



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略周报

证券研究报告

2011 年 2 月 27 日

海外市场

研究部

李志勇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209120104

lizy@cicc.com.cn

徐 炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060005

xuwei@cicc.com.cn

第 142 期

历史事件告诉我们什么?

标普 500 指数 10 日走势图



美国十年期国债收益率 10 日走势图



美元指数 10 日走势图



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

本周主要观点

- 受制于中东和北非局势, 美股短期内波动风险加大。如果局势持续恶化, 油价继续飙升, 将会极大压制投资者风险偏好, 从而继续压低美股。在中东和北非局势尚未明朗之前, 美股短期波动风险将加大, 投资者应谨慎控制仓位。
- 2010 年四季度标普 500 业绩连续第八个季度实现超预期增长, 每股经营性净利润达到 21.9 美元, 同比增长 27.8%, 环比增长达 1.8%。目前市场对标普 500 指数 2011 年每股经常性净利润自下而上的预测为 96.2 美元, 基本符合我们年初自上而下模型预测。
- 单一的油价飙升对美股企业盈利影响相对温和。如果没有引发包括工业金属和农产品在内的全面通胀, 企业毛利率并不会受到显著影响。甚至, 随着通胀温和上升, 企业毛利率也呈现上升趋势。但如果油价持续飙升并引发通胀快速全面上升, 物价上涨带来的成本压力将侵蚀企业利润率水平。
- 从历史事件中寻找线索: 金融市场走向将会如何? 我们回顾了过去 30 年中曾经发生过的类似事件, 并考察这些事件对于全球金融市场曾经产生的影响, 发现了一些有趣的现象, 并据此提出了一些投资建议。(1) 美国股市受到的影响将比较有限, 因此股市下跌是较好的买入机会; (2) 因欧洲受到的影响较大, 不排除欧元区经济“二次探底”这种可能性, 投资者应减持欧洲股票; (3) 发展中国家经济“硬着陆”风险有可能提前到来, 因此在未来 3~6 个月中应继续减持或者避免新兴市场的股市; (4) 政治冲突或者危机对于美元的走向影响不明, 因此应避免仅仅依照对于危机发展进程的分析来决定在汇率市场的操作; (5) 可以适当增加黄金和美国国债的配置以达到避险的目的。和黄金相比, 美国国债似乎是更好的选择。但如果通胀超出预期, 则应更多地配置黄金; (6) 因为最坏情形发生的可能性较小, 因此短期内应该谨慎, 但不需要恐慌。眼光放长远一些, 投资者仍应该关注欧元区债务危机的演变、美国的经济走向和美联储后续的货币政策。

一周市场评论

一. 美国股市动向

利比亚动乱升级推升油价，美股连日受挫后小幅反弹。上周国际市场关注焦点仍集中在利比亚，利比亚抗议活动不断蔓延，敦促领导人卡扎菲下台，而卡扎菲发表讲话表示不会辞职，并使用政府军队强硬镇压抗议者，已有数千人在利比亚动乱中丧生（联合国报道）。利比亚紧张局势导致外国石油公司因忙于撤离而停产，原油日产量减少 85 万桶（国际能源署报道），原油价格因此急剧攀升，WTI 主力合约一度触及每桶 100 美元。投资者对利比亚局势以及油价走势感到不安，美股受此影响连续三日下跌，随着原油价格趋于稳定，美股有所反弹，最终标普 500 指数下跌 1.7%。

周一，美股因总统日休市一天。

周二，利比亚总统卡扎菲发表讲话称不会辞职，利比亚国内动荡局势继续加剧，受此影响，原油期货大涨 6%，美股大幅下滑，标普 500 下跌 2.1%。

周三，利比亚局势导致油价继续飙升，WTI 主力合约首次触及每桶 100 美元。美国国内方面，惠普（HPQ）公布财报但公司预测当年营收低于此前预期，股价下跌 9.6%；1 月二手房销量意外上涨但售价创近 9 年新低。美股连续第二个交易日下跌，标普 500 收低 0.6%。

周四，尽管初请失业人数好于预期，投资者对利比亚局势以及油价走势仍感到不安，美股继续低开。因原油期货在下午止涨转跌，美股从盘中低点有所反弹，主要股指跌幅缩小。国际能源署表示，已准备动用应急库存来缓和因中东局势震荡对石油供应造成的冲击。标普 500 收低 0.1%。

周五，虽然利比亚动乱仍在持续，但原油期货价格趋于稳定，投资者对原油供应的担忧有所减轻，美股在连续下跌 3 个交易日后收高，标普 500 上涨 1.1%。

全周来看，标普 500 指数下跌 234 点至 1320，跌幅为 1.7%；道琼斯指数下跌 261 点至 12130，跌幅为 2.1%；纳斯达克指数下跌 53 点至 2781，跌幅为 1.9%；VIX 指数上涨 2.8 点至 19.2。见图表 1。

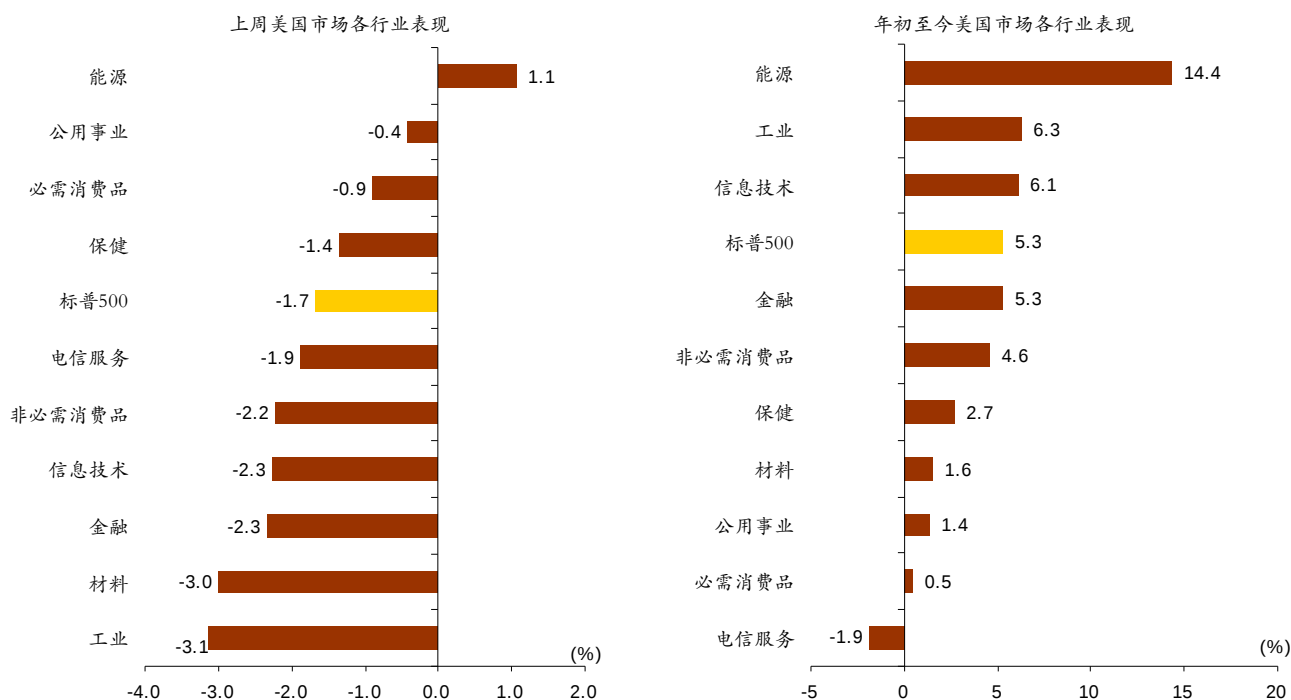
从行业板块上看，能源和公用事业板块涨幅居前，分别上涨 1.1%和下跌 0.4%；工业和基础原材料板块表现最差，分别下跌 3.1%和 3.0%。

图表 1：美国股票股指一周涨跌

	2011-2-25	2011-2-18	涨跌	涨跌幅(%)	YTD 涨跌(%)
标普500指数	1,320	1,343	-23	-1.7%	4.9%
道琼斯指数	12,130	12,391	-261	-2.1%	4.8%
纳斯达克指数	2,781	2,834	-53	-1.9%	4.8%
VIX 指数	19.2	16.4	2.8		1.5 (YTD 涨跌)

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：美国标普 500 指数上周各行业总回报（包括股息和资本利得回报）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

美国股市展望：受制于中东和北非局势，美股短期内波动风险加大

美股在仅仅调整了 3% 后，上周五便出现短暂反弹，但短期内美股走势仍更多地取决于中东和北非局势的进展。如果局势持续恶化，油价继续飙升，将会极大压制投资者风险偏好，从而继续压低美股。我们认为在中东和北非局势尚未明朗之前，美股短期波动风险将加大，投资者应谨慎控制仓位。待局势稳定之后，美股仍将回到由经济复苏和盈利增长推动的上升通道。

