

分析师： 王小军

执业证书编号： S0050510120020

Tel: 010-59355881

Email: wangxj@chinans.com.cn

地址： 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**相关研究**《风险资产价格超越基本面——海外市场
月报》 2010-08-07《海外市场下半年投资策略：系统性风险远
未消除》 2010-06-25《二 季 度 香 港 股 市 投 资 策 略 》
2010-04-08**风险资产价格静待柳暗花明**

海外市场 2011 年中期展望

投资要点

- 日本“311”地震、油价高企导致今年上半年主要发达经济体经济增长疲软、通胀走高。预计随着这两大因素逐渐消除，今年三季度，发达经济体经济增速将有所加快，但缺乏持续增长动力将使得三季度的增长昙花一现，四季度经济增速可能再次放缓。
- 美国经济疲软的表面原因是通胀上升影响消费需求，日本地震对供给端产生负面影响，深层次原因是通过资产价格上涨带动经济增长的方式遇到瓶颈。
- 美国上一轮经济增长就是房地产和股市的繁荣带动的，QE1、QE2 的核心思想仍然是通过资产价格上涨推动经济增长，但 QE2 同时也带动了通胀上行，令其政策效果大打折扣。推出 QE3 弊端不小，但短视的决策们可能会选择铤而走险。
- 希腊不会违约，但债务危机远未结束。希腊违约可能导致欧元区经济衰退、全球信贷紧缩、欧元重挫等一系列严重后果，违约成本远高于不违约的成本。况且没有人愿意看到希腊违约。但在美国摆脱困境、欧洲财政整顿完成之前，欧债危机仍不会结束。
- 欧债危机对区内国家的影响截然不同，边缘国家岌岌可危，而核心国家却加速增长。整体而言，下半年欧元区经济增长将较二季度略微回升。中期内，财政整顿将持续压制经济增速。
- 2011 年下半年全球金融市场的走势主要取决于美国经济状况及由其决定的货币政策取向，欧债危机的进展。我们认为高风险资产价格三季度将表现疲软，但四季度可能会因为再度量化宽松而出现新一轮大幅上涨。

正文目录

第一部分：美欧经济展望	3
一、美国经济	3
1、资产价格难以带动美国经济持续增长.....	3
2、仍有可能推出 QE3	7
二、欧洲经济	7
1、希腊不会违约，但债务危机远未结束.....	7
2、债务危机对欧洲经济整体影响仍然有限.....	8
第二部分：全球金融市场	10
1、美国股市将先抑后扬	10
2、美元指数可能先扬后抑	11
3、商品价格将剧烈波动	12

图表目录

表 1：主要经济指标预测	3
图 1：美国失业率、ISM 制造业指数、工业产值.....	3
图 2：美国 CPI、核心 CPI 同比与环比增速	4
图 3：美国 GDP、股价、房价	5
图 4：原油价格、CRB 指数与实际消费支出.....	6
图 5：二手房销量与库存销售比.....	6
图 6：德国与欧元区边缘国家十年期国债收益率.....	8
图 7：欧元区与德国失业率	9
图 8：标普 500 指数盈利预测	10
图 9：标普 500 指数市盈率	10
图 10：美元指数	11

第一部分：美欧经济展望

日本“311”地震对全球汽车、电子和化工等产业链造成巨大冲击，油价高企影响了美欧消费国的实际消费支出，这两大因素导致今年上半年主要发达经济体经济增长疲软，通胀高企，进而拖累全球经济。预计随着这两大因素的逐渐消除，今年三季度，发达经济体经济增速将有所加快，但缺乏持续增长动力将使得三季度的增长昙花一现，四季度经济增速趋于下行。美国仍有可能表达推出 QE3 的意愿，而欧洲央行将继续将控制通胀放在首位。

表 1：主要经济指标预测

指标	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	2011F
全球 GDP 增速 (%)	4.3	4.1	4.3	4.2	4.5	4.3
美国 GDP 增速 (%)	2.3	2.5	2.6	2.5	2.8	2.6
欧元区 GDP 增速 (%)	2.5	1.8	1.7	1.8	1.5	1.7
美国基准利率 (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧元区基准利率 (%)	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	1.37

