

## 美元强势有利于全球经济持续复苏，美、加、澳及新兴市场将继续引领全球股市

### 全球宏观资产配置

报告日期：2010年4月13日

本期摘要：

天相全球宏观与债券研究

天晓宏观经济与产业研究所

全球宏观研究主管：

汤云飞 CFA

成员：

宋相辰

何珮

赵洁

服务热线：

010-66045496

服务邮箱：

[service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

通讯地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 天相投资顾问有限公司

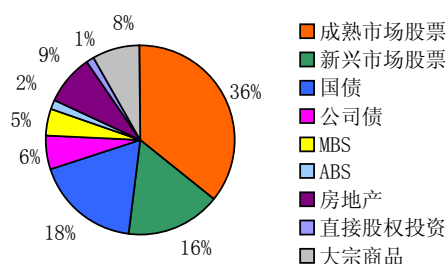
邮编：100140

重要免责声明：

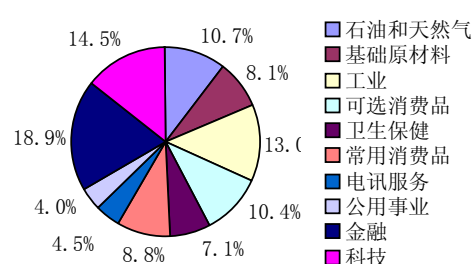
本研究报告仅代表本公司研究人员在发表时的个人观点，不作为对特定客户的投资建议。据此投资引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。本报告为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。

- ◆ 天相美国行业配置组合自2008年11月创建起至今，优于标普500基准指数4.27个百分点，自2009年3月股市触底反弹起至今，优于标普500基准指数8.34个百分点。
- ◆ 2010年全球经济复苏趋势越发明朗，需求回暖支持大宗商品价格中期涨势。强势美元对大宗商品价格构成明显的压力，预计2010年大宗商品价格将在波动中温和上涨。大宗商品价格温和上涨使得2010年各国通胀可控，较低通胀压力为全球主要经济体维持宽松货币政策提供条件。
- ◆ 宽松货币环境有助于各国经济及企业利润的持续复苏，股票市场在经济基本面的支持下有望继续表现良好，预计中长期收益率将超过债券。房地产行业也将在低利率、低价位、刺激政策和就业恢复四方面的促进下筑底企稳，收益率将向历史平均水平缓慢回升。
- ◆ 在全球宏观资产配置方面，我们预计在中期各大类资产收益由大至小依次为：直接股权投资，股票，大宗商品，房地产，债券。资产配置方案建议：增持股票，减持债券，适度超配大宗商品，低配房地产。直接股权投资受其收益率高波动性及可供投资市场规模较小的限制，我们在配置中仅赋予极低的小额配置。
- ◆ 在全球股票国别配置中，基于本轮经济复苏中美、加、澳及新兴经济体的领先地位，我们超配美、加、澳及新兴经济体，低配欧、英、日。
- ◆ 在全球股票行业配置中，预计2010年全球科技、工业和耐用消费品将继续成为经济复苏中的强势行业，我们给予大幅超配。能源及基础原材料行业将在一定程度上受益于大宗商品价格的上涨，我们给予小幅超配。对于卫生保健、常用消费品、电讯服务、公用事业及金融行业我们给予低配。

本期全球宏观资产配置推荐权重



本期全球股票行业资产配置推荐配比



# 美元强势有利于全球经济持续复苏，美、加、澳及新兴市场将继续引领全球股市

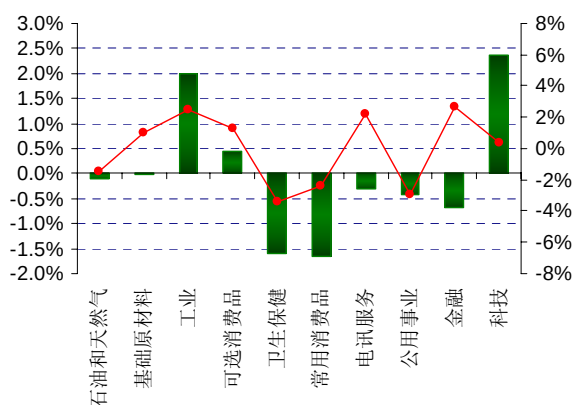
## ◆ 天相推荐组合业绩回顾：美国行业配置组合业绩持续超越市场基准

### 上期美国股票行业资产组合业绩回顾



■ 标普500十大行业超配 / 低配幅度，左轴

● 标普500十大行业指数与标普500指数阶段收益差值  
(2010年3月8日-2010年4月5日)



数据来源：Bloomberg, 天相投顾

我们在上期行业配置方面推荐了中性偏积极的投资策略，建议增持股票资产，减持债券资产。主要原因是由于之前年初一系列利空消息已被充分消化，美国经济持续复苏的信号正被市场确认，投资者风险偏好情绪正在逐步升温。VIX 标普 500 指数隐含波动率重新下降至 20 以下处于历史较低的水平。在行业配置方面，我们推荐了超配可选消费品、工业和科技三个强势行业；中性配置石油天然气和基础原材料；低配金融行业、卫生保健、常用消费品、电讯服务以及公用事业五个行业。

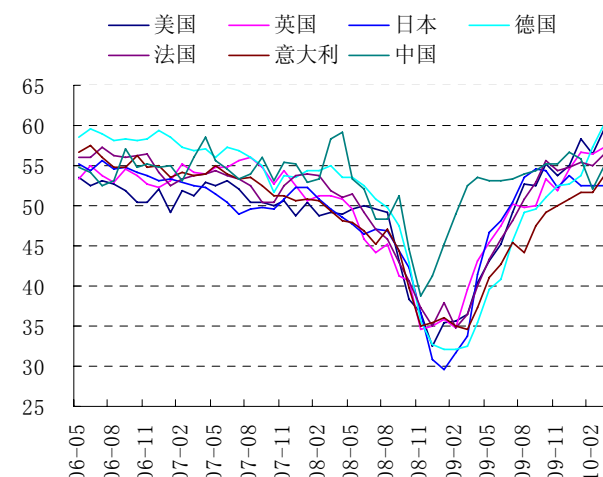
从上期各行业业绩来看，我们超配的工业、可选消费品以及科技的阶段收益率均高于同期标普 500 指数的涨幅，因而超配这些行业均对我们的组合贡献了超额收益。低配的卫生保健、常用消费品和公共事业行业也为我们的组合收益提供了正贡献。

从总体收益情况上来看，3 月 8 日至 4 月 5 日之间，美国标普 500 指数总体上涨了 4.28%，天相推荐组合阶段收益为 4.46%，超越指数 0.18 个百分点。从长期业绩来看，自 2008 年 11 月创建天相组合起，作为基准指数的标普 500 指数总体上涨了 29.18%，而我们推荐的组合整体上涨了 33.45%，超越指数 4.27 个百分点。自 2009 年 3 月美国股指触底反弹起，作为基准指数的标普 500 指数总体上涨了 75.32%，而我们推荐的组合整体上涨了 83.86%，超越指数 8.34 个百分点。

## ◆ 天相全球经济观点：美元强势有利于全球经济持续复苏，美、加、澳及新兴市场将继续引领全球经济复苏

### 全球需求复苏支持大宗商品价格中期涨势

#### 全球各主要经济体PMI（ISM）制造业指数



资料来源：Bloomberg 数据库。

2010 年全球原油需求预测（百万桶/天）

|          | 2009  | 2010<br>(预测) | 2010<br>增量 | 2010<br>增幅 |
|----------|-------|--------------|------------|------------|
| 全球       | 84.10 | 85.18        | 1.08       | 1.28%      |
| 其中：OECD  | 45.42 | 45.45        | 0.03       | 0.07%      |
| Non-OECD | 38.68 | 39.73        | 1.05       | 2.71%      |

资料来源：EIA(Energy Information Administration)

总体来看，我们认为目前全球经济处于复苏的中前期，且复苏趋势越发明朗。在需求回暖及企业信心回升的促进下，全球制造业复苏好于预期，3月全球各主要国 PMI（ISM）制造业指数均有了显著上涨。同时，逐步活跃的商业活动将有望继续促进企业扩大资本支出。在这两方面的综合效应势必会拉动国际大宗商品需求，对大宗商品价格在中长期的涨势形成有力的支持。

### 美元强势将使得大宗商品价格温和上涨

而另一方面，我们预计美元在中期对全球主要货币的强势却会对大宗商品价格构成明显的压力。欧元区小猪四国财政赤字问题暗示了其内部政治以及财政政策之间的不可协调性，欧元作为一个统一货币联盟的基础也将遭受到较大的撼动。因此这对欧元的未来产生了一个长期的负面的影响，中长期看，欧元兑美元很可能下探至 1.2-1.25，逼近欧元的中性水平。这样大宗商品价格在美元的压制下很可能走出在波动中温和上涨的态势。

### 大宗商品价格温和上涨确保 2010 年全球通胀可控

综合全球需回暖和强势美元两方面因素，我们预计 2010 年全球大宗商品价格将在波动中温和上涨，原油价格预计将会逐步回升至 95 美元/桶左右。由此，预计 2010 年各国输入性通胀的压力不大，通胀水平可以被控制在可接受的范围之中。

2010 年全球主要经济体 CPI 预测

| CPI 同比 | Q3 09 | Q4 09 | Q1 10 | Q2 10 | Q3 10 | Q4 10 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 美国     | -1.63 | 1.43  | 2.5   | 2.5   | 2.2   | 2.2   |
| 欧元区    | -0.4  | 0.43  | 1.1   | 1.1   | 1.5   | 1.4   |
| 英国     | 1.5   | 2.1   | 3.4   | 3.0   | 2.7   | 2.4   |
| 日本     | -2.23 | -2.03 | -1.2  | -1.3  | -1.1  | -0.8  |
| 澳大利亚   | 1.3   | 2.1   | 2.5   | 2.7   | 2.6   | 2.5   |
| 加拿大    | -0.87 | 0.8   | 1.7   | 1.5   | 2.0   | 2.0   |
| 中国     | -1.3  | 0.7   | 2.2   | 3.9   | 4.7   | 5.1   |
| 巴西     | 4.4   | 4.2   | 4.9   | 4.5   | 4.7   | 4.4   |

|     |       |      |      |      |     |     |
|-----|-------|------|------|------|-----|-----|
| 印度  | 11.8  | 13.3 | 12.7 | 11.9 | 7.7 | 6.2 |
| 俄罗斯 | 11.43 | 9.2  | 7.2  | 6.5  | 6.7 | 8.3 |

资料来源：中国、美国为天相预测，其他为彭博中性预测

### 低通胀为全球主要经济体维持宽松货币政策提供条件，这将支持经济及企业利润的持续复苏

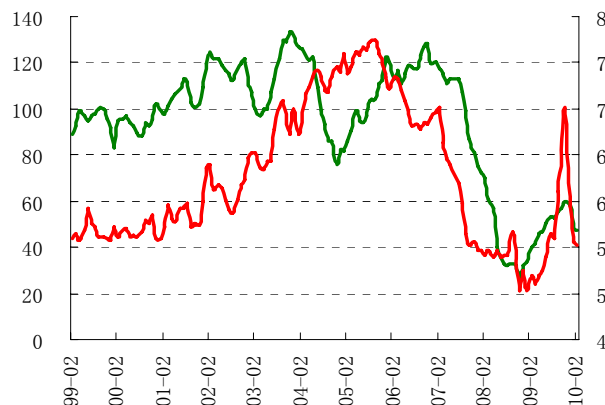
较低的通胀预测为全球主要经济体在较长时间内维持宽松的货币政策提供了可操作的空间。美国则有条件等待非农就业人数出现明显的持续性好转之后再启动加息计划，预计加息时点会落在今年 9 至 11 月之间。欧元区及英国的经济复苏步伐要缓与美国，加息时点很可能会晚于美国。日本陷入通缩，预期在未来很长一段时间中会维持极低的利率水平。新兴市场国家为稳定国内通胀预期很有可能会提前小幅加息，然而相对其本身实际 GDP 增速来看，货币政策依旧会处于较宽松状态。

2010 年全球相对宽松的货币政策环境将有助于各国经济的持续复苏，企业利润也将受益于此，维持平稳增长的趋势。股票市场在得到企业利润的支持后有望继续表现良好，中长期收益率将超过债券。债券收益在未来一段时间内，由于升息的渐进和各大央行对债券类资产购买计划的截止，其收益率很可能会进一步下跌。

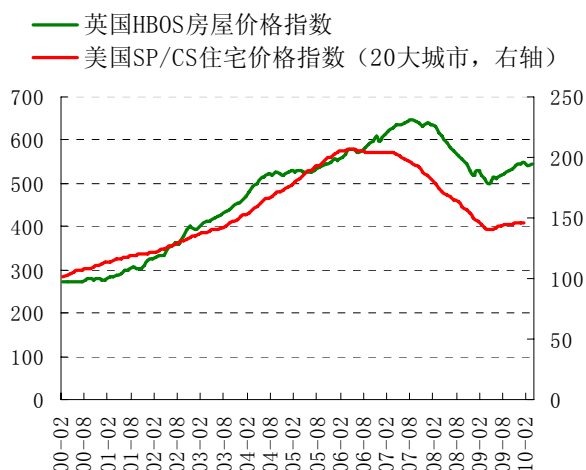
### 房地产市场已成筑底态势，2010 年房价将缓慢上涨

作为本次金融危机源头的房地产行业尚处于复苏的初期。目前英美房屋销售在低价位、低利率及优惠政策三方面的刺激下已经有了一定程度的反弹，房屋价格在需求恢复的支持下已呈现筑底态势。预计 2010 年全球房屋销售将稳步回升，房屋价格将缓慢上涨。

— 英国房屋销售按揭许可（千）  
— 美国现房销售（百万套，右轴）



数据来源：Bloomberg.



数据来源：Bloomberg.

