

去年四季度以来的全球经济复苏和愈演愈烈的中东危机是全球市场的重要影响因素。未来的发展，取决于经济复苏和中东危机两股力量的角力，而其中的核心变量是油价。

我们倾向性的看法如下：

➤ 全球复苏可能是更为基本和可持续的力量

中东危机有较大的不确定性，可能在未来几年给全球油价造成持续波动，从而部分拖累全球经济的复苏步伐。但我们倾向于认为全球复苏可能是更为基本和可持续的力量。

➤ 全球风险溢价波动后将逐步恢复

美元汇率短期仍然由美国相对其他发达经济体的恢复速度决定，或许未来将出现一定的上行。美国国债收益率可能在短期下挫后继续攀升。而全球工业基础原材料价格会继续走高。

➤ 全球通货膨胀压力或可控

原油价格将持续动荡和强势，但我们倾向于认为本轮全球农产品市场快速上涨的过程可能正在接近尾声。北半球新种植季的扩张将缓和过高的农产品价格，但价格仍旧会显著高于去年年中上涨之前的水平。

尤宏业
宏观分析师
010-66581625
youhy@essence.com.cn
证书编号：S1450511020028

莫倩
高级宏观分析师
0755-82558027
moqian@essence.com.cn
证书编号：S1450511020021

高善文
首席经济学家
010-66581858
gaosw@essence.com.cn
证书编号：S1450511020020

1、全球复苏和中东危机

去年四季度开始，全球经济在美国复苏的带动下，逐步开始新一轮扩张。全球实体经济的复苏，拉动商品和股票市场的上涨。同时，全球国债收益率出现上行，风险偏好上升。

但越演越烈的中东危机，给经济复苏添加了不确定性。最近一个月，欧洲和中东的原油价格出现明显上涨。而且随着局势的蔓延，全球风险偏好出现下降。美国国债收益率呈现下行，黄金价格上涨，全球股票市场下跌。

未来全球市场的发展，取决于经济复苏和中东危机两股力量的角力，而其中的核心变量是油价。我们倾向性的看法如下：

(1) 中东危机有较大的不确定性，可能在未来几年给全球油价造成持续波动，从而部分拖累全球经济的复苏步伐。但我们倾向于认为全球复苏可能是更为基本和可持续的力量。

(2) 在此条件下，原油价格可能会因为中东局势维持强势。而美元汇率短期仍然由美国相对其他发达经济体的恢复速度决定，或许未来将出现一定的上行。美国国债收益率可能在波动后将继续攀升，全球工业基础原材料价格会继续走高，全球农产品价格可能已经走过上涨最快的时候，未来走势平缓或下降。

表 1：全球主要指标的变化（数据更新日期：2011-2-24）

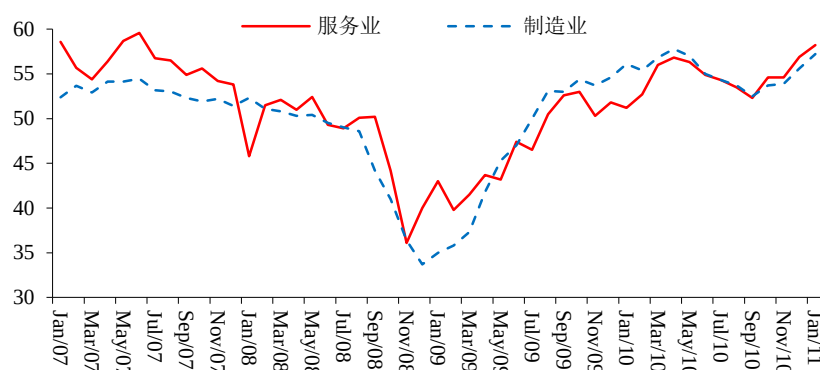
类别	单位	本期	变化				
			一周来	两周来	一月来	三月来	一年来
CRB 期货指数		347.8	3%	2%	6%	15%	28%
美元指数		77.4	-1%	0%	-1%	-3%	-4%
原油	美元/桶	98.1	15%	13%	14%	17%	24%
黄金	美元/盎司	1411.7	3%	4%	6%	3%	28%
美国十年期国债收益率	BP	348.5	-13.5	-16.2	15.6	57.3	-19.9
MSCI 世界指数		1329.9	-2%	-1%	1%	9%	18%

数据来源：Bloomberg，安信证券

2、全球经济的逐次复苏

从全球经济先导指标来看，去年四季度开始，美国经济呈现复苏和扩张的征兆，并且这种复苏已经逐渐扩散到欧元区、日本，甚至包括巴西等发展中国家。从全球 PMI 来看（图 1），经济扩展的势头可能已经和 2010 年 1 季度相当。不同之处在于，本轮复苏服务业可能更具有主导性意义。

图 1：JP Morgan 全球 PMI（SA）

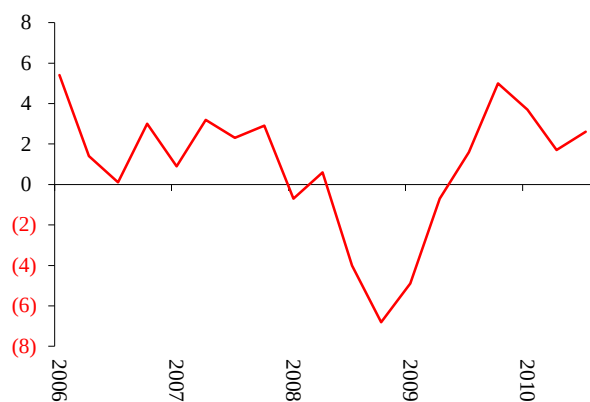


数据来源：Bloomberg，安信证券

从过去十年的全球经济波动来看，由于全球国际贸易、金融市场和工业品价格影响库存周期等因素，全球经济同步性的特点非常明显（图 2-图 5）。本轮美国经济的复苏在诸多层面上看，在较强的可持续性。由此带动其他发达市场和新兴市场的扩张，可能也是相对可持续的。

