

2011全球经济保持复苏，延续超配风险资产策略

宏观经济动态

报告日期：2011年1月10日

全球宏观研究组

天晓宏观与产业研究所

主管：

汤云飞 CFA

成员：

宋锦玲

孙宝

证券分析师 汤云飞
执业证书编号：
A0140510120002
010-66045598
tangyf@txsec.com

联系人：宋锦玲
010-66045419
songjl@txsec.com
服务热线：
010-66045555
服务邮箱：
service@txsec.com

邮编：100140

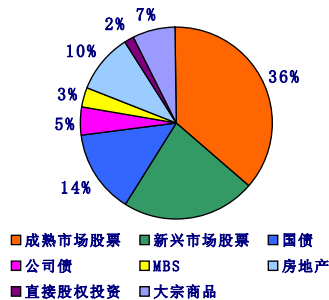
重要免责声明：

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。

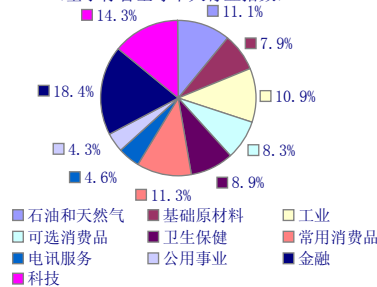
本期摘要：

- ◆ 上周美国公布的12月非农就业数据显示，非农就业人数增加10.3万人，低于预期，但是失业率下降为9.4%，总体来看美国就业市场仍然保持缓慢复苏态势。去年12月公布的美国三季度GDP季环比年化值为2.6%，高于第二次修正值的2.5%。最近一周公布的去年12月份ISM制造业指数也上升为57，创下近7个月的新高，11月工厂订单也意外飙升到0.7%，这意味着美国制造业正处于快速扩张状态。去年年末美国通过了规模达8580亿美元的减税议案，而且美联储12月14日联储会议纪要显示其不会消减QE2的规模。综合来看，2011年美国经济仍然会保持稳定复苏的局面。
- ◆ 全球经济复苏依然不均衡。由于新兴经济体金融自由化和创新程度比较低，在金融危机中的损失较小，凭借低廉的劳动力成本和自然资源优势，其经济复苏程度强于成熟经济体。成熟经济体内部的复苏也不均衡，由于美国具有内生性的经济增长基础，欧洲受到债务危机的冲击，使得美国经济复苏要强于欧洲等经济体。
- ◆ 全球资产配置方面，我们认为2011年全球经济将总体上延续2010年的复苏进程，基本上延续上期配置策略，低配债券，高配股票、房地产、大宗商品、直接股权投资。但是，低配的幅度有所收窄，高配的比例也有所降低。
- ◆ 在全球股票国别配置方面，由于新兴经济体在实体经济增速明显、利差较大等优势的存在，全球资本将主要流向新兴经济体，我们建议高配新兴经济体国家，低配成熟经济体国家。通过应用股利折现模型，我们预计美国标普500指数在2011年将可能达到1450点。因此，在成熟经济体中，我们建议超配美国和加拿大股市，低配欧元区、和英国股市，对日本股市给予小幅低配。
- ◆ 在全球股票行业配置中，预计石油和天然气、基础原材料、工业、科技、医疗卫生行业和常用消费品是经济复苏过程中的强势行业，我们建议超配此类资产。对于可选消费品、电讯服务、公用事业及金融行业给予低配。

本期全球宏观资产配置推荐权重

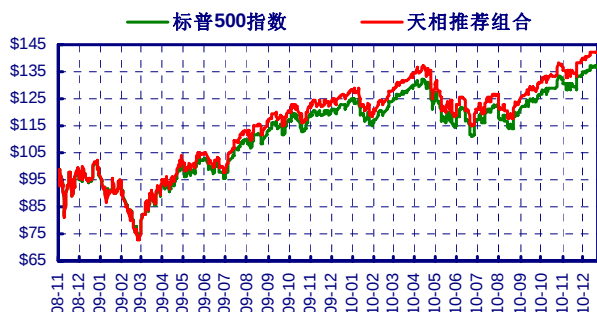


全球股票行业天相推荐配置权重
(基于标普全球十大行业指数)



◆ 天相推荐组合业绩回顾：标普 500 十大行业推荐组合业绩与市场基准持平

上期美国股票行业资产组合业绩回顾



数据来源：Bloomberg, 天相计算



数据来源：Bloomberg, 天相计算

上期美国十大资产配置中高配了周期性行业，石油和天然气、基础原材料、工业、科技。近期美国公布了一系列利好数据，这些数据在标普 500 指数上得到了充分的反映，截至到 12 月 31 日，标普 500 指数自经济危机以来已经连续八天占据 1250 点以上。去年 12 月公布了美国三季度 GDP 季环比的年化值为 2.6%，高于第二次修正值的 2.5%。最近一周公布的去年 12 月份 ISM 制造业指数也上升为 57 创下近 7 个月的新高，11 月工厂订单也意外飙升到 0.70%，这意味着美国制造业正处于快速扩张状态。12 月美国密执安大学消费者信心上升为 6 个月的新高点 74.5，表明消费者对未来经济也保持乐观态度。11 月成屋签约销售也意外大幅上升，月环比为 3.5%，11 月营建开支保持上升态势，说明房地产市场回暖的迹象明显。虽然上周公布的美国非农数据不及市场预期，但是非农私企就业人数却达到了 11.3 万，公共部门就业人数减少 1 万人。同时，2010 年 12 月美国失业率比 11 月下降了 0.4%，

录得 9.4%，失业率初露下降的迹象。总体来看，2011 年美国就业市场的复苏仍将持续。

回顾历史总体的收益情况，12 月 6 日至 12 月 31 日之间，美国标普 500 指数总体涨了 1.03%，天相推荐组合阶段收益上涨了 1.03%，与标普 500 指数持平。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 36.82%，而我们推荐的组合整体上涨了 42.18%，超越指数 5.37 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 85.90%，而我们推荐的组合整体上涨了 95.89%，超越指数 10 个百分点。自 2010 年 1 月 1 日来，指数总体上涨 11.0%，天相推荐组合上涨 11.98%，超越指数 1.0%。



