

## 继续看好新兴经济体，维持风险资产的高配置比例

### 全球宏观资产配置

报告日期：2010年12月6日

本期摘要：

天相全球宏观与债券研究

天晓宏观经济与产业研究所

全球宏观研究主管：

汤云飞 CFA

成员：

何珮

赵洁

服务热线：

010-66045496

服务邮箱：

[service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

通讯地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 天相投资顾问有限公司

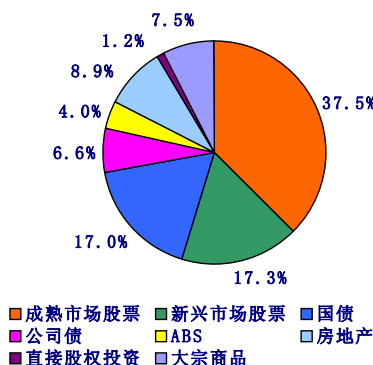
邮编：100140

重要免责声明：

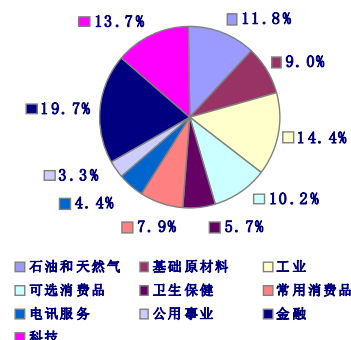
本研究报告仅代表本公司研究人员在发表时的个人观点，不作为对特定客户的投资建议。据此投资引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。本报告为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。

- ◆ 12月3日晚间美国劳工部公布11月就业报告显示，非农就业人数只增加3.9万人，远低于预期的14.7万人，当月失业率意外上升至9.8%的七个月高位；而美国11月ISM服务业指数与10月份工厂订单好于预期。从多项经济数据来看，全球经济仍然处在复苏的过程中，而差于预期的非农就业数据可能只是复苏进程中的震荡。年底之前，美国股市可能再创反弹以来新高点，预计标普500指数可能达到1250点。
- ◆ 全球宏观经济复苏依然不均衡。由于新兴经济体金融自由化和创新程度比较低，在金融危机中的损失较小，其经济复苏程度强于成熟经济体。成熟经济体内部的复苏也不均衡，由于美国具有内生性的经济增长基础，欧洲受到债务危机的冲击，使得美国经济复苏要强于欧洲等经济体。在中国和美国经济复苏对日本出口的带动下，日本经济的复苏进程也将有所增强。
- ◆ 在全球宏观资产配置方面，美联储在债券市场持续购买国债的行为导致国债价格不断攀升，到期收益率不断下降，债券已经存在了较高的泡沫。美国银行系统内的超额准备金已经显露向实体经济流动的迹象，将进一步支持实体经济复苏，对大宗商品等原材料的需求也将逐步提升，大宗商品的价格或重拾升势，同时，股票的价格也将继续上涨。我们建议减小债券配置比例，超配股票和大宗商品。
- ◆ 在全球股票国别配置方面，从全球整体资金规模和流向来看，由于新兴经济体在实体经济增速明显、利差等优势的存在，全球整体资金将主要流向新兴经济体，我们建议高配新兴经济体国家（包括中国、香港），低配成熟经济体国家。在成熟经济体中，我们建议超配美国股市，低配欧元区、和英国股市，在短期内对日本股票资产的配置比例稍作调高。
- ◆ 在全球股票行业配置中，预计石油和天然气、工业以及工业原材料、科技行业仍然是经济复苏过程中的强势行业，我们建议超配此类资产。对于卫生保健、常用消费品、电讯服务、公用事业及金融行业我们给予低配。给予耐用消费品行业中性的建议。

12月6日全球宏观资产配置推荐权重



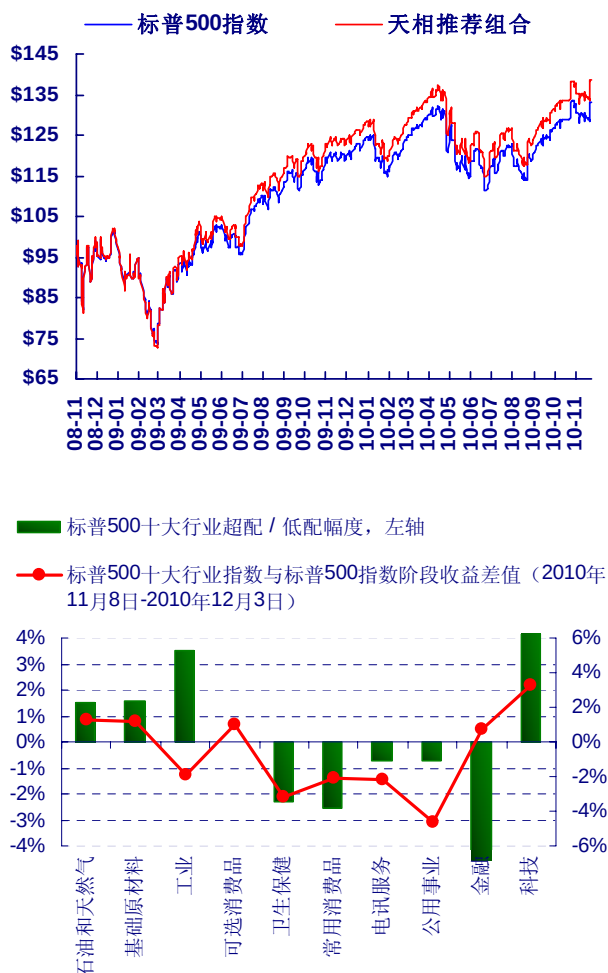
全球股票行业天相推荐配置权重  
(基于标普全球十大行业指数)



## 继续看好新兴经济体，维持风险资产的高配置比例

### ◆ 天相推荐组合业绩回顾：美国行业配置组合业绩跑输市场基准

#### 上期美国股票行业资产配置组合业绩回顾

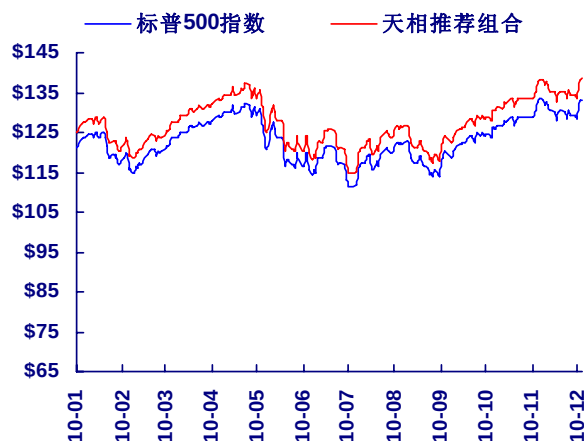


数据来源：Bloomberg, 天相计算

上期美国十大行业资产配置中我们延续了高配强周期行业的策略，尤其体现在石油和天然气、基础原材料、工业、以及科技股份，从天相组合推荐我们也已经看出了我们的决策把握的比较准确。

截止上周五收盘，美国标普 500 指数收于 1224.71 点，本期跌 0.09%，我们仍然认为近期美股仍然强劲：一方面，美国公布的数据良好，除就业以外均高于预期和前期；另一方面，伯南克表示近期不排除继续通过购买国债的方式提振美国经济，给美国股市一针强心剂，因此我们继续维持上期积极的配置策略。

回顾历史总体的收益情况，11 月 8 日至 12 月 3 日之间，美国标普 500 指数总体微跌了 0.09%，天相推荐组合阶段收益上涨了 0.20%，超越标普 500 指数 0.29 个百分点。从长期业绩来看，自 2008 年 11 月创建天相组合起，作为基准指数的标普 500 指数总体上涨了 33.24%，而我们推荐的组合整体上涨了 38.51%，超越指数 5.27 个百分点。自 2009 年 3 月美国股指触底反弹起，作为基准指数的标普 500 指数总体上涨 81.03%，而我们推荐的组合整体上涨了 90.83%，超越指数 9.80 个百分点。自 2010 年 1 月 1 日来，指数总体上涨 8.1%，天相推荐组合上涨 9.1%，超越指数 1.0%。

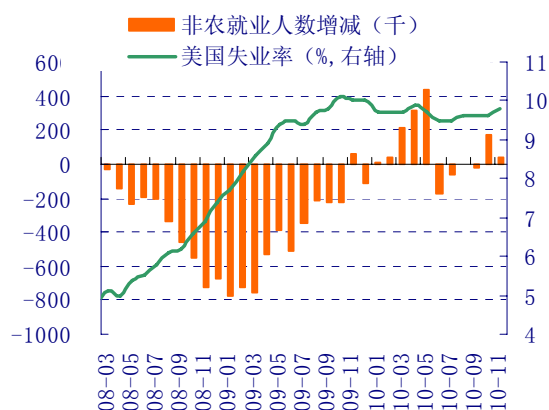


数据来源：Bloomberg, 天相计算

### ◆ 天相全球经济观点：

#### 一、美国经济平稳复苏，疲弱非农数据或许仅是一段插曲

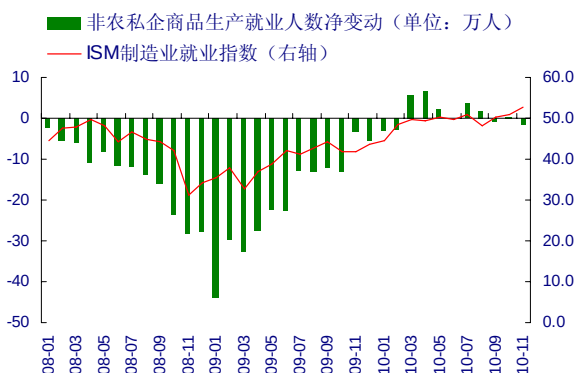
12 月 3 日晚间美国劳工部公布 11 月就业报告显示，非农就业人数只增加 3.9 万人，远低于预期的 14.7 万人，当月失业率意外上升至 9.8% 的七个月高位。美国 11 月 ISM 服务业指数与 10 月份工厂订单好于预期。



资料来源: Bloomberg。

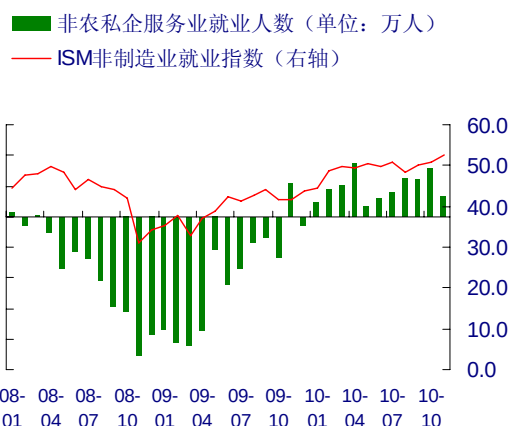
从非农就业分项数据来看, 11 月占非农就业人数 82.9% 私营企业部门增加了 5 万人, 比 10 月份的增加 16 万人有较大的降幅。其中, 非农私企服务业就业人数增加了 6.5 万人, 非农私企商品生产就业人员减少了 1.5 万人。公共部门减少了 1.1 万人, 这是由于美国对政府工作人员数量的裁减所导致的。