### 美、加、澳及新兴市场将继续引领全球经济复苏，资源型经济体将明显受益于全球大宗商品需求及价格的回升

各国经济方面，美国及新兴市场国家将继续引领 2010 年全球经济复苏。加拿大作为美国最大的进口来源国，将从美国经济复苏中受益最大的成熟市场国家。此外加拿大及澳大利亚两个资源型成熟经济体将在很大程度上受益于全球制造业的超预期复苏，其主要出口的石油、铁矿石等大宗商品价格可能会面临量价齐升的局面。

其他成熟市场国家（欧元区、日本及英国）的经济复苏步伐略显迟缓。其中，欧元区内需乏力，消费支出仍然处于紧缩状态，投资也受到 PIGS 财政问题的影响。日本则饱受通缩困扰，企业利润、投资热情及消费支出均将在不同程度上受到打击。英国内需尽管有所企稳，但仍然非常虚弱，此外较高的财政赤字也将制约其进一步复苏的步伐。

在新兴市场国家中，中国将继续处于经济复苏的领军位置。预计 2010 年中国的投资、消费及出口均会对中国经济形成正贡献，经济的增长较去年将更为均衡，全年 GDP 增速将达到 10% 以上。同时，中国一季度进口年同比增速达到 64.6%，并且中国在 3 月份出现了 2004 年以来的首次贸易逆差（-72.4 亿美元），中国对全球经济的拉动效应进一步显现。

其他新兴市场方面，中美经济的快速复苏将对巴西、墨西哥、俄罗斯及东欧等国的出口部门起到强劲的拉动作用。这些同属资源型的新兴经济体也将在很大成熟上受益于本轮大宗商品价格的上涨。印度目前内需已经出现了持续的恢复，然而其经济

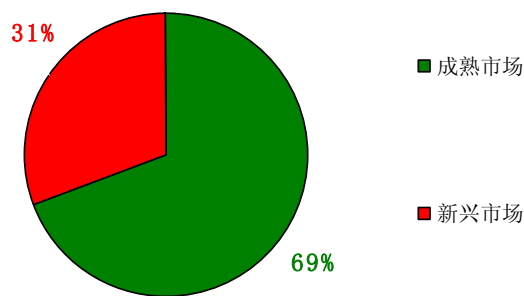
在高通胀的压力下面临较大的不确定性，2 月批发价格指数年同比达到 9.89%，市场对其央行能否解决这一物价问题尚存较大疑虑。

### ◆ 全球股票市场资产配置方案

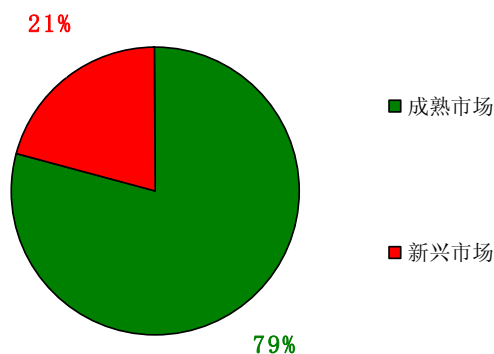
#### 一、本期全球股票资产配置方案（包括中国）：超配新兴市场国家股票资产，低配成熟市场国家股票资产

在新兴市场和成熟市场两大类股票资产的配置方案上，我们超配新兴市场国家股票资产，低配成熟市场国家股票资产。这主要是基于中国在本轮经济复苏中的领先地位。

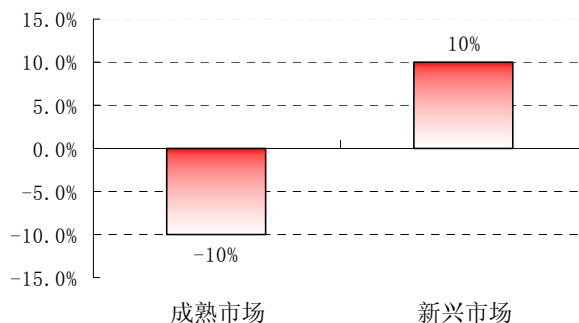
成熟与新兴市场国家股票资产推荐配置权重



成熟与新兴市场国家股票资产当前市场权重



成熟与新兴市场国家股票资产推荐配置权重与当前市场权重之差



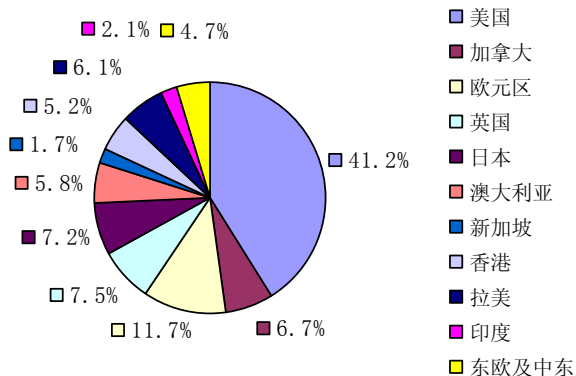
数据来源：天相投顾，基于 Black-Litterman 模型计算

注：在成熟与新兴市场国家股票资产的配置中，我们选取了摩根斯坦利成熟市场指数、新兴市场指数和全球指数作为基准指数。

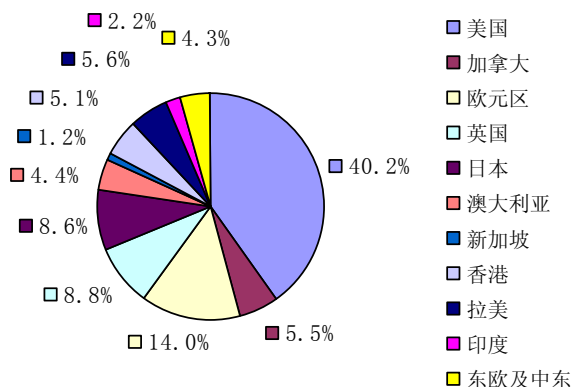
根据摩根斯坦利编辑的新兴及成熟市场股票总指，当前成熟市场国家股票资产的市场权重在79%左右，新兴市场国家的权重在21%左右。我们基于Black-Litterman模型计算出的超配新兴市场国家的比例为10%，由此在理论上我们对新兴与成熟市场股票资产的推荐最优配置权重为31%和69%。然而，根据目前中国的投资现状和法律法规的限制，很难实现这种理论上的全球化分散投资。但随着中国资本市场的逐步成熟、全球资本市场的一体化以及考虑到国内证券市场的波动率较大，我们建议投资者可以及早为全球化分散投资进行准备，可以逐步将一部分资产向境外权益类资产转移。

## 二、本期全球股票国别资产配置方案（不包括中国）：超配美国、加拿大、澳大利亚股市，适度超配拉美、东欧和新加坡股市，中性配置香港及印度股市，低配欧元区、英国及日本股市。

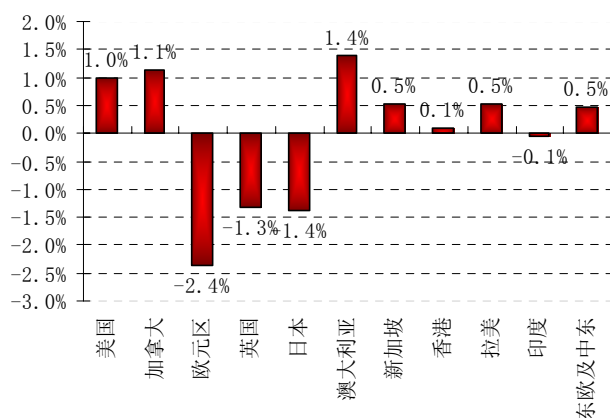
全球股票国别资产配置推荐比例



全球股票国别市场权重

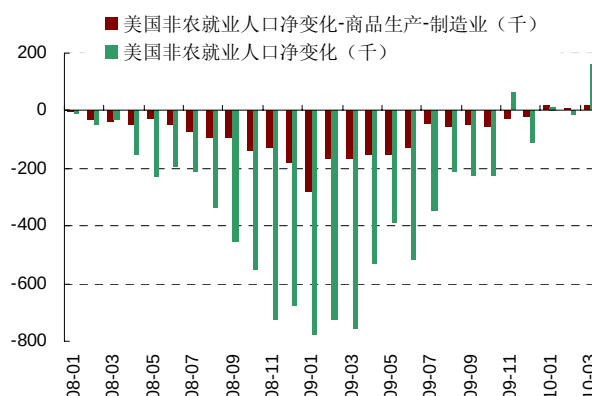


全球股票国别资产配置比例与市场权重之差



数据来源：天相投顾，以各国及地区主要股票指数为基准，基于Black-Litterman模型计算

## 超配美国股市：光明前景催动股市再创新高



资料来源：Bloomberg数据库。

美国股市在就业以及房地产数据的利好带动下，逼近1200点的关口。3月美国非农就业人数净变动为16.2万，出现较大幅度的增加，失业率也保持了9.7%的水平，我们预计随着就业市场的进一步

回暖，失业率将会有所回落。从影响美国经济未来波动的最重要的板块——房地产来看，2月待建住宅销售月环比录得8.20%的增长，大大高于1月-7.80%，2月8.20%的增长速度说明3、4月份住宅的销售量可能录得高速增长，这也是未来房地产的补库存行动快要开始的一个前提条件。我们预计2010年美国GDP增速将逐渐加快，全年将超过中性水平，因此美国股市中期内很可能会再上一个台阶，达到1250-1300点的水平。从估值角度看，美国股市目前动态市盈率为15倍，考虑到美国公司业绩将好于市场预期，实际的市盈率水平可能更低。而美国股市动态市盈率的中性水平在16倍左右，可见目前股市略有低估，未来可能的估值回升也将进一步支撑美股的上行。

### 低配欧元区股市：PIGS经济问题影响投资信心，股市难有上佳表现

总体看，欧元区经济未来或许仅能保持缓慢的复苏态势。欧元区四季度GDP环比终值为0.0%，四季度经济复苏并不明显。欧元区1月工业产值月环比为1.5%，连续八个月环比增长，工业有所恢复。欧元区消费信心仍未出现显著复苏，3月消费信心为-17，仍处于较低的水平。随着新兴市场及美国经济的复苏，欧元区尤其是德国的出口将大受裨益。尽管德国法国经济已经逐步进入复苏通道，但是希腊、葡萄牙及西班牙等南欧国家仍面临较为严重的经济衰退。此外，这些国家的财政问题也将削弱人们对欧元进而对欧元区资本市场的信心。这些不利因素都将拖累欧元区经济的复苏，进而使得欧元区股市难以跑赢大势。



资料来源：Bloomberg 数据库。

### 低配英国股市：经济复苏缓慢，债务问题缠身



资料来源：Bloomberg 数据库。

英国的消费及就业均呈现企稳的态势，而工业则仍处于收缩的状态中。英国3月GfK消费者信心指数为-15，尽管仍处于负值区间，但是较09年1月的-37有了一定的恢复。英国1月失业率为7.8%，连续三个月保持在这一水平，并且2月失业救济金申领人数骤降3.23万人，显示出就业市场触底的迹象。英国1月工业产值环比为-1.5%，连续21个月负增长。在内需企稳的情况下，英国贸易逆差也开始扩大，1月英国贸易逆差为37.7亿英镑，这较08年四季度不到20亿英镑有了显著扩大。从以上数据看，英国经济尽管有所企稳，但是仍然非常虚弱。此外英国经济还饱受财政赤字的困扰，英国财政部预计2010年财政赤字占GDP之比将达12.8%，而OECD预测2010年英国政府总债务占GDP比例将达到83.1%。雪上加霜的是，英国在今年六月大选之后，很可能形成一个没有多数党的格局，这意味着英国财政问题的解决可能会拖延更长的时间。

国内经济的不景气会抑制英国上市公司业绩的增长，再加上财政问题的困扰，这些都可能会削弱英国资本市场的吸引力，抑制英国股市的上涨。因此，我们认为英国股市中期内获得超额收益的可能性不大，建议给予其低配。

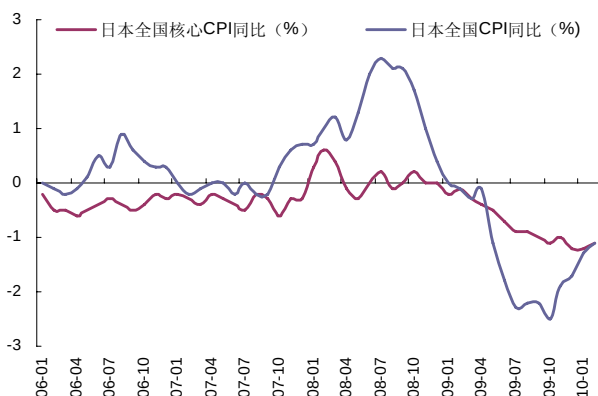
### 低配日本股市：饱受通缩困扰，股市难以超越大势

日本工业显著恢复，过去12个月环比均值为2.3%，其对应的累积增速超过了30%。工业的快速恢复得利于外需的反弹，2月日本商品出口额同比增长45.3%，过去12个月环比平均涨幅达3.2%。随着近期日元的贬值，未来外需对日本经济的拉动将进一步明显。

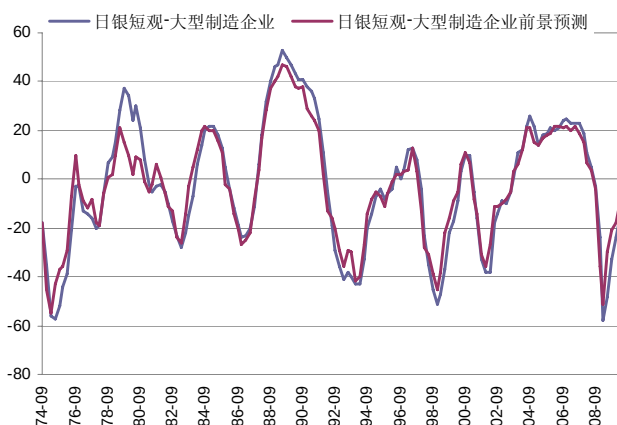
尽管制造业数据较好，但是日本经济仍然受到通货紧缩的困扰。日本2月CPI年同比为-1.1%，连