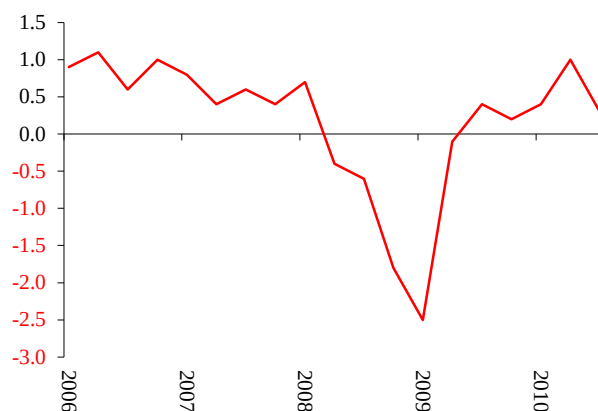
全球经济复苏的背景下，全球的债券收益率将继续逐步上行，流动性将有所收紧。而美国股票市场指数代表的大公司盈利本来就不错，增长空间相对有限，发达市场股指可能进入增速减缓的区间。汇率市场上，美元可能仍维持在 77-82 左右的区间震荡，区间位置取决于美国经济的相对强弱。商品市场上，原油、钢铁和工业金属将维持强势，农产品可能进入快速上涨的末期。

图 2：美国的 GDP 环比折年
(%)



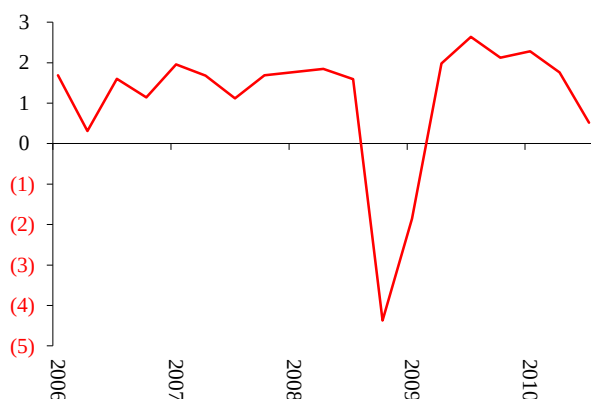
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 3：欧盟的 GDP 环比
(%)



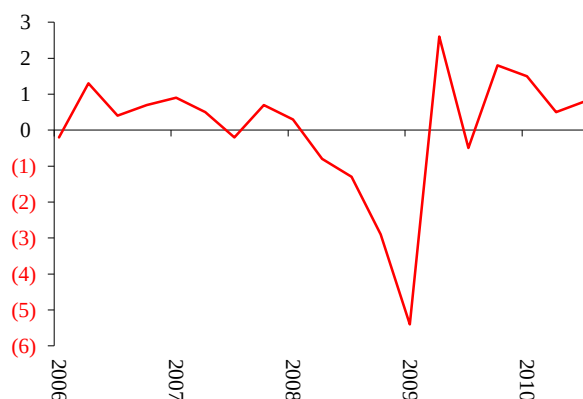
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 4：巴西的 GDP 环比
(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 5：日本的 GDP 环比
(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券

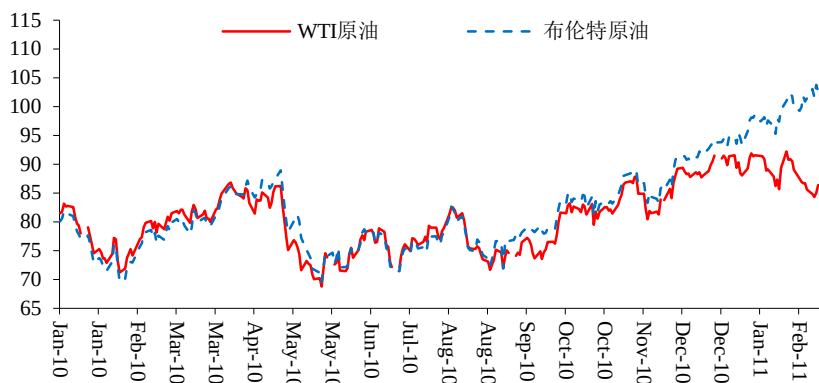
3、中东危机

去年 12 月以来的中东危机，有愈演愈烈之势，并逐步影响到全球市场。与中东密切相关的原油价格出现明显地上涨。全球金融风险指标近期出现全面变化，黄金价格上涨，美国国债收益率下行，全球股票市场普跌。