11 月 ISM 制造业指数录得 56.6 的较好表现。从 ISM 制造业指数分项数据来看, 11 月 ISM 制造业就业指数为 57.5, 与 10 月的 57.7 差距甚小, 表明制造业在稳定增长; 但是非农私企商品生产就业人数却减少了 1.5 万人, 二者之间有明显背离。



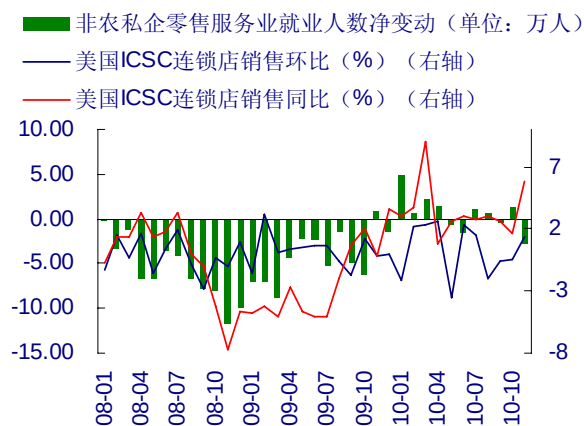
数据来源: Bloomberg

同时, ISM 非制造业就业指数连续 3 个月回升, 11 月也录得 52.7。但是非农私企服务业就业人数只增加了 6.5 万人, 比上期有较大降幅, 与 ISM 非制造业就业指数有背离。



数据来源: Bloomberg

11 月非农就业人数中非农私企零售服务业就业人数净变动下降了 2.8 万人; 但是对应 ISM 非制造业指数连续回升、美国 ICSC 连锁店销售环比和同比增幅都有较大幅度上升。



数据来源: Bloomberg

另外, 11 月美国农业就业人数减少了 20 万人左右, 这直接导致了失业率的上升, 而市场更看重非农就业人数得变化。

综上所述, 尽管 11 月美国失业率录得 9.8% 的高位, 美国就业数据低于预期, 但是 11 月其他的经济数据均有较好的表现, 这些都预示着美国经济仍然会平稳复苏。同时, 市场人士也认为这可能使得美联储继续施行定量宽松货币政策的实施变得顺理成章, 全球经济的复苏也会平稳推进。

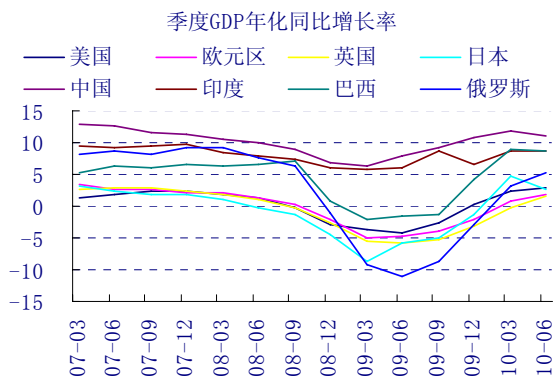
## 二、全球经济复苏仍然不均衡

### I. 新兴经济体复苏强于成熟经济体

由于新兴经济体金融自由化和创新程度比较低, 配置的次级债券份额也比较小, 以及金融监管力度比较强, 因此在金融危机中所受的损失较小, 其经济复苏程度也强于成熟经济体。全球资金面临

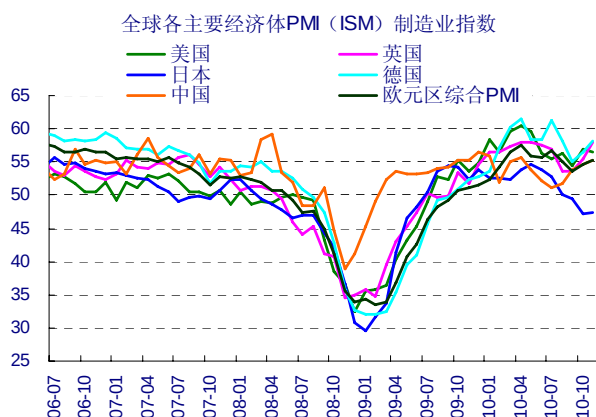
由成熟经济体流向新兴经济体的趋势。

以中国、印度、巴西和俄罗斯为代表的新兴经济体的 GDP 增长率远远高于美国、欧元区、日本和英国等成熟经济体。



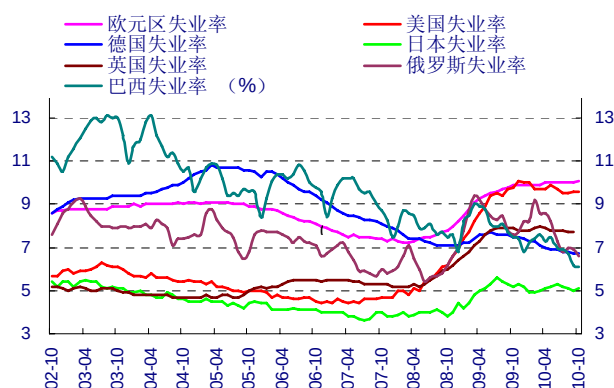
资料来源: Bloomberg。

从全球各主要经济体 PMI (ISM) 制造业指数来看, 中国的制造业发展水平相对较高, 而欧元区和日本略低, 成熟经济体的制造业水平相对较低。



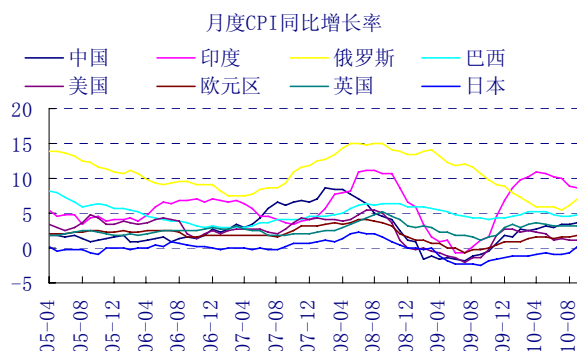
资料来源: Bloomberg。

失业率方面, 2010 年 10 月份欧元区和美国的失业率最高, 分别达到 10.1% 和 9.6%, 仍然保持在高位。俄罗斯和巴西分别为 6.6% 和 6.1%, 其失业率处于下降趋势中。新兴经济体的失业率低于成熟经济体。



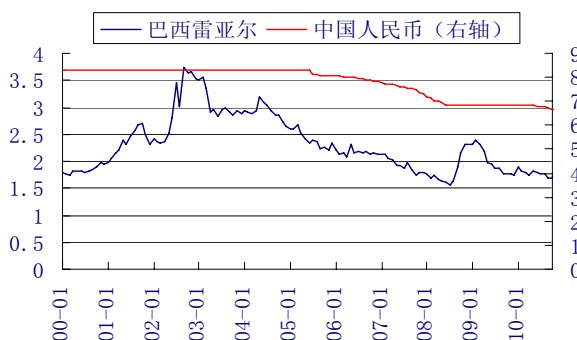
资料来源: Bloomberg。

由于新兴经济体国家预期通货膨胀水平普遍高于成熟经济体, 巴西和印度已经进入加息周期, 当前利率水平分别达到 10.75% 和 6.25%, 中国为 2.5%。而美国、欧元区和日本等成熟经济体在近半年内加息的预期仍然很小, 分别为 0.25%、1%、0.1%。



资料来源: Bloomberg。

新兴经济体的高增长, 较高的利率, 导致了新兴经济体国家的货币持续处于升值周期。自从 2005 年 7 月中国汇率改革至今, 人民币汇率从 8.1 升值到 11 月底的 6.6673; 巴西雷亚尔汇率也处于历史高位。



资料来源: Bloomberg。

综合来看, 我们预计国际资金将继续维持由新兴经济体流向成熟经济体, 建议高配新兴经济体股票资产, 低配成熟经济体。

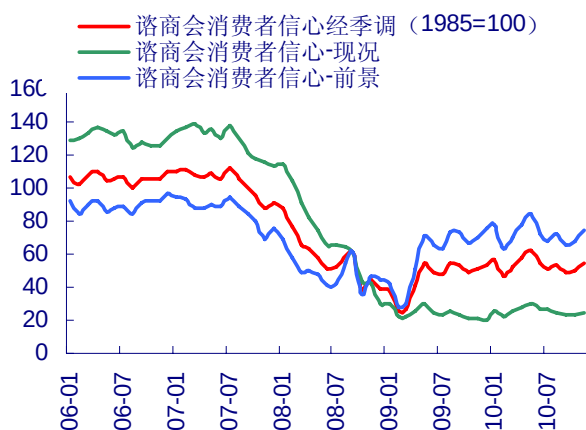


## II. 成熟经济体内部复苏也不均衡

### 美国经济复苏好于其他成熟经济体国家

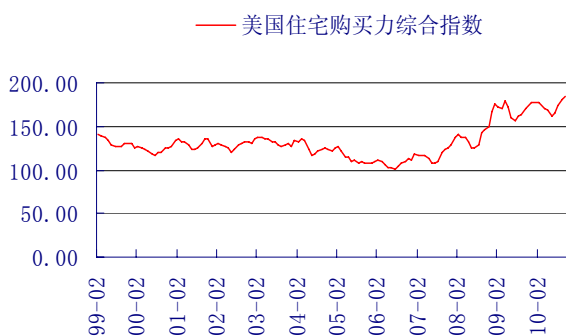
由于美国具有内生性的经济增长基础，居民收入增长以及家庭财富的增长能够保持总需求平稳增长。美联储直接向金融系统注入的大量流动性，进而刺激了总需求的增长。

美国 11 月的消费者信心指数、汽车销售量等数据均表明美国经济仍然处在平稳的复苏进程中。



资料来源：Bloomberg。

美国居民住宅购买力处于高位，需求有待释放。在 4 月到 6 月美国实行住房购税优惠政策下，居民住房消费需求已经得到透支。但是，居民收入、财富的增加，即便是失去住房退税等政策支持，居民购买力仍然充足。



资料来源：Bloomberg。

从多项经济数据来看，全球经济仍然处在复苏的过程中，而差于预期的非农就业数据或只是复苏趋势中的震荡。年底之前，美国股市可能再创反弹以来新高点，预计标普 500 指数可能达到 1250 点。因此，我们选择高配美国资产。

欧元区仍然没有从欧洲债务危机中解脱出来。

欧元区小猪四国债务状况并不明朗，以及欧洲央行资产负债表的重重迷雾，使得欧洲债务危机的风险更加不确定。

12 月 2 日欧洲央行利率决议保持 1% 的利率水平不变。尽管欧洲央行并不承认已经在购买危机国国债，但市场传闻欧洲央行暗地购买那些国家的国债，这对欧洲债务危机或许有一定的缓解作用。在全球资产配置中，我们继续给予欧元区低配。