数据来源：民族证券

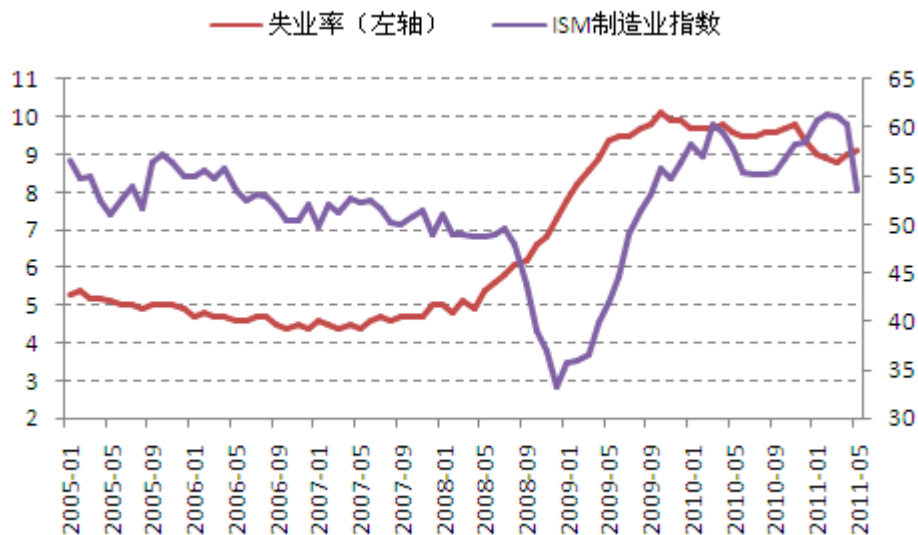
一、美国经济

传统理论认为，经济增长决定资产价格，但对美国经济而言，实际情况是资产价格与经济增长互为因果——资产价格由经济增长决定，同时，资产价格的变化也能显著影响经济增长。美国上一轮经济增长就是房地产和股市的繁荣带动的，QE1、QE2 的核心思想仍然是通过资产价格上涨推动经济增长，但 QE2 同时也带动了通胀上行，令其政策效果大打折扣。推出 QE3 弊端不小，但短视的决策者们可能会选择铤而走险。

1、资产价格难以带动美国经济持续增长

近期美国经济显示出疲软的迹象，市场对美国经济前景和货币政策的分歧逐渐加大。美联储上周三公布的褐皮书显示，在过去八周当中，美国经济仍在持续扩张，但有减速迹象。12 家地方联储辖区中，有 10 个辖区经济增长稍有走软，里奇蒙德联储辖区好坏参半，只有达拉斯联储称经济加速增长。这一报告并不令人意外，因为自 4 月底美国商务部公布 1 季度 GDP 数据以来，包括就业、制造业、住宅、消费、工业等多个领域均出现减速迹象。这一现象引发了市场对美国经济前景和货币政策的诸多猜测，分歧逐渐加大。悲观者认为美国经济将二次探底，QE3 势在必行；乐观者认为这只是复苏途中的小插曲，下半年将加快增长，QE3 渐行渐远。

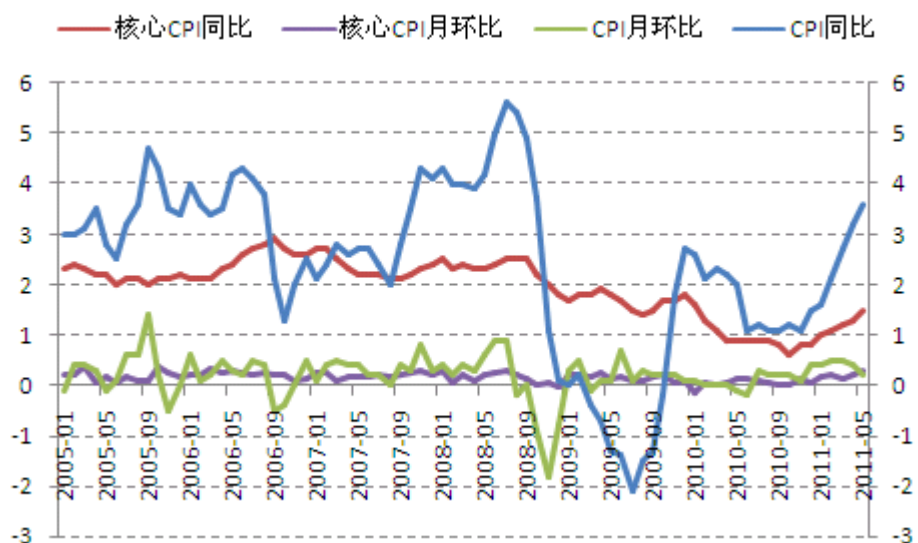
图 1：美国失业率、ISM 制造业指数、工业产值



数据来源：Bloomberg、民族证券

美国经济短期疲软表现为家庭消费增长放缓，企业产出下滑，表面原因在于通胀上升影响消费需求，日本地震对供给端产生的负面影响仍在持续。在宽松货币政策与经济复苏的推动下，美国通胀水平逐渐走高，4月CPI同比增速高达3.2%，创2008年10月以来新高；2010年10月以来，近几个月CPI环比增速均在0.4-0.5%，年化增速约为5-6%；扣除能源与食品价格的核心CPI同比增速也呈现出加速上涨的趋势，显示出能源与食品价格的上涨正在向核心消费领域传导。油价上涨对美国消费需求的负面影响尤为明显，油价上涨使得美国消费者在汽油上花费更多，但不能转化为带动经济复苏的动力。日本地震对全球汽车、电子、化工等行业产业链的影响巨大，远超市场此前的预期。大地震造成汽车行业供应链断裂，美国汽车行业遭受重创，美国4月汽车产量下降8.9%。供应链遭遇重大损失，导致美国工业产出10个月以来首次下降。

