



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

投资策略报告

证券研究报告

2011 年 12 月 23 日

全球市场

研究部

黄海洲*

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010050
huanghz2@cicc.com.cn

常宇亮, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511030016
yuliang.chang@cicc.com.cn

李志勇

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010005
lizy@cicc.com.cn

2012 全球市场展望

分析框架、关注事件、政策空间

全球金融市场表现:

2011 年发达国家股市显著跑赢新兴市场, 美国标普 500 指数年内微跌 1%, 欧洲下跌 14% 左右, 而 MSCI 新兴市场指数下跌 20%。主题事件大致可以总结为四个“超预期事件”, 分别是: 油价下跌、金价下跌、瑞士法郎下跌、和欧洲债务危机持续恶化。

全球资金流向:

今年以来, 尤其是 9 月以后, 股票和债券资金明显流出新兴市场、流入发达国家。欧洲债务危机深化和欧洲银行去杠杆加大新兴市场汇率风险, 特别是东欧和新兴亚洲。

全球股市估值框架:

全球股票市场的步调变得更为统一, 新兴市场股票回报率越来越受到发达国家股市影响, 同时波动幅度往往更大。我们采用戈登模型估算各主要股市合理市盈率水平: 美国受益于全球经济增长和较低的风险溢价, 合理估值较高; 新兴市场增速快, 但较高的风险溢价压制股市表现; 欧洲市场盈利虽增速稍慢, 风险溢价仍较新兴市场低。

比较各经济体即将面临的政策环境, 我们认为中国、俄罗斯、巴西和日本存在一定空间, 而欧元区和一些新兴经济体如印度和越南相对较差, 美国和韩国居中。

展望 2012 年, 我们分析了三种不同的经济基本面组合和对应的股市表现, 如下表所示

2012 年全球股票市场的三种情景

	美国	欧洲	新兴市场	对应股市合理估值	预计发生时间
情景一	经济温和增长 (GDP 增长 2%), 失业率维持高位 (8% 左右)	经济陷入温和衰退 (GDP 小幅负增长), 欧元区无解体风险	经济增长明显放缓, 总体通胀维持相对高位, 资本外流加速,	$\frac{P}{E}_{\text{美国}} \gg \frac{P}{E}_{\text{欧洲}} \gg \frac{P}{E}_{\text{新兴市场}}$	2012 年一季度
情景二	经济温和增长 (GDP 增长 2%), 失业率维持高位 (8% 左右)	经济陷入温和衰退 (GDP 小幅负增长), 同时增长停滞	经济增长在内需支持下实现软着陆, 通胀保持平稳, 政策开始放松	$\frac{P}{E}_{\text{美国}} > \frac{P}{E}_{\text{新兴市场}} > \frac{P}{E}_{\text{欧洲}}$	2012 年年中
情景三	经济增长乏力 (GDP 增长 1% 左右), 失业率维持高位 (9% 左右)	经济陷入温和衰退 (GDP 小幅负增长), 逐步复苏但较为缓慢	经济增长在内需支持下实现软着陆, 通胀下行显著, 政策明显放松	$\frac{P}{E}_{\text{新兴市场}} > \frac{P}{E}_{\text{欧洲}} > \frac{P}{E}_{\text{美国}}$	2012 年下半年

资料来源: 中金公司研究部

2012 年可能超预期的事件:

局部地区政局不稳、部份国家即将举行大选降低了 2012 年政策的可预见性, 中国、部分新兴市场 and 欧元区国家同时存在上行和下行风险, 而美国、日本和依赖外资的部分东欧、拉美、印度等新兴市场国家存在一定下行风险。

* 报告贡献人: 邹丹若

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

全球金融市场表现

2011 年全球市场回顾：发达国家显著跑赢新兴市场

回顾今年全球金融市场，主要发达国家股市表现远好于新兴经济体。尽管困扰市场的主要问题如欧债危机、美国债务上限以及美国国债信用评级遭到下调事件均发生在欧美发达国家，但通览全年环球股票市场，美国股市表现最好，截至目前标普 500 指数年内仅微跌约 1%，英国金融时报 100 指数下跌 9%。而经济增速较快的新兴国家股市，尤其是亚洲新兴国家却跌幅较大，包括上证 A 股下跌 22%，中资港股下跌 20%，中资美股下跌 27%，印度-24%，俄罗斯-18%，巴西-12%；MSCI 新兴市场指数下跌 20%（图表 1）。

跨资产类别来看，今年避险资产如黄金和美国国债大幅跑赢其他资产类别，其中黄金期货和新兴经济体股市的回报之差高达 33%（图表 2）。

2011 年全球市场的四个“超预期事件”

2011 年有四个“超预期事件”事件，对全球市场产生了重大影响，分别是：油价下跌、金价下跌、瑞士法郎下跌、以及欧洲债务危机持续恶化。

原油价格下跌：今年 5 月初，国际原油价格受本拉登被击毙、美元反弹等消息影响结束升势年初以来升势出现暴跌，5 月 5 日单日大幅下挫 8%。之后 6 月初的欧佩克维也纳会议之后，沙特阿拉伯、科威特等国决定单方面增产，国际油价继续下挫。6 月 23 日，IEA 意外宣布将释放 6,000 万桶战略原油储备以弥补由于利比亚原油停产造成的供应缺口。同时，交易所对保证金（margin）账户加强监管。之后原油价格持续低迷，8 月 9 日 WTI 价格曾跌穿每桶 80 美元水平，10 月 4 日更收于年内新低每桶 75.67 美元，较 4 月 29 日收盘高点每桶 113.93 美元下跌了 34%。

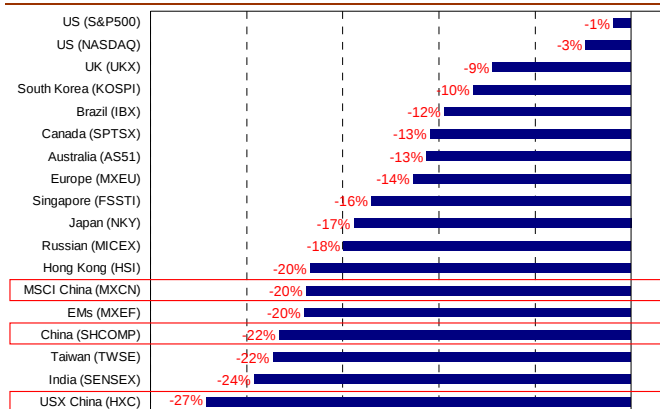
黄金价格下跌：今年 8 月底之前大部分时间里，黄金价格一路飙升，跑赢大部分资产类别；但 8 月 23 日两大交易所 CME 和 SGE 同时宣布上调保证金比例，金价在两日内下跌超过 7%。在 9 月 5 日创下每盎司 1,924 美元的历史新高之后受欧债危机升级、美元反弹、以及美联储 9 月底议息会议未直接推出量化宽松措施等影响，越来越多的投资者抛售黄金并转向美元资产，金价在 9 月出现 2008 年以来最大单月跌幅 11%。

