

2011 年 1 月 17 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: jlieliu13@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 2011 年 1 月 14 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 4 页。

2011 年一季度投资主题：规避 β 风险，平衡资产配置

我们在去年底时（12 月 24 日）的一份 2011 年投资策略报告中写过下面两段话：

“从股市的资产配置来看，中国股市在 2010 年是全球为数不多的增长型公司表现大幅好于价值型，高分红公司的市场，因此，我们认为中国投资者在 2011 年应该更加注重资产在增长和估值及分红间的平衡配置，尤其在上半年（一季度）政策风险较大和欧洲债务风险比较高的情况下，更应该注重规避 β 风险。而随着通胀压力的减弱，投资者可以在上半年末逐步增加 β 从而放大经济增长带来的收益”

“受益于人民币升值和加息并具有估值优势的金融行业：某些金融企业具有低估值和高分红双重优势，并保持稳定的增长速度，而且股价位于历史的低位，投资价值已经相当明显”

新年伊始，当全球各主要资产价格均纷纷上涨的时候，中国国内股市继续“背道而驰”，继去年成为全球表现最差（虽然有股市自身结构性问题）的主要市场之后，2011 年继续领跌全球主要股市。而与此同时，美股继续刷新着危机以来的纪录：标普 500 指数在收复了雷曼倒闭前的失地后继续向新高挺进 - 1300 点触手可得；道指也在演绎着相同的故事，12,000 点也近在眼前；纳指更是“风光无限”，进入新年后的上涨势头不减，超越危机前的高点只是时间的问题，我们一直提及的科技类股在经济复苏阶段的强势可见一斑。

反观中国国内股市，在去年底和今年初连续紧缩货币政策的冲击下“磕磕绊绊”，2010 年表现突出的行业在新年初始走势疲软，而去年表现明显落后的行业，尤其是金融业（银行，地产为主）的涨幅位居前列 - 这符合我们对投资者在 2011 年（尤其是上半年）要注重资产在增长和估值中配置调整的判断。

全球主要资产价格表现对比 - A 股继续“领跌”

1/14/2011	现在水平	一天表现	一周表现	一个月表现	2011年内表现
股市					
沪深300	3,092	-1.6%	-2.4%	-4.1%	-1.2%
标普500	1,293	0.7%	1.7%	4.2%	2.8%
道指	11,787	0.5%	1.0%	2.7%	1.8%
纳指	2,755	0.7%	1.9%	4.9%	3.9%
欧洲50	2,920	0.2%	4.0%	2.1%	4.6%
MS 全球指数	1,305	0.5%	1.9%	3.0%	2.0%
MS 新兴市场指数	1,163	0.0%	1.4%	3.0%	1.0%
债市					
美国高收益企业债指数	91.4	0.2%	0.7%	2.2%	1.2%
美国投资级企业债指数	108.9	-0.5%	0.0%	1.4%	0.5%
美国10年期国债价格指数	120.9	-0.2%	0.2%	1.3%	0.4%
商品市场					
全球商品市场指数	333.1	0.0%	2.8%	4.2%	0.1%
原油	91.5	0.2%	4.0%	3.7%	0.2%
期铜	443.5	1.3%	3.5%	5.4%	-0.3%
黄金	1361.7	-0.9%	-0.6%	-2.5%	-4.2%
美元					
美元指数	79.07	-0.2%	-2.4%	-0.4%	0.1%

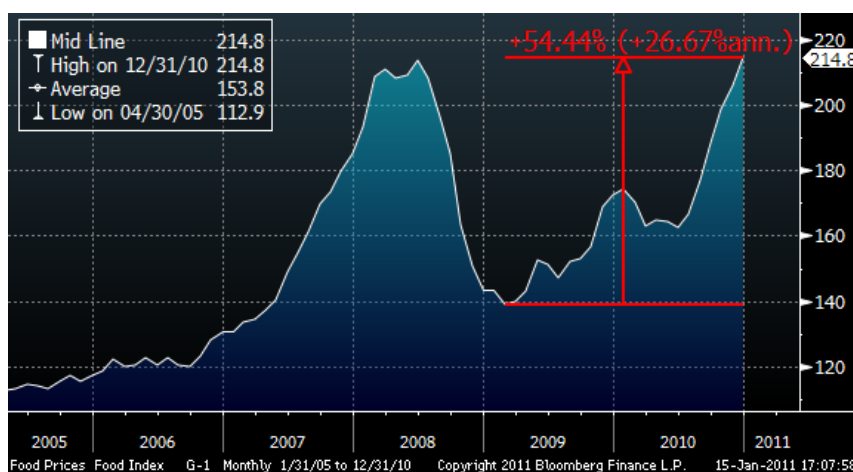
2011 年一季度新兴经济体面临的两大最为明显的内外“冲击”：

- **通胀 - 尤其是食品价格的继续攀升。**新兴市场的通胀已经不是什么新问题了，但由于新兴经济体消费结构的特性，食品价格占 CPI 比重（中国，印度，巴西均在 30% 以上）要远高于发达经济体，因此，不断上涨的食品价格对新兴经济体通胀进一步上涨的压力也在增加。

