

2011 年 1 月 24 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

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 21 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。

全球资产波动增大，A 股估值重要性逐步显现

上周市场简评：

上周 A 股表现继续在各主要资产类别中大幅落后，以-3.5%的跌幅位居全球各主要股市末尾；2011 年至今的-4.6%的跌幅也处于包括股市在内的各主要资产的末席。12 月份主要经济数据再度成为股市大跌的导火索，虽然通胀指标较 11 月份有所下降，但市场通胀预期依然强烈。随着春节的临近，有关央行可能在节前再次加息的“传言”和对中国经济“硬着陆”的担忧笼罩着市场。

受中国市场的影响以及美国主要银行业绩差强人意，美股（标普 500 和纳指）表现也略显疲软，不过道指仍努力的上涨了 1.2%，继续创出危机以来的新高：11,872 点。

全球商品市场总体指数虽然小幅上涨，但对中国进一步加息的担忧和美国石油储备量增加的影响下，油价上周大幅下挫了近 4%，不过依然报收在 88 美元附近。

再谈通胀：

随着全球 12 月份经济数据的出笼，新兴市场的通胀再次成为了市场关注的焦点。根据 Bloomberg 数据，包括中国在内的 16 个主要新兴市场国家的通胀指标继 2009 年 4 月以来首次出现明显的“upside surprises”，而这也是继 2008 年商品价格和通胀达到顶峰以来，全球主要新兴市场平均指标首次出现“upside surprises”。

虽然从绝对指标上来看，通胀水平距 2008 年的高点还有相当的距离，而且一月份以来的价格水平较去年 12 月份创出的近期新高有所下降，但目前全球经济体内促使通胀的因素（危机期间所积累起的流动性）依然显著，政策制定者又希望能够“未雨绸缪”提前采取措施。因此，从目前的价格数据来看，包括中国在内的新兴市场的新一轮货币紧缩政策的出台在所难免，这也是我们此前不断强调投资者要在 2011 年 1 季度规避政策风险的主要原因。

投资策略：

我们依然认为全球经济在 2011 年 1 季度存在很多不确定性，包括：新兴市场的政策紧缩，欧洲区主权债务再融资，美国地方政府债务（投资于美国地方政府债务的基金截至上周已经出现了连续 10 周的净流出，而且该数据创出了历史的最高纪录）。因此继续推荐投资者注意控制好 β 风险，同时在资产组合里继续平衡具有估值和分红优势的行业的比重（从去年的偏增长的基础上）。

与此同时，投资者要紧密观察通胀数据（包括食品价格走势，工资价格，原材料价格等）；欧洲区应对债务问题的政策变化（比如大幅提高欧洲金融稳定基金-对此，目前市场已经达成一定的共识-这也肯定了我们此前对欧债问题的判断：救助计划是在为问题国家买时间，并无法从根本上解决问题）；美国 QE2 的推进情况，从而判断政策拐点和对投资策略做出相应的调整。

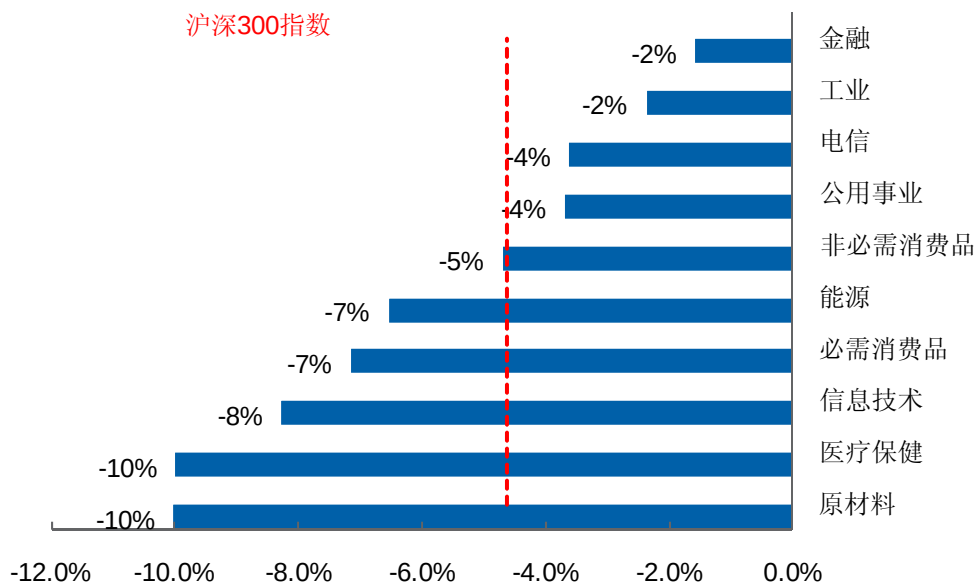
从 A 股行业表现来看，我们近期推荐的金融和长期推荐的工业继续优于其它行业，关于工业，美国通用电气周五公布了“亮丽”的季报，其股价大涨超过 7%，这对一个市值超过 2000 亿美金的公司来说不是一件容易的事，这为整个工业行业提供了利好。而电信和公用事业这两个低 β 的行业随后也跑赢了大盘。在国际大宗商品价格的拖累下，原材料以超过 10% 的跌幅垫底；虽然我们长期看好医疗保健和消费品，但我们也对其过去一年的涨幅和较高的估值表示过担忧，该两个行业也处于跌幅较大的行业。

