

2011 年 5 月 23 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: jieliul3@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 5 月 20 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。

二季度末投资策略：全球资金流向决定近期资产配置 ——商品市场创出资金净流出最高纪录！

近期（尤其是过去的一个月里）资产价格表现的特点主要可以归纳为：

- 高风险资产价格出现了较为明显的下跌
 - 商品市场跌幅首当其冲 – 油价，铜价跌幅显著
 - 股市下滑，尤其是新兴市场表现更差
- 安全资产再度受到“追捧”
 - 美国债和美元连续下跌后出现反弹：美国债反弹强烈，而美元走势依然相对疲软，2011 年至今美元指数跌幅超过 4%
 - 黄金站在了 1500 美金上方，年内涨幅达到 6.5%
- 资产价格的波动幅度依然较高，资金流向和规模的变动也较为频繁，商品市场资金流动情况创出了历史最高纪录

而过去一周内全球资金的流向继续向我们传达一个信号：投资者的避险情绪还在继续上升：

- 全球投资者将资产从商品市场和股市向债市配置的举措还在继续
- 股票投资者将资金向防御性行业配置的行为也在继续

最近一周全球资金在不同资产中的流向：

- 债券：净流入 46 亿美元 – 过去一周里唯一吸引资金的资产类别
- 股市：创出了二季度以来单周最大的资金净流出：50 亿美金
- 商品市场：创出了历史单周最大资金净流出：16 亿美金；同时，商品市场过去 3 周的资金净流出也创出了历史最高纪录
- 现金/资金市场：历时 3 周较高的净流入后，上周出现了净流出

全球资金在各主要资产中流动情况

	上周 (百万美元)	过去4周资金 流量占总资产	2011年至今 (百万美元)
股市	-5,042	0.3%	61,188
债市	4,597	0.9%	42,551
资金市场	-10,332	1.4%	-44,007
商品市场	-1,586	-2.4%	1,964

数据来源: BofA, EPFR Global

根据上表，我们不难发现：

- 债市是 2011 年至今稳定吸引资金的市场，反映了投资者总体上对高风险资产相对谨慎的现状
- 股市上周出现了资金净流出，但无论是过去 4 周还是 2011 年至今，依然保持着资金的净流入，说明投资者的情绪用“谨慎乐观”来形容更为贴切
- 商品市场的资金净流出主要集中在过去的 3 周里，2011 年至今依然保持着资金净流入
- 资金市场的资金净流出从另一个方面肯定了市场“谨慎乐观”的情绪

从地区资金流动方面来看

- 新兴股票市场上周“终于”出现了过去两个月以来的首次资金净流出：17 亿美金
- 俄罗斯上周出现了历史第二大规模的周资金净流出：3.5 亿美金
- 发达市场股市上周净流出了 44 亿美金
- 上周资金从美国净流出了 41 亿美金，是过去两个月里之最

从全球行业资金流向来看，防御性行业吸引资金净流入，而周期性行业出现了资金的净流出

行业	上周 (百万美元)	上周资金流量 占总资产
健康保健	736	2.6%
公用事业	242	0.9%
科技	171	0.4%
金融	-178	-0.7%
原材料	-1,629	-0.7%
能源	-844	-1.4%

数据来源：BofA, EPFR Global

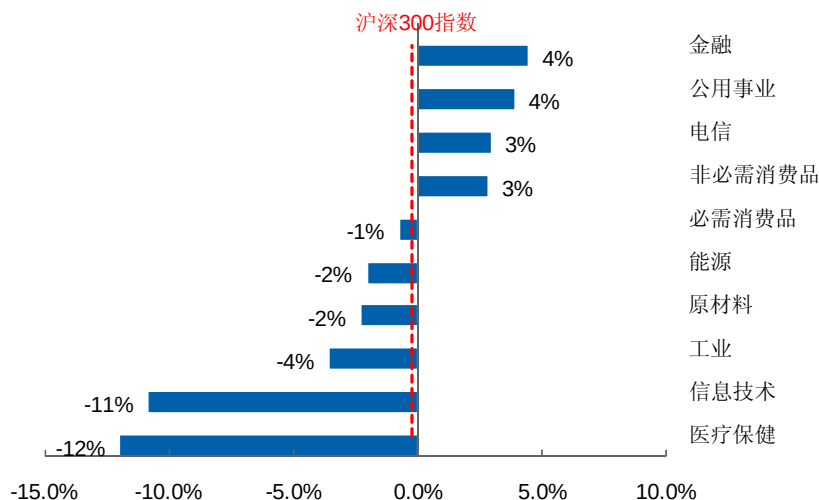
从 A 股各行业近期表现来看，也出现了较为明显的“避险”情绪：主要体现在能源，原材料和工业等强周期性行业的下跌，而不是防御性行业的走强，“必需消费品”可能是二季度以来唯一上涨的行业，“公用事业”是紧随其后表现第二好的行业。

我们在这里想重点提及一下医疗保健和信息技术这两个行业，它们是在 2010 年表现最优异的两个行业，分别取得了 24% 和 25% 的涨幅。2011 年至今，二者的跌幅分别达到 -12% 和 -11%，它们“同涨同跌”，而且涨跌幅如此接近，这个现象其实相当符合我们一直强调的“再平衡”策略：从去年表现特别优异的行业向表现特别差的行业过渡。去年表现最差的两个行业是金融和电信，而它们在 2011 年至今的表现分别为涨幅榜的第一（4%）和第三（3%），当然电信业存在样本不足的缺点。抛开其他策略不谈，仅遵守“再平衡”这一个原则，就可以帮助投资者取得行业配置中最优异的 alpha！

除了要说明“再平衡”策略的有效性，我们提及这两个行业的另外一个原因是想指出在它们身上潜在的投资机会：

- 如果市场避险情绪进一步升温，这两个行业中具有估值优势的公司很有可能带来不错的 alpha
- 近期国际资金向这两个行业流动的趋向也十分明显（上表清晰可见），这也为它们在未来的走强提供了国际对比性的支持

沪深 300 指数各行业在 2011 年表现情况：医疗保健+信息技术 vs 金融+电信在 2010 和 2011 年至今的表现为“再平衡”策略做出了最佳的诠释



2011 年全球资产表现情况：过去的一个月市场出现了明显的“避险情绪” - 高风险资产价格下跌，“安全港”资产价格上涨

5/22/2011	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	3,122	0.0%	-0.2%	-5.4%	12.7%	-0.2%
标普500	1,333	-0.8%	-0.3%	-0.3%	22.6%	6.0%
道指	12,512	-0.7%	-0.7%	0.0%	22.7%	8.1%
纳指	2,803	-0.7%	-0.9%	-0.6%	25.8%	5.7%
欧洲50	2,854	-1.3%	-1.4%	-2.8%	10.9%	2.2%
MS 全球指数	1,337	-0.7%	-0.5%	-1.8%	24.5%	4.4%
MS 新兴市场指数	1,141	0.0%	-0.4%	-5.4%	28.6%	-0.9%
债市						
美国5年期国债价收益率	1.79	-1.7%	-2.3%	-15.3%	-9.6%	-10.7%
美国10年期国债价收益率	3.15	-0.8%	-0.8%	-7.7%	-2.1%	-4.5%
美国30年期国债价收益率	4.30	-0.1%	-0.2%	-3.8%	5.1%	-0.8%
商品市场						
全球商品市场指数	341.6	0.7%	0.9%	-7.0%	35.9%	2.6%
原油	112.0	-0.4%	1.0%	-9.4%	44.2%	17.7%
期铜	408.3	-0.9%	2.3%	-7.6%	31.5%	-7.7%
黄金	1513.4	0.1%	1.6%	0.4%	28.6%	6.5%
农产品市场						
玉米	759.5	1.5%	11.4%	2.6%	87.0%	18.7%
小麦	806.5	-0.7%	10.8%	-1.7%	39.3%	-3.1%
糖	22.4	2.7%	4.5%	-4.8%	40.3%	-14.5%
大豆	1380.3	0.1%	3.8%	0.8%	47.0%	-2.2%
棉花	155.6	0.0%	7.2%	-6.9%	98.8%	20.3%
美元						
美元指数	75.73	0.4%	0.3%	2.2%	-11.3%	-4.2%

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。