瑞士法郎下跌：瑞士法郎在今年 7 月底之前表现一直比较平稳，但 7 月以来随着欧债危机不断蔓延与升级，瑞士法郎作为避险货币资产受到追捧大幅升值。瑞士央行在 8 月初连出组合措施包括将指导利率降为零、两度提高存款准备金以及重启 2008 年金融危机时使用过的货币互换工具，并终于在 9 月 6 日出人意料地宣布将瑞士法郎与欧元挂钩，设定汇率上限 1 欧元兑换 1.2 瑞士法郎，瑞士法郎重新回到 1.2~1.24 区间水平。

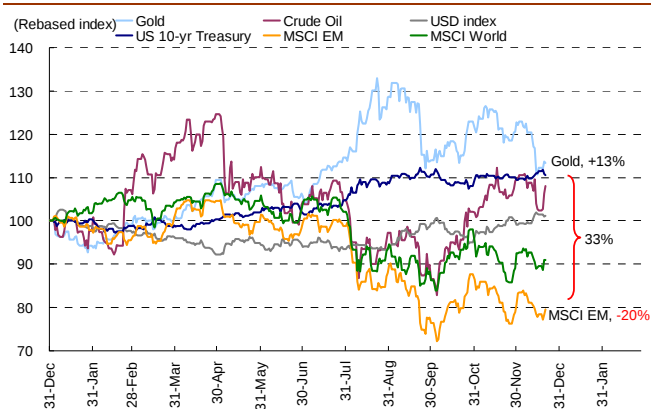
欧洲债务危机恶化程度超预期：尽管希腊债务危机去年已经对市场造成重大影响，欧债危机在今年年初已经为市场所担心（见中金策略组李志勇 2010 年 12 月 19 日《2011 年度展望：经济复苏和流动性充裕主导的市场》以及 2011 年 3 月 27 日《葡萄牙和西班牙债务前景将有所不同》等系列报告）而今年 3 月、8~10 月是周边国家债务到期高峰这一情况也总所周知，但市场当时低估了此次债务危机会演变到今年 9 月那样错综复杂、火烧连营的程度。欧盟和欧央行多次以不同方式救助希腊，并没有能阻止希腊事实上的债务违约，希腊国债一年期收益率一度飙升至 100%，欧洲银行业也在 10 月 27 日达成对希腊债务减计 50%的意向。随后风暴的中心移向意大利，其十年期国债收益率屡创新高。标普在 12 月初先后将欧元区 15 个成员国以及 EFSF 本身的长期信用评级放入负面观察名单，表明欧债危机已经全面蔓延至核心国，法国、德国等国家无一能独善其身。

这四个超预期都与市场和政府的博弈交织在一起，其中前三个在一定程度上是政策的变动使得市场价格发生方向性的改变，市场参与者不得不重新调整策略，而最后欧洲债务危机恶化程度超预期可能与前三个存在某些联系。

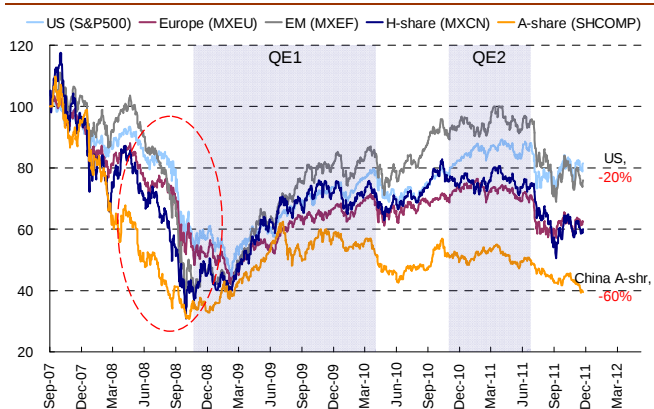
图表 1: 美国股市今年大幅跑赢新兴市场，亚洲新兴市场表现全球最差



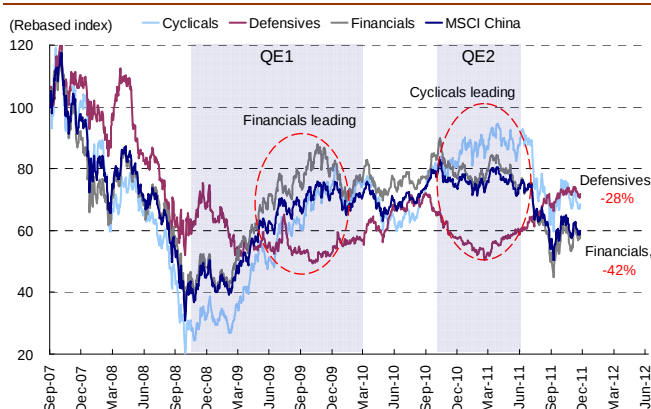
图表 2: 黄金大幅跑赢其他资产类别，今年以来升值约 13%，与新兴市场股市回报差 33 个百分点



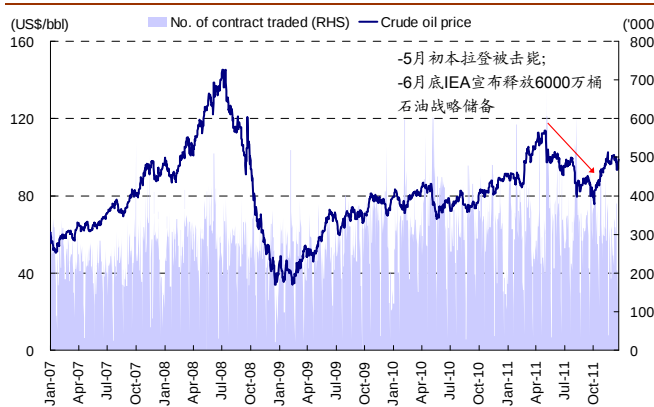
图表 3: 自 07 年 9 月以来，美国标普 500 指数仅下跌 20%，而欧洲和中国股市下跌较多，其中 A 股跌去 60%



