

2011 年 3 月 7 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 3 月 4 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 3 页。

全球资产价格波动增加，美元和美国债今年表现垫底

美股大幅波动，A股继续反弹

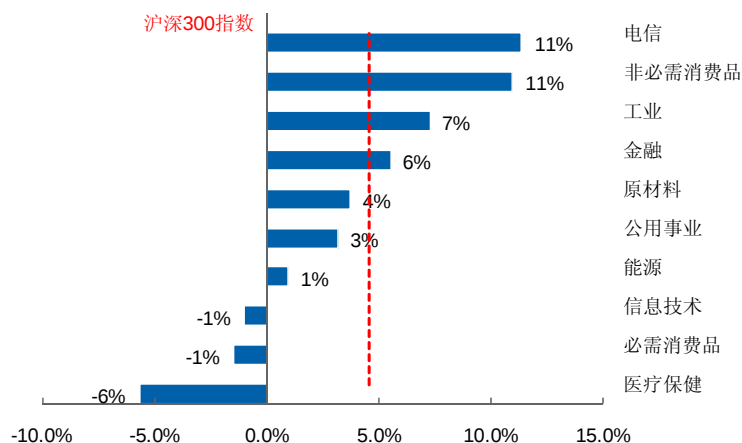
受地缘政治，油价和经济数据的影响，美股上周波动加剧。在主要经济数据（房地产除外）继续向好的支撑下，美股避免了连续下跌的态势。不过，投资者对周五“亮丽”的就业数据的不买账反映了市场对美国经济及地方政治格局的担心不减。

美国失业率“终于”在二月份跌至 9% 以下至 8.9%，这本应是个好消息，但美股当天下跌了近 1%，究其原因，**市场对该就业数据进一步分析后得出了其质量并不高的判断**：除了我们一直提到的**就业参与率的下降**（导致失业率统计数据分子下降）继续对失业率下降做出贡献以外，**工资增长率（环比为 0，同比为 1.7%）和周工作时间（环比不变）**都不能让投资者感到振奋。

A 股自一月底以来的反弹势头继续，沪深 300 超过 11% 的反弹使其在 2011 年以来的表现接近主要发达市场的水平。电信（主要由两家代表公司的涨幅所致），非必需消费品（主要由汽车，家电的涨幅所致），工业和金融（主要由银行和券商的涨幅所致）。

关于工业行业，我们从去年底开始一直大力推荐的**重型工程机械制造类公司**的平均涨幅可以和消费类的汽车和主要家电媲美，并且远超过电信行业里的两家代表公司的涨幅。关于消费品行业，我们依然是长期看好，这一点也反映在汽车和家电类公司的涨幅上。但由于中国国内消费结构随着社会结构（包括城市化和中产阶级的迅速崛起）的改变而正发生着迅速的变化，因此**必需消费品和非必需消费品的区分界线也在迅速改变**。我们的投资主题一直是在关注“大消费”概念，尤其是从非必需消费品向必需消费品转化的产品。

沪深 300 各主要行业在 2011 年的表现



美元和美国债表现垫底

从 2011 年个主要资产表现来看，美元和美国债是为数不多给投资者带来损失的资产类别。对美国债的国际投资者来说，美元贬值和美国债本身收益率的上升带来的双重损失已经超过了 10%。目前美国债的收益率不但不能弥补美元长期贬值带来的损失，在更长的时期内会还受到信用风险和通货膨胀的威胁，这三种力量会“保证”美国债成为未来数年内表现最差的资产。