中东危机的早期，原油价格首先有所异动。和中东油价密切相关的布伦特原油涨势明显，并和美国 WTI 油价出现明显价差（图 6）。最近十天以来，随着利比

亚局势的迅速恶化，原油开始加速上涨。目前 WTI 原油已经突破 100 美元/桶。

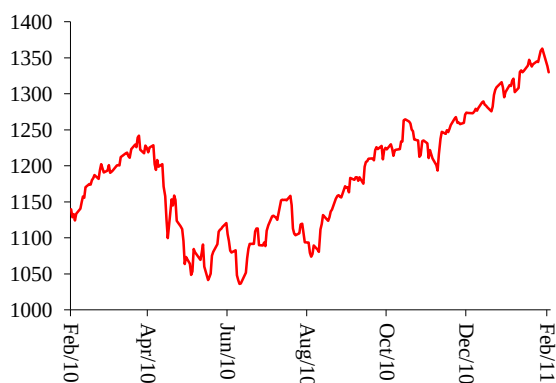
图 6：全球原油价格（美元/桶）



数据来源：Bloomberg，安信证券

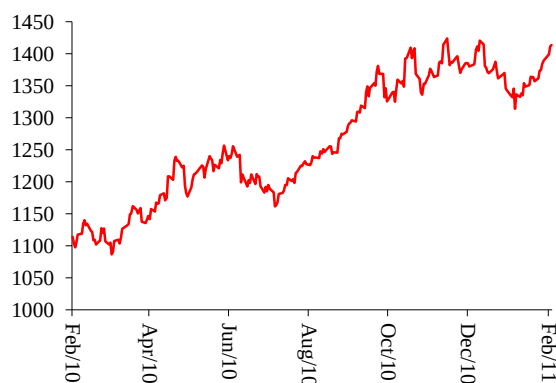
利比亚局势的迅速恶化和原油价格的快速上升，引发了全球金融市场的部分恐慌，全球风险偏好开始下降。我们观察到全球股票价格的下跌（图 7），黄金价格上涨至前期高点（图 8）。在 TIPS 利差代表的通胀预期上涨的条件下，美国国债收益率反向开始下降（图 9），国债和垃圾债的利差开始增大（图 10）。

图 7：MSCI 世界指数



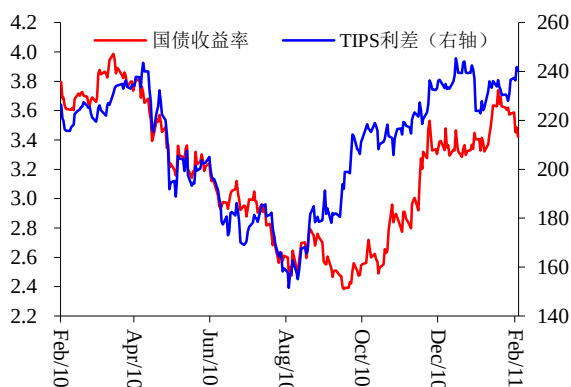
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 8：黄金现货价
美元/盎司



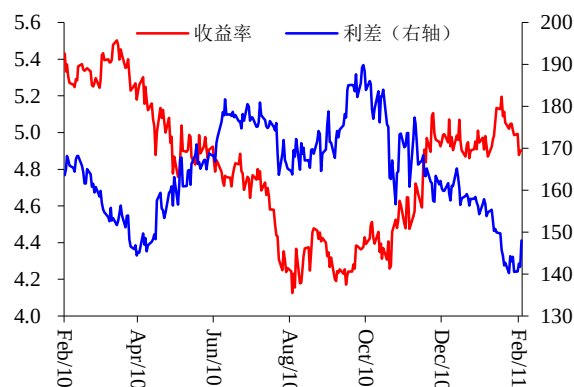
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 9：美国 10 年期国债收益率及隐含通胀预期
%，BP



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 10：美国 10 年期 BBB 级企业债收益率、利差
%，与同期限美国国债的利差（BP）



数据来源：Bloomberg，安信证券

4、综合评估

（1）原油冲击对全球复苏的影响或许不宜估计过高

一边是美国带动下的全球经济复苏，另一边是前途未明的中东危机，未来全球经济和市场往哪个方向走？

中东和北非地区所有国家合计的 GDP 占全球 4% 左右，这些国家实体经济波动对全球的影响有限。市场担心不在中东实体经济的波动上，而是石油价格。

虽然动乱的利比亚、巴林等国的原油出口量有限，OPEC 整体还有不少的闲置原油产能。但恐慌的蔓延使得油价在两个月间上涨近 20 美元。未来油价再次意外上涨是否会对全球经济造成严重的拖累？

原油价格的上涨能带来原油净进口国贸易条件的恶化、下游行业的盈利恶化、居民收入的下降和通货膨胀的高涨。而油价和经济危机的关系似乎在最近 40 年的国际经济变动中如影随形。1973 年、1979 年、1990 年和 2008 年的原油价格暴涨似乎都伴随着全球经济衰退。

但两者的因果关系并非如此鲜明。1990 年的美国经济衰退在石油冲击前已经

开始，而 2008 年的全球衰退本质原因和石油冲击关联并不密切。我们也容易注意到 2004 和 2005 年的全球油价年同比在 30-40%，但全球经济并没有出现大问题。

最近 20 年，全球特别是发达国家的单位 GDP 用油密度出现了明显的下降。从微观部门来讲，现在的企业相对能更加灵活地应对高油价。即使油价出现一定的上涨，未必能显著拖累全球经济的复苏。