图2：美国CPI、核心CPI同比与环比增速

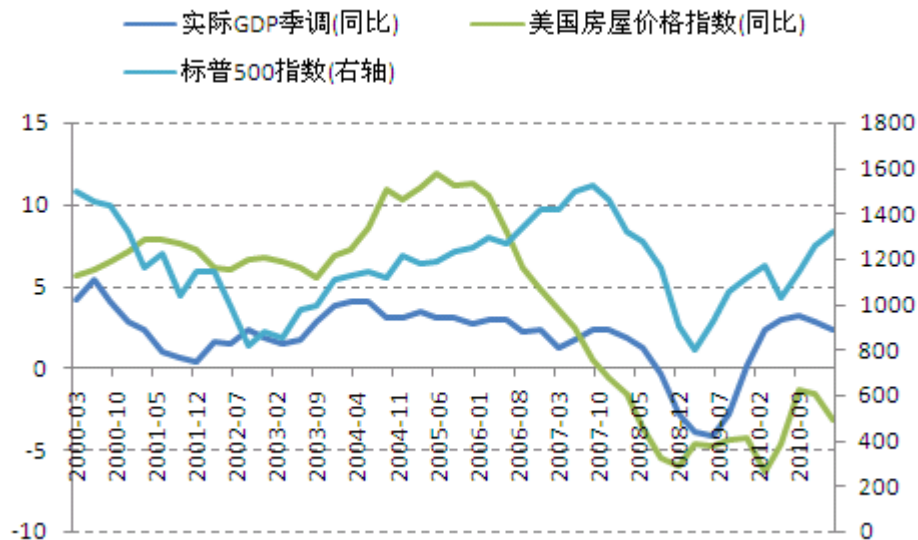


数据来源：Bloomberg、民族证券

美国经济增长乏力的深层次原因在于通过资产价格上涨带动经济增长的方式遇到瓶颈，因宽松货币政策在带动资产价格上涨之后，也带动了通胀上行。金融危机后，美国经济缺乏

带动下一轮增长的引擎，如果不是史无前例的政策刺激，恐怕美国经济难以摆脱“大萧条”的命运。实际上，金融危机前后，美国经济增长模式并没有改变，依旧是通过资产价格上涨带动消费，进而带动企业增加投资支出、增加雇佣，如此形成正反馈循环。QE1 于 2009 年 3 月开始实施，2010 年 3 月底结束，期间美国股市持续攀升，标普 500 指数涨幅高达 73%，美国住宅价格在 2009 年 4 月至 10 月间出现短暂的止跌回升，涨幅为 5.2%。资产价格上涨对经济的正面带动十分明显，美国在 2009 年中期触底反弹，当年 2、3、4 季度的 GDP 环比增速分别为-0.7%、1.6%和 5.0%，2010 年 1 季度增速也维持在 3.7%的较高水平。

图 3：美国 GDP、股价、房价

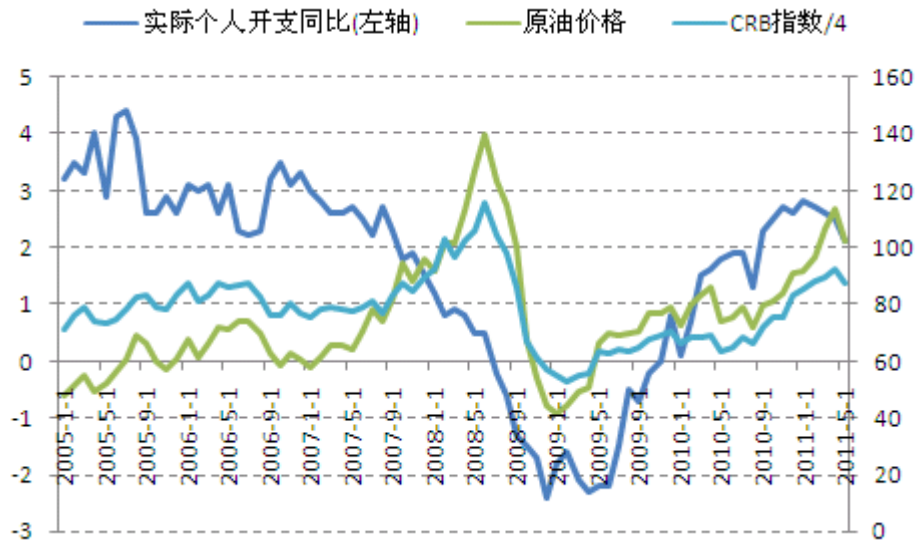


数据来源：Bloomberg、民族证券

QE1 到期加上欧债危机，美国股市在 2010 年 2 季度和 3 季度大部分时间里处于调整状态，住宅市场也表现不佳，2010 年 2、3 季度 GDP 增速回落至 1.7%、2.6%。经济明显回落迫使美联储考虑实施 QE2，2010 年 8 月底，美联储向市场表达实施 QE2 的意愿。受此刺激，美国股市展开新一轮上涨，标普 500 指数最大涨幅达到 28.3%（最高点出现在 2011 年 2 月 18 日），虽然住宅市场再度下滑，但下滑程度较为温和，资产价格总体呈现上涨的态势。资产价格上涨再次推动美国经济增长，2010 年 3 季度末期以及 4 季度美国经济表现强劲，4 季度 GDP 增速升至 3.1%。

