



2009 年 2 月 16 日

海外市场策略周报

中金公司研究部

联系人: 侯振海 houzh@cicc.com.cn

张 博 zhangbo@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

市场需要的是“治疗药”而不是“止痛片”

综述:

本周主要事件及观点:

一. 主要事件

- ◆ 美国参众两院在数轮投票后, 终于通过总额 7870 亿美元的经济刺激方案。
- ◆ 美国新任财长公布《金融稳定计划》, 然而却令失望的投资者大幅抛售股票, 股市单日下跌 4%。
- ◆ 经济指标继续恶化, 欧洲各国公布 4 季度 GDP, 确认全球所有发达经济体都已经陷入 30 年来最严重的经济衰退之中。

二. 主要观点

- ◆ 美国民众和投资者逐渐意识到过去经济发展模式所存在的深层次问题。过高的贸易逆差和财政赤字、居民过度负债、金融系统杠杆过高是造成本次经济和金融危机的根本原因, 因此, 市场不认为用更高的赤字、更多的负债和更高的金融杠杆, 就可以解决过去恰恰由于这些因素而造成的经济问题。
- ◆ 英镑上周走势出现异动, 我们认为: 在金融危机和经济下滑越演越烈的 2009 年, 一些国家为了走出经济危机、债务困境和通缩, 采用竞争性货币政策及刻意贬值本币政策的风险正在逐步增加。
- ◆ 美国进出口数量继续下滑, 尽管贸易赤字缩小, 但是出口量下滑速度已经开始超越进口量下滑速度。国际贸易量和经济下滑形成的螺旋形下跌的趋势十分明显。
- ◆ 继续维持中期看平的观点。目前市场最为关注的是即将出台的《金融稳定计划》细则, 单就目前计划的内容看, 我们不认为其对股市中期走势会造成太大影响。短期内, 我们认为道指 7500 点的支撑目前依然有效, 因此向下有效突破的可能依然不大。下周美国市场以走平或者小幅反弹的概率较大。
- ◆ 就目前公布的内容, 我们对《金融稳定计划》的新意和存在的问题进行了分析。总体上, 我们认为, 这是一个在微观上充满了冒险、掩饰和狡猾的银行业救市方案, 具有很高的操作难度。从宏观上讲, 要解决当前的经济和金融业问题, 最核心的一点还是要继续维持信贷的扩张, 因此这一方案的实际效果将较为有限。
- ◆ 支撑信贷扩张只有扩张货币乘数流动性和扩大流通货币量两条路径, 目前美国当局依然期望通过前者来达到目的, 但我们认为: 由于市场不可能恢复到过去那种过度信心的状况, 因此想仅仅通过刺激市场恢复信心来达到恢复信贷杠杆流动性和货币乘数的政府努力不可能收到其所预期的效果。
- ◆ 大幅扩大流通货币量的效果更加直接, 而且可以对抗即将到来的通缩, 但也会产生一系列的长期不良经济后果。目前美国当局依然在权衡使用这一手段的利弊。
- ◆ 2009 年以来, 市场的“去通缩”预期升温, 我们在此期间可以买入黄金、做空美国长期国债、买入防通胀债券 TIPS 和新兴市场股票的建议已经得到了验证, 但是从“去通缩”到“再通胀”仍需一定时间, 因此大宗商品价格总体表现继续受到压制。
- ◆ 部分新兴市场股市 2009 年的上涨主要反映了市场对于当地政府紧缩政策转变的欢迎。然而我们并不认为这些市场本身的基本面会因此有显著改观, 所以建议投资者继续以“超跌反弹”的标准来看待这些股市近期的反弹。

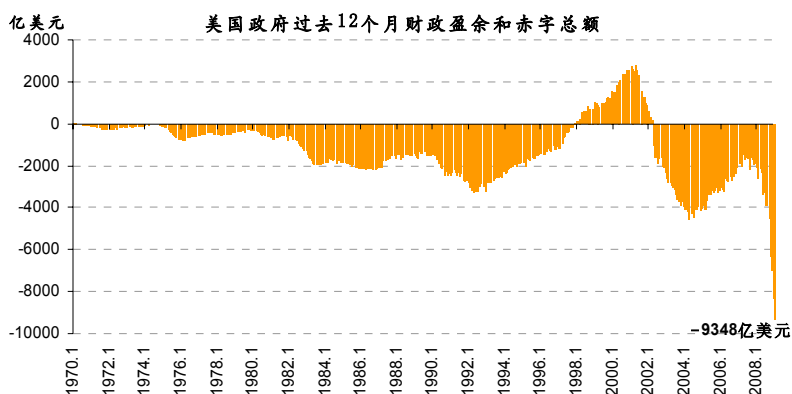
一周市场评论

I. 美国市场评论：用制造问题的方法来解决问题？

新任财长盖特纳推出新的《金融稳定计划》，市场随之暴跌。参众两院经过多轮争议和投票，最终以“民主党+3个共和党”的支持率通过了奥巴马提出的财政刺激计划，但市场反应冷淡。救市方案和政府承诺的巨额资金投入为何无法拉动市场上扬？是因为政府做得不够还是市场预期出现了偏差？我们认为，目前美国股市对于政府政策刺激的不佳反应，体现了市场的一种理性。与过去的1年相比，市场已经开始逐渐意识到过去经济和金融发展模式中所存在的深层次问题，因此，对于政府“治标不治本”的救经济方案，市场才会反应平平。

奥巴马在全国向民众游说推动其经济刺激计划时指出：该计划的核心在于增加就业，而实现这一目标的方法就是“花钱”，由于民众消费能力和消费意愿的下滑，就必须加大政府消费力度加以弥补。这是非常典型的凯恩斯主义经济思想。然而，让市场和民众困惑的是：首先，政府是否有能力靠其自身的赤字支出来对冲私人部门消费的下滑？最终得以通过的7870亿财政刺激计划中2009年支出的部分仅1800亿，即便以1.5倍的较高乘数效应计算，其对于14.4万亿美元的美国GDP的而言，也仅有1.9个百分点的拉动作用。此外，政府消费的巨额资金从何而来？在未来财政支出计划还未付诸实施的今天，美国过去12个月的财政赤字水平就已经接近了名义GDP的7%，国债余额达到名义GDP的72%，因此如果要考虑到国债和财政赤字的承受能力，国家继续通过扩大赤字来支撑经济的能力已经显得较为有限。另外，相比陷入萎缩的私人信贷和居民家庭债务，政府债务增加的效果是非常有限的。目前美国居民家庭负债总额达到14万亿美元，企业债务总额达到11万亿美元，而国债总额为10.8万亿美元。而在2005年初，美国居民家庭负债总额仅10.8万亿美元，而企业债务总额仅7.8万亿美元。因此，如果美国私人部门的信贷总量萎缩至2005年时的水平，那么因此而产生的近5至6万亿美元下滑的空间是不可能由国家债务的增加来填补的，因为那么大量的国债可能将使得美国失去AAA的国家主权评级，从而大幅增加其资金成本。所以，相对国家政府提出的大幅增加支出的承诺，市场更关心的是银行业本身的信贷紧缩状况什么时候能够得到缓解。

图1：美国政府的财政赤字已经大幅恶化



资料来源：美国联邦预算办公室，中金公司研究部

然而，如果要论及美国银行业信贷何时放松的问题，实际上随着经济情况的不断恶化，目前投资者已经越来越关注于过去经济发展模式的核心问题，因此对于一些政府提出的表面化的“解决方案”，市场大多反应冷淡。而这一核心问题，实质上不仅仅是一个经济问题，而且是一个文化问题。金融危机不断深化之后，美国民众和投资者更多的开始反思过去经济发展和生活模式的不可持续性，而这些经济问题下的深层次矛盾无外乎出自于以下几个原因：过高的贸易逆差和财政赤字、

居民过度负债、金融系统杠杆过高。因此，如果要真正提振市场的信心，投资者盼望的是美国新政府能够就这些核心问题提出一些可行的解决方案，提出一些真正的能够对症下药的“治病良方”，而不仅仅是一些政府财政刺激和货币政策这样没有持续效力的“止痛片”。如果一个经济体具有良好的发展模式和潜力，那么在遇到周期性经济下滑时使用凯恩斯主义经济政策这样的“止痛片”确实是应该而且有效的，但是目前全球经济遭遇到的是发展模式上的深层次问题，因此，当投资者都开始不相信过去的发展模式能够继续维持的时候，无论政府怎么给市场和民众打气提振信心，效果都是不佳的。

这就可以解释数周来市场对于美国政府的经济刺激计划和美国财政部提出的《金融稳定计划》为何出现如此负面的反应，因为投资者并未从这些计划中看到什么未来经济发展的新思路。显然，**这些经济和金融计划还在试图用更高的赤字、更多的负债和更高的金融杠杆，来解决过去由于高赤字、高负债、高杠杆所形成的经济和金融问题。**因此，市场所不满的不是这些计划本身的内容，而是这些计划背后所透露的政府提振经济发展的思路依旧在老路上徘徊的现实。

II. 一周全球其他市场动态：

上周，英镑汇率走出了较为戏剧性的走势。首先，随着英格兰央行继续降息，而欧央行维持利率不变，前几周出现反弹的英镑汇率快速从 1.5 英镑/美元的高位回落。而英格兰央行行长发表的声明中声称英格兰央行将考虑采取进一步的数量化宽松的措施来应对金融危机，包括将利用印发钞票等方式来购买金融系统的不良资产。此言一出，英镑随即再度跳水下跌，并一度跌破 1.42 关口。然而，随着有欧洲有官员表示将在周末的 G7 峰会上针对英国的弱势货币政策进行讨论，受此影响，英镑展开了大幅反弹，直至 1.46 的高位后受英国政府控股的劳埃德银行收购的 HBOS 银行将爆出 100 亿英镑亏损的消息影响而再度回落。

图 2：上周英镑汇率分时走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

在相对波幅较小但使用交易杠杆较高的外汇市场上，短期内出现如此巨大幅度的来回震荡是非常少见的。我们认为：这种大幅波动，反映了市场的一种趋势：**即在金融危机和经济下滑越演越烈的 2009 年，一些国家的央行为了走出经济危机、债务困境和通缩，采用竞争性货币政策及刻意贬值本币政策的风险正在逐步增加。**

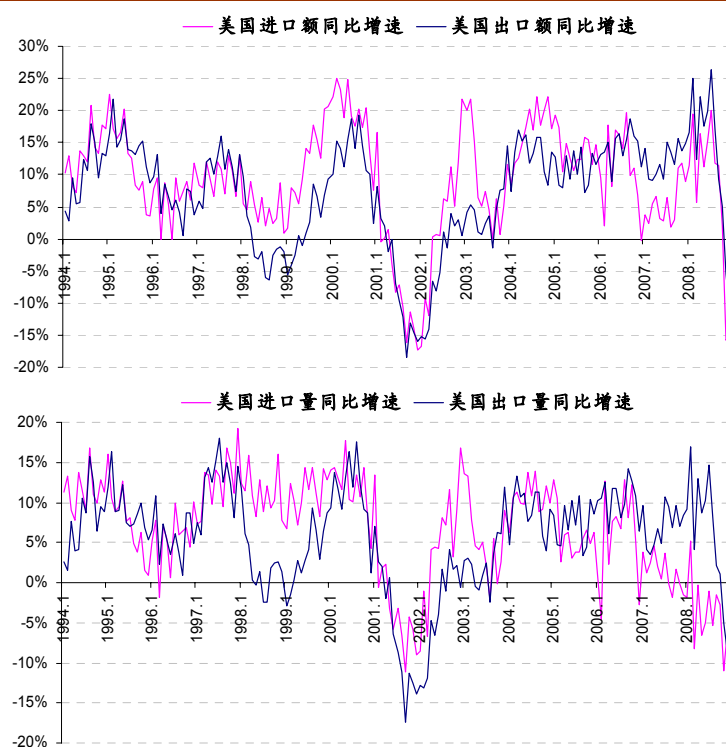
III. 一周关键经济指标解读

上周欧洲方面一些国家公布了 4 季度的 GDP 数据。受持续低迷的出口和国内需求的影响，德国、法国、意大利和西班牙的 GDP4 季度环比分别下滑了 2.1%、1.2%、1.8%和 1.0%，为 30 年以来最严重的经济下滑。同时，法国和意大利公布的工业产值也分别同比下滑了 11.1%和 14.3%。至此，

所有发达国家都已经正式陷入严重经济衰退。

美国方面上周公布的经济数据不多。美国 12 月贸易逆差继续收窄至 399 亿美元，但是收窄幅度低于市场预期。贸易逆差下降低于预期的主要原因在于美国出口的持续回落，由于美国以外的经济体基本面大幅走弱，自 2008 年 4 季度以来，美国的出口额开始由升转跌。由于大宗商品价格的环比跌幅已经开始大幅缩小，而出口量继续下滑的态势依然没有结束，实际上美国的进口量同比跌幅已经开始收窄（目前美国的进口量已经回落至 2004 年水平，而出口量也开始回落至 2006 年水平）。因此未来美国贸易逆差继续大幅缩小的空间已经不大，这样的话，与 2008 年不同，美国进出口对于 GDP 的拉动作用将开始由正转负。也就是说，美国国内需求的低迷导致了前期美国进口量首先出现大幅下滑，这造成了其它国家出口的萎靡进而使得这些国家的进口需求开始降低，从而反过来再度影响到美国的出口。这种国际贸易量与经济下滑所形成的螺旋形下跌的趋势十分明显。

图 3：美国的进出口均持续下滑



资料来源：CEIC，Bloomberg，中金公司研究部

IV. 上周关注的经济数据回顾

2月11日	12月贸易余额	预估值：逆差 360 亿	上期值：逆差 416 亿	实际值：逆差 399 亿
2月12日	1月财政预算	预估值：赤字 780 亿	上期值：赤字 836 亿	实际值：赤字 838 亿
2月12日	1月商品零售额	预估值：-0.8%	上期值：-2.7%	实际值：1.0%

中金当前市场观点

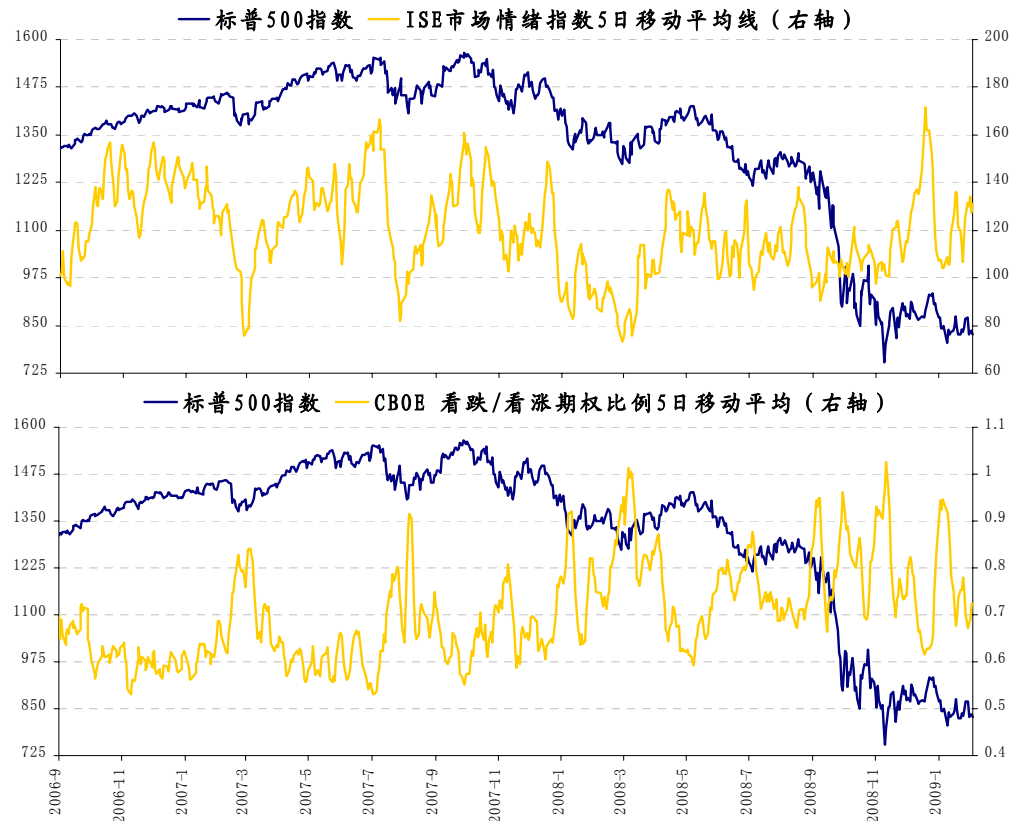
I. 未来走势判断

继续维持对股市中长期走势看平的观点。

继续维持中期看平的观点。目前市场最为关注的是即将出台的《金融稳定计划》细则，从财政部部长盖特纳的发言内容中可以看到：尽管经历了 2 个多月的谋划，这一计划目前仍处于筹划阶段。这凸显了解决这一问题所面临的巨大复杂性。正如我们在此前策略报告中所提出的：解决这一问题，目前不可能找到一个能够使得各方利益都得到满足的完美的方案。从历史上看，金融危机所造成的损失均要通过相当长的一段时间才能逐步化解并加以消化。因此，就目前这一计划得内容而言，我们不认为其会对股市中期走势造成太大影响。

与我们上周周报中提出的观点一样，经济刺激计划和《金融稳定计划》的推出并未改变股市的颓势，股指试探前期高点未果后快速下跌。道指重新回落至 8000 点以下。但是我们认为道指 7500 点的支撑目前依然有效，因此短期内向下有效突破的可能依然不大。下周美国市场以走平或者小幅反弹的概率较大。从目前市场的情绪指标看，市场悲观情绪有所增加，但是总体上仍处于中性区域。

图 4：美国市场情绪指数



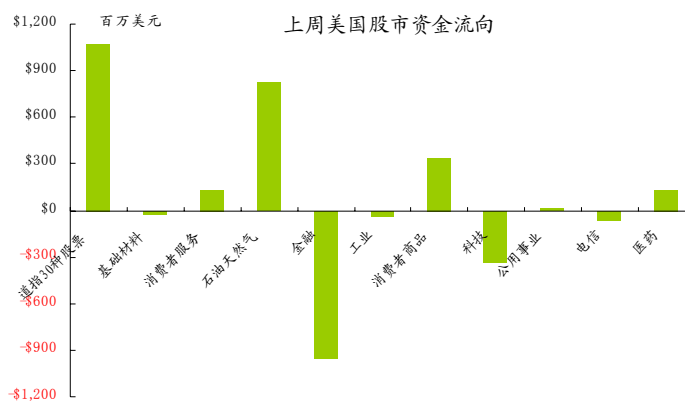
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

II. 当前市场分析:

1. 上周资金流向

上周美国股市的机构资金流出流入出现一定分化, 经历大幅下跌的金融股和领导前期反弹的科技股出现了资金流出。

图 5: 上周美国股市资金流向



资料来源: 华尔街日报, 中金公司研究部

2. 《金融稳定计划》的解读

2月10日, 美国新任财长盖特纳发表了众所瞩目的《金融稳定计划》(具体内容请见本部分后所附), 市场却出现了大幅暴跌。我们认为, 不可否认, 市场暴跌的一部分原因是此前奥巴马总统在全国巡回路演中多次高度评价了这一即将出台的方案, 使得市场对此产生了不切实际的预期, 而事实上, 目前阶段, 任何方案都不可能达到市场此前预期的奥巴马所描述的那种完美解决问题的效果。

因此, 撇开这些市场心理层面的因素, 我们就这一细则还未出台的计划目前的内容进行一番解读。

a. 计划的新颖之处

首先, 该计划将筹集资金的核心放置在了私人资本的介入上, 这与过去完全依赖政府资金的思路有所变化。这一做法, 如果成功可以避免政府发行过量的国债, 也可以增加政府所投入资金的杠杆系数。

其次, 该计划以美联储而非财政部作为提供资产负债表信用支撑的主体。这么作的好处在于即可以利用美联储央行的身份在投资者心理层面上提供足够的政府信用保障, 又可以利用美联储实际上非政府机构的性质来回避国会和纳税人的批准和审查。

b. 计划的问题

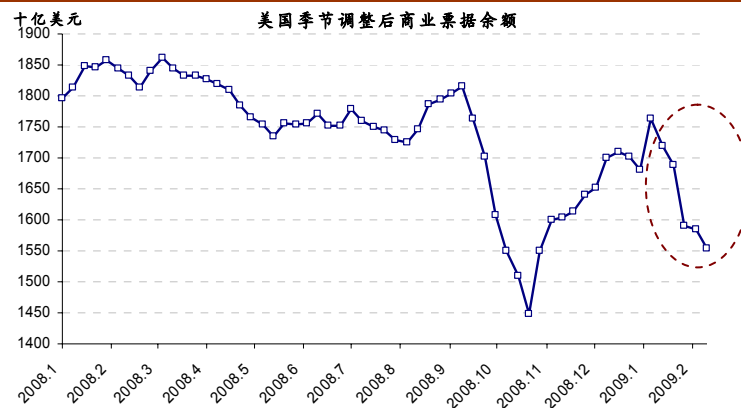
资金来源缺乏保障。尽管用私人资本可以回避政府过度发债和国会审批的麻烦, 但是私人资本的资金来源保障性较低。而由于该计划数额高达万亿美元, 因此是否会有足够的资金来源依然是一个很大的不确定性。