### 日本经济的增长或受益于中美

中国在四季度的宏观调控、信贷紧缩将有所缓解，美国经济复苏和日元反弹的要求，有可能拉动日本的出口，日本在今年年底之前的经济增长将好于预期。对日本资产的配置比例稍作调高。

## 三、美国银行系统资金富裕与实体经济资金短缺的矛盾有望缓解，经济持续复苏使得市场倾向于高风险资产

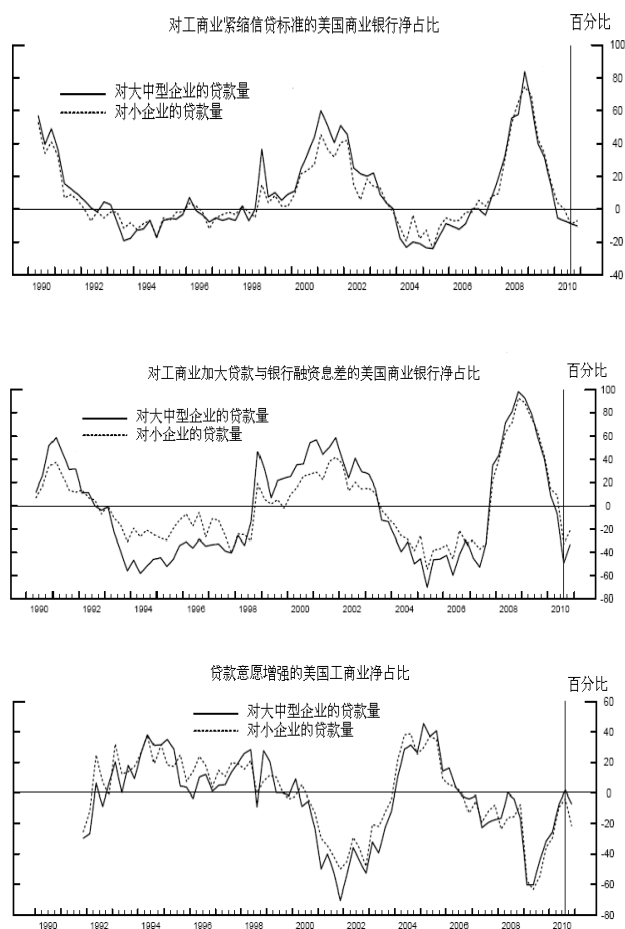
### I. 美国经济的回复可能推动美国银行系统资金向实体经济的传输

2008 年 1 月，滞留在美国银行系统内的超额准备金总额是 16.47 亿美元，经过金融危机后美国一系列注资行为，截止 2010 年 10 月份，美国银行系统内的超额准备金总额为 9734.95 亿美元。这部分超额准备金成为推动美国经济回升的潜在力量，如果美国经济能够持续复苏，银行家对经济风险的评价降低，那么银行系统将会为工商业提高更多的信贷，实体经济的复苏也将更加有保障。



资料来源：Bloomberg。

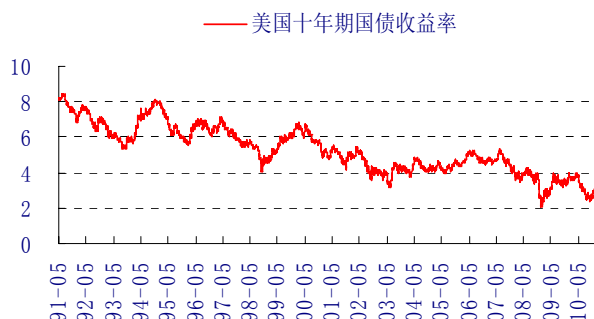
据美联储信贷意愿调查显示，美国商业银行向企业贷款的意愿开始回升，美国 and 全球总体经济的复苏将促使银行系统内的资金流向实体经济。



资料来源：美联储网站。

## II. 市场倾向高风险资产

美联储定量宽松货币政策的实施,通过购买大量国债,推高了国债的价格,压低了到期收益率,增加了国债的泡沫风险,这将使得投资者减少债券的持有量,而增加诸如股票、大宗商品等资产的配置。



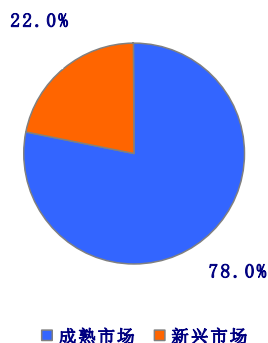
数据来源：Bloomberg, 天相计算

### ◆ 全球股票市场资产配置方案

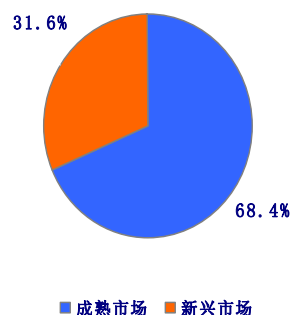
一、本期全球股票资产配置方案（包括中国）：继续维持超配新兴市场国家股票资产

在新兴市场和成熟市场两大类股票资产的配置方案上,我们依旧超配新兴市场国家股票资产,低配成熟市场国家股票资产。一方面,由于新兴市场的金融自由化和创新程度比较低,金融体系比较健康,经济恢复明显要快于欧美成熟市场;令一方面,现在新兴经济体如金砖四国最为担忧的是通胀,而不是经济的复苏,新兴经济体的升息预期不断提高,而欧美量化宽松政策的推出,新兴经济体和成熟市场之间存在正的利差,资金会从成熟市场流向新兴经济体,因此我们超配新兴市场国家资产包括中国、香港。

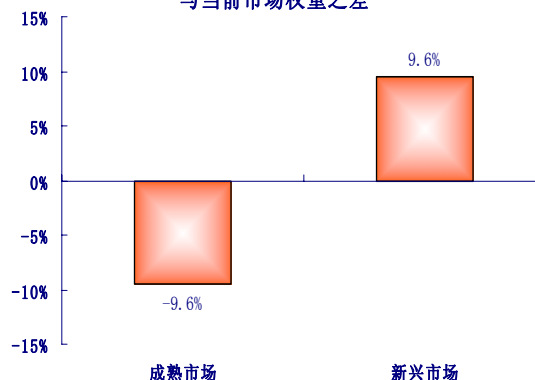
成熟与新兴市场国家股票资产市场权重  
(基于摩根士丹利成熟\新兴市场股票指数)



成熟与新兴市场国家股票资产天相推荐权重  
(基于摩根士丹利成熟\新兴市场股票指数)



成熟与新兴市场国家股票资产推荐配置权重  
与当前市场权重之差



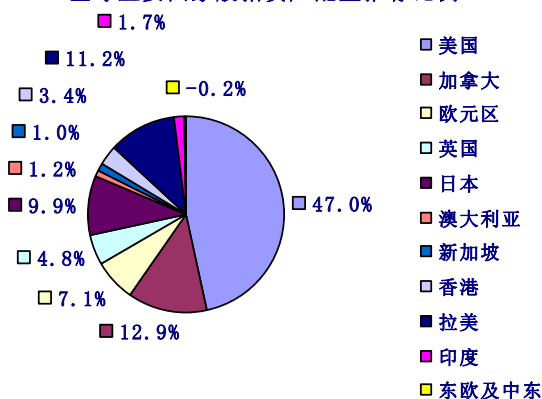
数据来源：天相投顾，基于 Black-Litterman 模型计算

## 二、本期全球股票国别资产配置方案（不包括中国）：

在本期的国别配置中，我们基本维持上期的基本配置。成熟市场方面，我们超配美国、加拿大和日本股市，低配欧元，英国，但稍微调高英国股市比率的策略。这主要是因为美国的经济基础强，利用其美元国际货币这一优势，采取量化宽松的政策，经济复苏比较快，而加拿大和澳洲受美国经济复苏影响也恢复的也比较快，日本除了出口对象经济环境的改善这一重要因素外，日元的贬值也是其经济复苏的一大因素，因为英国最近经济稍有起色，我们稍调英国股票。

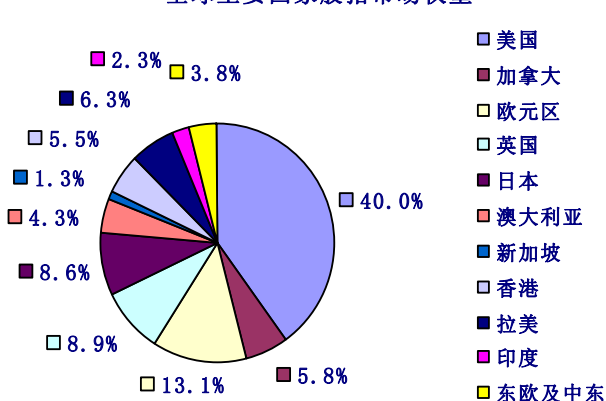
在新兴市场配置方面，我们依旧调高各国的超配比例来配合此前成熟与新兴市场两大资产的配置策略，但对各国超配幅度仅仅小幅调高，主要加仓的对象还是中国股票。这主要是由于除中国外其他主要新兴经济体均出现经济增长过热的迹象，

全球主要国家股指资产配置推荐比例

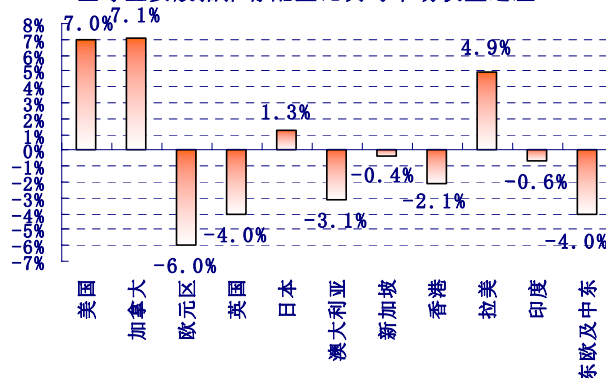


且进入加息周期后，需考虑提升利率对资本市场的影响。

全球主要国家股指市场权重



全球主要股指推荐配置比例与市场权重之差



数据来源：天相投顾，基于 Black-Litterman 模型计算

## 三、本期全球股票行业资产配置方案

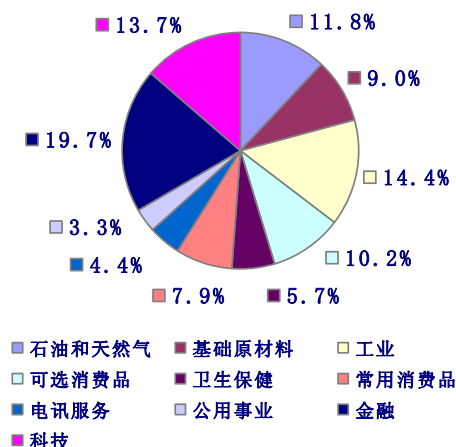
在全球股票行业配置方面，基于对经济基本面的看好，我们高配石油、基础原材料、工业、科技行业。

