

2011 年 3 月 21 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: jieliu13@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 3 月 18 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 3 页。

全球资产价格继续大幅波动，日本地震影响深远

回顾 2011 年一季度投资主题：规避 β 风险，平衡资产配置

如果投资者还记得的话，我们在去年底和今年初分别发表了两份 2011 年的投资报告，它们的标题分别是：“2011 投资主题：在增长和波动中投资”和“2011 年一季度投资主题：规避 β 风险，平衡资产配置”。新兴市场的通胀（尤其是我们对食品价格的担心），欧洲债务危机的延续（尤其是债务到期日的集中）和地缘政治（这个话题时我们去年底开始提及），是我们当时提出要在 2011 年一季度规避 β 风险和平衡资产的判断依据。日本的地震不是我们能够预测的，但其显然为资本市场的动荡“雪上加霜”。

回顾 2011 年至今 A 股市场的走势，我们不难发现“规避 β 风险和平衡资产配置”的策略在今年一季度还是起到很好的投资效果的：

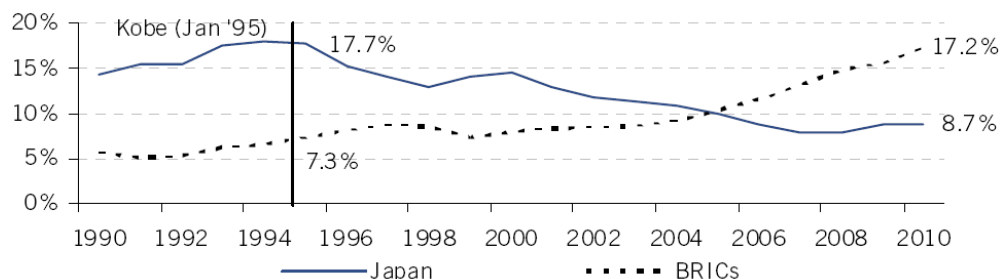
1. 平衡资产配置策略：2010 年表现优异的行业，在今年一季度的表现均相对落后，尤其是信息技术和医疗保健这两个行业在 2010 年位居十大行业涨幅前两位，而在今年一季度则处于垫底的地位。对于从 2010 年表现优异的行业向表现落后的行业再分配资产这一点，我想在此引用我们在去年底策略报告中的一段话：“……中国股市在 2010 年是全球为数不多的增长型公司表现大幅好于价值型，高分红公司的市场，因此，我们认为中国投资者在 2011 年应该更加注重资产在增长和估值及分红间的平衡配置，尤其在上半年（一季度）政策风险较大和欧洲债务风险比较高的情况下，更应该注重规避 β 风险……”

2. 规避 β 风险：2011 年至今可以说是近代我们所遇到的“外部冲击”最为严重的时期之一，规避了 β 风险可以有效提高风险调整后收益率，这对机构投资者尤为重要。而即使从绝对收益率来看，低 β 行业的表现也占优。

日本地震影响深远

如果说 1995 年 1 月日本发生的阪神大地震可以为我们提供一些历史经验的话，那么其 GDP 占全球的比重在地震以后的 10 年中从 18% 下降到 8% 可能是最为显著的影响之一了。我们虽然不能简单的根据这一现象来对其内在联系作结论（尤其是日本在此期间经历了“失去的 20 年”中的 10 年），也不能因此对未来日本 GDP 的走势做出预测，但本次福冈地震对日本经济的创伤将是长远的：和阪神大地震相比，本次地震的震级和破坏力都要大很多，而且本次地震对日本核电站的打击也是阪神大地震所不可比拟的。震后重建当然会在一定程度上和时间内对经济增长做出积极的贡献，但地震对日本经济结构和环境的破坏将产生更大和更深远的影响：日本领土狭小，资源匮乏，对能源使用效率要求很高，这就决定了它在应对超出其承载范围内的外部冲击时的经济弹性的不足（不像中国或美国）。再加上人口结构的老龄化和国家债务负担过重（虽然内债较多，但随着人口老龄化的加重，其债务问题会逐渐突出），我们对日本经济的未来，尤其是中长期，很不看好。