二、利率、信贷、汇率及大宗商品市场动向

越南央行2月22日宣布将反向回购利率上调1个百分点至12%以对抗通胀，这是该国在不到一周时间内第二次上调基准利率，上周四越南央行曾宣布将反向回购利率上调2个百分点至11%。

穆迪评级2月22日宣布将日本主权信用评级前景从“稳定”下调为“负面”，主要是担心日本政府无法制定可行的税收改革方案来解决日益严重的债务问题。

俄罗斯中央银行2月26日宣布，自本月28日起将再融资年利率上调0.25个百分点，从原来的7.75%提高至8%，这是俄央行自2009年4月以来首次提高再融资利率。俄央行在公告中表示，之所以做出加息决定，是由于国内存在较高的通货膨胀预期，同时在油价上涨的情况下，国际资本可能流入俄罗斯。

国债市场：上周中东和北非地区局势依旧紧张，同时投资者担忧高企的油价可能给美国经济复苏带来负面影响，国债的避险买盘继续增加。全周来看，2年期国债收益率下跌4个基点至0.71%；5年期下跌11个基点至2.16%；10年期下跌17个基点至3.41%；30年期下跌19个基点至4.50%。2年至10年息差下跌13个基点至2.70%。5年期通胀预期上涨13个基点至2.19%；10年期通胀预期上涨5个基点至2.41%。见图表4。

信贷市场：上周信贷市场息差普遍上涨。北美公司5年期投资级信用违约互换息差综合指数上涨3个基点到83，5年期高收益信用违约互换息差综合指数上涨23个基点到405。新兴市场5年期主权国家信用违约互换息差综合指数上涨7个基点到225。见图表4。

图表4：美国国债收益率表现以及信贷市场情况

	2011-2-25	2011-2-18	升降(基点)	YTD升降(基点)
2年期	0.71%	0.75%	-4	12
5年期	2.16%	2.27%	-11	16
10年期	3.41%	3.58%	-17	12
30年期	4.50%	4.68%	-19	16
2年至10年期息差	2.70%	2.83%	-13	0
5年期通胀预期	2.19%	2.06%	13	46
10年期通胀预期	2.41%	2.36%	5	13
5年期投资级信用违约互换息差	83.10	79.66	3	-2
5年期高收益信用违约互换息差	405.25	381.97	23	-25
5年期主权国家信用违约互换息差	225.45	218.15	7	25

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

汇率市场：上周因中东骚乱、油价飙升以及有关欧洲加息的预期削弱了美元作为避险货币的吸引力，避险货币瑞郎及日元受到追捧，最终美元兑多数主要货币贬值。具体来看，美元指数从一周前的77.66下跌0.6%至77.21，美元对欧元贬值0.5%至1.375，对英镑升值0.8%至1.612，对澳元贬值0.3%至1.018，对加元贬值0.9%至0.9780，对巴西里尔贬值0.1%至1.664，对日元贬值1.9%至81.68。

大宗商品市场：近期中东及北非局势动荡不堪，引发全球避险情绪升温，资金纷纷逃离风险较高的品种，前期涨势颇佳的大宗商品（除黄金和原油以外）多数出现回调。

金价上涨1.5%至每盎司1409美元，受中东紧张局势升级提振，黄金作为避险资产受到追捧，并创下七周以来最高水平；白银上涨1.9%。

WTI原油价格上涨13.5%至每桶97.9美元，Brent原油价格上涨9.4%至每桶112.1美元，因利比亚动乱升级严重影响了该国石油生产，WTI和Brent原油价格均创下两年半以来新高。

铜价下跌0.9%；铝价下跌0.2%；铅价下跌5.2%；镍价下跌3.3%。小麦下跌5.6%，受获利了结和供给忧虑的缓解拖累；玉米上涨0.3%；大豆下跌0.2%。

波罗的海干散货指数下跌4.3%至1245点，因大型船舶市场低迷，铁矿石运输需求下降。

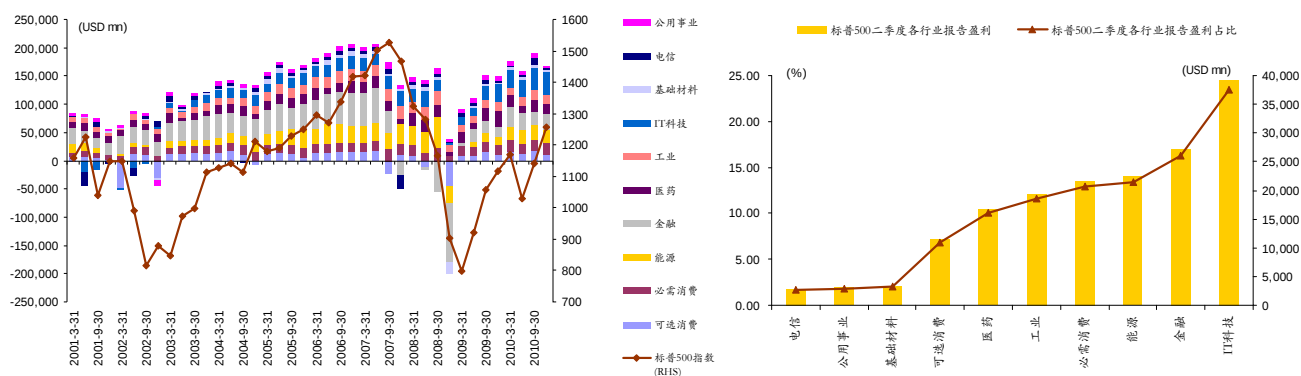
未来市场关注

一、2010年四季度标普500业绩连续第八个季度实现超预期增长

根据 Thomson Reuters 统计,截止 2 月 25 日,美国标普 500 成份股当中一共有 446 只披露 2010 年第四季度业绩。其中,70%的公司盈利超预期(低于第三季度的 72%和二季度的 75%),10%的公司盈利符合预期,仅有 20%的公司盈利不及预期,总体盈利连续第八个季度实现超预期。2010 年四季度标普 500 成份股整体报告盈利达到 1670 亿美元,相比上年同期的 1489 亿美元,同比增长 12%,环比较第三季度的 1900 亿美元下降 12%(图表 1 左)。

分行业看,各行业都录得盈利。信息技术行业盈利占比最高达 24%,报告盈利同比增长 18%至 392 亿美元,IT 企业全球布局的收入结构和企业在软件和信息设备方面资本开支加速都提升信息技术类公司的盈利能力;金融行业盈利占比 16%,仅次于信息技术行业,同比大幅增长 52%至 272 亿美元。金融行业盈利受益于投行收入增加、贷款准备金的下降和陡峭的国债收益率曲线,盈利向好趋势明显(图表 1 右)。

图表 1: 美国标普 500 指数分行业季度报告盈利水平



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

我们在业绩开报之初就曾认为,四季度美股盈利将受益于经济复苏的不断确立而呈现整体利好,业绩超预期的公司比例仍将维持在高位。我们自上而下模型预测标普 500 企业四季度盈利将达到每股 22.9 美元,环比增长 5.5%,同比增长 33.1%,高于市场自下而上预测的每股盈利 21.8 美元。

市场对四季度的盈利预期随着业绩的披露也不断上调。分析师对四季度标普 500 成份股公司的盈利增速(经过路透调整的经营性净利润)预测,随着经济数据的好转和利好业绩的不断披露,从四季度初的同比增长 31.2%上调至目前的 36.5%(图表 2)。

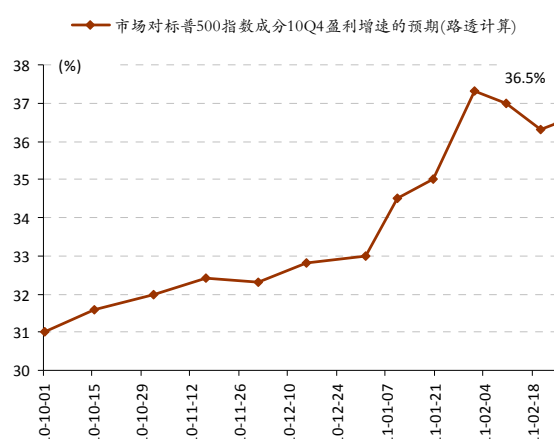
2010 年四季度标普 500 每股经营性净利润达到 21.9 美元,相比于上年同期的 17.2 美元,同比增长 27.8%,环比增长达 1.8%,略低于我们此前预期的 22.9 美元。各个行业均录得同比正增长,其中金融、基础原材料和能源等周期性行业最为显著,分别增长 121.0%、53.9%和 49.0%(图表 3)。如前所述,金融行业盈利受益于投行收入增加、贷款准备金的下降和陡峭的国债收益率曲线,盈利向好趋势明显;原材料、能源等受益于收入的增加和毛利率的同比扩大。相比较而言,消费、医疗、公用事业、电信等防御性板块盈利较为稳定,经济复苏期盈利增速也更小。

