

2011 年 1 月 6 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

电邮: jieliu13@yahoo.ca
电话: 1-647-789-2556

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 2011 年 1 月 5 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 2 页。

美股继续创新高，美国债收益率暴涨 - 通胀预期加强但不足以改变美联储政策

在美国“强劲”的非制造业 ISM 数据的刺激下，美股再创本轮危机爆发以来的新高，标普 500 报收于 1276.56 点，涨 0.5%；道指攀升至 11722.89 点，涨 0.27%；纳指以 0.78% 的涨幅将其和危机前的高点之间的差距缩小至仅有 5.5%，而其从危机中的最低点至今的反弹幅度已经达到 113%。

最新公布的 12 月份美国非制造业 ISM 指数创四年半以来的新高：57.1，同时也超过了市场预期 55.7。其中，就业指数虽然较 11 月份的 52.7 有所下降至 50.5，但就业人数仍在增加，不过，这为周五即将公布的非农就业和整体失业率水平还是或多或少的蒙上了一层阴影 - 至少失业率将继续在近 10% 的高位徘徊而不会有显著的下降。

美国 10 年期国债收益率受该经济利好刺激大幅飙升了近 14 个基点至 3.47%，这虽然在情理之中，但幅度之大还是超出了很多投资者的预期。而国债收益率的这一“激进”反映给市场传递的最直接的信息就是通胀预期的加强。美国“无节制”的财政赤字最终会导致通胀的攀升和美元贬值，但我们依然认为这一现象在近期还不会成为市场的主题。

美国 10 年期国债收益率再度向 3.5% 逼近



首先，10 年期美国债收益率在危机发生以来曾多次在 3.5% 和 4.0% 之间徘徊，但均没能形成较强的通胀预期，也没有实际的通胀伴随。我们认为，美国债收益率本轮的上涨即使继续到 4%，也未必能够形成让美联储“高枕无忧”的通胀预期，因此，我们继续认为 QE2 不会提前结束，美国的 0 利率政策也会在 2011 年里继续。

其次，我们过去一直强调的 Output Gap 在短期内仍然没有逆转的可能。美国企业的产能利用率在去年 11 月份时依然只有 75.2%，虽然较危机最低点的 68% 又显著提高，但离产能扩张的临界 80% 还有较大差距。虽然失业率是经济滞后指标，但近 10% 的失业率很难和通胀联系起来。

因此，我们对美股继续看好的理由依然包括我们对美联储宽松货币政策将在未来一段时间内继续存在的判断。当国债收益率的逐步攀升伴随着股市估值乘数的扩张 (multiple expansion) 时，国债收益率和股市便呈现出较强的正相关关系。

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的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 Sentry Investments 高级研究员兼全球投资组合经理，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，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。