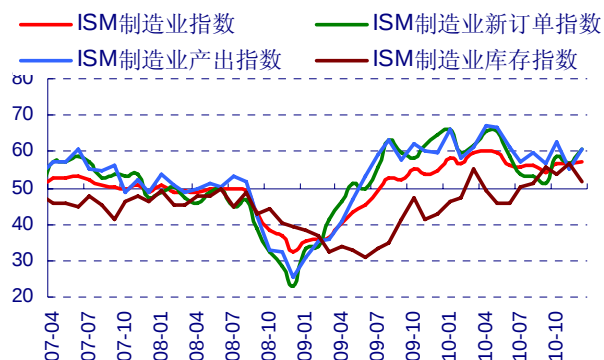
数据来源：Bloomberg, 天相计算

◆ 天相全球经济观点：

一、美国经济复苏强劲 房地产、劳动力市场缓慢回暖

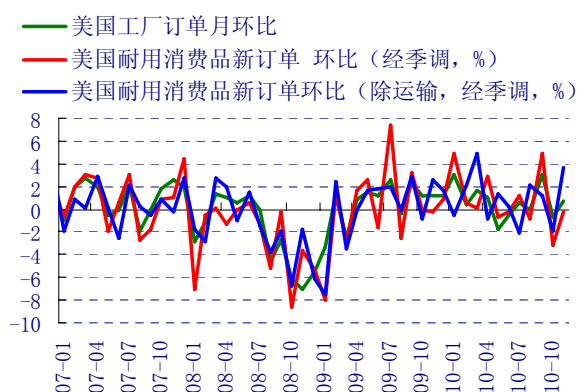
去年 12 月份美国 ISM 制造业指数为 57，高于 11 月份的 56.6，创下 2010 年 5 月份以来的新高点。ISM 制造业指数自 08 年 12 月创下 80 年 6 月以来的最低点 32.5 后，处于快速攀升阶段，但受 2010 年的欧洲主权债务危机的影响，一直处于震荡阶段。但自 09 年 8 月以来一直位于 50 以上，表明美国制造业仍然处于扩张阶段，现在 ISM 制造业指数逐渐上升，预示美国经济快速复苏的可能性加大。其中分项指标 ISM 新订单指数由 56.6 大幅上升为 60.9，ISM 产出指数也有较快增幅由 55.0 上升为 60.7，ISM 积压库存指数以及价格指数也都有不同程度的上涨，而 ISM 就业指数由 57.5 上下降为 55.7，ISM

库存指数由 57.2 降为 55.9, ISM 进出口指数、库存、投资者、消费者投资都有所下降。



数据来源: Bloomberg

美国 2010 年 11 月工厂订单数环比增幅录得 0.7%, 远超预期下跌 0.1% 和前值下跌 0.7%。其中, 占工厂订货量 53% 的耐用消费品订单环比下跌 0.3%, 10 月份为下跌 3.1%; 除运输外的耐用消费品订单环比上涨 3.6%, 10 月份为下跌 2%。由历史趋势可以看出耐用品制造业已经趋于稳定趋势。

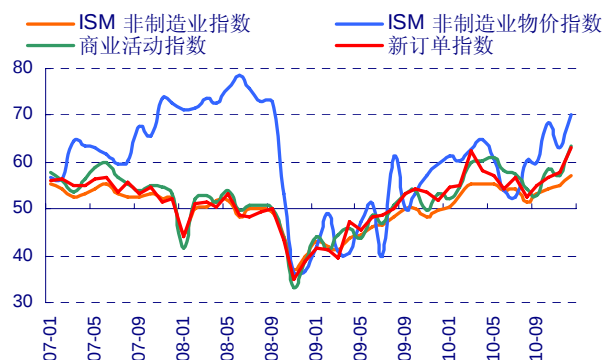


资料来源: Bloomberg

美国服务业方面恢复的势头强于制造业。去年 12 月份 ISM 非制造业综合指数为 57.1, 远高于 11 月份的 55, 创下自 2006 年 6 月 30 日以来的最高点。该指标已经连续 12 个月处于 50 以上, 这说明服务业在最近一年里一直保持增长态势。且速度明显要快于制造业。ISM 非制造业指数分项指标中非制造业新订单指数、商业活动指数、物价指数增幅最大, 新订单指数由 11 月份的 57 增加到 63.5; 产品指数由 57.7 增加到 63.0, 价格指数由 63.2 增加到 70.0。