资金总额是否足够的问题。尽管1万亿美元的政府和私人投入已经非常巨大, 但是按照目前的估算,

依然不足以完全将银行账目上高达 4 万亿美元的不良资产全部加以购买。而如果购买数量不足，则未来银行是否会有效恢复放贷意愿仍然存在很大变数。

美联储的资产负债表是否能够足以支撑的问题。美联储将参与到计划中的“不良资产投资基金”和“资产支持证券期限融资工具 (TALF)”两个项目。这将很大程度上加大对美联储筹资能力的考验，美联储目前使用的融资手段主要有三条：一是商业银行的超额准备金，二是财政部的注资，三是印制货币。但正如我们在上周周报中分析过的，目前商业银行将超额准备金放置在美联储的意愿正在大幅下滑，而财政部要进行如此大规模的注资必须发行极大规模的国债，因此必然需要国会的再度批准，从而使得操作难度很大。因此，在不大量印钞的基础上，美联储想筹集足够的资金存在相当大的难度。事实上，不要说让美联储增加 2 万亿美元的筹资规模，就是目前美联储帐面上的资产，美联储也仅仅是在勉力支撑。上周，商业银行继续从美联储帐面上继续抽走了约 470 亿美元的资金，因此财政部不得不小幅增加了对美联储注资数量，而美联储印钞的速度也有所加快，达到 1 周 37 亿美元。但是即便如此，美联储还是不得不削减了对短期商业票据市场的资金支持，从而使得上周美国短期商业票据市场余额继续下滑了 315 亿美元。

图 6：美联储筹资能力下降使得美国短期商业票据市场余额再度显著萎缩



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

如何对不良资产进行定价的问题。首先，财政部对未来将要针对银行采用的资产“压力测试”的方法没有交代，而这一问题对于参与各方的利益至关重要。如果压力测试后的定价机制对银行不利，则目前银行股东的风险极大，而如果对银行有利，又会对筹集足够的投资基金不利。因此，在这个问题上，恐怕并不是财政部想不到一个估算方法，而是即便有也难以完全公开。此外，美联储自身的净资本仅约 200 亿美元，而“不良资产投资基金”与过去美联储所涉足的各种融资置换工具不同，其牵涉到了真正的资产买卖并产生损益，因此如果定价原则利于银行股东，则购买后的资产很可能会继续出现坏账，而以区区 200 亿的净资本，届时必定难以支撑住巨额的资产损失，从而使美联储也可能处于破产的境地之中。（当然，我们并不预期美联储会真正破产，而是如果未来出现这种情况的话，财政部需要再次出手将美联储的亏损转移到自己的帐上，最终让纳税人埋单。而到那个时候，木已成舟，谁也无法坐视美联储破产，因此再向国会申请这笔资金也就不会遭到否决了。）

c. 总体评价

这是一个在微观上看似乎能够满足各方利益，但总体上充满了冒险、掩饰和狡猾的银行业救市方案，需要很高的操作精度加以完成，以至于普通投资者可能在未来很长时间内搞不懂其真正的宗旨所在和操作手法。但是从宏观的角度看，这一方案真正获得成功的难度依然很大。因为要解决当前的经济和金融业问题，最核心的一点就是要继续维持信贷的扩张。然而目前市场并没有信心做到这一点。尽管政府可以利用大量发行国债来稍许延缓整体信贷下滑的趋势，但是由于美国整体信贷总量目前已经高达名义 GDP 的 355% 而国债仅占名义 GDP 的 72%。而如果国债占名义 GDP 超过 120%，其主权信用等级就将必然被调降，因此用增加国债来弥补私人信贷的萎缩是一件不可

能完成的任务。而除了信心以外，**通胀和通缩也是决定私人信贷意愿的重要因素**，而在今年上半年，美国的同比 CPI 水平将出现近 60 年以来首次的负增长，因此通缩的发生也极其不利于美国继续维持信贷的扩张。

从目前美国政府的信贷扩张政策看，其主要的着眼点还是在于对抗不断下降的货币乘数和流动性，然而，由于过去高企的货币乘数和流动性是在市场过度信心的条件下形成的，而目前无论如何，政府都不可能让市场重新恢复到那样的过度信心的状态。而以前一些推升货币乘数和流动性的机制，即包括对冲基金、私人股权投资、表外融资和特殊目的融资工具 SIV 等在内的“影子银行系统”已经崩溃，因此想要很快的恢复如此之高的货币乘数和流动性基本是不可能的。我们以美国国内信贷总量除以流通货币总量来近似的观察这种杠杆和乘数变化就可以看到：目前刚刚从历史高位下滑趋势是短期内难以扭转的。因此，我们认为：**想仅仅通过刺激市场恢复信心来达到恢复信贷杠杆流动性和货币乘数的政府努力很可能不会收到足够的效果**。而如果这个结论成立的话，那么政府希望维持信贷得以继续扩张的话，只剩下一个可行的办法，那就是：大幅增加流通货币量。而大幅增加流通货币量的另外一个“好处”是：能够较快的扭转目前通缩的趋势，这同样有利于信贷的扩张。然而，大幅增加流通货币可能会造成未来经济更大的问题，其中包括未来 1、2 年后的通胀问题以及美元地位问题。因此，我们认为目前美国当局依然处于权衡使用这一方法利弊的过程之中。

图 7：信贷杠杆和货币乘数从高位回落趋势难以改变



资料来源：美国财政部，美联储，Bloomberg，中金公司研究部

附：美国新任财长盖特纳描述的财政部将采取的《金融稳定计划》的新计划：

首先，我们将要求银行机构接受一个精心设计的全面压力测试。我们希望它们的资产负债表更为干净和稳固。我们将通过一个新的资本支持计划，帮助那些需要帮助的机构来推进这一进程。为做到这一点，我们将集合有权监管我们国家大型银行的政府机构，对资产负债表的进行更可靠、更现实和更具前瞻性的评估，我们将引入新的措施来改善银行业的信息披露。那些需要更多资本的机构将可以利用一个新的融资机制，将利用财政部的资金作为获取私人资本的桥梁。政府的相关援助资本将附有条件，以确保每一块援助资金所产生的放贷都高于没有政府资助时可能产生的水平。资助将附有鼓励金融机构尽快以私人资本取代政府资助的条款。财政部对需要援助机构的投资将置入一个名为“金融稳定信托”的新信托基金。

其次，我们将联合美联储、联邦存款保险公司(FDIC)和私营机构建立一个名为“公共-私有投资基金”的基金，这是一个与“金融稳定信托”并行的基金。这一基金计划将提供政府资本和政府融资，进而推动私人资本来帮助私有市场再度恢复运作。这一基金的投资目标是当前困扰很多金融机构的遗留不良贷款和资产。通过提供目前私有市场无法提供的融资，这一基金将有助于启动房地产相关资产市场，而这些资产是本次危机的核心根源所在。我们的目标是利用私有资本和私有资产经理人来建立一个对这些资产进行估价的机制。我们正在探寻这一计划一系列不同的结构方式，我们希望市场人士和公众能如我们所愿的那样投入资金。我们相信，这一计划最终可能提供高达 1 万亿美元的贷款能力，但我们的初步计划是以 5000 亿美元的规模起步，根据其运作情况再加以扩大。

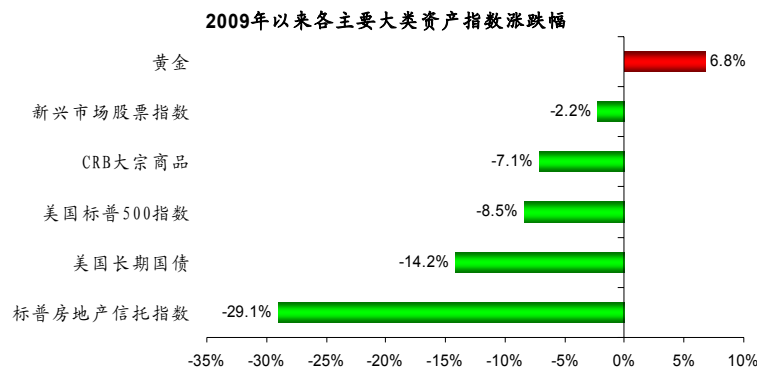
第三，我们准备通过与美联储合作最高筹措 1 万亿美元的资金，以支持一项名为“启动消费者和商业信贷”的新计划。这一计划将启动二级信贷市场，降低借贷成本，帮助信贷流恢复正常。这一信贷计划将基于美联储去年十一月发布的“资产支持证券定期贷款工具”，其资本将来自财政部和美联储的贷款。我们已达成如下一致：这一项目的目标将扩充至小型企业信贷、学生贷款、消费者和汽车贷款市场及商业抵押贷款。

最终，我们将推出一个全面的房地产计划。数百万美国人已失去了他们的房屋，还有数百万人因无力还贷或将抵押贷款再融资而面临失去房屋的风险。我们将在未来几周中公布这一计划的细节。我们的重点将是动用政府的全部资源来降低抵押贷款的还款额和利率。我们已获得国会《紧急经济稳定法案》的授权可以为此动用大量资源。

3. 2009 年以来各类资产的走势

2009 年刚刚开始仅仅 1 个半月，但是全球资本市场的走势已经出现了显著的分化。从整体上讲，与我们在 2009 年的策略报告中的预测一致，市场的通缩预期开始下降，只是这种预期的下降出现得比我们认为的稍早一些。而我们在策略报告中提出的，当“去通缩”预期出现的时候，可以买入黄金、做空美国长期国债、买入防通胀债券 TIPS 和新兴市场股票的预测，已经在市场中得到了验证。整体上，过去的 1 个半月以来，黄金是唯一获得上涨的主要资产类别，而新兴市场股票显著跑赢了发达国家股市。美国长期国债则出现了大幅下跌。由于实际供大于求的状况依然没有改观，而“去通缩”距离“再通胀”仍有一定距离，因此大宗商品价格依然表现不佳（但大宗商品的股票则大多上涨），尽管如此，CRB 大宗商品今年以来跌幅仍小于标普 500 指数。而房地产信托继续是表现最为疲弱的资产类别。

图 8：各主要大类资产 2009 年以来涨跌幅表现

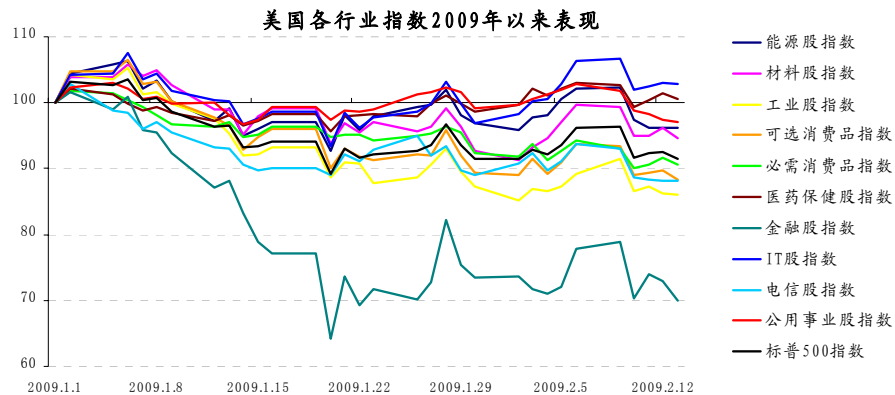


资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

就美国股市而言，金融股继续成为拖累大盘下跌的主要因素。然而从金融股内部分析，作为 2008 年金融股下滑主导力量的投资银行股已经企稳，而一些商业银行股，尤其是中小型商业银行股成为了 2009 年金融股下跌的主力军，1 个半月以来，美国中小型地区性银行指数下跌超过 40%。这与我们此前的预测，即美国资本重建将分三个过程，中小型金融资本重建要晚于华尔街大型金融资本重建且刚刚开始这一判断一致。而除去大幅下跌的金融股以后，其它各个板块今年以来跌幅均在 15% 以内，其中跌幅超过 10% 的为工业股、电信股和可选消费股，科技股和医药股则有所上涨（图 9）。显示，市场对于整体宏观经济还不是十分悲观。

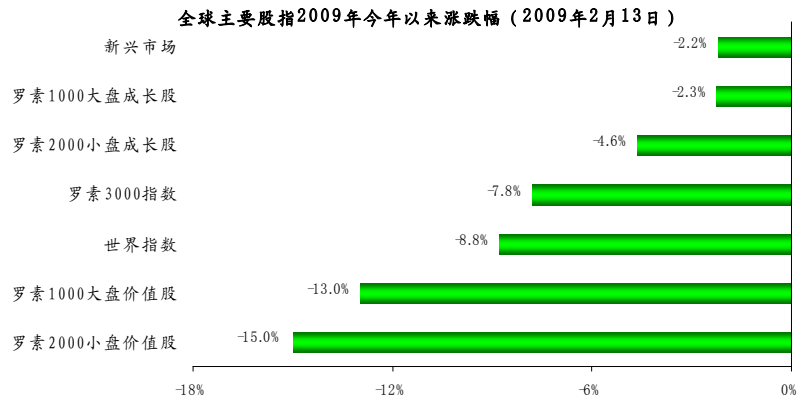
另外，从风格板块的表现上看，由于跌幅较大的金融股和工业股均属于价值股，因此成长股的跌幅要远小于价值股。大盘股的表现略好于小盘股，但总体差距不大（图 10）。

图 9: 美国股市各板块 2009 年的走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

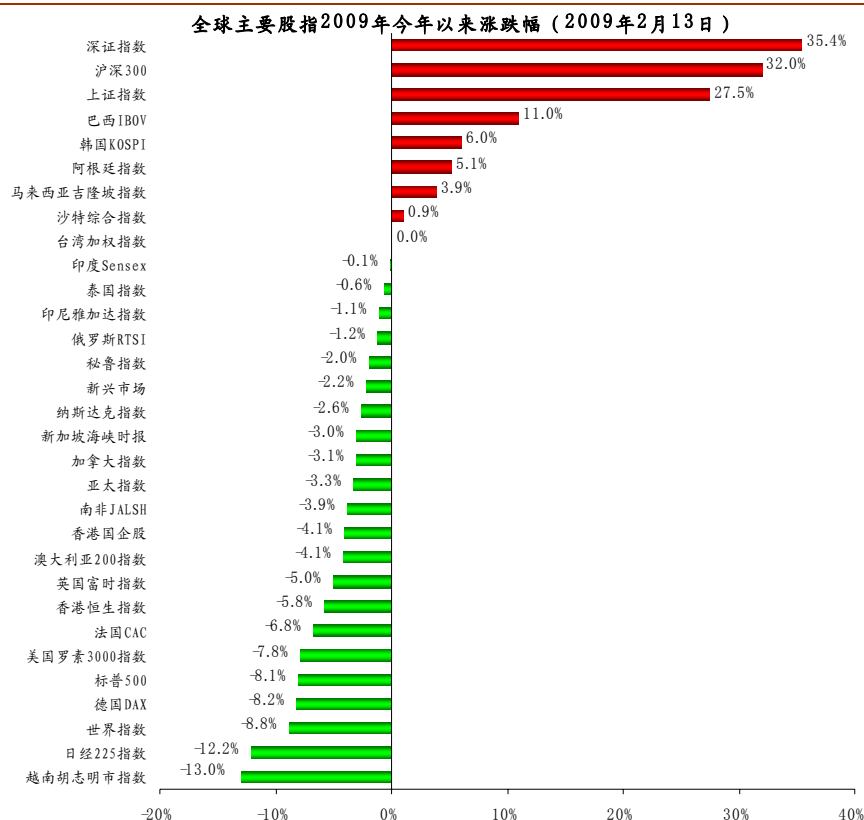
图 10: 各风格指数 2009 年表现对比



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

然而,从全球各国股市的表现看,分化的趋势非常明显。尤其是金砖四国股市表现突出值得关注。以沪深300指数为中国股市的代表,今年以来,中国、巴西、印度和俄罗斯股市涨跌幅分别32%、11%、-0.1%和-1.2%,表现均大幅好于世界指数的-8.8%和新市场指数的-2.2%。我们认为,这些股市表现相对较好是与这些国家近期的政策转变有关,由于这些国家基本都是在2008年下半年才受到金融危机的直接冲击,因此在去年大部分时间内这些国家大多采用了紧缩的货币政策和财政政策,而随着金融危机的深入,这些国家大多刚刚开始采取大幅降息和积极的财政政策等措施,从而使得市场预期有所变化。然而,我们并不认为这些国家的宏观政策的改变能够切实扭转其经济下滑的总体趋势,因此我们认为这些股市近期较好的表现,依然可以被认为是一次超跌反弹。其整体的弱势特征依然没有改变。

图 11：世界各主要股市股指 2009 年表现对比



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

III. 未来一周可关注的美国经济数据

2月17日	2月纽约州制造业指数	预估值: -23.75	上期值: -22.20
2月18日	1月进口物价指数同比	预估值: -11.2%	上期值: -9.3%
2月18日	1月新屋开工数	预估值: 53 万	上期值: 55 万
2月18日	1月营建许可	预估值: 52.5 万	上期值: 54.9 万
2月18日	1月工业产值	预估值: -1.5%	上期值: -2.0%
2月19日	1月PPI月度环比	预估值: 0.2%	上期值: -1.9%
2月19日	1月PPI年度同比	预估值: -2.5%	上期值: -0.9%
2月19日	1月经济领先指标	预估值: 0.0%	上期值: 0.3%
2月19日	2月费城商业前景指数	预估值: -25.0	上期值: -24.3
2月19日	1月CPI月度环比	预估值: 0.3%	上期值: -0.7%
2月19日	1月CPI年度同比	预估值: -0.1%	上期值: 0.1%

IV. 美国市场回顾

周一：周末，又有三家美国银行宣布破产(County Bank of Merced、FirstBank Financial 和 Alliance Bank)。美股小幅低开后全天微幅震荡，收盘时涨跌互现，市场交投清淡，投资人在等待周二美国财长盖特纳的银行稳定计划。

周二：盘前，瑞典央行宣布，将基准利率下调 1 个百分点至 1%，创 15 年来新低，超出市场预期。UBS 报出四季度巨亏后宣布在投行部门裁减 2000 名员工。美国联邦住房金融局(FHFA)表示如果住房市场继续恶化下去，房利美和房地美所需的资金总额可能将超过美国政府承诺的 2000 亿美元。美股大幅低开，此后美国财长盖特纳公布了一项名为《金融稳定计划》的新计划，取代财政部稳定和修复金融系统、激活经济复苏所必需信贷流的原有计划。盖特纳将要求银行机构接受全面压力测试，财政部将联合美联储、联邦存款保险公司(FDIC)和私营机构建立一个名为“公共-私有投资基金”的基金，初步规模是 5000 亿美元，最终可提供至 1 万亿美元。将目前美联储购买小型企业信贷、学生贷款、消费者和汽车贷款市场及商业抵押贷款的规模从 2000 亿美元提高到 1 万亿美元。由于缺乏具体措施，市场认为政府无法得出解决金融问题的有效方案，因此对发言非常失望，大量投资人纷纷抛售股票，美股大幅跳水。穆迪称在经济形势恶化的情况下，全球公司的投机级债券违约率将在 11 月份达到 16.4% 的高点，较大萧条时期更为恶化，欧洲公司的投机级债券违约率将在第四季度上触 19.6% 的高点。美国参议院以 61 票赞成、37 票反对的表决结果通过了 8380 亿美元经济复苏计划。该计划由约 2930 亿美元减税方案和 5460 亿美元开支计划构成。通用汽车计划在全球范围内裁减 1 万名受薪员工，并将把美国本土其他白领员工的薪酬削减 3% 到 10%。此次裁员的大部分内容将在 5 月 1 日以前完成，美国本土的 2.95 万名受薪员工将被裁减 3400 人左右。全天美股几乎以最低点报收，下挫近 5%。国债价格反弹，黄金价格大幅上扬。