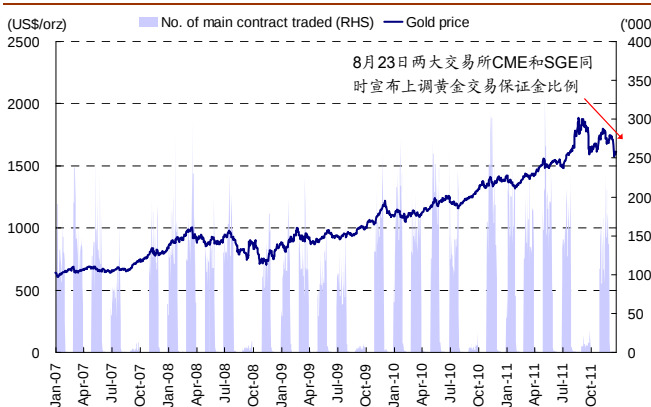
图表 4: 对港股市场来说，QE1 中后期主要是金融股领涨大盘，而 QE2 期间周期性行业涨幅居前



图表 5: 原油期货价格从今年 4 月的高点显著下滑



图表 6: 黄金期货自今年 8 月底的高位下滑



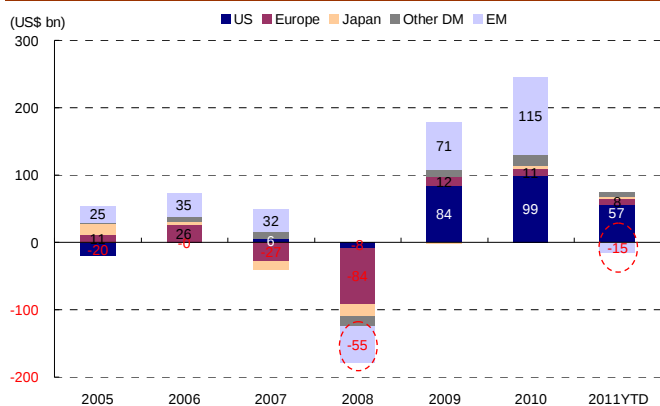
资料来源：彭博，中金公司研究部。数据截至 2011 年 12 月 21 日。

全球资金流向

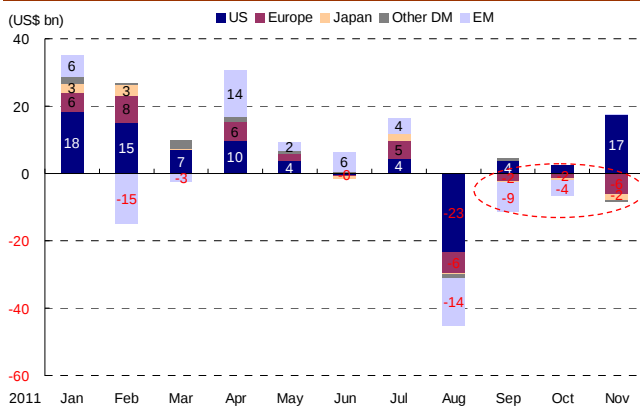
2011 年全球资金流向：撤离新兴市场，流入美国

今年以来全球的资金流向趋势是明显流出新兴市场、流入美国等发达国家市场。2011 年截至目前约有 150 亿美元长期资金流出新兴市场（包括股票型基金和债券型基金），扭转了金融危机后 2009~2010 两年中资金大量涌入的情况，而美国和欧洲分别有 570 亿和 80 亿美元的流入。特别是自今年 8 月以来，资金撤离新兴市场的趋势加剧，8 月份一个月即有 140 亿美元流出；与此同时，欧洲基金在 1~7 月基本呈净流入状态，近期也转为 8~11 月连续四个月的净流出，合计流出达到 165 亿美元。美国仍是最大的资金流入国，今年以来 580 亿美元的流入量虽然显著低于 2009 和 2010 年，但仍是今年资金最大的目的地，主要是由于全球投资者普遍更倾向于持有风险较小的安全资产。总体而言，2011 年资金从新兴市场和欧洲的流出量与 2008 年相比较为温和（图表 7），意味着如果明年一季度欧债危机在新一轮大规模再融资需求下继续深化，资金外流的趋势有可能变得更为明显。

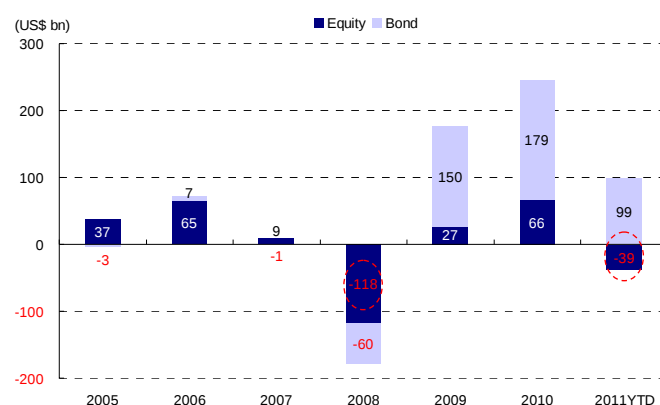
图表 7：今年以来大约 150 亿美元资金流出新兴市场基金，之前一次大规模资金撤离是 2008 年的 550 亿美元



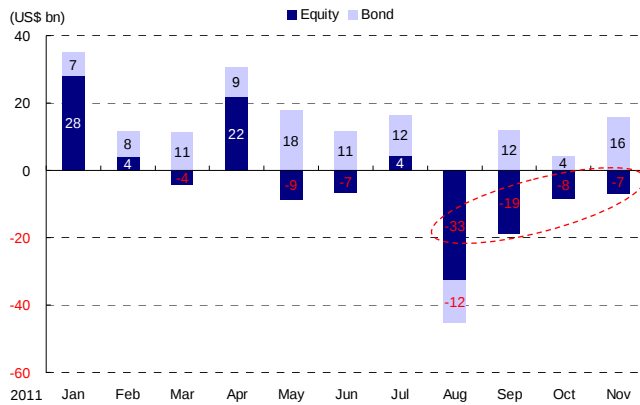
图表 8：自 8 月以来，全球资金连续 4 个月流出欧洲和新兴市场，合计流出额分别达到 165 亿和 272 亿美元