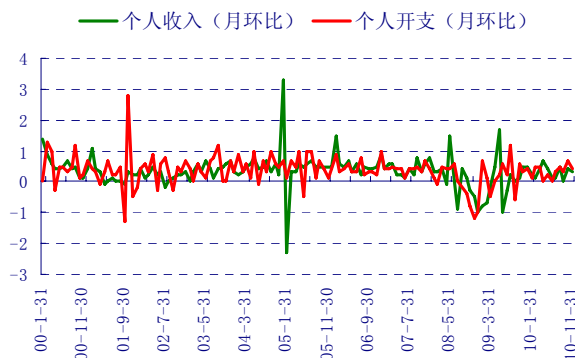
结合制造业和非制造业数据我们维持对 2010

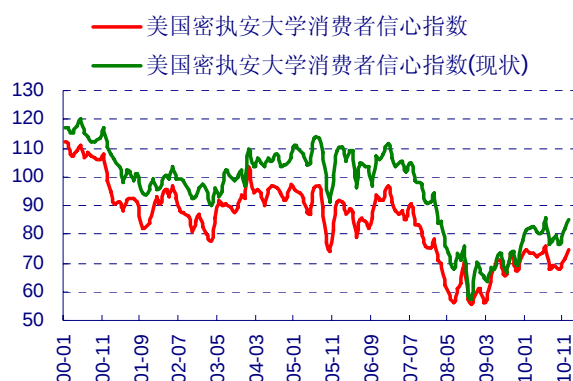
年四季度 GDP 的年化增长率为 3.3% 的预计。



数据来源: Bloomberg

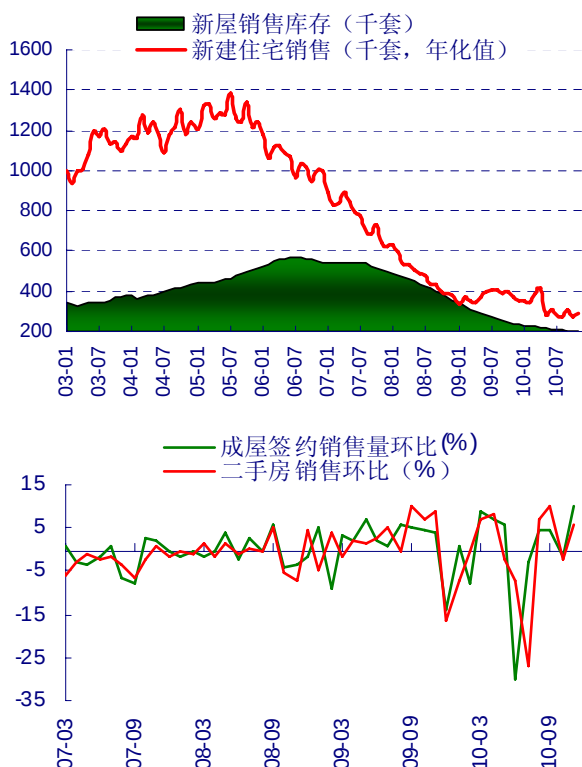
另外, 随着经济复苏, 美国个人收入持续增长, 消费者对经济的信心越来越强烈, 个人开支也明显好于年初。由于美国的消费支出约占 GDP 的 70%, 这会进一步促进美国经济的复苏。2010 年美国 11 月份个人收入增长 0.3%, 市场平均预期将增长 0.2%, 前期数据由增长 0.5% 修正为 0.4%; 美国 11 月消费者开支增长了 0.4%, 市场平均预期将增长 0.5%, 10 月份数据由增长 0.4% 修正为增长 0.7%, 为 09 年 8 月以来的最大增幅。另外, 美国 12 月份美国消费者信心指数的终值为 74.5 点, 上升至 6 个月来高点。





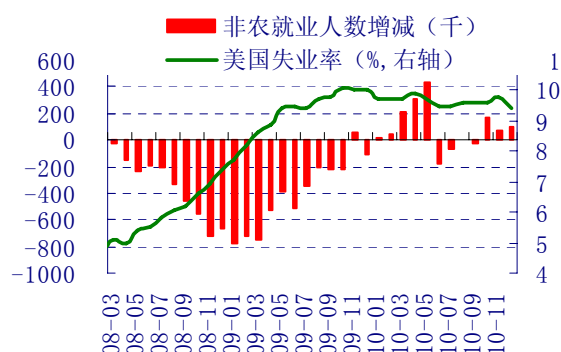
数据来源: Bloomberg

房地产市场相比其他行业恢复的就略显慢一步,但正逐渐走出底部。新屋方面,去年11月新屋销售量较10月份增加了2.5万套至29万套,而目前的库存仅为19.7万套,为近几十年来的最低点,补库存信号强烈。成屋方面,11月的成屋签约销售量月环比上升3.5%,远远高于市场预期的0.8%,10月份数值由10.4%修正为10.1%。成屋销售签约销售量是双方已经签约但交易尚未完成的二手房数量,而最终完成是签约后的1-2个月,因此成屋销售量是二手房销售的先行指标,预计成屋在两个月后也会有好转。



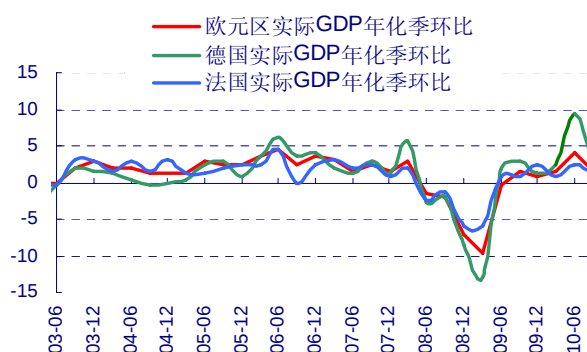
数据来源: Bloomberg

劳动力市场也在缓慢恢复中。虽然1月7号公布的12月份非农就业增幅不及预期,主要是由于1月5日公布的ADP就业变动超预期的录得29.7万,市场调高了12月份非农就业的预期。12月非农就业较上月增加10.3万人,低于市场预期的15万人,其中,非农私企就业人数增加了11.3万人。12月失业率有所下降,录得为9.4%,低于前期的9.8%。而市场预期为9.7%。结合一直成下降趋势的首请失业救济金人数数据,我们仍然认为失业率正在缓慢的恢复阶段。



二、欧元区经济恢复缓慢

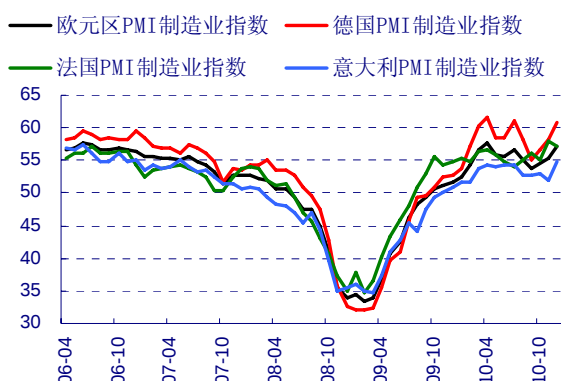
欧元区成员国中GDP占欧洲总产值30%和20%的德国和法国恢复速度较快,尤其是以出口为导向的德国发展最快,其制造业和服务业均发展势头强劲。而其他边缘化国家仍然有债务危机继续扩散的可能性,欧洲央行为了支持边缘化国家,扩大了国债购买规模,从而增加了欧元的流动性。



资料来源: Bloomberg

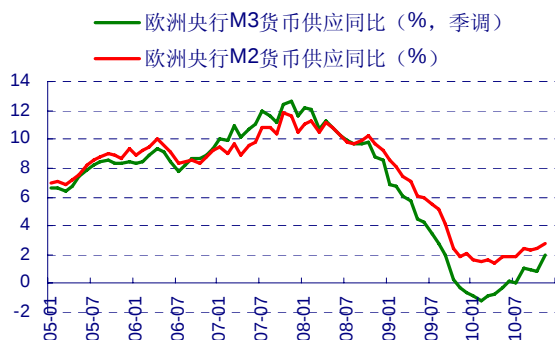
2010年12月份欧元区PMI制造业指数终值录得为57.1,高于11月份的55.3。该指数超出预期是由于以出口为导向的德国制造业增长速度加快,德国PMI制造业指数由11月份的58.1上升为了60.7,连续四个月增长,同时意大利PMI制造业指