周三：盘前，韩国央行下调基准利率 50 个基点至 2%，符合预期。美国抵押贷款银行家协会报告，经季调后的抵押贷款申请数字仍较一周前下降 24.5%，其中再融资贷款申请量较一周前下滑 30.3%。MBA 同时表示四季度美国抵押贷款申请量同比减少了 80%，而全年申请量也同比下滑了 60%。国际能源机构(IEA)预计，今年世界石油需求将下降 1.2%，这将成为 1982 年以来的最大幅度收缩。IEA 估计 2009 年全球石油需求将每天减少 98 万桶，至每天 8470 万桶，该机构已将 2009 年的石油日需求预测累计下调了 3 百万桶。商务部报告，由于全球市场对美国产品的需求出现历史性的下滑，且美国也降低了对进口商品的需求，去年十二月份美国贸易赤字降至 3990 亿美元，为六年来最低水平，上年同期为 5760 亿美元。美股小幅高开，英国央行官员表示可能会用货币化手段刺激支出，英镑汇率应声而落。美国参众两院对经济刺激方案达成基本一致，金额为 7890 亿美元。全天每股小幅震荡，最终微幅收高。

周四：盘前，中铝宣布以 195 亿美元收购力拓部分资产股权和可转债。不动产数据公司 RealtyTrac 报告称，美国 1 月份申请止赎的住房总数量为 274,399 套(包括违约通知、住房拍卖通知和银行收回住房)，环比下跌 10%，但同比上升 18%，连续 37 个月同比上升。美国房地产经纪商协会(NAR)数据显示，去年第四季度房价下跌的城市比例接近 90%，大量的低价止赎房屋涌入市场。第四季度全美范围内房屋售价的中位值为 18 万美元，较上年同期下降 12%。上周美国首度申请失业救济人数降至 62.3 万人，保持在 26 年来的最高水平。持续申请失业救济人数由 478 万人上升至 481 万人，创自 1967 年以来新高。商务部报告 1 月零售数字在经历了连续六个月的下滑后意外反弹 1%。美股低开超过 1%，纽约联储正在与至少四家公司(RBC Capital Markets、Jefferies & Co、MF Global Ltd.、Nomura Securities International Inc.)进行谈判，希望拓展认购国债标售的交易商网络。上周美国商业票据余额减少了 315 亿美元，ABS 减少了 77 亿美元。尾盘有消息称奥巴马政府的房市援助计划在要求国会批准加大对抵押贷款条款修改力度的同时，将动用政府资金降低贷款利率，美国政府调低利率后向发放抵押贷款的机构提供补偿。受此消息推动，市场下跌 3% 后在尾盘一小时内大幅反弹收复所有失地，收盘时涨跌互现。

周五：盘前，智利央行宣布大幅降息 250 个基点至 4.75%，幅度为 10 年来之最。埃及央行宣布降息 100 个基点至 10.5%，为 06 年 4 月以来首次降息。美股平盘开出，午后美国众议院以 246 票赞

成、183 票反对的投票结果通过了总额为 7870 亿美元经济刺激计划，但所有共和党议员无一人投赞成票。市场对该计划的实际效果缺乏信心。股市对于经济刺激方案能够重振经济信心不足，尾盘小幅跳水收低约 1%。尽管股市走低，但前期价格有所反弹的国债价格再度大幅下跌。

本周，道指下跌 5.2%，标普 500 指数下跌 4.81%，纳指下跌 3.6%。

表 1: 上周美国 4 季度重点企业业绩报告

业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月13日	Cognizant Technology Solutions Corp	CTSH	美国大型咨询、技术与业务流程服务供应商	第四财季净盈利增长大约17%，超过了市场预期。第四财季公司净盈利从上年同期的9630万美元，合每股32美分，增至1.12亿美元，合每股38美分。最新业绩中包括主要因英镑对美元贬值而产生的每股3美分的非运营外汇亏损。不包括特殊项目在内，该公司当季每股盈利41美分。季度营收增长了将近26%，从上年同期的6亿美元增至7.53亿美元。汤森路透调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利38美分，营收7.43亿美元。Cognizant表示，扣除特殊项目后，第四季运营利润率将达到20.5%，超过了其19-20%的预期范围。2008全年Cognizant盈利从2007财年的3.50亿美元，合每股1.15美元，增至4.31亿美元，合每股1.44美元。在调整的基础上，该公司2008财年每股盈利1.59美元。全年营收增长了32%，从上年同期的21.4亿美元增至28.2亿美元。Cognizant预计第一财季每股盈利37-38美分，或扣除特殊项目后每股盈利41-42美分，营收至少7.35亿美元。分析师平均预期该公司第一财季每股盈利38美分，营收7.46亿美元。对于2009财年，该公司预计每股盈利至少1.54美元，营收至少31亿美元。扣除特殊项目后，该公司预计每股盈利至少1.72美元。分析师平均预期该公司09财年每股盈利1.58美元，营收30.8亿美元。（静态PE 15.02倍，PB 3.28倍，当天上涨1.97%）
02月13日	百事公司(PepsiCo)	PEP	全球饮料业巨头	受美元升值以及巨额重组开支的影响，第四财季净盈利下降43%，但调整后业绩与市场预期一致。公司当季净盈利从上年同期的12.6亿美元，合每股77美分，降至7.19亿美元，合每股46美分。扣除重组及其它一次性项目后，该公司当季盈利13.9亿美元，合每股88美分。季度营收增长大约3%，从上年同期的123.5亿美元增至127.3亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利88美分，营收128.2亿美元。第四财季美元升值导致百事公司每股盈利减少了5美分。2008全年百事盈利下降9%，从2007财年的56.6亿美元，合每股3.41美元，降至51.4亿美元，合每股3.21美元。调整后盈利58.9亿美元，合每股3.68美元。年度营收增长10%，至432.5亿美元。百事表示如果美元保持目前的强劲汇率，预计2009财年调整后盈利可能下降8个百分点。但在固定汇率的基础上，该公司预计2009财年核心每股盈利与营收将呈中到高单位数增长。（静态PE 14.86倍，PB 5.01倍，当天上涨1.1%）
02月13日	Brookfield	BAM	美国大型资产管理公司	第四季度盈利较去年同期锐减51%，原因是其专向基金营收大幅缩水，公司还宣布第四季度发生了超过2.6亿美元的开支。公司第四季度净收益降至1.71亿美元，合每股收益27美分，而去年同期净收益3.46亿美元，合每股收益56美分。此前华尔街分析师平均预计该公司第四季度每股盈利16美分。公司第四季度专向基金创造的营收由一年前的2.33亿美元骤减至4900万美元。另外公司还因产品开发及其他资产减值而蒙受了500万美元损失，而去年同期的此类损失为1.15亿美元。公司的主要业务为房地产、电力和基础设施资产投资。公司第四季度还发生了与这些投资有关的开支共计2.62亿美元，而造成这笔开支的原因是全球经济持续滑坡和信贷危机仍在继续。而去年同期的同类开支仅9600万美元。第四季度该公司运营现金流总计2.47亿美元，合每股41美分。2008年该公司盈利6.49亿美元，合每股盈利1.02美元，而一年前盈利7.87亿美元，合每股盈利1.24美元。（静态PE 11.32倍，PB 1.51倍，当天上涨4.11%）
02月12日	Ecolab Inc.	ECL	美国清洁与消毒产品制造商	受资产减计与重组开支的影响，第四财季净盈利下降29%，从上年同期的1.13亿美元，合每股45美分，降至8000万美元，合每股33美分。最新业绩中包括3000万美元的一次性开支，其中1900万美元是其在一项能源管理业务上的投资的价值减计。扣除特殊项目后，该公司当季每股盈利45美分。季度营收增长3%，从上年同期的14.4亿美元增至14.8亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利44美分，营收15.1亿美元。2008全年，Ecolab盈利从上年同期的4.27亿美元，合每股1.70美元，增至4.48亿美元，合每股1.80美元。Ecolab表示，预计第一财季扣除特殊项目后每股盈利30-34美分。该公司还重申，预计2009财年扣除特殊项目后每股盈利1.95-2.05美元。（静态PE 17.74倍，PB 3.77倍，当天下跌4.82%）
02月12日	可口可乐公司(Coca-Cola Co.)	KO	全球最大的饮料公司	受全球经济衰退以及货币市场动荡的影响，第四财季净盈利下降18%。不过调整后盈利超过了市场预期，而且按箱计算的销量也有所增长。公司计划加快其成本节约计划，争取在2011年前节约5亿美元。第四财季公司盈利从上年同期的12.1亿美元，合每股52美分，降至9.95亿美元，合每股43美分。扣除一次性项目后，每股盈利增长10%，至64美分。公司季度营收下降3%，从上年同期的73.3亿美元降至71.3亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利61美分，营收75亿美元。第四财季公司按箱计算的总销量增长4%。北美市场的销量下降了3%，国际销量则增长了6%。碳酸软饮料销量增长2%，非充气饮料销量则增长了11%。碳酸软饮料在很多海外市场仍然畅销，特别是新兴市场，但此类产品在美国的销量正逐渐下降，迫使该公司通过收购与内部发展来拓展其非碳酸产品组合。国际业务目前占可口可乐运营盈利的80%以上。2008全年，可口可乐盈利下降3%，从2007财年的59.8亿美元，合每股2.57美元，降至58.1亿美元，合每股2.49美元。全年营收增长11%，从上年同期的289亿美元增至319.4亿美元。（静态PE 15.8倍，PB 3.96倍，当天上涨7.56%）

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

表 1: 上周美国 4 季度重点企业业绩报告

业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月12日	Progress Energy	PGN	美国大型能源公司	第四财季净盈利增长大约4%，从上年同期的1.03亿美元，合每股40美分，增至1.07亿美元，合每股41美分。每股运营盈利从上年同期的40美分增至47美分。季度营收从上年同期的22亿美元降至21.6亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利45美分，营收23.9亿美元。Progress重申，预计2009财年每股盈利2.95-3.15美元，分析师预期为每股3.03美元。（静态PE 13.14倍，PB 1.14倍，当天上涨0.59%） 由于垃圾回收部门业绩疲软，加上受到多项一次性开支的影响，第四季度盈利较去年同期下滑29%。公司同时宣布了重大重组和整合计划，希望藉此达到每年节约1亿美元开支的目的。公司第四季度净收益降至2.18亿美元，合每股收益44美分，而上上年同期净收益3.09亿美元，合每股收益61美分。公司第四季度营收31.1亿美元，较上年同期的33.6亿美元减少7%，主要原因是商品价格下降令其垃圾回收业务受到冲击，同时公司还因为放弃了养老金计划和会计及税款发生变化而产生了多笔特殊开支。若不计入特殊开支，则第四季度净收益2.41亿美元，合每股收益49美分。此前华尔街分析师平均预计该公司第四季度每股盈利48美分，营收31.8亿美元。公司2008年净收益10.9亿美元，合每股收益2.19美元，而去年同期净收益11.6亿美元，合每股收益2.23美元。若扣除特殊项目的影响，2008年每股盈利为2.22美元，营收由2007年的133.1亿美元上升至133.9亿美元。分析师此前预计该公司全年每股盈利2.21美元，营收134.7亿美元。由于建筑活动萎缩，该公司处理的建筑垃圾急剧减少，而由于客流量下降，餐馆和其他部门的垃圾也在减少。公司宣布，准备用5000万美元对公司进行重组，并希望每年能够减少1亿美元的成本。该公司还准备对多个部门进行整合，将服务区域由45个缩小至25个，并对员工进行调整。（静态PE 11.99倍，PB 2.35倍，当天上涨2.85%）
02月12日	Waste Management Inc.	WMI	美国最大的垃圾处理公司	第四财季净盈利从上年同期的1.22亿美元，合每股98美分，降至1.20亿美元，合每股1.08美元。调整后每股盈利从上年同期的1.04美元增至1.10美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利1.09美元。季度营收增长11.3%，至11亿美元。LabCorp表示，预计2009财年营收增长2-4%，每股盈利4.75-4.95美元。（静态PE 14.9倍，PB 3.91倍，当天上涨4.47%）
02月12日	Laboratory Corporation of America Holdings	LH	美国临床实验室服务供应商	第四财季净盈利增长两倍以上，主要得益于来自商品价格下跌的未实现收益。公司当季净盈利从上年同期的9000万美元，合每股35美分，增至2.59亿美元，合每股98美分。最新业绩中包括与商品价格下跌所产生的逐日结算收益相关的2亿美元的收益；上年同期业绩中则包括来自逐日结算亏损的2200万美元开支。每股运营盈利从上年同期的34美分增至98美分。季度营收增长了20%，从上年同期的13.8亿美元增至16.6亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利42美分，营收11.7亿美元。2008全年，NRG盈利从2007财年的5.31亿美元，合每股2.01美元，增至11.3亿美元，合每股4.29美元。持续运营每股盈利从1.95美元增至3.66美元。这一增长主要得益于3.15亿美元的对冲收益。全年营收增长13%，至68.9亿美元。NRG重申，预计2009财年运营现金流将达15亿美元，EBITDA将达22亿美元。（静态PE 7.98倍，PB 1.05倍，当天下跌6.13%）
02月12日	NRG Energy	NRG	美国大型电力生产商	第四财季净盈利下降69%，原因是计入了4.54亿美元的特殊开支，加上经济衰退对广告、家庭娱乐与视频游戏营收的影响。公司当季盈利从上年同期的5.60亿美元，合每股86美分，降至1.73亿美元，合每股28美分。最新业绩中包括总计4.54亿美元的重组与其它开支。扣除特殊项目后，每股盈利从上年同期的84美分降至76美分。公司当季营收42.4亿美元，与上年同期基本持平。FactSet调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利80美分，营收42.5亿美元。（静态PE 6.07倍，PB 1.32倍，当天上涨3.93%）
02月12日	Viacom Inc	VIA	美国媒体巨头	第四财季其业绩从上年同期的盈利1.76亿美元，合每股46美分，转为净亏损1000万美元，合每股亏损3美分。公司总营收下降7.5%，至37.8亿美元。最新业绩中包括每股35美分的重组与其它特殊开支。公司持续运营业务调整后盈利下降49%，至1.21亿美元，合每股34美分，季度营收下降了6%，从上年同期的40.9亿美元降至37.8亿美元。扣除与时权酒店(timeshare hotel)业务相关的6100万美元开支后，公司营收达到38.5亿美元。汤森路透调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利39美分，营收38.6亿美元。由于美元升值以及每间客房营收的下降，公司基本管理与特许经营加盟费收入下降了6%，至3.20亿美元。万豪国际表示，第四季公司直营酒店的每间客房营收较上年同期下降了8.4%，其中国际业务的下降幅度略大于美国国内业务；系统范围酒店的每间客房营收则下降了7.5%。2008全年，万豪净盈利从上年同期的6.96亿美元，合每股1.75美元，降至3.62亿美元，合每股99美分。全年净营收从上年同期的129.9亿美元降至128.8亿美元。但调整后的营收达到129.4亿美元。该公司预计第一财季持续运营业务每股盈利13-15美分。对于2009财年的业绩前景，该公司表示，不能作出任何确切的预期，但每股盈利可能位于86美分至1.04美元之间。分析师平均预期该公司第一财季每股盈利21美分，09财年每股盈利1.10美元。（静态PE 9.32倍，PB 3.68倍，当天上涨3.83%）
02月12日	万豪国际集团(Marriott International Inc)	MAR	美国大型酒店运营商	

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

表 1: 上周美国 4 季度重点企业业绩报告

业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月12日	安泰保险集团(Aetna Inc)	AET	全球大型金融保险集团公司	第四财季净盈利下降57%，主要是由于计入了巨额投资亏损，以及与裁员相关的遣散开支。但公司表示其医保保费收入增长了17%，从而推动运营盈利超过了市场预期水平。第四财季安泰净盈利从上年同期的4.48亿美元，合每股87美分，降至1.95亿美元，合每股42美分。公司营收增长了9%，从上年同期的71.4亿美元增至77.6亿美元。运营盈利从上年同期的4.55亿美元，合每股88美分，降至4.48亿美元，合每股96美分。汤森路透调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利94美分，营收79.6亿美元。安泰第四季与2008年全年分别计入了税后1.98亿美元与4.82亿美元的净实现投资亏损。安泰第四季计入了3560万美元的遣散开支。该公司去年12月宣布，将裁员1000人，即将近3%的员工，以削减成本应对经济衰退。第四财季，安泰新增医疗会员3.3万个，全年新增84.8万个。截至2008年底的会员数达到1770万个。该公司第四季用于医疗保健的保费收入比例达到81.8%，高于上年同期的80.3%。医保费用增长了19%，至53亿美元，但作为最大营收来源的医保保费收入增加了9.31亿美元，至65亿美元。2008全年，安泰盈利下降24%，从2007财年的18.3亿美元，合每股3.47美元，降至13.8亿美元，合每股2.83美元。年度营收增长了12%，至310亿美元。全年盈利中包括每股99美分的资本亏损，以及其它一次性开支。安泰表示，预计2009财年每股运营盈利3.85-3.95美元。分析师平均预期该公司09财年每股运营盈利3.87美元。（静态PE 9.87倍，PB 1.6倍，当天上涨2.54%）
02月12日	道达尔能源集团(Total SA)	TOT	法国能源行业巨头	受到第四财季内油价大幅下跌的影响，经过调整之后的第四财季净盈利同比减少8%，但仍然好于市场预期。公司计划在09年进行稳定的投资，以增加石油产量。道达尔能源集团是法国市值最大的公司。该公司表示，准备从今年开始启动尼日利亚的Akpo油田以及在卡塔尔和也门的液化天然气等项目。上财年道达尔能源集团净亏损7.94亿欧元，合每股亏损0.36欧元；去年同期净盈利36亿欧元，合每股收益1.59欧元。税后库存减计项目使其第四财季净盈利减少了31.3亿欧元，去年同期的这一项目使其净盈利数字提高了5.3亿欧元。扣除库存调整、一次性项目、以及由于赛诺菲安万特公司(Sanofi-Aventis)并购交易造成在这家公司持有的无形资产价值摊销等项目不计，道达尔能源集团经过调整之后的盈利降至28.7亿欧元，公司去年同期盈利为31.1亿欧元，但公司业绩仍高于市场所平均预期的26.3亿欧元。该公司第四财季销售收入同比减少10%，由去年同期的431.9亿欧元下降至387.1亿欧元。今年1月15日道达尔能源集团表示，第四财季内原油平均售价为每桶49.40美元，一年前为每桶84.50美元。第三季度的平均售价为每桶107.80美元。公司预计2009财年资本开支项目将约为180亿美元，公司2008年资本开支预算额为190亿美元。公司2008年最后一个财季内，该公司的平均每日石油产量为235.4万桶石油当量，比上年同期减少了4%，主要是因为一些油田关闭造成的。（静态PE 6.0倍，PB 1.75倍，当天上涨2.06%）
02月12日	英国电信(BT Group Plc)	BT	英国第一大电信公司	第三财季净盈利较去年同期下降73%，原因是其全球服务部门发生重大开支。该公司还发布预警称，今年还可能发生更多开支。第三财季公司净盈利降至9700万英镑，合每股盈利1.3便士，而去年同期盈利3.65亿英镑，合每股盈利4.4便士。今年第三财季盈利数字当中包含了3.36亿英镑的开支。这笔开支主要产生于其全球服务部门。该部门主要向各大公司和政府机构提供电信和IT服务。这项开支不会对公司的股息政策造成影响，因为这笔开支主要是非现金项目。若不计入一次性项目，公司EBITDA下降9%，至13.4亿英镑。受并购及汇率变化的影响，第三财季公司季营收上升5%，至54.4亿英镑。公司的营收和调整后的EBITDA都超出了市场普遍预期。但若扣除汇率变化和并购的影响，则该公司的基础营收增长速度没有达到预期。公司表示，尽管今年营收将持续增长，但EBITDA和每股盈利都可能受到全球服务部门的糟糕表现以及一次性开支的影响。公司预计，到下一个财年，扣除养老金前的自由现金流将超过10亿英镑。公司称成本削减措施收效缓慢，利润较高的英国业务持续萎缩以及汇率变化的负面影响等是导致该部门表现欠佳的主要原因。（静态PE 5.23倍，PB 2.11倍，当天下跌6.98%）
02月12日	Diageo PLC	DEO	全球第一大酒业公司	调降年盈利预期，理由是其业务自去年下半年以来持续受到全球经济危机的冲击，公司管理层还预计消费开支呈现继续下滑的趋势。公司08年下半年净收益上升16%，至11.4亿英镑，而上年同期净收益9.75亿英镑。公司称盈利增长主要得益于汇率的推动，但仍然远远低于华尔街分析师预计的16.5亿英镑。公司08年下半年净销售额总计50.7亿英镑，较一年前水平的42.9亿英镑增长18%。该公司将全年运营盈利的增长预期由原先预计的7%至9%下调至4%至6%之间，令许多投资者感到措手不及。公司还表示，在接下来的一年里，公司不准备重启股票回购计划，并可能在下半年进行重组。重组计划有望帮忙公司节约1亿英镑开支。该公司预计，受该计划影响，该公司下半年将发生2亿英镑的特殊开支。不过，得益于汇率的有利变化以及税率的下降，扣除特殊项目后的每股盈利有可能实现两位数的增长。（静态PE 15.89倍，PB 6.62倍，当天下跌3.6%）
02月12日	ABB Ltd.	ABB	瑞士-瑞典大型工程集团	第四财季的净盈利同比下降88%，主要与公司为操纵价格调查设立的一次性拨备有关。ABB表示，今年的业绩前景“依然难以确定”。公司全季净盈利2.13亿美元，明显低于上年同期的17.5亿美元。去年十二月ABB宣布将设立8.7亿美元的拨备，这些拨备主要针对对欧盟和美国监管机构调查公司是否操纵价格和行贿可能招致的开支。第四财季ABB的订单总额下降19%，至72亿美元。公司全季营收增长5%，至91亿美元，超过一年前的87亿美元。（静态PE 7.39倍，PB 2.56倍，当天上涨2.05%）