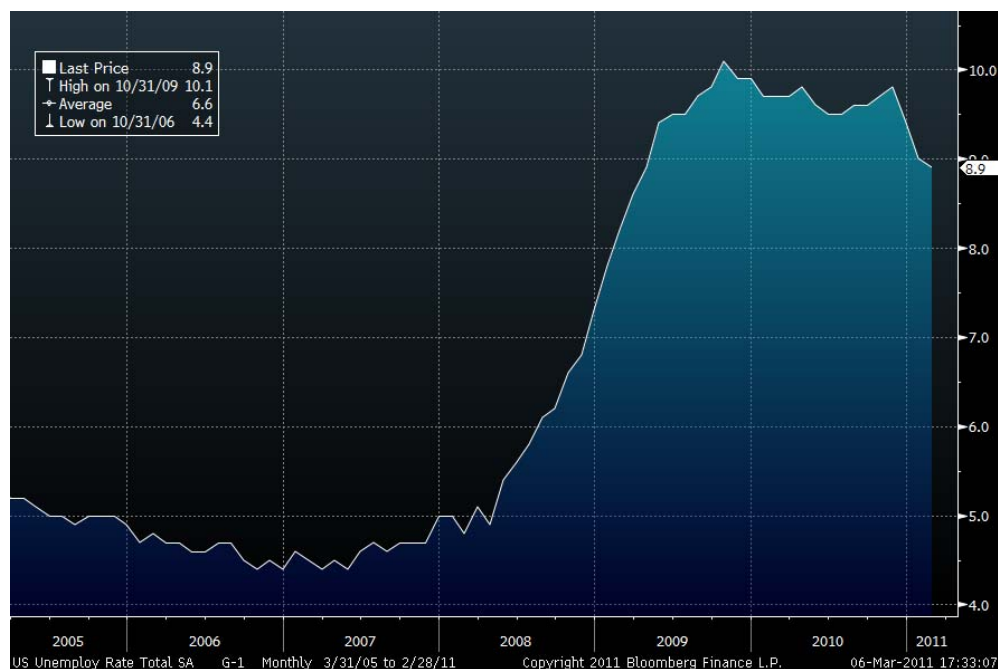
商品市场走势依然较强

就在主要发达市场股市上涨放缓之际，商品市场价格继续走高，棉花继续领涨，油价也还在高位上继续上行，玉米年内的涨幅也达到了 14% 以上。在高位运行的农作物会继续对新兴市场经济体的通胀造成压力，而高位运行的油价则对全球经济复苏是一个潜在的威胁。

全球资产表现对比：A 股在 2011 年至今的表现已经接近主要发达市场的水平；商品市场指数以 9% 的平均涨幅成为 2011 年至今表现最好的资产；其中棉花，原油（Brent）和玉米更是以 55%，22% 和 14% 位居涨幅前列；美元和美国债则成为 2011 年以来表现最差的资产类别，美国债的国际投资者遭受了美元贬值和美国债收益率上升的双重打击，投资损失至今已超过 10%

3/6/2011	现在水平	一天表现	一周表现	一个月表现	过去12个月表现	2011年内表现
股市						
沪深300	3,271	1.5%	2.3%	6.3%	0.3%	4.6%
标普500	1,321	-0.7%	0.1%	0.2%	16.0%	5.0%
道指	12,170	-0.7%	0.3%	0.1%	15.2%	5.1%
纳指	2,785	-0.5%	0.1%	0.0%	19.7%	5.0%
欧洲50	2,949	-0.7%	-1.2%	-2.7%	2.5%	5.6%
MS 全球指数	1,348	-0.3%	0.5%	0.7%	15.2%	5.3%
MS 新兴市场指数	1,138	1.0%	3.5%	0.9%	16.8%	-1.1%
债市						
美国5年期国债收益率	2.18	-4.4%	0.9%	-3.5%	-4.0%	8.7%
美国10年期国债收益率	3.49	-1.8%	2.3%	-4.0%	-3.1%	6.0%
美国30年期国债收益率	4.60	-0.5%	2.2%	-2.8%	0.9%	6.0%
商品市场						
全球商品市场指数	362.9	0.6%	3.3%	7.5%	31.0%	9.0%
原油	116.0	1.0%	3.4%	15.7%	39.9%	22.3%
期铜	448.6	-0.1%	0.7%	-2.2%	32.0%	1.0%
黄金	1430.9	1.1%	1.4%	6.1%	26.4%	0.7%
农产品市场						
玉米	728.0	-1.2%	0.8%	5.6%	71.0%	14.4%
小麦	832.3	1.1%	2.6%	-5.9%	41.3%	1.4%
糖	29.9	-2.3%	4.0%	-1.7%	65.3%	1.9%
大豆	1414.0	0.1%	2.8%	-2.1%	49.7%	0.4%
棉花	212.7	3.4%	15.5%	29.8%	178.2%	54.6%
美元						
美元指数	76.41	-0.1%	-1.1%	-2.1%	-5.2%	-3.3%

美国失业率今年二月份降至 9% 以下，但就业参与率的下降，工资和工作时间依然不见显著改善都为 8.9% 的失业率蒙上了阴影。如果在把房地产市场的低迷因素考虑在内，投资者对市场面临大幅调整的担忧就显得“合情合理”了



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。