们在去年底时推出的“再平衡”策略

- ✓ 在周期性行业和非周期性行业间再平衡，在早周期行业和晚周期行业中再平衡
- ✓ 在09年表现领先和落后的行业间再平衡，在A股和美股表现背离的行业间再平衡
- ✓ 在高质量和低质量公司间再平衡，在高beta和高alpha公司间再平衡

❖ 近期影响市场走势的主要宏观因素：

- ✓ “政策退出”依然是市场中影响力最大的宏观风险——但引起经济和市场二次探底的可能性很小
- ✓ 主权债务危机风险依然显著 —— 但转变成系统性风险的可能性很小
- ✓ 通货膨胀在发达经济体内依然是潜在风险，但在以中国为首的新兴经济体内的风险却近在眼前
- ✓ 发达经济体房地产市场的“二次衰退”可能性依然存在——会拖累经济复苏，但导致经济和市场二次探底的可能性也不大
- ✓ 美国债收益率大幅上涨（10年期突破4%）对资产价格的负面影响是显而易见的，可能会引发市场新一轮的回调
- ✓ 美元和油价：美元持续大幅走强风险逐步降低，相反，近期回调风险增加，同时导致油价上涨风险增加
- ✓ 人民币汇率：升值不可避免，但一次性大幅升值可能性不大
 - 稳健升值将迎来市场正面的反应 —— 无论从减少政策不确定性，控制通胀还是对A股的估值，都有正面市场效应
 - 而迟迟不变会增加市场对不确定性的担忧，如果进一步导致贸易摩擦会造成市场更大的负面反应

❖ 投资要点：

- ✓ 从市场总体走势来看，我们认为A股年内还有较大上涨空间，距我们对沪深300年底点位的预测为4165点
- ✓ 同时，市场震荡的格局在近期仍将继续——截至3月底，沪深300指数今年最大的波动幅度达到了14%
- ✓ 我们继续推荐推荐在投资组合里兼顾周期性和非周期性的平衡：60%非周期性，40%周期性的资产配置
- ✓ 我们继续推荐投资者将投资组合从低质量公司向高质量公司；从高beta公司向高alpha公司转移
- ✓ 行业配置上来看，我们依然看好：1，消费概念，尤其是消费升级概念；2，医疗保健；3，信息科技
- ✓ 从周期性行业配置上来看，我们推荐投资者配置：工业（包括军工），原材料以及前期超跌的部分金融类股

（一）近期影响市场的七大宏观因素

近期影响市场的宏观因素（一） – “退出策略”依然是头号“威胁”



❖ 政策退出策略是后危机时代初期“威胁”经济复苏和市场走势的最大的风险之一

❖ 经济率先复苏的新兴经济体，尤其是亚洲新兴经济体在退出策略里“遥遥领先”

上述两点均符合我们在去年底对“退出策略”的判断，我们同时依然认为：本次的退出策略引起经济二次探底的可能性不大

□ 由于经济复苏相对迅速，大部分亚洲国家经济潜在产出和实际产出之间的差距已经大大缩小，甚至消失

□ 因此，通货膨胀压力和资产价格泡沫在宽松的货币和财政政策中开始迅速抬头

□ 澳大利亚于去年10月“率先”加息，马来西亚于3月初加息25个基点，印度也于近期加息25个基点

□ 泰国，台湾地区和韩国也正在“跃跃欲试”

□ 中国：虽未进入加息周期，但紧缩政策正在有条不紊的展开

✓ 存款准备金率（RRR）开始提高 – 我们认为RRR还有进一步上升空间

✓ 短期国债指导收益率已经有所上调

✓ 央行已经开始通过公开市场操作回流市场资金，逐步减少市场流动性

✓ 中央政府显然对利率和汇率的提高更加谨慎，但我们仍期待二者在二、三季度逐步推出，从而避免大幅变动所带来的市场震荡

□ 加拿大应该是欧美发达经济体中率先加息的国家

✓ 加拿大经济在危机中所受的冲击远小于其他发达经济体 – 主要得益于其稳健的银行体系和适度的债务规模

✓ 加币是本轮美金大幅上涨中唯一没有兑美元贬值反而升值的货币

✓ 由于加国经济很大程度上依赖包括在石油，矿产等自然资源出口上，商品价格的上涨会加速其通货膨胀

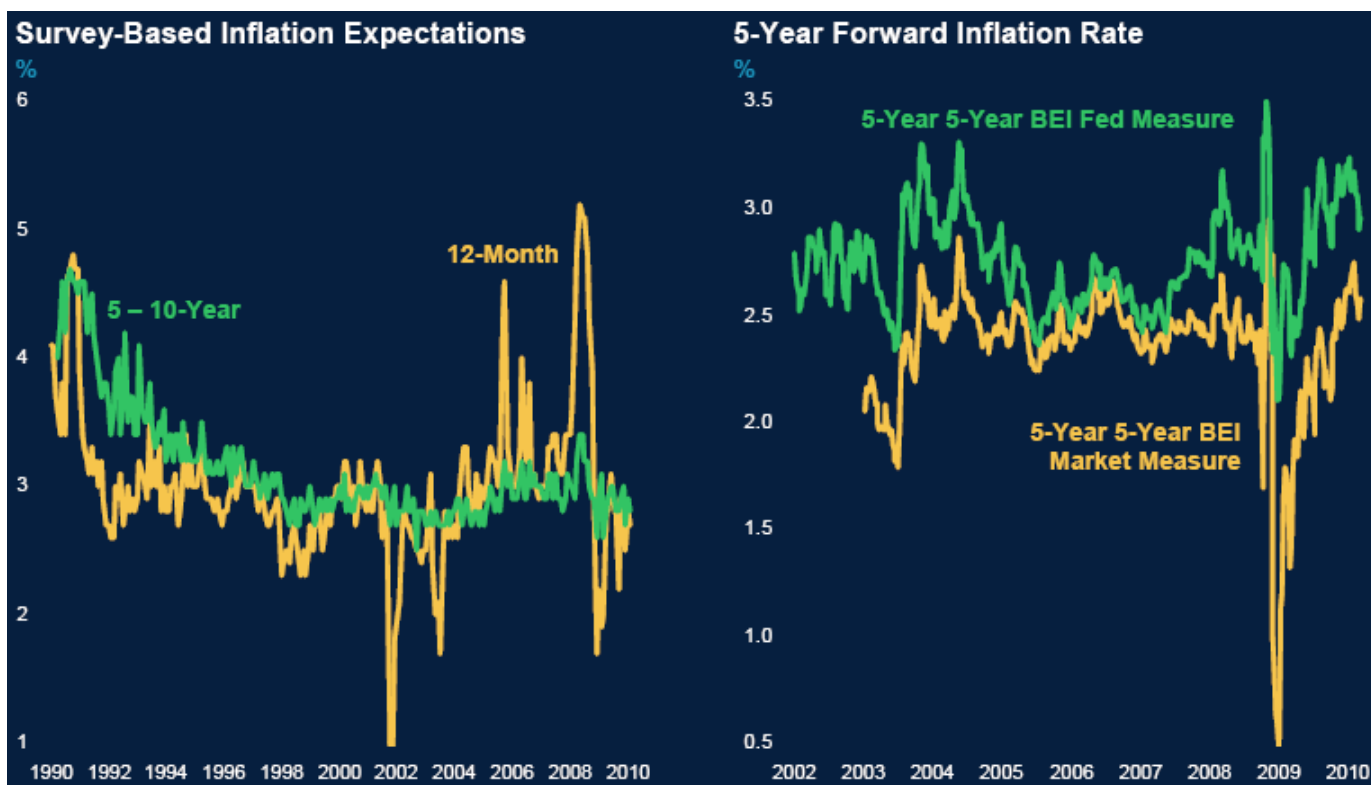
✓ 因此加拿大很有可能先于其他发达经济体加息 – 其主要商业银行最近纷纷提高房屋贷款利率就是一个先兆