IT 行业在连续两年表现优异以后，今年出现了普跌，我们观察发现，PB 估值对 IT 行业中各公司下跌中的相对表现起到了决定性的作用：沪深 300 指数中的 9 家 IT 公司今年的下跌幅度几乎完全按照它们 PB 的顺序排列 - PB 最低的跌幅最小，随着 PB 的上涨，跌幅逐渐增加。

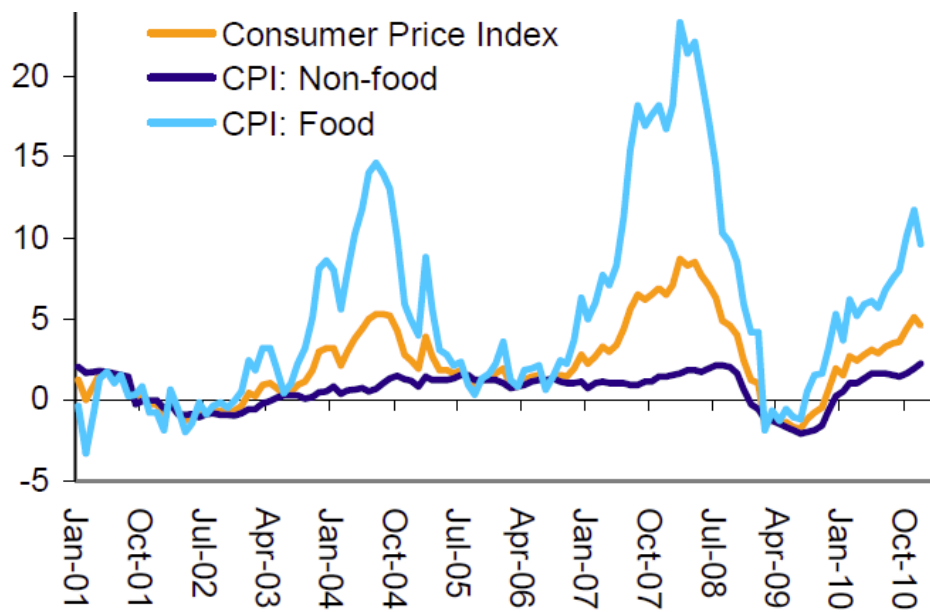
全球主要资产价格表现对比 - A股继续“领跌”

1/23/2011	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	2,983	1.3%	-3.5%	-5.7%	-4.6%
标普500	1,283	0.2%	0.0%	2.1%	2.0%
道指	11,872	0.4%	1.2%	2.6%	2.5%
纳指	2,690	-0.5%	-1.7%	0.9%	1.4%
欧洲50	2,971	1.5%	1.7%	3.8%	6.4%
MS 全球指数	1,303	0.6%	-0.5%	2.2%	1.2%
MS 新兴市场指数	1,137	-0.6%	-2.0%	0.9%	-1.3%
债市					
美国高收益企业债指数	91.3	0.4%	0.1%	1.2%	1.1%
美国投资级企业债指数	108.5	0.1%	-0.9%	0.1%	0.0%
美国10年期国债价格指数	120.2	0.3%	-0.6%	-0.1%	-0.2%
商品市场					
全球商品市场指数	334.0	0.6%	0.3%	1.4%	0.4%
原油	88.0	-1.0%	-3.8%	-1.4%	-3.7%
期铜	430.9	0.9%	-1.6%	0.8%	-3.1%
黄金	1342.7	-0.3%	-1.4%	-3.1%	-5.5%
美元					
美元指数	78.21	-0.8%	-1.2%	-3.1%	-1.0%

沪深300各行业在2011年表现 - 高β和高估值行业表现明显落后



中国 CPI 指数：12 月份有所回落但上升趋势依然明显，食品依然是总体 CPI 上涨最显著的原因



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。