

2010 年 02 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

联系人：李斌
电话：0510-82833217
电邮：lib@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为 2010 年 02 月 19 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

国际资产价格在中国春假期间大幅反弹

美联储窗口贴现率的提高变成“non-event”声明

随着投资者对欧洲主权债务危机负面影响的消化，全球经济复苏的大趋势再次主导市场的走势：在美国经济数据总体继续向好和美国企业四季报不断超预期的激励下，欧美股市和全球商品市价格在过去的一周里大幅上涨。

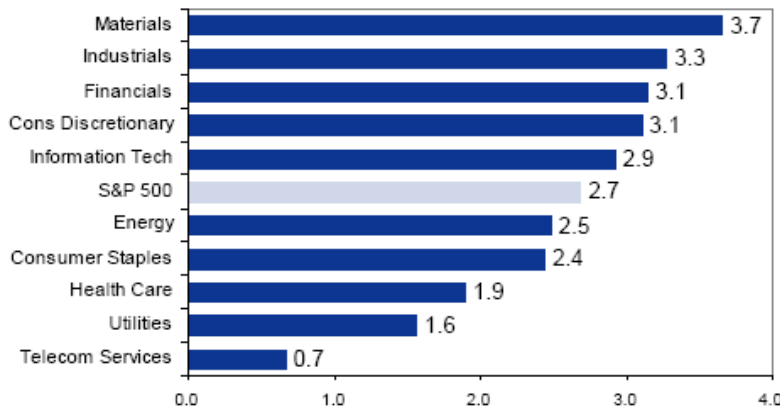
- 道指重回 10,000 点，标普 500 再次站上 1,100 点，美国三大股指在过去一周内的涨幅均达 3% 左右。欧洲主要市场表现也十分抢眼，英国富时 100 指数涨幅超过 4%。

欧美股指表现

2/19/2010	PE	PB	一周变化	2010年变化	指数收盘
道指	15.6	2.6	3.0%	-0.2%	10402.4
标普500	18.9	2.2	3.1%	-0.5%	1109.2
纳指	34.1	2.7	2.8%	-1.1%	2243.9
欧洲富时100	36.3	1.9	4.2%	-1.0%	5358.2

- 从行业表现来看，受益于商品价格大幅上涨的原材料行业在过去一周内的涨幅最大，美股原材料行业指数一周上涨了近 4%。工业，金融，和非必须消费品涨幅紧随其后，四大周期性行业再次在反弹中扮演了领头羊的角色。而电信行业再度受到投资者的冷落，以上涨不到 1% 位居美股 10 大行业涨幅末席。公用事业，健康保健和必需消费品则位居末位的另三席，四大防御性行业在此轮反弹中再次垫底。

标普 500 各行业一周表现 (%)



- 商品市场表现格外出色，油价大幅反弹了近 8%，原油期货价格再次逼近 80 美金。铜价更是以近 9% 的涨幅一举抹去了 2010 年以来的跌幅。黄金涨 2.3% 至 1,118 美金/盎司。而这一切都发生在美元持续走强的基础之上的，反映了市场对经济复苏前景的肯定 – 美国工业产出和新房屋开工率在 1 月份继续增长。

商品市场表现

2/19/2010	收盘价	一周变化	2010年变化
黄金(\$/oz)	1118.3	2.3%	1.9%
原油(\$/barrel)	79.8	7.8%	0.6%
铜(\$/lb)	337.0	8.6%	0.3%

- 美元继续反弹，不过力度有所减缓，要不是美联储出人意料的提高其对商业银行的窗口贴现率，美元上周将以下跌收场。欧洲主权债务危机对市场影响的减弱直接导致了美元上涨势头的减缓，不过美国经济持续复苏为投资者继续投资美元提供了信心 – 避险和信心依旧是支撑美元强势的两大支柱 – 我们在过去的报告里曾反复强调过。

美元，美国债表现

2/19/2010	收盘价	一周变化	2010年变化
美元指数(DXY)	80.6	0.4%	3.5%
美国10年期国债收益率	3.77%	2.2%	-1.6%

美元指数 DXY 自去年 11 月底迪拜债务危机爆发以来升值近 9%

美元指数近期升值近 9%，但距离美国采取 QE 政策之前仍贬值了近 10%。



投资策略：

上周资产价格的表现再度印证了我们对 2010 年市场波动幅度将显著增加的观点，而欧洲主权债务危机并未造成更大范围和幅度的影响也符合我们对其“非系统性冲击”的定义。

我们继续推荐在 2010 年增加波段操作的投资战术。全球经济体内的不确定因素仍很多：欧洲主权债务问题并没有得到解决，退出政策的不确定性仍在很大程度上威胁着全球经济的复苏，失业问题以及相关的消费疲软将在未来相当长的一段时间内拖累经济的复苏，新兴市场通货膨胀的如果迅速抬头将严重损害其经济快速增长的可持续性……因此，从投资策略上来讲，我们也继续维持此前观点：投资者在资产价格大幅反弹的时候适当调整投资组合 – 逐步将配置向低风险，高质量资产转移。

最后谈谈美联储将其对商业银行窗口贴现率提高 25 个基点至 0.75% 的影响。其实，市场的反应已经向我们提供了最好的解释 – 美联储“出人意料”的声明仅在短时间增加了市场的波动，但很快便被市场消化，资产价格并未受到太大的冲击。究其原因，主要可以归纳为两点：1) 美联储在宣布提高贴现率的同时再次声明其将继续在“an extended period”内维持现行的零利率政策，从而打消了市场对其在近期提高利率的担忧；2) 从实际影响来看，美联储的窗口贴现率提高 25 个基点实在是“微不足道” – 美联储在危机时启用的贴现窗口的目的是帮助有流动性危机的金融机构度过难关，该窗口下的贷款曾一度达到 5,590 亿美金之巨，但随着危机的缓解，金融机构纷纷归还在该窗口下的贷款，目前仅有 300 亿美金尚未偿还，25 个基点的成本还不到 1 亿美金。因此，该项声明更多是向市场传达美国经济的复苏正在有条不紊的进行这一信息，并暗示美联储会在适当的时候收紧货币政策，但显然不是现在。

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。