近期影响市场的宏观因素（一） – 美国“退出策略”仍处萌芽之中



□美国的退出策略目前还处于萌芽之中

- ✓ 在危机时刻推出的各种应急措施开始回笼 – 但很多措施只是“口头声明”，为的是稳定市场，本身对资金的使用就不大，因此退出也不会带来太大的影响
- ✓ 美联储1.25万亿美金的MBS购买计划在3月底将结束 – 这是近期美国经济策略中最显著的“退出”了
- ✓ 美联储的“零利率”一直是市场最关心的货币政策，根据目前美联储所关注的通胀指标（下图所示），通胀预期依然相对稳定，因此今年三季度前提高利率的可能性很小，而且美联储会通过其“会议纪要”来向市场传递“加息”的信息，突然升息的可能性很小



数据来源：University of Michigan Survey, Federal Reserve Board

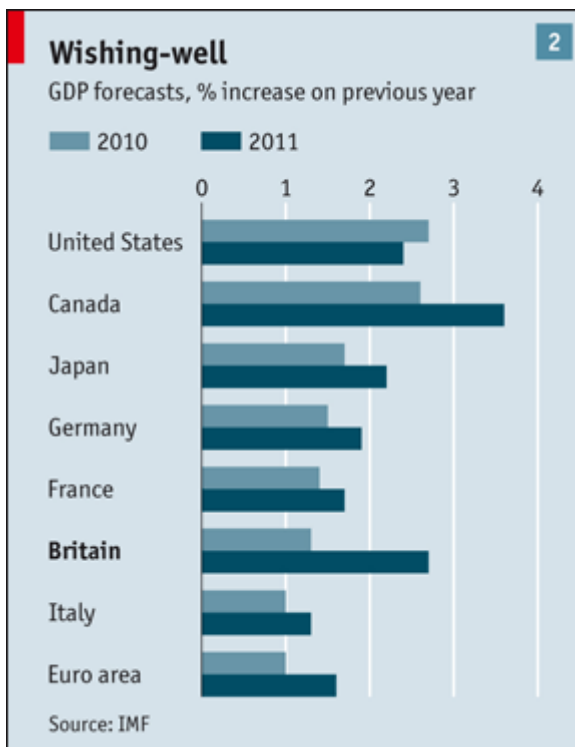
近期影响市场的宏观因素（二） - 主权债务风险依然显著



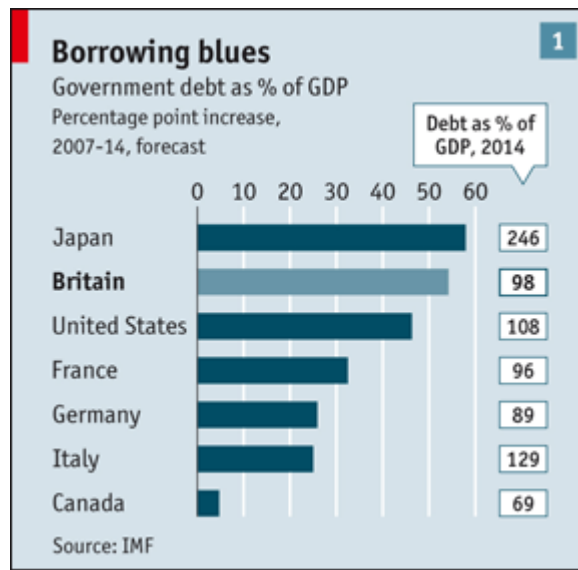
- ✓ 欧洲主要国家2010年财政赤字依旧高企
- ✓ 希腊和意大利在2010年底的公共债务占GDP将分别达到130%和120%
- ✓ 更糟糕的是大部分欧洲的主权债务为外债，而且集中在欧洲境内



- ✓ 世界主要工业国家经济增长在未来两年内将相当缓慢
- ✓ IMF预测欧盟区GDP今年增长1%，2011年增长不到2%，这根本无法减少其债务规模
- ✓ 加拿大在主要工业国家无论从债务状况还是经济增长都可以称作是“一支独秀”了



- ✓ 截至2014年，主要工业国家国债占GDP比重将继续增加
- ✓ 日本国债占GDP比重将高达近250%，美国 and 英国将分别达到108%和98%



数据来源：The Economist

近期影响市场的宏观因素（二） - 主权债务风险依然显著



- ✓ PIGS 四国主权CDS利差仍数倍于危机前水平 - 这对它们的借贷成本形成了巨大的压力，从而也会拖累经济复苏的步伐
- ✓ 希腊，葡萄牙，西班牙和意大利以CDS计价的国债保险成本是危机前的13倍，6倍，4.5倍和3.8倍