图表 9：今年以来大约有 390 亿美元流出股票型基金，之前一次大规模撤离是 2008 年的 1180 亿美元



图表 10：自 8 月以来，全球资金连续 4 个月流出股票型基金，合计流出金额达到 670 亿美元



资料来源：EPFR，中金公司研究部。数据截至 2011 年 12 月 14 日。

从资产类别上看，投资者明显更为偏好较为保守的债券型基金，债券型基金今年约有 990 亿美元流入，自 9 月以来也一直保持大幅净流入态势，合计流入达到 321 亿美元；股票型基金 2011 年流出金额在 390 亿美元左右，与 2008 年净流出 1180 亿相比较少，

但比 2010 年净流入 660 亿已经大幅下滑。从每月的统计来看（图表 10），今年已经过去的 11 个月份中仅 1 月和 4 月出现超过 200 亿的大幅流入，其他有 7 个月呈现流出，2 个月出现很小幅度流入。特别是自 8 月份以来连续 4 个月净流出，合计流出金额高达 670 亿美元。再次显示在全球不确定性升高、经济增长乏力的情况下，投资者的风险偏好进一步降低，资金被更多地配置到较为安全的资产类别。

欧洲银行去杠杆加大新兴市场汇率风险，美国仍是主要资金去向

由于大量资金从新兴市场经济体抽出返回欧美，新兴市场国家汇率承受着巨大贬值压力。随着资金流出愈发明显，新兴经济体货币普遍面临较大风险，特别是与欧洲联系较为紧密的新兴欧洲（Emerging Europe）国家包括匈牙利、土耳其、波兰等；南非兰特、印度卢比、俄罗斯卢布等较大型新兴经济体的货币也在近期大幅贬值（图表 12）。与此同时，发达国家货币今年年内普遍升值，涨幅最大的日元升幅达 5.5% 左右，仅欧元微跌 0.7%（图表 11）。

前瞻地看，我们认为新兴市场货币贬值压力将可能延续至明年一季度，而欧元则在资金外流愈发明显的背景下承受越来越高的贬值压力。

市场目前普遍担心明年 2、3 月份欧洲周边国家包括意大利需要再次进行大规模主权债务融资，而欧洲银行也需要进行股权融资以继续降低杠杆水平。如果由于股票估值水平偏低，欧洲银行或许无法或不愿出售股权；在去杠杆的压力下，它们可能从海外债权撤资，甚至抛售海外资产作为主要融资途径。

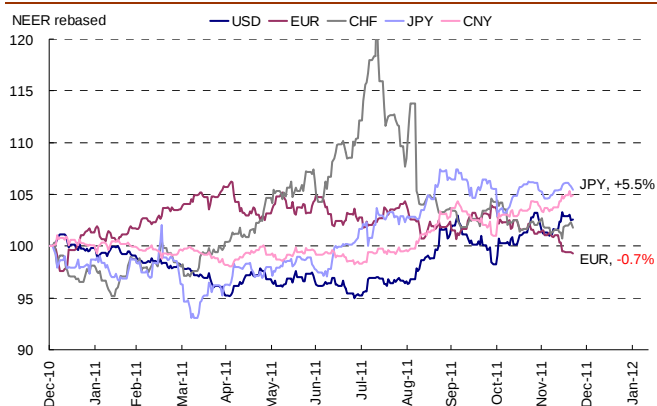
根据国际清算银行（BIS）截至 2011 年上半年的数据，欧元区银行对东欧国家经济实体的融资至关重要，占整个新兴欧洲地区非银行部门总融资的比例高达 42%，一些国家如罗马尼亚、匈牙利、波兰、利比里亚等占比超过 50%（图表 13）。这一比例在其他地区如拉丁美洲、中东非洲和新兴亚洲较低，在中国仅为 0.4%。欧元区银行持续撤资将使这些东欧国家货币继续面临贬值压力。

但值得注意的是，这些欧元区银行对东欧的债权较多是因为他们在当地设有主要分支机构，有稳定的存款来源，不像跨境贷款（cross-border claims）那么不稳定。然而这些银行对其他新兴市场的债权主要是以贸易融资形式存在的跨境贷款，短期债权占比相当高，存在不续期的可能。具体来说，新兴亚洲、非洲中东和拉美对欧元区银行债务中少于一年的短期债务比例为 52%、41% 和 39%，东欧较低仅 33%（图表 14）。鉴于此，欧洲银行的去杠杆化可能会进一步打击这些新兴市场的出口，从而影响经济增长，而资本持续外流也使这些国家本地货币存在进一步贬值的压力。

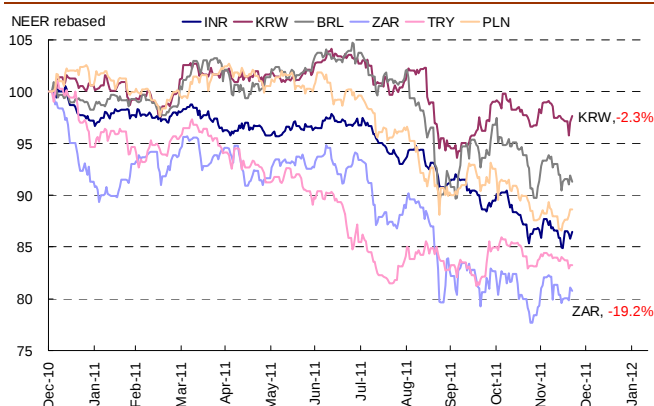
欧洲银行出售海外资产导致资金回流欧洲本土，维持了近几个月以来欧元汇率的强势（相对于新兴市场货币），但我们观察到在欧债危机不断深化的背景下，欧洲自身资金也在加速外流，从股票和债券基金的角度来说，8~11 月已经连续 4 个月净流出合计 165 亿美元，主要去向为美国市场。在欧洲明年陷入温和衰退，欧央行持续减息，欧洲银行流动性风险上涨的背景下，我们认为资金从欧洲流入美国的趋势有望延续。

此外，全球宏观对冲基金的投机活动可能会放大主要货币的波动幅度。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）的非商业（即投机性）美元和欧元净头寸数据显示，非商业美元净多头头寸已升至 5 年来新高；而欧元的状况正好相反，非商业欧元净空头头寸已达到 17 个月以来的高位，表明随着欧债危机深化，“聪明钱（smart money）”做空欧元的情绪日渐高涨。