对于可选消费品行业我们将其配置回归至接近市场权重的中性配置，这主要是基于制造业快速回补库存的周期已过，超配该行业很难在未来中期内取得大幅超额收益。

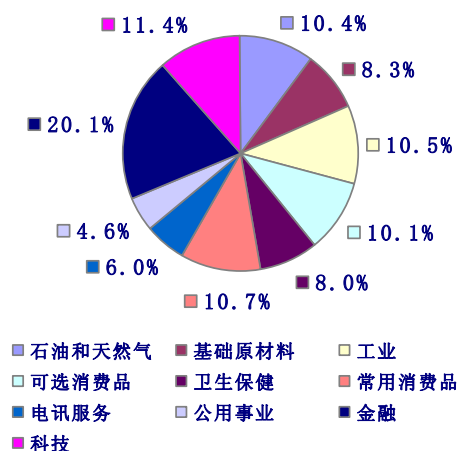
对于金融行业，我们继续对其施以低配，在全球金融资本市场的多事之秋，市场情绪波动较大的时期，我们应适当规避该类行业风险。

对于卫生保健、常用消费品、公共事业和电讯服务四大防守型行业，我们依旧给予低配。但是缩小了对卫生保健和常用消费配的低配幅度，这主要是基于，各国经济内生性经济增长动力逐步加强，消费需求正逐步向危机之前的水平恢复。

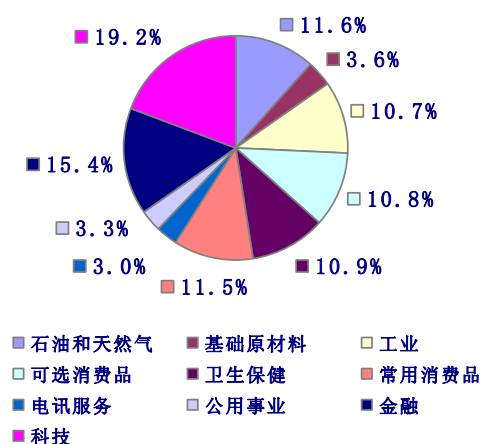
全球股票行业天相推荐配置权重（基于标普全球十大行业指数）



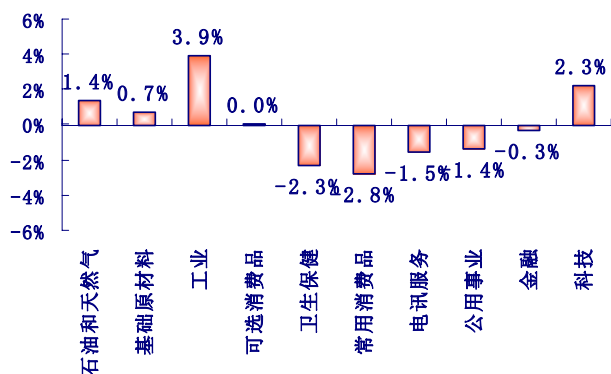
全球股票行业市场权重  
(基于标普全球十大行业指数)



美国股票行业市场权重  
(基于标普500十大行业指数)

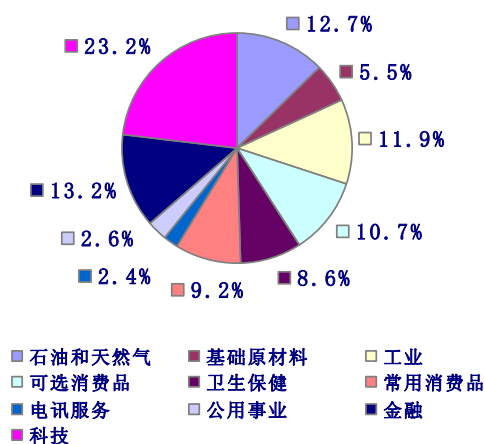


全球股票行业天相推荐配置权重与市场  
权重之差



数据来源: 天相投顾, 以标普全球十大行业指数为基准, 基于 Black-Litterman 模型计算。

美国股票行业天相推荐配置权重  
(基于标普500十大行业指数)

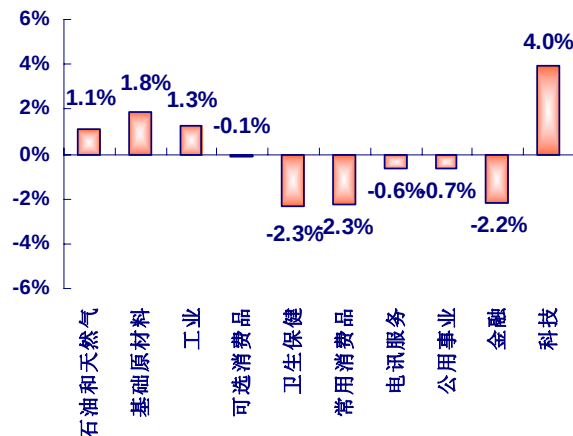


#### 四、美国股票行业资产配置方案

从美国最近公布的一些数据如 PMI 制造业有了很好的增长, 而 PMI 非农制造业也保持稳定的态势, 虽然就业数据低于预期, 主要是因为美国农业就业人数的大量减少, 而农业就业人数影响经济的程度比较低, 从零售业的数据来看, 就业会在未来有很好的表现。由此我们仍对美国经济保持乐观态度。

因此我们超配石油和天然气、基础原材料、工业、科技, 低配抗周期性产品如常用消费品、公用事业、卫生保健等。对于金融行业我们还是保持稳定谨慎的态度, 仍然采用中配策略。

美国股票行业天相推荐组合权重与市场  
权重之差



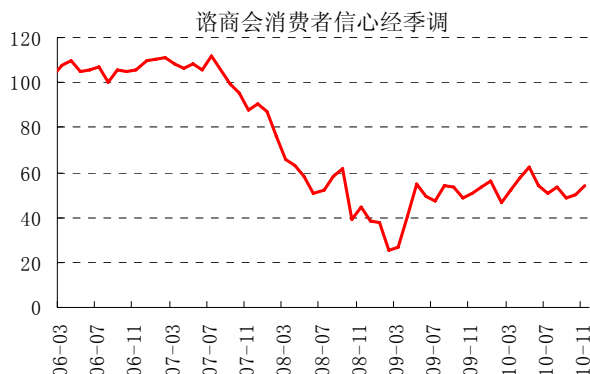
数据来源: 以美国标普 500 十大行业指数为基准, 基于 Black-Litterman 模型计算, Bloomberg。



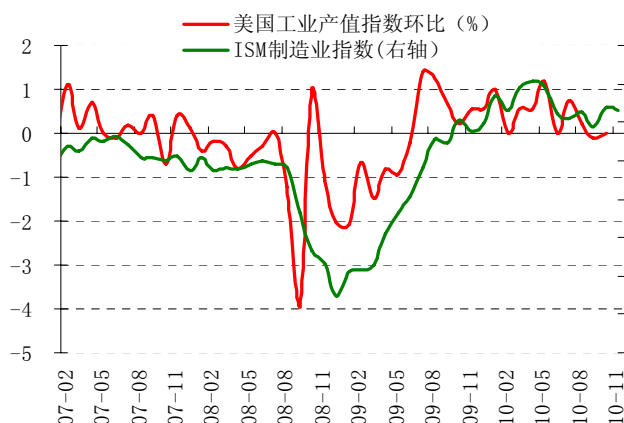
## ◆ 全球债券分析与资产配置建议

### 一、美国

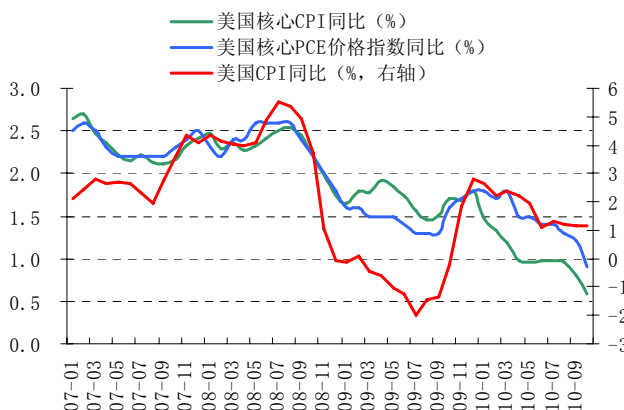
11月美国消费者信心指数大幅上升至54.1；ISM制造业指数较11月较上月略有下降，为56.6；美国10月的核心PCE同比上升0.9个百分点，上升幅度较上个月下降0.3个百分点。



数据来源：Bloomberg



数据来源：Bloomberg



数据来源：Bloomberg

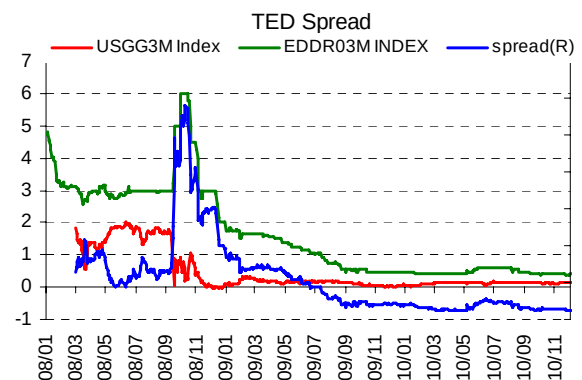
从大宗商品市场来看，油价11月以来先下降后回升，原油期货价格从11月5日的每桶87.48美元下