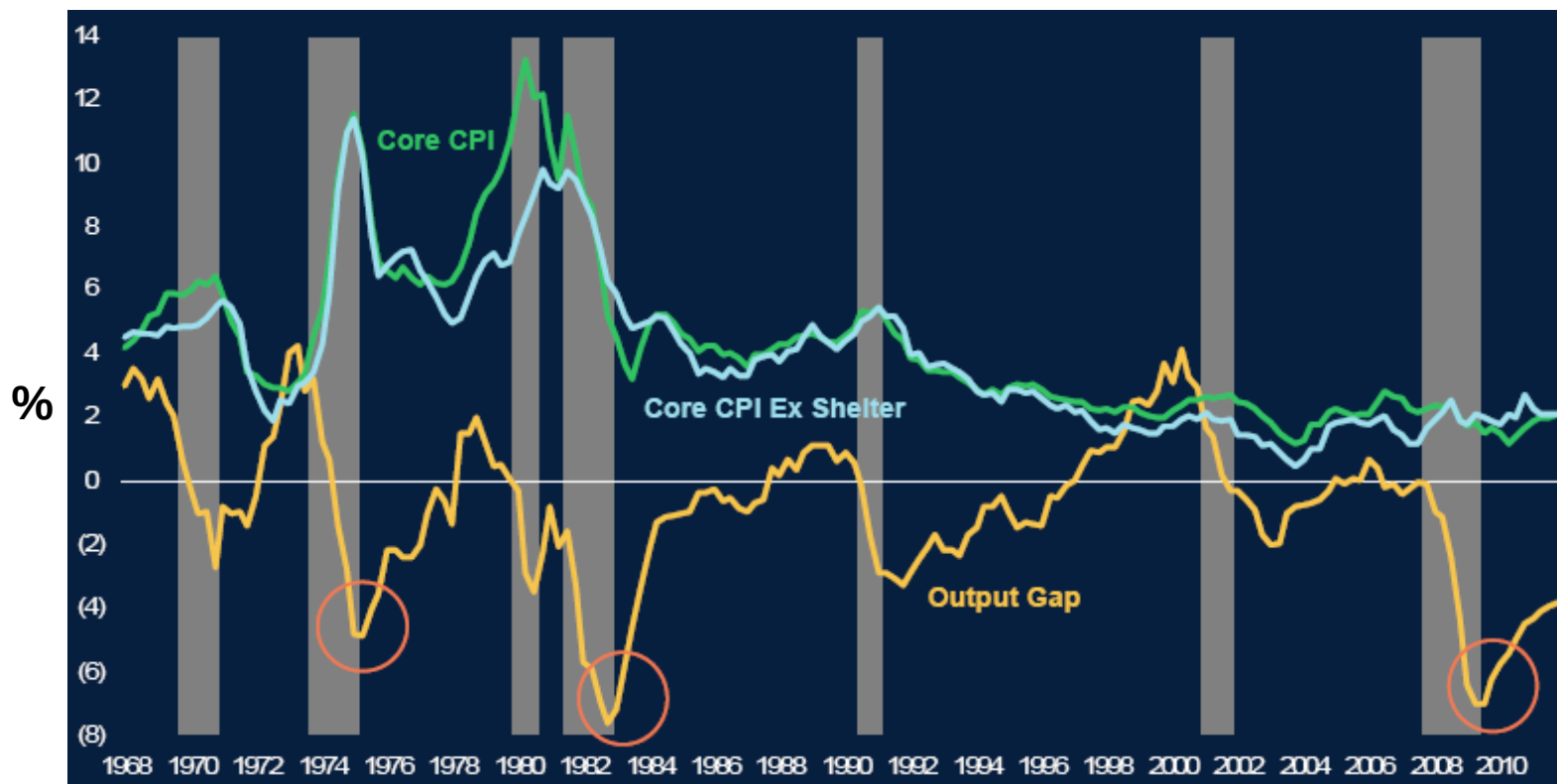


数据来源：Bloomberg (as of Mar 30, 2010)

近期影响市场的宏观因素（三） - 通货膨胀: 在美国还是潜在风险



- ✓ 美国核心通胀率（下图绿色线）仍处于历史低点，但已有抬头迹象
- ✓ 产出缺口（Output Gap，下图黄色线）是压制通货膨胀的主要因素，但已经在缩小
- ✓ 高失业率和低工资增长率配合产出缺口“确保”通胀不会在短期迅速卷土重来



灰色区域为美国历次经济危机

数据来源: BEA and CBO

刘杰 (MA., MSC.)

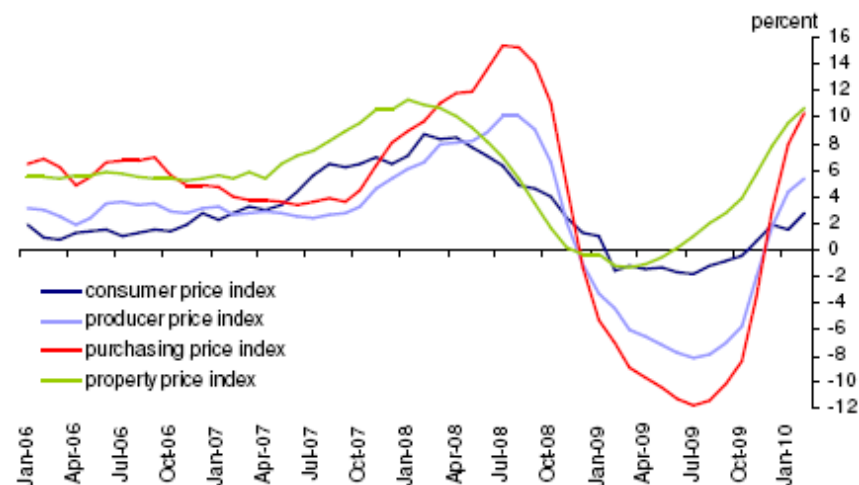
近期影响市场的宏观因素（三） - 通货膨胀: 中国形势严峻



	Event	Period	Survey	Actual	Prior	实际比预测	实际比前期
国际贸易	Trade Balance (Billion USD)	FEB	\$7.15	\$7.61	\$14.17	▲	▼
	Exports (YoY)	FEB	38.3%	45.7%	21.0%	▲	▲
	Imports (YoY)	FEB	38.0%	44.7%	85.5%	▲	▼
价格指数	Consumer Price Index (YoY)	FEB	2.5%	2.7%	1.5%	▲	▲
	Producer Price Index (YoY)	FEB	5.1%	5.4%	4.3%	▲	▲
	Producer Price Index YTD (YoY)	FEB	--	4.9%	4.3%	--	▲
	Purchasing Price Index (YoY)	FEB	8.5%	10.3%	8.0%	▲	▲
	China NDRC Housing Prices	FEB	9.4%	10.7%	9.5%	▲	▲
零售额	Retail Sales (YoY)	FEB	18.1%	22.1%	--	▲	--
	Retail Sales YTD (YoY)	FEB	18.7%	17.9%	--	▼	--
工业生产	Industrial Production (YoY)	FEB	19.0%	12.8%	--	▼	--
	Industrial Production YTD (YoY)	FEB	19.5%	20.7%	--	▲	--
固定资产投资	Fixed Assets Inv Urban YTD (YoY)	FEB	25.6%	26.6%	--	▲	--
	Money Supply - M0 (YoY)	FEB	--	22.0%	-0.8%	--	▲
货币供给	Money Supply - M1 (YoY)	FEB	--	35.0%	39.0%	--	▼
	Money Supply - M2 (YoY)	FEB	25.0%	25.5%	26.0%	▲	▼
	New Yuan Loans (¥ bn)	FEB	¥600	¥700	¥1,390	▲	▼