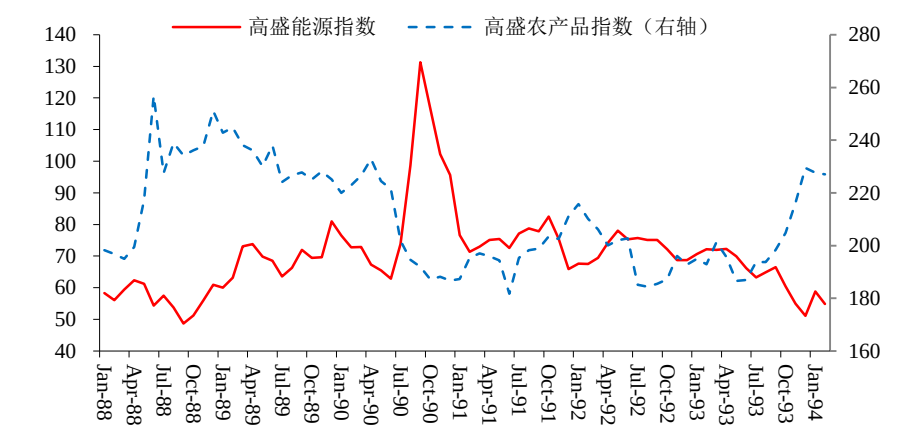
从 2009 年中期到目前的一年半时间里，原油价格已经从 50 美元上涨至 100 美元，这个过程似乎并没有拖累经济的恢复。我们或许不能很有把握地认为，原油价格上涨至 120 美元一定能损害全球经济的恢复。

尽管中东问题前途未卜，如果危机不继续烧到 OPEC 主要的成员国，油价不出现及其异常的波动，我们仍旧相对看好 2011 年的全球实体经济复苏的势头。

（2）未来全球农产品价格可能进入平缓的区间

对初级商品而言，农产品和原油价格上涨对全球通胀的影响是最大的。中东作为主要的粮食进口国，粮食价格的快速上涨在一定程度上引燃了社会动荡。

图 11：1990 年原油冲击前后的全球农产品价格



数据来源：Bloomberg，安信证券

未来石油价格上涨是否会进一步拉动农产品价格？我们认为，并不是每次原油价格冲击都会有农产品的牛市。我们回顾 1990 年的原油价格冲击，当时农产品价格表现非常平稳，而且整体有所下降（图 11）。

近期农产品价格的强劲（图 12），可能和农产品特殊的生产过程有关。农产品无法连续生产，产量依赖于前期的价格信号。而农产品价格的上涨主要在 2010 年年中之后，对 2010 年当年的生产刺激有限，主要的刺激作用会体现在 2011 年的种植和生产上。

我们认为，预判未来农产品价格的关键指标是今年三月份将要发布的美国农业部种植面积预估。如果在农产品的高价刺激下，种植面积的增长还是比较疲软，那么农产品价格仍将继续大幅上升。反之，则幅度不会太大。我们目前倾向于后一种看法。

图 12：高盛农产品指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

考察 2008 年的全球农产品价格的上涨刺激，在当年其他原材料成本快速上涨的条件下，我们仍然看到当年农业产出的大幅增长，库存消费比快速地恢复。本质上是因为全球的农业生产具备一定的弹性，特别是发达国家休耕地和复种都可

以出现不少的提升。如果今年的全球天气不是相当不利的话，粮食生产可能相对乐观。

所以，我们倾向于认为本轮全球农产品市场快速上涨的过程可能正在接近尾声。北半球新种植季的扩张将有效地缓和过高的农产品价格，但价格仍旧会显著高于去年年中上涨之前的水平。

以上综合来看，我们对未来全球的通胀压力相对看得没那么严重，全球复苏的步伐可能也没那么悲观。

环球价格变化表

(更新日期: 2010-2-24)

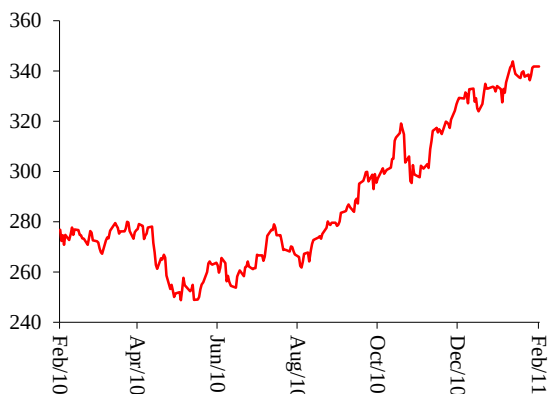
类别	单位	本期	变化				
			一周来	两周来	一月来	三月来	一年来
主要指标							
CRB 期货指数		347.8	3%	2%	6%	15%	28%
美元指数		77.4	-1%	0%	-1%	-3%	-4%
原油	美元/桶	98.1	15%	13%	14%	17%	24%
黄金	美元/盎司	1411.7	3%	4%	6%	3%	28%
美国十年期国债收益率	BP	348.5	-13.5	-16.2	15.6	57.3	-19.9
MSCI 世界指数		1329.9	-2%	-1%	1%	9%	18%
商品市场							
高盛能源指数		336.7	8%	8%	13%	21%	29%
高盛贵金属指数		2003.7	4%	5%	9%	5%	37%
高盛工业金属指数		475.7	-2%	-2%	5%	15%	26%
高盛农产品指数		531.6	-4%	-5%	1%	20%	62%
BDI		1253.0	-1%	15%	-3%	-43%	-54%
汇率市场							
欧元	EUR/USD	1.37	1%	0%	0%	3%	2%
日元	USD/JPY	82.5	-1%	0%	0%	-1%	-9%
英镑	GBP/USD	1.62	1%	1%	2%	3%	5%
澳元	AUD/USD	1.00	0%	-1%	1%	2%	12%
巴西里拉	USD/BRL	1.67	0%	1%	0%	-3%	-8%
股票市场							
标普 500 指数		1307.4	-2%	-1%	1%	9%	19%
道指欧洲指数		286.7	-3%	-2%	0%	7%	11%
日经 225 指数		10579.1	-2%	0%	1%	5%	2%
MSCI 新兴市场指数		1096.0	-1%	-1%	-4%	0%	17%
VIX 指数		22.1	32%	39%	26%	13%	4%
债券市场							
美国 TIPS 利差	BP	241.8	13.8	8.2	19.0	22.5	21.0
美国企业债国债利差	BP	141.7	-1.3	-2.6	-16.1	-31.9	-23.3
Ted 利差	BP	16.9	-3.4	-1.1	1.8	3.5	2.9
英、美 10 年期国债利差	BP	18.4	-0.9	-4.1	-11.4	-23.7	-30.5
欧、美 10 年期国债利差	BP	-34.5	3.8	-0.4	-16.0	-9.3	17.2
日、美 10 年期国债利差	BP	-223.0	3.5	7.8	-16.0	-45.2	11.4