全球范围内尤其是主要新兴经济体的持续紧缩政策对经济增长的负面作用逐渐体现出来，美国经济也受到负面冲击，同时，上市公司通过削减人工成本获取高利润也不如 2009、2010 年容易（近两年来失业率整体呈现下降趋势），因而近期美国股市表现挣扎。即使美国股市重新上升，但由于基数已经很高，对家庭财富以及美国经济的正向推动将越来越艰难，况且还有两个十分重要的因素在起负面作用。首先是通胀高企部分对冲了美国股市的上涨，资产持有者的实际财富低于名义财富。QE1 实施时，美国刚陷入通缩，股市的名义涨幅很大，实际涨幅更大；QE2 即将实施时，美国通胀水平仍然很低，CPI 同比增速仅为 1.1%，有重新陷入通缩的趋势，此时股市上涨的财富效应仍然很强。但随着 2011 年 2 月以来油价飙升，美国通胀水平迅速上升，股市上涨带来的财富效应大幅降低。其次是住宅市场再次探底。2010 年 7 月以来，美国住宅价格持续下行，而住宅占美国家庭财富的比重最大，该市场的再度低迷对消费构成很大压力。

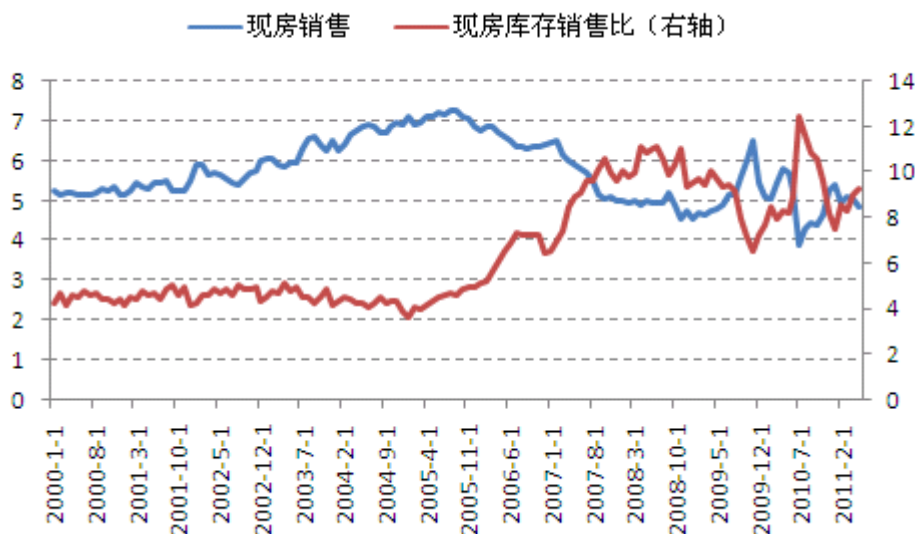
图 4：原油价格、CRB 指数与实际消费支出



数据来源：Bloomberg、民族证券

通过上述分析，可以判断日本地震的负面影响逐渐消除将在三、四季度对美国经济产生正面推动，但更为关键的是资产价格与通胀的相对走势。我们认为，短期内，资产价格有继续下滑的趋势，而通胀仍会继续上升，经济下行风险仍然较大。QE2 即将到期，企业去库存使得经济数据难看，这两大因素将制约美国股市的表现，短期内美国股市下行风险上升。一旦住宅价格有所反弹，大量持有房屋的家庭或者银行将会抛售，以改善其千疮百孔的资产负债表，影子库存将牢牢压制住宅价格。就业市场改善缓慢，失业率仍处于高位，建筑商信心低迷，住宅价格仍倾向于下行。能源与食品价格上涨对其他消费领域的传导正在进行，通胀压力倾向于上行。即使环比增长为零，今年 5、6、7 月的 CPI 同比增速也会分别达到 3.3%、3.5%、3.1%，更何况今年以来通胀有加速的趋势。今年前 4 个月，CPI 环比增速分别为 0.4%、0.5%、0.5%和 0.4%。粗略估算，今年美国 CPI 同比增速的高点将肯定超过 4%。

图 5：二手房销量与库存销售比



数据来源：Bloomberg、民族证券

2、仍有可能推出 QE3

美国未来货币政策的取向需要权衡多个方面，下半年继续放松的可能性大于按兵不动或收紧的可能性。货币政策如果继续放松，实施 QE3，好处在于可以将利率压制在低位，家庭、企业和政府均可以以较低的成本借贷，同时将债务货币化；坏处在于通胀面临失控的风险，实际需求将因通胀上升而承压，滞胀风险上升。如果按兵不动或收紧，好处在于商品价格涨势能得到遏制，通胀将受控，毕竟需求不及历次经济复苏后货币政策收紧时强劲，另外有利于中长期经济转型；坏处在于利率将大幅上升，一方面，住宅市场将再下一个台阶，经济二次探底，另一方面，政府债务负担雪上加霜。**权衡利弊，更在意政治前途的短视的决策者们更有可能选择继续放松货币政策。**

二、欧洲经济

欧债危机虽然会对欧元区边缘国家的经济、金融系统造成负面冲击，但由于核心国家经济基本面依然强劲，欧元区整体经济短期内并无衰退的可能，其风险来自于美国、中国等外部需求放缓。

