

2010 年 05 月 04 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



如无特别说明，该报告中所提及价格数据均为 2010 年 05 月 3 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 5 页。

Before Market Open

2010 年全球资产价格表现 – A 股垫底

全球资产价格上周普遍下跌，而 A 股则在“内忧外患”中再度下滑近 4%：

- 全球股市上周全面下跌，而 A 股跌幅继续位居各主要市场之首。沪深 300 指数 3.8% 的跌幅高于全球股市 2.2% 的平均跌幅，高于美国标普 500 指数 2.5% 的跌幅，也高于欧洲平均 3.5% 的跌幅。自 2010 年以来，沪深 300 股指跌幅达 14.2%，在 Bloomberg 统计的 92 个国家和地区的股市中位居倒数第五位，表现仅好于希腊，葡萄牙，西班牙和塞浦路斯 – **Does it make sense?**
- 商品市场小幅下跌，黄金表现依然抢眼。CRB 商品价格指数上周小幅下挫 0.5%，然而黄金继续走强，涨近 2%。2010 年以来黄金的价格涨幅近 8%，是各种资产中表现最佳的投资品之一。而油价在 2010 年至今 5.5% 的涨幅对比其他一些高风险资产也很不错。我们依然认为整个国际金融体系去杠杆化的进程会非常艰难和痛苦，而整个纸币系统面临的挑战是黄金在美元升值的同时继续走强的一个重要原因 – 因此，**我们继续推荐以黄金为代表的“Real Asset Play”的投资策略；**
- 美元，美国债再显“避风港”功能：美元和美国债上周双双上涨，再度在投资者避险情绪增加的时候扮演了“避风港”的功能 – 只是该“港湾”也并非“久留之地”。2010 年至今美元和美国 10 年期国债价格的涨幅分别为 6% 和 4%；
- 美股本周一在强劲的 ISM 制造业和个人消费数据中大幅反弹。标普 500 和道指均上涨 1.3%，纳指涨 1.5%，标普 500 再度站上 1200 点。而美元则在强劲的经济数据中反弹 0.6%，DXY 指数报收于 82.4 – 美元 2010 年以来涨幅近 6%。

政策风险和主权债务危机依然是目前市场面临的最大的宏观风险：

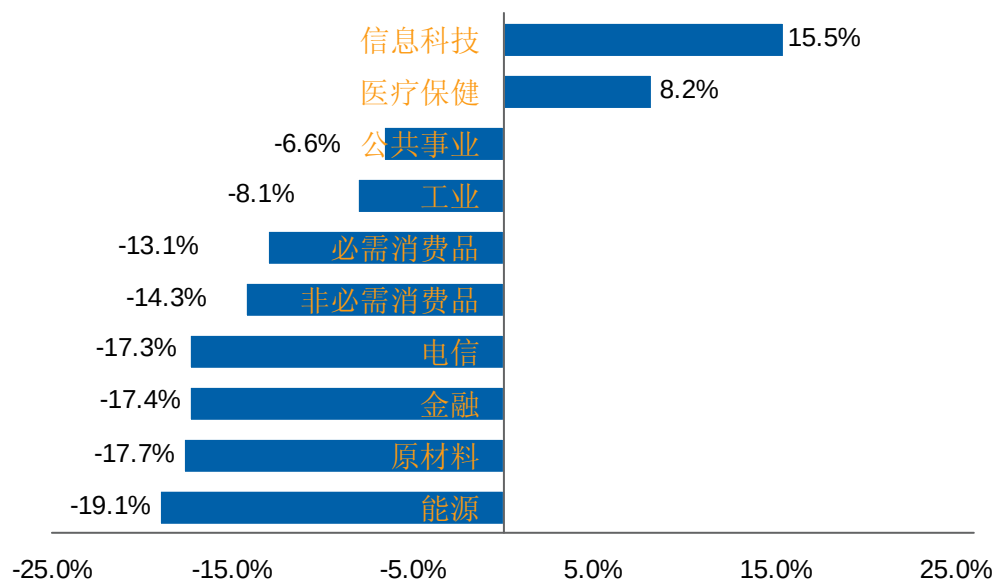
- 希腊救助款达 1100 亿欧元（1450 亿美元）– 希腊主权债务 CDS 曾在上周盘中一度突破 900 个基点 – 预示着希腊国债违约将一触即发。欧盟和 IMF 终于在周末宣布了紧急救援方案 – 未来的三年里向希腊提供 1100 亿欧元的贷款。市场情绪有所稳定，希腊 CDS 利差回落至 700 个基点以下，但我还是要问此前宣布 450 亿欧元救助款时相同的问题：1100 亿够吗？即使够救助希腊，其他国家呢？对此，我依然持此前观点，目前整个发达经济体内的的高负债（高杠杆）很难通过救助款来解决，一个关键的问题是他们的经济复苏能力根本赶不上债务负担的增加额（利息和财政赤字，有的还有贸易赤字），因此，某种形式上的债务重组很难避免，而投资者（主要是欧洲商业银行）则不得不承担巨额损失。
- 中国第三次上调存款准备金率（RRR）– 50 个基点的上调符合我们的预期，而目前大型存款机构的 RRR 在 5 月 10 日将达到 17%，这离 2008 年中期 17.5% 的历史最高点仅一步之遥。与此同时，中国央行通过公开市场回笼资金的操作还在继续 – 如果这“两招”依然不能迅速和有效控制货币供给和资产/商品价格，利率和汇率政策将不可避免；
- 对高盛展开刑事调查的新闻无疑增加了市场的噪音 – 根据华尔街日报的消息，SEC 对高盛的民事诉讼已经发展到由联邦检察院展开的刑事调查，而高盛的股价也应声而落。高盛股价从被 SEC 调查开始已经下挫了超过 20%，其市值缩水了超过 200 亿美金 – 而其被 SEC 指控造成投资者的亏损仅有 10 亿美金。这也印证了我们当初的担心：SEC 调查所可能造成的连带效应将远大于其因为造成投资者亏损而被调查的数额。

