

2011 年 2 月 14 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 2011 年 2 月 11 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 4 页。

通胀专题：投资者要担心发达国家的通胀吗？

通胀正在成为发达经济体显著的问题吗？

随着通胀在新兴经济体愈演愈烈，美国经济的持续复苏，投资者对发达经济体的通胀也开始担忧起来：美国债收益率一路飙升，10 年期一度涨至 3.7%；而 TIPS 利差也迅速上涨，创造了去年四月份以来的高点。

TIPS 利差一路上涨，创造去年四月份以来的高点



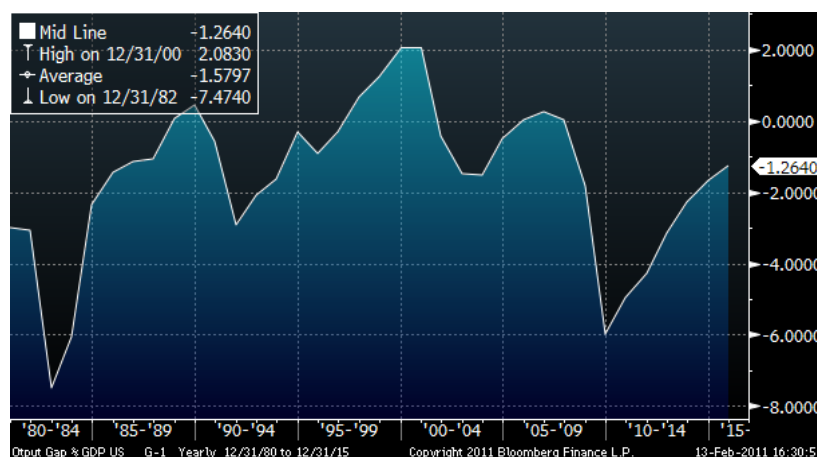
因此，投资者对通胀在美国的迅速抬头也开始担心起来：1) 企业利润率下降 - 随着食品和原材料价格的上涨，企业运营成本上升，而由于经济复苏虽然继续但总需求仍然疲弱，企业转嫁成本的能力受到很大的限制，利润率将不可避免的下降；2) 随着国债收益率的上升，股票市场的估值将受到负面的影响。

关于第一点，我们已经在一些零售企业中看到了利润率下降的现象，而关于第二点，可能要到国债收益率真的上升到了 4% 以上才值得我们担忧。

而无论是第一还是第二点的担忧，对通胀是否会在美国迅速蔓延的判断是关键。而我们依然认为：以美国为代表的发达国家通胀在可预见的未来难成气候。我们的理由则是老生常谈了：产出缺口（GDP Gap）和住房市场。

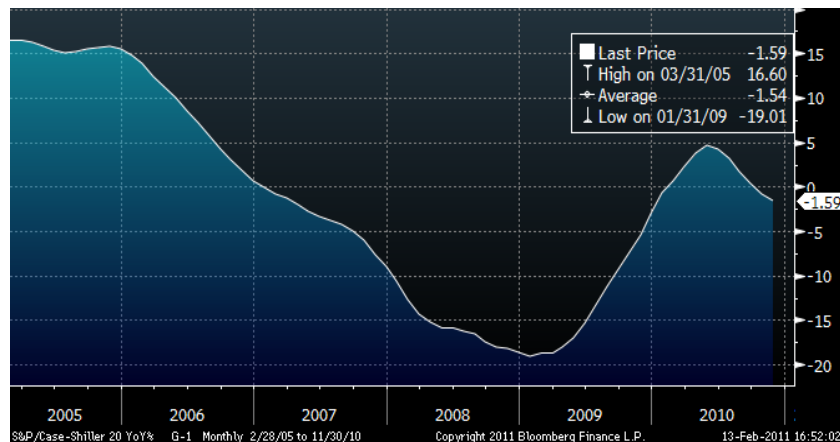
首先，产出缺口在美国依然显著。当实际 GDP 和潜在 GDP 之间存在差距的时候，就意味着整个经济体内存在不充分就业和企业开工率不足的现象。而在这种前提条件下，价格的持续，迅速上涨就没有基础。