数也由 11 月份的 52 上升为 54.7, 法国 PMI 制造业指数由 57.9 微降 0.7 至 57.2, 但近几个月也一直保持上升态势。



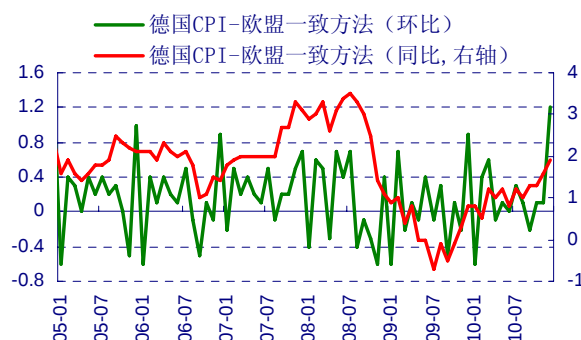
资料来源: Bloomberg

欧央行扩大购买边缘化国家国债规模增加了欧元的货币供给。2010 年 11 月份欧元区货币供应 M3 季调与去年同期相比上涨了 1.9%, 而市场预期仅为 1.6%, 10 月份的同比值也由 1.0% 修正为 0.9%。欧元区货币供应 M3 同比值自 09 年 11 月开始为负值, 今年 6 月份转为正值, 并且维持上升趋势。经季调的 M2 同比为 2.7%, 高于上一期的 2.4%。欧元区 12 月份欧元区消费价格指数预测同比为 2.2%, 高于欧元区的警戒线 2.0%。



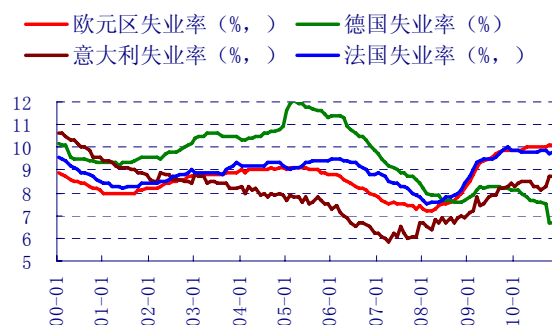
资料来源: Bloomberg

12 月份德国的物价指数显示该月德国通胀率大幅上升。以欧盟一致方法计算的德国 12 月份 CPI 初值从 11 月份的 1.6% 上升至 1.9%, 达到两年多以来的最高水平。德国 CPI 同比在 09 年 7 月触及历史最低点 -0.7; 环比数据也由 11 月份 0.1% 上升到 1.2%, 超出市场平均预期的 0.9%。



资料来源: Bloomberg

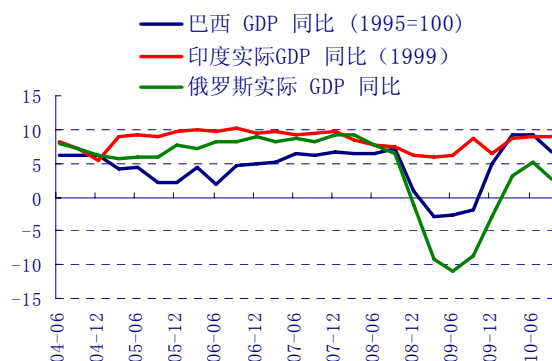
由于欧元区经济恢复不佳, 就业方面也没有改善, 11 月欧元区失业率依然录得为 10.1%, 与 10 月份数值持平。其中, 德国失业率 11 月份录得为 7.5%, 与 10 月份一致, 法国 11 月份失业率略向上调整 0.1% 至 9.8%, 意大利 11 月份失业率为 8.7%, 与 10 月份持平。



资料来源: Bloomberg

三、新兴经济体通胀依然存在

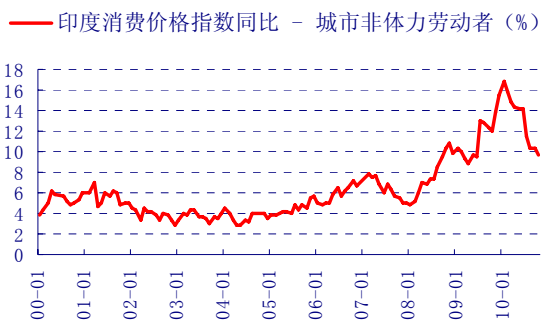
2010 年新兴经济体发展迅猛, 但是面临着较大的通胀压力, 虽然各个国家都在采取措施降通胀, 但 2011 年的通胀压力依然会存在。



资料来源: Bloomberg

印度

2010 年印度经济实现了比较强劲的增长。前三季度实际 GDP 同比为 8.6%、8.9%、8.9%。得益于良好的天气以及全球范围内大幅上涨的粮食价格，农业的表现最为出色。但是通货膨胀也是令人担忧，自 09 年 7 月以来，印度消费价格指数同比——城市非体力劳动者一直居高不下，在 2010 年年初终于达到了最高点 16.9，通货膨胀贯穿全年。虽然 10 年下半年有所回落，但是通胀威胁依然会延续到 2011 年，2010 年 10 月 30 日印度消费价格指数同比——城市非体力劳动者录得为 9.64%，印度央行利率为 6%。

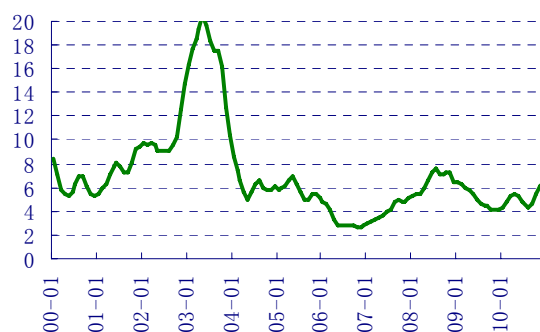


资料来源: Bloomberg

巴西

巴西在 2010 年上半年实现了强劲的经济增长，但是由于年初巴西央行采取了较印度央行更加严厉的紧缩性措施，经济增速的明显下滑明显。不过，同样受益于全球农产品价格高涨，2010 年巴西个人收入获得了较快的增长；同时，虽然央行推出了一系列紧缩性货币政策，国内信贷投放仍然保持了一定的增速，显示出国内信贷环境的良好状况；再加上巴西政府即将推出众多基建项目以迎接 2014 年世界杯和 2016 年奥运会，预计巴西经济在 2011 年仍将实现较快的增长，由于央行仍然保留着部分危机时代采取的扩张性货币政策，预计国内货币供给仍然会保持较快增速，加上巴西货币（雷亚尔）升值受到央行的限制，2011 年巴西国内面临的输入型通胀压力也会与日俱增，巴西 12 月全国消费价格指数同比录得为 6.47%，12 月 31 日的 SELIC 目标利率为 10.75%。

巴西全国消费价格指数同比 (%)