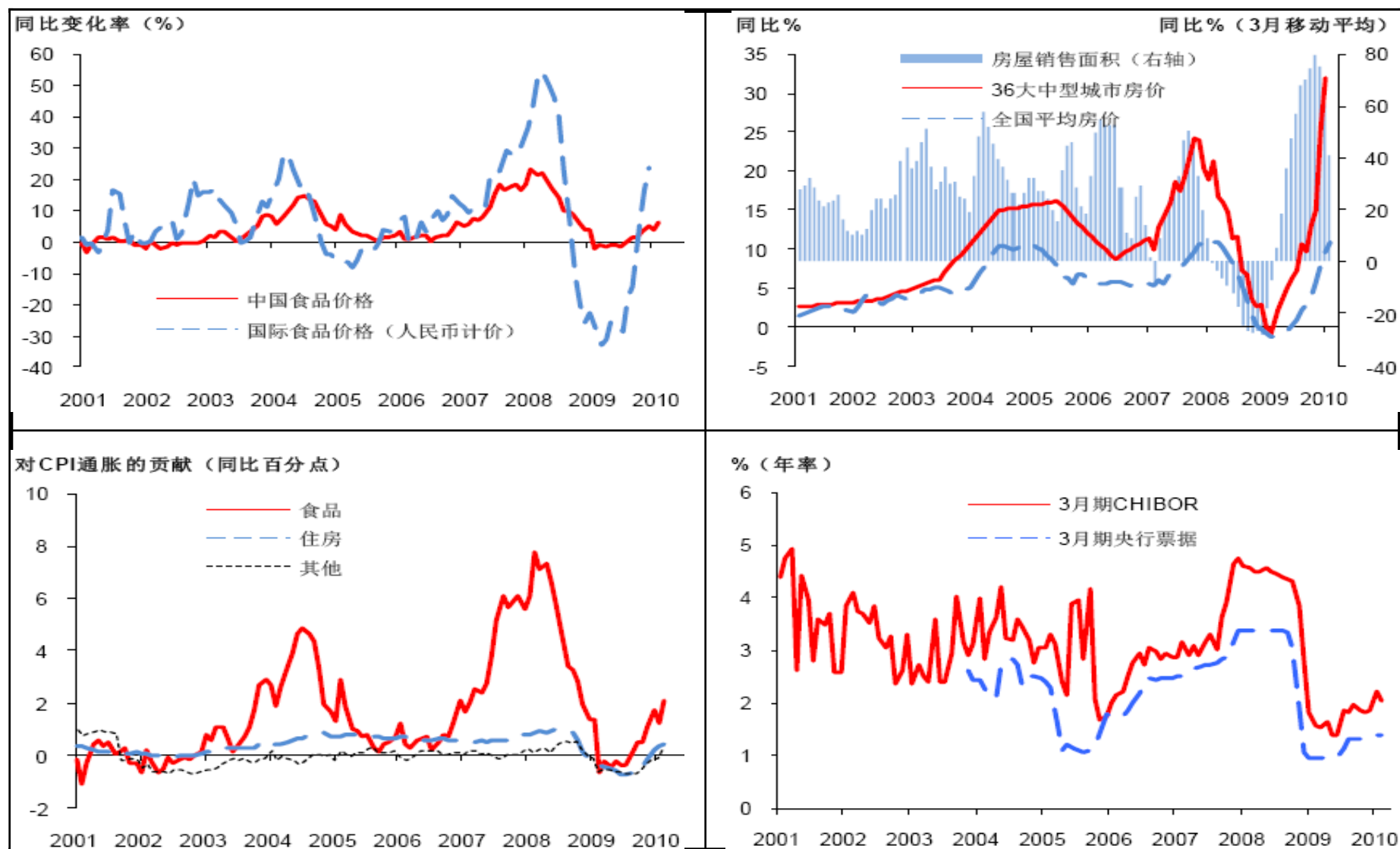
✓ 2010年前两个月中国主要经济指标均超市场预期，并较前期有明显增长

- ✓ 2010年二月份，中国CPI增幅达2.7%，接近政府制定的3%的目标
- ✓ 更为严峻的是，PPI和房屋价格增速均明显高于CPI涨幅，这将继续推动CPI在未来继续上涨



数据来源: Bloomberg, CEIC, World Bank

近期影响市场的宏观因素（三） - 通货膨胀: 中国形势严峻



数据来源: CEIC, World Bank

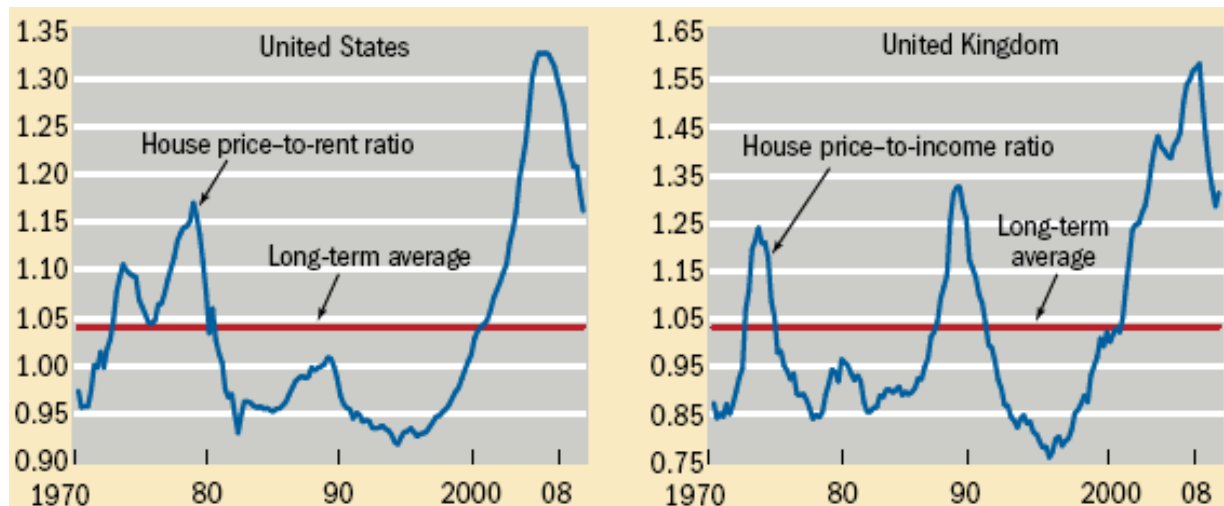
近期影响市场的宏观因素（四） – 发达经济体房地产市场二次探底



- ✓ 美联储的1.25万亿MBS购买计划已经于3月底终止，房屋贷款的市场利率将面临上升压力，这无疑会给美国的房地产市场带来一定程度的冲击
- ✓ 再加上目前美国国内房屋建筑商和消费者情绪依然不稳，美国房地产市场是否会在近期出现二次探底呢？

以房屋价格和租金比率以及房屋价格和家庭收入比率为衡量标准，美国和英国的房价均还有下降空间：

- ✓ 美国目前平均房价和租金比率在1.15左右，这比过去40年的长期平均水平1.05要高出10%
- ✓ 英国目前平均房价和家庭收入比为1.25左右，这比过去40年的平均水平1.05要高出20%



数据来源：OECD



- ✓ 美国房屋建筑商信心指数（紫红线）和消费者信心指数在今年二月份都再度下滑
- ✓ 而且，美国房地产商信心指数在09年下半年创出此次危机以来的高点之后就持续下滑，目前已滑落至雷曼兄弟倒闭前后的水平

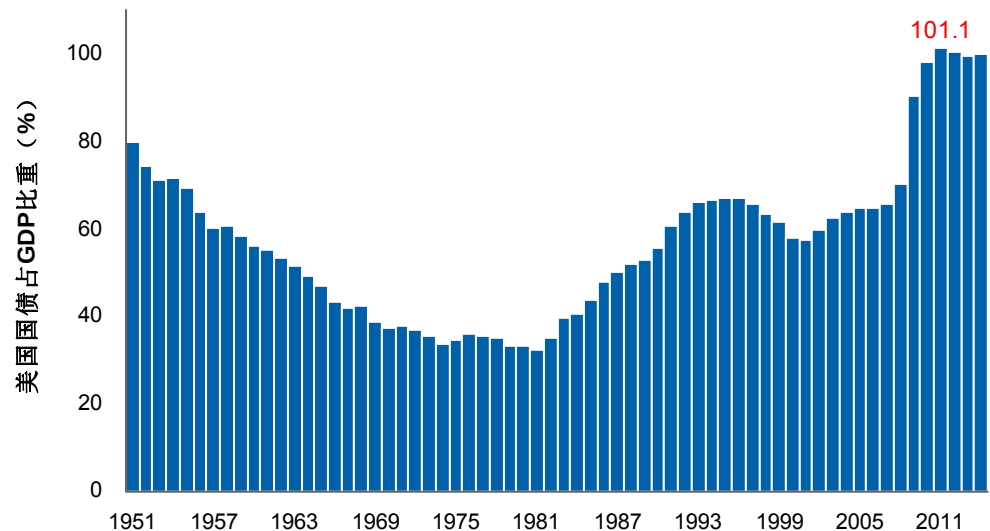
近期影响市场的宏观因素（五）－美国债收益率大幅上扬



美国巨额债务问题是悬在其国债头上的一把利剑，随着奥巴马政府通过历史性的1万亿美金医疗计划，美国债收益率已经迅速上升至**3.87%**（10年期）

一旦美国国债收益率开始飙升，比如说**10年期**收益率上升至**4%以上**，对市场的负面影响是显而易见的：

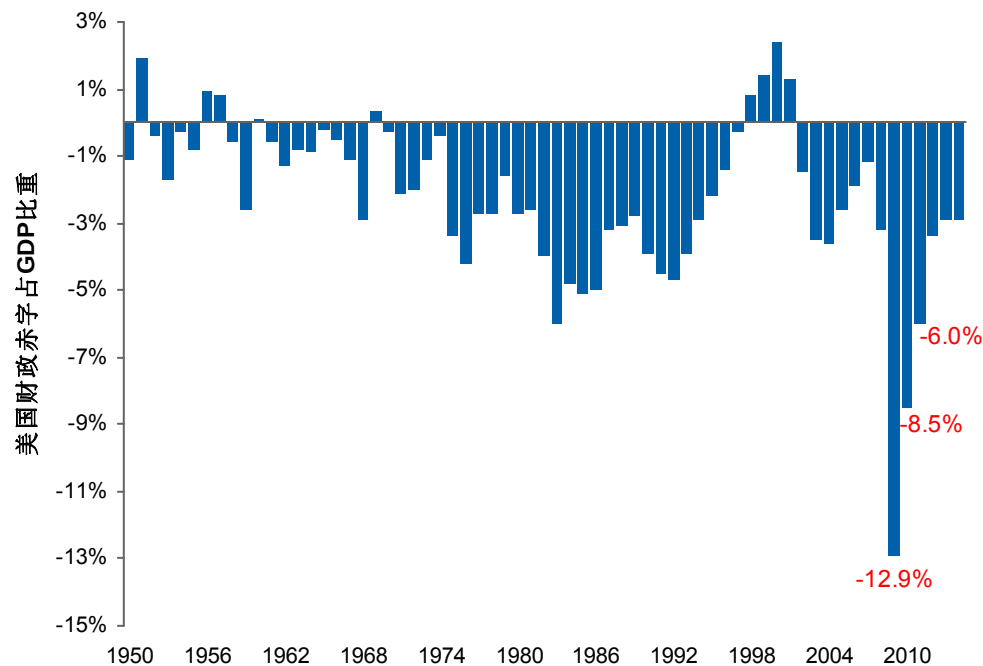
- ✓ 房屋贷款利率将被推高，美房地产将面临考验
- ✓ 政府和企业借贷成本均会上升，整体经济和企业盈利水平都不可避免的收到拖累
- ✓ 证券（包括债券类）资产估值水平受到向下压力



美国10年期国债收益率已从危机最低点略高于2%上升至**3.87%**



数据来源：Bloomberg



近期影响市场的宏观因素（六）－美元和油价



美元经历了去年11月底的一轮反弹后，在3月25日随美国债一起回调，我们认为美元近期贬值的风险要大于继续强势上扬的风险

油价也从2月初的70美元上涨至目前的近85美元，如果美元继续贬值，油价还会继续上涨

美元贬值会引起一系列的连锁反应：

- ✓对国际贸易复苏的冲击
- ✓对以美元计价的商品和资产的冲击
- ✓对其他货币包括人民币的冲击等

而由于美元贬值所引起的油价上升除对能源类资产有所帮助以外

- ✓对整体经济复苏，企业盈利水平都起到抑制作用（经济运行成本增加）
- ✓同时还会增加通货膨胀压力



- ✓ 油价：右轴红色
- ✓ 美元指数：左轴白色

数据来源：Bloomberg

近期影响市场的宏观因素（七）－人民币汇率问题



- ✓我们依然认为人民币在年内升值可能性很大
- ✓我们仍然认为以人民币升值应该以汇率改革为目标
- ✓我们认为升值方式应该以多元化货币为标的，扩大人民币波动区间，渐进性升值
 - 标的货币的选择既要参考贸易权重，也要参考目前主权货币国家债务形势，也可以加入IMF的特别提款权

人民币升值的短期因素：

- ✓我国出口持续改善
- ✓我国通货膨胀压力继续增加
- ✓美元在近期持续贬值

人民币升值的长期因素：

- ✓我国经济结构调整，向内需转型
- ✓逐步建立人民币市场化汇率体制
- ✓增加人民币在国际货币体系里的地位，削弱美元“国际储备货币”的地位

人民币升值对市场的影响：总体来说是正面影响

- ✓以汇率市场化改革为导向的人民币升值有助于降低人民币资产的风险系数，从而提高人民币资产的估值水平
- ✓直接提高人民币金融资产的价值
- ✓对非金融性企业：
 - 从资产负债表来看，具有较高外币负债的行业/公司将从净资产估值方面得到提升：典型的有航空业，部分房地产业（港币负债）
 - 从现金流方面来看，外币成本较高（原材料进口）企业获利较多；而成本在国内，收入主要以外币计价的行业和公司则会受到负面影响（加工制造型出口公司）
- ✓如果是一次性大幅升值则很有可能造成市场短期内的大幅波动，而具体影响则很难衡量

- ✓ 人民币名义有效汇率降至2002-2003年水平
- ✓ 人民币实际有效汇率其实已经降至2001年水平



数据来源：CEIC

（二）从不平衡到再平衡

再平衡（一） – A股和美股走势分化的再平衡：股指分化的再平衡

A股和美股的走势在本次危机爆发以来表现出很强的正相关性

- ✓ 从2007年下半年全球股市触顶至2010年3月底，A股和美股走势的正相关性高达0.78
- ✓ 如果剔除从去年8月初至今A股和美股走势出现分化，A股和美股走势的正相关性更高达0.88

我们期待A股和美股走势的分化出现“再平衡”

- ✓ A股和美股在2007年十月从历史高点双双下落，A股的跌幅更加显著
- ✓ 从2008年11月初开始，A股开始触底反弹，走势一路领先美股至2009年8月初，第一次再平衡历时10个月
- ✓ 从2009年8月初开始，两者的关系出现逆转，美股走势领先至今年3月底，第二次再平衡历时已有9个月
- ✓ 如果历史重复的话，第三次再平衡应该为时不远了，我们期待A股在本次危机后的第三次再平衡中走出一波行情