数据来源: Bloomberg, 安信证券

数据说明: 美国企业债国债利差: 美国 10 年期 BBB 级企业债与同期限美国国债利差

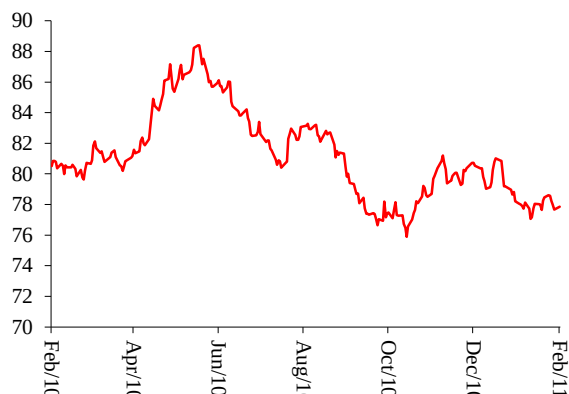
英、美 10 年期国债利差: (英国-美国), 日、美; 欧、美国国债利差分别为 (欧盟-美国), (日本-美国)

图 1: CRB 期货指数



数据来源: Bloomberg, 安信证券

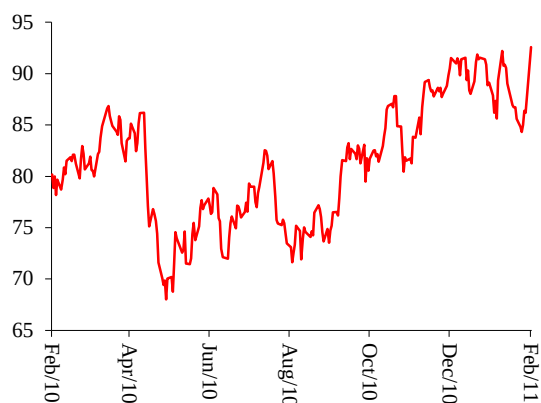
图 2: 美元指数



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 3: 原油价格 WTI

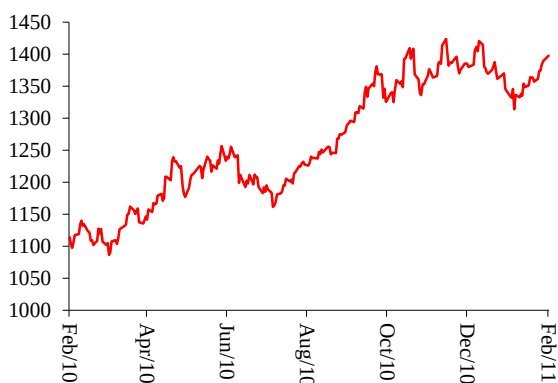
美元/桶



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 4: 黄金现货价

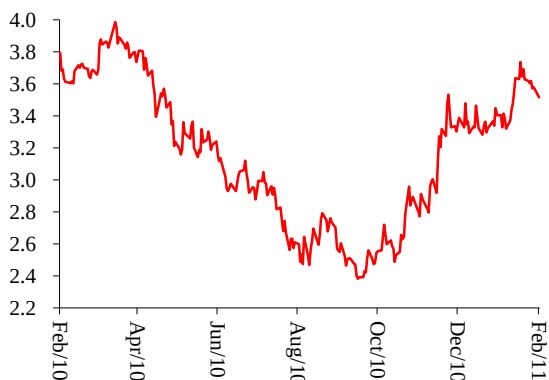
美元/盎司



数据来源: Bloomberg, 安信证券

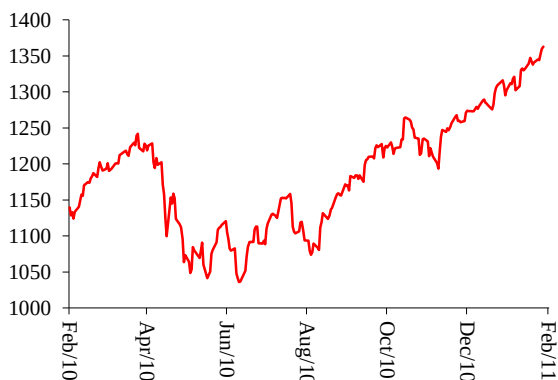
图 5: 美国十年期国债收益率

%



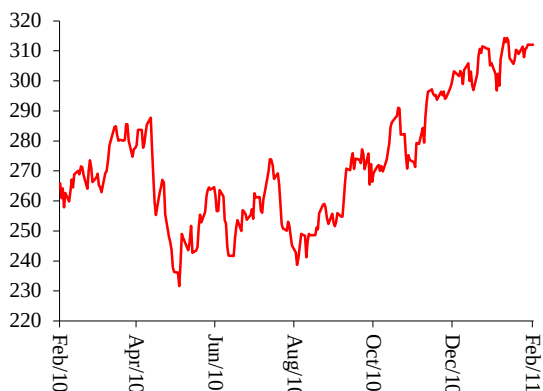
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 6: MSCI 世界指数