2010 年四季度标普 500 指数每股营业收入达到 254.2 美元,同比增长 7.7%,环比增长 5.6%。

非金融企业净利率维持在三季度的历史高位 8.8%（图表 4）。虽然企业净利率水平仍处在历史较高水平，但往前看，随着 2011 年美国复苏将维持“前高后低”态势，大宗商品尤其是油价和农产品价格维持上行走势，将会挤压标普 500 企业整体毛利率水平，2011 年非金融企业净利率水平将从目前的历史高位小幅回落。

前瞻性地看，目前市场对标普 500 指数 2011 年每股经常性净利润自下而上的预测为 96.2 美元，高于 1 月初预期的每股 94.8 美元，同比增长 14.8%，基本符合我们年初自上而下模型预测。2011 年随着美国经济强劲复苏，全年增长可达 3.5%，美股企业收入将继续受益于美国消费稳步复苏。在 2011 年美国 GDP 增长 3.5% 和 CPI 通胀维持在 1.5~2%（中金海外宏观组预测）的假设前提下，标普 500 企业收入将维持稳定增长，非金融企业净利率水平将从目前的历史高位小幅回落，企业盈利增速从 2009 和 2010 年的高位回落至 15~20% 水平（图表 3 和 5）。

图表 2：市场对二季度标普 500 盈利预期（经营性净利润）



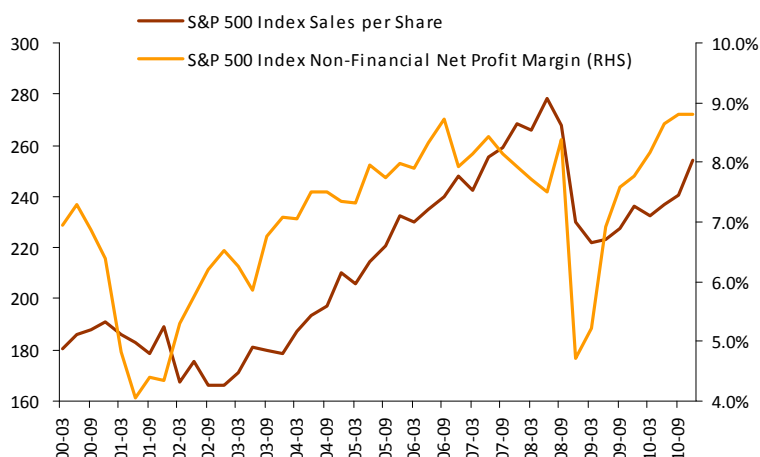
资料来源：Thomson Reuters，中金公司研究部

图表 3：美国标普 500 指数分行业季度经营性净利润同比增长

经营性净利润同比增速 (%)	1Q09A	2Q09A	3Q09A	4Q09A	1Q10A	2Q10A	3Q10A	4Q10A	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2009A	2010A	2011E
标普 500	-39.2	-18.8	-1.1	18,462.9	91.6	51.3	36.6	27.8	13.8	13.4	13.9	17.9	14.9	47.3	14.8
可选消费	-85.6	65.3	157.4	1,268.4	986.3	67.0	26.8	13.7	6.7	11.9	14.5	14.8	107.9	64.7	12.2
必需消费	-3.6	8.1	4.7	18.2	12.2	4.3	2.6	5.5	8.0	8.7	10.5	9.3	6.9	5.9	9.2
能源	-96.4	-66.3	-71.4	42.4	1,794.7	103.5	41.6	49.0	14.7	8.8	24.8	16.0	-66.1	105.8	15.9
金融	162.6	196.1	124.7	111.0	633.3	278.3	190.6	121.0	14.6	16.4	16.3	43.9	120.7	236.7	22.2
医疗保健	6.8	4.1	10.1	10.8	7.0	9.6	7.4	13.7	10.2	12.7	11.4	17.1	7.9	9.4	12.8
工业	-39.8	-37.2	-40.6	-10.5	20.4	23.1	49.6	25.1	21.9	11.5	8.5	7.6	-32.9	29.1	11.7
信息技术	-34.7	-20.5	3.0	135.5	91.1	68.5	48.2	22.8	21.7	17.9	12.6	14.1	8.4	50.2	16.2
基础原材料	-76.7	-64.8	-33.9	146.2	206.1	108.3	43.0	53.9	34.3	38.5	25.9	14.2	-12.4	85.6	28.4
电信	-7.6	-16.4	-10.5	-13.5	-1.9	5.3	3.6	1.7	-0.3	-2.2	8.7	24.4	-12.1	2.1	6.9
公用事业	-9.5	-5.9	-4.9	-3.5	18.0	5.6	7.9	6.4	-4.7	7.0	2.9	4.9	-6.1	9.7	2.1

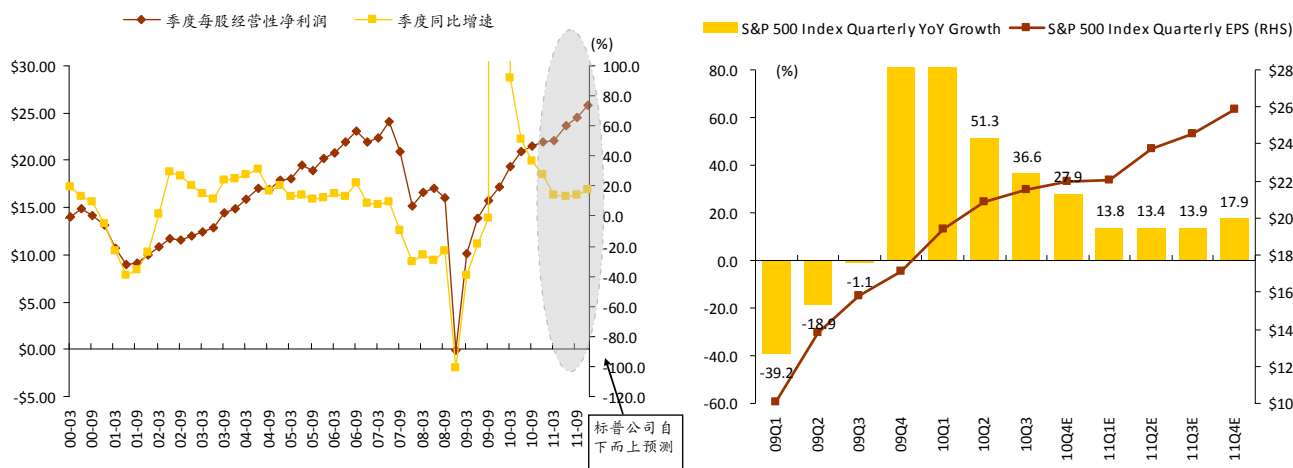
资料来源：标普公司，中金公司研究部

图表4：美国标普500指数分季度每股销售收入和非金融板块毛利率



资料来源：标普公司，中金公司研究部

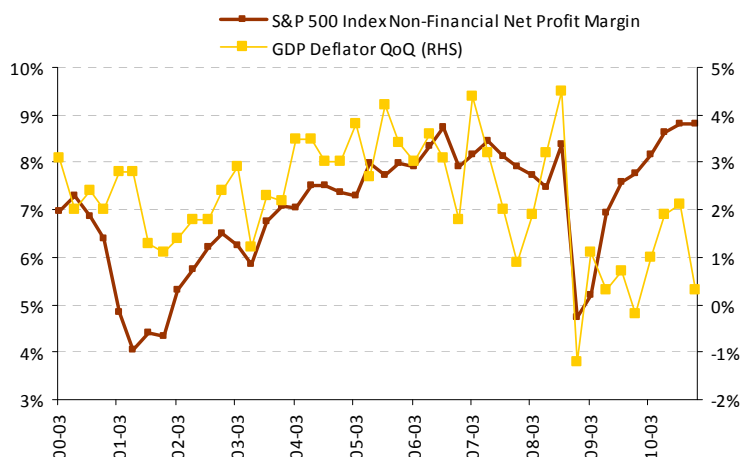
图表5：美国标普500指数分季度每股经常性净利润和预测



资料来源：标普公司，中金公司研究部

单一的油价飙升对企业盈利影响相对温和。近期中东和北非政局动荡，油价持续飙升，WTI原油期货触及每桶100美元。如果油价继续大幅飙升，对标普500企业盈利影响将如何？我们认为单一的油价飙升对企业盈利影响相对温和。美国经济主要依赖于WTI油价，其上升幅度明显小于欧洲所依赖的布伦特油价。若WTI油价飙升至\$100-120，预计美国2011年的GDP增速将被拉下0.5-1.5个百分点，CPI通胀将可能上升0.5-1.5个百分点。但名义GDP增速将维持稳定，与名义GDP高度相关的标普500非金融企业收入影响不大。我们分析了历史上标普500非金融企业净利率和油价的相关关系，如果仅仅是油价的单一上涨而没有引发包括工业金属和农产品在内的全面通胀，企业毛利率并不会受到显著影响（图表6）。甚至，随着通胀温和上升，企业毛利率也呈现上升趋势。但如果油价持续飙升并引发通胀快速全面上升，物价上涨带来的成本压力将侵蚀企业利润率水平。这样的风险值得我们密切关注。