降到11月19日的每桶81.98美元，然后上升到12月3日的每桶88.16美元。



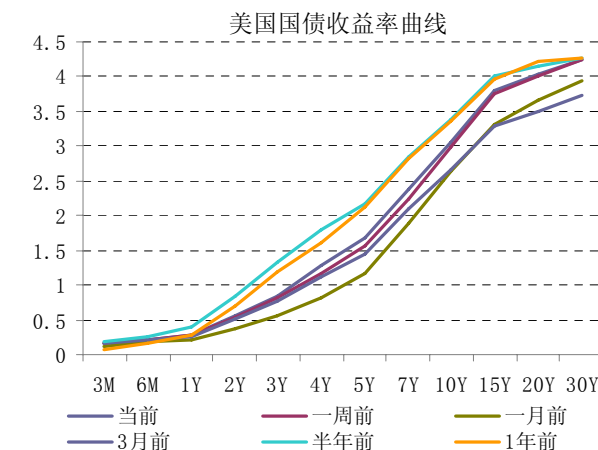
数据来源：Bloomberg

从货币与债券市场来看，TED 价差仍处于历史低位，说明市场流动性充裕。

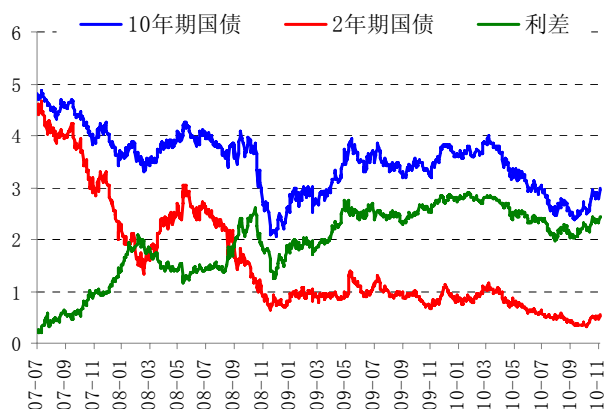


数据来源：Bloomberg

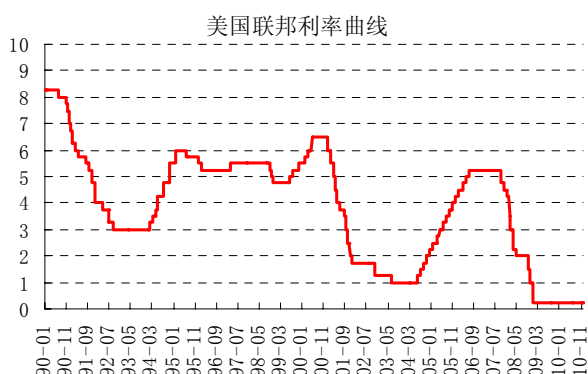
美国国债收益率曲线较1个月前上移，平均上移了29.80个基点，且较3个月前陡峭化。10年期与2年期国债利差上升，2年期和10年期国债的收益率上行。2年期国债收益率本来已经处于历史低位，现开始上行。



数据来源：Bloomberg



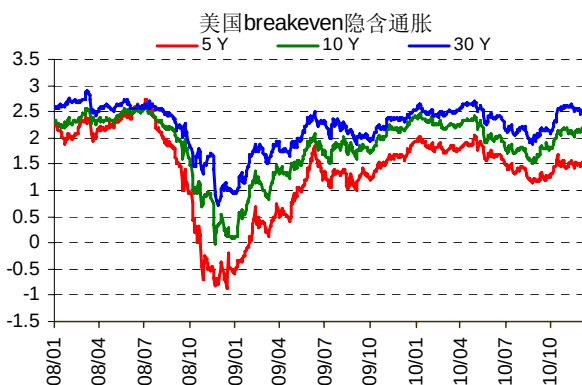
数据来源: Bloomberg



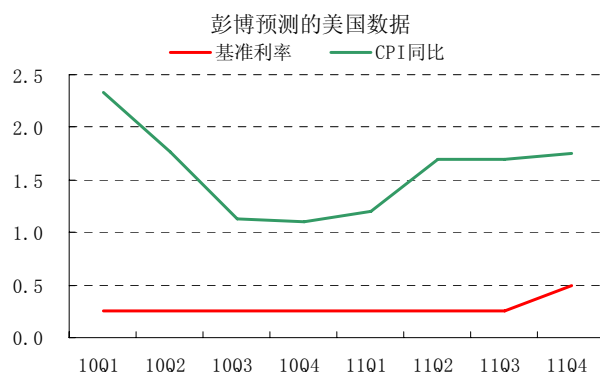
数据来源: Bloomberg

从 TIPs 隐含通胀来看, 通胀预期上升, 但为了确保经济和就业增长, 美联储启动了量化宽松政策, 短期利率不会提高。

从 Bloomberg 的预测数据中, 我们可以看到, 明年第四季度加息概率增加。美国公布的就业数据 11 月份非农就业人增加 3.9 万人, 差于市场预期, 市场预期也许美国的定量宽松政策会扩大规模。流动性充裕, 美元指数反弹, 我们建议超配美国债券, 适当减少美国国债超配比例, 增加公司债配置。



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg

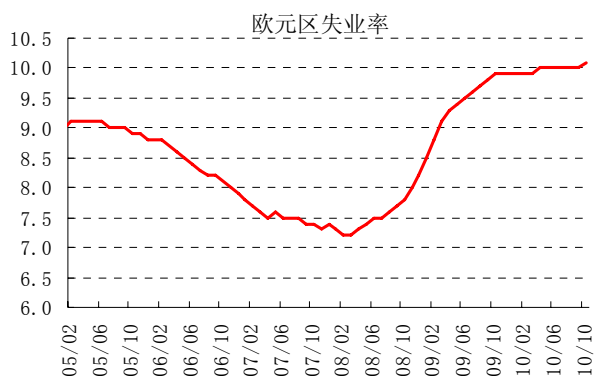


数据来源: Bloomberg

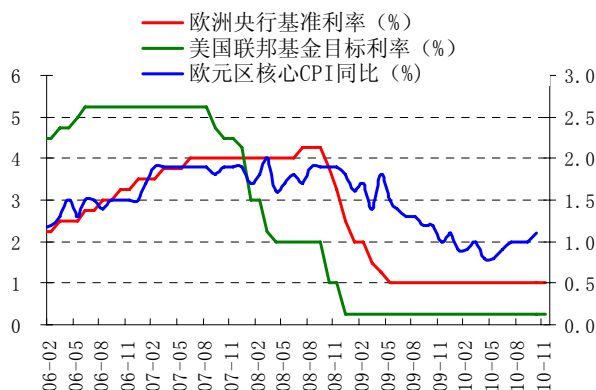
## 二、欧元区

欧元区 10 月核心 CPI 同比为 1.1%, 较上月提高了 0.1 个百分点, 远低于欧元区的目标区间 2.0%。2010 年三季度 CPI 同比涨幅为 1.70%, 彭博预期四季度为 1.80%, 四季度预期值较上个月提高了 0.1%。而欧元区的失业率为 10.1%, 经济恢复缓慢, 市场预期欧洲央行仍将继续维持 1.00% 的利率水平到明年第三季度。

欧元对美元近期下跌。爱尔兰债务危机再次引起了市场对于欧洲主权债务危机的担忧。11 月 28 日, 出台了爱尔兰的救助计划, 但是, 29 日爱尔兰、西班牙和葡萄牙国债与德国国债的利差仅小幅滑落, 市场对于其他国家仍存担忧, 包括葡萄牙和西班牙。综合, 对欧元区的投资风险加大, 我们建议低配欧元国债。



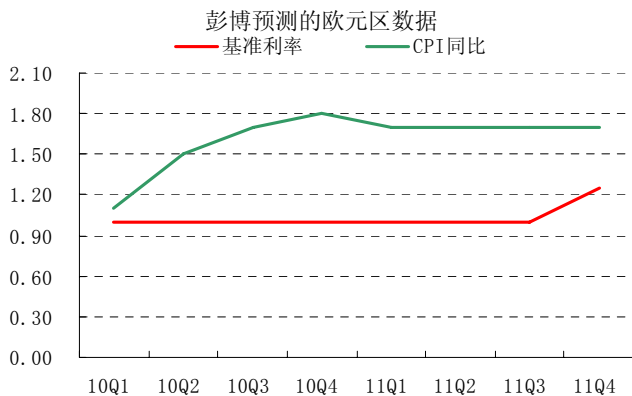
数据来源: Bloomberg



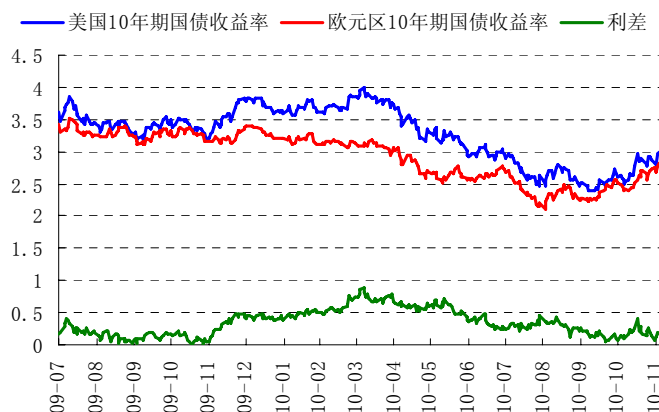
数据来源: Bloomberg



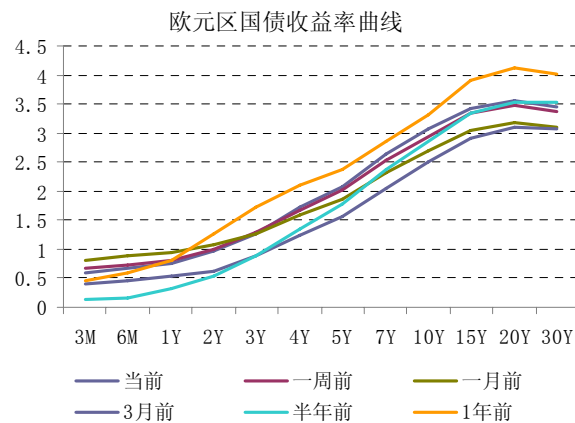
数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



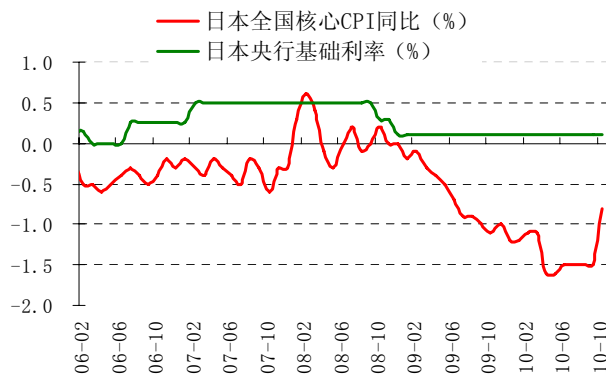
数据来源: Bloomberg

### 三、日本

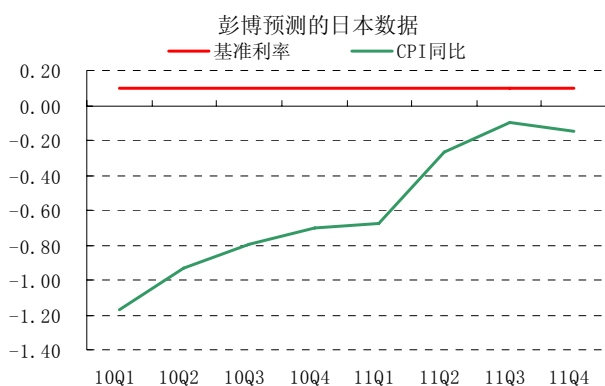
日本经济复苏缓慢，日元的升值对出口是不利因素。11月野村 PMI 制造业指数较10月略微提升，为47.3，终止了该指数从今年6月开始的持续下降。