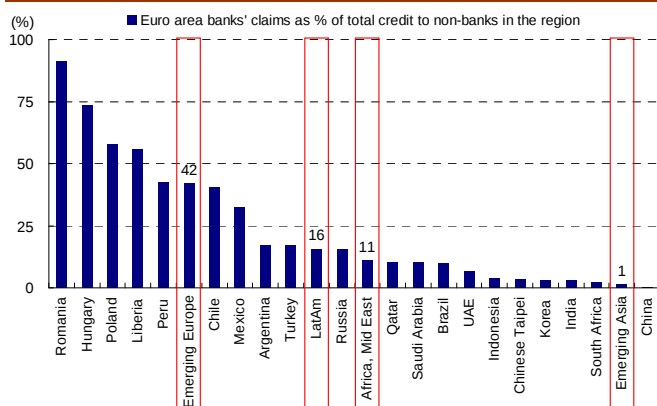
图表 11: 今年以来，发达国家货币普遍升值，涨幅最大的日元已升值5.5%，人民币也升值了5%



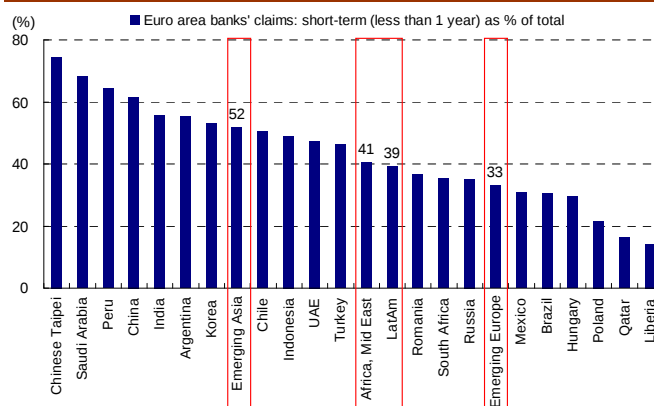
图表 12: 新兴市场货币下半年以来贬值幅度明显，特别是南非兰特，波兰兹罗提和印度卢比



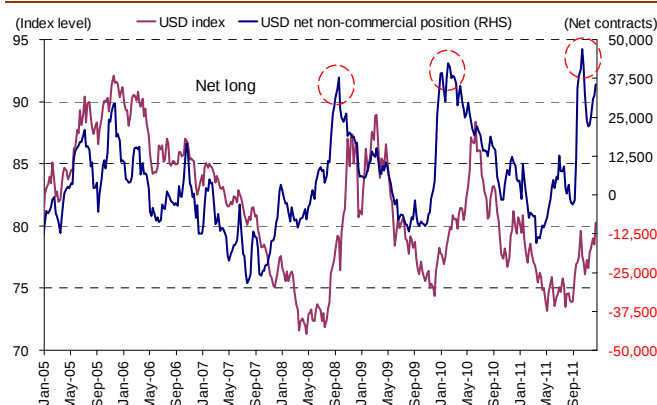
图表 13: 欧元区银行对新兴欧洲非银行部门的债权相对该地区总信贷的比例高达42%



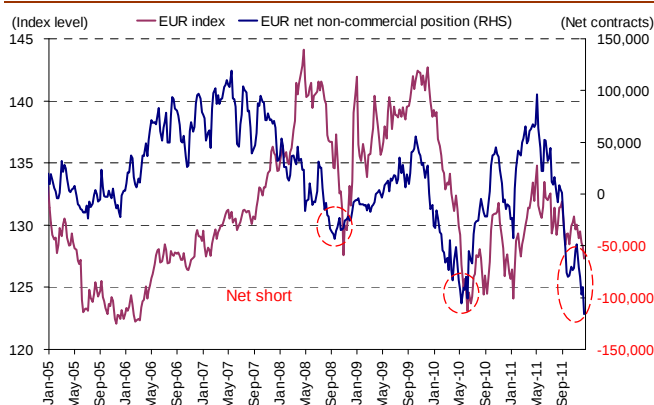
图表 14: 欧元区银行对新兴亚洲短期融资占比高达52%，主要集中在贸易融资



图表 15: CFTC 非商业美元净多头头寸处于过去5年以来最高水平



图表 16: CFTC 非商业欧元净空头头寸处于过去5年以来最高水平



资料来源：彭博，国际清算银行（BIS），中金公司研究部。货币数据截至2011年12月21日，CFTC数据截至2011年12月13日。注：欧元区银行对外债权数据来自国际清算银行2011年二季度报告《BIS Quarterly Review, December 2011》，2011年12月12日。

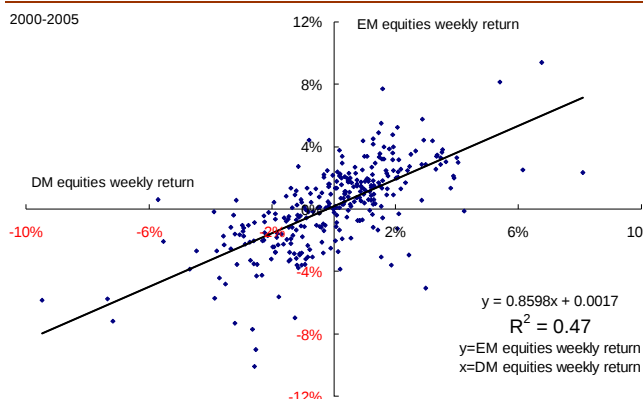
全球股市估值框架

全球股票市场步调更加统一

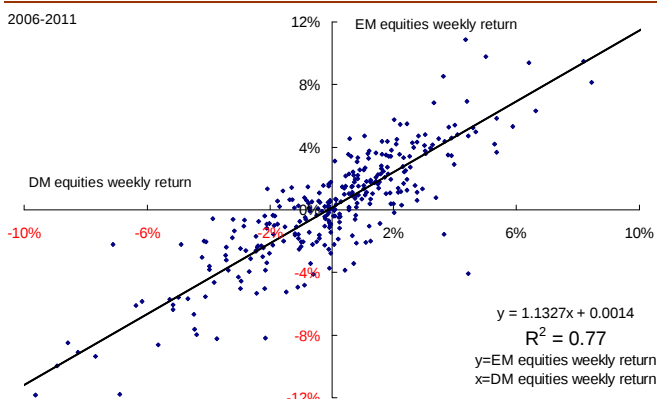
我们采用新兴市场股票指数（MSCI Emerging Market index）的每周回报作为被解释变量，发达国家股票指数（MSCI World index）每周回报为解释变量做回归分析。从图表 17 和图表 18 可以看出，以 2000 年以来的前六年（2000 - 2005 年）数据回归得出的拟合度（R Square）为 0.47，即发达国家股市回报可以解释新兴市场变动的 47%；同样的分析方法换成从 2006 至今的数据，拟合度大幅上升至 77%，显示两类主要股市回报的相关性明显加强。另一值得注意的是，两个阶段回归模型中的斜率从 0.86 明显上升至 1.13，表明每一个百分点发达国家股市回报的变动对应的新兴市场股市变动在逐步加大。运用同样的方法分析每年的股市回报（图表 19），也可以看出拟合度和斜率的明显上升趋势。由此我们的结论：近年来全球股市步调变得更为统一，同时新兴市场股市变动的幅度往往高于发达国家股市。