数据来源：Bloomberg

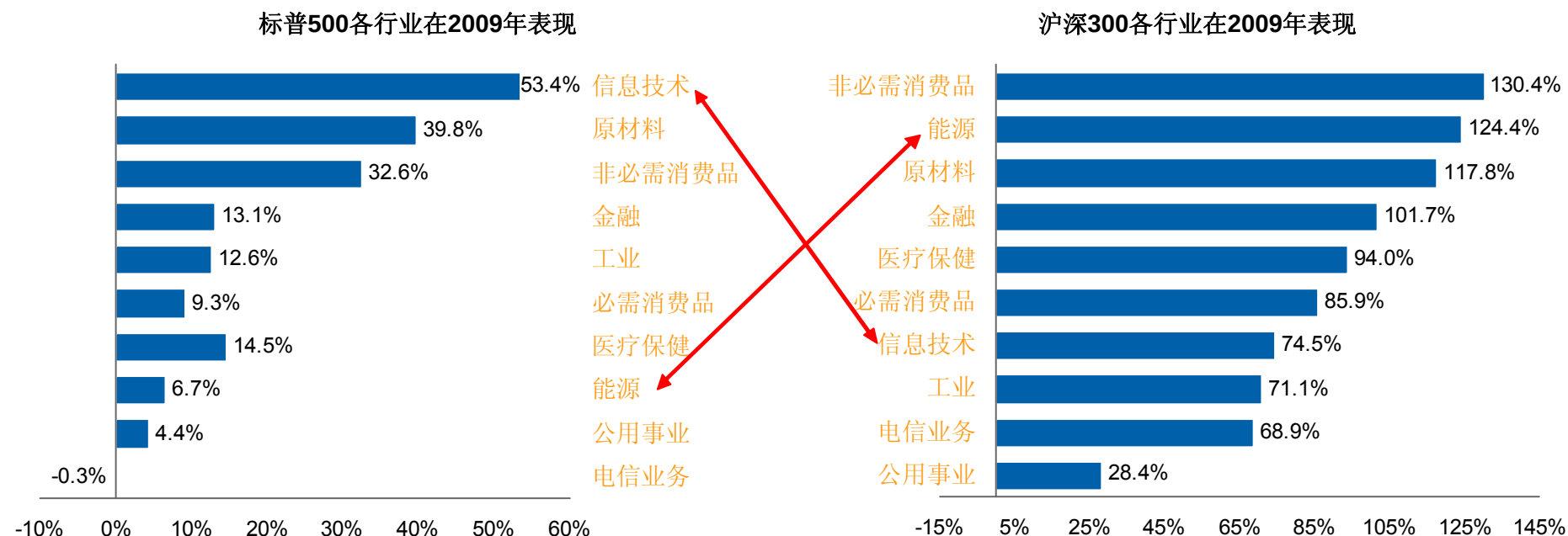
再平衡（二） – A股和美股走势分化的再平衡：行业分化的再平衡

如同整体股指一样，A股和美股各行业在2009年的表现也具有很强的相关性

- ✓ 原材料，非必需消费品，金融分别占据了A股和美股在2009年涨幅前三席中的三席
- ✓ 必需消费品2009年的表现在A股和美股中均处于第六位
- ✓ 公用事业和电信业务2009年在A股和美股十大行业的涨幅中均位居末两席

2009年A股和美股走势分歧最大的行业成为了2010年再平衡的最明显的行业：分别位居涨幅榜的首位和末位

- ✓ **信息技术**2009年在美股的涨幅遥遥领先，名列第一，而在A股中仅为第七位，该行业在2010年一季度成为A股表现最好的行业
- ✓ **能源行业**2009年在美股的涨幅里仅为倒数第三，然而在A股中高踞第二位，该行业在2010年一季度便成为A股表现最差的行业



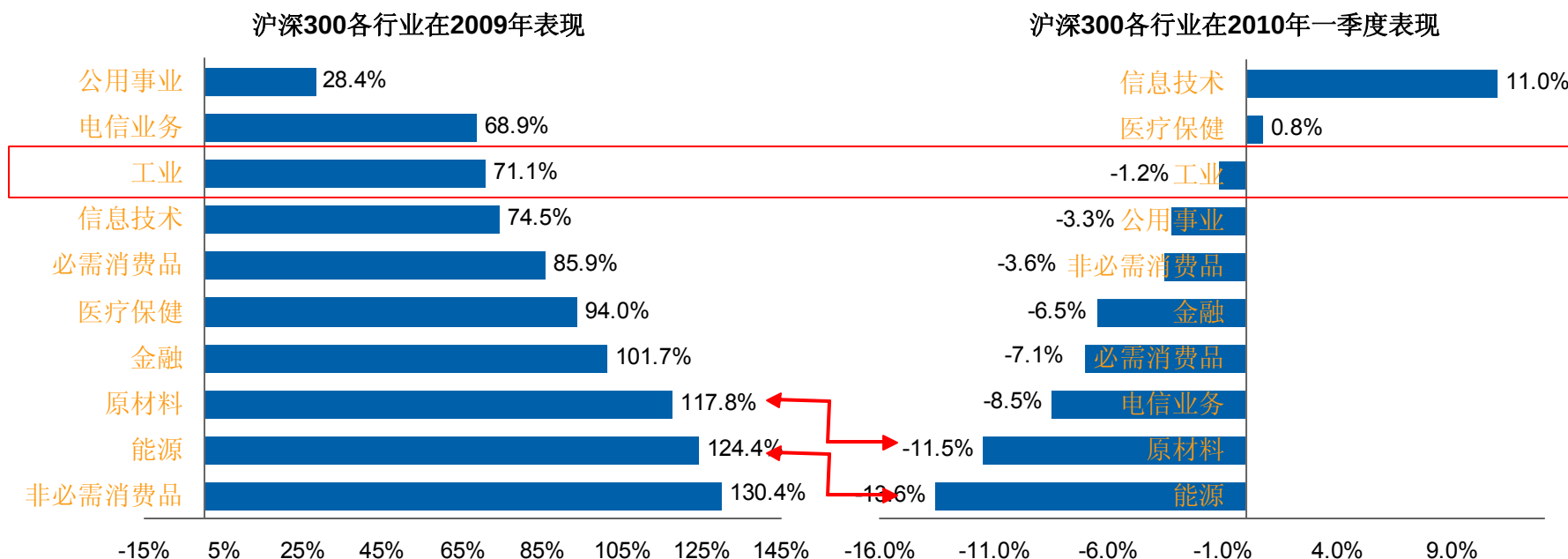
数据来源：Bloomberg

再平衡（三） – A股内部走势分化的再平衡：周期性行业内部再平衡

能源，原材料和工业这三大强周期行业表现在2009年和2010年间再平衡现象明显

- ✓ 能源行业在2009年涨幅仅次于非必需消费品，排在第二位，而其在2010年一季度位居跌幅榜第一位
- ✓ 原材料行业在2009年涨幅位居第三位，而其在2010年一季度位居跌幅榜第二位
- ✓ 工业在2009年表现欠佳，涨幅位居倒数第三位，而其在2010年一季度涨幅升到了正数第三位

非必需消费品行业在2009年位居涨幅榜之首，早周期行业的特点和中国经济增长模式向消费转变是背后的主要原因；然而即使具有中国国内消费升级这一利好题材，其在2010年至今的涨幅也仅仅居中，反映了市场“再平衡”的趋势 — 因为其在2009年的涨幅太大