10月日本全国核心CPI连续第四个月同比为-0.80%。国债收益率曲线较上月移。

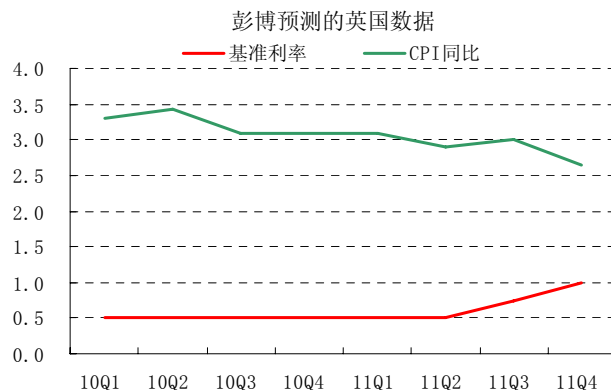
综合考虑近期日元相对美元升值，我们略提高对日本国债的低配比例。



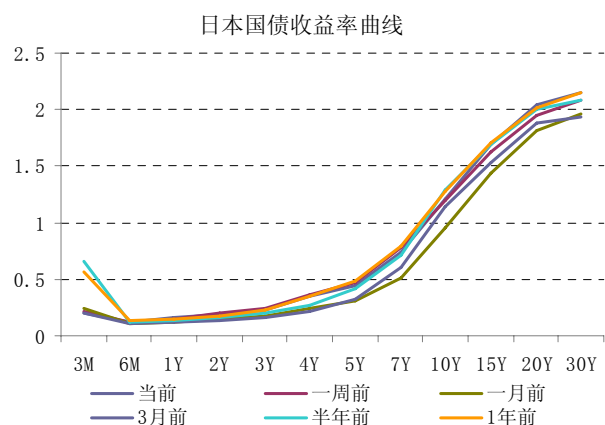
数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg

## 四、其他国家

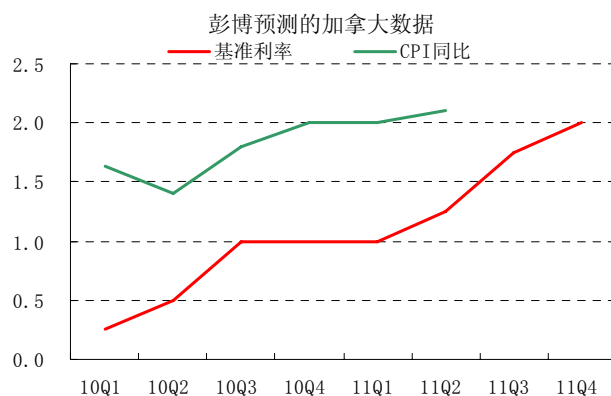
### 英国:

由于欧洲债务危机的蔓延以及削减开支来减少财政赤字,经济回暖趋势放缓。彭博预测的加息时间为 2011 年第三季度。我们对英国国债持中性偏下的态度。

### 加拿大:

美国实行量化宽松政策,刺激经济,使加拿大经济受益。近一周,大宗商品价格攀升,对加拿大出口有利,且加元相对美元升值。

综上分析,我们对加拿大国债持中性偏上的态度。



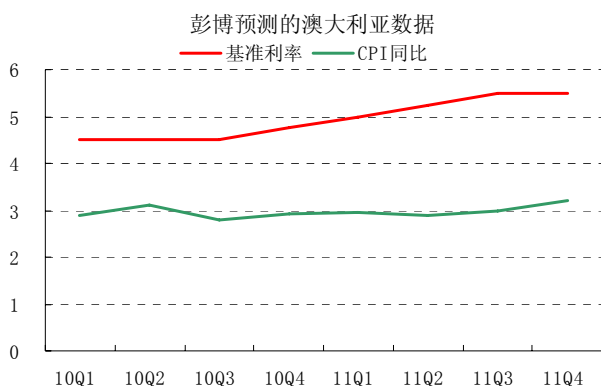
数据来源: Bloomberg

### 澳大利亚:

11 月 2 日,澳大利亚宣布上调基准利率 25 个基点至 4.75%。近期大宗商品价格回升,以及中国房地产市场的调整政策出台后暂时进入稳定期,对澳大利亚的铁矿石等相关原材料的出口的影响可能减弱。

澳大利亚货币近期升值,但考虑澳大利亚可能进入加息周期,我们对澳大利亚国债持谨慎乐观的态度。

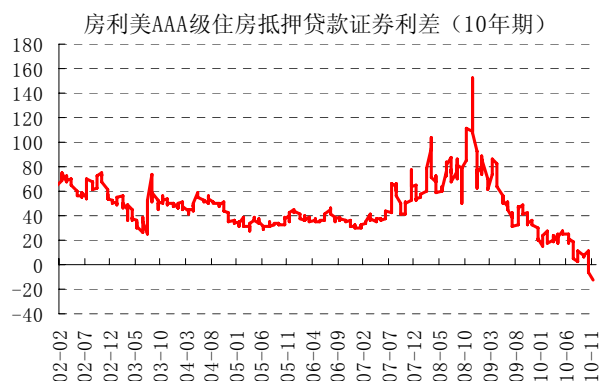




数据来源: Bloomberg

## 五、债券综合资产配置建议

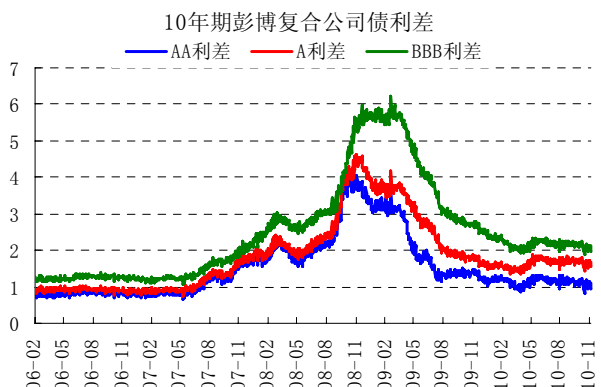
从美国房利美 10 年期 AAA 级 MBS 的利差来看。利差持续下降, 已经为负, 提醒投资者注意投资风险。



数据来源: Bloomberg

从公司债与国债利差的图中可以看出, 公司债与国债的利差缓慢上升。从经济层面来看, 美国经济 11 月就业情况恢复不理想, 市场推测也许量化宽松政策会扩大规模。

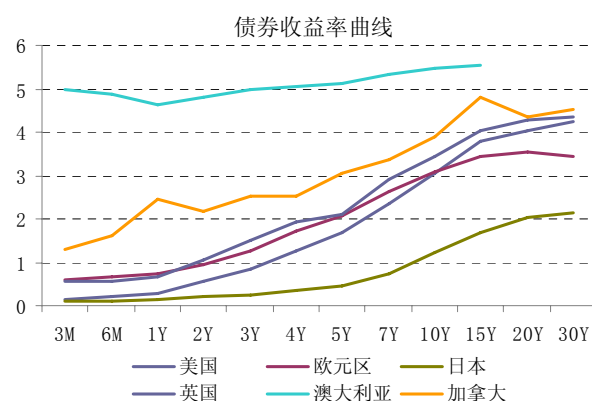
从历史情况来看, 由于 AA 级利差和 BBB 利差距离历史低位仍有下降空间, 公司债的价格有进一步上升的可能, 且美国经济未来可能好转, 我们建议适当超配美国公司债。



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg



数据来源: Bloomberg

综上, 我们考虑债券收益率曲线, 将我们的观点输入 Black-Litterman 模型, 得出我们对 12 月全球国债的配置如下:

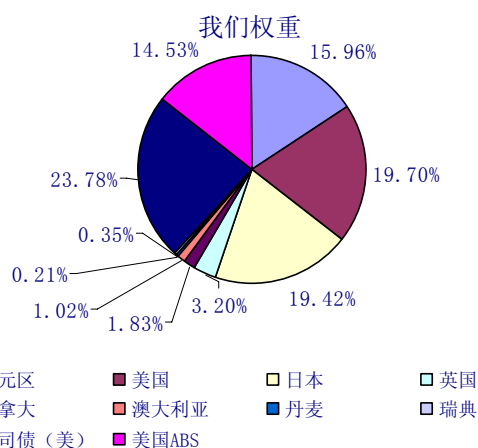
2010 年 12 月天相全球国债推荐组合权重

| 指数名称 | 推荐组合资产<br>权重 | 与市值权重<br>的差      |
|------|--------------|------------------|
| 欧元区  | 25.87%       | 27.16%<br>-1.29% |
| 美国   | 31.94%       | 29.23%<br>2.70%  |
| 日本   | 31.48%       | 33.98%<br>-2.50% |
| 英国   | 5.18%        | 6.33%<br>-1.14%  |
| 加拿大  | 2.96%        | 1.74%<br>1.21%   |
| 澳大利亚 | 1.66%        | 0.65%<br>1.01%   |
| 丹麦   | 0.56%        | 0.50%<br>0.06%   |
| 瑞典   | 0.35%        | 0.40%<br>-0.05%  |

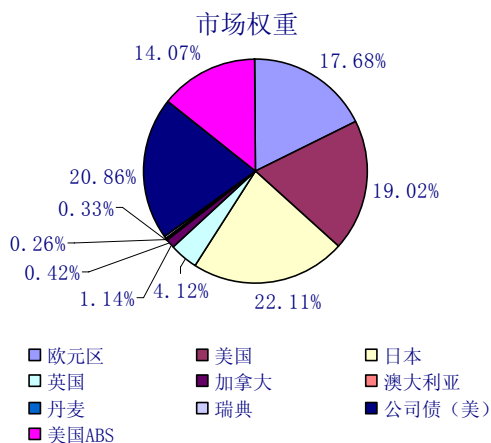
数据来源: 天相计算

根据我们对 ABS 和公司债的分析, 我们将超配美国公司债以及美国 ABS, 得到总体全球债券资产配置如下: (对比后图市场平均券种配置)

在国债配置策略中，我们将超配美国公司债以及美国 ABS。



资料来源: Bloomberg, 天相计算

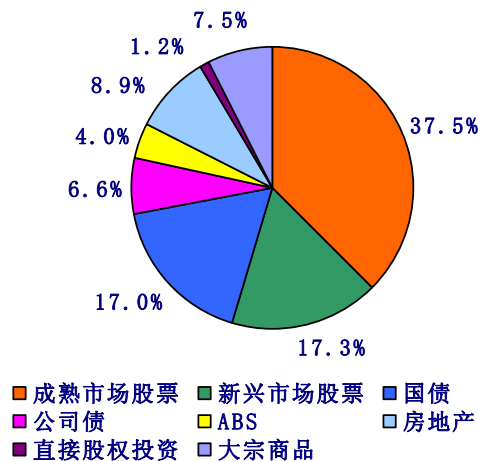


资料来源: Bloomberg, BIS, 天相计算

## ◆ 全球宏观资产配置方案

从 11 月全球资本市场看,几乎所有金融资产价格均有上涨。美国标普 500 指数再次突破 1200 点,欧洲股市也走出了底部不断抬高的趋势。这验证了我们在上期资产配置报告中对全球经济二次衰退的风险在降低,欧洲及美国经济都不太可能进入二次衰退,资本市场面临新一轮牛市的判断。目前,中国宏观调控和信贷紧缩逐步减缓,内需回稳,外部环境也由于美国经济的平稳复苏而有所改善。受到美国重启量化宽松货币政策的影响,大宗商品及股票资产价格的上升亦会带来利多效应,而债券市场在利率水平较低的情况下,我们认为泡沫依然处在高位。由此我们判断,全球股票市场即将进入新一轮牛市,我们建议沿用上期积极资产配置策略,高配股票资产,低配债券资产:股票占比 54.8%,债券占比 27.6%,房地产占比 8.9%,大宗商品占比 7.5%,直接股权投资占比 1.2%。