IMF 预测美国产出缺口在 2015 年之前都会低于-2%



其次，当很多经济指标都在 QE2 的刺激下好转，美国的住房市场依然低迷，虽然成交量或有放大，但价格已经连续下跌。要知道，美国住房市场对通胀关系巨大，CPI 衡量指标中，超过 40% 是直接和住房市场相关的，而对核心通胀率来说这一比重接近 50%。

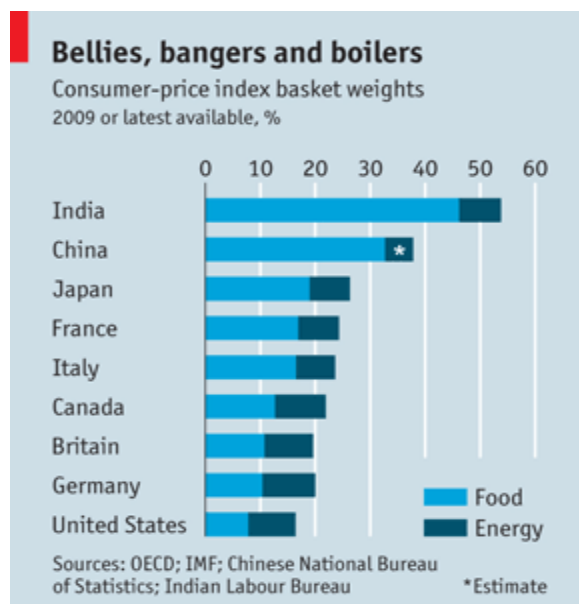
美国房屋价格复苏并非一帆风顺



最后，再谈谈目前的热点话题，农产品价格的暴涨。和新兴经济体不同，食品消费占美国 CPI 的比重还不到 10%，而且其受农产品直接影响的食物比重就更小，因此农产品价格的飙升对美国通胀的贡献要远小于其对新兴市场的影响。而以中国和印度为首的人口大国，食品价格在 CPI 中占有举足轻重的地位。经济发展速度的不平衡在加上食品价格的迅速上涨导致了新兴市场 and 发达国家之间的通胀出现了冰火两重天的现象。

当新兴市场经济体开始紧缩货币政策抵御通胀的时候，美国的货币政策在近期内很难出现方向性的改变。投资者需要牢记的是美国目前的经济复苏是建立在巨大流动性的基础上的，经济体自身的“造血功能”依然较弱，美联储通过 QE 和零利率来推高资产价格，借此产生财富效应，促进总需求。一旦流动性减弱，美国经济能否自我维持还是个未知数。而我们也相信美联储不会在失业率依然高企，价格水平依然较低的情况下冒险尝试，毕竟，日本的前车之鉴历历在目。