日本占全球 GDP 比重从阪神大地震后下降了 9%，在此期间，金砖四国 GDP 的比重上升了近 10%

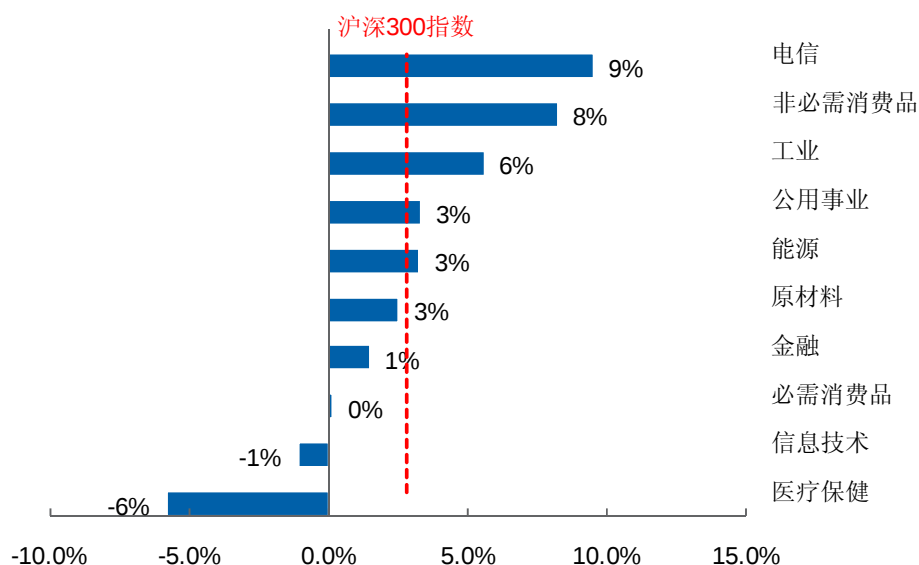


Source: IMF and CIRA

全球资产表现对比：上周全球主要股市均下跌，A 股表现继续优于主要发达市场，而在 2011 年，A 股已经成功超过全球主要市场的涨幅，其他新兴市场的表现则依然落后；美国债依然是为数不多的上涨的资产，继续受益于投资者对避险的追求；而美元则没那么幸运，继续下跌，美元指数年内的跌幅已经达到 4.2%

3/18/2011	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	3,216	0.6%	-1.0%	-1.3%	-2.4%	2.8%
标普500	1,279	0.4%	-1.9%	-4.8%	9.7%	1.7%
道指	11,859	0.7%	-1.5%	-4.3%	10.0%	2.4%
纳指	2,644	0.3%	-2.6%	-6.7%	10.6%	-0.3%
欧洲50	2,793	0.2%	-3.2%	-9.0%	-4.2%	0.0%
MS 全球指数	1,280	1.6%	-2.7%	-6.1%	6.9%	0.0%
MS 新兴市场指数	1,091	-0.4%	-1.5%	-2.7%	9.0%	-5.2%
债市						
美国5年期国债收益率	1.94	1.2%	-5.8%	-14.7%	-19.9%	-3.5%
美国10年期国债收益率	3.27	0.4%	-4.0%	-8.7%	-11.1%	-0.8%
美国30年期国债收益率	4.42	-0.4%	-2.9%	-5.7%	-3.8%	1.9%
商品市场						
全球商品市场指数	351.2	0.7%	-0.2%	2.7%	27.4%	5.5%
原油	114.5	-0.3%	0.6%	11.3%	35.7%	20.6%
期铜	433.9	-0.1%	3.1%	-3.5%	26.4%	-2.3%
黄金	1418.9	1.1%	0.1%	2.1%	25.9%	-0.1%
农产品市场						
玉米	683.5	5.7%	2.9%	-5.1%	61.6%	7.4%
小麦	723.0	1.8%	0.6%	-15.5%	24.2%	-11.9%
糖	27.7	3.6%	-4.0%	-2.5%	60.6%	-5.5%
大豆	1362.5	2.0%	2.1%	-1.3%	41.9%	-3.3%
棉花	199.1	3.6%	-2.8%	2.1%	160.3%	44.7%
美元						
美元指数	75.72	-0.4%	-1.4%	-2.5%	-5.6%	-4.2%

沪深 300 各行业在 2011 年走势：电信，非必需消费品和工业依然占据涨幅的前三位，能源类股则在油价继续高企的帮助下继续向上攀升，除核能以外的新能源行业则受到日本地震对核能负面消息的鼓舞



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。