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

表 1: 上周美国 4 季度重点企业业绩报告

业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月11日	暴雪 (Activision Blizzard)	ATVI	美国大型游戏软件公司	第四季度净亏损7200万美元，每股亏损5美分。不计入特殊项目，暴雪第四季度每股盈利31美分，好于分析师预期。路透财经调查显示，分析师此前平均预期暴雪第四季度每股盈利29美分。暴雪第四季度调整后营收为23.4亿美元，高于公司此前预期，也高于华尔街分析师预期的21.5亿美元。不计入特殊项目，暴雪预计2009财年每股盈利61美分，营收47亿美元，这一预期不及分析师预期。路透财经调查显示，分析师此前平均预期暴雪2009财年每股盈利67美分，营收51.7亿美元。不计入特殊项目，暴雪预计2009财年第一季度每股盈利3美分，不及分析师此前平均预期的每股盈利11美分。（静态PE 26.18倍，PB 1.08倍，盘后公布业绩，盘后下跌3.27%）
02月11日	NetApp Inc.	NTAP	美国IT存储业界巨人	第三财季亏损7500万美元，合每股亏损23美分，上年同期公司盈利1.02亿美元，合每股29美分。该财季NetApp的营收总计7.46亿美元，其中未计入公司与美国政府总务署(GSA)存在争议的1.28亿美元营收。若计入这笔营收，全季营收将达8.74亿美元，略低于上年同期的8.84亿美元。NetApp不计一次性项目的季盈利为9300万美元，合每股28美分，与接受汤姆逊-路透公司调查的分析师的平均预期持平。NetApp还宣布，将裁员约6%，约530个职位，第四财季将因此而认列3000万至3500万美元的开支。（静态PE 48.3倍，PB 2.66倍，盘后公布业绩，盘后下跌6.89%）
02月11日	Genzyme Corp	GENZ	美国大型生化科技公司	第四财季净盈利增长将近10%，主要得益于成本控制，以及其罕见病与慢性病药物销售额的提高。该公司当季净盈利从上年同期的7890万美元，合每股29美分，增至8670万美元，合每股31美分。扣除一次性项目后，该公司当季每股盈利1.04美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利1美元。季度营收增长了12.5%，从上年同期的10.4亿美元增至11.7亿美元。Genzyme重申，预计2009财年调整后每股盈利大约4.70美元，营收52亿-54亿美元。公司2009财年销售额预计将达7.25亿-7.35亿美元。（静态PE 48.3倍，PB 2.66倍，当天下跌0.15%）
02月11日	Allegheny Energy Inc.	AYE	美国大型公用电力公司	第四财季的盈利较上年同期下降85%，这主要与商品价格预料失误导致的1.163亿美元税前亏损有关。公司全季盈利降至1620万美元，合每股10美分，上年同期的盈利为1.104亿美元，合每股65美分。刚过去财季的盈利中计入了1.163亿美元的税前开支，这笔开支源自套期保值合约不符合相关财务规定。不计这笔特殊开支，Allegheny的季度修正后净所得为8710万美元，合每股51美分。超过2007年第四季修正净所得7860万美元，合每股46美分的水平。接受汤姆逊-路透公司调查的华尔街分析师平均预期：Allegheny每股将盈利52美分。公司季营收下滑10%，由一年前的7.863亿美元降至7.078亿美元。分析师对此的普遍预期为10.1亿美元。2008全年Allegheny总计盈利3.954亿美元，合每股2.33美元，低于2007财年盈利4.122亿美元，合每股2.43美元的水平。若不计一次性项目，Allegheny去年的修正后净所得为3.911亿美元，合每股2.30美元。全年营收增长2%，至33.8亿美元。（静态PE 11.39倍，PB 1.93倍，当天下跌10.12%）
02月11日	Coca-Cola Enterprises	CCE	美国可口可乐罐装和销售企业	第四财季从上年同期的盈利1.58亿美元，合每股33美分，转为亏损14.5亿美元，合每股亏损2.99美元。最新业绩中包括23亿美元的非现金减值开支。净运营营收从上年同期的53亿美元降至52.4亿美元。扣除特殊项目后，该公司当季每股盈利22美分。公司预计2009财年合并财务业绩将反映运营盈利低单位数的增长，以及每股盈利中单位数的增长。（静态PB 2.31倍，当天上涨9.62%）
02月11日	Reynolds American Inc	RAI	美国第二大烟草制造商	受减值开支的影响，第四财季盈利下降13%，但调整后盈利高于市场预期。Reynolds旗下的品牌包括骆驼(Camel)、Pall Mall与Natural American Spirit。该公司还拥有Conwood Co.，后者生产Kodiak与Grizzly牌无烟烟草。第四财季Reynolds盈利从上年同期的2.97亿美元，合每股1.01美元，降至2.58亿美元，合每股89美分。扣除1.45亿美元的商标价值开支，以及3300万美元的长期投资减计后，该公司当季盈利从上年同期的3.38亿美元，合每股1.15美元，增至3.70亿美元，合每股1.27美元。公司季度营收下降了2%，从上年同期的22.3亿美元降至21.8亿美元。汤森路透调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利1.16美元，营收22亿美元。2008全年Reynolds盈利同比增长2%，至13.4亿美元，合每股4.57美元。扣除一次性项目后，2008全年调整后盈利14.1亿美元，合每股4.80美元。全年营收下降2%，从上年的90.2亿美元降至88.5亿美元。Reynolds指出，2008财年其总计计入了9000万美元的重组开支，并预计到2011财年将实现5500万美元的年度成本节约。截至2008年底，该公司拥有26亿美元现金。该公司表示不需要在信贷市场进行融资来满足其运营资金需求。（静态PE 8.3倍，PB 1.49倍，当天上涨2.52%）
02月11日	Marsh & McLennan Cos.	MMC	美国大型保险经纪商	第四财季盈利下降6%，但其在金融危机中的表现好于其它大型同业公司。公司当季盈利从上年同期的8500万美元，合每股16美分，降至8000万美元，合每股15美分。扣除一次性项目后，该公司当季调整后每股盈利37美分。季度营收下降8.7%，至26.6亿美元。汤森路透调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利32美分，营收29.8亿美元。分析师预期中通常不包括特殊项目。Marsh & McLennan表示，第四季业绩中包括1900万美元的投资收益，主要来自私人股权投资中的逐日结算收益。该公司核心的风险咨询与技术部门当季营收下降11%，至1.88亿美元。咨询部门营收下降8%，至8.07亿美元。2008全年，该公司从2007财年的盈利24.8亿美元，合每股4.53美元，转为亏损7300万美元，合每股亏损14美分。全年营收增长3.7%，从上年的111.8亿美元增至115.9亿美元。（静态PB 1.39倍，当天上涨14.43%）

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

表 1: 上周美国 4 季度重点企业业绩报告

业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月11日	安塞乐米塔尔(ArcelorMittal)	MT	全球第一大钢铁公司	第四季度意外亏损,需求“崩溃”和产品售价大幅滑坡是导致其陷入亏损的主要原因。该公司还宣布,由于产品价格持续下跌和产量下滑,第一季度扣除利息、税款、资产减损和商誉摊还前的盈利将降至10亿美元左右。公司第四季度净亏损26.3亿美元,合每股亏损1.93美元,而去年同期盈利24.5亿美元,合每股盈利1.72美元。今年第四季度出现亏损的一个原因是发生了一笔高达44亿美元的特殊税前开支。这笔开支与公司减记库存和原材料供应合约价值下降以及为裁员和司法诉讼拨出的准备金有关。第四季度EBITDA为28亿美元,超出市场分析师平均预计的24亿美元。第四季度销售额较去年同期减少21%,至220.9亿美元,出货量下滑40%,至1710万吨。(静态PE 2.39倍, PB 0.55倍,当天上涨3.83%)
02月11日	瑞士信贷集团(Swiss Credit Suisse Group)	CS	欧洲大型银行	受糟糕的交易业务表现和重组费用拖累,该集团08全年亏损82亿瑞郎,创公司历史最大年度亏损。瑞信08年第四季度亏损60.2亿瑞士法郎(约52亿美元),上年同期瑞信盈利5.4亿瑞郎。此前分析师平均预期公司四季度亏损42亿瑞士法郎,全年亏损82亿瑞士法郎。亏损的原因之一是,去年9月雷曼兄弟破产后,金融市场大幅动荡,瑞信在交易中蒙受了损失。具体部门方面,由于瑞信四季度减记了31.9亿瑞士法郎的资产,投资银行部门税前损失77.8亿瑞士法郎。投资亏损也令瑞信资产管理部门损失了6.7亿瑞士法郎;私人银行部门虽保持盈利,但同比减少了36%。与此同时,瑞信由于裁员支出的成本达到约6亿瑞士法郎。瑞信宣布,该集团的目标是在年底将员工减少至4.78万,目前距离这个目标已经完成了一半。(静态PB 0.8倍,当天上涨3.66%)
02月11日	英格索兰公司(Ingersoll-Rand Company Limited)	IR	美国多元化工业制造商	受一次性项目的影响,第四财季转为亏损。第四财季公司从上年同期的盈利25.2亿美元,合每股9.06美元,转为亏损32.9亿美元,合每股亏损10.27美元。最新业绩中包括总计34亿美元的资产减值开支、重组费用以及一次性收购费用。扣除特殊项目后,持续运营业务调整后每股盈利53美分。季度营收增长58%,从上年同期的23.2亿美元增至36.7亿美元,主要得益于近期收购的Trane业务的贡献。FactSet调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利29美分,营收38亿美元。该公司对Trane的收购价过高,导致了巨额资产减计,并可能给今年带来更多的财务麻烦。2008全年,英格索兰从2007财年的盈利近40亿美元,合每股13.43美元,转为亏损26.2亿美元,合每股亏损8.73美元。对于2009财年,该公司预计每股盈利1.85-2.25美元,其中不包括特殊项目。分析师平均预期该公司09财年每股盈利2.05美元。公司全年营收预计将下降6-7%,包括美元升值的影响在内,降幅预计将达8-9%。该公司2008财年营收87.6亿美元,按此计算,2009财年营收预计在81.9亿美元左右,包括美元升值的影响在内,营收预计将接近80.2亿美元。(静态PE 5.19倍, PB 0.46倍,当天上涨13.89%)
02月10日	英伟达(NVIDIA)	NVDA	全球视觉计算技术的行业领袖	第四季度营收为4.811亿美元,与去年同期的12亿美元相比下滑60%;净亏损为1.477亿美元,去年同期净利润为2.57亿美元。该财季公司每股亏损27美分,上年同期公司每股盈利42美分。不计入特殊项目,NVIDIA第四季度每股亏损为18美分。汤森路透调查显示,分析师此前平均预期NVIDIA第四季度每股亏损为9美分,营收为4.913亿美元。NVIDIA第四季度总毛利率为29.4%,不及上一季度的41%。在整个2009财年,NVIDIA净亏损3000万美元,每股亏损5美分,这一业绩不及上一财年。2008财年,NVIDIA净利润为7.976亿美元,每股盈利1.31美元。NVIDIA2009财年营收为34.2亿美元,2008财年为41亿美元。(静态PE 15.91倍, PB 2.1倍,当天下跌4.31%)
02月10日	计算机科学公司(Computer Sciences Corp.)	CSC	美国大型IT服务公司	第三财季净盈利1.606亿美元,合每股1.06美元,低于上年同期盈利1.79亿美元,合每股1.05美元的水平。公司在截至一月底的财季中,营收总计39.5亿美元,低于一年前的41.6亿美元。接受FactSet Research调查的华尔街分析师平均预期:CSC每股将盈利98美分,营收将达41亿美元。(静态PE 6.77倍, PB 1.06倍,盘后公布业绩,盘后下跌1.18%)
02月10日	Expeditors International of Washington Inc.	EXPD	美国大型货运代理与物流服务供应商	第四财季盈利从上年同期的7010万美元,合每股32美分,增至7770万美元,合每股36美分。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利35美分。季度营收从上年同期的14.5亿美元降至13.1亿美元。(静态PE 22.84倍, PB 4.81倍,当天上涨6.11%)
02月10日	DirecTV Group	DTV	全美最大的卫星电视供应商	由于客户采购成本与利息支出的增加,第四财季净盈利下降了5%。不过与很多在经济危机中遭受损失的同业公司不同,DirecTV的业绩仍保持稳定,其新增用户数量高于上年同期,用户流失率保持稳定,而且自由现金流增加了20%,该公司甚至还成功地上调了服务价格。第四财季公司净盈利从上年同期的3.48亿美元,合每股30美分,降至3.32亿美元,合每股32美分。截至季末,其在外流通股数较上年同期减少了10%。季度营收增长9%,从上年同期的48.8亿美元增至53.1亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利34美分,营收53.9亿美元。未计折旧与摊销前运营盈利增长了11%,至12.2亿美元。自由现金流从上年同期的3.61亿美元增至4.32亿美元。第四财季DirecTV净新增301,000个用户,较上年同期增长9.4%,用户总数达到1760万个。用户流失率与上年同期持平,仍为1.42%。每用户月平均营收增长3.5%至90.46美元。(静态PE 16.78倍, PB 4.14倍,当天下跌1.24%)

资料来源: 上市公司公告, 中金公司研究部

表 1：上周美国 4 季度重点企业业绩报告

业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月10日	Qwest Communications International Inc	Q	美国大型通信公司	第四财季净盈利下降49%，从上年同期的3.66亿美元，合每股20美分，降至1.85亿美元，合每股11美分。最新业绩中包括每股1美分的遣散费开支，该公司当季共裁员1700人，多于原先宣布的1200人。汤森路透调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利10美分。公司季度营收下降3%，从上年同期的34.4亿美元降至33.2亿美元。截至第四财季末，Qwest服务中的消费者与小企业电话线路数量减少了219,000条，至800万条，原因是更多的客户选择只使用无线服务，或转向电缆电话服务。该公司当季新增54,000个宽带用户，但该部门的增长速度正大幅放慢。上年同期，该部门新增95,000个用户，较前一年也有所下降。为了同电缆电话业务竞争，该公司一直在升级其网络，并且表示，目前能够为190万户家庭提供更高的网络速度，超过了原计划的150万户家庭。截至第四财季末公司拥有32,937名员工，较上年同期减少了11%。通过这些裁员，其支出被削减了5%，至28亿美元。展望未来，Qwest表示，预计2009财年EBITDA将达42亿-44亿美元，分析师平均预期该公司本财年EBITDA达到43亿美元。2008全年，Qwest盈利从上年同期的29亿美元，合每股1.52美元，降至6.81亿美元，合每股39美分。公司税前盈利增长66%，从上年同期的6.64亿美元增至11亿美元，全年营收下降2%，从上年同期的138亿美元降至135亿美元。（静态PE 7.01倍，PB 16.59倍，当天上涨2.37%）
02月10日	宏盟集团(Omnicom Group Inc)	OMC	美国大型广告营销公司	第四财季盈利从上年同期的3.13亿美元，合每股96美分，降至2.71亿美元，合每股88美分。季度营收从上年同期的36.3亿美元降至33.7亿美元。FactSet Research调查的分析师平均预期该公司当季每股盈利84美分，营收33.6亿美元。（静态PE 8.64倍，PB 2.39倍，当天下跌2.21%）
02月10日	应用材料公司(Applied Materials)	AMAT	美国大型芯片设备制造商	第一财季净亏损1.33亿美元，合每股10美分。上年同期应用材料盈利2.62亿美元，合每股19美分。对特殊项目做出修正后，公司盈亏相抵。公司全季营收为13亿美元，明显低于一年前的21亿美元。据FactSet Research进行的调查，华尔街分析师平均预期：不包括特殊项目，应用材料第一财季将盈亏相抵，营收将达13.5亿美元。（静态PE 14.54倍，PB 1.8倍，盘后公布业绩，盘后下跌2.99%）
02月10日	瑞士银行	UBS	欧洲大型银行	四季度亏损81亿瑞士法郎（约合70亿美元），全年亏损达到197亿瑞士法郎（约合170亿美元），创下历史新纪录，其2007年的亏损额为53亿瑞士法郎（约合46亿美元）。瑞银称，亏损主要出现在投资银行部门。同时，瑞银宣布了裁员计划，下一步将在证券部门裁员2000人，该部门总人数保持在15000人左右。根据公告，其四季度已经裁员1782人，令当季的人事费用较上一季度下降了41%。在瑞银旗下业务中，仅财富及资产管理业务保持盈利，虽然四季度客户撤出了858亿瑞士法郎（约合739亿美元）的资金，其税前利润仍达到11.3亿瑞士法郎（约合9.7亿美元）。此外瑞银预计，经过瑞士政府注资并剥离“有毒”资产，2009年有望重新盈利。瑞银宣布，已与瑞士央行（SNB）达成协议，将其资产负债表中的600亿美元低流动性证券和其他资产转给瑞士央行下属的特殊目的公司（SPV）。公告称，通过将低流动性资产出售给政府，为这些资产未来可能造成的损失设定上限。在保证长期资金来源的同时，也降低了资产负债表的风险。（静态PB 0.78倍，当天上涨1.45%）
02月09日	Lorillard Inc	LO	美国大型香烟生产商	第四财季盈利同比增长了24%，达2.58亿美元，合每股收益1.53美元；去年同期净盈利2.13亿美元，合每股收益1.23美元。公司第四财季业绩提高的原因是产品售价提高、销售量增加，同时还减少了促销活动。公司第四财季的销售收入由去年同期的9.57亿美元增长至10.1亿美元。此前市场平均预期Lorillard Inc.第四财季每股收益1.38美元、销售收入8.6亿美元。（静态PE 12.85倍，PB 14.27倍，当天上涨3.28%）
02月09日	洛斯公司(Loews Corp)	L	美国大型控股集团	第四财季转为亏损9.58亿美元，合每股亏损2.20美元；去年同期盈利5.12亿美元，合每股收益72美分。Loews Corp是CNA Financial、Diamond Offshore Drilling以及其他一些金融机构的控股公司。公司第四财季的总营收由去年同期的35.9亿美元下降至27.4亿美元。（静态PE 11.68倍，PB 0.69倍，当天上涨0.36%）
02月09日	纽约-泛欧交易所集团(NYSE Euronext)	NYX	全球最大的交易所	第四季度亏损13.4亿美元，原因是其在证券交易所整合高潮期间收购的欧洲交易所(Euronext)价值大幅下降。该公司宣布原派息方案不变，但为了保留资本，公司停止了股票回购计划。去年第四季度，该公司回购了1340万美元股票，回购总额3.48亿美元。公司第四季度每股亏损5.06美元。报告当中计入了商誉减损和无形资产摊还的影响，原因是“糟糕的证券市场情形”使得2008年下半年业内市场出现实质性滑坡。公司宣布经过调整后2008年第四季度每股盈利由去年第四季度的65美分降至52美分。美元对欧元汇率上升导致每股盈利减少7美分，该公司对NYSE Liffe U.S.和NYSE Amex的投资计划使得每股盈利再减少6美分。第四季度营收较去年同期下降2%，至6.83亿美元。而此前分析师平均预计该公司第四季度每股盈利56美分，营收12亿美元。另外，纽约证交所公布了一月份交易情况，其中美国现金产品交易量下降9%，欧洲现金产品交易量锐减29.5%，欧洲衍生产品交易量下降18%。（静态PE 8.12倍，PB 0.67倍，当天下跌5.2%）