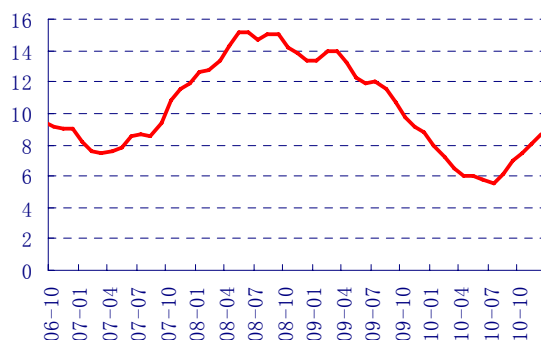


资料来源: Bloomberg

俄罗斯

经济危机后，俄罗斯经济稳步复苏，但增长远不如其他“金砖”国家如印度、巴西和中国强劲，由于今年夏季的灾害性自然天气，国内食品价格急剧上涨，但是经济增速温和，除去食品外的价格水平上涨并不显著，表明整体通胀仍在可控范围以内。当前，如果今年夏季食品价格上涨不会形成第二轮的恶性通胀，俄罗斯央行仍有足够的空间实施宽松的货币政策，这一优势是其他“金砖”国家所不具备的。预计 2011 年，俄罗斯经济有望继续温和复苏，通胀水平在 2011 年仍将受去年粮食价格恶性上涨的影响。俄罗斯 2010 年 12 月 CPI 同比为 8.7%，俄央行公布的 12 月再融资利率为 7.75%。

俄罗斯 CPI 同比 (%)



资料来源: Bloomberg

◆ 全球股票资产配置方案

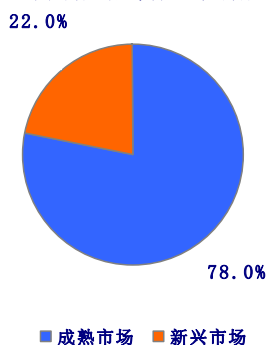
一、本期全球股票资产配置方案（包括中国）：继续维持超配新兴市场国家股票资产

在新兴市场 and 成熟市场两大类股票资产的配

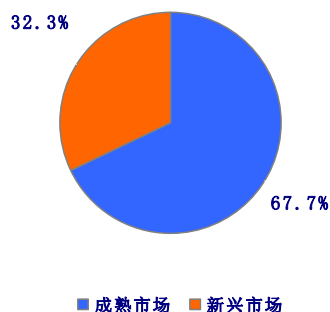
置方案上，我们依旧超配新兴市场国家股票资产，低配成熟市场国家股票资产。尽管欧债危机还没有完全解决，但这并不妨碍全球经济复苏。新兴市场凭借其低廉的劳动力成本和自然资源优势，以及受益于相对封闭的金融体系从而遭受的损失较小等有利因素的推动，这些国家的经济增长比成熟国家要强劲许多。

同时，伴随新兴市场国家经济的高增长，其高通胀水平也一直被本国政府所重视。为对付通胀预期，各主要新兴国家货币当局也相继进入加息周期，正如上文所述。经济高增长、较高的利差水平，以及伴随而来的本币升值，通常会带来资本的高回报率，很可能继续吸引全球资本流入新兴市场国家，最终将推动这些国家股票市场进一步上升。在上一期配置的基础上，我们建议对新兴市场股票资产的配置再略微增加。

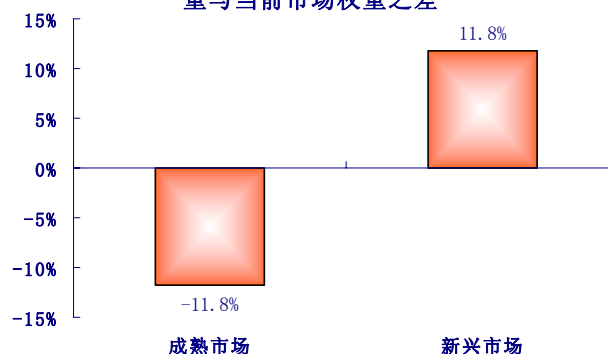
成熟与新兴市场国家股票资产市场权重
(基于摩根士丹利成熟\新兴市场股票指数)



成熟与新兴市场国家股票资产天相推荐权重
(基于摩根士丹利成熟\新兴市场股票指数)



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



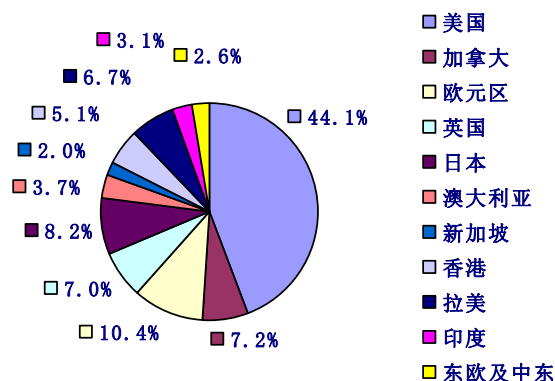
数据来源：天相投顾，基于 Black-Litterman 模型计算

二、本期全球股票国别资产配置方案（不包括中国）：

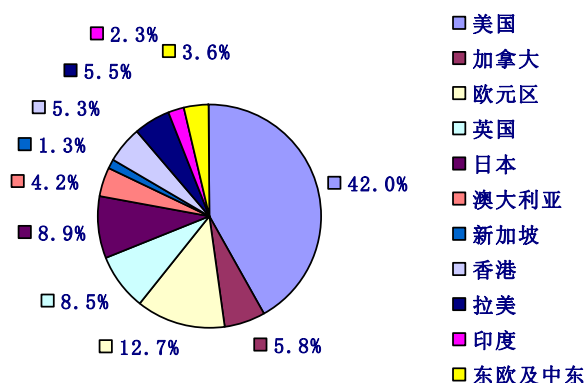
本期的国别配置对上期的基本配置稍作调整。上期成熟体国家中超配了美国、加拿大、日本，低配欧元区，英国，对新兴经济体超配，尤其超配中国。本期我们继续超配美国、加拿大股票资产，但考虑到美国股市在2010年的涨幅已经较大，对利好的经济数据已经有所反应，在2011年初可能会有一定的调整，因此超配幅度有所降低。我们预计2011年美国标普500指数将可能达到1450点。

维持欧元区 and 英国的低配策略，但低配幅度也有所减少，这是因为随着欧洲银行、国际货币基金组织对欧债危机的救助，甚至中国对欧债危机中边缘国家国债的购买等措施，可能会使得市场对欧债危机的担忧有所缓解。对日本、澳大利亚、香港，还有东欧及中东等国家和地区采取小幅低配的策略。考虑到对新兴市场国家股票资产的超配策略，我们建议对拉美国家、印度以及香港股市采取超配策略。

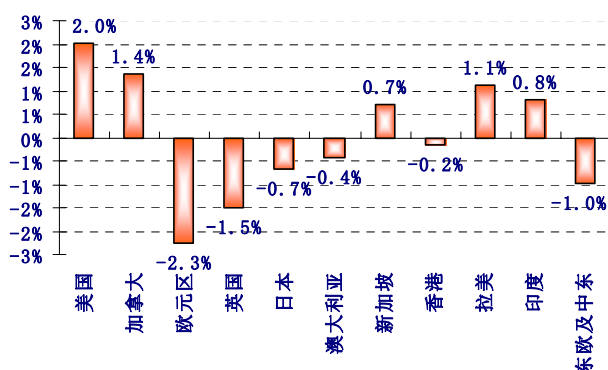
全球主要国家股指资产配置推荐比例



全球主要国家股指市场权重



全球主要股指推荐配置比例与市场权重之差



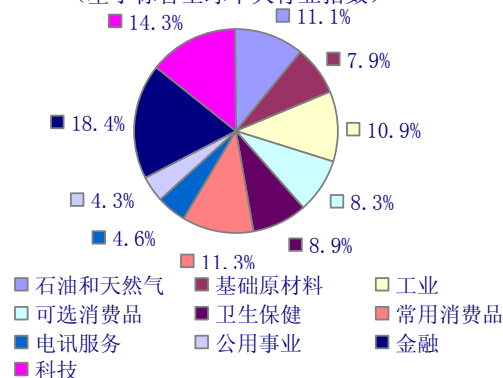
数据来源：天相投顾，基于 Black-Litterman 模型计算

三、本期全球股票行业资产配置方案

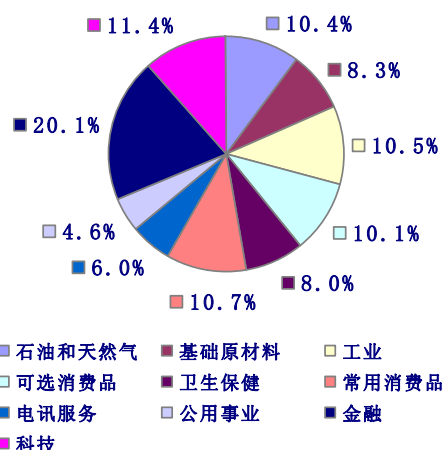
考虑到各行业在经济周期不同阶段的复苏程度不同，我们采用股利折现模型对标普全球十大行业进行计算后得到的估值水平也不尽相同，因此在全球股票行业配置方面，我们对上期的配置做了一定调整。依旧高配石油和天然气、基础原材料、工业、科技行业，但是高配幅度比上期下降了一些。将原来中性配置的可选消费品行业调整为低配，这

主要是基于制造业快速回补库存的周期已过，超配该行业很难在未来中期内取得合理的超额收益。随着全球经济的不断复苏，卫生保健和常用消费品行业可能会快速增长，因此我们建议对这两个行业小幅高配。对电讯、公用事业和金融仍然保持低配策略。

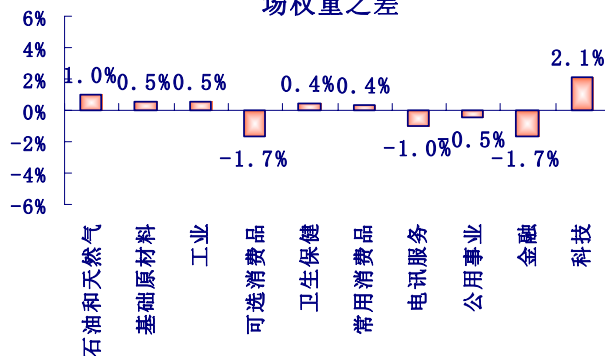
全球股票行业天相推荐配置权重
(基于标普全球十大行业指数)



全球股票行业市场权重
(基于标普全球十大行业指数)



全球股票行业天相推荐配置权重与市场权重之差



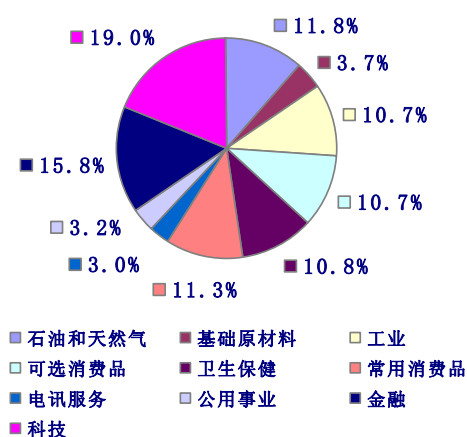
数据来源：天相投顾，以标普全球十大行业指数为基准，

基于 Black-Litterman 模型计算。

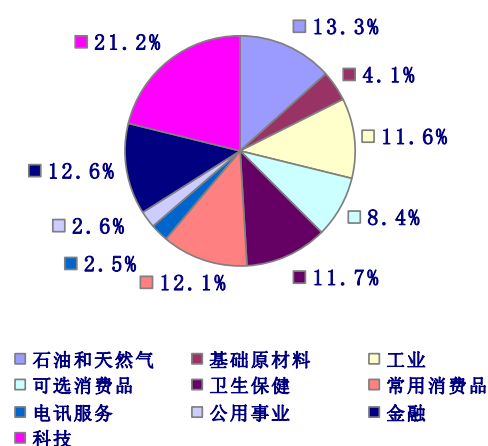
四、美国股票行业资产配置方案

美国ISM制造业指数从2009年8月以来连续17个月保持的50以上，这表明制造业持续处于扩张状态；除了2010年10月份工业产值环比下降0.2%之外，从2009年7月至11月持续保持环比正增长。总体上美国工业制造业保持了强劲的复苏，这对美国能源行业，以及基础原材料和工业的增长将有很大的贡献，因此我们保持超配石油和天然气、基础原材料、工业。对成长性一直较好的科技行业也保持超配策略。考虑到2010年美国股市涨幅已经较大，部分投资者有获利了结的冲动，短期内股票市场可能会调整，因此超配幅度有所降低。经济的复苏和消费的增长会带来常用消费品和卫生保健等行业的重新估值，我们建议对着两个行业调整为小幅高配。对电讯服务、公用事业和金融行业采取低配的策略。

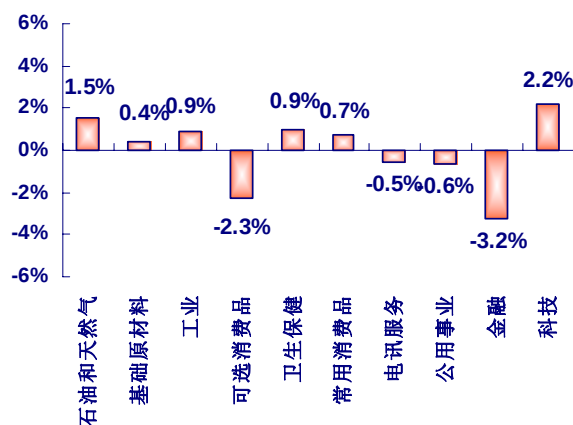
美国股票行业市场权重
(基于标普500十大行业指数)