全球资产价格 2010 年表现情况：A 股垫底

	2010年至今表现	过去5天表现
股市		
沪深300	-14.2%	-3.8%
标普500	6.4%	-2.5%
道指	5.6%	-1.7%
纳指	8.5%	-2.7%
欧洲50	-5.0%	-3.5%
MS全球股指	2.6%	-2.2%
商品市场		
CRB 全球商品现货指数	5.4%	-0.4%
LME 商品期货指数	3.2%	-3.9%
黄金现货	7.5%	1.9%
原油期货	5.6%	1.2%
铜期货	-0.5%	-5.0%
铝期货	1.1%	-3.4%
美元和美国债		
美元指数	5.1%	0.6%
10年期美国债收益率指数	-4.8%	-4.1%

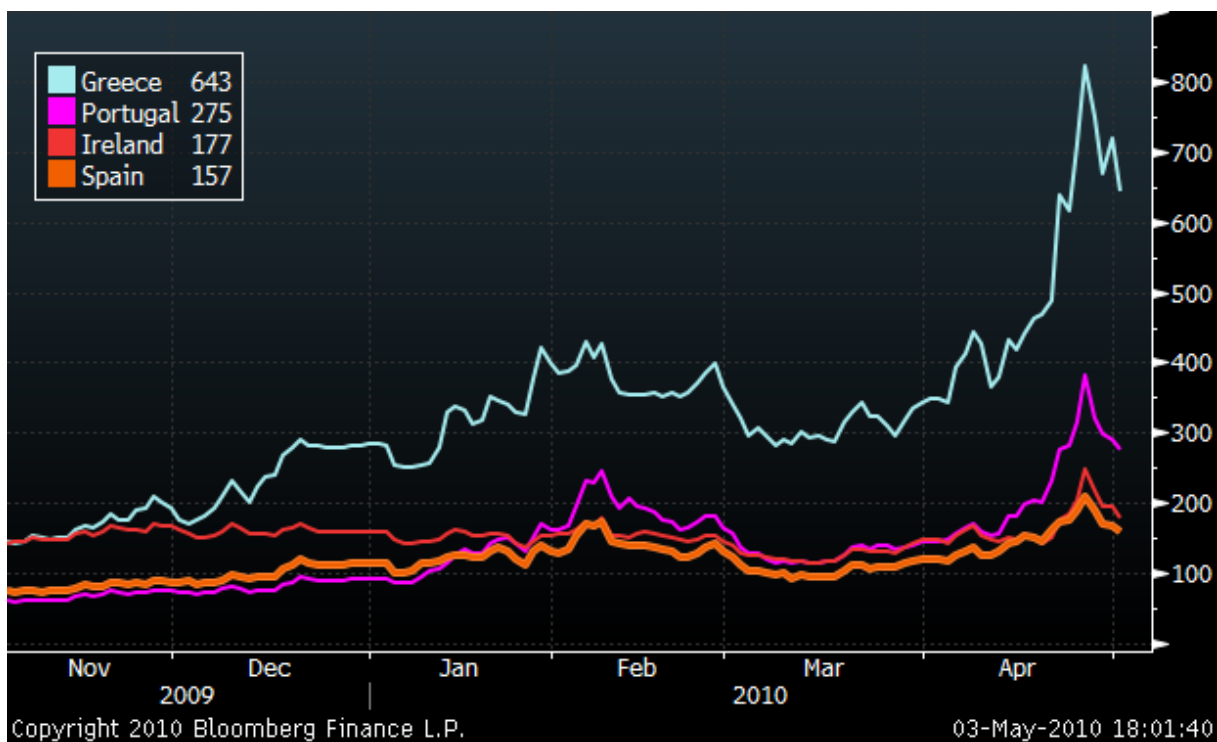
数据截至 2010 年 4 月 30 日

A 股各行业 2010 年表现情况：信息科技和医疗保健依然领先，金融，原材料，能源垫底



数据截至 2010 年 4 月 30 日

欧元区主权 CDS 利差有所回落：希腊降至 643 个基点，葡萄牙降至 275 个基点



美元指数 DXY 回升至 82 点以上 – 2010 年至今上涨近 6%



欧美股指收盘情况

5/3/2010	PE	PB	昨日变化	2010年变化	指数收盘
道指	15.7	2.8	1.3%	6.9%	11151.8
标普500	17.7	2.3	1.3%	7.8%	1202.3
纳指	34.3	2.8	1.5%	10.1%	2498.7
欧洲50	14.1	1.3	0.0%	-5.0%	2816.5

美元，美国债收盘情况

5/3/2010	收盘价	昨日变化	2010年变化
美元指数(DXY)	82.4	0.6%	5.8%
美国10年期国债收益率	3.68%	0.8%	-4.0%

主要商品市场收盘情况

5/3/2010	收盘价	昨日变化	2010年变化
黄金(\$/oz)	1183.3	0.4%	7.9%
原油(\$/barrel)	86.1	0.0%	5.5%
铜(\$/lb)	329.0	-1.9%	-2.4%
CRB 全球商品指数	278.1	0.1%	-1.9%

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。