12月6日全球宏观资产配置推荐权重



数据来源: 基于 Black-Litterman 模型计算。

注: Black-Litterman 模型运算中所需要的核心基础数据详见附录,其中包括基准指数的选取、相关性系数矩阵、贝塔值预测、预期波动率和预期收益率。

## 附录

附 1：各主要股票指数市净率、市盈率

|                 | 市净率  | 市盈率   | P/EBITDA | P/CF  | 成员数量 | 市值                |
|-----------------|------|-------|----------|-------|------|-------------------|
| 孟买证交所 500 指数    | 2.88 | 17.88 | 9.91     | 15.98 | 500  | ——                |
| 韩国 KOSPI 指数     | 1.44 | 11.27 | 7.26     | 9.89  | 200  | ——                |
| 日经 225 指数       | 1.34 | 19.81 | 5.39     | 6.79  | 225  | 201815.63bln(JPY) |
| 加拿大标普/TSX 60 指数 | 2.02 | 18.76 | 7.48     | 7.48  | 60   | 1197.18bln(CAD)   |
| 新加坡海峡时报指数       | 1.75 | 12.53 | 8.55     | 10.24 | 50   | 497.6bln(SGD)     |
| 道琼斯欧洲 50 价格指数   | 1.55 | 13.40 | 5.55     | 9.98  | 50   | 2828.27bln(EUR)   |
| 法国 CAC 指数       | 1.24 | 12.68 | 4.95     | 5.34  | 39   | 987.19bln(EUR)    |
| 德国 DAX 指数       | 1.57 | 14.59 | 5.06     | 30.01 | 30   | 742.64bln(EUR)    |
| 英国富时综合指数        | 1.89 | 16.76 | 6.29     | 5.34  | 693  | 1835.83bln(GBP)   |
| 英国 100 指数       | 1.90 | 17.21 | 6.31     | 5.06  | 100  | 1597.46bln(GBP)   |
| 道琼斯工业平均指数       | 2.63 | 13.82 | 7.20     | 8.69  | 30   | 3560.34bln(USD)   |
| 标准普尔 500 指数     | 2.18 | 15.33 | 6.90     | 8.29  | 500  | 11356.82bln(USD)  |
| 纳斯达克综合指数        | 2.76 | 33.68 | 10.38    | 13.09 | 3135 | 4244.07bln(USD)   |
| 香港恒生指数          | 1.98 | 14.39 | 9.67     | 8.24  | 38   | 12201.86bln(HKD)  |
| 沪深 300 指数       | 2.78 | 18.73 | 11.83    | 15.17 | 300  | 16468.44bln(CNY)  |
| 彭博欧洲 500 指数     | 1.62 | 14.83 | 5.65     | 8.99  | 500  | 6402.49bln(EUR)   |
| 意大利米兰 30 指数     | 1.01 | 12.53 | 2.59     | 2.39  | 30   | ——                |
| 荷兰 AEX 指数       | 1.30 | 15.03 | 6.11     | ——    | 25   | 360.61bln(EUR)    |
| 比利时 BEL 20 指数   | 1.14 | 11.88 | 5.71     | 5.18  | 19   | 216.47bln(EUR)    |
| 芬兰 HEX 25 指数    | 1.89 | 15.32 | 8.19     | 9.52  | 25   | 181.52bln(EUR)    |
| 巴西圣保罗证交所指数      | 1.84 | 14.04 | 6.12     | 39.68 | 66   | 1738.04bln(BRL)   |
| 俄罗斯 RTS 指数      | 1.24 | 9.06  | 4.16     | 4.80  | 50   | 749.06bln(USD)    |

数据来源：Bloomberg，截至 2010 年 12 月 3 日

附 2：全球主要股指估值情况 2010 年 11 月 8 日：

| 截至2010年11月5日收盘 | 预测PE  | 预测 PB | 调整PB | ROE    |
|----------------|-------|-------|------|--------|
| 标普500指数        | 14.37 | 2.09  | 2.18 | 14.20% |
| 加拿大标普/TSX综合指数  | 16.71 | 1.92  | 2.02 | 10.76% |
| 摩根士丹利欧元区指数     | 10.97 | 1.31  | 1.29 | 10.40% |
| 英国富时100指数      | 11.67 | 1.81  | 1.90 | 11.04% |
| 日经225指数        | 17.77 | 1.27  | 1.34 | 6.77%  |
| 标普/澳证200指数     | 13.70 | 1.88  | 2.02 | 11.01% |
| 新加坡海峡时报指数      | 15.54 | 1.78  | 1.76 | 13.95% |
| 香港恒生指数         | 14.76 | 1.91  | 1.98 | 13.74% |
| 拉美指数           | 14.29 | 2.06  | 2.19 | 14.87% |
| 孟买SENSEX30指数   | 18.98 | 3.17  | 3.41 | 18.55% |
| 欧洲新兴国家及中东      | 9.25  | 1.33  | 1.38 | 14.78% |
| 摩根士丹利全球股票指数    | 13.76 | 1.77  | 1.85 | 14.34% |

数据来源：Bloomberg，截至 2010 年 12 月 3 日



## 附 3：美国股票行业最近一期相关性预测

|        | 石油和<br>天然气 | 基础原<br>材料 | 工业   | 消费<br>品 | 卫生<br>保健 | 常用消<br>费品 | 电讯<br>服务 | 公用<br>事业 | 金融   | 科技   | 标普<br>500 |
|--------|------------|-----------|------|---------|----------|-----------|----------|----------|------|------|-----------|
| 石油和天然气 | 1.00       | 0.81      | 0.74 | 0.69    | 0.56     | 0.62      | 0.46     | 0.74     | 0.63 | 0.70 | 0.82      |
| 基础原材料  | 0.81       | 1.00      | 0.89 | 0.87    | 0.70     | 0.76      | 0.58     | 0.68     | 0.78 | 0.88 | 0.94      |
| 工业     | 0.74       | 0.89      | 1.00 | 0.93    | 0.70     | 0.80      | 0.54     | 0.66     | 0.87 | 0.82 | 0.96      |
| 消费品    | 0.69       | 0.87      | 0.93 | 1.00    | 0.62     | 0.75      | 0.56     | 0.63     | 0.83 | 0.87 | 0.94      |
| 卫生保健   | 0.56       | 0.70      | 0.70 | 0.62    | 1.00     | 0.76      | 0.46     | 0.66     | 0.64 | 0.61 | 0.76      |
| 常用消费品  | 0.62       | 0.76      | 0.80 | 0.75    | 0.76     | 1.00      | 0.51     | 0.59     | 0.72 | 0.70 | 0.84      |
| 电讯服务   | 0.46       | 0.58      | 0.54 | 0.56    | 0.46     | 0.51      | 1.00     | 0.63     | 0.37 | 0.60 | 0.59      |
| 公用事业   | 0.74       | 0.68      | 0.66 | 0.63    | 0.66     | 0.59      | 0.63     | 1.00     | 0.49 | 0.66 | 0.73      |
| 金融     | 0.63       | 0.78      | 0.87 | 0.83    | 0.64     | 0.72      | 0.37     | 0.49     | 1.00 | 0.68 | 0.89      |
| 科技     | 0.70       | 0.88      | 0.82 | 0.87    | 0.61     | 0.70      | 0.60     | 0.66     | 0.68 | 1.00 | 0.89      |
| 标普500  | 0.82       | 0.94      | 0.96 | 0.94    | 0.76     | 0.84      | 0.59     | 0.73     | 0.89 | 0.89 | 1.00      |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于美国标普 500 十大行业指数。

## 附 4：美国股票行业贝塔值、预期收益率及波动率预测

|        | 当期无风险收益 | 贝塔值预测 | 预期收益率  | 波动率预测 |
|--------|---------|-------|--------|-------|
| 石油和天然气 | 3.28%   | 0.96  | 10.89% | 31.5% |
| 基础原材料  | 3.28%   | 1.28  | 13.46% | 36.8% |
| 工业     | 3.28%   | 1.29  | 13.53% | 36.3% |
| 可选消费品  | 3.28%   | 1.17  | 12.58% | 33.7% |
| 卫生保健   | 3.28%   | 0.64  | 8.40%  | 22.7% |
| 常用消费品  | 3.28%   | 0.55  | 7.68%  | 17.8% |
| 电讯服务   | 3.28%   | 0.56  | 7.72%  | 25.4% |
| 公用事业   | 3.28%   | 0.60  | 8.08%  | 22.2% |
| 金融     | 3.28%   | 1.53  | 15.43% | 46.5% |
| 科技     | 3.28%   | 0.74  | 9.13%  | 22.2% |
| 标普500  | 3.28%   | 1.00  | 11.23% | 27.0% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于美国标普 500 十大行业指数。

## 附 5：全球股票行业相关性预测

|        | 石油和<br>天然气 | 基础原<br>材料 | 工业   | 消费<br>品 | 卫生<br>保健 | 常用消<br>费品 | 电讯<br>服务 | 公用<br>事业 | 金融   | 科技   | 标普<br>全球 |
|--------|------------|-----------|------|---------|----------|-----------|----------|----------|------|------|----------|
| 石油和天然气 | 1.00       | 0.90      | 0.86 | 0.80    | 0.72     | 0.86      | 0.78     | 0.83     | 0.83 | 0.81 | 0.91     |
| 基础原材料  | 0.90       | 1.00      | 0.91 | 0.88    | 0.78     | 0.86      | 0.82     | 0.82     | 0.89 | 0.88 | 0.95     |
| 工业     | 0.86       | 0.91      | 1.00 | 0.95    | 0.77     | 0.88      | 0.81     | 0.85     | 0.94 | 0.90 | 0.98     |
| 消费品    | 0.80       | 0.88      | 0.95 | 1.00    | 0.72     | 0.82      | 0.74     | 0.77     | 0.90 | 0.95 | 0.94     |
| 卫生保健   | 0.72       | 0.78      | 0.77 | 0.72    | 1.00     | 0.84      | 0.74     | 0.81     | 0.74 | 0.72 | 0.83     |
| 常用消费品  | 0.86       | 0.86      | 0.88 | 0.82    | 0.84     | 1.00      | 0.85     | 0.87     | 0.84 | 0.81 | 0.92     |
| 电讯服务   | 0.78       | 0.82      | 0.81 | 0.74    | 0.74     | 0.85      | 1.00     | 0.88     | 0.78 | 0.71 | 0.85     |
| 公用事业   | 0.83       | 0.82      | 0.85 | 0.77    | 0.81     | 0.87      | 0.88     | 1.00     | 0.82 | 0.74 | 0.88     |
| 金融     | 0.83       | 0.89      | 0.94 | 0.90    | 0.74     | 0.84      | 0.78     | 0.82     | 1.00 | 0.86 | 0.96     |



|      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 科技   | 0.81 | 0.88 | 0.90 | 0.95 | 0.72 | 0.81 | 0.71 | 0.74 | 0.86 | 1.00 | 0.92 |
| 标普全球 | 0.91 | 0.95 | 0.98 | 0.94 | 0.83 | 0.92 | 0.85 | 0.88 | 0.96 | 0.92 | 1.00 |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于标普全球十大行业指数。