美国股票行业天相推荐配置权重
(基于标普500十大行业指数)



美国股票行业天相推荐组合权重与市场权重之差

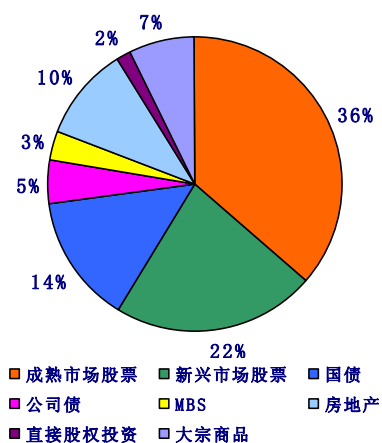


数据来源：以美国标普 500 十大行业指数为基准，基于 Black-Litterman 模型计算，Bloomberg。

◆ 全球宏观资产配置方案

纵观 2010 年全球经济状况我们可以看到，经济二次探底的风险已过，总体上处于复苏当中。展望 2011 年，虽然欧债危机暂时未得到彻底解决，但是在美国保持财政、货币政策都比较宽松的前提下，经济复苏进程的延续仍然可期。因此我们基本上延续上期配置策略，低配债券，高配股票、房地产、大宗商品、直接股权投资。但是，低配的幅度有所收窄，高配的比例也有所降低。考虑到美元在 2011 年总体上将可能保持升值趋势，我们建议股票资产、房地产和直接股权投资的高配比例上升，调低大宗商品的高配幅度。

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。

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	2.84	17.64	9.90	15.64	500	66409.2b1n(INR)
韩国 KOSPI 指数	1.49	11.71	7.00	9.77	200	——
日经 225 指数	1.36	20.04	5.45	6.85	225	205741.09b1n(JPY)
加拿大标普/TSX 60 指数	2.01	18.67	7.45	7.45	60	1203.65b1n(CAD)
新加坡海峡时报指数	1.73	12.43	8.44	11.09	50	493.85b1n(SGD)
道琼斯欧洲 50 价格指数	1.57	13.59	5.65	9.97	50	2878.12b1n(EUR)
法国 CAC 指数	1.28	13.07	5.08	5.52	39	1016.57b1n(EUR)
德国 DAX 指数	1.58	14.66	5.02	31.00	30	744.86b1n(EUR)
英国富时综合指数	1.92	17.04	6.44	5.44	693	1860.71b1n(GBP)
英国 100 指数	1.93	17.47	6.45	5.15	100	1615.99b1n(GBP)
道琼斯工业平均指数	2.65	13.95	7.27	8.77	30	3613.2b1n(USD)
标准普尔 500 指数	2.20	15.54	6.96	8.45	500	11536.47b1n(USD)
纳斯达克综合指数	2.91	21.95	8.08	9.65	3135	4329.92b1n(USD)
香港恒生指数	1.91	14.05	9.43	7.77	38	11906.23b1n(HKD)
沪深 300 指数	2.82	19.11	12.14	15.30	300	16781.07b1n(CNY)
彭博欧洲 500 指数	1.64	15.03	5.77	9.10	500	6517.78b1n(EUR)
意大利米兰 30 指数	1.01	12.53	2.59	2.39	30	——
荷兰 AEX 指数	1.33	13.59	6.29	——	25	372.5b1n(EUR)
比利时 BEL 20 指数	1.12	11.93	6.03	5.15	19	217.21b1n(EUR)
芬兰 HEX 25 指数	1.91	15.45	8.24	9.60	25	184.33b1n(EUR)
巴西圣保罗证交所指数	1.78	13.68	5.93	39.15	66	1709.22b1n(BRL)
俄罗斯 RTS 指数	1.23	8.54	3.96	4.27	50	772.9b1n(USD)

数据来源：Bloomberg，截至 2011 年 1 月 10 日

附 2：全球主要股指估值情况 2011 年 1 月 10 日：

截至2010年11月5日收盘	预测PE	预测 PB	调整PB	ROE
标普500指数	13.41	2.03	2.25	14.15%
加拿大标普/TSX综合指数	14.11	1.85	2.04	10.76%
摩根士丹利欧元区指数	9.99	1.25	1.30	10.41%
英国富时100指数	10.66	1.73	1.97	11.06%
日经225指数	18.33	1.31	1.39	6.80%
标普/澳证200指数	13.44	1.86	2.01	11.03%
新加坡海峡时报指数	14.85	1.72	1.80	13.92%
香港恒生指数	12.85	1.75	1.98	13.60%
拉美指数	11.97	1.87	2.20	14.85%
孟买SENSEX30指数	18.64	3.15	3.39	18.68%
欧洲新兴国家及中东	8.12	1.18	1.39	14.87%
摩根士丹利全球股票指数	12.76	1.72	1.90	12.05%

数据来源：Bloomberg，截至 2011 年 1 月 10 日

附 3：美国股票行业最近一期相关性预测

	石油和天然气	基础原材料	工业	消费品	卫生保健	常用消费品	电讯服务	公用事业	金融	科技	标普 500
石油和天然气	1.00	0.81	0.74	0.69	0.56	0.62	0.46	0.74	0.63	0.70	0.82
基础原材料	0.81	1.00	0.89	0.87	0.70	0.76	0.58	0.68	0.78	0.88	0.94
工业	0.74	0.89	1.00	0.93	0.70	0.80	0.54	0.66	0.87	0.82	0.96
消费品	0.69	0.87	0.93	1.00	0.62	0.75	0.56	0.63	0.83	0.87	0.94
卫生保健	0.56	0.70	0.70	0.62	1.00	0.76	0.46	0.66	0.64	0.61	0.76
常用消费品	0.62	0.76	0.80	0.75	0.76	1.00	0.51	0.59	0.72	0.70	0.84
电讯服务	0.46	0.58	0.54	0.56	0.46	0.51	1.00	0.63	0.37	0.60	0.59
公用事业	0.74	0.68	0.66	0.63	0.66	0.59	0.63	1.00	0.49	0.66	0.73
金融	0.63	0.78	0.87	0.83	0.64	0.72	0.37	0.49	1.00	0.68	0.89
科技	0.70	0.88	0.82	0.87	0.61	0.70	0.60	0.66	0.68	1.00	0.89
标普 500	0.82	0.94	0.96	0.94	0.76	0.84	0.59	0.73	0.89	0.89	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	3.50%	1.06	13.1%	31.2%
基础原材料	3.50%	1.18	14.1%	36.8%
工业	3.50%	1.12	15.6%	36.2%
可选消费品	3.50%	1.15	15.1%	33.2%
卫生保健	3.50%	0.68	10.4%	22.5%
常用消费品	3.50%	0.57	13.7%	17.7%
电讯服务	3.50%	0.67	13.9%	25.8%
公用事业	3.50%	0.57	11.7%	21.7%
金融	3.50%	1.52	10.2%	46.9%
科技	3.50%	1.09	14.1%	21.5%
标普 500	3.50%	1.00	14.0%	26.9%