图表 6：美国标普 500 非金融板块净利率和 GDP 价格指数季度环比



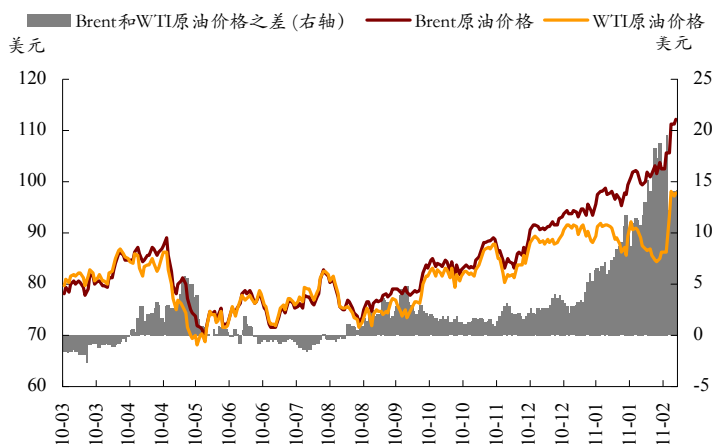
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二、从历史事件中寻找线索：金融市场走向将会如何？

自反政府的冲突从突尼斯爆发以来，目前已经蔓延到了中东和北非多个国家。利比亚所发生的血腥冲突说明，阿拉伯国家政治动荡的严重程度大幅升级。利比亚的紧张局势可以说是急转直下。根据媒体的报导，目前支持和反对政府的力量在尖锐对峙，利比亚有爆发内战的可能性。国际社会已经在考虑对卡扎菲政府进行制裁，包括财产冻结、设立禁飞区和石油禁运等。利比亚的局势随时可能出现剧烈的变化。

中东和利比亚的紧张局势引发了国际原油价格在近期大幅飙升（图表 7）。截止 2 月 25 日，布伦特（Brent）原油价格已达 112 美元/桶，自今年年初以来上涨了 20%，和去年 9 月初时的价格相比已经上涨了超过 50%，上涨幅度非常惊人。同时，美国西得克萨斯（WTI）原油价格也已经上涨到了 98 美元/桶。这是因为受政治动荡影响，利比亚的原油产量已经大幅下滑，原先每天大约 160 万桶的产量已经下降了 85 万桶，即超过一半的产量遭到了破坏。同时，市场担忧类似的政治冲突会向其它产油国扩散（形式尤其紧迫的是阿尔及利亚），进一步降低原油的供给，推升油价。

图表 7：原油价格在近期大幅上涨



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

面对如此动荡的局面，投资者该如何决断？我们承认，想要准确预测利比亚和中东局势的发展进程无疑是非常困难的。但中东和北非局势的进展，直接左右国际油价的走势，并对全球经济和金融市场产生重大的影响，进而影响我们的投资决策。我们当然可以做出若干假设，进行一些情景分析，再根据金融理论来设计投资方案。但在另一方面，我们可以看看能否从历史经验中得到一些启发。在这里，我们采取的方法就是回顾过去的30年中，曾经发生过的类似事件，并考察这些事件对于全球金融市场曾经产生的影响，并期望从中得到某些启发，帮助我们理解当前发生在中东的事件对于金融市场可能产生的影响，并帮助我们做出正确的投资决定。

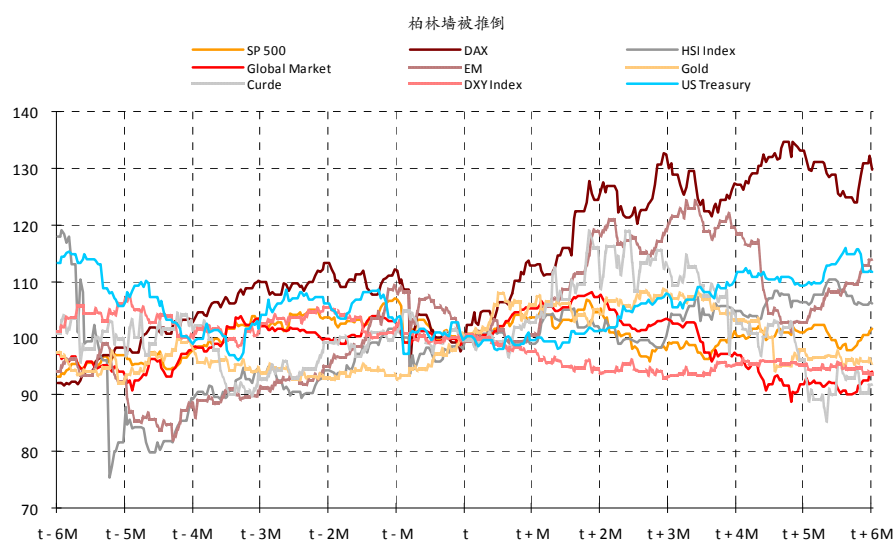
历史事件情景分析：

我们选取了4个或多或少和目前的形式相类似的事件，分别是：1989年11月9日柏林墙倒塌，1991年12月25日前苏联解体，1990年8月2日伊拉克入侵科威特（第一次海湾战争），和2003年3月20日第二次海湾战争爆发（伊拉克战争）。我们选取的金融市场的标的为美国标普500指数（SP 500）、德国DAX指数（DAX）、香港恒生指数（HSI）、MSCI全球指数（MXWD）、MSCI新兴市场指数（MXEF）、黄金、原油、美元指数和美国国债收益率（2年期）。

我们想要强调的是，分析历史事件这种方法有其价值，但也有很大的局限性。首先，没有很好的办法把某个历史事件对于市场的影响孤立出来考察。当我们观察到事件发生了，金融市场也有了反应，虽然市场的变动很有可能是因为考察中的事件，但也有可能是因为考察之外的因素，即我们不能确定考察中的事件确实对市场施加了影响，并且这种影响是显著的。其次，历史事件在时间上有时是重叠的，比如东德事件和柏林墙事件，伊拉克入侵科威特和第一次海湾战争等，因此更加难以区分某个事件对于市场的单独影响。第三，每次事件发生时的宏观经济、社会结构和市场成熟度都不同，因此事件之间没有完全的可比性。第四，我们选择的事件数量并不多，样本也不广泛，因此观察到的现象也许并不具备普遍性。最后，也是最重要的，即使经济和社会背景都完全相同，类似事件对于市场的影响也不可能完全相同，即历史不会简单重复。因此，历史事件分析的方法只能起到一定的参考作用。

（1）柏林墙倒塌

图表8：柏林墙倒塌前后金融市场的表现（ $t=1989$ 年11月9日）

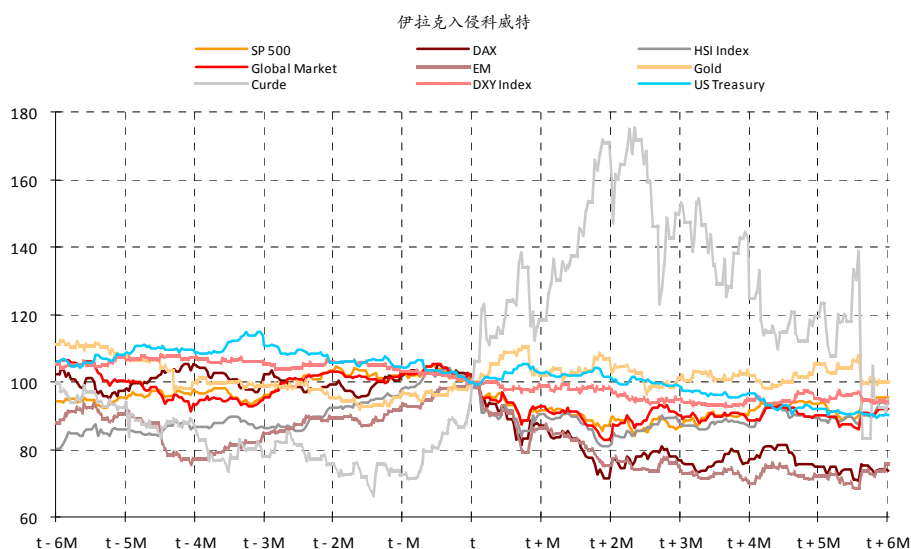


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- ▶ 标普 500 指数：在 t 时刻的前后半年时间内在一个 20% 的范围内窄幅震荡，虽然在 t 后的两个月内有所上涨，但随即步入下跌通道，因为美国经济即将步入 90 年代初的衰退。
- ▶ 德国 DAX 指数：在 t 时刻前震荡，但之后就在 3 个月的时间内上涨了超过 30%。一个统一的德国将会更加强大，前景令市场看好。
- ▶ 香港 HSI 指数：在 t 时刻的前后震荡并缓慢上行。
- ▶ 全球股指：和标普 500 指数的走势相近。
- ▶ 新兴市场股指：在 t 时刻的前后持续上涨，在 8 个月内涨幅达 40%。
- ▶ 黄金：始终在一个大约 20% 的范围内震荡。
- ▶ 原油：在 t 时刻前窄幅震荡，在之后受美国经济前景黯淡的影响，经历了先涨后跌的过程。
- ▶ 美元指数：在 t 时刻前震荡，在 t 后下跌，主要是由于对德国马克下跌的缘故。市场对于美国经济的担忧也拖累了美元的表现。
- ▶ 美国国债收益率：在 t 时刻前预计危机将发生，因此收益率下跌明显； t 之后逐步回升。