各国食品和能源占 CPI 的比重：发达国家食品占 CPI 比重远小于新兴市场国家



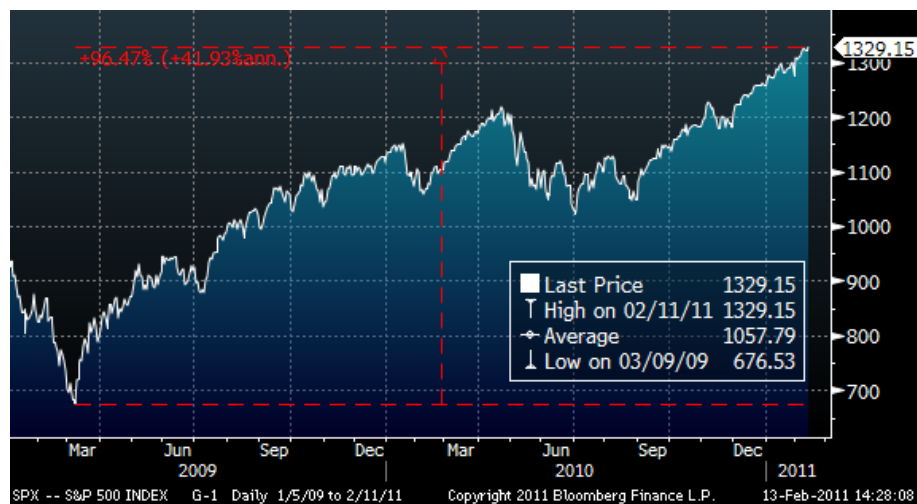
美股刷新危机以来的高点：

我们在上一份报告中提及了美国 GDP 收复危机前高点，而美股的强势却被埃及政治动乱所掩盖。随着埃及局势的逐渐明朗（但未来的发展还充满了不确定性），美国上周继续公布令市场振奋的经济数据，美股再度刷新危机以来的新高，标普 500 报收于 1329 点，较危机中的低点上涨了近 100%。与此同时，道指和纳指也双双打破危机以来的高点，分别报收于 12273 点和 2809 点。

从美股上周行业表现来看，非必需消费品和工业领涨，而能源和原材料则在能源和商品价格下滑的拖累下垫底。油价在埃及局势的缓和下中挫近 4%，报收于 86 美元的下方。

而从 2011 年以来美股行业的整体表现来看，能源依然在油价的强势中以 9% 的涨幅居首，紧随其后的是工业（8%），信息科技（8%）。值得一提的是，在 2011 年至今，美股周期性行业表现全面强于防御性行业：电信，必需消费品，公用事业和健康保健这四个防御性行业的涨幅垫底。这也反映了美国经济复苏还在继续的宏观局面。

标普 500 再创新高 - 1329 点



全球主要资产价格表现对比：农产品价格涨势依然强劲：玉米，棉花领涨

2/13/2011	现在水平	一天表现	一周表现	一个月表现	过去12个月表现	2011年内表现
股市						
沪深300	3,121	0.5%	2.8%	0.9%	-4.0%	-0.2%
标普500	1,329	0.6%	1.4%	2.8%	23.6%	5.7%
道指	12,273	0.4%	1.5%	4.1%	21.5%	6.0%
纳指	2,809	0.7%	1.4%	2.0%	28.7%	5.9%
欧洲50	3,024	0.0%	0.7%	3.6%	13.1%	8.3%
MS 全球指数	1,341	0.2%	0.7%	2.4%	21.1%	4.8%
MS 新兴市场指数	1,091	0.2%	-3.4%	-5.9%	18.4%	-5.2%
债市						
美国5年期国债收益率	2.36	-1.4%	4.2%	20.0%	-0.4%	17.4%
美国10年期国债收益率	3.63	-1.7%	-0.2%	8.7%	-2.3%	10.2%
美国30年期国债收益率	4.69	-1.6%	-0.8%	4.5%	0.5%	8.2%
商品市场						
全球商品市场指数	337.8	-0.6%	-0.3%	1.4%	26.1%	1.5%
原油	85.6	-1.3%	-3.9%	-6.1%	13.7%	-6.4%
期铜	453.6	-0.2%	-0.9%	4.3%	43.4%	2.0%
黄金	1357.1	-0.5%	0.6%	-1.8%	23.9%	-4.5%
农产品市场						
玉米	717.3	1.1%	4.1%	16.6%	72.2%	12.7%
小麦	898.8	0.5%	1.6%	14.2%	50.2%	9.5%
糖	29.4	-2.6%	-3.3%	-3.3%	53.2%	0.2%
大豆	1416.0	-1.2%	-1.2%	4.3%	50.6%	0.9%
糙米	15.9	-1.7%	0.5%	14.4%	11.2%	11.2%
棉花	190.0	1.3%	13.2%	29.0%	154.3%	31.2%
美元						
美元指数	78.44	0.2%	0.5%	-3.0%	-1.9%	-0.7%

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。