续 13 个月负增长。通货紧缩抑制了企业信心的恢复，1 季度日银短观-大型制造业企业前景预测为-8，仍处于较低水平。企业信心的不足将抑制投资对经济的拉动。此外，通缩也将抑制企业利润以及消费需求的增长。总体而言，日本企业盈利尽管会出现恢复性增长，但是这一增长已经体现在目前的股价中（目前动态市盈率高达 40 倍）；从更长期的角度看，日本企业利润的增速在通缩的环境下将大打折扣，同时，通货紧缩也将大大抑制投资者投资日本股市的热情。

综上，我们认为中期内日本股市尽管会在企业利润恢复支撑下保持向上的趋势，但是受制于通缩，其跑赢其他国家市场的可能性较小，因此我们建议低配该国股市。



资料来源：Bloomberg 数据库。



资料来源：Bloomberg 数据库。

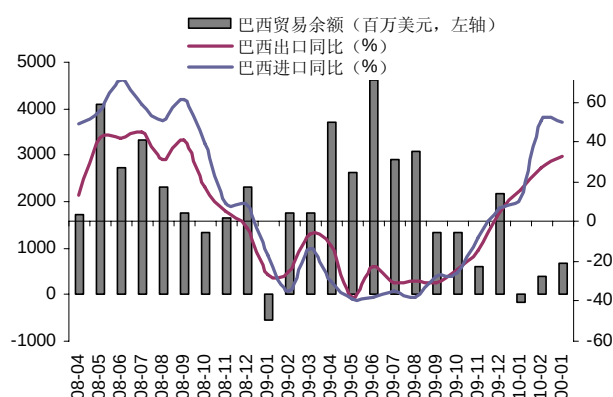
### 适度超配拉美股市：巴西超配、墨西哥中性配置

巴西央行在 3 月 17 日的议息会议中并未加息，但是暗示最早可能在四月加息。巴西雷亚尔一月底以来持续升值，累计升幅超过 7%。未来在加息预期以及商品市场回暖的推动下，巴西雷亚尔仍可能保

持走强的势头。本币的升值对巴西资源类及金融类股构成利好。

巴西 3 月出口为 157.3 亿美元，环比大幅增长了 28.9%，这一涨幅创出 08 年 5 月以来新高；同比则实现 33.2%，较上期的 27.2% 有进一步提高。出口的强劲表现显示全球对铁矿石等大宗商品的需求持续旺盛。这进一步支持了巴西资源类股票的良好表现。

股市表现来看，巴西圣保罗证交所指数上周末达到 71136.34 点，距离上一牛市的 72766.93 的高点仅有一步之遥。我们认为受益于本币升值和大宗商品需求旺盛，巴西资源类股票以及金融类股票（这两类股票占指数总市值的比重超过 70%）很可能会有持续良好的表现，受此推动，巴西股市有望创出新高并持续上行。



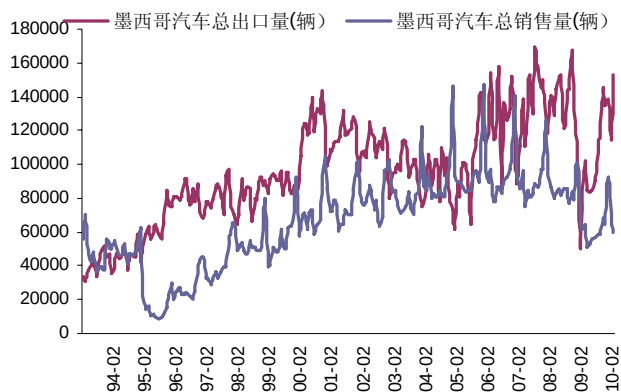
资料来源：Bloomberg 数据库。

墨西哥经济呈现出外需恢复好于内需的态势。墨西哥 2 月出口同比增长 31.2%，连续四个月正增长；而 2 月进口同比增长为 25.7%，连续三个月实现增长。从汽车销售来看，2 月汽车出口为 15.3 万辆，已经十分接近危机前 16.8 万辆的最高值；而 2 月国内汽车销售量仅为 6.0 万辆，较危机前 10 万辆以上的水平尚有较大距离。此外从该国的失业率和消费者信心来看，仅呈现出企稳的态势，并未出现显著恢复。随着外需的持续好转，以及伴随而来的收入的增加，墨西哥的内需有望在今年出现回暖。这对整个墨西哥股市构成了较为强劲的支撑。

然而从股市来看，墨西哥股市可能已经较为完全地透支了内需恢复的这一预期。上周末墨西哥综合指数收盘 33266.43 点，超过了上次牛市的高点，创出了历史新高；从估值角度看，目前其预测市盈率为 15.9 倍，已处于 15 倍的近几年的中性水平。

可见，墨西哥股市的股市修复行情可能暂时要告一段落了。估值压力在一定程度上或将制约该国股市未来的涨幅。

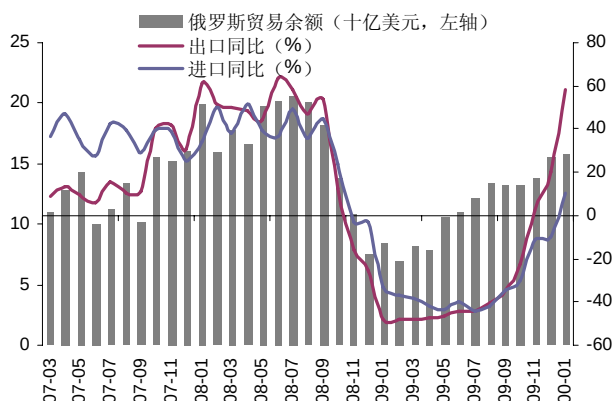
我们对巴西股市的建议是超配，而对墨西哥股市的建议是中性配置。我们对总体拉美指数的建议是适度超配。



资料来源：Bloomberg 数据库。

### 超配东欧股市：板块优势和估值优势

俄罗斯 2 月出口额为 253.6 亿美元，同比增长 58.3%。2009 年 11 月至 2010 年 1 月平均出口额约为 301 亿美元，超过了 2009 年 8 月到 11 月 286 亿美元的平均水平。出口的显著恢复主要得益于国际油价的上涨和对原油需求的增长。未来随着全球主要经济体的进一步复苏，石油的需求将继续扩大，而油价也将保持坚挺。出口的增长也将增加人们的收入，这也在一定程度上支持了俄罗斯内需的恢复。



资料来源：Bloomberg 数据库。

从股市角度看，俄罗斯 RTS 指数预测市盈率为 9.3 倍，这相对近几年近 12 倍的中性水平而言，还有约 30% 的上涨空间。此外，俄罗斯 RTS 指数基础原材料和石油天然气类股票市值占比接近 70%，因

此一旦国际商品价格上涨，俄罗斯股市将大大获益。鉴于估值优势和板块优势，我们认为应当超配俄罗斯股市。由于俄罗斯股市在东欧具有相当的代表性，并且一些东欧国家的产业构成也与俄罗斯具有一定的相似性，因此我们超配东欧股市。

### 中性配置印度股市：严重通胀具有较大不确定性



资料来源：Bloomberg 数据库。

印度内需出现了持续的恢复，2 月乘用车销售量为 15.4 万辆，创下历史新高；2 月印度进口达到 251 亿美元，创下 08 年 10 月以来新高。经济基本面的好转支撑了印度股市的上行：即使 3 月 19 日印度央行为压制通货膨胀而上调利率也并未止住印度股市上涨的脚步。印度股市目前动态市盈率为 17 倍，距离 20 倍以上的中性水平尚有约 20% 的升值空间。从这一角度看，印度股市具有投资价值。但同时印度还面临着严重的通货膨胀，2 月印度批发价格指数年同比达到 9.89%。印度央行是否会采取大幅加息措施以抑制通货膨胀，尚存较大不确定性。在复杂的经济形势下，印度股市的走向存在较大不确定性，因此我们建议对印度股市进行中性配置。

### 超配加拿大股市：具有外需复苏、资源价格上涨以及加元升值三大利好

加拿大作为美国最大的进口来源国，其成为美国经济复苏的最大受益者之一。此外，加拿大很大程度上还属于资源型经济，基础原材料及石油天然气行业市值占股市总市值的比重超过了 45%。由于需求的旺盛，我们预计石油等大宗商品价格将震荡上行，这将有利于基础原材料及石油天然气行业；此外，在商品价格上涨的推动下，作为商品货币的加元已经进入了上升的通道，而加元的升值也进一步加大了上述两个行业出口收益的增加。综合外需

复苏、资源价格上涨以及加元升值三大利好，我们建议超配加拿大股市。

### 超配澳大利亚股市：基础原材料及金融行业或将强势

我们建议超配澳大利亚股市，主要基于两点：第一，随着全球经济的持续复苏，铁矿石等矿产资源可能面临量价齐升的局面，这大大有利于作为澳大利亚股市第二大板块（市值占比超过 25%）的基础原材料行业；第二，澳大利亚市值占比最大的金融行业（超过 40%）将得到澳央行持续加息与澳元升值的双重利好刺激，有望保持强势。

### 小幅超配香港股市：内地金融地产股的复杂走势将影响港股

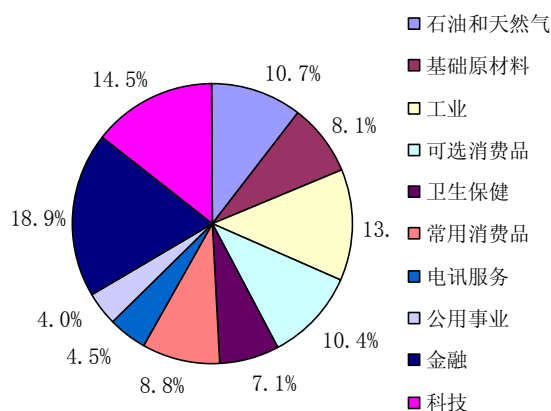
香港恒生指数以金融及地产类股票为主，其市值占比接近 60%，这其中有 70% 为中国内地公司。因此，中国内地金融地产股的表现很大程度上决定着恒生指数的走势。我们认为中国作为全球表现最佳的经济体，金融地产股将成为外国投资者配置中国资产的必选品种之一，因此香港恒生指数的走势有望强于大势。但另一方面内地的金融地产股受到政策的制约可能短期内难有上佳表现，这又使恒生指数走势出现不确定性，因此应该小幅超配。

### 超配新加坡股市：受益全球贸易复苏及资本流入亚洲新兴经济体

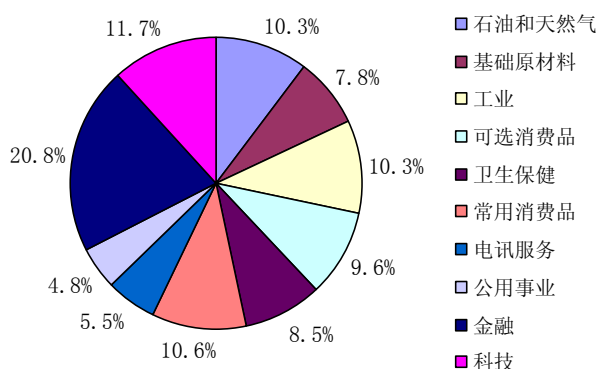
新加坡作为东南亚经济和金融的中心，受益于东南亚经济和贸易的复苏，其各项经济指标开始好转。3 月新加坡制造业指数为 51.1，连续 11 个月超过了景气临界值；2 月工业产值月环比为 5.9%，连续三个月为正；此外，新加坡 2 月原油出口额年同比达到 23.4%，连续三个月保持在 20% 以上。伴随制造业和出口的持续恢复，新加坡股市的工业板块（市值占比达到 23%）有望出现较好的表现。与此同时，新加坡作为该地区的金融中心，随着全球资本向亚洲地区的新兴经济体的流入，其金融股和整个股市都会有所获益。总体而言，我们认为应该超配新加坡股市。

## 三、本期全球股票行业资产配置方案

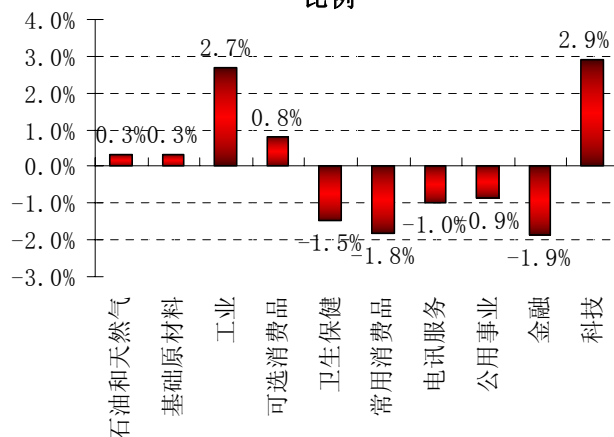
本期全球股票行业资产配置推荐配比



全球股票行业当前市场权重



本期全球股票行业资产配置超配/低配比例



数据来源：天相投顾，以标普全球十大行业指数为基准，基于 Black-Litterman 模型计算

在全球行业配置方面，我们的资产配置建议如下：大幅超配了可选消费品、工业和科技三个强势

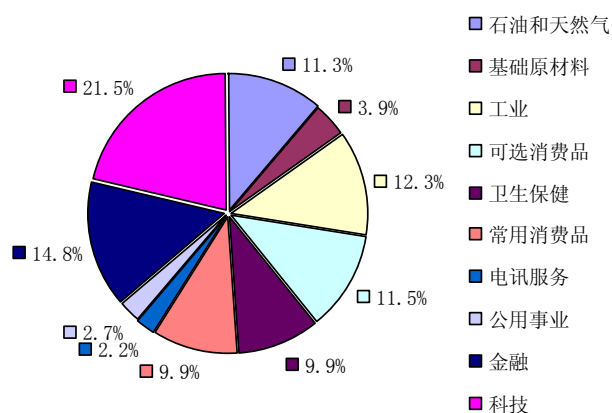
行业。基于全球制造业的超预期复苏以及我们对美元大幅快速升值似乎告一段落的预判，我们小幅超配石油天然气和基础原材料行业。低配了卫生保健、常用消费品、电讯服务以及公用事业行业和金融五个行业。以下三张图是以标普全球十大行业指数为基准的行业权重配比建议。