这种现象的主要原因是新世纪以来全球化的深入，从图表 20 中可以看出发达国家和新兴市场 GDP 增长之间的差距在扩大，但相关性较之前十年大幅上升，这体现了来自发达国家的需求对新兴市场的增长发挥着日益重要的作用。

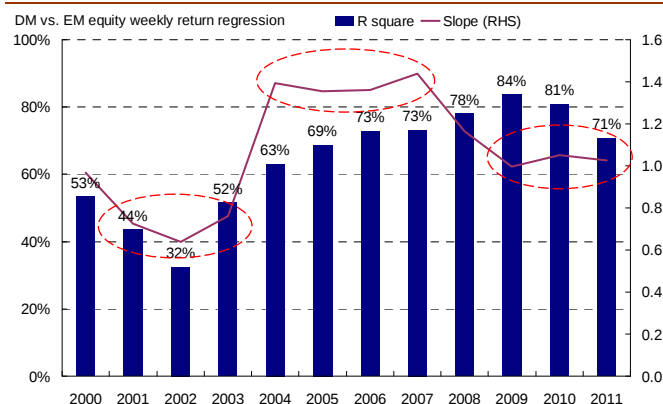
图表 17: 2000 - 2005 年间发达国家股市和新兴市场股市之间拟合度为 47%



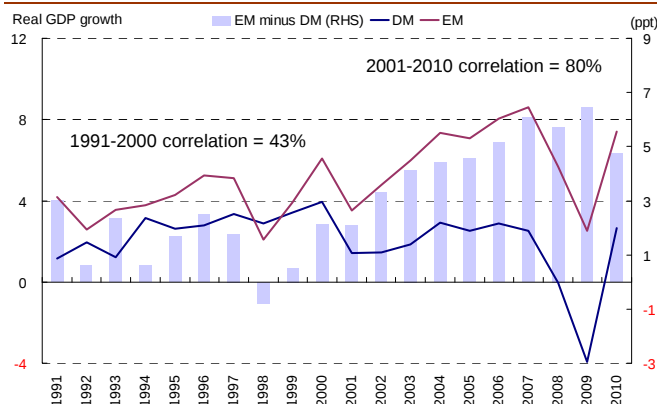
图表 18: 自 2006 到今年发达国家股市和新兴市场股市之间拟合度显著上升到 77%



图表 19: 从 2002 以来发达股市和新兴市场股市之间关联日益增大



图表 20: 发达国家和新兴市场经济增长率之间的差距逐步扩大，但相关性明显上升



资料来源：彭博，MSCI，中金公司研究部。注：发达国家(DM)股市表现采用 MSCI World index，新兴市场(EM)采用 MSCI Emerging Market index。

全球股市估值框架

我们采用戈登模型（Gordon Model）来估算各经济体股票市场合理动态估值水平，即：

$$P = \frac{E(1+g)}{r-g} = \frac{E_1}{r-g} \Rightarrow P/E_1 = \frac{1}{r-g}$$

其中 r = 折现率， g = 永续增长率。

图表 21：动态市盈率敏感性分析

动态市盈率 (倍)	折现率							
	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
永续增长率	1.5%	13.3	12.5	11.8	11.1	10.5	10.0	9.5
	2.0%	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1	10.5	10.0
	2.5%	15.4	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1	10.5
	3.0%	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5	11.8	11.1
	3.5%	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5	11.8
	4.0%	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3	12.5
	4.5%	22.2	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3	13.3
	5.0%	25.0	22.2	20.0	18.2	16.7	15.4	14.3

资料来源：中金公司研究部

美国股市中大型跨国企业较多，因此美国股市的收入和利润中来自国际市场的比重也较大，特别是从新兴市场获取的收入占比相对较高。从某种意义上来说，美国股市的增长率中有相当部份是全球经济的增长率，较其本土自身的增长率要高。欧洲股市中也有相当部份跨国企业，但相对美国较少。总体来说，新兴市场增长最快，美国次之，欧洲较低。

从折现率的角度，过去几年美联储大规模量化宽松，无风险利率如美国十年期国债利率被压低至 2% 左右，欧洲无风险利率采用德国和法国十年期国债的平均值大约为约 2.5%，新兴市场则更高。折现率另外一个部份是股票风险溢价（Equity Risk Premium），金融危机以来所有股市的风险溢价都有一定上涨，考虑到这个部份更多反应的是市场结构和成熟度、经济增长稳定性等因素，我们认为金融危机以来欧洲和新市场的股票风险溢价较美国市场上升较多，特别是对于面临资本大量外流的新兴市场来说更是如此。

鉴于以上分析，假设美国股市永续增长率为约 3%，美国十年期国债收益率为 2%，股票风险溢价维持在约 7%，则戈登模型推导出合理动态市盈率为 15 倍。同理，假设欧洲增长率 2.5%，无风险利率 2.5%，股市风险溢价稍高为 7.5%，则合理动态市盈率为 13 倍。最后，新兴市场增长达到 4%，长期国债收益率 3%，股市风险溢价为 9%，得出合理动态市盈率为 12 倍。即

$$\frac{P}{E}_{\text{美国}} > \frac{P}{E}_{\text{欧洲}} > \frac{P}{E}_{\text{新兴市场}}$$

2011 年全球股票市场的表现基本遵循了这个关系式，即美国股市表现最好，新兴市场尽管增长率高，但由于高企的股票风险溢价，市盈率持续下降，压低了股市表现，欧洲股市表现居中。

各国政府政策空间比较

为了更好地理解 2012 年各主要经济体所处的政策环境，我们比较了各主要经济体政府债务水平和政策能力，其中政府债务这一指标采用公共债务占 GDP 的比例，政策能力方面分为三个子项分别进行打分，包括经常帐户状况、货币政策灵活性和政治意愿，最高为 5，最低为 1，综合加总估算政策能力大小（见图表 23）。

图表 22 中位于右上角象限意味着政府债务相对较低，而且从实际能力和政治意愿上来说政策都有放松的空间，我们认为中国比较符合这一描述，中国最强的一项是经常账户盈余较大，占 GDP 比例为 5.2%（2010 年数字，2011 年大幅降低）；但货币政策在某种程度上受制于人民币汇率和资本流向，独立程度相对较弱；随着中央经济工作会议把稳增长目标放在首位，政治意愿方面回归中性水平。