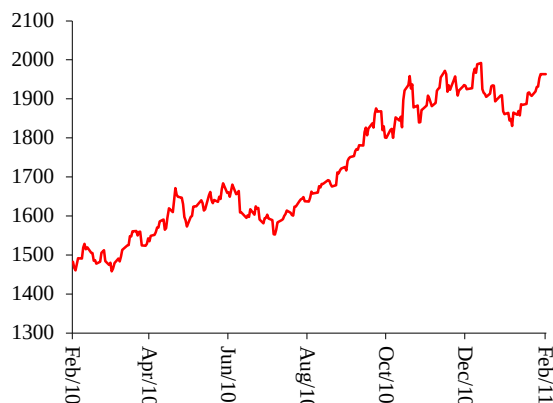
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 7：高盛能源指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 8：高盛贵金属指数



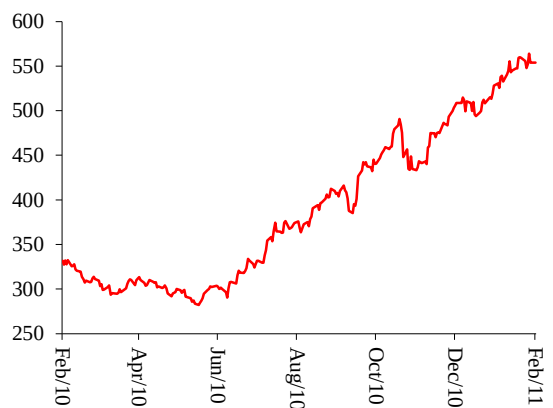
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 9：高盛工业金属指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

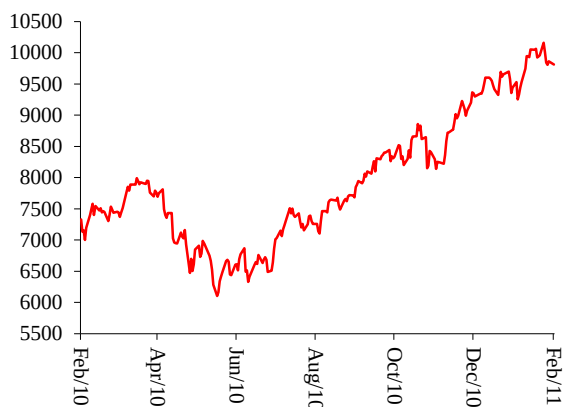
图 10：高盛农产品指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 11：LME 铜

美元/吨



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 12：LME 铝

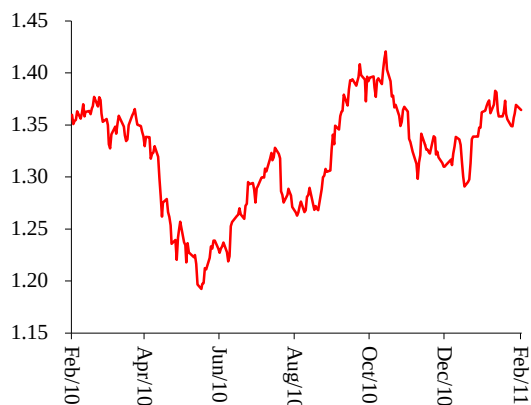
美元/吨



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 13: 欧元

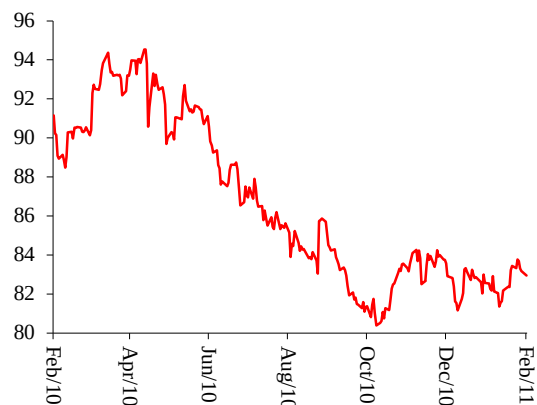
EUR/USD



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 14: 日元

USD/JPY



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 15: 英镑

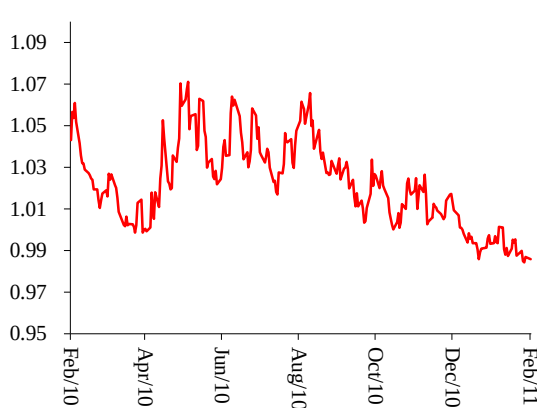
GBP/USD



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 16: 加元

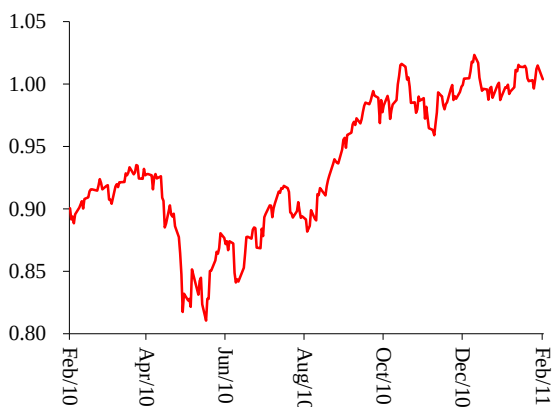
USD/CAD



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 17: 澳元

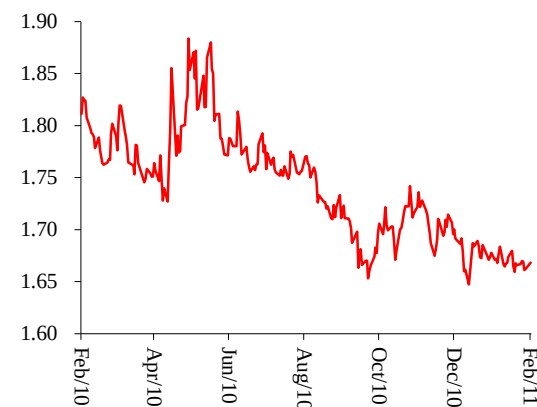
AUD/USD



数据来源: Bloomberg, 安信证券

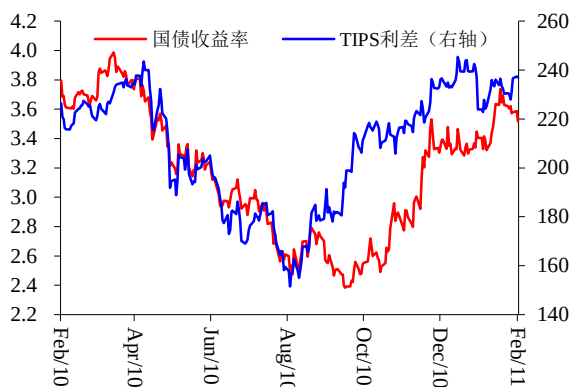
图 18: 巴西里拉

USD/BRL



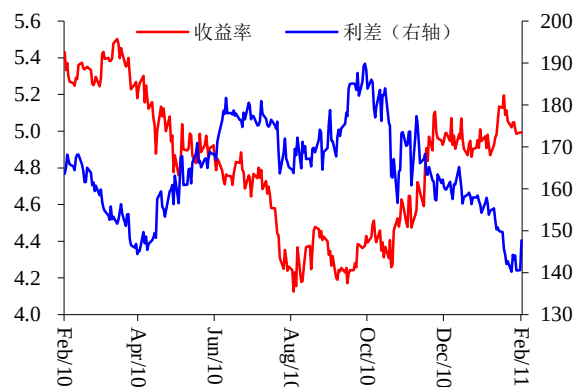
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 19: 美国 10 年期国债收益率及隐含通胀预期
%, BP



数据来源: CEIC, 安信证券

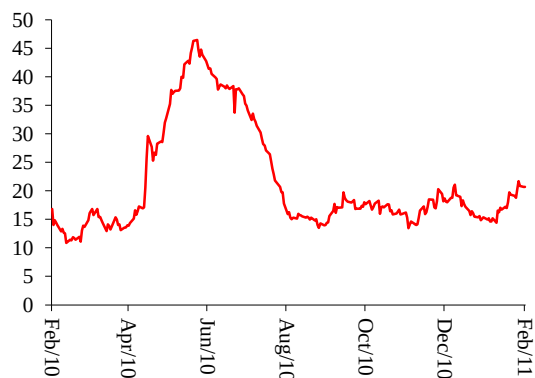
图 20: 美国 10 年期 BBB 级企业债收益率、利差
%, 与同期限美国国债的利差 (BP)