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

表 1：上周美国 4 季度重点企业业绩报告

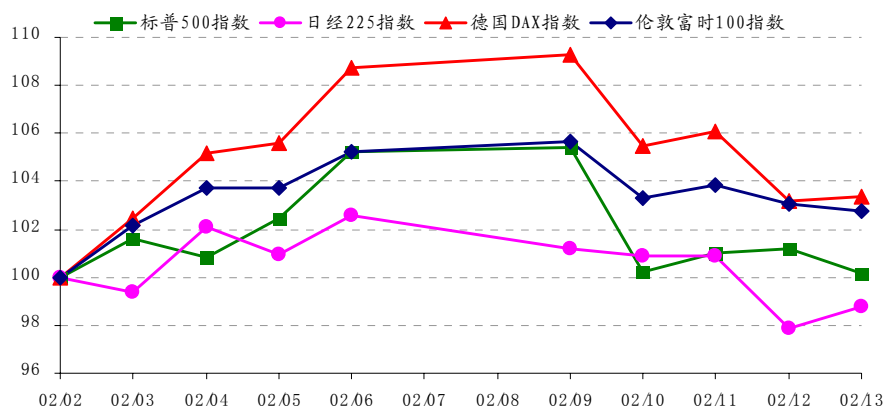
业绩披露时间	企业名称	交易所代码	所属行业情况	业绩情况
02月09日	巴克莱(Barclays Plc)	BCS	英国第三大银行	得益于收购雷曼兄弟资产所得的一次性收益以及对旗下一家保险部门的出售，该行去年下半年利润增长幅度高于分析师此前预期。该行去年下半年净利润增长至26.6亿英镑，每股盈利31.3便士，同比增长49%，好于12名分析师此前平均预期的净利润20.5亿英镑。巴克莱预计今年的资本减记总额将低于去年的81亿英镑。2008年巴克莱全球零售和商业银行业务增长了6%，这意味着在信贷危机的形势下，仍旧有一家银行还保持着良好的活力。巴克莱称，在取消了2008年的股息之后，该行将于今年下半年重新开始支付股息。财报显示，在收购了雷曼兄弟旗下位于北美洲的资产之后，巴克莱获得了22.6亿英镑的税收相关增长。巴克莱总裁表示，该行以等同于账面价值的价格出售了93亿英镑的资产，这一资产出售活动为该行提供了“最好的保护”，按照部门划分，巴克莱旗下投行部门巴克莱资本(Barclays Capital)2008年的税前利润下跌44%，至13亿英镑；巴克莱全球投资者(Barclays Global Investors)的税前利润则下滑19%，至5.95亿英镑；英国零售银行部门利润增长7%，至14亿英镑；信用卡部门利润增长31%，至7.89亿英镑。（静态PE 2.02倍，PB 0.31倍，当天上涨11.13%）
02月09日	罗门哈斯(Rohm & Haas Co.)	ROH	美国最大的特种原材料供应商	第四财季盈利同比减少了82%，降至3200万美元，合每股收益17美分；去年同期盈利1.8亿美元，合每股收益91美分。公司旗下除了盐业之外的所有部门都受到了市场状况急剧下滑的影响，导致第四财季的销售收入同比减少了13%，由去年同期的23亿美元下降至20亿美元。公司经过调整之后的每股收益为69美分；市场平均预期值为66美分。（静态PE 17.67倍，PB 3.3倍，当天下跌0.39%）

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

各海外投资产品走势和评论

在令投资者失望的《金融稳定计划》公布后，各发达国家股市普遍下跌。

附图 1：美国、日本和欧洲发达国家主要股指上两周走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

标普500指数抹去了前周所有的涨幅，继续受压于60日线。

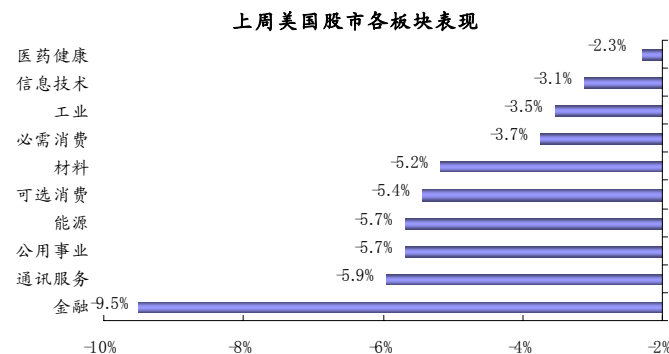
附图 2：标普 500 指数 K 线图



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

对金融拯救方案的失望使得金融股继续领跌大盘。

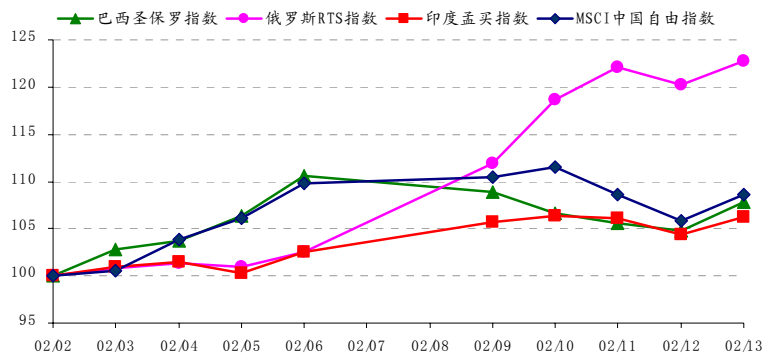
附图 3：美国股市上周各板块表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

金砖四国股市摆脱了美国股市影响继续上扬。俄罗斯股市一周反弹接近20%。

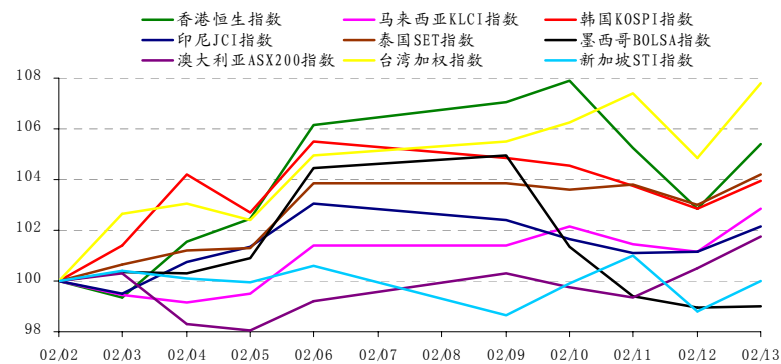
附图 4: 金砖四国 (BRICS) 主要股指上两周走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

与欧美日股市相比, 新兴市场总体保持强势。

附图 5: 其他新兴市场主要股指上两周走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

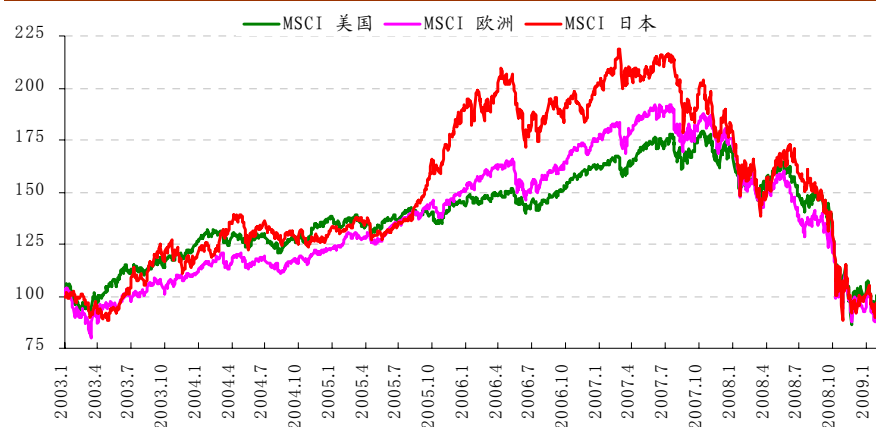
A 股继续大幅上扬, 2009 年以来涨幅已经超过 30%。但上周涨幅更大的事俄罗斯股市, 一周反弹 20%。中国股市的火热表现对其它周边新兴市场也有所提振, 然而发达国家股市继续表现疲软。

附表 1: 全球股市市场表现

指数名称	代码	收盘	涨跌(%)				09年至 今	08年 至今	200日移 动平均 线	52周最高 点位	52周最 高价至 今跌幅
			2月9日 一周	2月2日 一周	1月26日 一周	1月19日 一周					
摩根AC世界指数 成熟市场	MXWD	209	-3.55	3.95	1.89	-4.77	-8.40	-48.28	288	399	-47.7%
道琼斯工业指数	INDU	7,850	-5.20	3.50	-0.95	-2.46	-10.55	-40.82	10,319	13,137	-40.2%
标普500指数	SPX	827	-4.81	5.17	-0.73	-2.14	-8.46	-43.69	1,112	1,440	-42.6%
纳斯达克综合指数	CCMP	1,534	-3.60	7.81	-0.06	-3.40	-2.71	-42.15	1,997	2,551	-39.9%
伦敦富时100指数	UKX	4,190	-2.38	3.43	2.40	-2.28	-5.52	-35.11	4,968	6,377	-34.3%
法国CAC指数	CAC	2,998	-4.00	5.01	4.38	-5.56	-6.84	-46.60	3,912	5,142	-41.7%
德国DAX指数	DAX	4,413	-4.98	7.06	3.81	-4.29	-8.25	-45.29	5,683	7,232	-39.0%
日经225指数	NKY	7,779	-3.68	1.03	3.21	-5.89	-12.19	-49.18	11,190	14,601	-46.7%
澳大利亚综合指数	AS30	3,497	2.62	-2.03	5.39	-5.57	-4.44	-45.54	4,543	6,060	-42.3%
香港恒生指数	HSI	13,555	-0.74	2.84	5.56	-5.11	-5.79	-51.26	18,724	26,387	-48.6%
香港国企指数	HSCEI	7,569	-1.69	7.95	7.06	-6.79	-4.09	-53.06	10,006	14,783	-48.8%
香港红筹指数	HSCCI	3,143	-0.96	5.91	4.29	-3.68	-4.53	-48.57	3,986	5,967	-47.3%
新兴市场											
巴西圣保罗指数	IBOV	41,674	-2.53	8.79	3.06	-3.07	10.98	-34.77	50,235	73,920	-43.6%
印度孟买指数	SENSEX	9,635	3.59	-1.31	8.64	-6.96	-0.13	-52.51	12,638	18,314	-47.4%
俄罗斯RTS指数	RTSI\$	624	19.83	-2.64	7.39	-12.10	-1.22	-72.75	1,400	2,498	-75.0%
台湾加权指数	TWSE	4,593	2.71	5.26	-	-2.71	0.03	-46.01	6,233	9,310	-50.7%
韩国KOSPI指数	KOSPI	1,192	-1.47	4.14	6.28	-3.68	6.04	-37.15	1,409	1,901	-37.3%
MSCI中国自由指数	MXCNX	4,035	-1.14	6.67	5.82	-5.17	-3.46	-53.29	5,305	7,967	-49.3%
越南胡志明市指数	VNINDEX	275	-2.53	-7.12	-	-0.95	-13.03	-70.39	400	823	-66.7%
中国市场											
沪深300	SHSZ300	2,399	7.23	10.07	-	2.13	31.98	-55.06	2,498	5,062	-52.6%
上证指数	SHCOMP	2,321	6.40	9.57	-	1.85	27.46	-55.89	2,457	4,696	-50.6%
上证B股	SHBSHR	148	8.39	9.13	-	3.29	33.07	-59.66	163	324	-54.5%
上证180	SSE180	5,307	6.04	9.92	-	2.22	31.10	-55.87	5,604	11,138	-52.4%
深圳成指	SICOM	8,629	11.03	10.79	-	1.41	33.05	-51.25	8,531	17,477	-50.6%
深圳B股	SZBSHR	327	8.45	6.29	-	0.53	20.68	-53.87	375	668	-51.0%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 6: 全球发达国家股市 2003 年以来表现



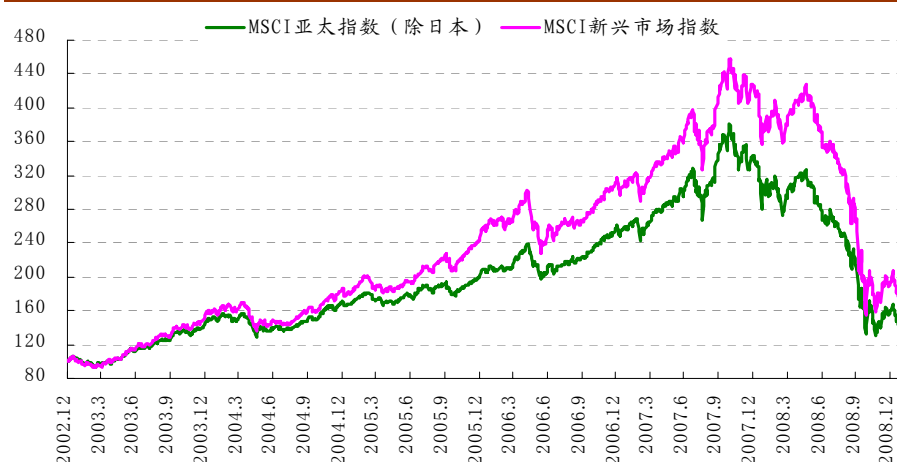
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 7: 全球发达国家股市 2003 年以来表现 (以人民币计)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 8: 全球新兴市场股市 2003 年以来表现

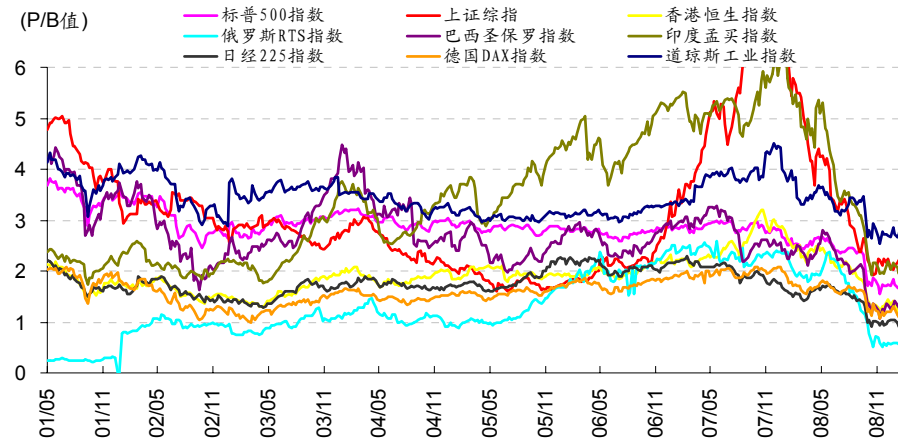


资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

与发达国家股指不同, 新兴市场股指处于反弹之中。

A 股的市净率继续反弹上升至 2.6 倍。

附图 9：全球各国股市的市净率水平



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

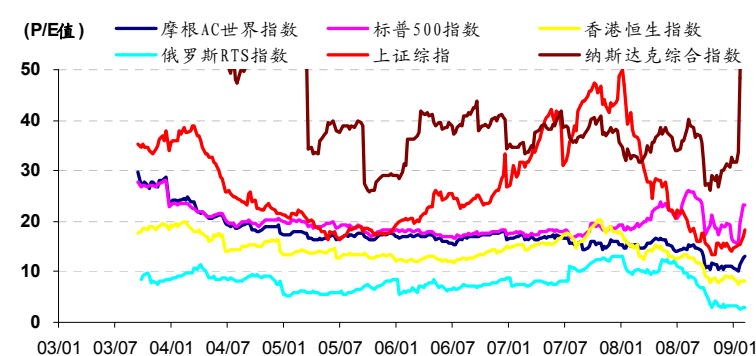
附表 2：全球主要市场估值比较

股票市场	静态市盈率					静态市盈率涨跌				
	最新	一周前	一月前	07年底	06年底	一周	一月	08年至今	07年至今	
摩根AC世界指数	13.1	12.8	10.5	16.0	18.0	2.0%	24.1%	-18.6%	-27.4%	
道琼斯工业指数	10.3	10.8	10.4	16.5	17.4	-5.1%	-1.2%	-37.7%	-41.0%	
标普500指数	23.1	23.2	15.6	19.1	18.2	-0.5%	47.5%	21.0%	26.5%	
纳斯达克综合指数	109.6	80.4	31.8	38.0	40.3	36.4%	244.8%	188.5%	171.9%	
伦敦富时100指数	8.8	8.7	7.3	12.4	18.0	1.1%	20.5%	-28.9%	-51.0%	
法国CAC指数	8.1	8.0	7.7	11.6	14.6	0.9%	4.3%	-30.6%	-44.5%	
德国DAX指数	10.9	11.4	9.4	13.6	14.3	-4.6%	16.0%	-20.1%	-23.6%	
日经225指数	23.6	18.3	12.0	18.2	23.4	28.8%	97.2%	29.4%	0.7%	
澳大利亚综合指数	11.3	10.2	10.3	15.5	10.3	11.3%	10.1%	-26.9%	10.4%	
香港恒生指数	8.3	8.3	8.1	17.8	14.8	0.1%	3.2%	-53.2%	-43.7%	
香港国企指数	9.6	9.8	9.1	24.3	20.4	-1.5%	6.1%	-60.5%	-52.9%	
巴西圣保罗指数	9.8	10.0	9.2	15.4	14.1	-2.6%	6.2%	-36.5%	-30.5%	
印度孟买指数	9.5	9.6	9.4	26.4	23.0	-0.8%	0.7%	-64.1%	-58.6%	
俄罗斯RTS指数	2.8	2.9	3.3	13.6	13.2	-2.1%	-12.6%	-79.0%	-78.5%	
台湾加权指数	11.2	9.9	8.3	20.0	22.4	13.3%	35.3%	-43.9%	-49.9%	
韩国KOSPI指数	11.9	11.4	11.5	17.3	11.9	4.0%	3.3%	-31.3%	-0.1%	
上证综指	18.3	17.0	15.2	45.0	33.2	7.9%	20.6%	-59.3%	-44.9%	
深圳成指	20.4	18.4	16.3	47.4	25.1	11.0%	24.7%	-57.0%	-18.7%	

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

上证指数的市盈率依然位 18.3 倍，但算术平均市盈率已经接近 40 倍，较去年市场最低时已经几乎翻番，随着 4 季度报告期的到来，实际的市盈率将继续上升。

附图 10：全球主要市场市盈率历史走势

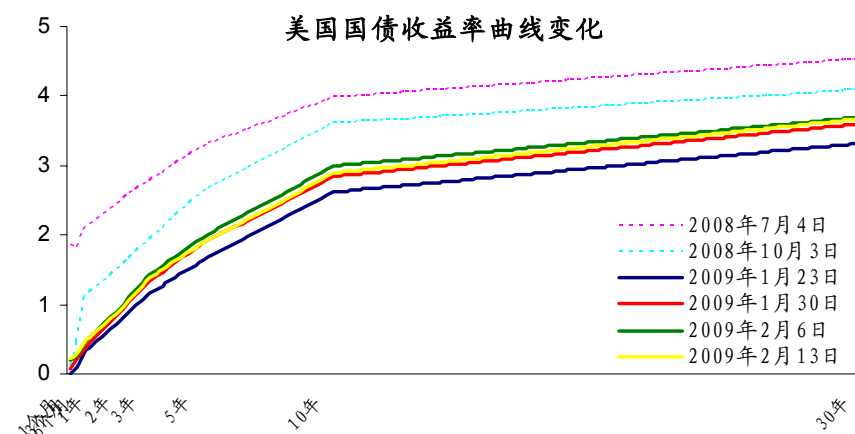


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

近期，各国股市市盈率都略有回升。

美国国债收益率经历一周波动后最终变化不大。

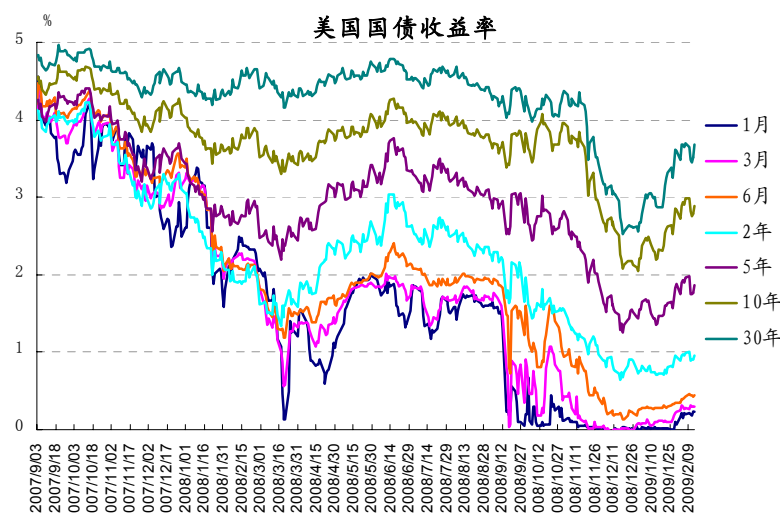
附图 11: 美国国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

周二股市大跌推动了市场避险情绪, 国债收益率显著回落。然而, 随后的大量国债发行使得长端收益率再度回升。

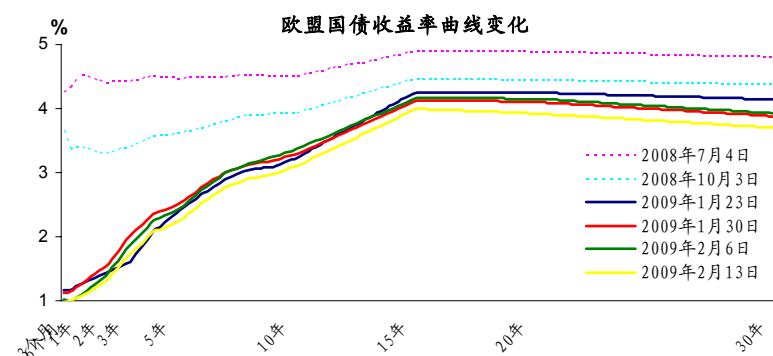
附图 12: 美国国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

欧元区国债收益率继续下滑。

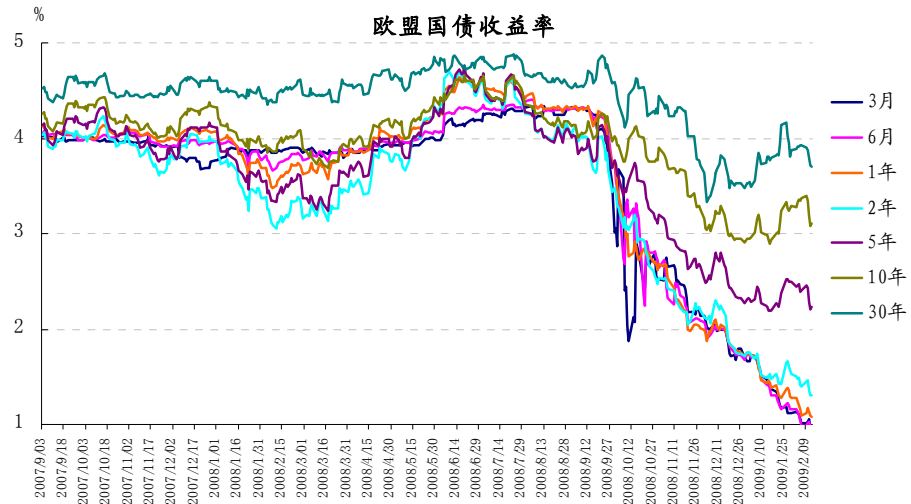
附图 13: 欧盟国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 14: 欧盟国债收益率曲线变化

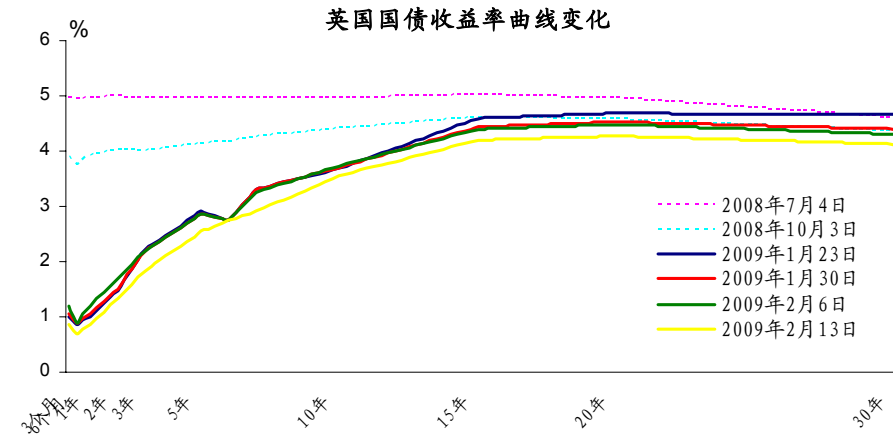
欧元区国债收益率下滑后与美国的国债收益率接近。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 15: 英国国债收益率曲线变化

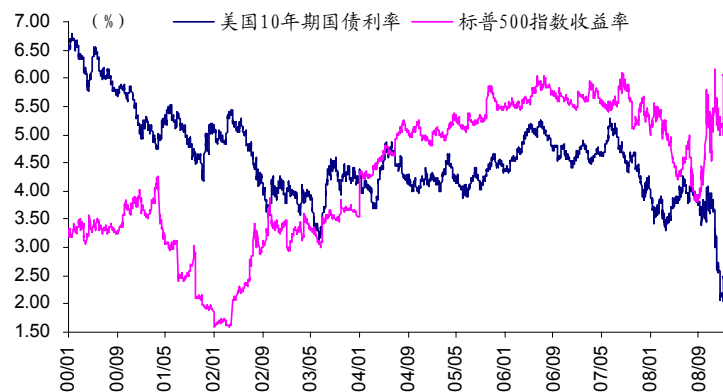
英国国债收益率也逐渐下滑。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 16: 美国 10 年期国债收益率与标普 500 指数每股盈利收益率 (Earning Yield)

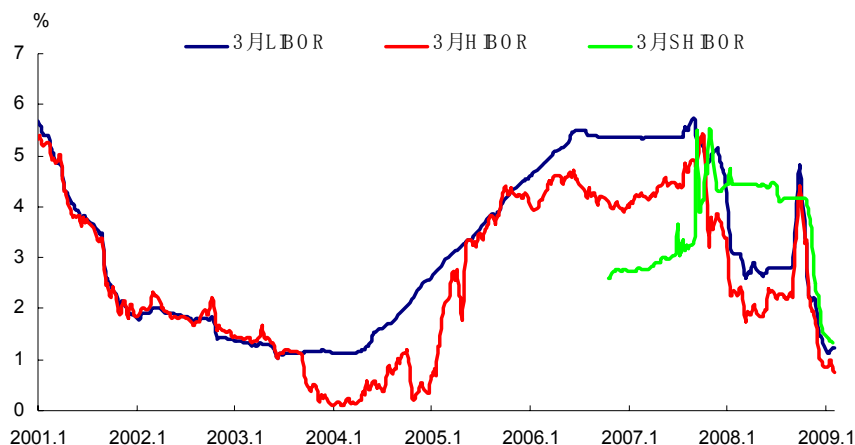
利差继续大幅收窄。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 17: 国内外利率对比情况

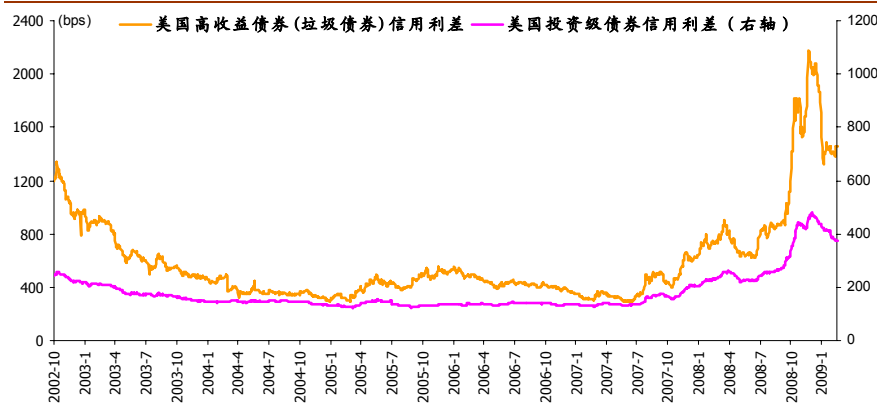
美国的 3 月期 Libor 小幅回升。
Hibor 却小幅回落。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 18: 美国公司债信用利差

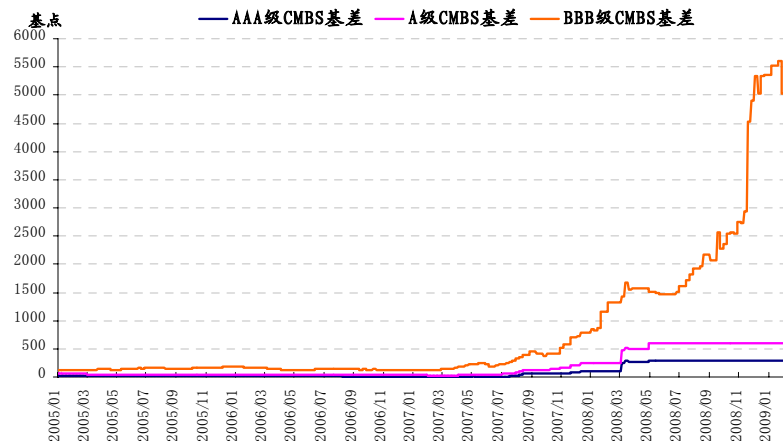
公司债信用利差略有上升。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 19: 美国商业房产按揭支持债信用利差

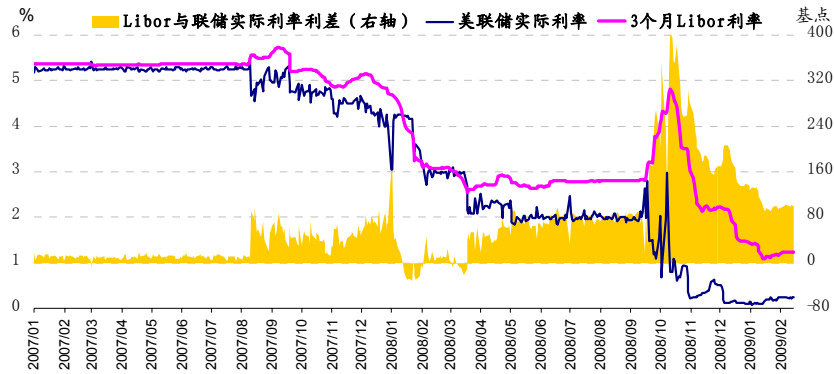
BBB 级 CMBS 利差有所回升。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 20: 美国 3 个月 Libor 与美联储实际利率的利差

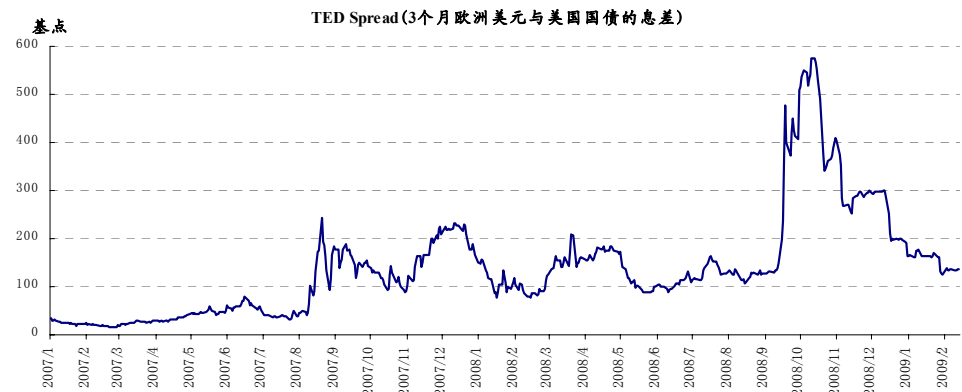
利差继续保持稳定。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 21: 美国 TED Spread

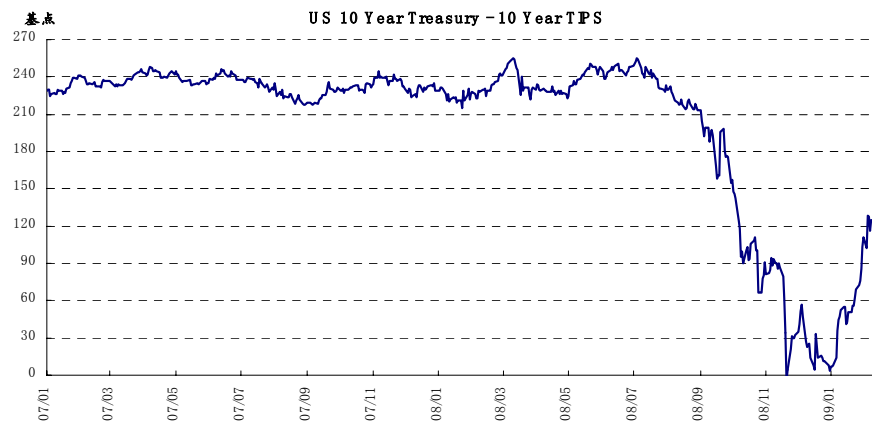
TED spread 继续保持稳定。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 22: 美国 10 年期 Treasury & TIP Spread (通胀预期)

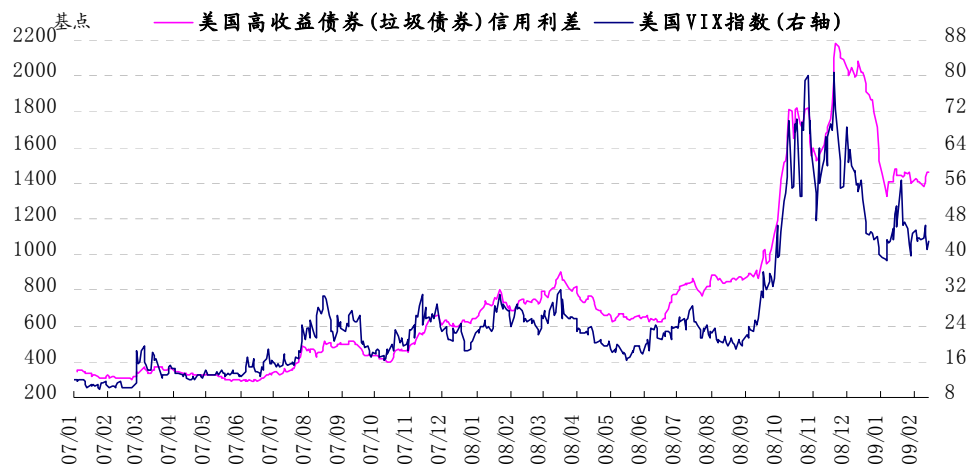
10 年期通胀预期继续回升。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

VIX 指数维持在 40 以上，信用利差小幅回升。

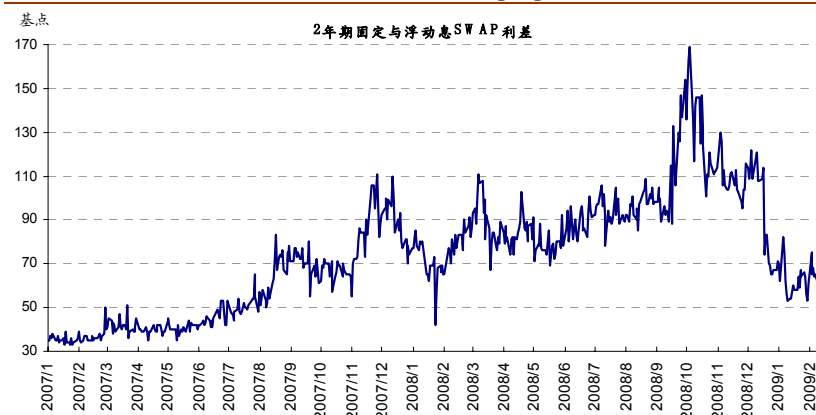
附图 23: 美国垃圾债券信用利差和 VIX 指数



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

Swap spread 小幅下滑。

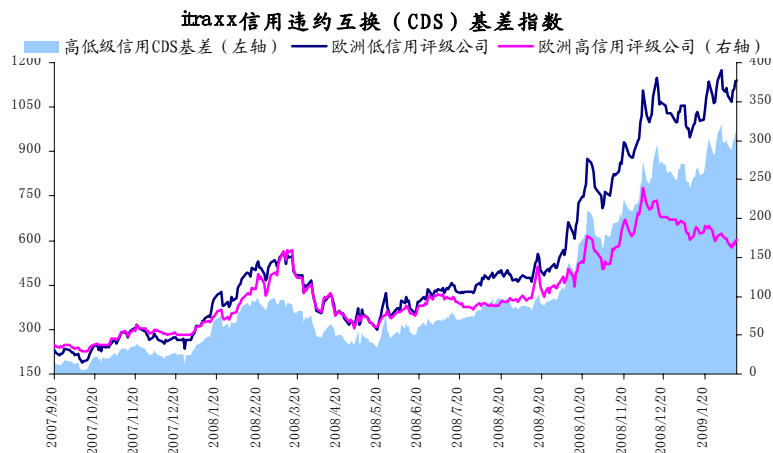
附图 24: 美国 2 年期固定和浮动利率 Swap Spread



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

高、低级别公司的 CDS 利差继续维持 900 个基点以上的高位。

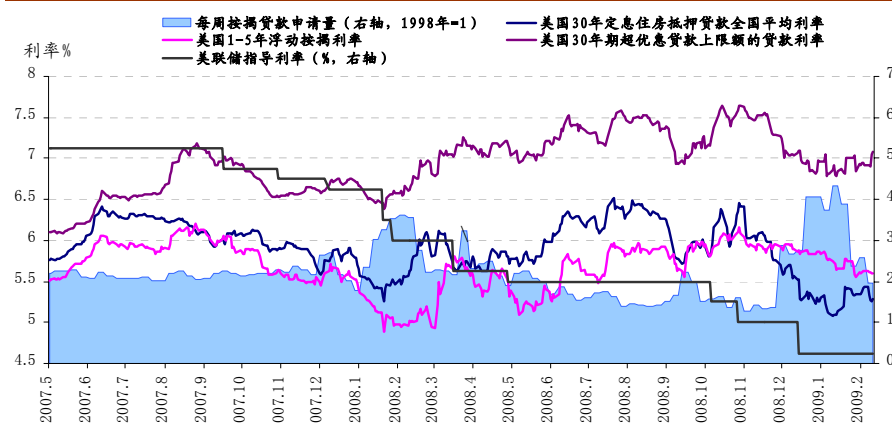
附图 25: iTraxx CDS 基差指数



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

按揭申请量继续下滑，美联储收购 MBS 以提振按揭贷款市场的效果依然不具备持续性。

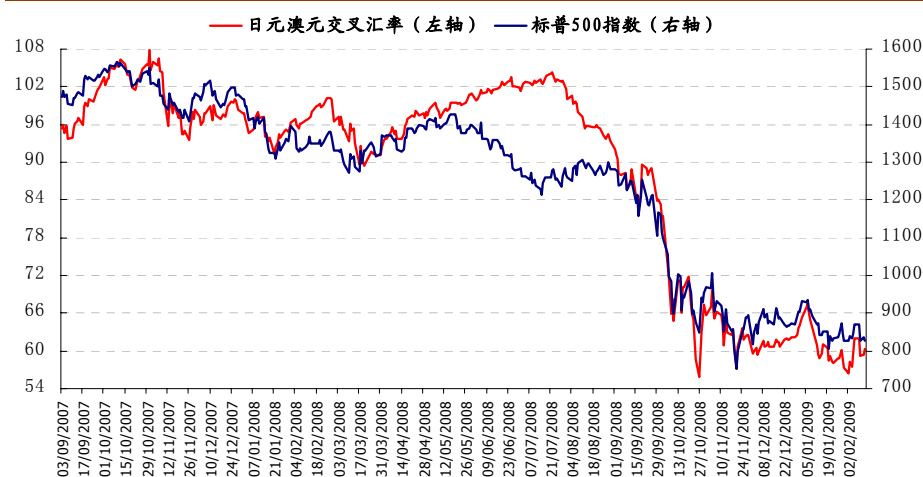
附图 26: 美国 30 年定息住房抵押贷款收益率与 1-5 年浮动按揭利率



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

日元再度转强，显示股市避险情绪又有所抬头。

附图 27: 日元澳元交叉汇率与美国标普 500 指数



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

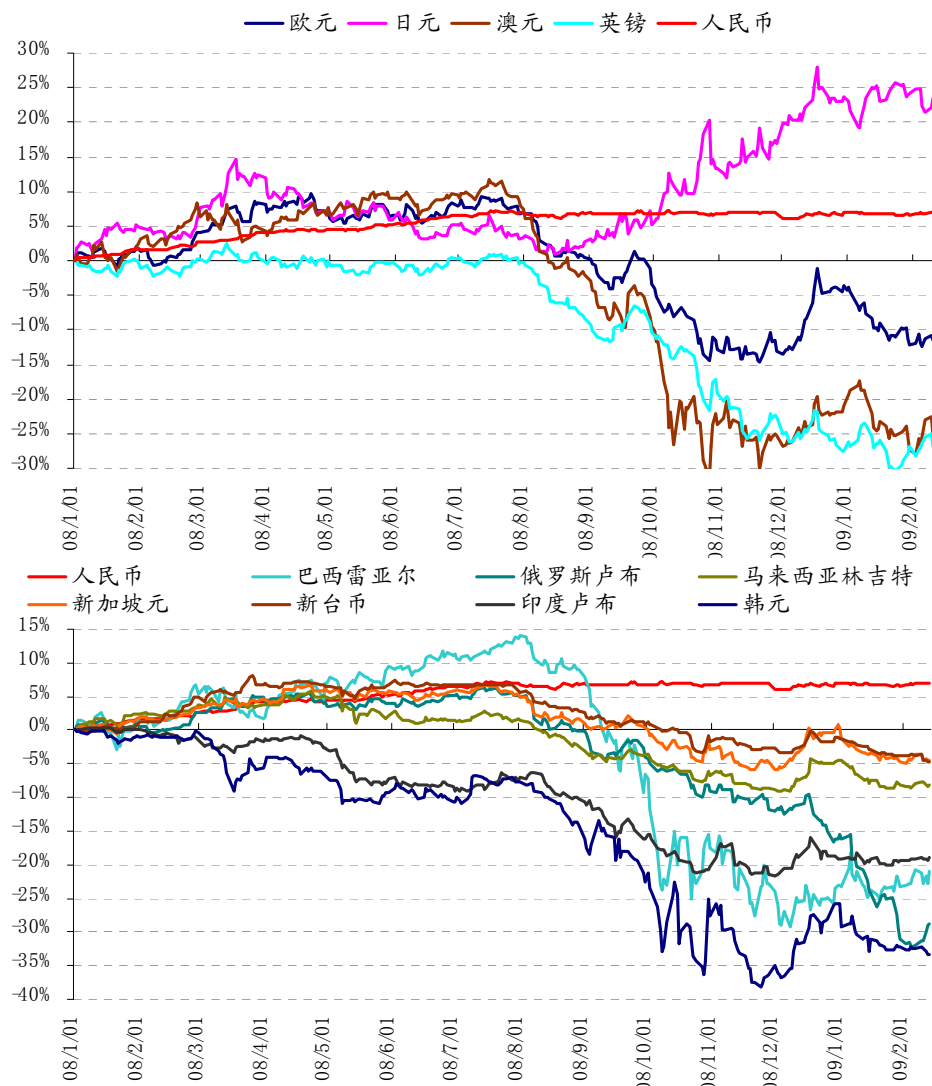
附表 3: 主要货币汇率走势

币种/币种汇率	代码	收盘	升值(+)/贬值(-)		幅度 (%)	
			1周	1月	3月	07年至今
欧元/美元	EURUSD	1.286	-0.60	-1.93	2.04	-2.54
美元/日元	USDJPY	91.928	0.04	2.32	-5.37	-22.78
澳元/日元	AUDJPY	60.380	-2.70	1.38	-4.09	-35.69
英镑/美元	GBPUSD	1.436	-2.92	-1.89	-2.61	-26.72
美元/加元	USDCAD	1.235	1.32	-1.38	-0.14	5.98