1、希腊不会违约，但债务危机远未结束

德国态度软化，近期一直困扰市场的希腊债务危机暂时得到缓解。欧债危机爆发以来，德国虽然出资救助希腊等债务危机国，但对救援一事一直态度强硬，认为不应该为不负责任的国家埋单。就在最近，德国仍然认为，为希腊提供新一轮救助时，银行、保险公司等持有希腊国债的私人部门债权人必须参与其中，应强制这些债权人接受延期还款的安排，以减轻希腊的偿债压力。德国这一表态导致市场认为希腊违约预期上升，全球金融市场大幅波动，欧元和高风险资产备受打压。转机出现在 17 日，在法国总统萨科齐与德国总理默克尔就这一问题磋商后，德国方面的态度明显软化。默克尔表示，她支持救援希腊的新方案参照“维也纳倡议”，即银行等私人部门债权人同意自愿用所持有的到期国债换购新发行的国债，从而不构成债务重组，以避免债务国银行体系崩溃、出现雷曼兄弟倒闭时的巨大负面冲击。简而言之，私人部门投资者需要自愿接受希腊的债务延期。德国态度转向积极意味着短期内希腊违约的概率大幅降低。

德国态度软化的原因在于希腊违约的后果十分严重，对欧元区的冲击尤其严重。可以设想，希腊不违约的代价是什么？是德国、法国、欧洲央行、欧盟对希腊、爱尔兰、葡萄牙等国没完没了的救援，其他几方能够接受，但保守的德国认为不能纵容这些不负责任国家的道德风险，虽然救援资金构不成大问题。反过来，希腊违约的代价是什么？首先，债权人遭受损失。希腊国债的主要持有者是法国、德国和英国的银行，它们占 530 亿美元中的大部分。这些银行遭受损失意味着欧洲信贷市场将会再次紧缩，这对以间接融资为主的欧洲金融市场打击将会十分沉重。其余直接或间接暴露在希腊债务的金融机构也会面临损失的风险。欧元区经济将不可避免地再次遭遇衰退，全球经济也将遭受巨大冲击。第二，会导致债务违约的连锁反应。希腊违约将会展示出可怕的示范效应，与希腊情况类似的爱尔兰和葡萄牙可能也会选择违约，这会使事态进一步恶化。第三，全球金融市场加剧动荡。欧元将大幅贬值，短期内失去与美元抗衡的能力，高息与商品货币将走软。高风险资产，如全球股市、贵金属以外的大宗商品价格将会大幅下挫。两相比较，希腊违约的成本远高于不违约的成本，因而我们认为，希腊不会违约。

虽然我们认为希腊不会违约，但欧债危机远未结束。在 2010 年 2 月时，我们提出发生希腊债务危机的重要原因之一是美元与欧元的货币博弈。在 2010 年 6 月欧盟、欧洲央行和 IMF 联合推出 7500 亿救助计划，希腊债务危机暂时平息后，我们提出欧债危机远未结束，可能仅仅过去 1/3。目前我们仍然认为美元与欧元间的博弈还将持续，因为美元自身麻烦重重。美国打压欧元的基本套路是利用国际三大评级机构（标普、穆迪、惠誉）、市场权威人士（如美联储前主席格林斯潘、著名投资人索罗斯等）等在全球金融市场上的话语权，发表不利于欧元的评级报告或言论，由于金融市场具有“自我实现”的功能，这些负面信息最终得以兑现并深化。在美国经济缺乏持续增长动力、美国财政状况岌岌可危的背景下，美元面临持续的下行压力，更何况美联储有可能会在下半年推出 QE3。如果任由金融市场自由运行，美元的国际地位必将稳步下降，这是美国政府所不愿看到的。作为美元最大的竞争对手，欧元受到持续冲击也将在所难免。“欧猪五国”也的确给予了美国这样的机会。因而，我们判断在美国摆脱困境、欧洲财政整顿完成之前，欧债危机仍不会结束。

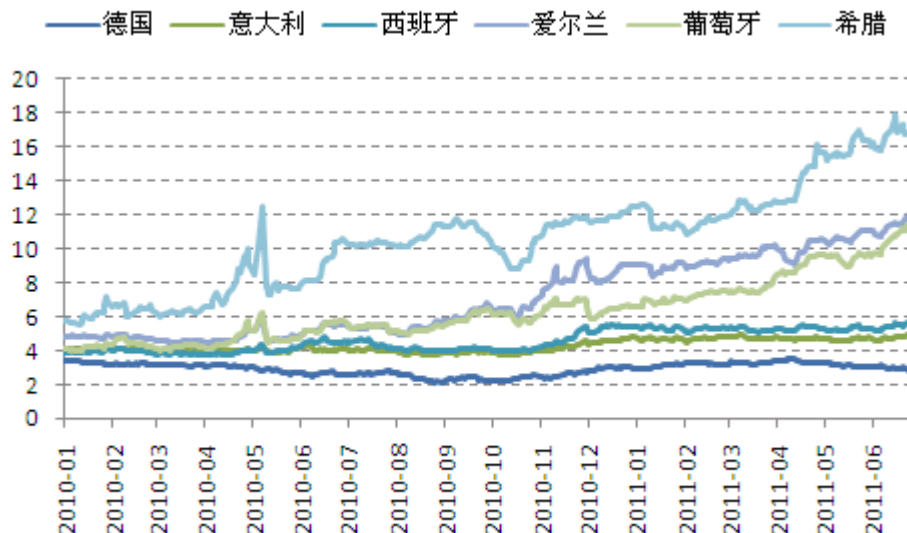
但我们认为欧元区不会解体，因为这不符合各方利益。不少激进的市场人士认为，欧债危机最终会导致欧元区解体，德国或者希腊脱离欧元区。但我们认为发生这一情景的概率极低，因为没有国家真正愿意接受这样的结局。对于希腊而言，留在欧元区最大的好处在于能以较低的成本融资，以维持高福利、掩盖实体经济竞争力的不足；不利之处在于，需要接受救援而附加的财政紧缩。对于德国而言，虽然救援希腊等国招致国内不满、损害国内纳税人的利益，但统一货币给本国贸易带来的好处远大于此，因为德国对欧元区内的出口占其总出口的 60% 以上。更重要的是，对于美国而言，欧元区解体意味着美国将需要直接面临德国、法国等老牌欧洲强国，鉴于德国经济的强大竞争力以及德国政府的严谨态度，德国马克的坚挺程度应该不输于欧元，况且德国与美国在各方面有诸多分歧。作为多国货币，欧元汇率表现出很强的弹性，其基础由德国、法国等核心国家决定，但希腊等外围国家是“短板”，容易遭受攻击，这无疑有利于美元“收放自如”。