数据来源: CEIC, 安信证券

图 21: Ted 利差

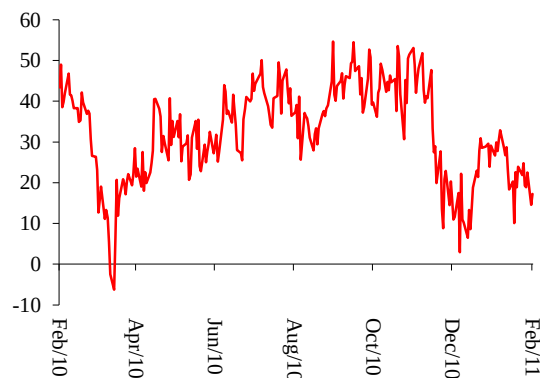
BP



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 22: 英、美 10 年期国债利差

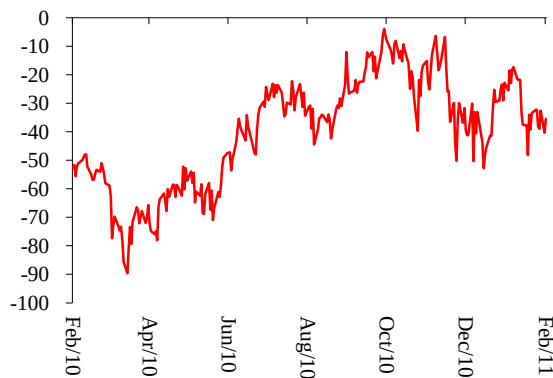
BP, 英国-美国



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 23: 欧、美 10 年期国债利差

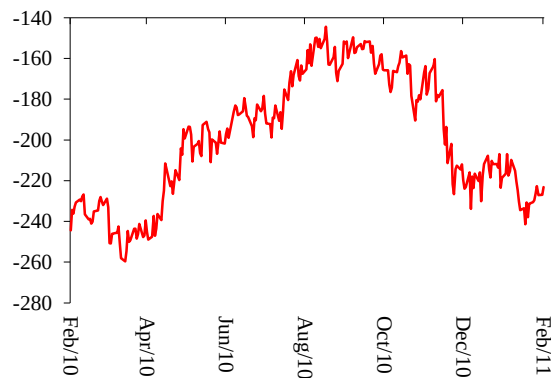
BP, 欧盟-美国



数据来源: CEIC, 安信证券

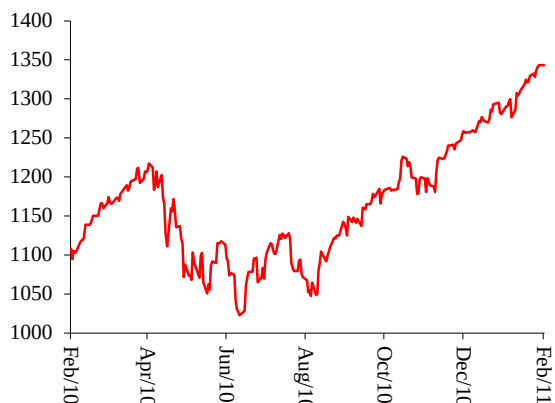
图 24: 日、美 10 年期国债利差

BP, 日本-美国



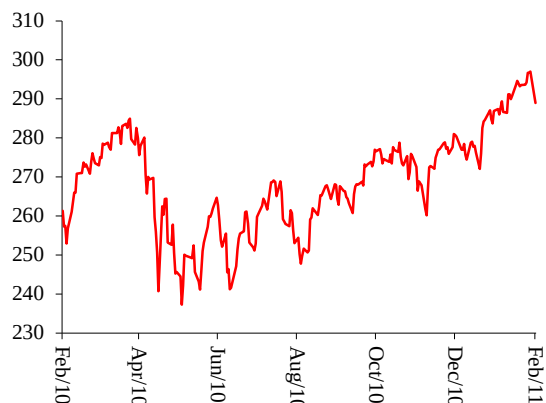
数据来源: CEIC, 安信证券

图 25：标普 500 指数



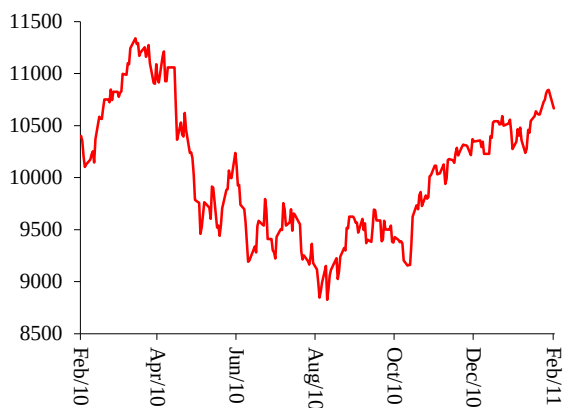
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 26：道指欧洲指数



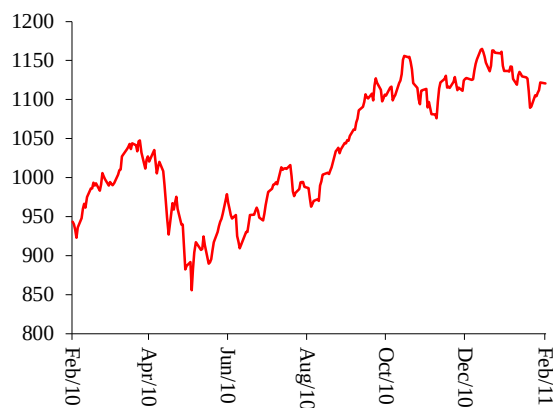
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 27：日经 225 指数



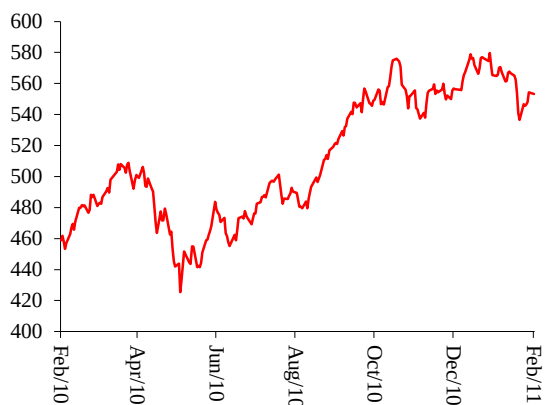
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 28：MSCI 新兴市场指数



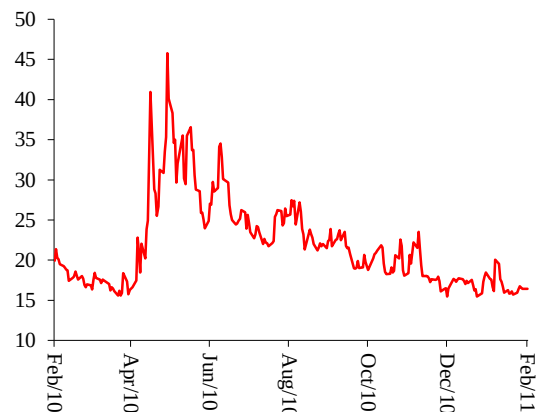
数据来源：Bloomberg，安信证券

图 29：MSCI 亚洲指数（除日本）



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 30：VIX 指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、莫倩、尤宏业分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034