(2) 伊拉克入侵科威特

图表 9：伊拉克入侵科威特前后金融市场的表现 ($t=1990$ 年 8 月 2 日)



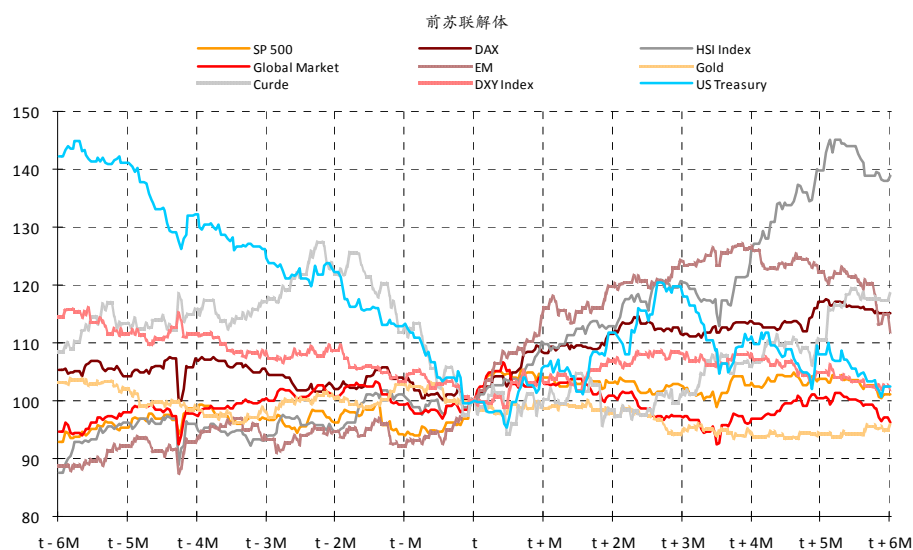
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- ▶ 标普 500 指数：受中东紧张局势影响，在 t 时刻后的两个月内下跌大约 10%，之后维持震荡格局。
- ▶ 德国 DAX 指数：德国和欧洲股市同样受到打击，下跌幅度超过 20%。

- ▶ 香港 HSI 指数：下跌了大约 10%。
- ▶ 全球股指：受到中东紧张局势的影响，下跌了大约 10%。
- ▶ 新兴市场股指：同样受到影响，下跌幅度超过 20%。
- ▶ 黄金：在 t 时刻前震荡，之后受避险需求带动而上涨，但上涨幅度有限，最多时仅 10%。
- ▶ 原油：由于科威特和伊拉克的原油生产大幅下降，市场预期世界将经历石油危机，原油价格在 t 前后上涨幅度曾高达 95%。但随着 OPEC 国家释放剩余产能，原油价格在较短时间（5 个月）内迅速回落，特别是在第一次海湾战争爆发后（1991 年 1 月 16 日，图中的 t+5M 之后）。
- ▶ 美元指数：并没有受到避险情绪的影响，在考察的时间范围内缓慢下行。
- ▶ 美国国债收益率：在考察的时间范围内持续下滑，对此事件没有明显反应。

（3）前苏联解体

图表 10：前苏联解体前后金融市场的表现（t=1991 年 12 月 25 日）



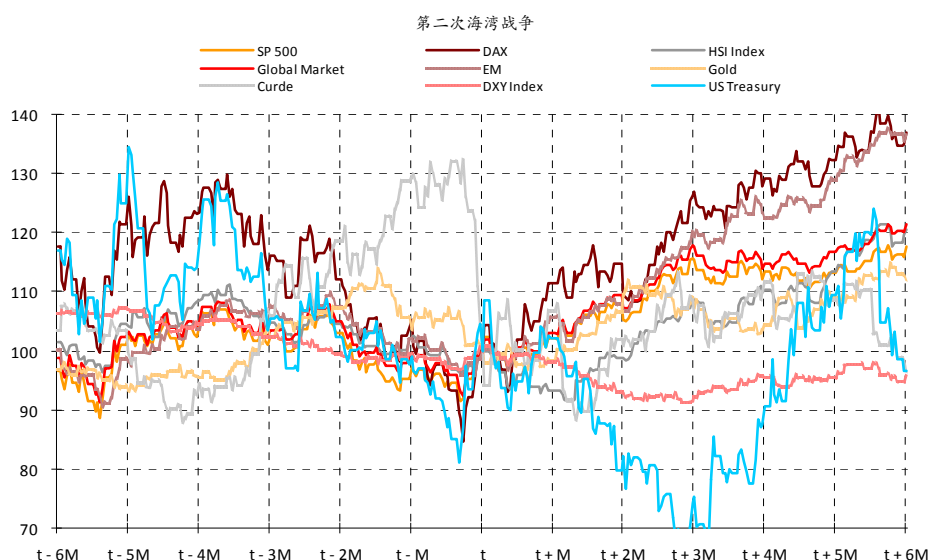
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- ▶ 标普 500 指数：在 t 时刻的前后的各半年时间内没有太多的表现，始终在一个 10% 的范围内窄幅震荡。
- ▶ 德国 DAX 指数：在 t 时刻前有所下跌，但之后就在 5 个月的时间内上涨了约 20%。在欧洲失去一个强大的对手，显然对德国是有利的。
- ▶ 香港 HSI 指数：在考察的整个时间范围内持续上涨，涨幅达 50%。
- ▶ 全球股指：和标普 500 指数的走势相近，但震幅更宽。
- ▶ 新兴市场股指：和香港股市走势相近，但涨幅略小，约为 30%。

- ▶ 黄金：在 t 时刻前小幅上涨，但之后因避险需求下降，跌幅约 5%。
- ▶ 原油：在 t 时刻受经济前景影响跌幅超过 20%，但之后逐步上涨。
- ▶ 美元指数：在 t 时刻前后经历了先跌后涨的过程。
- ▶ 美国国债收益率：在 t 之前预计危机的发生，在很长一段时间内下滑。但在 t 之后不久便迅速反弹，之后受经济基本面影响再次下滑。

(4) 第二次海湾战争

图表 11：第二次海湾战争前后金融市场的表现 ($t=2003$ 年 3 月 20 日)



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

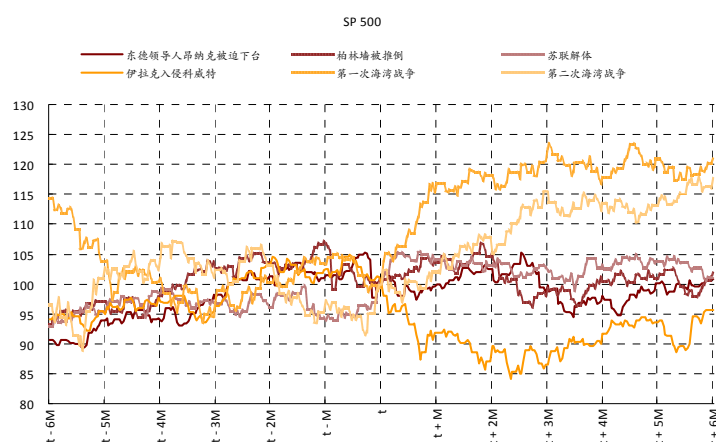
- ▶ 标普 500 指数：在 t 时刻前受即将到来的战争威胁的影响，下跌大约 10%，但 t 之后受战争将很快结束的鼓舞，立即步入上涨通道。
- ▶ 德国 DAX 指数：和标普 500 指数走势相近，但波动幅度更大。
- ▶ 香港 HSI 指数：和标普 500 走势相近。
- ▶ 全球股指：和标普 500 指数走势相近，但波动幅度更宽。
- ▶ 新兴市场股指：和标普 500 走势相近。
- ▶ 黄金：在 t 时刻前受避险情绪的驱动，曾上涨 10%，但随即下跌； t 之后受全球经济向好，通胀压力上升的影响，价格逐步走高。
- ▶ 原油：在 t 时刻前的 5 个月内曾一度上涨约 40%，但战争爆发后便迅速回落，只用了不到 3 个月便回落到战前水平；之后主要受经济前景向好的影响而走高。
- ▶ 美元指数：在考察的时间范围内约下跌约 10%。