#### 四、美国股票行业资产配置方案

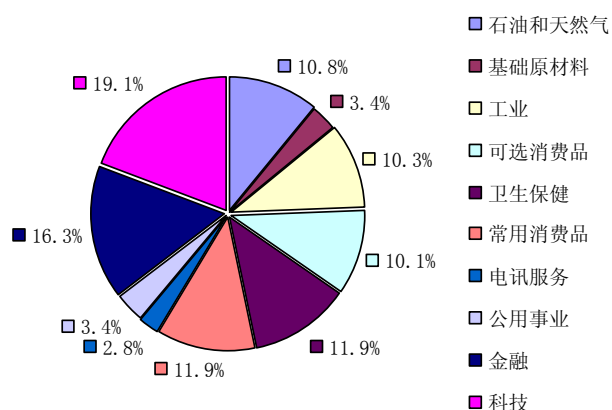
美国股市在就业以及房地产数据的利好带动下，逼近 1200 点的关口。从估值水平上来看，从估值角度看，美国股市目前动态市盈率为 15 倍，考虑到美国公司业绩将好于市场预期，实际的市盈率水平可能更低。而美国股市动态市盈率的中性水平在 16 倍左右，可见目前股市略有低估，我们判断未来可能的估值回升也将进一步支撑美股的上行。

在行业配置方面推荐超配了可选消费品、工业和科技三个强势行业；小幅超配能源和基础原材料两大资源性行业。低配卫生保健、常用消费品、电讯服务、公用事业和金融五个行业。

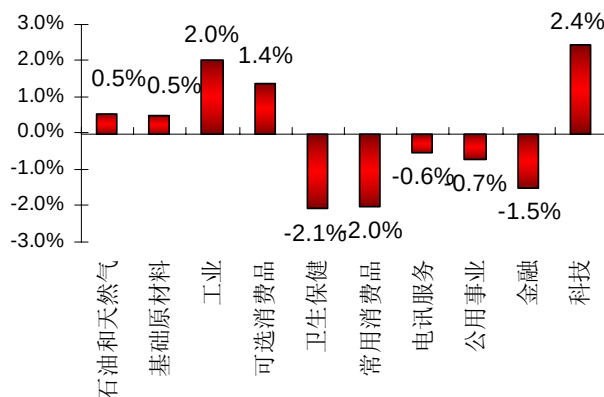
本期美国股票行业推荐配置权重



美国股票行业当前市场权重



推荐组合权重与市场权重的差



数据来源：以美国标普 500 十大行业指数为基准，基于 Black-Litterman 模型计算，Bloomberg。

#### 1. 大幅超配科技和工业，小幅超配可选（耐用）消费品行业

科技股作为长期看好的战略性行业，在本期配置中我们继续大幅超配该行业，以积累筹码。目前科技股具有较低的估值水平（15 倍动态 PE），而历史平均水平在 20 倍左右。

工业主要包括资本品、交通运输及物流服务等子行业。在经济复苏中期，随着投资者信心的恢复以及投资的快速反弹，工业板块有望成为阶段性的强势行业。

可选消费品作为弹性较大的行业，在经济复苏的初期，受到经济刺激政策以及补库存效应的影响其反弹的力度较大。而在现阶段，美国似乎已经渡过了该阶段，预计可选消费品超越市场的表现将逐步减弱。自上期起，我们在配置中逐步下调对该行业的超配比例。

#### 2. 小幅超配石油天然气和基础原材料行业

我们认为石油和天然气及基础原材料行业长期来看依然会受到大宗商品价格被美元压制的负面影响。然而目前欧元区对希腊财政危机的解决方案基本已经达成共识，美元对欧元大幅迅速升值似乎已经告一段落。并且随着全球制造业复苏的逐步深入和加快，这势必会拉动大宗商品的需求，将对大宗商品价格中长期的涨势提供有力支持。预计未来在美元升值阶段，大宗商品价格很可能在走稳中略有下滑，而一旦美元回调，大宗商品价格将有显著上涨。因此，从本期起我们将逐步超配石油天然气和

基础原材料这两个资源性行业。

### 3. 低配卫生保健、常用消费品、电讯服务、公用事业四个防守型行业及金融行业。

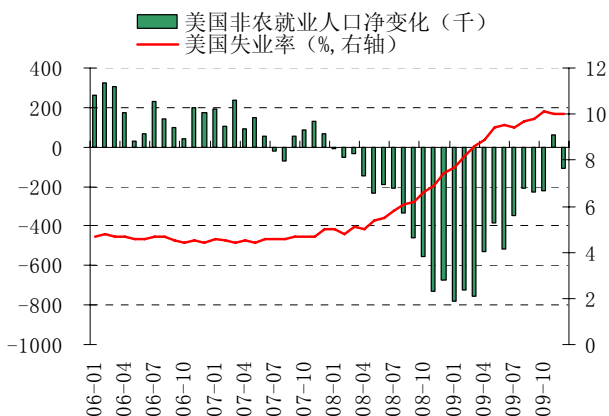
卫生保健及公用事业作为防御性行业，在股市上行的阶段难有超越基准的表现。常用消费品及电讯服务行业在目前的经济周期中，表现既不如具有强周期性的可选消费品和工业，也不如长期强势的科技行业。故我们低配了这四个行业。

金融行业受到政策的影响，目前也面临较多的不确定因素，且在经济复苏中期已经很行出现大幅超越市场的表现。故我们低配该行业。

## ◆ 全球债券市场资产配置方案

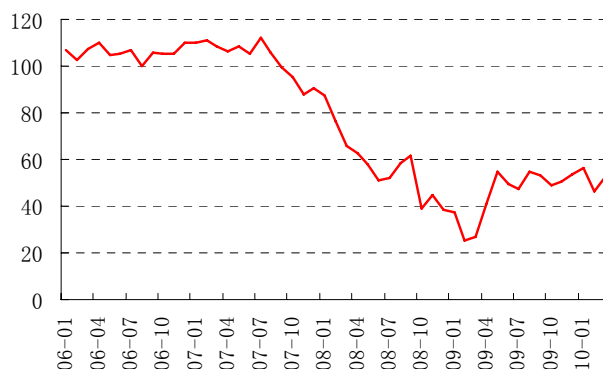
### 一、超配美国国债

美国的经济持续回暖。美联储预期 2010 年的经济增长率为 2.8%~3.5%，我们预期二季度经济会继续向好。企业利润上升，3 月非农就业人口较上月减少 16.2 万，3 月 27 日首次失业人数实际录得 43.9 万人，较前一周的 44.5 万人继续下滑，同时也好于此前市场预期的 44 万；3 月，持续领取失业救济金人数持续下滑，3 月 20 日实际录得 466.2 万人，也好于前一周的 466.8 万人。房屋市场正逐渐从 2007 年的阴影中走出，现房销售库存减少，销售量增加，房价筑底，但房地产市场向好的主要原因是政府的刺激政策。

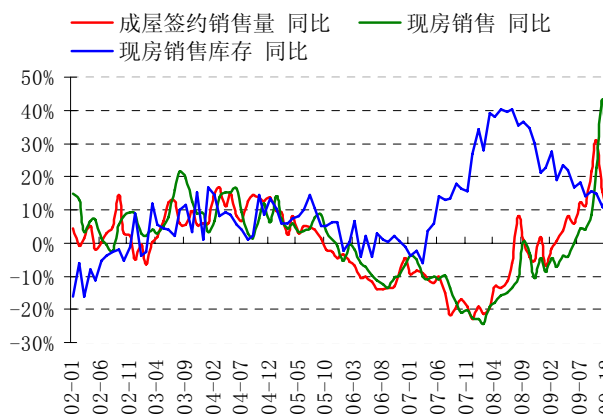


数据来源: Bloomberg

谘商会消费者信心指数 (经季调)

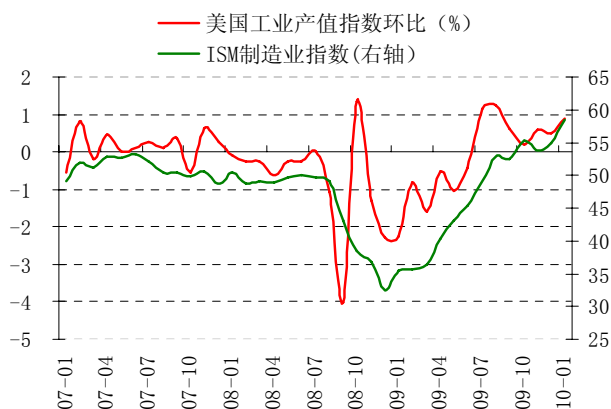


数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg

3月ISM制造业指数实际录得59.6，达到了最近6年以来的最高值，较2月份的56.5增加了3.1，好于市场预期的57。总体看来，美国的就业情况以及制造业的突出表现，都表明经济持续恢复。



数据来源: Bloomberg

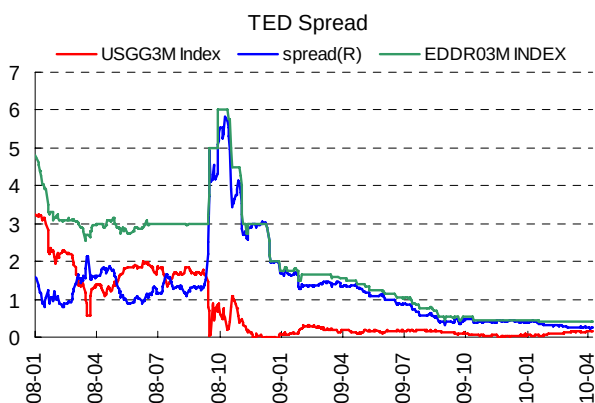
从股票市场来看，经济恢复一定程度超出预期也使得投资者信心有所恢复，股票市场有所上扬，美国标普500指数从2月末的1104.49点上升至4月2

日的1178.1点，同样刺激国债收益率上扬。从大宗商品市场来看，过去一月中，国际油价上涨，原油价格突破每桶80美元，亦对债券收益率起到抬升作用。



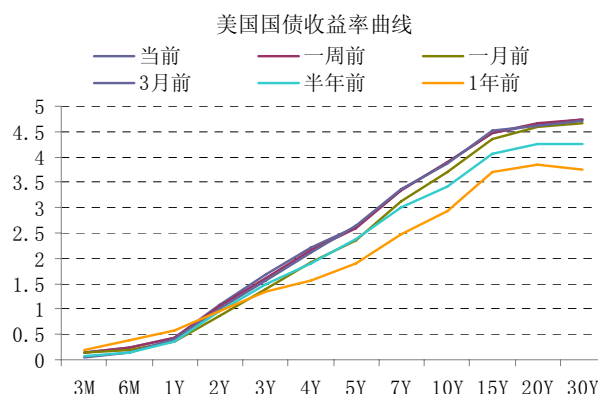
数据来源：Bloomberg

从货币与债券市场来看，TED 价差仍处于历史低位，显示市场流动性充裕；公司债券同国债的利差也在缓慢的下降通道中。这些数据表明，金融危机的影响已经慢慢淡去，投资者风险厌恶情绪有所降温，对国债的避险需求下降，这对国债收益率同样起到抬升作用。

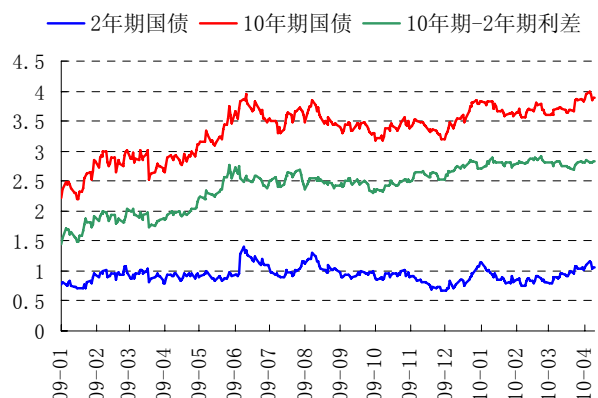


数据来源：Bloomberg

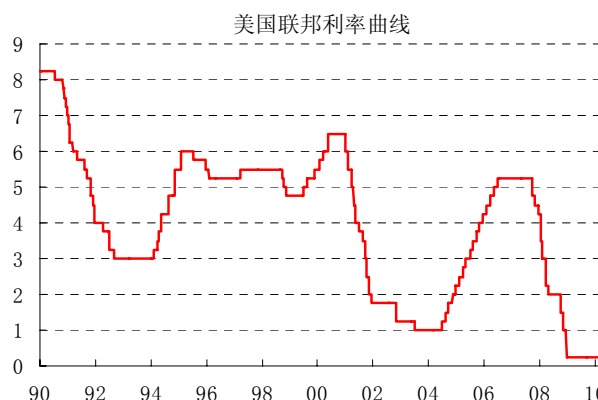
综合以上因素，美国国债收益率曲线相对上月总体上上移，同时10年期和2年期国债之间的收益率差略缩窄，收益率曲线变得略为平缓。