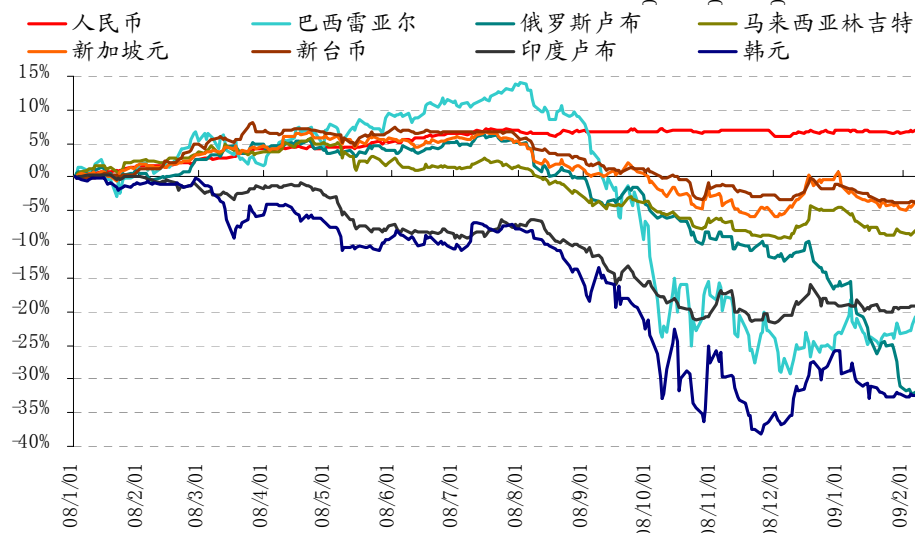
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

英镑出现了一轮快速回落，从而带动美元走强。

附图 28: 2008 年以来各主要经济体货币兑美元汇率涨跌幅



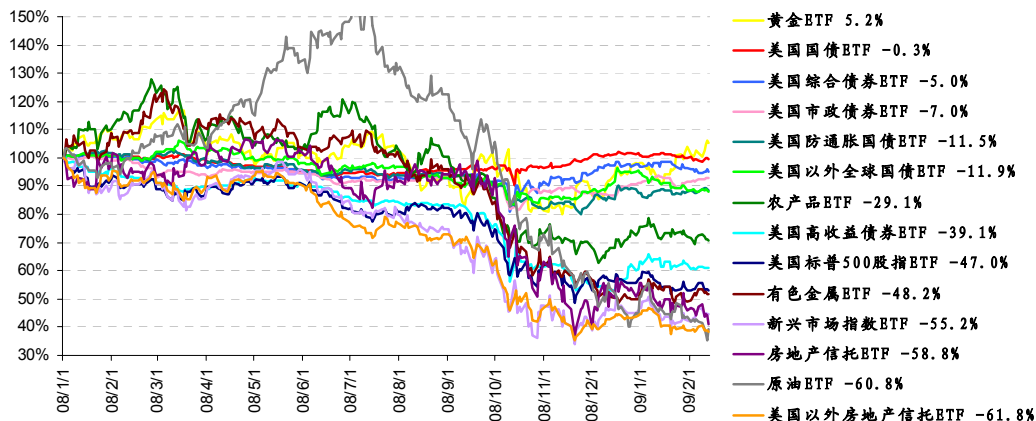
俄罗斯卢布汇率反弹。亚洲国家的货币汇率大多下滑。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

黄金继续有良好表现。油价与金价之间走势的背离越来越大。

附图 29: 2008 年以来全球各类投资品 ETF 回报率 (以人民币计)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

2009 年石油需求预期继续被调降,美国石油库存继续上升,均不利于油价走强。但是油价依然呈现显著的远月升水,以及与布伦特原油价格的倒挂,显示市场仍有投资者相对看好未来油价的反弹。而往往在市场有很多投资者仍在憧憬未来的价格反弹时,反弹并不会发生或得以持续。阿根廷开始下雨,部分缓解了旱情,农产品期货价格因此显著回落。

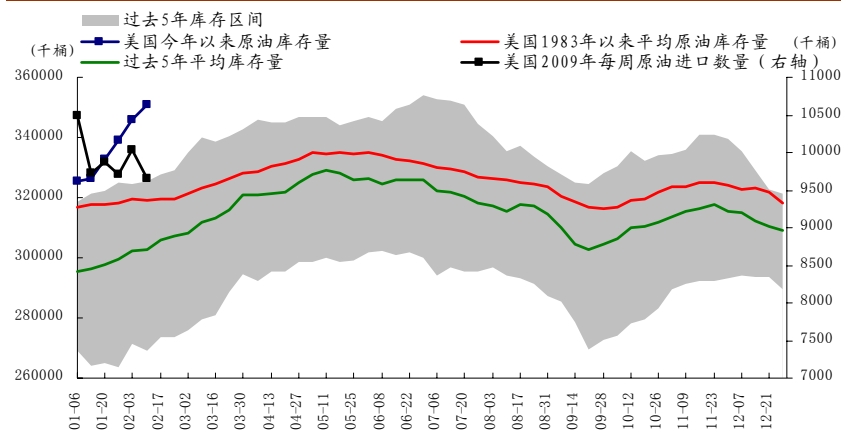
附表 4: 主要大宗商品价格走势

指数名称	代码	收盘	涨跌(%)			
			1周	1月	3月	08年至今
石油市场						
纽约期油	USCRWTIC	37.51	-6.62	5.96	-34.24	-60.93
布伦特石油	EUCRBRDT	43.65	-4.61	-1.91	-14.41	-53.51
新加坡燃油	JETKSIFC	54.55	-2.85	-8.32	-29.20	-50.70
RBOB汽油	XBA	120.63	-3.55	-0.15	-10.19	-48.81
金属市场						
纽约期金	GCA	942	3.05	16.46	26.30	7.61
伦敦期铜	LMCADS03	3,430	-3.11	4.57	-10.21	-48.61
伦敦期铝	LMAHDS03	1,377	-6.20	-6.96	-28.58	-42.84
上海期金	SHGF9995	206.70	2.76	14.52	25.73	6.43
上海期铜	CU3	28,510	1.42	5.71	-4.43	-50.14
上海期铝	AA1	12,090	1.64	-0.37	-10.61	-32.15
农产品市场						
纽约期棉	CTA	45.22	-10.33	-7.92	3.86	-42.93
纽约期糖	SBA	13.57	1.12	10.69	13.27	10.78
芝加哥玉米	C 1	363	-3.71	-0.55	-4.47	-20.25
芝加哥大豆	S 1	956	-4.55	-3.92	8.83	-20.31
芝加哥小麦	W 1	536	-3.86	-5.85	-3.38	-39.49
芝加哥豆粕	SM1	298	-6.18	-2.39	12.13	-10.20
芝加哥豆油	BO1	33.00	-1.20	-4.07	1.23	-32.45
大连玉米	AC1	1,488	1.16	1.57	-3.75	-7.12
大连大豆	Ak1	3,724	0.24	3.82	-2.44	-18.87
大连豆粕	AE1	3,148	2.17	-4.58	-0.41	-11.05
大连豆油	SH1	6,438	-3.39	-10.58	0.66	-44.75
郑州棉花	vv1	11,840	0.85	3.63	11.54	-15.79
郑州麸质小麦	VN1	1,972	-2.23	3.73	5.51	7.94
郑州菜籽油	ZRO1	7,556	0.53	-1.23	4.94	-31.28
其他						
波罗的海干散货	BDIY	1,908	16.20	110.13	126.87	-79.13

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

附图 30: 美国每周原油进口量及库存

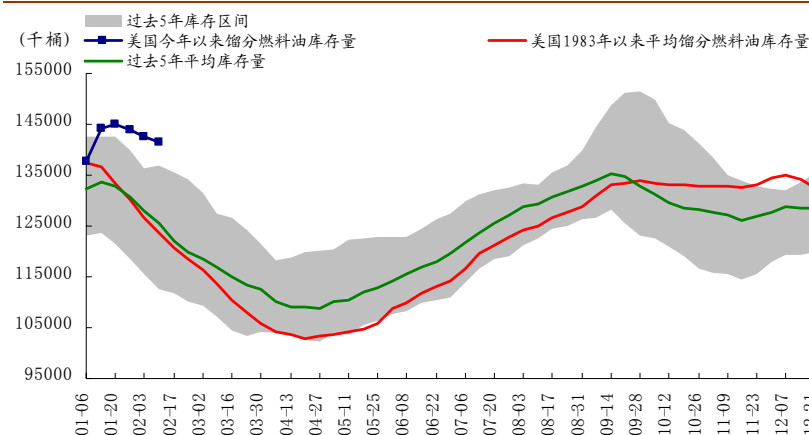
原油库存维持高位上行。



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

馏分油库依然偏高。

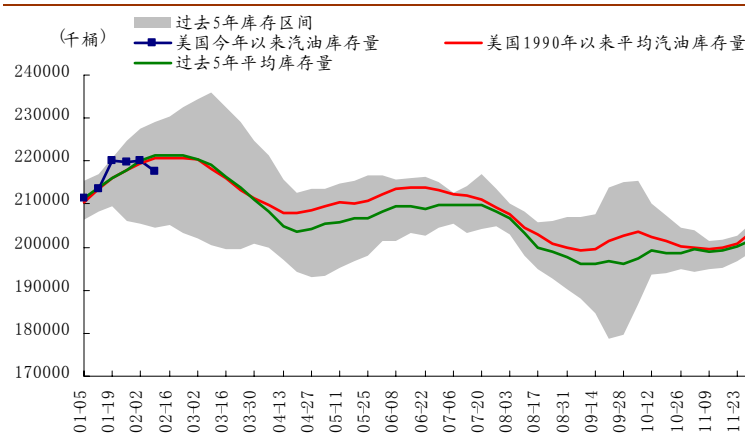
附图 31: 美国每周馏分油库存



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

汽油库存略有下滑。

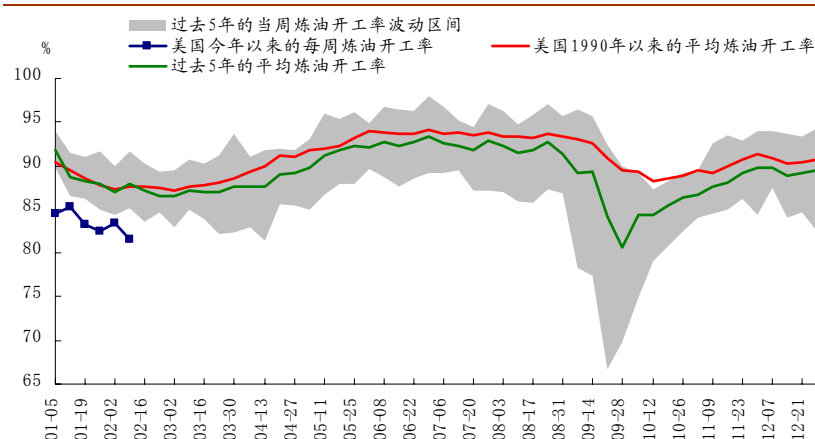
附图 32: 美国每周汽油库存



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

炼油开工率继续保持低迷。

附图 33: 美国每周炼油开工率



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

上周全球资本市场主要事件回顾

发达国家股市上周主要事件回顾

- ▶ 欧佩克表示,如有必要将进一步减产。石油输出国组织欧佩克(OPEC)秘书长巴德里 2 月 9 日称,如果认为有必要,该组织将在 3 月份举行的会议中决定进一步削减石油产量,以稳定市场。他指出,欧佩克仍然需要将产量每天减少约 90 万桶,以完全符合当前每天 420 万桶的产量上限。目前国际市场上的原油价格从 12 月触底的每桶 34 美元回升到约 40 美元。欧佩克官员说,当前的油价仍然过低,不足以给产油国带来足够的收入或鼓励新增投资。
- ▶ 今年 1 月加拿大的新房开工率降至 2001 年以来的最低水平。加拿大抵押贷款和住房公司(CMHC)2 月 9 日报告说,1 月份的新房开工率较 12 月下降了 11%,按年率计算为 15 万 3500 套,是连续第 5 个月下降,并且低于分析人士的预测中间值 16 万 5000 套。其中,城市独栋住房的开工率下跌了 20%,为 5 万套,成为 1996 年 2 月以来的最低水平。CMHC 首席经济学家杜根(Bob Dugan)指出,房屋销售下降和二手房市场存货增加已导致新房市场需求减少。
- ▶ 法国央行预计本国将陷入 16 年来的首次经济衰退。法国银行 2 月 9 日发布调查报告称,预计今年第 1 季度本国的国内生产总值(GDP)将下降 0.6%,该央行表示,去年第 4 季度的 GDP 下降了 1.1%。这将是法国经济连续 2 个季度出现收缩,表明经济将正式陷入衰退。另一项报告显示,今年 1 月法国的制造业信心指数从 12 月份创下的记录低位 67 上升到 70。订单指数从负 37 下降到负 44,存货指数从 12 上升到 15,产出前景指数由负 1 跌至负 16。
- ▶ 日本 12 月份的机械订单连续第 3 个月下降,经常帐盈余连续第 10 个月缩小,1 月份破产企业数量连续第 8 个月攀升。日本内阁府 2 月 9 日报告说,去年 12 月的机械产品订单较 11 月下滑了 1.7%。11 月份的订单月比下跌了 16.2%,创下自 1987 年开始发布该数据以来的最大跌幅记录。日本财务省称,12 月份的经常帐盈余缩小了 92%,主要由于出口下跌了创记录的 35%。另据日本东京商工研究机构的报告显示,1 月份日本的企业破产案件数量上升了 15.8%,达到 1360 件。
- ▶ 美国国会参议院 2 月 10 日投票通过了金额高达 8380 亿美元的经济刺激计划,为参众两院谈判达成一个妥协方案扫清了道路,以尽快把有关法案交给奥巴马总统签字成为法律。在参议院的表决中,61 位参议员投了赞成票,37 位投了反对票。根据这项法案,联邦政府将减税 2930 亿美元,同时增加 5000 多亿美元的政府开支。
- ▶ 美国财政部长盖特纳 2 月 10 日宣布,政府将拿出高达 2 万亿美元的资金来自刺激信贷和消除银行的不良资产,以解决使美国经济步履维艰的信贷紧缩问题。美国财政部宣布的这项计划主要包括,联合公共和私人部门的资金购买至多 1 万亿美元的银行不良资产,并设立一个 1 万亿美元的项目向消费者和企业提供新的信贷。政府还将向银行机构注入更多纳税人的资金,并将对红利发放、并购和高官薪酬等方面实行更严格的限制,将要求银行披露如何利用政府的援助拓展信贷和准备如何使用纳税人的钱,以增强透明度和责任感。
- ▶ 美国联邦储备委员会主席伯南克 2 月 10 日在国会作证时说,一系列目的在于疏通信贷渠道的大胆计划正在发挥作用,他还保证,在抗拒 1930 年代以来这场最为严重的金融危机的过程中,一定要让美国民众更好地了解政府所做出的各种努力。伯南克指出,由于很多不同因素影响市场情况,要衡量美联储各项计划的效果会十分复杂,但是来自华尔街和其他领域的反应使央行深受鼓舞。他说,美联储对金融机构注资再加上其他部门所采取的措施缓和了信贷市场的流动性,特别是银行间的拆借活动已经有所改善。
- ▶ 美国 12 月份的批发库存出现 16 年来的最大幅度下降。美国商务部公布 2 月 10 日报告称,

去年 12 月的批发库存下降了 1.4%，是连续第 4 个月下降，并且是分析师预测的下滑 0.8% 的将近 2 倍。当月的批发销售下降了 3.6%，略高于分析人士的预测，但低于 11 月份创记录的下跌 7.3%。12 月份的存销比率，也就是按目前的销售速度销售完存货的时间从前个月的 1.24 个月上升到 1.27 个月，达到 2002 年 3 月以来的最高水平。

- ▶ 德国机械设备制造业联合会(VDMA) 2 月 10 日报告说，去年 12 月份德国工厂和机械行业订单较前年同期大幅下跌了 40%。去年第 4 季度德国该行业的订单同比下降了 29%。VDMA 总裁维滕斯坦(Manfred Wittenstein)指出，2008 年第 4 季度是自 1958 年以来最糟糕的一个季度，许多制造商感到非常不安并且已经停止投资。这家协会还称，该行业计划 2009 年裁员 2.5 万人，今年的行业产出可能将下降 7%。
- ▶ 12 月份法国和意大利的工业产出连续第 4 个月下降。法国国家统计局 INSEE 2 月 10 日报告称，本国 12 月份的工业产出较前个月下降了 1.8%，低于 11 月份经修正后的下降 2.8%。据意大利国家统计局 ISTAT 发布的数据显示，该国 12 月份的工业产出经季节调整后较前个月下跌了 2.5%，低于 11 月份经修正后的下跌 3.5%。许多专家表示对欧元区工业前景感到非常悲观，他们认为今后几个月工业产出不会复苏。
- ▶ 英国房屋销售降至历史最低记录。英国皇家特许测量师学会(RICS) 2 月 10 日公布调查报告称，1 月份的房价指数从 12 月份的负 73.9 下降到负 76.3，表明报告房价下降的经纪人的数量较报告房价上升的人多出 76.3 个百分点。调查还显示，去年 11 月至今年 1 月，英国的每个受访房地产经纪人和测量师报告售出房屋的数量平均为 9.9，低于 12 月调查时的 10，并且创下该调查自 1978 年首次展开以来的最低水平。
- ▶ 1 月份日本消费者信心依然接近历史低位。据日本内阁府 2 月 10 日发布的数据，1 月份的消费者信心指数从去年 12 月创下的历史最低记录 26.2 略微上升到 26.4。该指数低于 50 意味着大多数消费者感到悲观。日本内阁府称，信心指数略微上升可能只是昙花一现，消费者信心依然还在恶化。不过一些经济学家认为，物价下降使消费者信心得到提振，看上去日本消费者信心指数的恐慌性恶化已经结束。
- ▶ 通用汽车计划裁员 1 万人。美国通用汽车公司(GM)宣布，这次裁员约占其全球受薪雇员总数的 14%，全球受薪雇员人数将从目前的 7.3 万人削减到 6.3 万人。此次裁员的大部分将在今年 5 月 1 日之前完成。该公司称，美国本土的 2.95 万名受薪员工将被裁减约 3400 人。通用汽车还宣布，将把美国本土的高管薪酬削减 10%，其他许多受薪员工的薪酬将削减 3%至 7%。
- ▶ 国际能源机构(IEA) 2 月 11 日预计，今年世界石油需求将下降 1.2%，这将成为 1982 年以来的最大幅度收缩。该机构星期三发布月度石油市场报告称，估计 2009 年全球石油需求将每天减少 98 万桶，至每天 8470 万桶。上个月的预测为每天减少 50 万桶。自去年夏季以来，国际能源机构已将 2009 年的石油日需求预测累计下调了 3 百万桶。该机构石油工业和市场部主管费福(David Fyfe)称，现在就说这是最后一次下调今年的需求预测还为时过早。
- ▶ 美国总统奥巴马警告称，美国正处于金融危机的完美风暴中。奥巴马 2 月 11 日前往维吉尼亚州的一个建筑工地，敦促美国国会迅速完成经济刺激方案的最后文本。当天晚些时候，美国国会领导人宣布，参众两院已就统一方案达成协议，方案的最终规模为 7890 亿美元，低于参众两院之前各自通过的 8380 亿和 8190 亿美元。预计奥巴马总统将在数日内签署这项法案使之成为法律。
- ▶ 美国国会众议院金融服务委员会 2 月 11 日传召 8 家主要金融机构 CEOs 出席听证会。参加此次听证会的包括美洲银行、纽约梅隆银行、花旗、高盛、摩根大通、摩根士丹利、道富和富国银行的首席执行官。众议院金融服务委员会就这些金融机构如何使用政府援助资金展开质询。国会领袖指责受助银行没按要求利用注资促进信贷。高盛 CEO 布兰克费恩在作证时承认，广大公众对金融界感到气愤，我们必须重拾公众的信任和尽一切所能帮助修复金融系统。