- 美国国债收益率：在 t 时刻的前后大约8个月内，受避险需求的影响，收益率大幅下滑60%。但在 t 后3个月时开始迅速反弹。

影响程度分析：

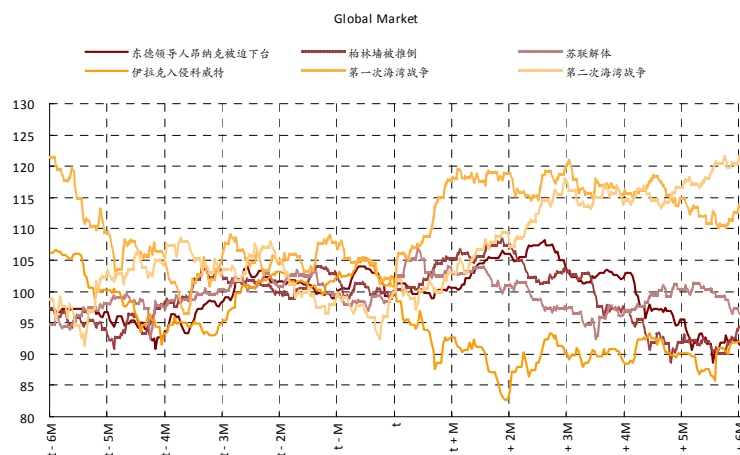
我们还可以换一个角度进行分析，即考察一下不同的历史事件对于各个金融资产价格的影响程度如何。我们把主要的事件分为两类，第一类是形式上较为纯粹的区域性政治动荡（下称**一般性冲突**），例如柏林墙倒塌等。这类事件如果不是全球性的，虽然其政治意义深远，但对于全球经济的影响有限。第二类是与石油密切相关的区域性冲突（下称**石油性冲突**），例如伊拉克入侵科威特等。这类冲突对于石油价格的影响很大，往往在短期内使得油价飙升，进而对全球的经济前景构成重大威胁。很自然的，这类事件多发生在中东等原油高产区。下列的图表（图表12~18）显示了两类事件对于各金融市场的影响。

图表12：标普500指数



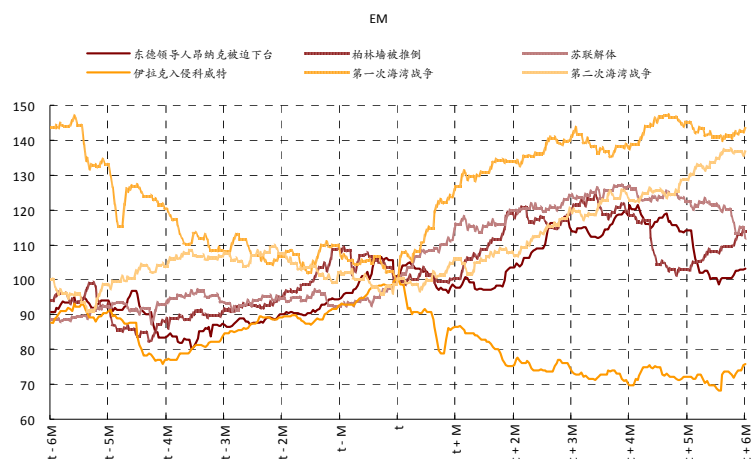
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表13：全球股指



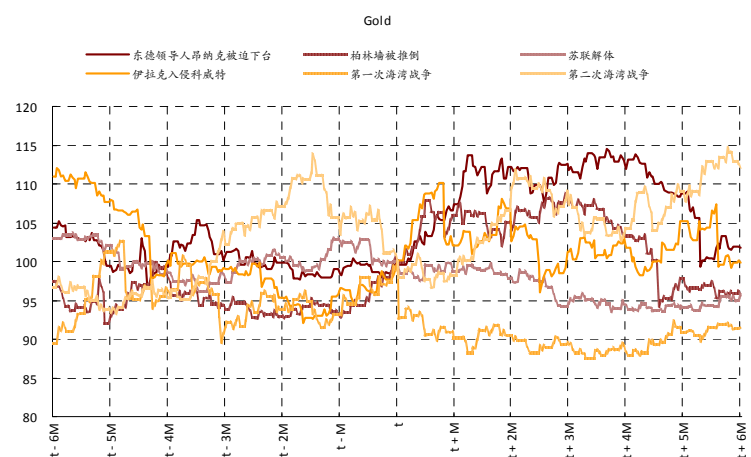
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 14：新兴市场股指



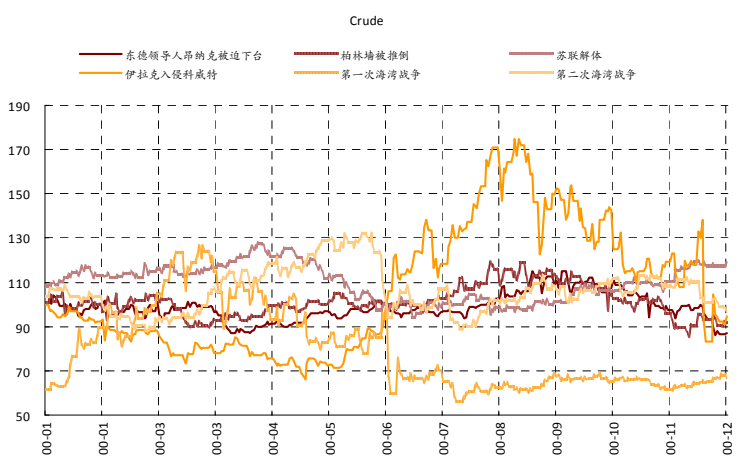
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 15：黄金



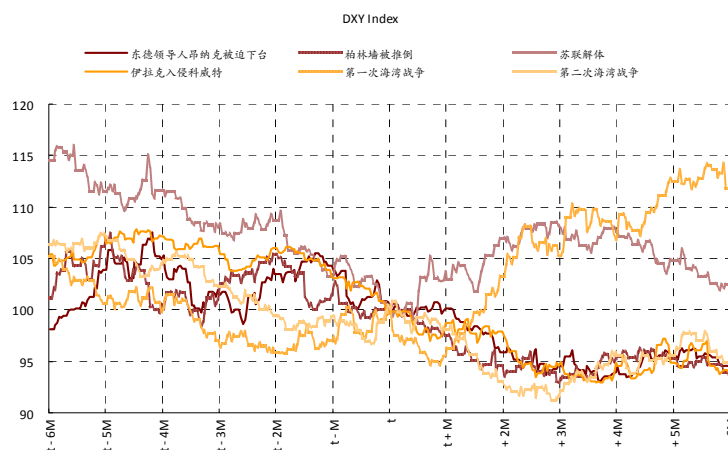
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 16：原油



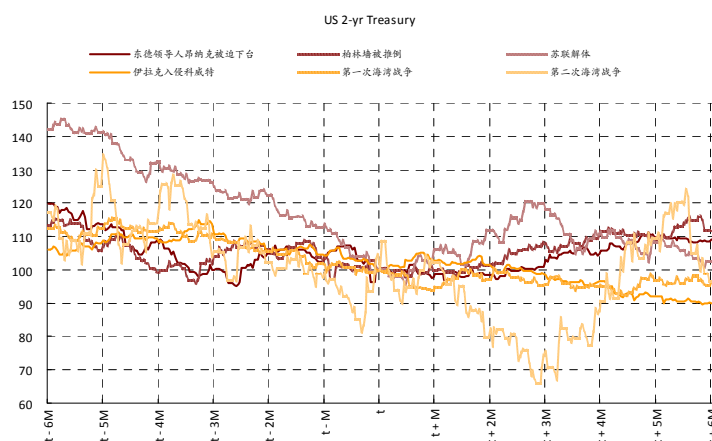
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 17：美元指数



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 18：美国 2 年期国债收益率



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从这些数据中，我们可以发现下面的这些“规律”：

- 石油性冲突几乎无一例外地对金融市场有着更大的影响，因为如前所述，这类事件往往推升国际油价，打击全球经济。
- 美国股市：对于一般性冲突并不敏感，但对石油性冲突反应剧烈。但反应的方向与事件的突发性和预期事件的长短有关，且反应能持续较长时间，在事件稳定之后，将回归到受经济基本面驱动的老路上。
- 全球股市：对石油性冲突的反应程度和美国股市相仿，和美国股市的走势也相近。但不同的是，对于一般性冲突的反应更加剧烈一些，并在多数情况下偏负面。
- 新兴市场股市：对石油性冲突反应剧烈，涨跌幅可以在短期内达到 40%，在一年左右的时间内甚至可以超过 70%。对一般性冲突也有较大反应，多数情况下偏正面。
- 黄金：由于其避险功能，对两类事件都有反应。但价格上涨的趋势难以持续，多在 5 个月之后便逐渐消失。

- ▶ 原油：只对石油性冲突有明显反应。
- ▶ 美元指数：对两类事件均有明显反应，但美元的走向难以判断。事实上，美元走弱的情景居多数。
- ▶ 美国国债收益率：对于两类事件的反应不同。对石油性冲突，国债收益率下降明显，显示投资者因避险需求而买入国债，推升国债价格。但对一般性冲突，国债收益率走向不明。

投资建议：

由于这次中东和北非的政治冲突属于和石油密切相关的区域性政治动荡，因此如果冲突继续升级并扩散，则将进一步推升油价，影响全球经济的复苏。但从目前的情况来看，最坏的情形发生的可能性并不大。所谓最坏的情形，是指危机一旦蔓延至 OPEC 核心成员国（沙特、阿联酋和科威特），将严重影响石油的供给，这种情况下将是全球石油市场的灾难，油价可飙升至投资者猜测的任何价位。基于这种判断，我们的投资建议如下。