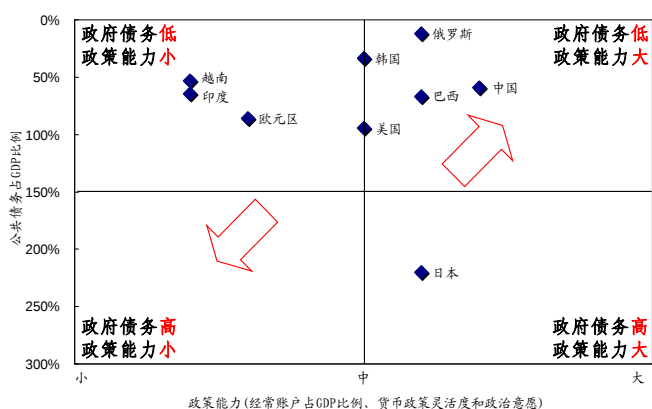
俄罗斯、巴西和日本虽然政策能力最终得分一样，但他们公共债务占 GDP 比例差别非常大，最高如日本达到 220%，低如俄罗斯仅 12%。其中巴西政府换届周期已经随着新政府在年初的上台而结束，新总统罗塞夫将执政到 2014 年底，我们观察到现任政府对经济增长持积极态度，最近较为前瞻性地进行了一些宽松措施，比如 8 月底之后连续 3 次减息，但值得注意的是巴西经常账户赤字占 GDP 的比例为 2.3%，能否继续大幅放松货币政策仍有赖于外部资本对经济活动的支持。俄罗斯拥有较高的经常账户盈余，但货币政策灵活度和政治意愿相对较低。日本货币政策相对独立，但国内政治稳定性相对较弱。

美国政府虽债务较高，但美联储仍将保持相对灵活的货币政策，如果经济出现衰退、通缩压力浮现，美联储仍有可能推出新一轮量化宽松政策（QE3）。但美国经常账户赤字仍维持在占 GDP 3.2% 的高位，而明年下半年大选也给政治上带来一些不确定性。我们认为韩国具备一定政策能力，主要得益于其经常账户和财政双盈余（分别为 GDP 2.8% 和 1.7%），外债占 GDP 比例也在低位（35%），但考虑到明年 12 月即将举行大选，最后整体得分处于中游。

对于欧元区来说，虽然经常账户基本平衡，但整体外债占 GDP 比例高达 120%，而由于机构设置等制度性限制，欧洲央行政策仍然较为僵化。此外，在财政联盟缺位的情况下，各国政府协调困难不小，政治上推出大规模宽松政策的意愿较低。

最后两个有代表性的新兴市场国家印度和越南的政策能力都较低，两国都受制于财政、经常账户双赤字，其中越南经常账户赤字达到 GDP 3.8%，财政赤字占 GDP 5.7%，印度经常账户和财政赤字分别为 GDP 的 2.6% 和 8.4%，由此导致货币政策灵活度较低，政治意愿方面也难见积极举动。

图表 22：各国政府债务和政策能力比较



图表 23：从三方面衡量各国政策能力

	经常账户占 GDP比例	货币政策 灵活度	政治意愿	合计： 政策能力
美国	1	5	2	8
欧元区	3	2	1	6
日本	4	3	2	9
中国	5	2	3	10
印度	2	1	2	5
巴西	2	2	5	9
俄罗斯	5	2	2	9
韩国	3	3	2	8
越南	2	1	2	5

资料来源：国际货币基金（IMF），中金公司研究部。注1：中国中央政府债务占GDP比例为34%，调整加入地方政府各项债务（包括地方融资平台）共计10.7万亿元人民币后该比例上升为59%。注2：政策能力分为三个类别从1-5分别打分，最高为5，最低为1。注3：以上数据均为2010年。

2012 全球股市情景分析

展望 2012 年，我们认为全球三大经济体可能出现三种不同的基本面组合，分别对应着三种不同的股市表现：

第一种情景，美国保持温和增长，GDP 增长大致在 2% 左右；欧洲经济陷入温和衰退，GDP 明年一、二季度小幅负增长，但欧元区没有解体的风险；新兴经济体受到影响经济明显放缓，总体通胀水平回落，明年一、二季度资本持续外流。在这样的宏观背景下，我们认为美国股市明年年初将延续 2011 年的走势并有望扩大跑赢其他市场的幅度，而新兴经济体股市在经济放缓和资本大幅外流的冲击下，继续跑输欧美市场。这种情景可能在 2012 年一季度出现。

第二种情景，美国依然保持温和增长，失业率维持在相对高位（8% 左右），欧洲经济陷入温和衰退，欧元区虽无解体风险，但较高的不确定性压制工商业活动，经济增长停滞，新兴经济体通胀保持平稳，政策开始逐步放松，并在内需支持下逐步实现软着陆。在这样的假设下，我们认为美国股市依然会跑赢其他市场，但新兴经济体股市表现有望好于欧洲股市。大致在 2012 年年中可能出现此种情景。

第三种情景，美国经济增长乏力，GDP 增长回落到 1% 左右，失业率也维持在高位（9% 左右），欧洲经济温和衰退，随后逐步复苏但较为缓慢，新兴经济体通胀下行显著，政策得以明显放松，在内需的支持下实现了经济软着陆。在此情形下，新兴经济体股市有望跑赢发达国家，而美国股市可能表现较差。出现此情景的可能时间大致在 2012 年下半年。

关于美国股市 2012 年走势，我们认为可能出现的情形是先跌、后反弹、再回调，标普 500 指数大致运行区间是 1,000 - 1,350 点，详细分析请参见中金公司 2012 年海外市场年度展望（《2012 年海外市场展望：全球经济转型过程中的阵痛与机会》，李志勇，2011 年 12 月 16 日）。