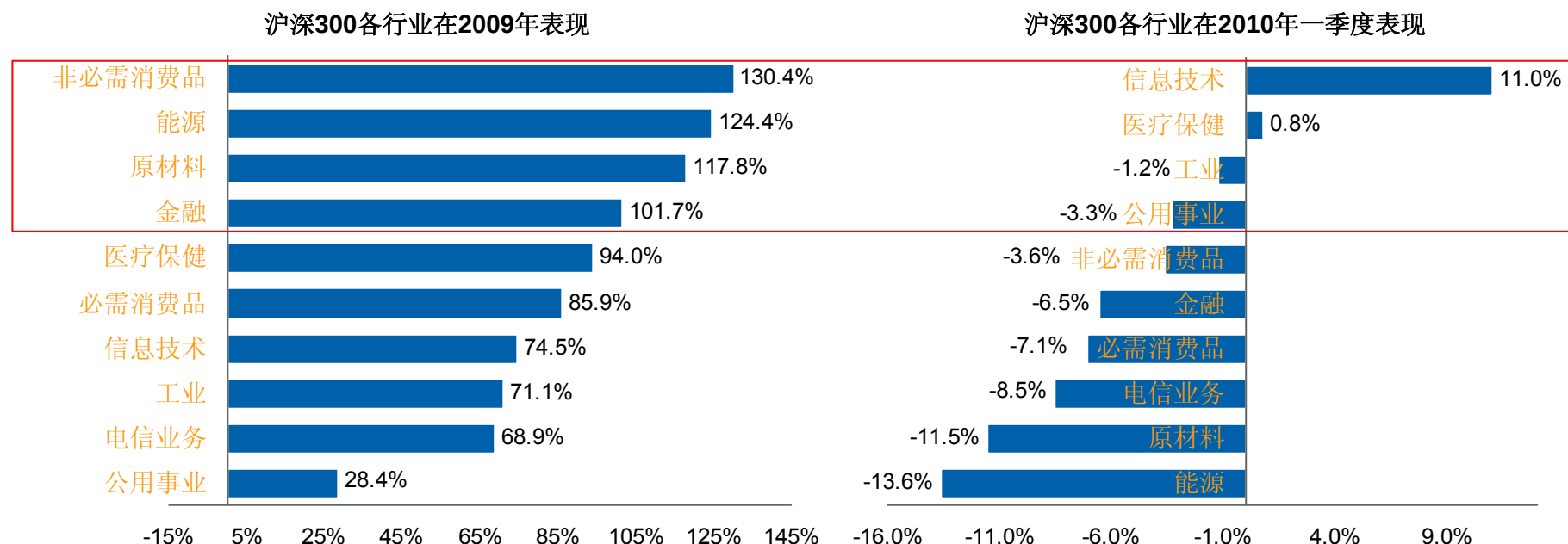


数据来源：Bloomberg

再平衡（四） – A股内部走势分化的再平衡：周期性和非周期性行业间再平衡

2009年是周期性行业的天下，而2010年开始，非周期行业的相对表现开始好转

- ✓ 2009年A股涨幅前四位的行业均为周期性行业：非必需消费品，能源，原材料和金融
- ✓ 2010年一季度A股涨幅前四位里有三位是非周期或弱周期行业：信息技术，医疗保健和公用事业
- ✓ 2009年A股涨幅末两位均为非周期性行业：电信业务和公用事业
- ✓ 2010年一季度A股涨幅末两位均为周期性行业：原材料和能源



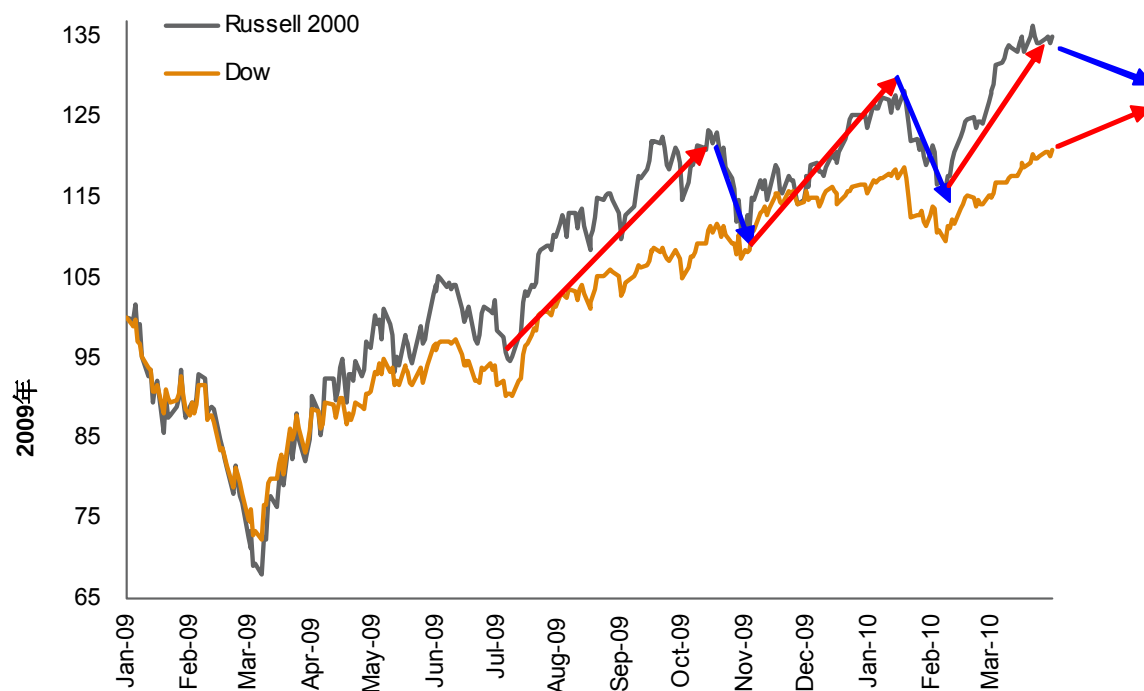
数据来源：Bloomberg

再平衡（五） – 公司规模和质量分化的再平衡

随着近期小盘股表现遥遥领先大盘股，我们推荐投资者逐步将资金向大盘股转移

- ✓ 不同规模公司的表现也显示出较强的分化和再平衡的特点
- ✓ 在2009年期间，小盘股和大盘股之间不断出现涨幅的分化和再平衡
- ✓ 进入2010年2月份，小盘股表现再次遥遥领先大盘股，我们认为二者的再平衡不可避免

同时，公司的质量一般和其规模的大小成正比，虽然也有例外，但一系列公司所组成的小盘股指数和大盘股指数可以代表低质量公司和高质量公司，我们同时推荐投资组合逐步由低质量向高质量转移



- ✓ Russell 2000是 美国小盘股指数
- ✓ Dow （道琼斯）是美国大盘股指数

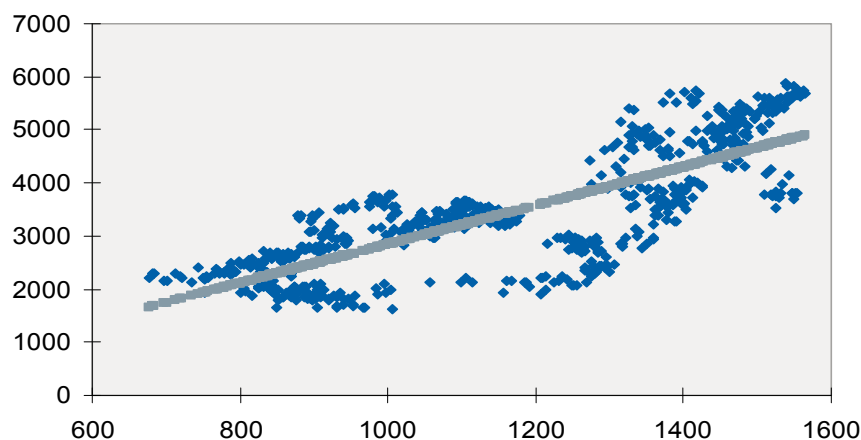
数据来源：Bloomberg

（三）附录

对2010年CSI300点位预测值：4165点

对沪深300指数在2010年目标点位的预测和去年底时4097点的预测大体相当

- ✓ 根据美股17倍和18倍市盈率，以及市场对美股2010年EPS预测值（78），我们通过回归模型算出的沪深300指数在年底的点位分别为4024和4308点，取中间值为4165点
- ✓ 如果美股市盈率上升到19倍，沪深300指数在2010年点位可以达到4591点
- ✓ 然而，如果投资者对风险规避情绪上升，美股市盈率下降到15倍，沪深300指数的目标点位为3456点

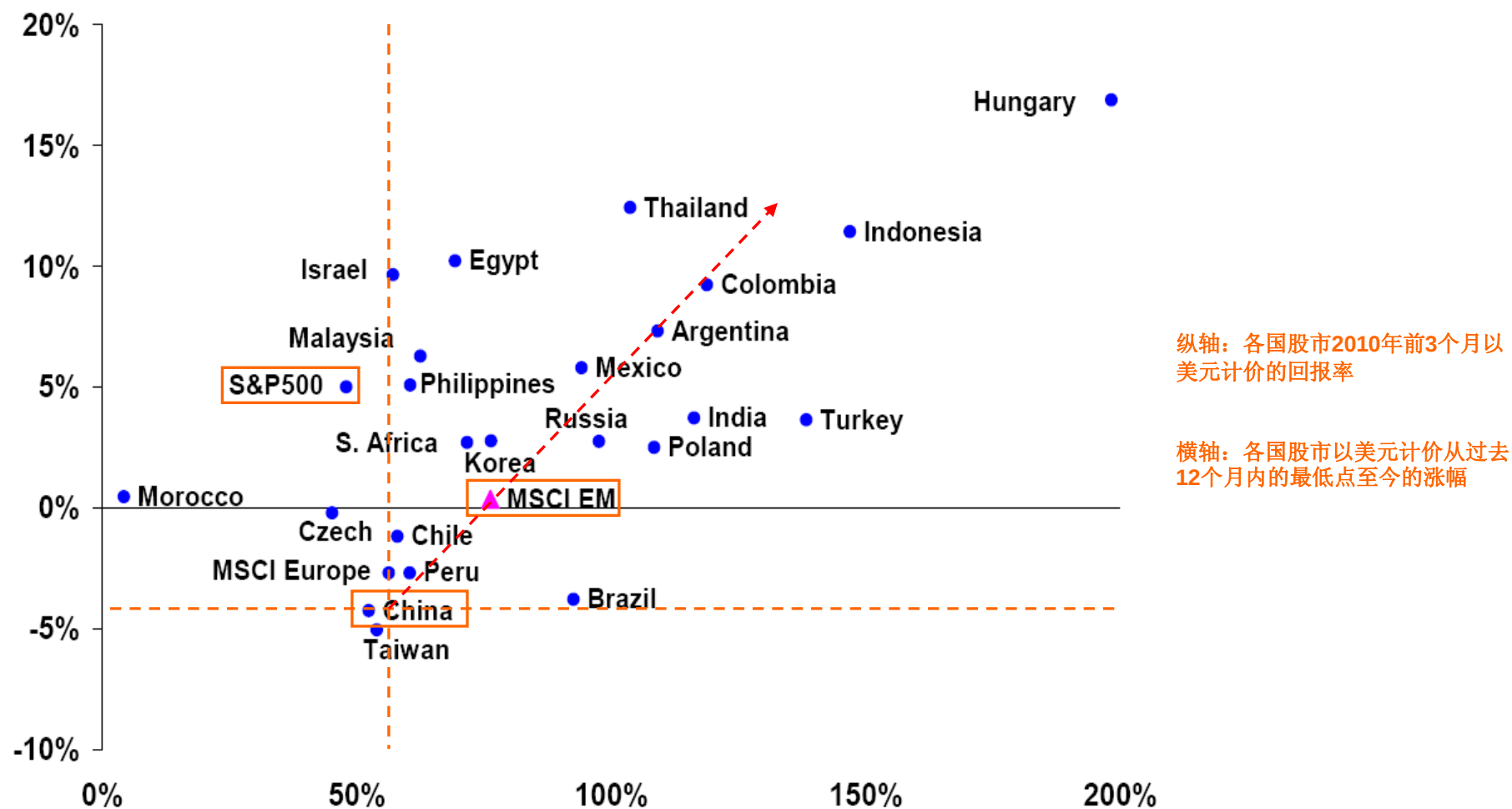


A股和美股回归分析 - 2007年7月2日至2010年3月31日

CSI300 指数预测 (2010)	标普500指数预测 (2010)	标普500动态市 盈率	标普500EPS (2010)
2604	936	12	78
2888	1014	13	
3172	1092	14	
3456	1170	15	
3740	1248	16	
4024	1326	17	
4308	1404	18	
4591	1482	19	
4875	1560	20	
5159	1638	21	
5443	1716	22	

新兴市场再平衡 – 2010年至今中国股市表现落后于大多数新兴市场

- ✓ 以2010年前3个月的表现来看，在新兴市场中，中国A股为除台湾之外表现最差的市场，也落后于美股
- ✓ 以过去12个月的表现来看，在新兴市场中，中国A股表现弱于新兴市场的平均水平，不过和美股走势相当



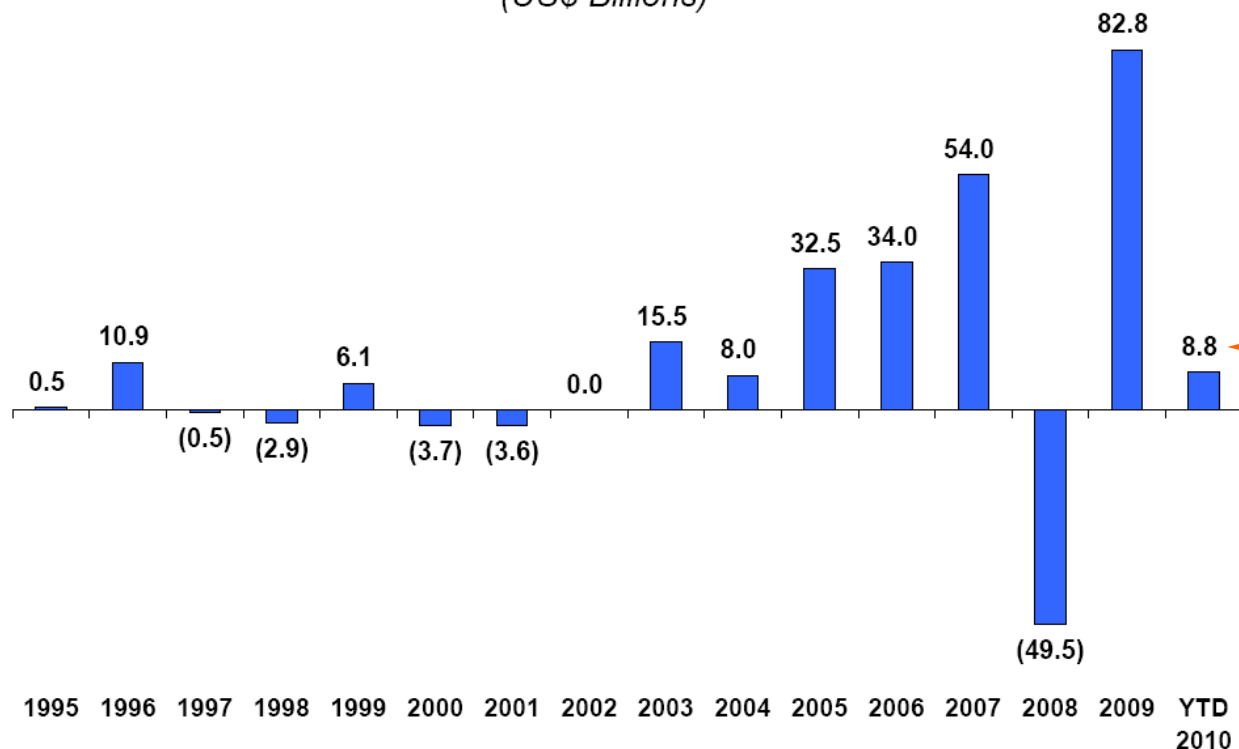
数据来源：MSCI，数据截至日期为2010年3月25日

流动性再平衡 – 2010年一季度新兴市场流动性依然充裕

- 流入新兴股票市场的国际资金从2003年起进入井喷行情
- 新兴股票市场在2008年遭遇了资金面上最严峻的挑战 – 净流出高达495亿美元
- 新兴股票市场于2009年优异的表现很大程度上要归功于国际资金的大幅回流 – 净流入高达828亿美元
- 但2010年新兴股票市场的流动性将远不及2009年的水平

1995-2010 流入/流出新兴股票市场的国际资金（十亿美元）

Dedicated EM Equity Flows
(US\$ Billions)



对2010年前3个月净流入新兴股票市场资金年化的结果是：今年新兴市场资金面的情况将远不及2007和2009年充裕。

数据来源：EPFR Global

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券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和询价。国联证券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。国联证券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。本报告版权归国联证券所有，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。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（**University of Toronto**）经济学硕士和新不伦瑞克大学（**University of New Brunswick**）金融学硕士学位。