最终结果是中期内欧元区财政整顿，经济增速受到压制，欧元对美元的威胁有所降低。欧元的长期前景尚不明朗，主要取决于各国财政整顿的情况、经济结构调整能否提高竞争力。从技术上讲，欧盟、欧洲央行和 IMF 联合救助希腊不成问题，前提是希腊国会通过紧缩性财政政策和出售国有资产的法律。我们认为，考虑到违约带来的严重后果，希腊将最终通过欧元区财长们提出的这些附加条件，并获得第二批贷款。金融危机后的过度财政刺激已经对宏观经济和金融市场的中长期前景构成重大挑战，整个欧元区必须继续整顿财政，进行结构化改革以提高竞争力，才能避免被美国拉开距离、被增长强劲的新兴经济体赶超。中短期内，财政整顿将压制需求，欧元区经济将以低于趋势增速的水平运行。

2、债务危机对欧洲经济整体影响仍然有限

欧债危机对区内国家的影响截然不同，边缘国家岌岌可危，而核心国家却加速增长。欧债危机对边缘国家的影响在于持续紧缩的财政政策以及融资成本飙升导致经济停滞或者持续衰退。希腊至今没有摆脱衰退的主要原因在于经济衰退与债务问题形成恶性循环，经济缺乏竞争力使得希腊无法破解这一循环，只能依靠外部援助。短期内，这一问题仍无法得到解决。

图 6：德国与欧元区边缘国家十年期国债收益率

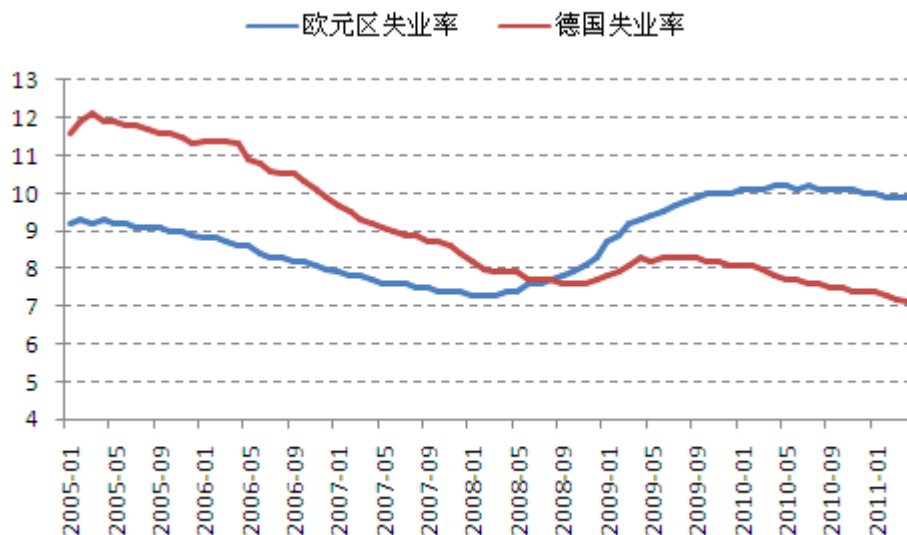


数据来源：Bloomberg、民族证券，截至 2011 年 6 月 28 日

欧债危机对核心国家的影响总体偏正面。正面影响在于统一的汇率使得核心国家的产品更有竞争力，带动其出口及企业投资。德国总出口中超过 60%是在区内，区外不足 40%。负面影响在于核心国家同样需要实施紧缩的财政政策，不过力度远不及边缘国家。