图表 24: 2012 年全球股市情景分析

	美国	欧洲	新兴市场	对应股市合理估值			预计发生时间
情景一	经济温和增长（GDP 增长 2%），失业率维持高位（8% 左右）	经济陷入温和衰退（GDP 小幅负增长），欧元区无解体风险	经济增长明显放缓，总体通胀维持相对高位，资本外流加速，	$\frac{P}{E}_{\text{美国}}$	$>>$	$\frac{P}{E}_{\text{欧洲}}$	$>>$ $\frac{P}{E}_{\text{新兴市场}}$ 2012 年一季度
情景二	经济温和增长（GDP 增长 2%），失业率维持高位（8% 左右）	经济陷入温和衰退（GDP 小幅负增长），同时增长停滞	经济增长在内需支持下实现软着陆，通胀保持平稳，政策开始放松	$\frac{P}{E}_{\text{美国}}$	$>$	$\frac{P}{E}_{\text{新兴市场}}$	$>$ $\frac{P}{E}_{\text{欧洲}}$ 2012 年年中
情景三	经济增长乏力（GDP 增长 1% 左右），失业率维持高位（9% 左右）	经济陷入温和衰退（GDP 小幅负增长），逐步复苏但较为缓慢	经济增长在内需支持下实现软着陆，通胀下行显著，政策明显放松	$\frac{P}{E}_{\text{新兴市场}}$	$>$	$\frac{P}{E}_{\text{欧洲}}$	$>$ $\frac{P}{E}_{\text{美国}}$ 2012 年下半年

资料来源：中金公司研究部

2012 年可能超预期的事件

局部地区政局不稳定和大选年政策不确定性

中东地区有可能出现进一步区域性冲突升级，引发全球市场动荡。伊朗作为欧佩克组织第二大石油生产国，目前局势十分紧张，一旦西方各国和以色列对其展开军事行动，将随时引发国际油价产生大幅波动。与伊朗危机并行的叙利亚危机也可能上升为内战，由于叙利亚敏感的战略位置，一旦发生外部军事干预，可能把以色列和周边阿拉伯国家也卷入战火纷争。这些潜在的风险可能对原油供给造成冲击，大规模推高油价，对全球经济增长不利。

此外，2012 年全球主要国家将进行大选，在此期间政策可预见性不高。其中几大联合国常任理事国包括美国、俄罗斯、法国都将举行大选，大选结果将左右全球局势；一些重要的能源产地如委内瑞拉、墨西哥、蒙古等国也将进行选举，可能会对相应的能源品类价格产生影响；韩国的选举对于朝鲜半岛的局势至关重要。各国现任领导人能否继续连任、新上任的领导人会否延续现任领导人已制定的战略政策，都具有巨大的不确定性，因而全球的政策预见性较低，全球形势难以明朗化。

图表 25: 2012 年部分国家和地区大选及换届时间表

2012 年主要国家和地区大选及换届时间表			
国家/地区	时间	国家/地区	时间
中国台湾	1月14日	墨西哥	7月
也门	2月21日	委内瑞拉	10月7日
俄罗斯	3月4日	中国中共中央十八大	约9-10月
中国香港	3月25日	美国	11月6日
法国	4月22日	韩国	12月
蒙古	6月	加纳	12月

资料来源：媒体新闻报道，中金公司研究部

欧洲的危和机

欧洲受制于目前欧元区框架下的政策僵化，欧债问题难以快速和平稳地解决。欧洲央行（ECB）的目标是维持总体价格稳定，并没有保持经济增长或是促进就业的使命，从而限制了在现有法律框架下 ECB 大规模救助政府、货币化国家主权债务的可操作空间。在 ECB 事实上成为真正的最后贷款人（lender of last resort）之前，欧洲债务危机存在恶化的可能。

另外一种可能性是在 12 月欧盟峰会达成协议的基础上，各国同心协力，迅速推进财政联盟在法律和操作层面的细节，提振市场信心，并促使 ECB 更深入地介入到应对危机中。12 月 9 日欧盟高峰会后，欧洲政府和 ECB 均向积极方向迈进，尽管其进程和可持续性仍然有待进一步观察。IMF 在这个过程中也将起到重要的桥梁作用，将欧洲以外的资金引入，最终避免周边国家违约和欧元区解体。

两种可能性均存在，即欧洲同时存在下行和上行的风险。我们目前的基本结论是欧洲经济明年上半年将滑入温和衰退，GDP 呈现小幅负增长，存在下行的风险；明年下半年情况转好，存在上行风险。

新兴市场上行和下行风险并存

如果美国和欧洲 2012 年都能“勉强混过”（muddle through），即美国经济温和增长，欧洲经济温和衰退，黑天鹅事件（如欧元区解体）不会发生，那么随着全球经济增长减缓，新兴市场通胀压力将显著下行，留给新兴市场较大的政策腾挪空间，新兴市场有望推出新一轮政策刺激内需，实现软着陆。对于股票市场来说，考虑到目前较低的估值，存在较为可观的上行空间。

另一方面，随着 2012 年初欧洲危机的深化和 2-4 月大规模主权债务到期需要再融资，如果 ECB 无大作为，欧洲银行系统将可能加快去杠杆化的速度，从新兴市场大规模撤资并处理资产，资本大幅外流将持续冲击新兴国家经济增长（通过减少贸易融资从而打击出口）和货币稳定，造成股票市场较大动荡。某些新兴国家仍有政策操作的空间，但不少国家（如印度）受制于双赤字的限制，可能难以迅速、大幅转向刺激经济，导致经济和股市遭受较大冲击。

美国明年下半年经济增长存在下行风险

因超级委员会（Super Committee）未能在 11 月达成协议，美国将于 2013 年开始自动削减财政开支，对中期经济增长不利。而 2012 年即将到期的个人所得税减免如果无法延续，可能直接抹去 2013 年 GDP 增长 1 个百分点。此外，2012 年 11 月也将举行大选，如果届时奥巴马连任失败，或者仅仅是小胜（民主党在国会议员席位仍为少数），则 2013 年美国经济滑入衰退的可能性将加大；而如果奥巴马能够以大胜获得总统连任，则有可能推出一些经济刺激措施以缓解减赤对经济增长的压力。如果明年总统大选呈现胶着状态，不确定性维持高位，握有大量现金的企业界可能会观望，企业雇佣和投资都将受到较大影响，这对 2012 年下半年的经济增长也带来了一定压力。

日本政府主权债务的下行风险

日本政府债务占 GDP 的比例一直维持在高位，到 2010 年已经达到 220% 的历史高位，同时也是世界主要经济体中最高。本国金融机构和民众支持了 95% 的政府融资，相对稳定性较高，但随着人口进一步老龄化，居民收入增速放缓等，本国私人部门能否继续支持如此高额的政府债务仍存在疑问。特别是，如果美国、欧洲和中国都基本实现“勉强混过”或是软着陆的情景，可能促使一些较为激进的全球宏观投资者更加关注日本政府财政的脆弱性，有可能着手实施相应的攻击计划，造成较大市场波动。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