- ▶ 这次危机对于全球经济和金融市场的影响将会大于一般性冲突，但将小于类似两次海湾战争那种规模的石油性冲突。投资者需要相应地对投资策略做出调整。
- ▶ 美国经济虽然将受到一定影响，但由于美国经济仍然处于稳定复苏之中，消费旺盛，通胀虽将上升到 2.5% 左右，但仍然属于温性，因此对企业的盈利不会有太多的负面影响，盈利仍将保持 20% 左右的增速。同时，货币和财政政策仍将保持宽松。因此，短期内宏观环境对美国股市十分有利。预计中东局势对于美国股市的负面影响将不会超过 10%，股市下跌将是较好的买入机会。
- ▶ 美国股票的板块方面，我们仍然相对看好强周期性的板块，包括能源、工业、科技和可选消费；不看好防御性的板块，即电信、必需消费、医疗保健和公共事业；对于金融和材料板块我们持比较中性的态度。因油价有继续上涨的可能性，可以更多配置与石油有关的公司。
- ▶ 因欧洲受到的影响较大，不排除欧元区经济“二次探底”这种可能性。因此投资者应减持欧洲股票。
- ▶ 油价飙升可能快速推升食品价格，导致发展中国家经济“硬着陆”风险提前到来，因此在未来 3~6 个月中应继续减持或者避免新兴市场的股市。我们维持之前在年度展望中的观点，美国股市将会带给投资者较多的惊喜，甚至会跑赢作为一个整体来说的新兴市场，至少在上半年的情况将是大致如此。
- ▶ 从历史经验来看，政治冲突或者危机对于美元的走向影响不明，因此应避免仅仅依照对于危机发展进程的分析来决定在汇率市场的操作。
- ▶ 可以适当增加黄金和美国国债的配置以达到避险的目的。和黄金相比，美国国债似乎是更好的选择，因为国债收益率的反应更加明显，走势也更加持久。但如果通胀超出预期，则应更多地配置黄金。
- ▶ 因为最坏情形发生的可能性很小，因此短期内应该谨慎，但不需要恐慌。眼光放长远一些，投资者仍应该关注欧元区债务危机的演变、美国的经济走向和美联储后续的货币政策。

三、未来一周可关注的美国经济数据和事件

2 月 28 日	1 月个人收入月环比	预估值: 0.4%	上期值: 0.4%
2 月 28 日	1 月个人消费支出月环比	预估值: 0.4%	上期值: 0.7%
2 月 28 日	1 月个人消费支出核心价格指数环比	预估值: 0.1%	上期值: 0.0%
2 月 28 日	1 月二手房签约量环比	预估值: -2.3%	上期值: 2.0%
3 月 1 日	1 月营建支出月环比	预估值: -0.5%	上期值: -2.5%
3 月 1 日	2 月 ISM 制造业指数	预估值: 60.8	上期值: 60.8
3 月 2 日	2 月汽车总销售量	预估值: 12.62M	上期值: 12.53M
3 月 2 日	2 月 ADP 私人就业人口变动	预估值: 180K	上期值: 187K
3 月 3 日	四季度劳动成本季环比	预估值: -0.5%	上期值: -0.6%
3 月 3 日	四季度非农生产力季环比	预估值: 2.6%	上期值: 2.6%
3 月 3 日	2 月 ISM 服务业指数	预估值: 59.4	上期值: 59.4
3 月 4 日	2 月非农就业人口变动	预估值: 190K	上期值: 36K
3 月 4 日	2 月私人部门就业人口变动	预估值: 200K	上期值: 50K
3 月 4 日	2 月制造业就业人口变动	预估值: 25K	上期值: 49K
3 月 4 日	2 月失业率	预估值: 9.1%	上期值: 9.0%
3 月 4 日	1 月工厂订单月环比	预估值: 2.0%	上期值: 0.2%

美国经济动向和事件

一、上周公布的主要经济数据

上周经济数据好坏参半，尽管经济咨商局消费者信心指数和密歇根大学消费者信心指数均创下三年来新高，但第四季度 GDP 年化环比增速修正值低于预期，同时房地产数据依旧低迷，二手房售价创九年来新低，1 月新屋销售大幅低于预期。

12 月标普/Case Shiller 美国 20 个大城市房价综合指数经季调的环比下跌 0.4%，为连续 5 个月环比下降，同比下跌了 2.4%。20 个大城市中，19 个房价环比下滑，仅有华盛顿的房价环比上涨。此外，11 个大城市的房价创下了房产泡沫破裂以来的最低纪录。

2 月美国经济咨商局消费者信心指数由 1 月的 64.8 上升至 70.4，好于预期的 65.5，创下了三年来新高。这主要得益于消费者在经济和个人收入前景问题上的乐观程度明显改善。

1 月二手房销量环比意外增长 2.7% 至 536 万幢，为 8 个月高点，好于市场预期的下跌 1.1% 至 522 万幢。主要得益于止赎房屋的销量增长以及纯现金房屋交易量的增加。虽然销量意外上升，但售价却创下近九年来新低，说明住房市场仍在继续寻找底部。

1 月新屋销售环比大幅下跌 12.6% 至 28.4 万幢，明显低于预期的下跌 7.3% 至 30.5 万幢。主要与美国西部地区的销售活动大幅下滑有关，加州一项针对购房者的抵税政策已到期。

1 月耐用品订单环比上涨 2.7%，略低于市场预期的上涨 2.8%，但这主要由于飞机订单的大幅上升。除去交通工具之外，耐用品订单环比下降 3.6%。虽然数据看上去非常弱，但主要是受到天气因素的影响。ISM 和收益率曲线等先行指标显示美国经济复苏非常强劲。

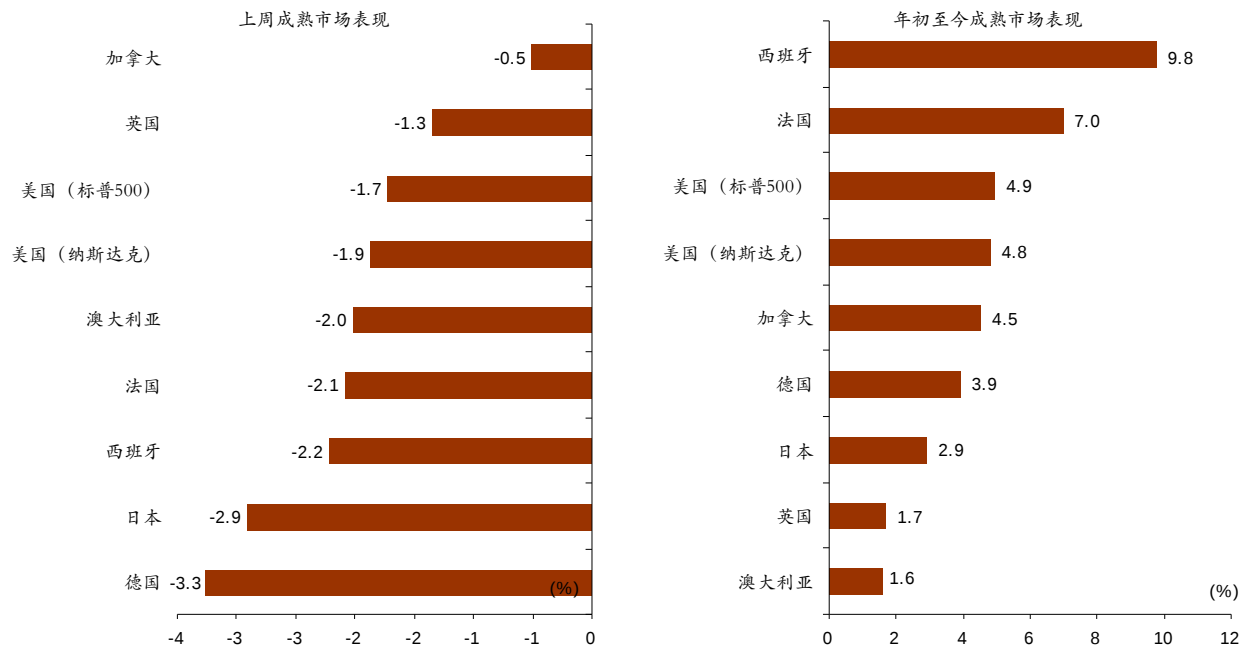
截至 2 月 19 日的一周当中，首次申请失业救济人数环比下降 2.2 万至 39.1 万，低于预期的 40.5 万。现在 4 周平均已经达到 40.2 万，是 2008 年 7 月以来最低。历史上，4 周平均 40 万是一个非常重要的门槛，一旦过了这条线，非农就业的增加会上一个新的台阶。

第四季度 GDP 年化环比增速修正值由之前公布的 3.2% 降至 2.8%，这主要与消费者和州、地方政府的开支均低于此前的预期有关。虽然消费者开支为四季度经济的增长做出了重要贡献，但第四季度消费者开支的增速修正值为 4.1%，低于早先公布的 4.4%，但仍明显好于 2010 年第一季度的 2.2%，这表明美国的消费者开支在持续升温。同时第四季度州和地方政府的开支下降 2.4%，差于早先发布的下降 0.9%。美国许多州都开始大力削减开支，以求弥合价值数百亿美元的预算缺口。