数据来源：Bloomberg



数据来源：Bloomberg

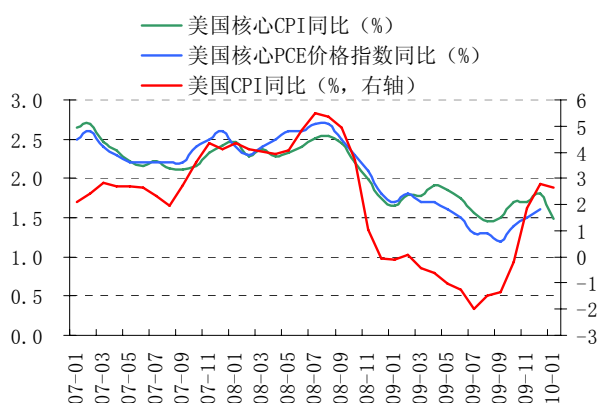


数据来源：Bloomberg

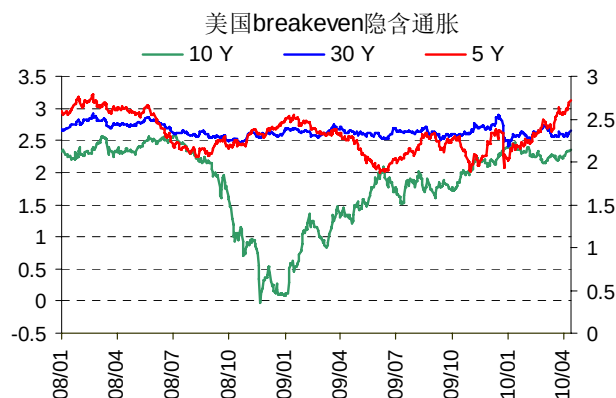
美国2月的核心PCE同比从2009年12月的1.6%降为1.3%，同时核心CPI同比从2009年的1.8%降为1.3%。美国CPI的下降为美国的低利率刺激经济提供了支持。从TIPs隐含通胀来看，长期的通胀预期比较稳定，而中期的通胀预期在上升。鉴于未来的通胀判断以及现在的就业情况，我们认为美联储短期将维持利率不变，以进一步刺激经济以及就业。随着下半

年经济逐步向好，处于刺激储蓄、抑制通胀等的考虑，预计将在 9-11 月加息。

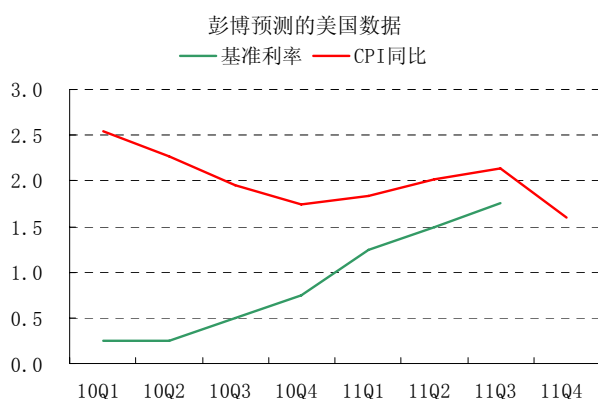
从 Bloomberg 的预测数据中，我们可以看到，第三季度后美国将进入加息通道，意味着未来债券的价格将下跌。但由于美国的经济恢复情况相比其他国家具有优势，美元将在一定时期内保持强势，增加了投资美国债券的吸引力。且美国的通胀预期稳定，我们建议适当超配美国国债。



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



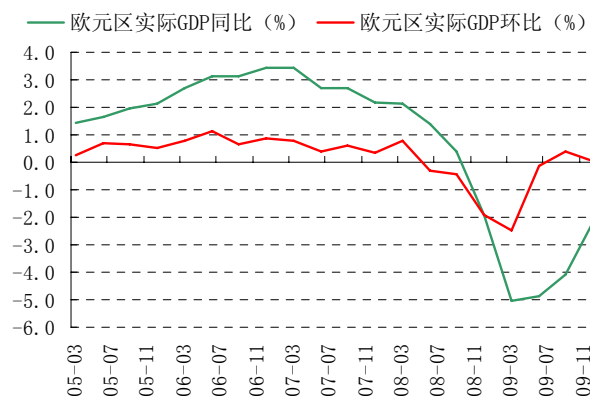
数据来源: Bloomberg

## 二、低配欧元区国债

数据表明欧元区的经济触底反弹，但面对债务危机，不排除出现二次探底的可能。经济合作与发展组织(OECD)认为，欧元区经济 2010 年可望成长 0.9%，优于原先估计的停滞不前。2 月份欧元区 CPI 数据同比增幅比 1 月份的 1.0%降低了 0.1 个百分点至 0.9%，远低于欧元区的目标区间 2.0%。彭博预测 2010 年第三季度 CPI 可能会上升至 1.5%，国债的要求回报率提高。由于通胀水平为欧洲央行的唯一目标，且欧元区的就业形势不容乐观，2 月失业率较 1 月上升了 0.1 个百分点至 10.0%，消费和投资尚未真正好转，市场预期 2010 年欧洲央行仍将继续维持 1.00% 的利率水平不变。

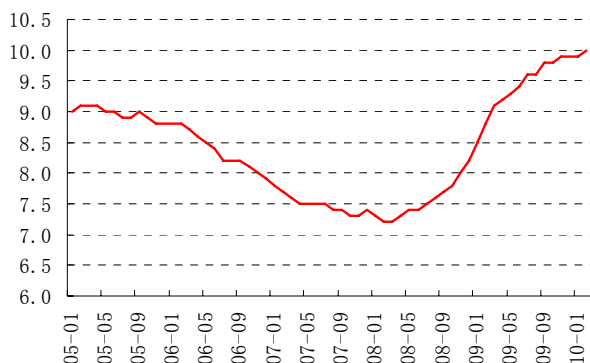
欧元今年以来持续走低，债务危机的出现对投资者的心理影响非常大。由于经济恢复相对缓慢、债务危机扩大的可能性存在以及索罗斯等投资客看空欧元，我们预期欧元将继续疲软。

综上，我们建议适当减少欧元国债的配置比例。



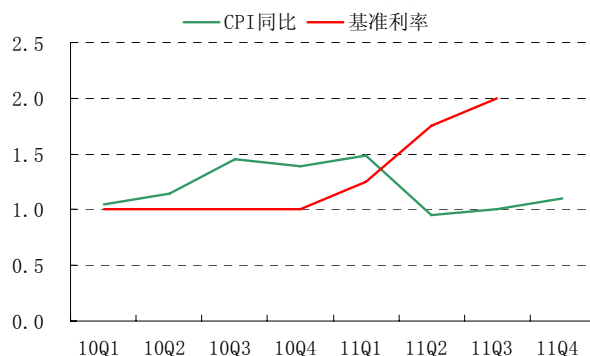
数据来源: Bloomberg

欧元区失业率



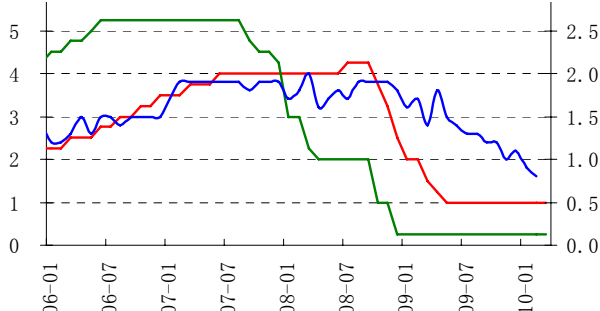
数据来源: Bloomberg

彭博预测的欧元区数据



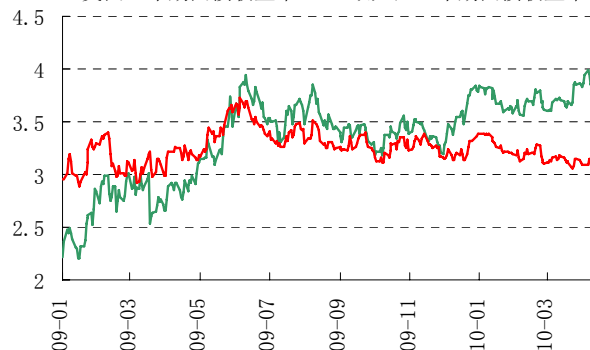
数据来源: Bloomberg

欧洲央行基准利率 (%)  
美国联邦基金目标利率 (%)  
欧元区核心CPI同比 (%)



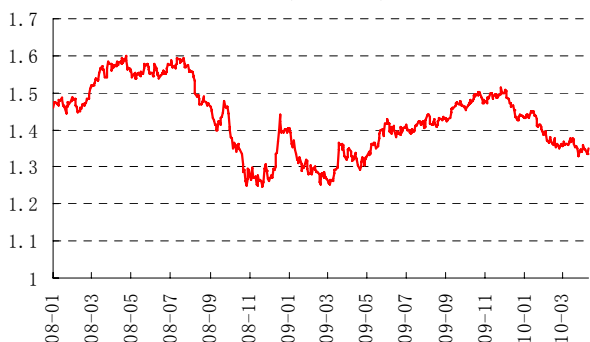
数据来源: Bloomberg

美国10年期国债收益率 欧元区10年期国债收益率



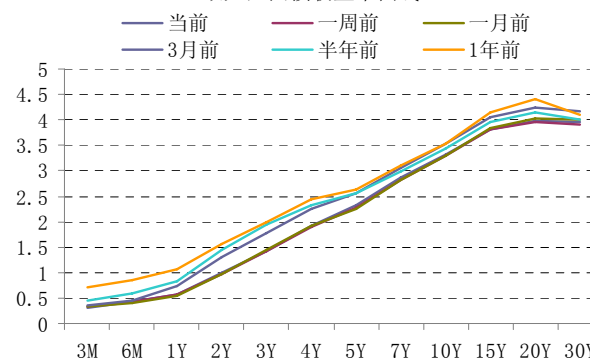
数据来源: Bloomberg

欧元对美元的汇率



数据来源: Bloomberg

欧元区国债收益率曲线



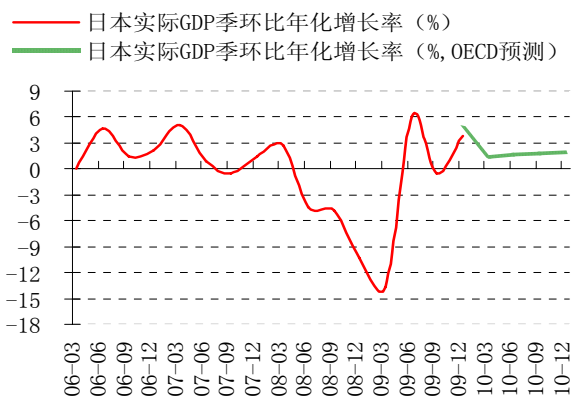
数据来源: Bloomberg

### 三、低配日本国债

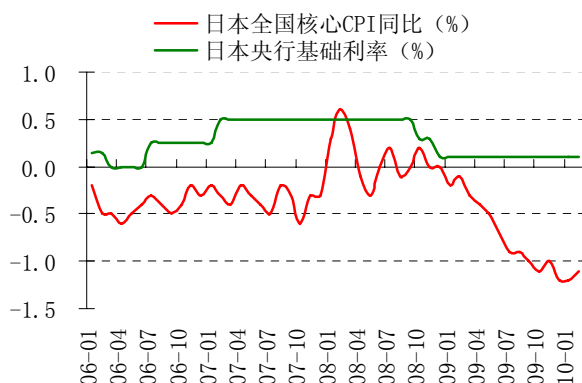
日本2009年四个季度的实际GDP同比均为负, 环比年化增长率分别为-13.7%、6.0%、-0.6%、3.8%, OECD 预测2010年实际GDP季环比年化增长率为1.4%、1.7%、1.9%、2.0%。经济呈现逐渐恢复的态势。自2009年起, 日本全国核心消费价格指数同比增幅为负。2月日本全国核心CPI同比涨幅为-1.10%, 较1月回升了0.1个百分点。随着日本经

济的好转，也许会走出通缩。根据 bloomberg 的预测，日本的全国 CPI 同比将在二季度筑底，然后降幅不断缩窄。市场预计日本央 2010 年全年将维持 0.10% 的利率不变。由于利息比较低，同时预期较为稳定，日本的国债收益率曲线变动比较少，相对于前一月，日本国债收益率曲线整体小幅上移。

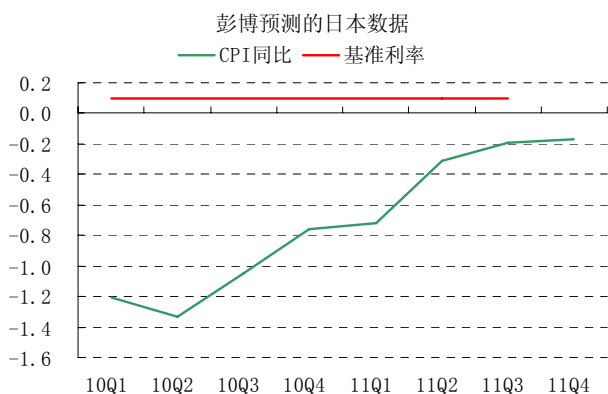
综合考虑近期日元相对美元贬值，我们对日本国债持中性的态度。



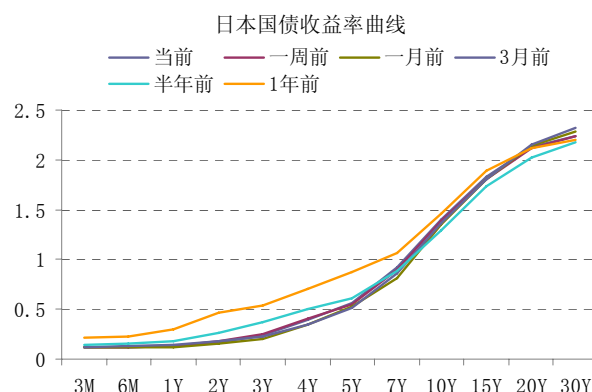
数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



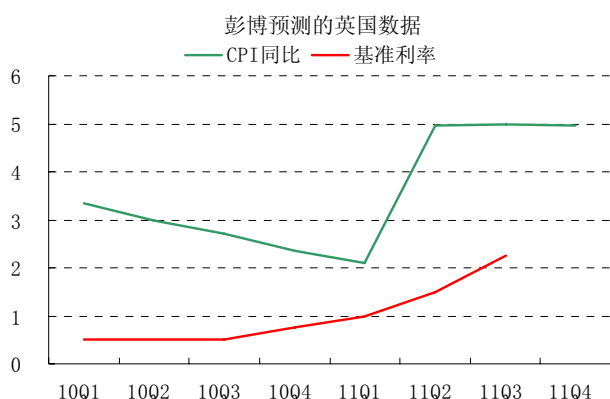
数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg

#### 四、超配加拿大和澳大利亚国债，低配英国、丹麦和瑞典国债

**英国：**从近期英国的产出数据可以看出，英国经济已经有回暖迹象，零售销售和房价回升，消费者信心指数反弹。与此同时，通胀压力也不断上升，2 月英国 CPI 指数（未季调）同比增长 3.0%，较 1 月的 3.4% 有所回落，但仍然较高。我们预计英国的加息会在美国之后，彭博预测可能会在 2010 年四季度加息。由于英国经济恢复速度缓慢，财政赤字占 GDP 比重大，且政局不稳定，近期出台削减财政赤字的方案可能性小，英镑未来一段时间将走弱。我们对英国国债持中性偏下的态度。

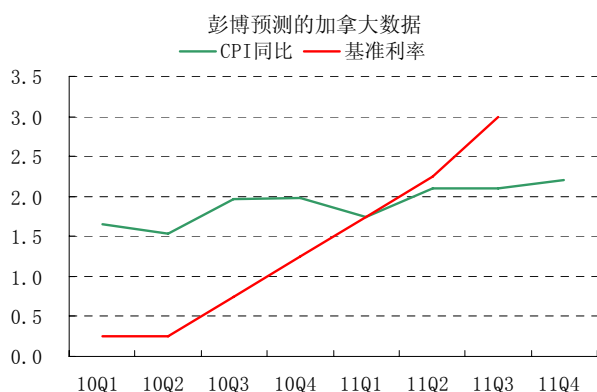


数据来源: Bloomberg

**加拿大:** 美国经济的复苏对加拿大经济产生直接影响。加拿大在 09 年第四季度实现 9 年来最大经济增幅, 表现较市场预期强劲得多, 主要受个人及政府支出、房产投资和出口推动。第四季度国内生产总值 (GDP) 较三季度增长 1.2%, 折合成年率增长 5%, 是 2000 年第三季度折合成年率增长 5.1% 以来的最高增幅。2 月份核心消费者物价指数月率为上升 0.7%, 远高于市场预期的上升 0.3%。彭博预测 2010 年第三季度加拿大可能加息。

由于加拿大经济在衰退过后快速回暖, 从而引发了市场对加拿大经济前景的看好, 甚至有预期加拿大央行可能将于美联储提前升息, 从而推高了加元不断上扬。另外一方面, 大宗商品价格的不断上涨也是加元走高的因素之一。

综上分析, 我们对加拿大国债表示中性偏上的态度。

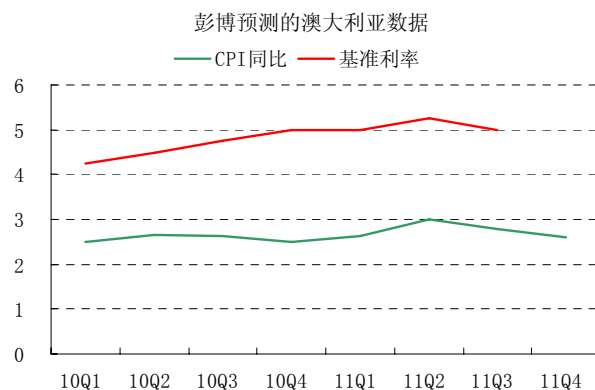


数据来源: Bloomberg

**澳大利亚:** 2009 年四季度 GDP 年同比增长 2.7%, 较三季度的 0.9% 大幅增加。2009 年第四季度澳大利亚 CPI 同比上涨 2.1%, 较第三季度的 1.3% 增加了 0.8 个基点。4 月 6 日澳大利亚央行宣布将基准利率再次上调 0.25 个百分点至 4.25%, 这已是澳

央行自 2010 年以来的第二次加息。

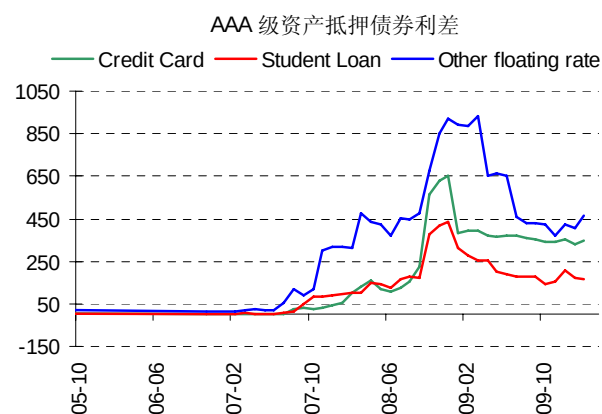
由于澳大利亚是资源型国家, 矿产出口等在经济占比较大, 为了获得更多的出口收入, 澳大利亚倾向于保持澳元坚挺, 2010 年内持续加息的可能性较大。综合利率和汇率两方面因素考虑, 我们对澳大利亚国债持乐观的态度。



数据来源: Bloomberg

## 五、债券综合资产配置建议

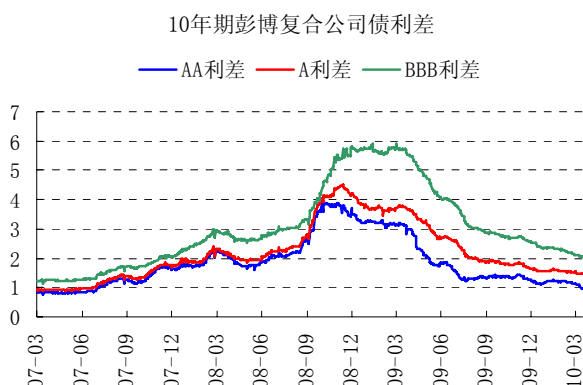
从美国 ABS 和 MBS 的分项情况来看, 三项的利差虽然自 2008 年的高点回落, 仍处于历史水平之上, 短期有上升的趋势。主要原因是美国收缩流动性, 美联储停止购买流动性注入工具, 造成短期的利差上升。年中后, 随着信贷回暖, 就业恢复, ABS 和 MBS 复苏, 利差未来存在缩窄的空间, 价格可能会出现危机后的反弹。建议超配。



数据来源: Bloomberg

从公司债与国债利差的图中可以看出, 公司债与国债的利差收窄, 说明投资者悲观情绪淡去, 且美国经济持续向好, 企业利润增加, 公司债的基本面良好。目前的利差距离历史低位仍有很大下降空间, 公司债的价格有进一步上升的可能。往往在最坏的时刻过去之后, 是信用产品修复定价的时刻, 我们建议适当超

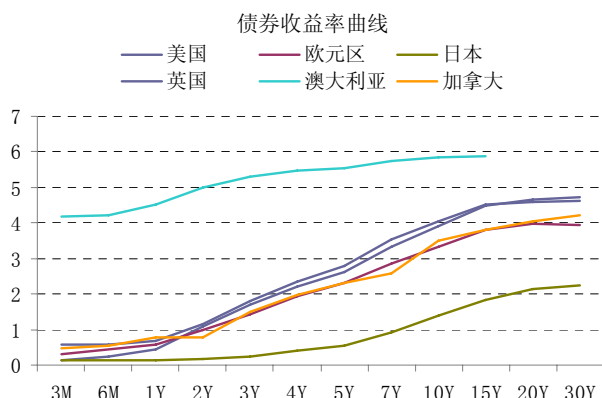
配美国公司债。尤其是 **BBB** 级公司债，建议超配。投机级的债券由于金融危机期间超跌反弹，**BB** 级利差相比投资级可回调的空间更大，风险承受能力较强的投资者可适当少量配置投机级债券。



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg

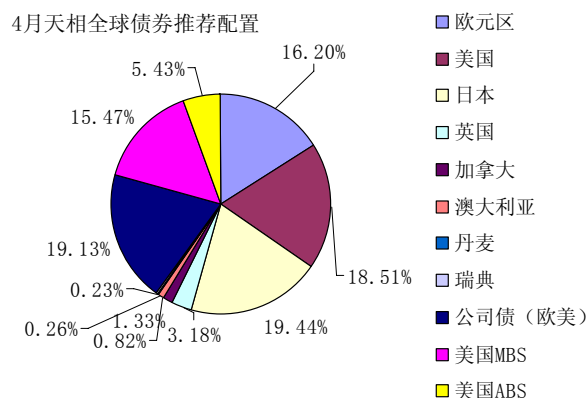
综上，我们考虑债券收益率曲线，将我们的观点输入 Black-Litterman 模型，得出我们对 4 月全球国债的配置如下：

2010 年 4 月天相全球国债推荐组合权重

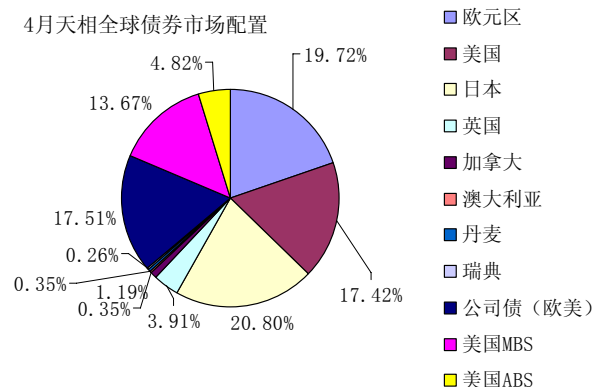
| 指数名称 | 推荐组合资产权重 | 市值权重   | 与市值权重的差 |
|------|----------|--------|---------|
| 欧元区  | 27.02%   | 30.81% | -3.79%  |
| 美国   | 30.86%   | 27.22% | 3.64%   |
| 日本   | 32.42%   | 32.50% | -0.08%  |
| 英国   | 5.30%    | 6.10%  | -0.80%  |
| 加拿大  | 2.21%    | 1.86%  | 0.35%   |
| 澳大利亚 | 1.37%    | 0.55%  | 0.82%   |
| 丹麦   | 0.44%    | 0.54%  | -0.10%  |
| 瑞典   | 0.38%    | 0.41%  | -0.03%  |

数据来源: 天相计算

根据我们对 ABS 和公司债的分析，我们将超配美国公司债、美国 MBS 以及美国 ABS，得到总体全球债券资产配置如下：（对比后图市场平均券种配置）



资料来源: Bloomberg, 天相计算



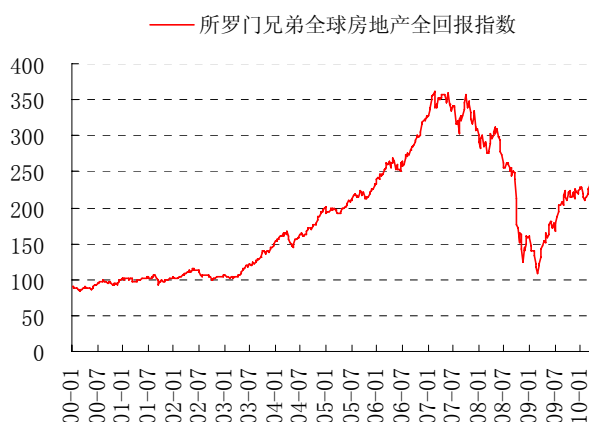
资料来源: Bloomberg, BIS, 天相计算

## ◆ 其他投资品配置方案

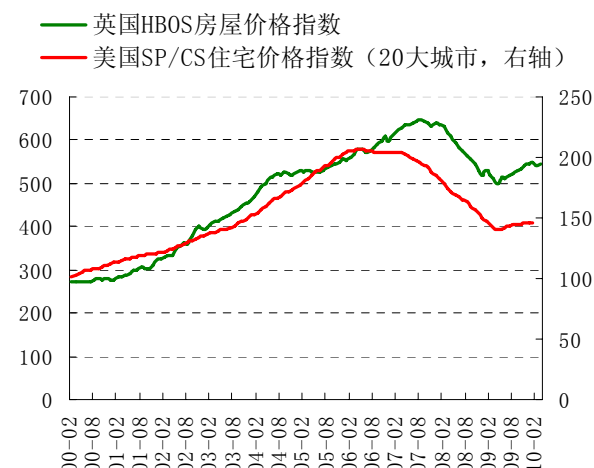
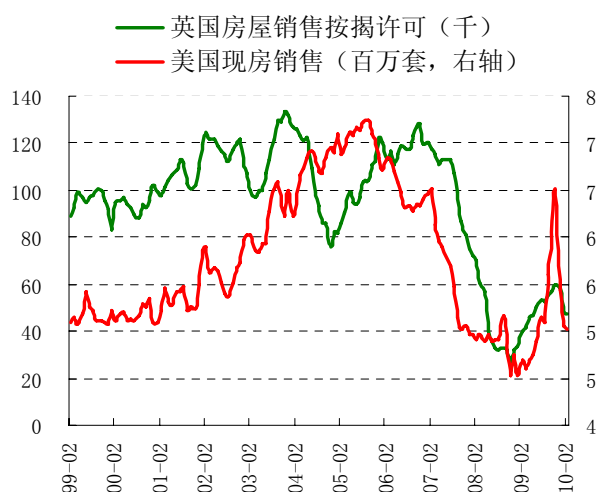
### 一、全球房地产市场资产配置方案

房地产投资收益在经历了 2007 年次贷危机至 2008 年的巨幅的下跌后，自 2009 年一季度末起全

球房地产投资平均回报开始好转。目前本次房地产次贷危机源头的英美房屋销售在低价位、低利率及优惠政策三方面的刺激下已经有了一定程度的反弹，英美房屋价格在需求恢复的支持下也已触底企稳。预计在 2010 年房地产市场将继续受益于上述三个利好因素，此外就业市场的企稳恢复也将对房地产起到正贡献。在这四方面的促进下，预计 2010 年全球房屋销售将大幅回升，房屋价格在上半年或将完成筑底，自下半年起将缓慢上涨。市场风险波动可能会进一步下降，但总体收益率却将显著低于 2003 年至 2007 年牛市时的水平。房地产资产我们给与低于市场中性的配置。

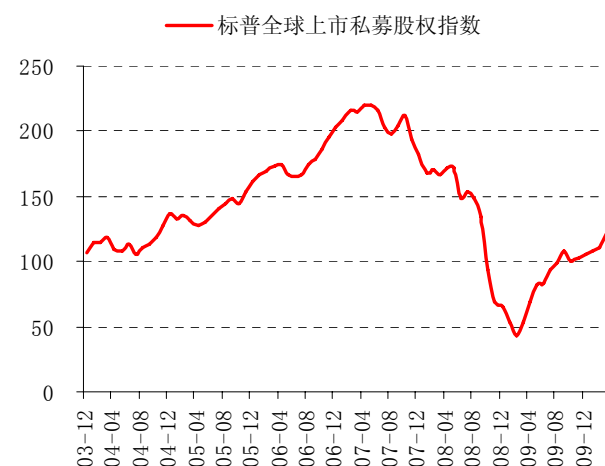


数据来源：Bloomberg.



数据来源：Bloomberg.

## 二、 全球直接股权投资市场资产配置方案

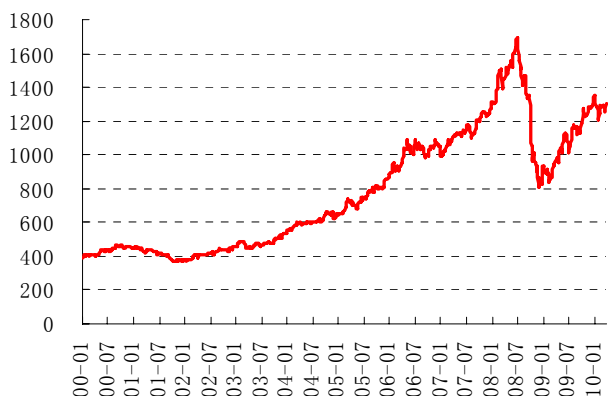


数据来源：Bloomberg.

直接股权投资同股票市场投资相仿，预计将受益于全球实体经济的复苏以及金融危机以来资本资产价格的低估。然而，当前投资者对全球资本市场的信心尚未从金融危机中完全恢复，直接股权投资难以从 IPO 及非上市公司并购中获得大幅溢价。其次，由于直接股权投资的市场规模较小，如果考虑到流动性因素，可供投资的标的规模相比其他四大类资产将更小。并且考虑到直接股权投资在各类资产中回报率波动性是最大的（GARCH 预测年化波动率为 42.19%，见附录），在最后一部分的全球宏观资产配置中我们不建议大量配置该类资产。

## 三、 全球大宗商品市场资产配置方案

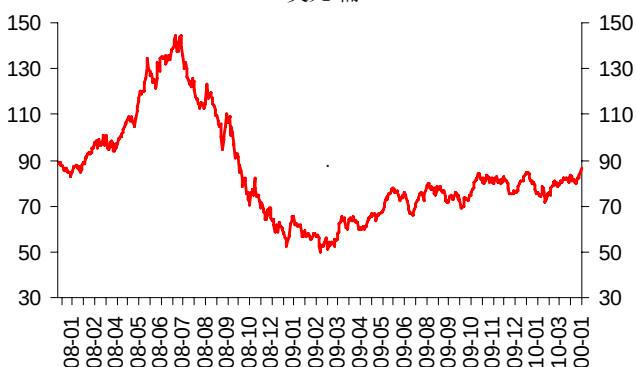
—CMCI大宗商品价格指数



数据来源：Bloomberg

大宗商品价格在未来受到美元中期走强的压制，大幅上涨的可能性不大。但是由于欧元区对希腊财政危机的解决方案基本已经达成共识，美元对欧元大幅迅速升值似乎已经告一段落。并且随着全球制造业复苏的逐步深入和加快，这势必会拉动大宗商品的需求，将对大宗商品价格中长期的涨势提供有力支持。预计未来在美元升值阶段，大宗商品价格很可能在走稳中略有下滑，而一旦美元回调，大宗商品价格将有显著上涨。总体来看，2010年大宗商品价格将在波动中温和上涨，预计在年底原油价格将会达到90美元上下的位置。综上，大宗商品类资产我们给与适度高于市场中性的配置。

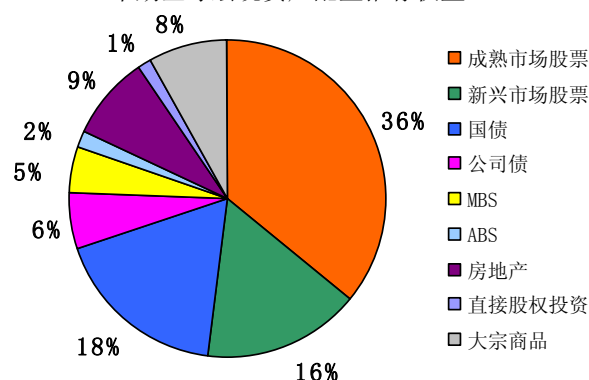
纽约商品交易所原油期货价格  
美元/桶



数据来源：Bloomberg.

## ◆ 全球宏观资产配置方案

本期全球宏观资产配置推荐权重



数据来源：基于 Black-Litterman 模型计算。

当前全球经济持续复苏的趋势越发明朗，全球股市有望在目前的基础上进一步反弹。从长期看，目前的估值水平依然较低。这样，长期投资者依然能找到大量的投资机会。我们预期全球股市会因为当前价格的低估和新兴市场强势反弹的拉动而继续表现良好，其表现将超过全球债券。并且在未来一段时间内，由于升息的临近，和各大央行对债券类资产购买计划的截止，全球债券的收益率很可能会进一步下跌。因此，我们在全球宏观资产配置中建议增持股票资产，减持债券资产。

综合以上对股票、债券及其他投资品的分析，我们本期全球宏观资产配置方案为：股票 52%，债券 30%，房地产 9%，直接股权投资 1%，大宗商品 8%。

注：Black-Litterman 模型运算中所需要的核心基础数据详见附录，其中包括基准指数的选取、相关性系数矩阵、贝塔值预测、预期波动率和预期收益率。

## 附录

附 1：各主要股票指数市净率、市盈率

|                 | 市净率  | 市盈率   | P/EBITDA | P/CF  | 成员数量 | 市值                |
|-----------------|------|-------|----------|-------|------|-------------------|
| 孟买证交所 500 指数    | 3.13 | 24.39 | 10.23    | 18.58 | 500  | 58895.13b1n(INR)  |
| 韩国 KOSPI 指数     | 1.35 | 15.34 | 7.86     | 10.42 | 200  | 785428.29b1n(KRW) |
| 日经 225 指数       | 1.49 | —     | 8.21     | 8.81  | 225  | 223865.12b1n(JPY) |
| 加拿大标普/TSX 60 指数 | 2.02 | 21.27 | 7.62     | 7.62  | 60   | 1121.87b1n(CAD)   |
| 新加坡海峡时报指数       | 1.68 | 14.64 | 8.85     | 17.35 | 50   | 458.49b1n(SGD)    |
| 道琼斯欧洲 50 价格指数   | 1.68 | 15.71 | 6.08     | 7.08  | 50   | 2884.44b1n(EUR)   |
| 法国 CAC 指数       | 1.36 | 15.39 | 5.37     | 4.93  | 39   | 1056.01b1n(EUR)   |
| 德国 DAX 指数       | 1.59 | 21.91 | 5.29     | 5.47  | 30   | 662.28b1n(EUR)    |
| 英国富时综合指数        | 1.92 | 20.55 | 6.61     | 8.69  | 693  | 1807.4b1n(GBP)    |
| 英国 100 指数       | 1.93 | 18.38 | 7.06     | 9.52  | 100  | 1583.65b1n(GBP)   |
| 道琼斯工业平均指数       | 2.69 | 16.35 | 8.03     | 7.15  | 30   | 3693b1n(USD)      |
| 标准普尔 500 指数     | 2.29 | 19.08 | 6.84     | 8.33  | 500  | 11127.73b1n(USD)  |
| 纳斯达克综合指数        | 2.84 | 36.62 | 11.93    | 13.13 | 3135 | 4040.93b1n(USD)   |
| 香港恒生指数          | 1.99 | 16.47 | 10.20    | 69.23 | 38   | 11109.7b1n(HKD)   |
| 沪深 300 指数       | 3.48 | 28.37 | 15.27    | 6.05  | 300  | 16676.75b1n(CNY)  |
| 彭博欧洲 500 指数     | 1.72 | 17.85 | 6.15     | 8.11  | 500  | 6365.56b1n(EUR)   |
| 意大利米兰 30 指数     | 1.01 | 12.53 | 2.59     | 2.39  | 30   | —                 |
| 荷兰 AEX 指数       | 1.29 | 14.59 | 8.05     | —     | 25   | 372.25b1n(EUR)    |
| 比利时 BEL 20 指数   | 1.21 | 15.01 | 6.18     | 6.07  | 19   | 219.71b1n(EUR)    |
| 芬兰 HEX 25 指数    | 1.77 | 27.49 | 8.64     | 7.10  | 25   | 176.43b1n(EUR)    |
| 巴西圣保罗证交所指数      | 2.17 | 17.64 | 9.46     | 9.85  | 66   | 1549.9b1n(BRL)    |
| 俄罗斯 RTS 指数      | 1.24 | 17.11 | 4.67     | 7.83  | 50   | 736.66b1n(USD)    |

数据来源：Bloomberg，截至 2010 年 4 月 13 日

附 2：全球主要股指估值情况 2010 年 4 月 13 日：

| 截至2010年4月13日收盘 | 预测PE  | 预测 PB | 调整PB | ROE    |
|----------------|-------|-------|------|--------|
| 标普500指数        | 15.34 | 2.15  | 2.29 | 12.01% |
| 加拿大标普/TSX综合指数  | 15.27 | 1.88  | 2.02 | 9.51%  |
| 摩根士丹利欧元区指数     | 12.37 | 1.40  | 1.44 | 8.41%  |
| 英国富时100指数      | 12.39 | 1.82  | 1.93 | 10.51% |
| 日经225指数        | 21.98 | 1.42  | 1.50 | —      |
| 标普/澳证200指数     | 16.18 | 2.04  | 2.13 | —      |
| 新加坡海峡时报指数      | 15.10 | 1.66  | 1.69 | 11.47% |
| 香港恒生指数         | 14.65 | 1.85  | 1.99 | 12.07% |
| 拉美指数           | 13.91 | 2.17  | 2.43 | 13.88% |
| 孟买SENSEX30指数   | 17.15 | 2.83  | 3.52 | 13.03% |
| 欧洲新兴国家及中东      | 10.46 | 1.27  | 1.60 | 10.00% |
| 摩根士丹利全球股票指数    | 14.64 | 1.81  | 1.93 | 9.14%  |



## 附 3：美国股票行业最近一期相关性预测

|        | 石油和<br>天然气 | 基础原<br>材料 | 工业   | 消费<br>品 | 卫生<br>保健 | 常用消<br>费品 | 电讯<br>服务 | 公用<br>事业 | 金融   | 科技   | 标普<br>500 |
|--------|------------|-----------|------|---------|----------|-----------|----------|----------|------|------|-----------|
| 石油和天然气 | 1.00       | 0.80      | 0.70 | 0.64    | 0.58     | 0.64      | 0.48     | 0.72     | 0.55 | 0.71 | 0.79      |
| 基础原材料  | 0.80       | 1.00      | 0.90 | 0.89    | 0.72     | 0.75      | 0.54     | 0.68     | 0.77 | 0.87 | 0.93      |
| 工业     | 0.70       | 0.90      | 1.00 | 0.93    | 0.73     | 0.79      | 0.54     | 0.65     | 0.87 | 0.82 | 0.95      |
| 消费品    | 0.64       | 0.89      | 0.93 | 1.00    | 0.68     | 0.76      | 0.57     | 0.62     | 0.86 | 0.87 | 0.94      |
| 卫生保健   | 0.58       | 0.72      | 0.73 | 0.68    | 1.00     | 0.75      | 0.47     | 0.64     | 0.62 | 0.68 | 0.80      |
| 常用消费品  | 0.64       | 0.75      | 0.79 | 0.76    | 0.75     | 1.00      | 0.58     | 0.59     | 0.68 | 0.73 | 0.84      |
| 电讯服务   | 0.48       | 0.54      | 0.54 | 0.57    | 0.47     | 0.58      | 1.00     | 0.65     | 0.40 | 0.63 | 0.61      |
| 公用事业   | 0.72       | 0.68      | 0.65 | 0.62    | 0.64     | 0.59      | 0.65     | 1.00     | 0.47 | 0.69 | 0.73      |
| 金融     | 0.55       | 0.77      | 0.87 | 0.86    | 0.62     | 0.68      | 0.40     | 0.47     | 1.00 | 0.71 | 0.88      |
| 科技     | 0.71       | 0.87      | 0.82 | 0.87    | 0.68     | 0.73      | 0.63     | 0.69     | 0.71 | 1.00 | 0.91      |
| 标普500  | 0.79       | 0.93      | 0.95 | 0.94    | 0.80     | 0.84      | 0.61     | 0.73     | 0.88 | 0.91 | 1.00      |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于美国标普 500 十大行业指数。

## 附 4：美国股票行业贝塔值、预期收益率及波动率预测

|        | 当期无风险收益 | 贝塔值预测 | 预期收益率  | 波动率预测 |
|--------|---------|-------|--------|-------|
| 石油和天然气 | 3.28%   | 0.96  | 10.92% | 32.5% |
| 基础原材料  | 3.28%   | 1.34  | 13.91% | 38.3% |
| 工业     | 3.28%   | 1.26  | 13.30% | 35.4% |
| 可选消费品  | 3.28%   | 1.18  | 12.64% | 33.4% |
| 卫生保健   | 3.28%   | 0.67  | 8.64%  | 22.6% |
| 常用消费品  | 3.28%   | 0.55  | 7.68%  | 17.6% |
| 电讯服务   | 3.28%   | 0.62  | 8.22%  | 27.2% |
| 公用事业   | 3.28%   | 0.63  | 8.29%  | 23.1% |
| 金融     | 3.28%   | 1.60  | 15.98% | 48.6% |
| 科技     | 3.28%   | 0.81  | 9.71%  | 23.7% |
| 标普500  | 3.28%   | 1.00  | 11.23% | 26.7% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于美国标普 500 十大行业指数。

## 附 5：全球股票行业相关性预测

|        | 石油和<br>天然气 | 基础原<br>材料 | 工业   | 消费<br>品 | 卫生<br>保健 | 常用消<br>费品 | 电讯<br>服务 | 公用<br>事业 | 金融   | 科技   | 标普<br>500 |
|--------|------------|-----------|------|---------|----------|-----------|----------|----------|------|------|-----------|
| 石油和天然气 | 1.00       | 0.91      | 0.80 | 0.72    | 0.65     | 0.73      | 0.71     | 0.80     | 0.75 | 0.76 | 0.87      |
| 基础原材料  | 0.91       | 1.00      | 0.91 | 0.86    | 0.73     | 0.79      | 0.79     | 0.85     | 0.84 | 0.88 | 0.95      |
| 工业     | 0.80       | 0.91      | 1.00 | 0.94    | 0.76     | 0.82      | 0.77     | 0.84     | 0.92 | 0.88 | 0.97      |
| 消费品    | 0.72       | 0.86      | 0.94 | 1.00    | 0.70     | 0.78      | 0.72     | 0.77     | 0.89 | 0.91 | 0.93      |
| 卫生保健   | 0.65       | 0.73      | 0.76 | 0.70    | 1.00     | 0.82      | 0.72     | 0.83     | 0.72 | 0.68 | 0.81      |
| 常用消费品  | 0.73       | 0.79      | 0.82 | 0.78    | 0.82     | 1.00      | 0.80     | 0.81     | 0.81 | 0.73 | 0.87      |
| 电讯服务   | 0.71       | 0.79      | 0.77 | 0.72    | 0.72     | 0.80      | 1.00     | 0.84     | 0.71 | 0.74 | 0.82      |
| 公用事业   | 0.80       | 0.85      | 0.84 | 0.77    | 0.83     | 0.81      | 0.84     | 1.00     | 0.78 | 0.78 | 0.88      |
| 金融     | 0.75       | 0.84      | 0.92 | 0.89    | 0.72     | 0.81      | 0.71     | 0.78     | 1.00 | 0.81 | 0.95      |



|      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 科技   | 0.76 | 0.88 | 0.88 | 0.91 | 0.68 | 0.73 | 0.74 | 0.78 | 0.81 | 1.00 | 0.91 |
| 标普全球 | 0.87 | 0.95 | 0.97 | 0.93 | 0.81 | 0.87 | 0.82 | 0.88 | 0.95 | 0.91 | 1.00 |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于标普全球十大行业指数。

#### 附 6：全球股票行业贝塔值、预期收益率及波动率预测

|        | 当期无风险收益 | 贝塔值预测 | 预期收益率  | 波动率预测 |
|--------|---------|-------|--------|-------|
| 石油和天然气 | 3.59%   | 1.10  | 13.98% | 21.4% |
| 基础原材料  | 3.59%   | 1.54  | 18.09% | 27.3% |
| 工业     | 3.59%   | 1.12  | 14.14% | 19.5% |
| 可选消费品  | 3.59%   | 1.08  | 13.73% | 19.5% |
| 卫生保健   | 3.59%   | 0.61  | 9.30%  | 12.7% |
| 常用消费品  | 3.59%   | 0.54  | 8.64%  | 10.3% |
| 电讯服务   | 3.59%   | 0.61  | 9.33%  | 12.5% |
| 公用事业   | 3.59%   | 0.69  | 10.09% | 13.1% |
| 金融     | 3.59%   | 1.59  | 18.54% | 28.2% |
| 科技     | 3.59%   | 0.88  | 11.84% | 16.3% |
| 标普全球   | 3.59%   | 1.00  | 13.00% | 16.8% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于标普全球十大行业指数。

#### 附 7：全球股票国别相关性预测

|                | 标普 500 指数 | 加拿大标普/TSX 综合指数 | 摩根士丹利欧元区指数 | 英国富时 100 指数 | 日经 225 指数 | 标普/澳证 200 指数 | 新加坡海峡时报指数 | 香港恒生指数 | 拉美指数 | 孟买 SENSEX 30 指数 | 欧洲新兴国家及中东 | 摩根士丹利全球股票指数 |
|----------------|-----------|----------------|------------|-------------|-----------|--------------|-----------|--------|------|-----------------|-----------|-------------|
| 标普 500 指数      | 1.00      | 0.87           | 0.91       | 0.89        | 0.65      | 0.82         | 0.73      | 0.73   | 0.86 | 0.68            | 0.81      | 0.96        |
| 加拿大标普/TSX 综合指数 | 0.87      | 1.00           | 0.77       | 0.80        | 0.59      | 0.76         | 0.76      | 0.73   | 0.89 | 0.68            | 0.77      | 0.87        |
| 摩根士丹利欧元区指数     | 0.91      | 0.77           | 1.00       | 0.92        | 0.67      | 0.83         | 0.70      | 0.69   | 0.80 | 0.69            | 0.82      | 0.92        |
| 英国富时 100 指数    | 0.89      | 0.80           | 0.92       | 1.00        | 0.62      | 0.82         | 0.66      | 0.69   | 0.80 | 0.65            | 0.76      | 0.91        |
| 日经 225 指数      | 0.65      | 0.59           | 0.67       | 0.62        | 1.00      | 0.74         | 0.67      | 0.75   | 0.61 | 0.59            | 0.70      | 0.74        |
| 标普/澳证 200 指数   | 0.82      | 0.76           | 0.83       | 0.82        | 0.74      | 1.00         | 0.74      | 0.74   | 0.71 | 0.64            | 0.72      | 0.85        |
| 新加坡海峡时报指数      | 0.73      | 0.76           | 0.70       | 0.66        | 0.67      | 0.74         | 1.00      | 0.83   | 0.79 | 0.74            | 0.72      | 0.81        |
| 香港恒生指数         | 0.73      | 0.73           | 0.69       | 0.69        | 0.75      | 0.74         | 0.83      | 1.00   | 0.78 | 0.71            | 0.74      | 0.82        |
| 拉美指数           | 0.86      | 0.89           | 0.80       | 0.80        | 0.61      | 0.71         | 0.79      | 0.78   | 1.00 | 0.71            | 0.84      | 0.91        |
| 孟买 SENSEX30 指数 | 0.68      | 0.68           | 0.69       | 0.65        | 0.59      | 0.64         | 0.74      | 0.71   | 0.71 | 1.00            | 0.68      | 0.75        |
| 欧洲新兴国家及中东      | 0.81      | 0.77           | 0.82       | 0.76        | 0.70      | 0.72         | 0.72      | 0.74   | 0.84 | 0.68            | 1.00      | 0.89        |
| 摩根士丹利全球股票指数    | 0.96      | 0.87           | 0.92       | 0.91        | 0.74      | 0.85         | 0.81      | 0.82   | 0.91 | 0.75            | 0.89      | 1.00        |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于各国主要股票指数。

#### 附 8：全球股票国别贝塔值、预期收益率及波动率预测

|           | 当期无风险收益 | 贝塔值预测  | CAPM 预期收益率 | 波动率预测  |
|-----------|---------|--------|------------|--------|
| 标普 500 指数 | 3.96%   | 0.8715 | 11.8%      | 0.2036 |



|                |       |        |       |        |
|----------------|-------|--------|-------|--------|
| 加拿大标普/TSX 综合指数 | 3.96% | 0.8042 | 11.2% | 0.2072 |
| 摩根士丹利欧元区指数     | 3.96% | 0.9434 | 12.5% | 0.2294 |
| 英国富时 100 指数    | 3.96% | 0.7680 | 10.9% | 0.1897 |
| 日经 225 指数      | 3.96% | 0.8469 | 11.6% | 0.2575 |
| 标普/澳证 200 指数   | 3.96% | 0.7052 | 10.3% | 0.1860 |
| 新加坡海峡时报指数      | 3.96% | 0.9667 | 12.7% | 0.2664 |
| 香港恒生指数         | 3.96% | 1.0517 | 13.5% | 0.2868 |
| 拉美指数           | 3.96% | 1.4010 | 16.6% | 0.3451 |
| 孟买 SENSEX30 指数 | 3.96% | 1.0712 | 13.6% | 0.3202 |
| 欧洲新兴国家及中东      | 3.96% | 1.4159 | 16.8% | 0.3586 |
| 摩根士丹利全球股票指数    | 3.96% | 1.0000 | 13.0% | 0.2245 |

资料来源: Bloomberg 数据库, 天相投顾计算, 基于各国主要股票指数。

#### 附 9: 成熟与新兴经济体最近一期相关性预测

|             | 摩根士丹利成熟市场指数 | 摩根士丹利新兴市场指数 | 摩根士丹利全球总指 |
|-------------|-------------|-------------|-----------|
| 摩根士丹利成熟市场指数 | 1.0000      | 0.9329      | 0.9985    |
| 摩根士丹利新兴市场指数 | 0.9182      | 1.0000      | 0.9417    |
| 摩根士丹利全球总指   | 0.9985      | 0.9511      | 1.0000    |

资料来源: Bloomberg 数据库, 天相投顾计算, 基于摩根士丹利成熟市场与新兴市场股票指数。

#### 附 10: 成熟与新兴经济体贝塔值、预期收益率及波动率预测

|             | 当期无风险收益 | 贝塔值预测 | 预期收益率 | 波动率预测  |
|-------------|---------|-------|-------|--------|
| 摩根士丹利成熟市场指数 | 3.96%   | 0.97  | 10.8% | 0.2122 |
| 摩根士丹利新兴市场指数 | 3.96%   | 1.26  | 12.8% | 0.2902 |
| 摩根士丹利全球总指   | 3.96%   | 1.00  | 11.0% | 0.2192 |

资料来源: Bloomberg 数据库, 天相投顾计算

#### 附 11: 宏观资产相关性预测

|        | 股票   | 债券   | 房地产  | 直接股权投资 | 大宗商品 |
|--------|------|------|------|--------|------|
| 股票     | 1.00 | 0.24 | 0.92 | 0.88   | 0.72 |
| 债券     | 0.24 | 1.00 | 0.24 | 0.13   | 0.08 |
| 房地产    | 0.92 | 0.24 | 1.00 | 0.82   | 0.62 |
| 直接股权投资 | 0.88 | 0.13 | 0.82 | 1.00   | 0.61 |
| 大宗商品   | 0.72 | 0.08 | 0.62 | 0.61   | 1.00 |

资料来源: Bloomberg 数据库, 天相投顾计算

#### 附 12: 宏观资产预期收益率及波动率预测

|        | 预期收益率 | 波动率预测  |
|--------|-------|--------|
| 股票     | 12.0% | 21.92% |
| 债券     | 4.0%  | 6.93%  |
| 房地产    | 13.0% | 29.32% |
| 直接股权投资 | 15.0% | 42.19% |
| 大宗商品   | 8.0%  | 22.00% |



资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算

**注：投资基准的选取：**全球股票资产配置基投资基准选择：摩根斯坦利成熟市场股票指数，摩根斯坦利新兴市场股票指数，摩根士丹利全球股票指数。全球股票国别资产配置基投资基准选择：美国标普 500 股票指数，加拿大标普/TSX 股票指数，摩根士丹利欧元区股票指数，英国富时 100 股票指数，日经 225 股票指数，标普/澳证 200 股票指数，新加坡海峡时报股票指数，香港恒生股票指数，摩根士丹利拉美股票指数，孟买 SENSEX30 股票指数，摩根斯坦利欧洲新兴国家及中东股票指数，摩根士丹利全球股票指数。全球股票行业资产配置基投资基准选择：标普全球 1200 股票指数，标普全球 1200 十大行业股票指数。美国股票行业资产配置基准指数：美国标普 500 股票指数，美国标普 500 十大行业股票指数。全球债券市场资产配置投资基准选择：国债：彭博欧元区国债总回报指数，美国国债总回报指数，日本国债总回报指数，英国国债总回报指数，加拿大国债总回报指数，澳大利亚国债总回报指数，丹麦国债总回报指数，瑞典国债总回报指数。公司债：彭博综合公司债指数。MBS：JP 摩根住房抵押贷款支持证券指数。ABS：彭博贝尔斯登公共资产支持证券系列指数。全球宏观资产配置投资基准选择：摩根斯坦利全球股票指数，摩根大通全球债券全回报指数，所罗门兄弟全球房地产全回报指数，标普全球上市私募股权全回报指数，CMCI 国际大宗商品价格指数。

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|              |                                                                               |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| <b>北京富凯</b>  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| <b>北京新盛</b>  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| <b>北京德胜园</b> | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088           |
| <b>上海天相</b>  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| <b>深圳天相</b>  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041     |
| <b>山东天相</b>  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002           |