#### 附 6：全球股票行业贝塔值、预期收益率及波动率预测

|        | 当期无风险收益 | 贝塔值预测 | 预期收益率  | 波动率预测 |
|--------|---------|-------|--------|-------|
| 石油和天然气 | 3.28%   | 1.08  | 10.02% | 22.8% |
| 基础原材料  | 3.28%   | 1.31  | 11.42% | 26.2% |
| 工业     | 3.28%   | 1.12  | 10.28% | 22.0% |
| 可选消费品  | 3.28%   | 0.99  | 9.45%  | 20.1% |
| 卫生保健   | 3.28%   | 0.58  | 6.90%  | 13.5% |
| 常用消费品  | 3.28%   | 0.60  | 7.02%  | 12.5% |
| 电讯服务   | 3.28%   | 0.69  | 7.54%  | 15.4% |
| 公用事业   | 3.28%   | 0.72  | 7.78%  | 15.6% |
| 金融     | 3.28%   | 1.17  | 10.59% | 23.4% |
| 科技     | 3.28%   | 1.06  | 9.89%  | 21.9% |
| 标普全球   | 3.28%   | 1.00  | 9.50%  | 19.1% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于标普全球十大行业指数。

#### 附 7：全球股票国别相关性预测

|                | 标普 500 指数 | 加拿大标普/TSX 综合指数 | 摩根士丹利欧元区指数 | 英国富时 100 指数 | 日经 225 指数 | 标普/澳证 200 指数 | 新加坡海峡时报指数 | 香港恒生指数 | 拉美指数 | 孟买 SENSEX 30 指数 | 欧洲新兴国家及中东 | 摩根士丹利全球股票指数 |
|----------------|-----------|----------------|------------|-------------|-----------|--------------|-----------|--------|------|-----------------|-----------|-------------|
| 标普 500 指数      | 0.61      | 0.81           | 0.96       | 0.61        | 0.81      | 0.96         | 0.61      | 0.81   | 0.96 | 0.61            | 0.81      | 0.96        |
| 加拿大标普/TSX 综合指数 | 0.62      | 0.70           | 0.81       | 0.62        | 0.70      | 0.81         | 0.62      | 0.70   | 0.81 | 0.62            | 0.70      | 0.81        |
| 摩根士丹利欧元区指数     | 0.56      | 0.81           | 0.90       | 0.56        | 0.81      | 0.90         | 0.56      | 0.81   | 0.90 | 0.56            | 0.81      | 0.90        |
| 英国富时 100 指数    | 0.61      | 0.79           | 0.91       | 0.61        | 0.79      | 0.91         | 0.61      | 0.79   | 0.91 | 0.61            | 0.79      | 0.91        |
| 日经 225 指数      | 0.50      | 0.62           | 0.71       | 0.50        | 0.62      | 0.71         | 0.50      | 0.62   | 0.71 | 0.50            | 0.62      | 0.71        |
| 标普/澳证 200 指数   | 0.58      | 0.75           | 0.88       | 0.58        | 0.75      | 0.88         | 0.58      | 0.75   | 0.88 | 0.58            | 0.75      | 0.88        |
| 新加坡海峡时报指数      | 0.76      | 0.74           | 0.76       | 0.76        | 0.74      | 0.76         | 0.76      | 0.74   | 0.76 | 0.76            | 0.74      | 0.76        |
| 香港恒生指数         | 0.78      | 0.73           | 0.79       | 0.78        | 0.73      | 0.79         | 0.78      | 0.73   | 0.79 | 0.78            | 0.73      | 0.79        |
| 拉美指数           | 0.73      | 0.82           | 0.87       | 0.73        | 0.82      | 0.87         | 0.73      | 0.82   | 0.87 | 0.73            | 0.82      | 0.87        |
| 孟买 SENSEX30 指数 | 1.00      | 0.68           | 0.71       | 1.00        | 0.68      | 0.71         | 1.00      | 0.68   | 0.71 | 1.00            | 0.68      | 0.71        |
| 欧洲新兴国家及中东      | 0.68      | 1.00           | 0.90       | 0.68        | 1.00      | 0.90         | 0.68      | 1.00   | 0.90 | 0.68            | 1.00      | 0.90        |
| 摩根士丹利全球股票指数    | 0.71      | 0.90           | 1.00       | 0.71        | 0.90      | 1.00         | 0.71      | 0.90   | 1.00 | 0.71            | 0.90      | 1.00        |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于各国主要股票指数。

#### 附 8：全球股票国别贝塔值、预期收益率及波动率预测

|                | 当期无风险收益 | 贝塔值预测  | CAPM 预期收益率 | 波动率预测  |
|----------------|---------|--------|------------|--------|
| 标普 500 指数      | 3.09%   | 0.9216 | 10.3%      | 18.94% |
| 加拿大标普/TSX 综合指数 | 3.09%   | 0.5993 | 7.8%       | 14.65% |





|                |       |        |       |        |
|----------------|-------|--------|-------|--------|
| 摩根士丹利欧元区指数     | 3.09% | 0.9371 | 10.4% | 20.67% |
| 英国富时 100 指数    | 3.09% | 0.8015 | 9.4%  | 17.42% |
| 日经 225 指数      | 3.09% | 0.7398 | 8.9%  | 20.71% |
| 标普/澳证 200 指数   | 3.09% | 0.6906 | 8.5%  | 15.55% |
| 新加坡海峡时报指数      | 3.09% | 0.6956 | 8.5%  | 18.12% |
| 香港恒生指数         | 3.09% | 0.8237 | 9.5%  | 20.67% |
| 拉美指数           | 3.09% | 1.1178 | 11.8% | 25.36% |
| 孟买 SENSEX30 指数 | 3.09% | 0.8163 | 9.5%  | 22.78% |
| 欧洲新兴国家及中东      | 3.09% | 1.1952 | 12.4% | 26.47% |
| 摩根士丹利全球股票指数    | 3.09% | 1.0000 | 10.9% | 19.83% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于各国主要股票指数。

#### 附 9：成熟与新兴经济体最近一期相关性预测

|             | 摩根士丹利成熟市场指数 | 摩根士丹利新兴市场指数 | 摩根士丹利全球总指 |
|-------------|-------------|-------------|-----------|
| 摩根士丹利成熟市场指数 | 1.0000      | 0.9107      | 0.9983    |
| 摩根士丹利新兴市场指数 | 0.8924      | 1.0000      | 0.9192    |
| 摩根士丹利全球总指   | 0.9983      | 0.9328      | 1.0000    |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算，基于摩根士丹利成熟市场与新兴市场股票指数。

#### 附 10：成熟与新兴经济体贝塔值、预期收益率及波动率预测

|             | 当期无风险收益 | 贝塔值预测 | 预期收益率 | 波动率预测  |
|-------------|---------|-------|-------|--------|
| 摩根士丹利成熟市场指数 | 3.09%   | 0.99  | 10.9% | 19.58% |
| 摩根士丹利新兴市场指数 | 3.09%   | 1.07  | 11.5% | 22.60% |
| 摩根士丹利全球总指   | 3.09%   | 1.00  | 11.0% | 19.74% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算

#### 附 11：宏观资产相关性预测

|        | 股票   | 债券   | 房地产  | 直接股权投资 | 大宗商品 |
|--------|------|------|------|--------|------|
| 股票     | 1.00 | 0.31 | 0.94 | 0.93   | 0.80 |
| 债券     | 0.31 | 1.00 | 0.29 | 0.18   | 0.22 |
| 房地产    | 0.94 | 0.29 | 1.00 | 0.90   | 0.75 |
| 直接股权投资 | 0.93 | 0.18 | 0.90 | 1.00   | 0.73 |
| 大宗商品   | 0.80 | 0.22 | 0.75 | 0.73   | 1.00 |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算

#### 附 12：宏观资产预期收益率及波动率预测

|        | 预期收益率 | 波动率预测  |
|--------|-------|--------|
| 股票     | 12.0% | 23.48% |
| 债券     | 4.0%  | 7.31%  |
| 房地产    | 13.0% | 28.91% |
| 直接股权投资 | 15.0% | 40.80% |
| 大宗商品   | 8.0%  | 21.28% |

资料来源：Bloomberg 数据库，天相投顾计算



**注：投资基准的选取：**全球股票资产配置基投资基准选择：摩根斯坦利成熟市场股票指数，摩根斯坦利新兴市场股票指数，摩根士丹利全球股票指数。全球股票国别资产配置基投资基准选择：美国标普 500 股票指数，加拿大标普/TSX 股票指数，摩根士丹利欧元区股票指数，英国富时 100 股票指数，日经 225 股票指数，标普/澳证 200 股票指数，新加坡海峡时报股票指数，香港恒生股票指数，摩根士丹利拉美股票指数，孟买 SENSEX30 股票指数，摩根斯坦利欧洲新兴国家及中东股票指数，摩根士丹利全球股票指数。全球股票行业资产配置基投资基准选择：标普全球 1200 股票指数，标普全球 1200 十大行业股票指数。美国股票行业资产配置基准指数：美国标普 500 股票指数，美国标普 500 十大行业股票指数。全球债券市场资产配置投资基准选择：国债：彭博欧元区国债总回报指数，美国国债总回报指数，日本国债总回报指数，英国国债总回报指数，加拿大国债总回报指数，澳大利亚国债总回报指数，丹麦国债总回报指数，瑞典国债总回报指数。公司债：彭博综合公司债指数。**MBS：**JP 摩根住房抵押贷款支持证券指数。**ABS：**彭博贝尔斯登公共资产支持证券系列指数。全球宏观资产配置投资基准选择：摩根斯坦利全球股票指数，摩根大通全球债券全回报指数，所罗门兄弟全球房地产全回报指数，标普全球上市私募股权全回报指数，CMCI 国际大宗商品价格指数。

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                               |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088           |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041     |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002           |