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于美国标普 500 十大行业指数的一年期预测。

附 5：全球股票行业相关性预测

	石油和天然气	基础原材料	工业	消费品	卫生保健	常用消费品	电讯服务	公用事业	金融	科技	标普全球
石油和天然气	1.00	0.91	0.87	0.80	0.73	0.82	0.79	0.82	0.83	0.79	0.91
基础原材料	0.91	1.00	0.91	0.86	0.74	0.84	0.84	0.82	0.88	0.86	0.95
工业	0.87	0.91	1.00	0.95	0.75	0.85	0.82	0.83	0.93	0.90	0.98
消费品	0.80	0.86	0.95	1.00	0.67	0.78	0.77	0.76	0.88	0.93	0.93
卫生保健	0.73	0.74	0.75	0.67	1.00	0.82	0.76	0.81	0.73	0.68	0.81
常用消费品	0.82	0.84	0.85	0.78	0.82	1.00	0.86	0.87	0.81	0.76	0.90
电讯服务	0.79	0.84	0.82	0.77	0.76	0.86	1.00	0.90	0.82	0.75	0.88
公用事业	0.82	0.82	0.83	0.76	0.81	0.87	0.90	1.00	0.83	0.71	0.89



金融	0.83	0.88	0.93	0.88	0.73	0.81	0.82	0.83	1.00	0.83	0.96
科技	0.79	0.86	0.90	0.93	0.68	0.76	0.75	0.71	0.83	1.00	0.91
标普全球	0.91	0.95	0.98	0.93	0.81	0.90	0.88	0.89	0.96	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	13.96%	22.7%
基础原材料	3.59%	1.27	15.51%	25.1%
工业	3.59%	1.11	14.00%	21.3%
可选消费品	3.59%	0.95	12.53%	19.2%
卫生保健	3.59%	0.56	8.86%	13.0%
常用消费品	3.59%	0.60	9.23%	12.6%
电讯服务	3.59%	0.75	10.65%	16.0%
公用事业	3.59%	0.74	10.59%	15.8%
金融	3.59%	1.20	14.91%	23.7%
科技	3.59%	1.01	13.13%	21.0%
标普全球	3.59%	1.00	13.00%	18.8%

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	0.78	0.86	0.89	0.65	0.85	0.64	0.70	0.79	0.58	0.81	0.96
加拿大标普/TSX 综合指数	0.78	1.00	0.65	0.67	0.54	0.71	0.63	0.61	0.80	0.63	0.69	0.80
摩根士丹利欧元区指数	0.86	0.65	1.00	0.89	0.57	0.80	0.60	0.61	0.70	0.50	0.79	0.87
英国富时 100 指数	0.89	0.67	0.89	1.00	0.56	0.83	0.62	0.63	0.72	0.55	0.78	0.88
日经 225 指数	0.65	0.54	0.57	0.56	1.00	0.66	0.62	0.59	0.48	0.42	0.58	0.66
标普/澳证 200 指数	0.85	0.71	0.80	0.83	0.66	1.00	0.64	0.65	0.72	0.57	0.74	0.87
新加坡海峡时报指数	0.64	0.63	0.60	0.62	0.62	0.64	1.00	0.83	0.72	0.69	0.71	0.74
香港恒生指数	0.70	0.61	0.61	0.63	0.59	0.65	0.83	1.00	0.76	0.71	0.72	0.78
拉美指数	0.79	0.80	0.70	0.72	0.48	0.72	0.72	0.76	1.00	0.74	0.82	0.86
孟买 SENSEX30 指数	0.58	0.63	0.50	0.55	0.42	0.57	0.69	0.71	0.74	1.00	0.67	0.69
欧洲新兴国家及中东	0.81	0.69	0.79	0.78	0.58	0.74	0.71	0.72	0.82	0.67	1.00	0.90
摩根士丹利全球股票指数	0.96	0.80	0.87	0.88	0.66	0.87	0.74	0.78	0.86	0.69	0.90	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	3.39%	0.9077	10.3%	18.16%



加拿大标普/TSX 综合指数	3.39%	0.5752	7.8%	13.84%
摩根士丹利欧元区指数	3.39%	0.9046	10.3%	19.99%
英国富时 100 指数	3.39%	0.7668	9.3%	16.75%
日经 225 指数	3.39%	0.6869	8.6%	20.00%
标普/澳证 200 指数	3.39%	0.6761	8.6%	14.92%
新加坡海峡时报指数	3.39%	0.6977	8.7%	18.15%
香港恒生指数	3.39%	0.8269	9.7%	20.45%
拉美指数	3.39%	1.1122	11.9%	24.91%
孟买 SENSEX30 指数	3.39%	0.8249	9.7%	23.04%
欧洲新兴国家及中东	3.39%	1.2195	12.7%	26.02%
摩根士丹利全球股票指数	3.39%	1.0000	11.0%	19.26%

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	0.9045	0.9981
摩根士丹利新兴市场指数	0.8684	1.0000	0.9040
摩根士丹利全球总指	0.9981	0.9290	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	3.39%	0.99	10.9%	18.79%
摩根士丹利新兴市场指数	3.39%	1.08	11.6%	22.00%
摩根士丹利全球总指	3.39%	1.00	11.0%	18.97%

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	0.29	0.93	0.91	0.74
债券	0.29	1.00	0.26	0.16	0.12
房地产	0.93	0.26	1.00	0.86	0.65
直接股权投资	0.91	0.16	0.86	1.00	0.65
大宗商品	0.74	0.12	0.65	0.65	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%	22.86%
债券	4.0%	7.01%
房地产	13.0%	29.64%
直接股权投资	15.0%	41.09%
大宗商品	8.0%	21.75%



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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号：ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，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，但不对其引用资料和数据本身的真实性、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

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100