- ▶ 美国 12 月份的贸易赤字缩小到近 6 年来的最低水平。美国商务部 2 月 11 日报告说, 去年 12 月美国的当月的出口下滑了 6%, 为 1338 亿美元, 进口下降了 5.5%, 为 1737 亿美元, 是 2005 年 9 月以来的最低值。当月的贸易赤字缩小了 4%, 从 11 月份经向上修正后的 416 亿美元缩小到 399 亿美元, 成为 2003 年 2 月以来的最低水平。12 月份美国对中国的贸易赤字缩窄至 199 亿美元。2008 年全年, 美国的贸易赤字从 07 年的 7003 亿美元缩小到 6771 亿美元。
- ▶ 12 月份加拿大出现 30 多年来的首次贸易赤字。加拿大统计局 2 月 11 日公布称, 去年 12 月的贸易赤字为 4.58 亿加元, 这是自 1976 年 3 月以来首次出现贸易赤字。11 月份为贸易盈余 12 亿加元。数据显示, 12 月份加拿大的进口下降了 5.7%, 为 358 亿加元。出口下跌了 9.7%, 为 353 亿加元, 是 1982 年 10 月以来的最大跌幅。其中, 对主要出口市场美国的出口下降 10% 为 259 亿加元, 对美贸易盈余从 11 月的 46 亿加元缩小到 37.7 亿加元, 为 1998 年以来的最低水平。
- ▶ 1 月份德国的通胀率下降至 5 年来的最低点。据德国联邦统计局 2 月 11 日发布的数据, 按欧盟的方法计算, 1 月份的通胀率从 12 月份的 1.1% 下降到 0.9%, 与先前报告的初步数据相同, 是 2004 年 2 月以来的最低水平。按德国自己的方法计算, 1 月份的通胀率也为 0.9%。通胀继续放缓主要体现在, 1 月份汽油产品价格年比下降了 15%。经济学家认为, 未来半年, 德国的通胀率会继续显著下降以至接近于零。
- ▶ 1 月份英国领取失业补贴的人数升至近 10 年来的最高水平。英国国家统计局 2 月 11 日报告说, 1 月份领取失业补贴的人数上升了 7 万 3800 人, 达到 123 万人, 这是连续第 12 个月上升, 并且成为自 1999 年 7 月以来的最高水平。经济学家表示, 这一数字虽然低于预期, 但依然相当糟糕, 反映出经济衰退正在恶化, 预计 2009 年英国的失业人数将超过 3 百万, 属于滞后指标的失业数据将在明年第 2 季度达到高峰。
- ▶ 英国央行行长金恩 2 月 11 日称, 英国正处于深度的经济衰退中。金恩表示, 可能需要进一步放松货币政策, 可能包括旨在增加货币供应以刺激名义支出的行动。他说, 在将利率降到零之前, 决策者可以开始动用新的政策工具, 因为进一步降息的功效正在减小。一些经济学家预计, 英国央行将在 3 月初的货币政策会议上将其基准利率从目前的 1% 削减到零, 并将实行定量宽松的货币政策, 这将可能包括创造货币以购买国债和企业债券。
- ▶ 高纬物业咨询公司(Cushman&Wakefield) 2 月 11 日预计, 2009 年全球商业地产投资将下降 5%。该公司在一项报告中说, 2008 年全球商业地产总投资猛跌了 59%, 从 2007 年创记录的 1.05 万亿美元跌至 4350 亿美元, 为 2004 年以来的最低年度水平, 估计今年的总投资将进一步下降到 4120 亿美元。高纬物业称, 按国家来看, 2009 年美国将依然是商业地产投资最多的国家, 将占全球总投资额的 25%, 中国将首次超过英国位居第 2, 占 12%, 英国占 9%。
- ▶ 2 月份全球经济信心恶化。据彭博新闻社 2 月 11 日对全球六大洲用户进行的调查显示, 2 月份的彭博专业人士全球信心指数从 1 月的 8.7 下降到 8.5。这一指数低于 50 意味着悲观者人数多于乐观者。数据显示, 2 月份, 美国对本国的经济信心指数从 9.5 下降到 8.6, 拉丁美洲的信心指数从 16.1 跌落至 10.4, 西欧的指数从 8.4 上升到 9.1, 亚洲由 8.2 升至 11.6。专家指出, 消费者对就业前景感到担忧, 就算更多的财政刺激计划也不容易让经济摆脱困境, 人们认为经济衰退将会持续。
- ▶ 去年美国房价呈现现有记录以来的最大降幅。全美房地产经纪人协会(NAR) 2 月 12 日报告称, 2008 年美国的住房价格下降了 12.4%, 创下该协会自 1979 年开始发布该项数据以来的最大降幅记录。报告还显示, 去年第 4 季度美国住房销售价格中间值从一年前的 20 万 5700 美元下滑到 18 万零 100 美元。该季度, 美国 153 个都市区中有 134 个的房价年比都出现下降。其中, 佛罗里达州 Cape Coral-Ft.Myers 地区的房价跌幅最大, 同比跌落了 50.8%。
- ▶ 1 月份美国进入止赎程序的房产数量连续第 10 个月超过 25 万。美国房地产研究机构

RealtyTrac 2月12日报告说，今年1月美国购房者因无力偿还抵押贷款而正在丧失住房赎回权的房产数量为27万4399，较去年12月减少10%，跟去年同期相比上升了18%，是连续第37个月出现年比上升。1月份，每466处房产中有1处正在丧失赎回权，包括违约通知、拍卖通知和银行收回房屋。其中，内华达州每76处房产中就有1处正丧失赎回权，该比例高居各州之首。

- ▶ 美国持续领取失业补贴的总人数再创历史新高。据美国劳工部2月12日报告的数据，上个星期美国首次申请失业救济的人数较前个星期减少了8000人，为62万3000人，但这一水平仍比去年同期高出84%。过去4个星期的平均人数增加了2万4000人，为60万7500人，为1982年11月以来的最高水平。至1月31日截止的当周，连续领取失业救济超过一个星期的总人数增加了1万1000人，达到创记录的481万人。
- ▶ 去年12月美国的企业库存出现7年多来的最大幅度下降。美国商务部2月12日报告称，12月份的企业库存下降了1.3%，大于11月份经修正后的下降1.1%和分析人士预测的0.9%，并且成为2001年10月以来的最大降幅。12月份的企业销售下降了3.2%，小于11月份创记录的下跌幅度5.7%。12月的存销比率，也就是按当前的销售速度销售完存货所需的时间从11月份的1.41个月上升到1.44个月，达到2001年4月以来的最高水平。
- ▶ 1月份美国零售销售7个月来首次反弹。据美国商务部2月12日的另一项报告，今年1月的零售销售较前个月上升了1%。而经济学家的预测为下滑0.8%。之前零售销售连续6个月下滑。12月份的零售销售从最初报告的下降2.7修正为下降3%。报告显示，1月份汽车及零部件的销售增长了1.8%，不包括汽车在内的零售销售攀升了0.9%。专家表示，自去年夏季以来美国零售销售已大幅下降，1%的月比增幅不是很值得高兴。1月的销售年比下降了9.7%。
- ▶ 2月12日，美国国会参众两院达成的经济刺激方案最终文本有望于本周末之前通过。美国国会参议院和众议院领导人周三宣布达成规模为7890亿美元的最终方案，低于参众两院之前各自通过的8000多亿美元的版本规模。众议院议长佩洛西的发言人戴利(Brendan Daly)称，众议院可能于星期五对该法案进行投票表决。参议院多数党党鞭杜宾的发言人格舒曼(Max Gleishman)说，参议院可能最早于星期四晚上举行投票。
- ▶ 欧元区12月份的工业产出降幅创下历史最大记录。据欧洲统计局2月12日公布的数据显示，去年12月欧元区的工业产出较前个月下降了2.6%，2008年全年下降了12%，这2项数字均创下自1990年开始发布该数据以来的最大降幅记录。经济学家指出，欧元区工业产出急剧滑坡使欧洲央行的降息压力增大，由于国内外需求正在深度放缓以及竞争加剧，预计接下来几个月欧元区制造商的处境将依然非常艰难。
- ▶ 西班牙陷入15年来的首次经济衰退。西班牙政府2月12日公布称，去年第4季度本国的国内生产总值(GDP)较前年同期下降了0.7%，较前个季度收缩了1%，这是继第3季度GDP季比下降0.2%之后连续第2个季度下降，表明该国经济正式陷入衰退。西班牙政府上个月预计，2009年本国经济将收缩1.6%。相比先前的预测为增长1%。西班牙的失业率在去年第4季度达到13.9%，为欧盟27国之最。该国政府预计今年失业率将进一步升高到15.9%。
- ▶ 1月份日本批发价格5年多以来首次下降。据日本央行2月12日发布的数据显示，今年1月的国内企业产品价格指数较去年同期下降了0.2%，这是自2003年12月以来首次呈现年比下降。12月份的价格指数年比上升了1.1%。仅仅在5个月之前，日本的批发通胀率还达到27年以来的最高点7.4%。经济专家认为，最近的数据表明日本的通货膨胀正在迅速消失，全球经济下行可能导致日本再次出现通货紧缩。
- ▶ 美国国会2月13日对经济刺激计划进行投票表决。参众两院领导人本周三宣布达成该项方案的最终文本。众议院在最终表决中以246票对183票通过了总额为7870亿美元的经济刺激法案。参议院将在星期五晚上举行投票。该法案有望在下星期送交总统签字成为法律。经

济学家认为，这项计划产生效应将需要一段时间，预计美国经济会在今年年底之前开始恢复增长。

- ▶ 2月份美国的消费者信心降至3个月来的最低点。路透社和密西根大学2月13日发布的调查报告显示，2月份的消费者信心指数从1月的61.2下降到56.2，低于分析人士预测的61，是自去年11月以来的最低水平。报告指出，消费者认为今年一整年美国将依然处于衰退。这份报告还显示，2月份消费者对今后一年的通胀率预期从1月的2.2%下降到1.6%，为2001年11月以来的最低水平。消费者对未来5年的通胀率预期从1月的2.9%上升至3%。
- ▶ 欧元区第4季度经济出现至少13年来的最大幅度收缩。欧洲统计局2月13日公布称，去年第4季度，欧元区的GDP较前个季度下降了1.5%，大于经济学家的预测中间值下降1.3%，并且成为自1995年开始公布欧元区GDP数据以来的最差表现。第4季度的GDP跟一年前相比下降了1.2%。一些经济学家认为，欧元区经济收缩将至少再持续3个季度，失业率将会大幅攀升，预计欧洲央行下一次货币政策会议将至少降息50个基点。
- ▶ 德国第4季度经济收缩幅度创下近22年之最。德国联邦统计局2月13日报告称，德国去年第4季度的GDP较前个季度收缩了2.1%，大于经济学家的预测中间值收缩1.8%，较第3季度的季比收缩0.5%明显恶化，并且成为1987年第1季度以来的最差表现。联邦统计局称，第4季度GDP大幅收缩主要由于出口和投资均大幅下降。经济学家表示，今年全年德国的经济表现将不容乐观，预计在2010年之前不会出现好转。
- ▶ 第4季度法国公司裁员速度创15年来之最。法国财政部2月13日报告说，去年第4季度，法国非农业私人部门雇员人数被裁减了8万8700人，或0.6%，至1590万人。裁员幅度高于专家预测的0.5%。报告显示，产品制造业裁员3万8800人，服务业裁员5万人，建筑业增加雇员100人。另据法国国家统计局(INSEE)发布的数据，去年第4季度法国的月工资水平较前个季度上升了0.3%，低于第3季度的季比上升0.7%。
- ▶ 世界银行表示，全球经济危机导致贫穷蔓延，婴儿死亡率可能上升。世界银行在报告中称，世界经济形势恶化，陷入贫困的人数可能将增加5300万人，全球约有40个国家非常容易受到经济危机的冲击，因为这些国家早已普遍贫穷。报告预计，从现在到2015年，每年夭折的婴儿可能将因此增加40万人。世行表示，全球经济下行估计已使1亿人重新陷入贫困，富裕国家提供的资金应该用于促进社会保障。

新兴市场股市上周主要事件回顾

- ▶ 印度本财年经济可能出现 6 年以来的最慢增长。印度统计局 2 月 9 日报告称, 至今年 3 月 31 日截止的本财政年度, 印度经济可能增长 7.1%, 这将是 2003 年以来的最慢增速。经济学家的预测中间值为增长 6.8%。该统计局估计, 本财年印度的制造业可能增长 4.1%, 仅为上个财年增长 8.2% 的一半, 建筑业可能增长 6.5%, 明显低于上一年的增长 10.1%。之前 3 个财年, 印度经济的年平均增长率为 9.3%。
- ▶ 拉脱维亚国家统计局 2 月 9 日公布称, 去年第 4 季度本国 GDP 较前年同期收缩了 10.5%。是欧盟各国中最大幅度的收缩, 大于经济学家的预测中间值收缩 7.3%, 并且是自 1995 年开始发布季度数据以来的最差表现。第 3 季度 GDP 经修正后收缩了 5.2%。该统计称, 第 4 季度制造业和服务业继续收缩。另据拉脱维亚国家就业局的报告, 今年 1 月该国的登记失业率从 12 月的 7% 跳升到 8.3%, 达到 3 年半以来的最高水平。
- ▶ 埃及 1 月份的通胀连续第 5 个月缓和。埃及中央统计局 2 月 10 日发布报告称, 1 月份全国的通胀率从去年 12 月的 18.7% 下降到 14%, 是自去年 7 月开始发布全国月度通胀数据以来的最低水平。报告显示, 1 月份埃及城市地区的通胀率从 18.3% 下降到 14.3%, 农村地区的通胀率从 19.1% 降至 13.5%。经济学家认为, 由于经济增长减慢和食品价格下滑, 2009 年埃及的通胀率将会大幅下降, 同时也使该国央行本周四降息的可能性加大。
- ▶ 1 月份澳大利亚商业信心降至历史最低水平。澳大利亚国民银行(NAB) 2 月 10 日公布调查报告说, 1 月份的商业信心指数较上个月下降了 12 点, 为负 32, 创下自 1989 年开始进行这项调查以来的最低记录。该指数为负数表明悲观者人数超过乐观者。调查显示, 1 月份零售业信心出现下降, 批发业信心指数降至历史最低水平负 51, 制造业信心继续恶化, 建筑业和交通运输业信心达到经济衰退时的水平。
- ▶ 淡马锡投资组合价值 8 个月内缩水 31%。新加坡主权财富基金淡马锡控股公司(Temasek) 2 月 10 日称, 截止去年 11 月底, 公司的投资组合价值较 3 月底缩水 580 亿新加坡元(约合 390 亿美元), 至 1270 亿新元(约 850 亿美元)。淡马锡的投资组合涉及金融、电信、媒体、基础设施等多个领域, 其投资价值缩水与去年全球股市的表现相一致。据彭博新闻社统计, 从去年 3 月底到 11 月底, 摩根士丹利资本国际全球股票指数(MSCI World Index)下跌了 38%。
- ▶ 2 月份澳大利亚的消费者信心下降到去年 11 月以来的最低水平。西太平洋银行和墨尔本研究院 2 月 11 日公布, 2 月份的消费者信心指数下降了 4.6%, 为 85.8。该指数自 2008 年 2 月以来一直小于 100, 表明大多数人感到悲观。数据显示, 2 月份消费者对未来 12 个月经济状况的预期指数较 1 月份下降了 7.6%。西太平洋银行的经济学家说, 消费者对未来感到异常的忧虑, 政府最近宣布的 420 亿澳元经济刺激计划和近来的降息行动不足以使信心回升到正面。
- ▶ 墨西哥央行 2 月 11 日称, 在可预见的未来将继续干预外汇市场。墨西哥银行行长奥特兹称, 央行不打算设立特定的比索汇率, 将继续支持浮动汇率, 但如果汇率过度波动, 央行将继续对外汇市场进行干预。墨西哥货币比索汇率 6 个月内下跌了 30%, 成为拉丁美洲表现最差的货币。该央行还报告说, 过去一个星期墨西哥的外汇储备下降了 15 亿美元, 至 820 亿美元, 部分因为央行通过出售外汇以提振比索汇率。
- ▶ 韩国央行 2 月 12 日宣布降息 50 个基点。韩国银行将其基准利率--7 天期回购利率从 2.5% 下调到 2%, 创下历史新低。这是该国央行 4 个月内第 6 次降息。自去年 10 月以来该央行已将基准利率累计削减了 3.25 个百分点, 旨在防止经济滑入衰退。韩国企划财政部部长尹增铉这星期表示, 2009 年韩国经济可能收缩 2%, 这将是自 1997-98 年亚洲金融危机以来首次出现年度收缩。韩国央行行长李成太称, 很难预测本国经济将在何时触底。

- ▶ 印度工业产出呈现 15 年来的最大幅度下降，通胀率降至一年来的最低水平。印度政府 2 月 12 日公布的数据显示，印度去年 12 月份的工业产出较一年前下降了 2%，为 1993 年 2 月以来的最大降幅。本财政年度前 9 个月(去年 4 至 12 月)的工业产出增长了 3.2%。至 1 月 31 日截止的那个星期，该国的批发通胀率下降到 4.39%。与此同时，印度外交部长慕克吉称，预计至 3 月 31 日截止的本财年印度经济将依然增长 7%。
- ▶ 澳大利亚国会参议院 2 月 13 日通过 420 亿澳元经济刺激计划。该计划星期四曾以一票之差被参议院否决。澳大利亚政府与关键的无党派参议员 Nick Xenophon 达成折衷方案，参议院最终以 30 比 28 票通过这一计划。其主要内容包括，向中低收入者提供总计 127 亿澳元的现金补助，288 亿澳元的学校、自行车道和环境项目。这项财政刺激方案的总规模占该国本财年 GDP 的 1.3%，占下一财年 GDP 的 2%。
- ▶ 新西兰零售销售和住房销售出现下降，进一步表明该国经济正在放缓。新西兰统计局 2 月 13 日公布称，去年第 4 季度的零售销售下降了 1.1%，成为 1997 年第 1 季度以来的最大降幅。主要表现在燃油和汽车的销售分别大幅下降了 8.4%和 5.3%。另外，新西兰房地产研究所报告说，今年 1 月全国销售住房 3706 套，低于前个月的 4302 和去年同期的 5186 套，并且是 17 年来的最低水平。1 月份的住房销售价格中间值年比下降了 4.4%，为 32.5 万新西兰元(约 17 万美元)。
- ▶ 智利央行 2 月 13 日宣布大幅降息 250 个基点。智利央行将其基准利率从 7.25%猛烈下调到 4.75%。2.5 个百分点的降息幅度为 10 年来之最，彭博新闻社调查的 24 名经济学家中无一人预测到如此之大的幅度。智利央行表示，减息幅度超过预期是因为数据显示需求和产出较预期更加疲弱。专家估计，今年第 1 季度智利经济将出现年比收缩。该国央行的最新调查显示，经济学家预计 2009 年智利经济将增长 1.2%，远远低于去年 9 月调查时预测的 4.2%。
- ▶ 埃及央行 2 月 13 日宣布降息 100 个基点。埃及央行将其基准利率--隔夜存款利率削减一个百分点至 10.5%，并将隔夜贷款利率削减同样的幅度至 12.5%。这是该国央行自 2006 年 4 月以来首次降息。埃及央行发表声明称，国内通胀风险正在减小，由于国际大宗商品价格急剧下滑，全球经济前景恶化，放松货币政策旨在稳定本国经济增长。埃及的经济学家预计，整个 2009 年央行将继续下调利率，累积降息幅度将为 300 个基点左右。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。