2 月密歇根大学消费者信心指数终值从 1 月的 74.2 升至 77.5，高于市场预期的 75.5，创下三年来的新高，这主要得益于消费者对劳动力市场复苏的看法明显改善。

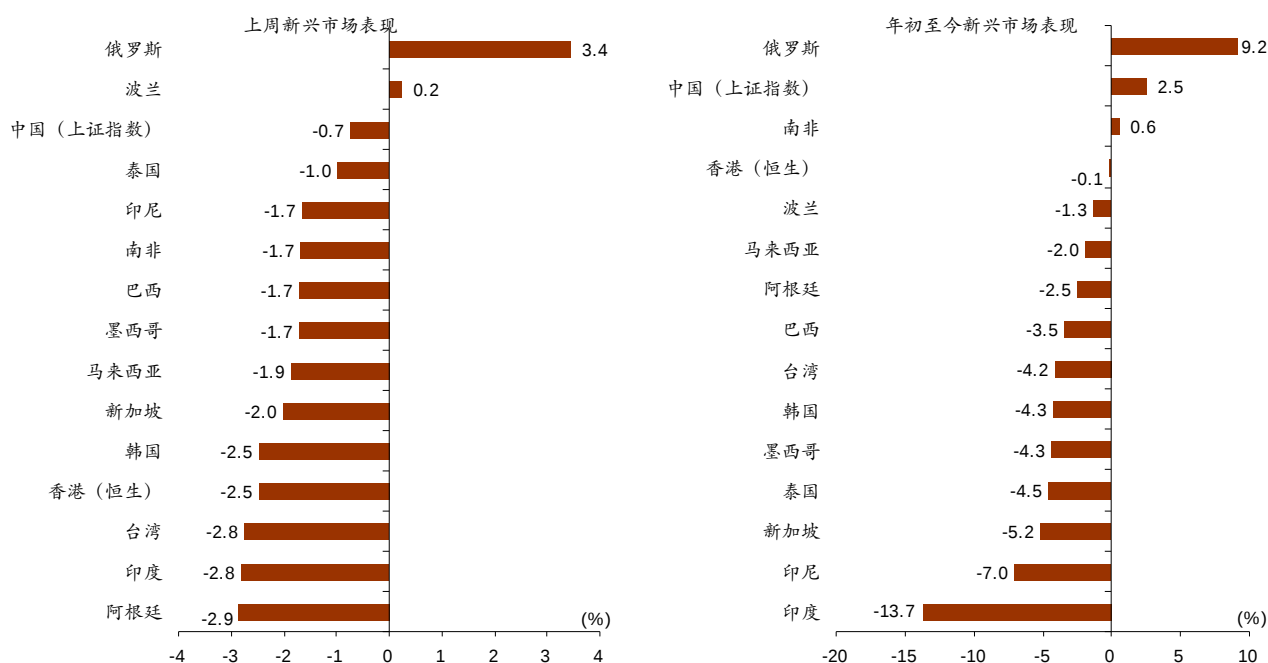
一周全球股市表现

图表1：成熟市场股市表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

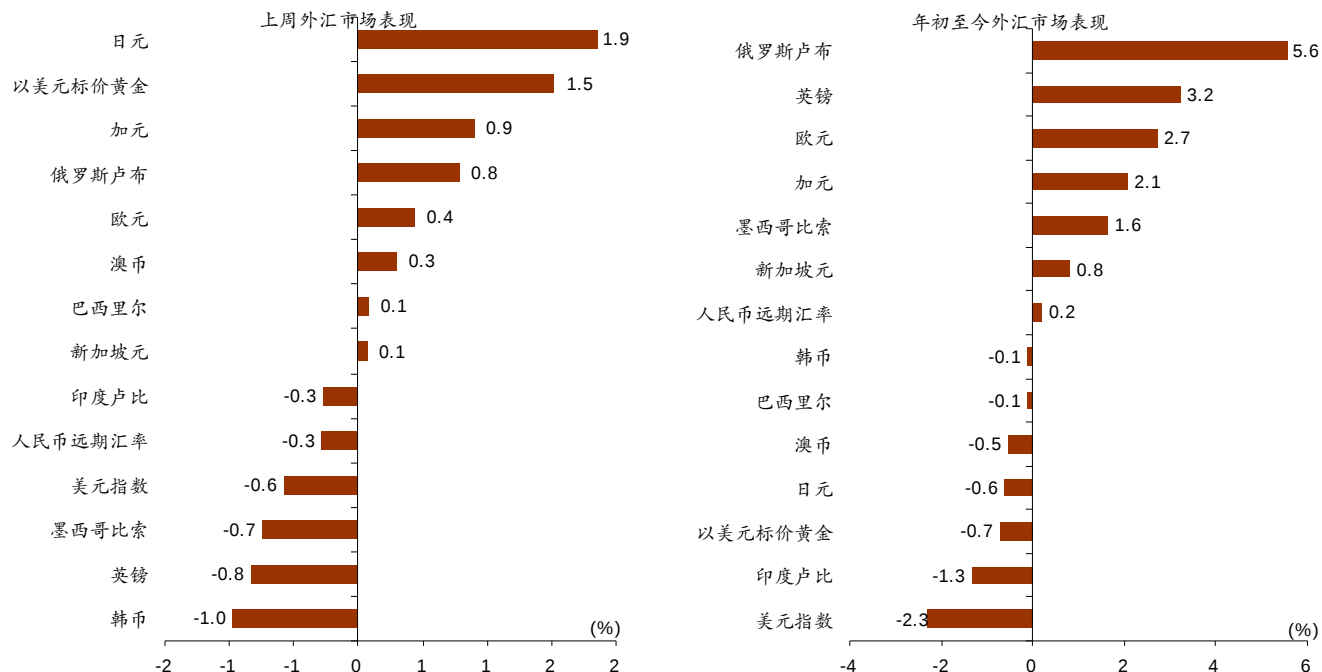
图表2：新兴市场股市表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

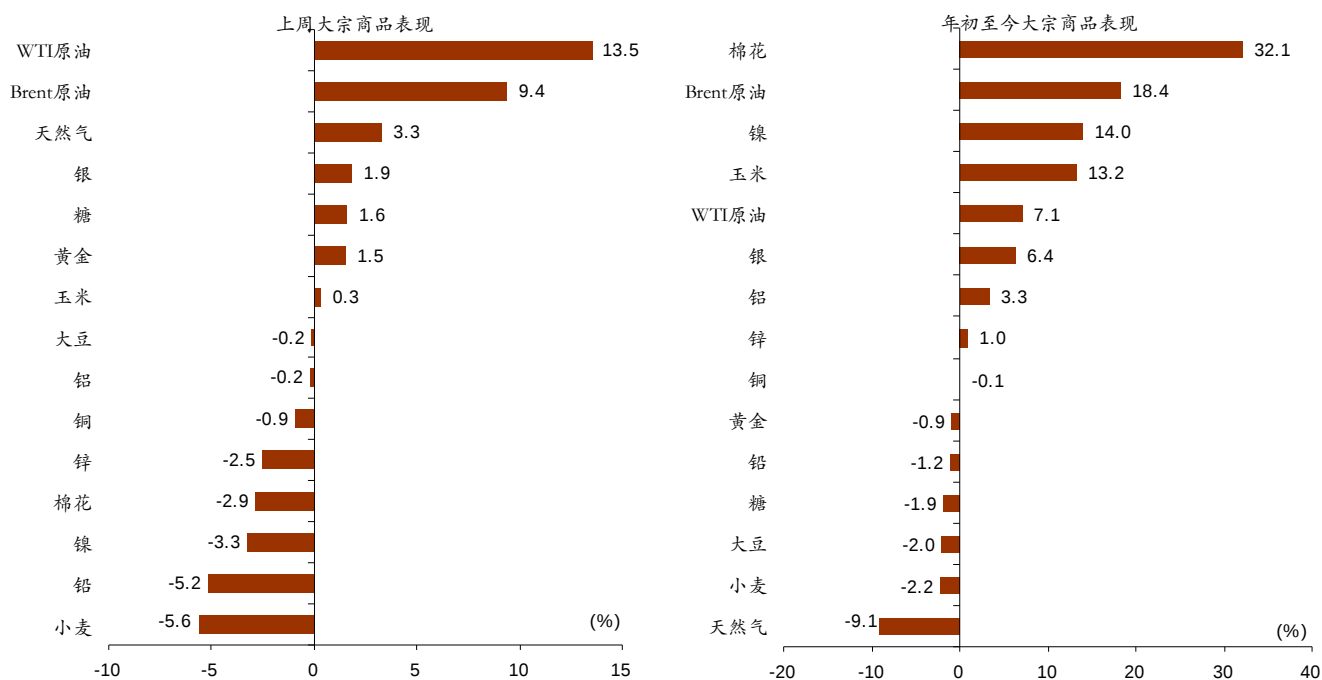
一周全球汇率及大宗商品市场表现

图表3：主要货币汇率表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表4：主要大宗商品价格表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED