



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略周报

证券研究报告

2011 年 5 月 22 日

海外市场

研究部

李志勇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010005

lizy@cicc.com.cn

第 151 期

美国股市：静候下一轮结构性大牛市？

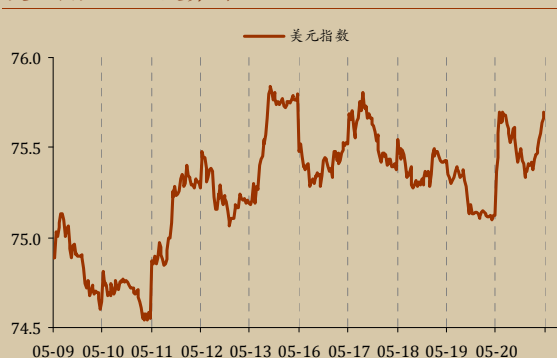
标普 500 指数 10 日走势图



美国十年期国债收益率 10 日走势图



美元指数 10 日走势图



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

本周主要观点

- 2011 年一季度标普 500 业绩连续第九个季度实现超预期增长, 其中 69% 的公司盈利超预期, 整体报告盈利同比增长 21%, 环比增长 15%。目前市场对标普 500 指数 2011 年每股经常性净利润自下而上的预测为 98.1 美元, 随着美国经济继续保持稳步复苏, 企业盈利保持增长基本无悬念, 但仍有值得关注的风险因素, 因此我们预测二季度企业盈利增速将较一季度小幅下滑。
- 美国股市在历史上表现出明显的大级别周期行情。从 1950 年开始到现在的约 60 年中, 美国股市经历了两轮的大周期, 每个周期持续大约 30 年。在每一轮周期中, 股市的走势不再是短周期中的牛市和熊市的交替, 而是在前 20 年, 股市处于结构性的牛市, 持续震荡上行; 而后股市处于宽幅震荡盘整期, 持续时间为大约 10 年。同时, 股市的大周期行情还呈现在股市相对于其它资产类别的相对表现中, 最为明显的是相对于大宗商品的表现。和上述周期相关联的是, 在最近的十年中, 美国股指的表现落后于所有其它主要资产类别。
- 美国股市或迎来结构性大牛市, 并反转相对于其它资产类别的弱势。从时间上来说, 由于股市自身和相对于大宗商品的周期均为约 30 年, 所以目前正处于上一个周期的结束和下一个周期的开始, 如果条件合适, 美国股市有可能迎来新一轮结构性的牛市。其次, 美国股指相对其它资产类别在最近十多年中的相对弱势也许已经步入尾声, 反转将要发生。这样的判断将对投资者在长期资产配置上的决策有着重大的意义。
- 走出经济发展所面临的困境是可能触发结构性牛市的因素。牛市不可能凭空而来, 当前的经济基本面在模式上有大的改变是前提。但就目前来说, 我们对未来美国和全球经济的复苏和发展前景并不乐观, 甚至认为经济复苏之路会十分曲折。道路虽然曲折, 但并非没有出路。在困扰全球经济发展的问题得到处理时, 新一轮的牛市也许就会在我们没有觉察的情况下悄然而至。

一周市场评论

一. 美国股市动向

经济数据疲软及欧债危机打压市场，美股继续震荡下行。上周公布的经济数据疲软，新屋开工数意外下降，二手房销售低于预期，纽约州制造业指数创去年12月以来的最低，经济咨商局经济先行指标出现去年6月以来的首次下跌。美联储4月议息会议纪要显示，美联储成员就是否年内加息产生了分歧，但在逐渐退出宽松政策上达成一致。欧盟财长会议上首次提出与债券持有人就延长希腊偿还债务期限的问题进行对话的提议，但随后惠誉宣布下调希腊信用评级，并称即便是自愿的重组，也将导致违约情况的发生，另外标普下调冰岛评级，市场重新弥漫对欧债危机的忧虑情绪。美股继续承压震荡下行，标普500下跌0.3%，连续第三周下滑。

周一，经济数据不佳引发市场对于经济增长放缓的担忧，另外德国《世界报》报导称欧盟、IMF及德国政府准备接受希腊的软性债务重组，美股承压全面下跌，标普500下跌0.6%。

周二，房地产和制造业数据疲软以及惠普（HPQ）调降业绩目标，均暗示美国经济复苏之路仍然坎坷。最终美股收盘涨跌不一，标普500基本持平。

周三，美联储会议纪要显示，在确信经济能承受之前，美联储不准备收紧货币政策。戴尔（DELL）财报利好提振了市场情绪，同时油价大涨，美股在科技与能源板块的带领下全面上扬，标普500上涨0.9%。

周四，虽然房地产和制造业数据令人失望，但良好的就业数据以及社交网站LinkedIn上市首日股价翻番鼓舞了市场情绪，美股小幅收高，标普500上涨0.2%。

周五，惠誉下调希腊评级引发的债务担忧弥漫市场，同时服装零售商Gap（GPS）和Aeropostale（ARO）的业绩不佳令投资者担心美国消费者需求正在减弱，美股收低，标普500下跌0.8%。

全周来看，标普500指数下跌5点至1333，跌幅为0.3%；道琼斯指数下跌84点至12512，跌幅为0.7%；纳斯达克指数下跌25点至2803，跌幅为0.9%；VIX指数下降0.3点至17.4。见图表1。

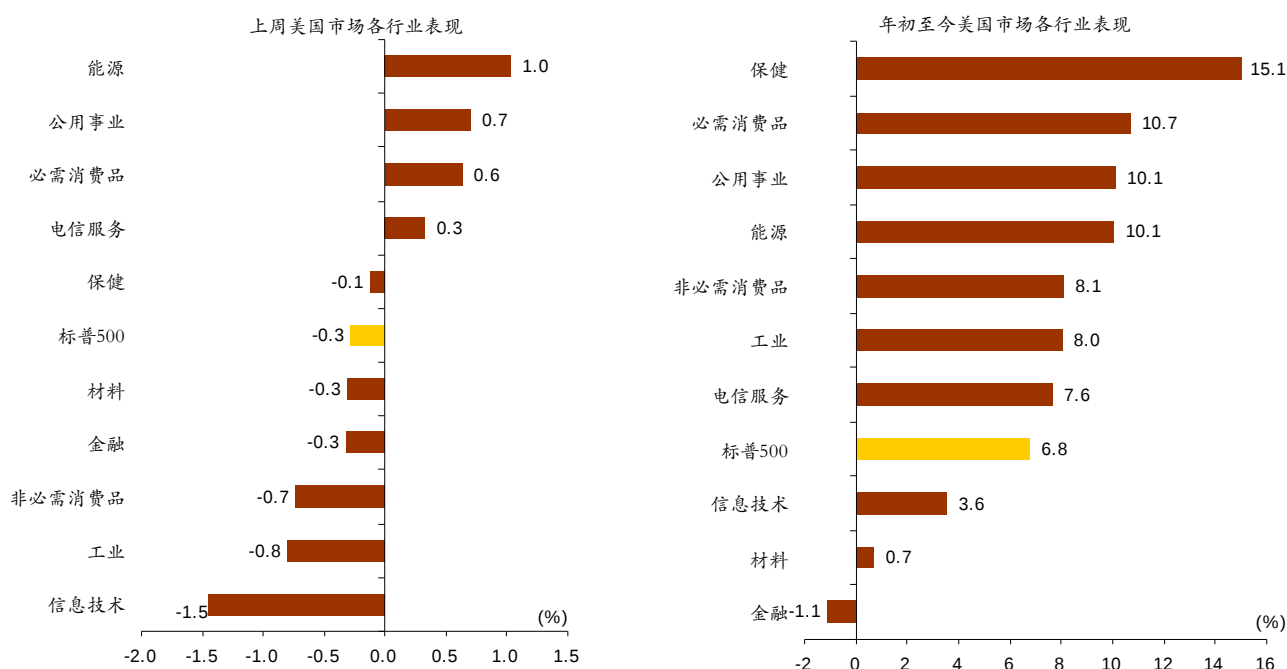
从行业板块上看，能源和公共事业板块表现最好，分别上涨1.0%和0.7%；信息技术和工业板块表现落后大盘，分别下跌1.5%和0.8%。

图表1：美国股票股指一周涨跌

	2011-5-20	2011-5-13	涨跌	涨跌幅(%)	YTD涨跌(%)
标普500指数	1,333	1,338	-5	-0.3%	6.0%
道琼斯指数	12,512	12,596	-84	-0.7%	8.1%
纳斯达克指数	2,803	2,828	-25	-0.9%	5.7%
VIX指数	17.4	17.1	0.4		-0.3 (YTD涨跌)

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：美国标普 500 指数上周各行业总回报（包括股息和资本利得回报）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

美国股市展望：短期内股市缺乏上涨的动力

随着更多的经济数据表现疲软，经济复苏放缓迹象更加明显，在企业盈利的正面刺激作用逐步消失之后，投资者将更加关注欧债危机演变的进程、美联储结束 QE2 之后经济复苏能否持续，及在通胀持续走高的情况下，新兴国家和部分发达国家在政策上的进一步收紧是否会制约经济的复苏等因素。短期内影响市场的负面因素较多，股市缺乏上涨的动力。

图表 3：上周美国重点企业盈利情况

基本信息			2011Q1					同比变化		一致预期	业绩较预期变化	估值			2011Q2财报一致预期	
代码	企业名称	行业	市值 (USD bn)	营业收入 (USD mn)	净利润 (USD mn)	每股收益 (USD)	每股经营 性收益 (USD)	营业收入	净利润	每股经营 性收益 (USD)	每股经营 性净利润	静态市 盈率	静态市 净率	当天股 价表现	营业收入 (USD mn)	每股经营 性收益 (USD)
May 16th																
LOW US Equity	Lowe's Cos Inc	美国第二大家居装修零售商	32.7	12,185	461	0.34	0.34	-1.6%	-5.7%	0.36	-6.1%	17.25	1.9	-3.6%	14,816	0.68
May 17th																
HD US Equity	Home Depot Inc	家居修缮用品零售商家得宝	60.8	16,823	812	0.50	0.50	-0.2%	12.0%	0.50	0.8%	17.92	3.3	1.1%	19,993	0.83
WMT US Equity	Wal-Mart Stores Inc	全球最大零售商	192.6	104,189	3,399	0.97	0.97	4.3%	2.3%	0.95	1.9%	13.23	3.0	-0.9%	108,275	1.08
HPQ US Equity	Hewlett-Packard Co	世界第二大个人电脑生产商	79.0	31,632	2,304	1.05	1.24	2.5%	4.7%	1.21	2.5%	8.16	1.9	-7.3%	31,277	1.11
TJX US Equity	TJX Cos Inc	折扣店运营商	20.5	5,220	266	0.67	0.78	4.1%	-19.8%	0.80	-3.0%	15.58	6.6	-4.1%	5,420	0.85
ADI US Equity	Analog Devices Inc	芯片生产企业	12.8	791	242	0.78	0.75	18.3%	44.7%	0.68	10.3%	15.11	3.6	-0.8%	779	0.73
DELL US Equity	Dell Inc	全球第三大个人电脑制造商	31.9	15,017	945	0.49	0.55	1.0%	177.1%	0.43	26.7%	9.74	3.8	-0.6%	15,811	0.47
May 18th																
SPLS US Equity	Staples Inc	办公用品零售商	12.0	6,173	198	0.28	0.28	1.9%	5.0%	0.32	-11.7%	12.99	1.6	-15.4%	5,704	0.22
DE US Equity	Deere & Co	全球最大的农业设备生产商	36.4	8,841	904	2.12	2.12	25.7%	65.2%	2.06	2.8%	14.84	4.9	-0.5%	7,378	1.65
TGT US Equity	Target Corp	美国折扣零售商	34.4	15,935	689	0.99	0.99	2.2%	2.7%	0.94	5.5%	12.58	2.3	-1.6%	16,174	0.99
LTD US Equity	Ltd Brands Inc	美国消费用品制造商	13.5	2,217	165	0.50	0.40	14.8%	46.2%	0.39	1.8%	19.21	9.2	2.0%	2,415	0.43
May 19th																
GPS US Equity	Gap Inc	美国零售巨头	13.6	3,295	233	0.40	0.40	-1.0%	-22.8%	0.39	3.1%	12.66	3.4	0.9%	3,371	0.36
INTU US Equity	Intuit Inc	财务软件开发商	16.9	1,848	688	2.20	2.20	15.0%	19.4%	2.28	-3.3%	27.14	6.0	3.0%	587	-0.01
ADSK US Equity	Autodesk Inc	数字化设计和工程软件公司	10.1	528	69	0.29	0.27	11.3%	87.8%	0.37	-27.4%	43.10	5.8	0.2%	528	0.40
CRM US Equity	Salesforce.com Inc	全球最大的在线客户管理软件供应商	18.2	504	1	0.00	0.00	33.8%	-97.0%	0.27	-100.0%	485.04	14.1	1.2%	505	0.27

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二、利率、信贷、汇率及大宗商品市场动向

越南央行5月17日宣布将基准利率上调1%至15%，这是该国今年以来第六次加息。

日本央行5月20日宣布维持基准利率在0-0.1%的纪录低位不变，并维持对经济的评估不变。

惠誉评级5月16日将冰岛长期债务评级展望从负面上调至稳定，这是惠誉自2006年以来首次对冰岛采取正面的评级行动；5月20日宣布将希腊的信用评级从BB+降至B+，同时将B+的评级放入“前景负面”观察名单。

标普评级5月17日将冰岛长期本币主权信用评级从“BBB”下调至“BBB-”，展望依为负面；5月20日宣布将意大利主权评级展望自稳定调降至负面，称意大利政府债务削减计划对经济带来下行风险。

国债市场：美国疲软的经济数据提振了国债的避险需求，本周国债收益率整体下跌。全周来看，2年期国债收益率下跌2个基点至0.51%；5年期下跌4个基点至1.79%；10年期下跌3个基点至3.15%；30年期下跌1个基点至4.30%。2年至10年息差保持在2.63%。5年期通胀预期下跌9个基点至2.10%；10年期通胀预期下降10个基点至2.30%。见图表4。

信贷市场：上周主权国家信用违约互换息差有所上升。北美公司5年期投资级信用违约互换息差综合指数保持在90，5年期高收益信用违约互换息差综合指数上涨12个基点至445。新兴市场5年期主权国家信用违约互换息差综合指数保持在207。见图表4。

图表4：美国国债收益率表现以及信贷市场情况

	2011-5-20	2011-5-13	升降(基点)	YTD升降(基点)
2年期	0.51%	0.53%	-2	-8
5年期	1.79%	1.83%	-4	-21
10年期	3.15%	3.17%	-3	-15
30年期	4.30%	4.31%	-1	-4
2年至10年期息差	2.63%	2.64%	0	-7
5年期通胀预期	2.10%	2.19%	-9	37
10年期通胀预期	2.30%	2.39%	-10	2
5年期投资级信用违约互换息差	90	90	0	5
5年期高收益信用违约互换息差	445	433	12	15
5年期主权国家信用违约互换息差	207	207	0	6

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

汇率市场：上周欧元区财长会议批准了对葡萄牙780亿欧元的援助计划，欧元受提振上涨，但随后惠誉下调希腊评级引发的债务担忧令欧元涨幅收窄；受欧元上扬及美国宽松货币政策将持续的影响，美元对多数主要货币贬值。具体来看，美元指数从一周前的75.76下跌0.4%至75.44，美元对欧元贬值0.3%至1.416，对英镑贬值0.2%至1.623，对澳元贬值0.8%至1.066，对加元升值0.5%至0.9742，对巴西里尔贬值0.7%至1.624，对日元升值1.1%至81.70。

大宗商品市场：上周市场整体呈现震荡盘整态势，其中农产品受恶劣天气影响大幅走高，最终大宗商品价格涨跌互现。

金价上涨1.0%至每盎司1509美元，受美国经济数据疲弱影响以及惠誉下调希腊评级令市场重新担忧欧洲债务危机，黄金避险买盘增加；白银上涨0.2%。

WTI原油价格下跌0.2%至每桶99.5美元，Brent原油价格下跌1.3%至每桶112.4美元，虽然油价曾受美国原油库减少提振而上涨，但随后疲软的经济数据引发对原油需求的担忧，同时国际能源署暗示若OPEC不增加供应，可能释放紧急库存以压低油价。

铜价上涨3.6%；铝价下跌4.2%；铅价上涨9.4%；镍价下跌3.5%；小麦上涨15.9%，玉米上涨11.9%，二者受美国中西部及欧洲的恶劣天气引发的供应忧虑影响；大豆上涨3.2%。

波罗的海指数上涨3.3%至1349点，因部分航线地区缺乏船只、需求旺盛。

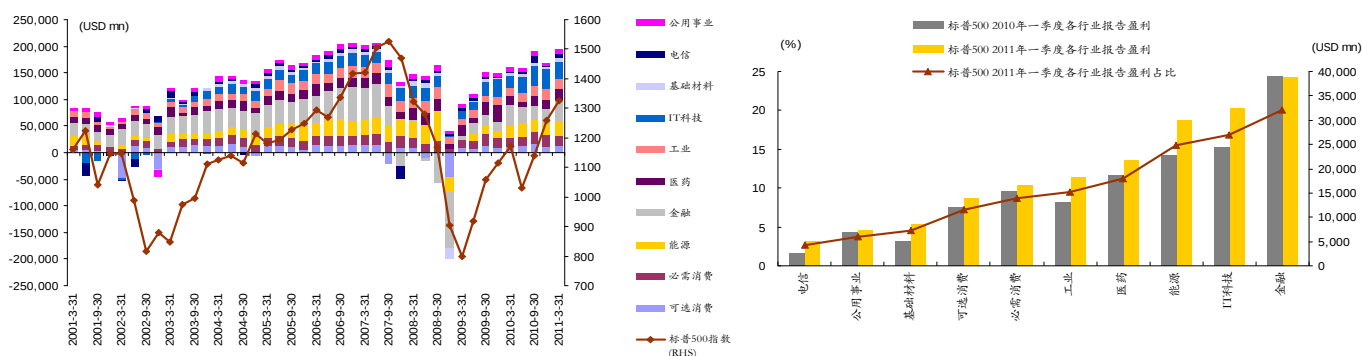
未来市场关注

一、2011年一季度标普500业绩连续第九个季度实现超预期增长

根据 Thomson Reuters 统计，截止 5 月 17 日，美国标普 500 成份股当中共有 464 家公司披露了 2011 年第一季度业绩。其中，69% 的公司盈利超预期，11% 的公司盈利符合预期，仅有 20% 的公司盈利不及预期，总体盈利连续第九个季度实现超预期。2011 年一季度标普 500 成份股整体报告盈利达到 1928 亿美元，相比上年同期的 1595 亿美元，同比增长 21%，环比较去年四季度的 1670 亿美元增长 15%（图表 1 左）。

分行业看，各行业都录得盈利。金融行业一季度盈利 388 亿美元，占比最高达 20%，得益于经济复苏下美国金融体系的整体改善和消费信贷的回暖，贷款损失准备金下降，有效地修复金融企业的资产负债表，从而提升了盈利水平。但受美国监管趋紧等因素影响，金融行业盈利同比小幅下降 0.3%；信息技术行业盈利占比 17% 仅次于金融行业，同比大幅增长 33% 至 326 亿美元，全球对 PC 电脑的需求不断上升以及软件行业的新一轮增长和更新换代都直接促进信息技术类公司的盈利增长；而受到国际原油价格在今年一季度一路上扬的提振，能源类企业也录得较好盈利（图表 1 右）。

图表 1：美国标普 500 指数分行业季度报告盈利水平

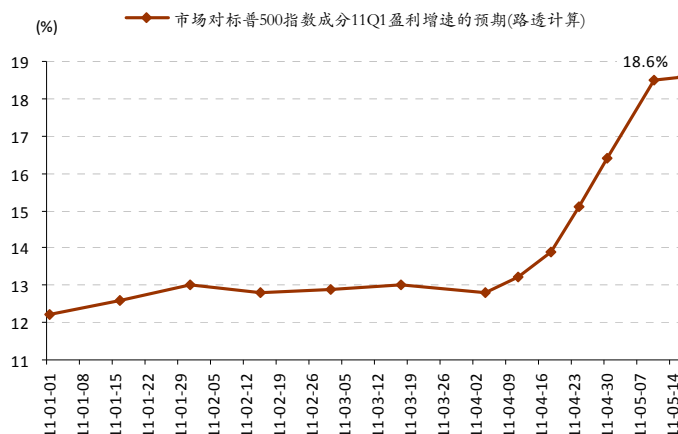


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

市场对一季度的盈利预期随着业绩的披露不断上调。分析师对一季度标普 500 成份股公司的盈利增速（经过路透调整的经营性净利润）预测，随着美国经济复苏势头进一步加强和利好业绩的不断披露，从年初预期的同比增长 12.2% 大幅上调至目前的 18.6%（图表 2），彰显一季度盈利的强劲势头。

2011 年一季度标普 500 每股经营性净利润达到 22.6 美元，相比于去年同期的 19.4 美元，同比增长 17%，环比增长达 3.1%。在已公布业绩的公司中，72.6% 的公司每股经营性净利润超过去年同期，78.5% 的公司营业收入超过去年同期。标普 500 指数覆盖的十大行业中，大多数行业录得同比正增长，给市场带来了惊喜。其中基础原材料、信息技术和能源等周期性行业的业绩最为抢眼，分别增长 55.5%、29.1%、和 28.5%（图表 3）。受益于经济复苏带来的需求上升以及年初以来大宗商品价格飙涨，基础原材料和能源行业增长迅速；而如前所述，全球对 PC 电脑的需求不断上升以及软件行业的新一轮增长和更新换代都直接促进信息技术类公司的盈利增长。而相比较而言，电信、公用事业、消费等防御性板块盈利较为稳定，盈利增幅较小。

图表 2：市场对一季度标普 500 盈利预期（经营性净利润）



资料来源：Thomson Reuters，中金公司研究部

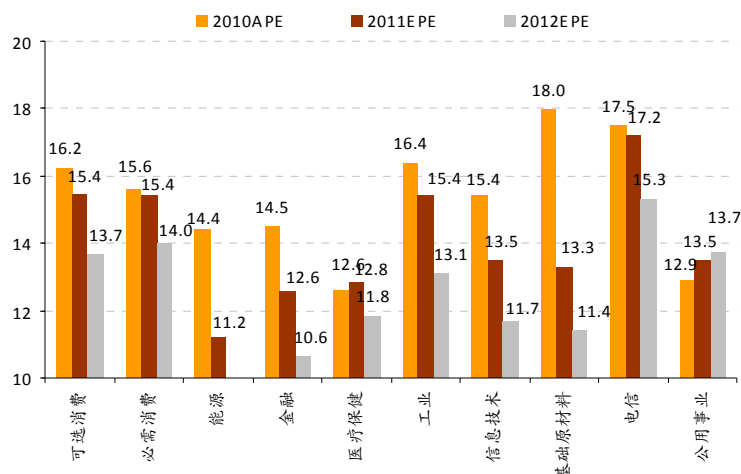
图表 3：美国标普 500 指数分行业季度经营性净利润同比增长

经营性净利润同比增长 (%)	1Q09A	2Q09A	3Q09A	4Q09A	1Q10A	2Q10A	3Q10A	4Q10A	1Q11A	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2010A	2011A	2012E
标普500	-39.2	-18.8	-1.1	18,462.9	91.6	51.3	36.6	27.8	16.6	15.0	16.4	20.1	14.8	14.1	13.4	13.7	47.3	17.1	14.0
可选消费	-85.6	65.3	157.4	1,268.4	986.3	67.0	26.8	16.9	13.6	10.8	17.0	9.6	7.5	14.4	12.9	16.6	66.0	12.6	13.1
必需消费	-3.6	8.1	4.7	18.2	12.2	4.3	2.6	5.9	11.7	9.7	10.5	10.7	8.2	10.2	11.7	8.5	6.0	10.6	9.7
能源	-96.4	-66.3	-71.4	42.4	1,794.7	103.5	41.6	44.0	28.5	31.3	48.6	42.4	25.2	14.2	13.2	12.7	104.0	37.6	16.0
金融	162.6	196.1	124.7	111.0	633.3	278.3	190.6	123.2	3.6	8.6	12.1	35.8	26.9	18.7	15.3	12.8	237.4	14.6	18.0
医疗保健	6.8	4.1	10.1	10.8	7.0	9.6	7.4	13.9	10.5	13.6	11.4	14.8	7.5	5.6	7.4	13.4	9.4	12.5	8.5
工业	-39.8	-37.2	-40.6	-10.5	20.4	23.1	49.6	26.3	22.8	12.5	10.1	9.4	19.2	17.0	16.6	17.2	29.5	13.1	17.5
信息技术	-34.7	-20.5	3.0	135.5	91.1	68.5	48.2	22.7	29.1	15.8	12.5	15.4	11.1	18.4	18.1	14.4	50.1	17.6	15.5
基础原材料	-76.7	-64.8	-33.9	146.2	206.1	108.3	43.0	61.9	55.5	43.0	25.4	12.6	9.3	14.0	18.5	25.8	88.0	33.9	16.3
电信	-7.6	-16.4	-10.5	-13.5	-1.9	5.3	3.6	0.5	0.1	-2.7	7.3	22.4	10.8	15.6	12.3	10.5	1.9	6.1	12.3
公用事业	-9.5	-5.9	-4.9	-3.5	18.0	5.6	7.9	-5.6	-7.3	4.5	4.6	18.6	-0.7	-0.5	-0.5	-6.1	7.3	3.7	-1.7

资料来源：标普公司，中金公司研究部

各行业估值较上年出现普遍下滑。目前标普 500 指数 2011 年预测市盈率为 13.6 倍，各行业估值较上年出现普遍下滑（图表 4）。尤其是周期性行业如基础原材料和能源，2011 年预测市盈率分别为 13.3 倍和 11.2 倍，较 10 年分别下滑了 26%和 22%。可见尽管基础原材料和能源等周期性板块在一季度表现抢眼，但投资者对全年的估值水平仍持相对谨慎的态度。

图表 4：标普 500 指数分行业市盈率

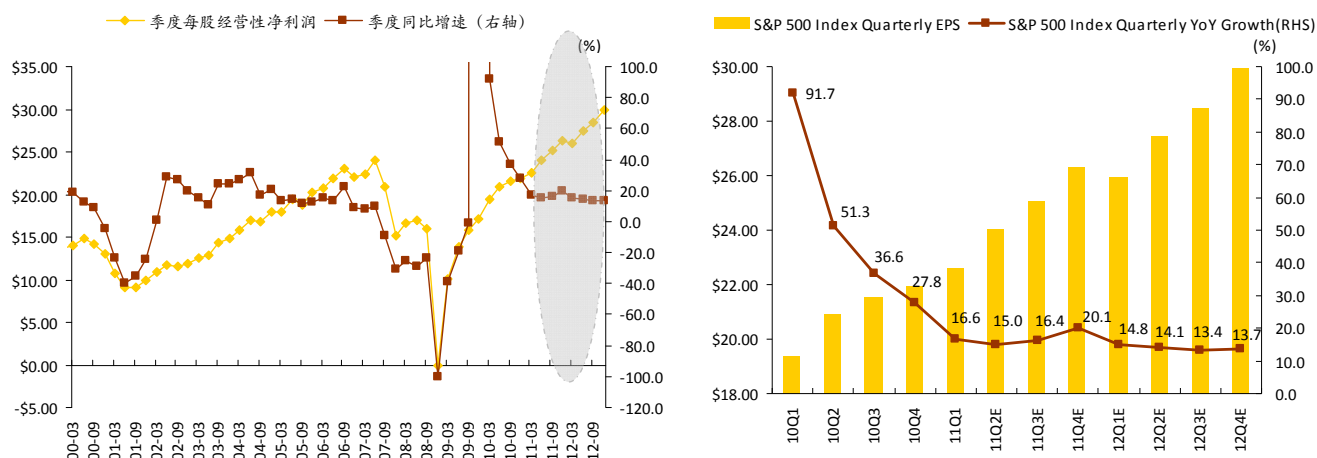


资料来源：标普公司，中金公司研究部

我们预测 2011 年二季度标普 500 的盈利继续保持增长，但同比增速将由一季度的 16.6% 小幅下滑至 15% 左右。向前看，目前市场对标普 500 指数 2011 年每股经常性净利润自下而上的预测为 98.1 美元，高出 4 月初一季度财报公布前预期的每股 96.2 美元。随着美国经济继续保持稳步复苏，2011 年全年 GDP 增长可达 2.8%，CPI 通胀将维持在 3%（中金海外宏观组预测）。在这个假设前提下，美股企业收入将继续受益于美国消费的稳步复苏，维持稳定增长，2011 年二季度标普 500 每股经常性净利润同比增速有望达到 15% 左右的水平（图表 5）。

在美国经济稳步复苏的大背景下，企业盈利保持增长基本无悬念，但仍有值得关注的风险因素。近两个月 ISM 制造业指数增速出现放缓，用于衡量经济疲软度的产能利用率 4 月数据低于市场预期，5 月费城联储商业指数骤降，这些制造业活动指标在最近走低的原因主要是日本大地震和海啸引发的供应链受损，并将对很多以日本为主要市场的美国上市公司业绩产生负面影响，这种影响可能最早到今年第二季度会有所显现。另外，未来高油价将对美国企业盈利带来考验。美国经济主要依赖于 WTI 油价，其上升幅度明显小于欧洲依赖的 Brent 油价。如果单一的油价上涨没有引发包括工业金属和农产品在内的全面通胀，企业毛利率并不会受到显著影响。但如果油价持续飙升并引发通胀全面快速上升，物价上涨带来的成本压力将侵蚀企业利润率水平，这一风险值得密切关注。综合以上原因，我们预测二季度企业盈利增速将较一季度小幅下滑。

图表 5：美国标普 500 指数分季度每股经常性净利润和预测

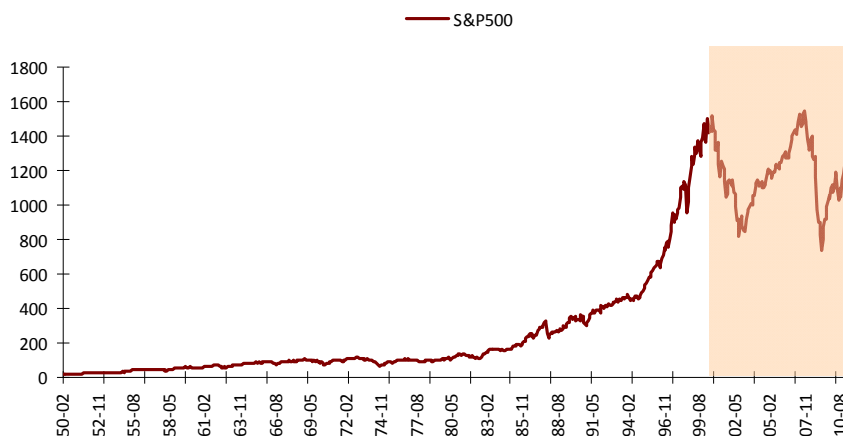


资料来源：标普公司，中金公司研究部

二、美国股市：静候下一轮结构性大牛市？

美国股市在历史上表现出明显的大级别周期行情。我们知道，美国股市在最近的十多年中经历了两轮“熊市”和“牛市”之间的转换。股市在2000年3月见顶之后，受高科技泡沫破灭的影响，在2002年9月跌至谷底；之后随着经济的复苏和信贷与房产泡沫的刺激，标普500指数在2007年10月一度触及历史最高点；金融危机和伴随而来的经济衰退将标普500指数打压至700点之下；但从2009年3月开始的V型反弹使得股市上涨至今（图表6）。总体来说，美国股市从本世纪初开始的表现不尽人意，虽然经历了两轮牛熊市的转换，但整体上在十多年中呈现宽幅震荡的格局。

图表6：美国股市在过去的十多年中经历了两轮“熊市”和“牛市”之间的转换



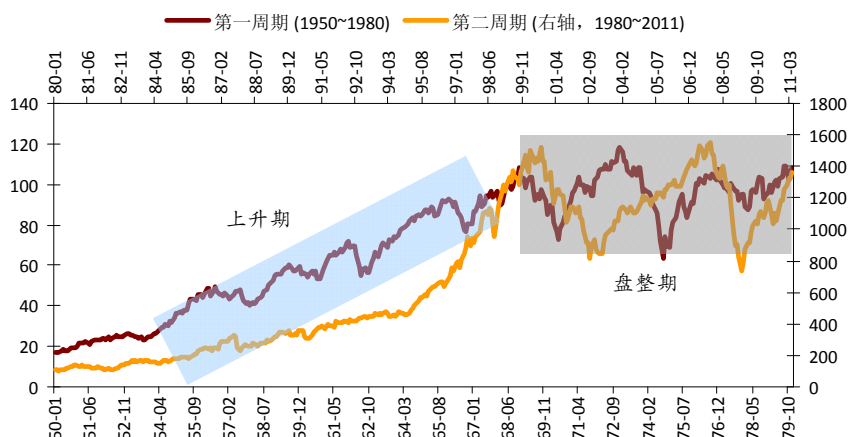
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

如果我们将时间拉长，就会发现美国股市在历史上表现出明显的大级别周期行情。这种周期行情表现在两个方面。第一，是股市自身的周期。从1950年开始到现在的约60年中，美国股市经历了两轮大的周期，每个周期持续大约30年。在每一轮的周期中，股市的走势不再是短周期中的牛市和熊市的交替，而是在每个周期的前20年，股市处于结构性的牛市，持续震荡上行，即处于上升期；而后股市处于宽幅震荡盘整期，持续时间为大约10年（图表7）。在第一个周期（1950~1980年）的前20年（1950~1970年）上升中，在逐步摆脱了二战带来的高债务、高通胀的混乱之后，美国处于战后经济恢复中，经济高速增长，投资者对前景乐观，因此股市经历了一个牛市，标普500指数在这一期间的涨幅为500%。在这个周期的后10年（1970~1980年）中，美国经济受石油危机导致的高通胀影响，增长缓慢，甚至陷入了滞胀，因此股指长期处于震荡盘整之中。

在第二个周期（1980~2011年）之初，沃克任美联储主席，采用加息等严厉的调控手段治理了高通胀，而里根入主白宫后，也实行了一系列的新政，放松管制，限制垄断，释放了生产力，经济在高科技等行业的推动下再次高速增长，美国股市也经历了史上最大的一轮牛市（1980~2000年），标普500指数在这约20年的时间里上涨了接近12倍。这轮牛市随着高科技泡沫的破灭而终结，在其后的十年（2000~2011年）中，经济增长依赖于房地产和过度信贷，美国过度消费而投资不足，这种虚拟经济的繁荣不足以创造出大级别的结构性牛市。

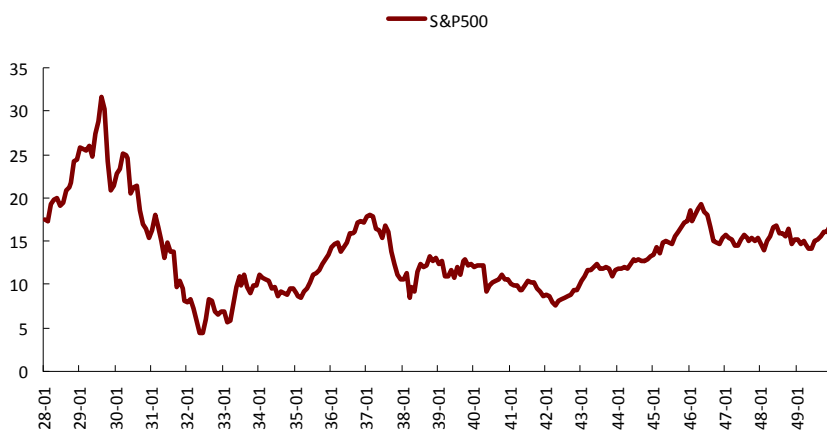
在这两个时间跨度超过60年的两轮周期之前，从上世纪初开始的美国股市并未表现出类似的周期结构（图表8）。另外，道琼斯工业指数也表现出了和标普500指数相似的大周期结构性行情（图表9）。

图表 7：美国股市在过去的 60 年中经历了两个结构非常类似的周期（标普 500 指数）



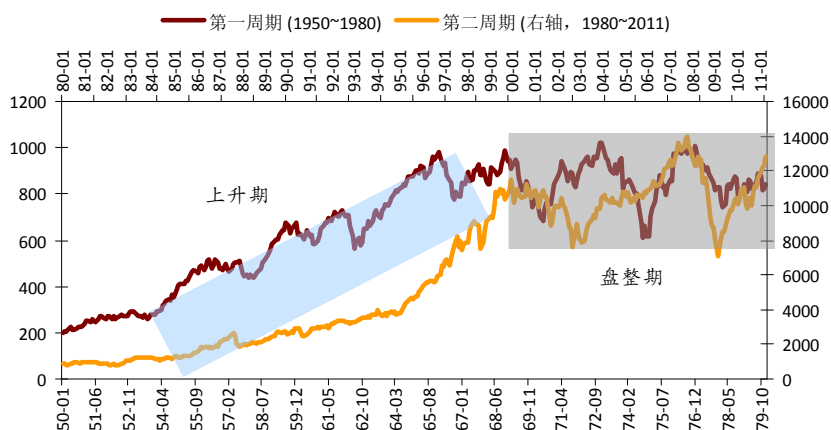
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 8：美国 1928 ~ 1950 年的股市未表现出类似的周期结构（标普 500 指数）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 9：道琼斯工业平均指数展示出于标普 500 指数相同的结构



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

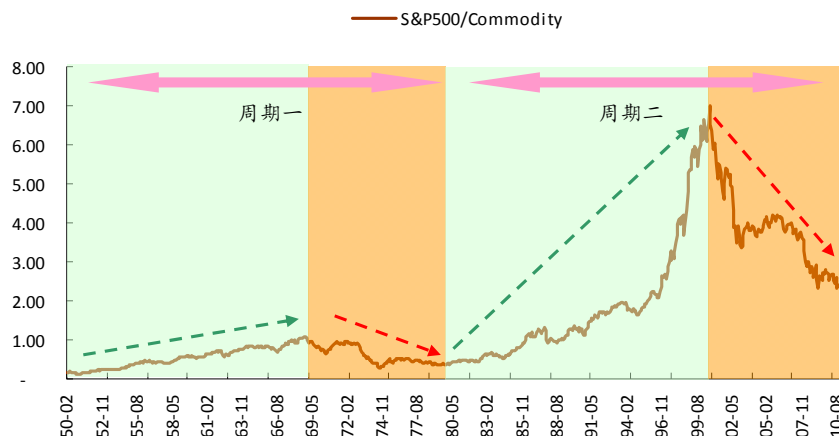
美国股市的大周期行情还呈现在股市相对于其它资产类别的相对表现中。这其中，最为明显的是相对于大宗商品的表现。在过去的 60 年中，标普 500 指数和大宗商品指数的相对表现同样经历了两个大的周期（图表 10），时间点和股市自身的周期重合。基于十分明显的原因，美国股指与黄金、原油等大宗商品和能源的相对关系在过去的 60 年中也经历了两轮周期（图表 11）。

美国股市的表现最近十多年中落后于其它主要资产类别。和上述周期相关联的是，在最近的十年中，股市的表现落后于大宗商品（图表 10），跑输黄金和原油（图表 11）。不但如此，在相同的时间段内美国股指也跑输房地产市场和债券市场（图表 12），只是情况在近期才有所改观，虽然相对于这两个市场来说，股市曾经有过阶段性牛市。也就是说，在最近的十多年中，美国股指的表现落后于所有其它主要资产类别。

我们认为，美国股市之所以有这样的表现，主要原因是，在本世纪初高科技泡沫破灭后，美国实体经济缺乏新的增长点，而以房地产和信贷为主的虚拟经济不足以催生结构性的牛市；新兴国家经济的强劲增长，使得投资者逐渐转向海外股市和大宗商品市场寻找更好的投资机会。这一时段里，也正逢美元持续走弱，美国股市从增长和价值两个方面来说都不尽人意，因此跑输其它资产类别。

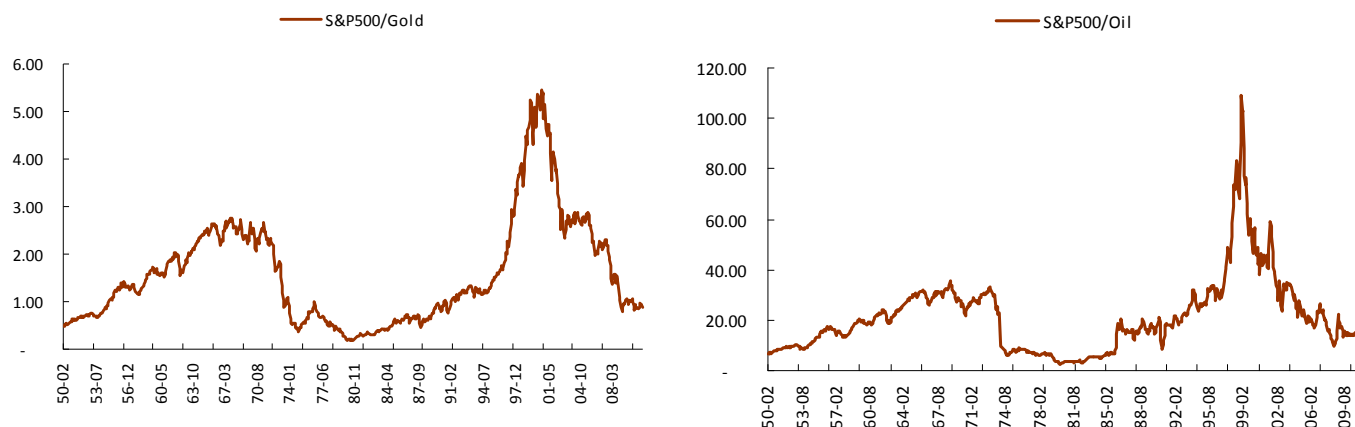
美国股市或迎来结构性大牛市，并反转相对于其它资产类别的弱势。前文中的分析对于我们的启示主要有两点。第一，从时间上来说，由于股市自身和相对于大宗商品的周期均为约 30 年，所以目前正处于上一个周期的结束和下一个周期的开始。而这在时间点上也正好和美国上一轮经济发展大周期及中国改革开放 30 年相重合。在金融危机之后，全球经济需要再平衡，当前也正是经济再平衡的开端之时。因此，如果条件合适，美国股市有可能迎来新一轮结构性的牛市。第二，美国股指相对其它资产类别在最近十多年中表现较弱，尤其是相对大宗商品来说，但这种相对弱势也许已经步入尾声，反转将要发生。如果这样的判断是正确的，那么将对投资者在长期资产配置上的决策有着重大的意义。

图表 10：美国股市和大宗商品的相对表现在过去的 60 年中经历了两个周期



资料来源：Havers, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 11：美国股市在最近的十多年中跑输黄金（左）和原油（右）



资料来源：Havers, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 12：美国股市在过去的十多年中跑输房市（左）和债券市场（右）



资料来源：Havers, Bloomberg, 中金公司研究部

走出经济发展所面临的困境是可能触发结构性牛市的因素。牛市不可能凭空而来，要想有结构性的牛市，当前的经济基本面就需要在模式上有大的改变。但就目前来说，我们对未来美国和全球经济的复苏和发展前景并不乐观，甚至认为经济复苏之路会十分曲折。经济复苏所面临的困境，具体来说，表现在这样几个方面。首先，数量型宽松政策在刺激经济复苏方面遭遇瓶颈。在 2008 年的金融危机发生后，美联储、欧洲、日本和英国的央行都及时实施了异常宽松的货币政策，并以此来推高通胀。然而，再通胀成功并不能保证经济进入持续增长的轨道。美联储在 2010 年结束 QE1 之后，美国经济一度有“二次探底”的风险，而当前市场对于 QE2 之后经济何去何从的担忧，就是对这一点的明证。其次，发达国家几乎无一例外地面临高赤字、高债务的问题，这将会在很长时间内限制财政政策的灵活性，阻碍经济的复苏。第三，发达国家经济长期缺乏新的增长点。第四，全球再平衡短期内难以实现。全球经济不平衡表现在部分新兴国家储蓄率过高，消费不足，经济的发展主要靠政府和私人部门的投资拉动，而美国则是过度消费，投资不足，这种情况目前并没无明显改观。第五，中东和北非的动乱表明能源问题仍将在很长时间内制约全球经济的复苏和发展。

道路虽然曲折，但并非没有出路。如果找到出路，就很有可能触发结构性的大牛市。在这方面，最重要的就是全球应该在研究开发上大力投入，解决能源瓶颈，寻找新的经济增长点。

这些新的经济增长点还有可能是生物医药技术、纳米技术和新一代的互联网技术等。其次，切实促进全球经济的再平衡。目前全球范围内的投资水平不是太高，而是仍然不足，尤其是许多新兴国家在基础设施方面还严重缺失，制约着经济的发展（比如印度）；而发达国家由于投资不足，基础设施陈旧而显落后（比如美国）。其它的出路还包括发达和新兴国家在全球治理方面进一步合作和探索，发达国家增大对于新兴国家的技术转移等。在困扰全球经济发展的问題得到处理时，新一轮的牛市也许就会在我们没有觉察的情况下悄然而至。

三、未来一周可关注的美国经济数据和事件

5 月 24 日	4 月新房销量	预估值: 300K	上期值: 300K
5 月 24 日	4 月新房销量环比	预估值: 0.0%	上期值: 11.1%
5 月 25 日	4 月耐用品订单环比	预估值: -2.5%	上期值: 2.5%
5 月 26 日	一季度 GDP 年化环比	预估值: 2.2%	上期值: 1.8%
5 月 26 日	一季度 GDP 价格指数年化环比	预估值: 1.9%	上期值: 1.9%
5 月 26 日	一季度个人消费年化环比	预估值: 2.8%	上期值: 2.7%
5 月 26 日	一季度消费核心价格指数年化环比	预估值: 1.5%	上期值: 1.5%
5 月 27 日	4 月个人收入月环比	预估值: 0.4%	上期值: 0.5%
5 月 27 日	4 月个人消费支出月环比	预估值: 0.5%	上期值: 0.6%
5 月 27 日	4 月个人消费支出核心价格指数环比	预估值: 0.2%	上期值: 0.1%
5 月 27 日	5 月密歇根大学消费者信心指数终值	预估值: 72.4	上期值: 72.4
5 月 27 日	4 月二手房签约量环比	预估值: -1.0%	上期值: 5.1%

美国经济动向和事件

一、上周公布的主要经济数据

上周公布的主要经济数据疲软，房地产市场依旧低迷，新屋开工数意外下降，二手房销售低于预期；制造业方面同样令人失望，纽约州制造业指数创去年 12 月以来新低，费城联储商业前景指数创去年 10 月以来最低，另外经济咨商局经济先行指标也出现去年 6 月以来的首次下跌。

美国住房建筑商协会（NAHB）5 月住房建筑商信心指数保持在 16 的低位不变，低于市场预期的 17 点，反映出美国疲弱不振的住房市场没有发生实质变化。

4 月新屋开工数环比意外下降 10.6% 至 52.3 万幢，不及市场预期的升至 56.9 万幢；作为衡量未来房屋建设活动一个较好的先行指标，4 月营建许可环比下降 4.0% 至 55.1 万幢，低于市场预期的上涨 1.1% 至 59.0 万幢。疲软的数据表明一直以来表现糟糕的房屋市场可能继续拖累美国经济复苏。

4 月二手房销售环比意外下降 0.8% 至 505 万套，低于市场预期的 520 万套。

4 月工业产出与上月持平，低于市场预期的增长 0.4%，其中制造业产值出现 10 个月来首降，原因在于日本地震造成的零部件短缺导致汽车生产放缓；主要用于衡量经济疲软度的产能利用率 4 月降至 76.9%，低于市场预期的 77.6%。

截至 5 月 14 日的一周当中，首次申请失业救济人数环比下降 2.9 万至 40.9 万人，好于市场预期的增加至 42 万人，表明企业裁员在 4 月末升温之后或许已恢复下降趋势。

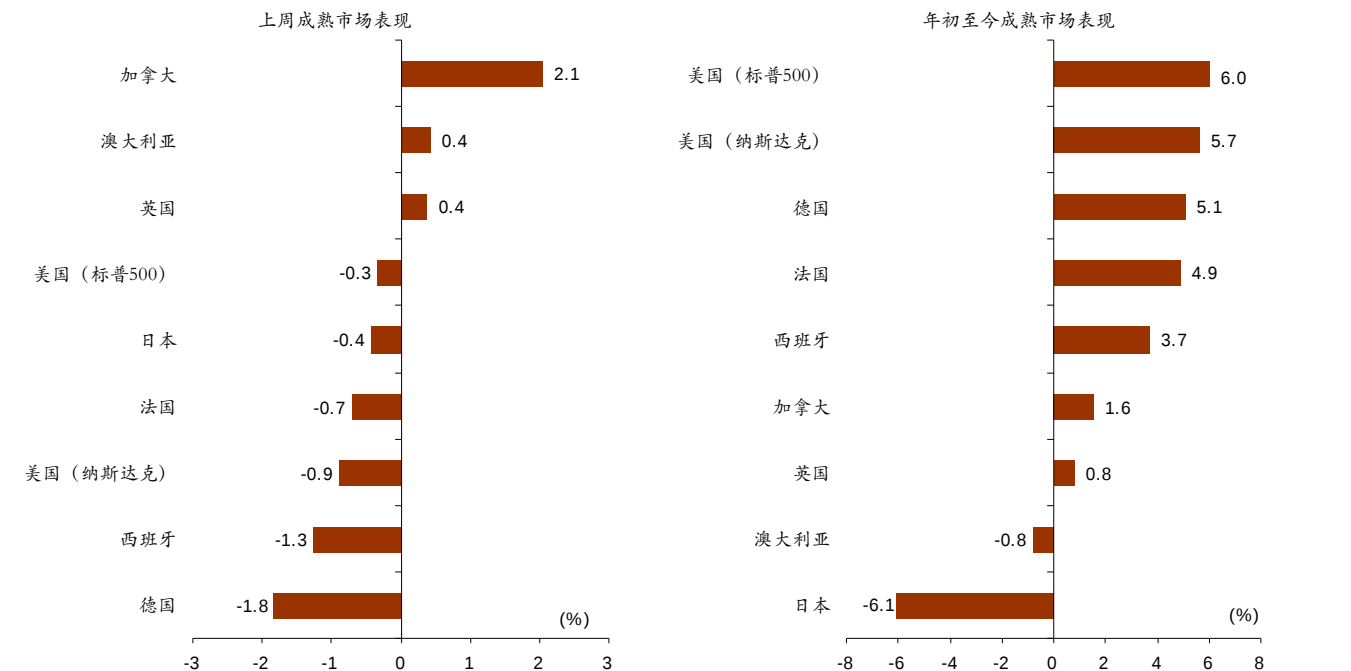
4 月经济咨商局经济先行指标环比下降 0.3%，低于预期的增长 0.1%，为去年 6 月以来的首次下跌。

5 月纽约州制造业指数从 4 月的 21.7 降至 11.9，后者为去年 12 月以来的最低水平，并明显低于市场预期的 19.6，这主要与原材料成本的大幅上涨有关。

5 月费城联储商业前景指数从 4 月份的 18.5 暴跌至 3.9，为 2010 年 10 月以来的最低值。报告显示，5 月份中大西洋地区制造业活动基本未实现增长，但就业状况有所改善。

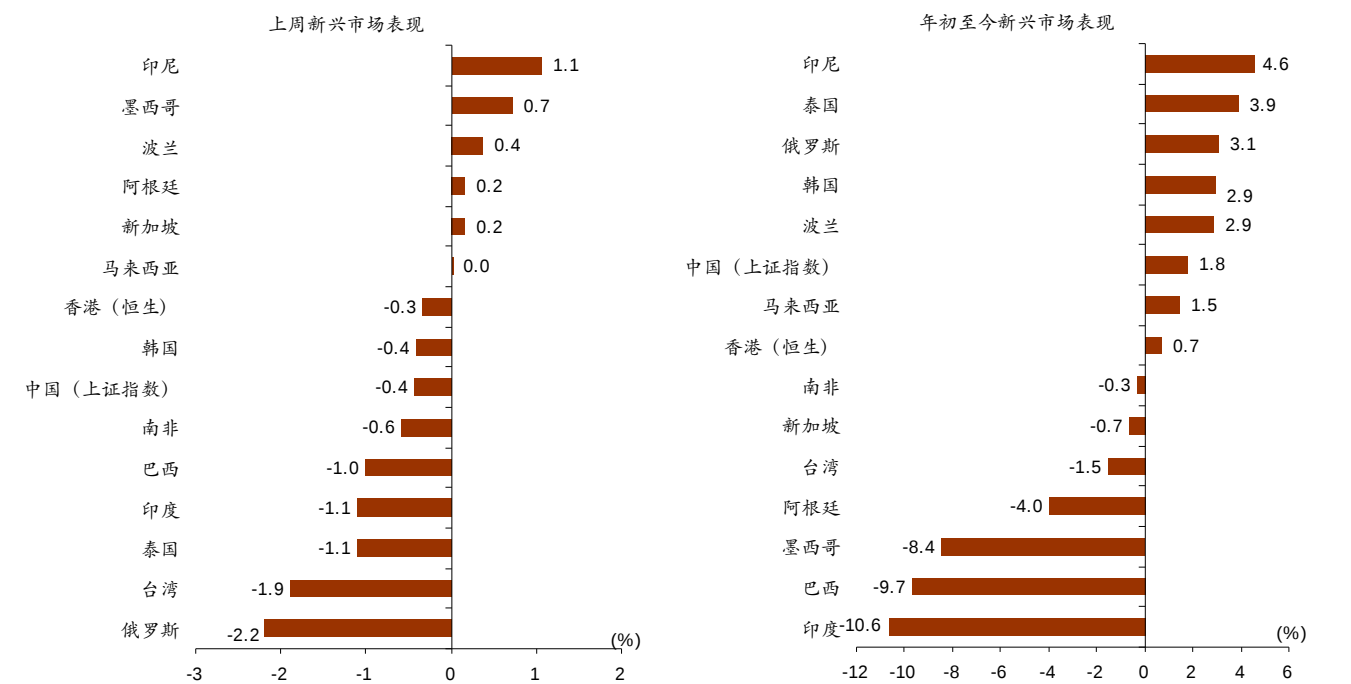
一周全球股市表现

图表 1：成熟市场股市表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

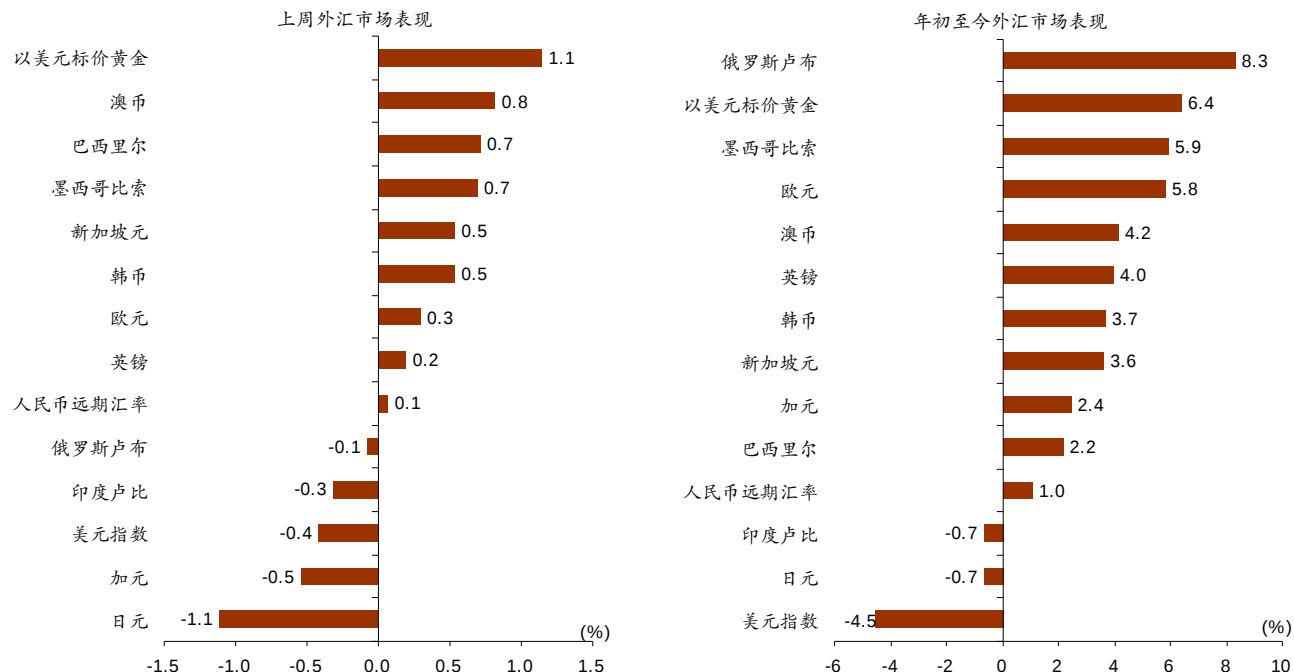
图表 2：新兴市场股市表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

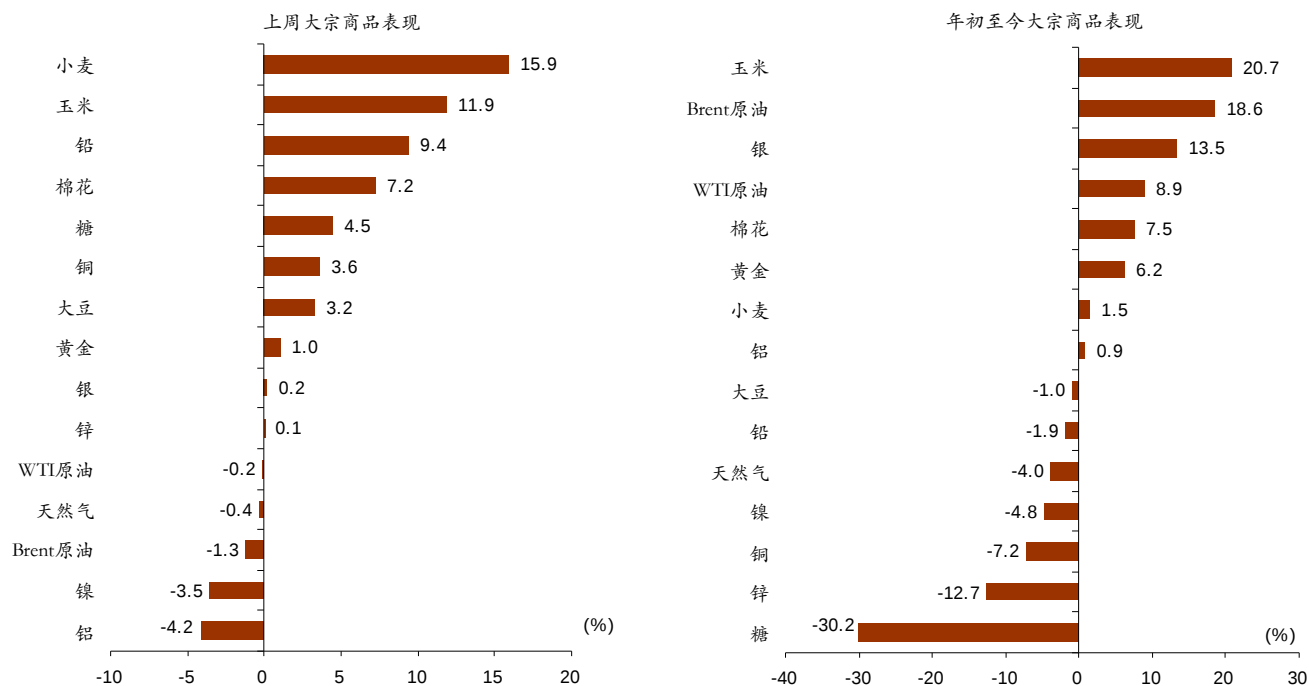
一周全球汇率及大宗商品市场表现

图表3：主要货币汇率表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表4：主要大宗商品价格表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED