

2010 年 01 月 22 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

加拿大皇家银行全球研究部研究员
前美国标准普尔企业信用评级师

电话：(001) 416-409-3859
电邮：jieliu13@yahoo.ca

联系人：何冰冰
电话：0510-82833217
电邮：hebb@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为 2010 年 01 月 21 日市场收盘价。如无特别说明，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 3 页。

Before Market Open

市场 10 个月的反弹“终于”到了尽头了吗？

美股今日再次暴跌，两天内的跌幅达 3%，其他高风险资产也继续跳水，高风险货币继续下滑，油价再跌 2.4% 至 75.8 美金，工业用金属价格也纷纷下挫，全球商品指数（CRB）从 2010 年初已经回落 5.5%。而金价也跌至 1,100 美金以下。与此同时，在投资者避险情绪增加下，美元，日元持续走强，美国债价格上升，10 年期国债利差再跌 5 个基点至 3.6%。

投资者不禁要问：市场持续 10 个月的反弹是否“终于”到了尽头？

要回答这个问题，让我们先来看看导致市场近期大幅下挫的原因是什么。

简单回答：以政策为首的宏观“突发性事件”是导致市场大幅波动和下滑的主要原因。

全球市场在进入 2010 年以后就没“太平”过，其实从去年 11 月底迪拜债务危机浮出水面以后，我们就一再强调后危机时代通常是突发性事件频发的时间段，在 2010 年一定要注意防范 External Shocks 的风险，而对投资来说，最有效可行的办法就是持有相当数量的现金，既可以规避市场暴跌的风险，又可以在适当的时机在低位进场。让我们先回顾一下近期的“突发性事件”：

- 迪拜以及欧洲（以希腊为首）和南美（以阿根廷为首）主权债务危机不断涌现
- 中国央行票据收益率上升
- 中国提高银行存款准备金率
- 美国医改法案出现变数
- 中国银监会要求部分商业银行减少贷款
- 中国四季度 GDP 超预期，市场担心中国进一步紧缩货币政策
- 奥巴马政府提议美银行缩小规模，禁止美银行涉足自由资金交易，对冲基金和私有股权业务

这一系列的宏观事件在短短两个月内（大部分在今年 1 月份）迅速席卷市场，造成了资产价格的大幅波动。

回顾了造成市场波动的原因之后，我们来试图回答投资者关于反弹是否结束的问题。我们其实早在去年 10 月份就因为股市估值已经不再便宜而且全球经济仍存在很多的不确定性而认为，目前的这一轮反弹行情 Too Far, Too Fast，从而判断调整在所难免。目前美股的静态市盈率已经达到 23 倍，除非企业盈利在 2010 年有显著增长，否则目前的点位难以维系。因此，我们对股市需要调整这一观点没有改变。而对调整幅度的判断则要取决于经济基本面对企业盈利的预期了。我们认为，单纯的猜测市场下调的幅度是 5%，10% 还是 15% 没有意义，而且也不可能准确。而真正能为投资者所用的判断和分析是：在未来一段时间内，如同我们上面所列举的“突发性”事件还将继续涌现，市场的大幅震荡也不可避免。然而，“系统性”风险再次出现的可能性很小，政策制订者的错误判断而导致全球经济二次探底的可能性也不大（但不能排除经济增长速度低于预期或是出现下滑，也不排除经济复苏好于预期的可能性），因此，投资者要学会在市场的反复震荡中“生存”，我们在 2010 年投资策略报告里所推荐的“半仓波段操作”是全球投资者在 2010 年值得借鉴的投资战术。

欧美股指收盘情况

1/21/2010	PE	PB	昨日变化	2010年变化	指数收盘
道指	15.7	2.7	-2.0%	-0.4%	10389.9
标普500	23.9	2.2	-1.9%	0.1%	1116.5
纳指	42.9	2.7	-1.1%	-0.2%	2265.7
欧洲富时100	56.2	2.0	-1.6%	-1.4%	5335.1

黄金，石油，美元，美国债收盘情况

1/21/2010	收盘价	昨日变化	2010年变化
黄金(\$/oz)	1094.0	-1.5%	-0.3%
原油(\$/barrel)	75.8	-2.4%	-4.5%
美元指数(DXY)	78.4	0.1%	0.7%
美国10年期国债收益率	3.59%	-1.6%	-6.5%

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，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任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。