美国农业部最新的报告下调了今年全球主要农作物产量的预测，同时上调了某些农作物需求的预测，这无疑增加了食品价格继续上涨的可能性。

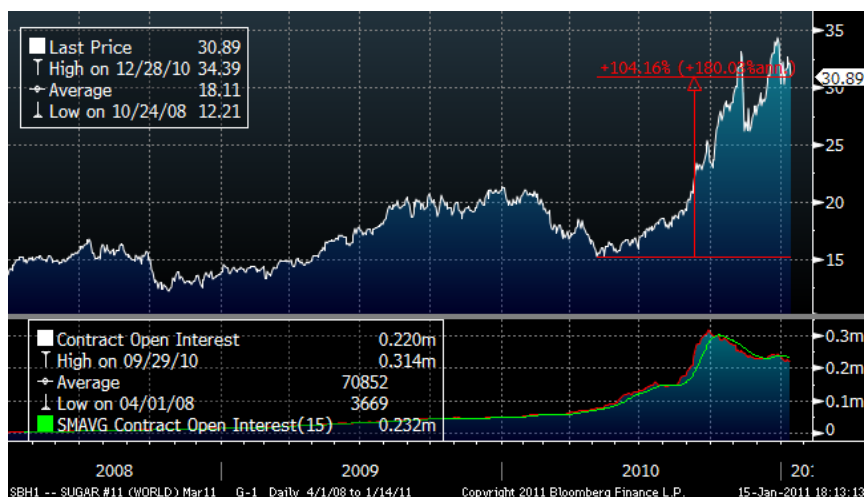
联合国食品 and 农产品价格指数显示，截至 2010 年年底，国际农产品价格指数已经达到 2008 年“食品危机”时的高点，较 2009 年时的低点上涨了 54%，而某些主要农作物商品价格的涨幅更大。

联合国食品 and 农作物世界价格指数



玉米，小麦，大豆等价格自去年 6 月份以来均大幅上涨，而糖价已经创出了 30 年来的新高，较 2010 年低点涨幅超过 100%，不过仍然只有上世纪 70 年代早期历史高点的一半，如果印度（世界第二大糖生产国）真的像市场担忧的那样将今年出口额度从 200 万吨降到 110 万吨（中国去年进口额达 160 万吨），那么糖价还会继续上涨。

糖价格自 2010 年低点以来涨幅超过 100%



- **欧债危机 - 一季度面临的再融资考验严峻。**我们曾在上一份策略报告中指出，2011 年上半年，尤其是一季度全球面临的另一个挑战是欧元区在 2011 年一季度有 4500 亿欧元的债务到期需要再融资，这对市场是一个严峻的考验。虽然葡萄牙最新一轮的国债发行没出现太大的问题，但欧元区债务问题并没有根本的解决途径，这也是为什么欧元委员会提出增加去年设定的近一万亿美元救助金的规模。

我们依然维持此前一贯的判断：**欧元区主权国家出现债务重组事件在所难免**，我们的逻辑依然十分简单 - 在债务规模不断上涨并超过 GDP，而偿债成本（利息）高于 GDP 增长率的时候，一个经济体是不具备偿债能力的。

欧元区 PIGS 四国债务情况和预测：四国债务总规模在未来 5 年内继续上涨，除西班牙以外，均将达到或超过 GDP 的 100%；除西班牙以外，大部分国债都为国外投资者（主要是欧洲的商业银行）所持有；10 年期国债收益率从 5.5%至 11.3%不等 - 不过可以肯定的是：均高于他们 GDP 的增长率

The reckoning
% of GDP (unless stated)

	Gross government debt		Primary budget adjustment, 2010-15 f'cast	Net international investment position, 2009	% of gov't bonds held abroad*	Ten-year gov't-bond yield†, %
	2010 est	2015 f'cast				
Greece	140.2	165	10	-89.1	58.0	11.3
Ireland	97.4	125	13	-102.5	54.2	8.3
Portugal	82.8	100	8	-113.2	66.0	6.8
Spain	64.4	85	10	-95.7	38.7	5.5

Sources: *The Economist*; European Commission; IMF; Citigroup; Thomson Reuters *Q3 2010 †January 12th 2011

我们同时也依然认为欧洲主权债务危机对市场造成的影响将是非系统性的 - 会增加市场的波动（为投资者提供买入的机会），但不会造成二次探底（大幅和较长时期的持续下滑）。

欧洲主权债务 CDS 利差在葡萄牙“顺利”发行国债后均有所下降，但依然处于历史高位水平上



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。