

2010 年 11 月 5 日

刘 杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

电邮: jieliul3@yahoo.ca

联系人: 何冰冰

电话: 0510-82833217

电邮: hebb@glsc.com.cn

联系人: 李斌

电话: 0510-82833217

电邮: lib@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



如无特别说明，该报告中所提及价格
数据均为 2010 年 11 月 4 日市场收
盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 2 页。

后 QE2 时代的市场和政策短评

— 再谈“流动性”盛宴的影响

美市场“终于”对 QE2 做出较为强烈的反应了，欧美股市涨幅均达到 2%，标普 500 正式创出年内新高：1221 点。美金继续下跌，商品市场继续获益。

我在昨天的报告里指出，流动性的继续泛滥将不可避免的推高资产价格，昨日新兴市场股市的大涨也验证了此观点：美国数量宽松政策的“漏出效用”会在未来几个月里逐步显现。

而市场也逐渐认识到如果 QE2 不能起到预期的作用还会有 QE3 或 QE4。就像我在昨天的报告里说的，由于“漏出效用”和货币流通速度的下降，QE2 对实体经济的贡献会大打折扣，但这不影响它推高资产价格，结果不言而喻：没有实体经济或者说盈利支撑的高资产价格会铸就新的资产泡沫。但资产泡沫很难在短期内破灭，为什么？因为美联储还会继续其 QE 的道路直至其目的实现。而这除了意味着流动性继续充裕以外，另一个最直接的后果就是美元的持续贬值 - 这也符合我们近几个月以来对美元将持续弱势的观点。

对于 A 股而言，也如我在 10 月初策略报告的标题所言：“流动性，流动性，流动性……短期继续支持市场”。因此，其近期上涨的势头还会继续，我也会继续维持对沪深 300 指数年底 3400-4000 点区间的预测 - 我在其 7 月初跌破 2600 点时也没有改变对此的预测，其中一个主要原因是对新一轮 QE 的判断。

当然目前国内投资者对 A 股估值，经济增长效率，经济增长模式的瓶颈和资产价格泡沫等众多因素感到不安。但从国际视角来看，10% 的 GDP 增长率，3.5% 的通胀率，5.56% 的利率，不到 3% 的财政赤字率，全世界也找不出几个国家可以和中国媲美了，而资本追求利润的冲动几乎可以“确保”其通过各种手段达到目的地。

经济增长率当然是由企业创造出来的，如果把这个增长率放到估值分母中去（10% 对比发达国家的 1% 或 2%），在相同的估值水平上（PEG），国内企业股价（分子上）可以承担更大幅度的上涨。

最后，我想再重复一下昨天报告里指出的新兴市场面临的来自于国际流动性所产生的宏观风险：经济体超出所需的资本供给所产生的资产和价格泡沫是我们现在和未来一段时间内要一直面对的难题，而对中国而言由于人民币和美元挂钩依然很紧，美元的不断贬值又为国内的价格泡沫不断吹气。解决的途径除了继续维持高速增长的经济（这本身就是一个挑战）以外，就是政策风险（加息和人民币升值）的不断累积（对投资者而言） - 而这些政策又会降低经济增长速度，因此，这对政策制定者来说又是一个新的博弈：经济增长速度降下来了但通胀没降下来！

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 Sentry Investments 高级研究员兼全球投资组合经理，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，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。