欧元区核心国家经济增长的风险因素主要来自于美国、日本、中国等外部需求的放缓，这在二季度已经有所体现。随着三季度日本复产，欧元区核心国家经济增长可能再度加快。

图 7：欧元区与德国失业率



数据来源：Bloomberg、民族证券

就欧元区整体而言，短期内经济增长有所放缓，但下半年增速有望略微回升。

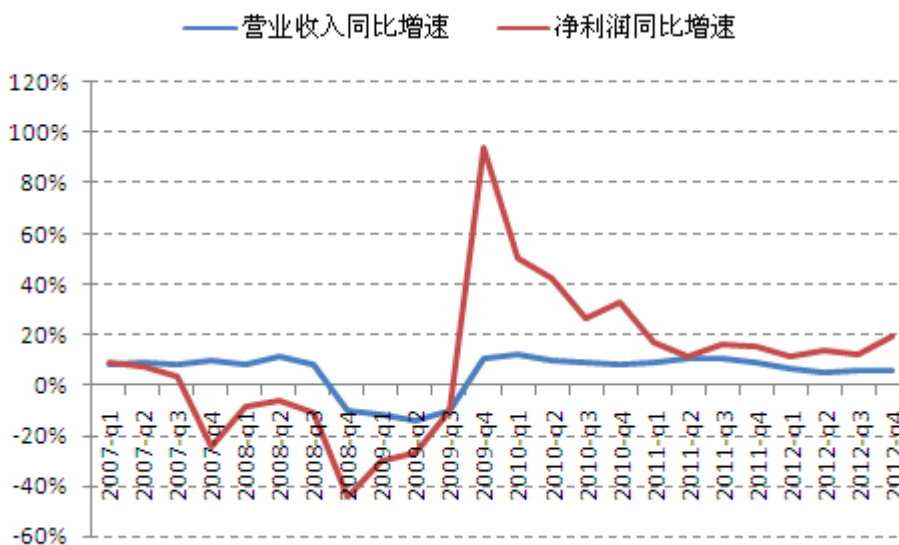
第二部分：全球金融市场

总体而言，我们认为，2011年下半年全球金融市场的走势主要取决于美国经济状况及由其决定的货币政策取向，欧债危机的进展。随着日本在三季度中后期逐渐恢复产能、美国通胀率放缓，三季度美国经济增速将会有所上升，但四季度增速并不容乐观，美联储出台 QE3 的概率大于 50%。另一方面，希腊虽然不会违约，但欧债危机远未结束。与之相对应的是，风险资产价格将在三季度大部分时间里表现疲软，但四季度可能会因为再度量化宽松而出现又一轮大幅上涨。

1、美国股市将先抑后扬

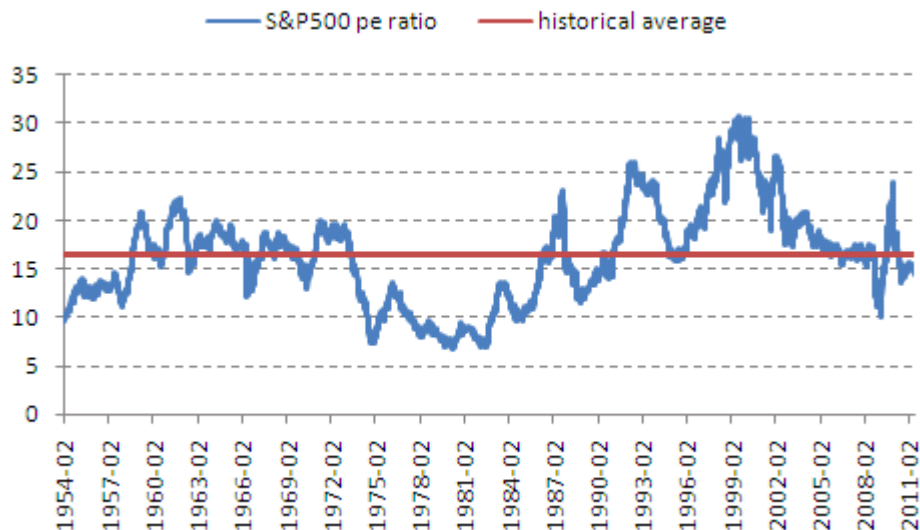
决定全球股市尤其是美国股市走势的关键因素是美国经济状况、上市公司盈利状况、估值水平以及货币政策走向。在原油价格上涨的带动下，美国通胀水平逐渐走高，5 月份 CPI 同比增长 3.6%，为 2008 年 10 月份以来最高，核心 CPI 同比增速也逐步抬高。更重要的是，能源和食品价格的上涨正在向核心消费领域传导。随着 5 月初以来，油价逐渐回落，5 月份 CPI 环比增速明显低于今年前 4 个月，但 5 月份核心 CPI 却加速上行。我们认为，随着原油价格的再次回落，通胀水平将在三季度有所缓解，实际个人消费支出将会好于 1、2 季度，美国经济在 3 季度的表现将会明显好于前两个季度。我们认为美国在 4 季度仍然会有较好的表现，但由于基数的原因，4 季度增速将会明显低于 3 季度。随着就业市场逐渐好转，美国上市公司的成本正在逐渐上升，最近几个季度的情况充分显示了这一点——上市公司营业收入同比增速保持在相对正常的增长水平，但净利润同比增速却逐渐下滑，但仍远高于前者。随着就业市场的进一步好转，两者之间的差距将逐渐缩小，因而上市公司盈利超预期的可能性逐渐减小。估值水平较低给美股提供一定程度的支撑。当前标普 500 指数市盈率仅为 14.4 倍，低于 16.5 倍的历史平均水平。最后，货币政策可能对股市产生重要影响，一旦美联储向市场表达实施 QE3 的意愿，美股将迎来新一轮上涨。总体而言，我们认为美国股市在三季度的表现将会相对温和，四季度可能会迎来较大幅度的上涨。

图 8：标普 500 指数盈利预测



数据来源：Bloomberg、民族证券，截至 2011 年 6 月 28 日

图 9：标普 500 指数市盈率

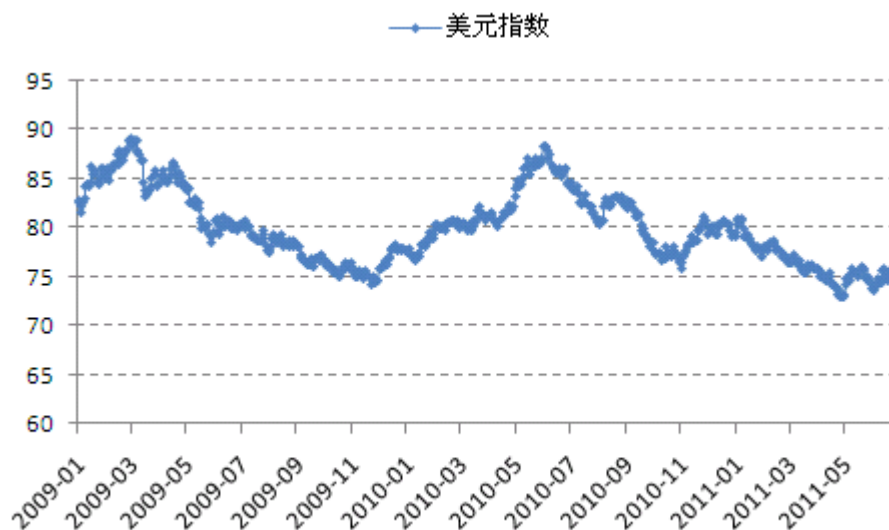


数据来源：Bloomberg，民族证券，截至 2011 年 6 月 28 日

2、美元指数可能先扬后抑

美元走势取决于欧债危机的进展、美国经济状况与美联储货币政策取向。虽然我们认为希腊不会违约，但欧债危机并未结束。就希腊本身而言，多方联合出资救助只能解一时之困，并不能帮助希腊经济恢复增长。希腊经济的中短期问题在于，过高的融资成本、刚性的汇率机制压制了其增长潜力，经济衰退与公共债务形成恶性循环，依靠自身并不能解决巨额债务；长期的问题在于经济结构单一，过度依赖外部环境，起伏波动大。因而，在希腊财政整顿结束、经济恢复增长前，希腊债务危机将会“间歇性发作”。不仅仅是希腊，与其情况类似的爱尔兰、葡萄牙，甚至是西班牙和意大利都蕴藏着巨大风险，随时有再度引爆的可能。如果美国经济在 QE2 结束后再度大幅下滑，那么美联储可能会考虑 QE3。推出 QE3 必然会伤及美元，欧债危机是对冲美元的下跌空间的最好工具，因为欧元是唯一能与美元相抗衡的货币。反过来，投资者可以通过美元的走势来判断 QE3 出台的可能性。如果美元指数在三季度持续反弹至 80 甚至是 85 以上，那么出台 QE3 的可能性就很大。

图 10：美元指数



数据来源：Bloomberg，民族证券，截至 2011 年 6 月 28 日

3、商品价格将剧烈波动

影响能源、基本金属价格的主要因素是美国经济状况、欧债危机与美元走势，而贵金属价格的主要影响因素是欧债危机与美元走势。2 月中旬至 5 月初，国际原油价格大幅上涨，快速推高了美国的通胀水平，对美国个人消费支出产生了显著的负面冲击，前期能源价格上涨正在向核心消费领域传导。为了支撑疲弱的消费，油价需要大幅回落，因此先后有美国试图释放战略储备、沙特和国际能源署（IEA）增产以平抑油价。由于油价回落与核心通胀涨势趋缓存在时滞，我们预计三季度欧债危机与美元走势对原油价格的影响偏负面，原油价格表现将会比较疲软，四季度可能会因为美联储进一步放松货币政策而再度上涨。由于影响因素基本相同，基本金属（伦铜、伦铝等）的价格与原油价格走势将较为趋同。贵金属（黄金、白银）的价格相对乐观，欧债危机与新兴经济体仍然没有缓解的通胀压力是对其最大的支撑，风险在于美元指数可能阶段性走强、美国通胀压力可能会放缓。

分析师简介

王小军：天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有3年证券业从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。2009年和2010年对世界经济、全球金融市场形势把握准确。

主要业绩：

1、09年4月提出美国经济可能已经度过最艰难时刻，5月提出世界经济进入筑底阶段，09年中期得到验证，观点提出时间早于市场主流；

2、10年4月初提出美国股市将要进入中期调整，5月提出欧债危机远未结束，世界经济面临新一轮下行风险。

近一年主要研究成果：

2010.6.25 《海外市场下半年投资策略：系统性风险远未消除》——详细阐述世界主要经济体面临的下行风险，判断美股本轮调整幅度将超过20%，时间约为6个月；

2010.4.30 《资本市场未充分反映风险因素——海外市场月报》——指出欧洲债务危机远未结束，提供欧元区三种可能的前景，并指出美国股市面临中期调整的压力，欧元兑美元将跌破1.20；

2010.3.9 《专题研究：2010年中国出口有望同比增长20%》——通过定量模型，测算出今年中国出口同比增速将逐季下滑，全年约为20%；

2009.11.16 《资产膨胀型向实体再造型转变的美国经济再平衡——海外市场2010年投资策略》——指出2010年美国股市将是前高后底的走势，中期内美元将表现得相对强势。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司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或征价。我公司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。我公司或关联机构可

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn