



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

在振荡中前行，超配超跌市场和行业

—2011年中期海外市场投资策略

海外市场研究团队

2011年6月16日

内容提纲

- ◆ 全球和新兴市场表现回顾和展望
- ◆ 投资策略框架
- ◆ 下半年投资策略

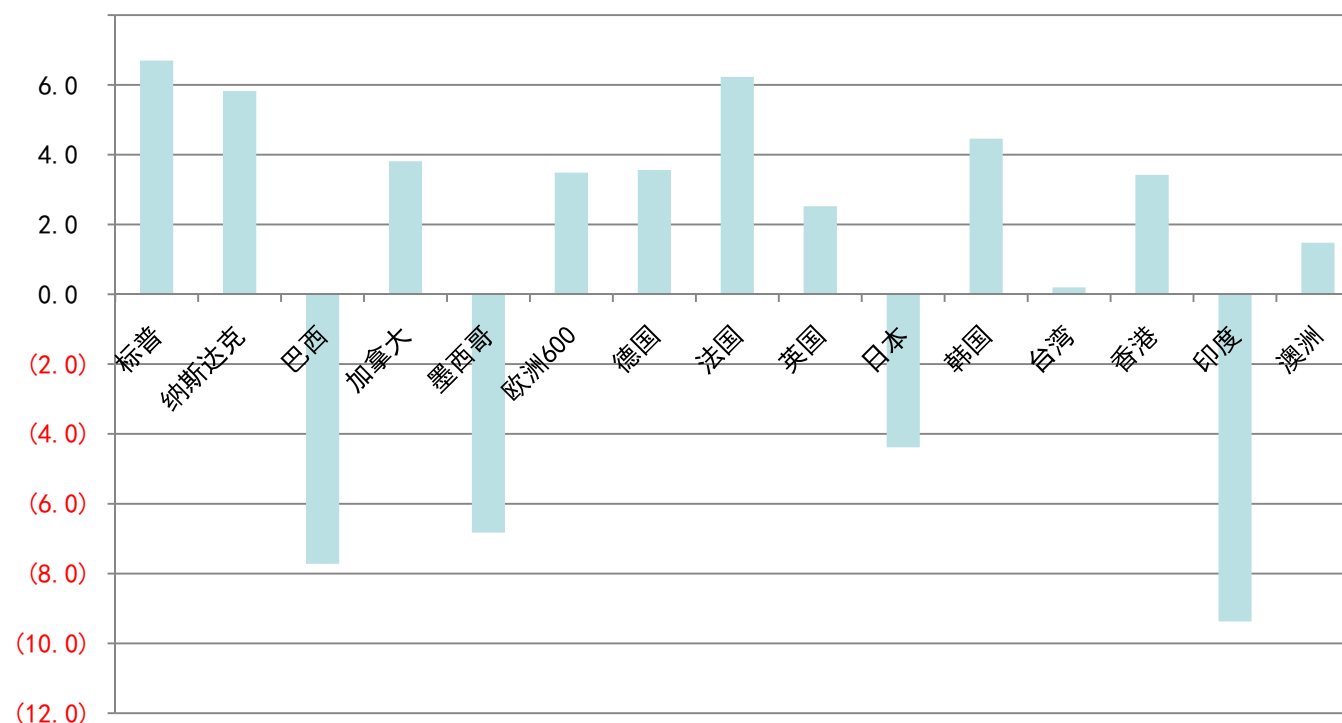
全球和新兴市场表现回顾和展望

- ◆ 美国经济复苏形势良好，虽然不会有QE3，美联储在今年仍将继续保持当前宽松的货币政策，紧缩或要等到2012年一季度。
- ◆ 美国商业领域在这轮经济下行过程中进行了大规模的结构重组，如精简员工，并购同业，重整业务结构。公司的资产负债表正在改善，盈利从谷底持续增长。
- ◆ 但是美国就业复苏仍然缓慢。2001年衰退后，美国的就业在30个月左右的时候恢复了过来；这一次已经接近36个月了，就业仍在很低的水平上。
- ◆ 欧洲央行希望主权债券危机可以平静下来。照目前情况看，欧猪五国危机在今年内是无法解决，但是欧洲央行和德国也不会坐视不管，希腊通过缩减赤字和变卖政府资产在两，三年内逐步解决危机。发生如俄罗斯98金融危机的概率很小。

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 发达国家市场上半年表现超过主要新兴市场

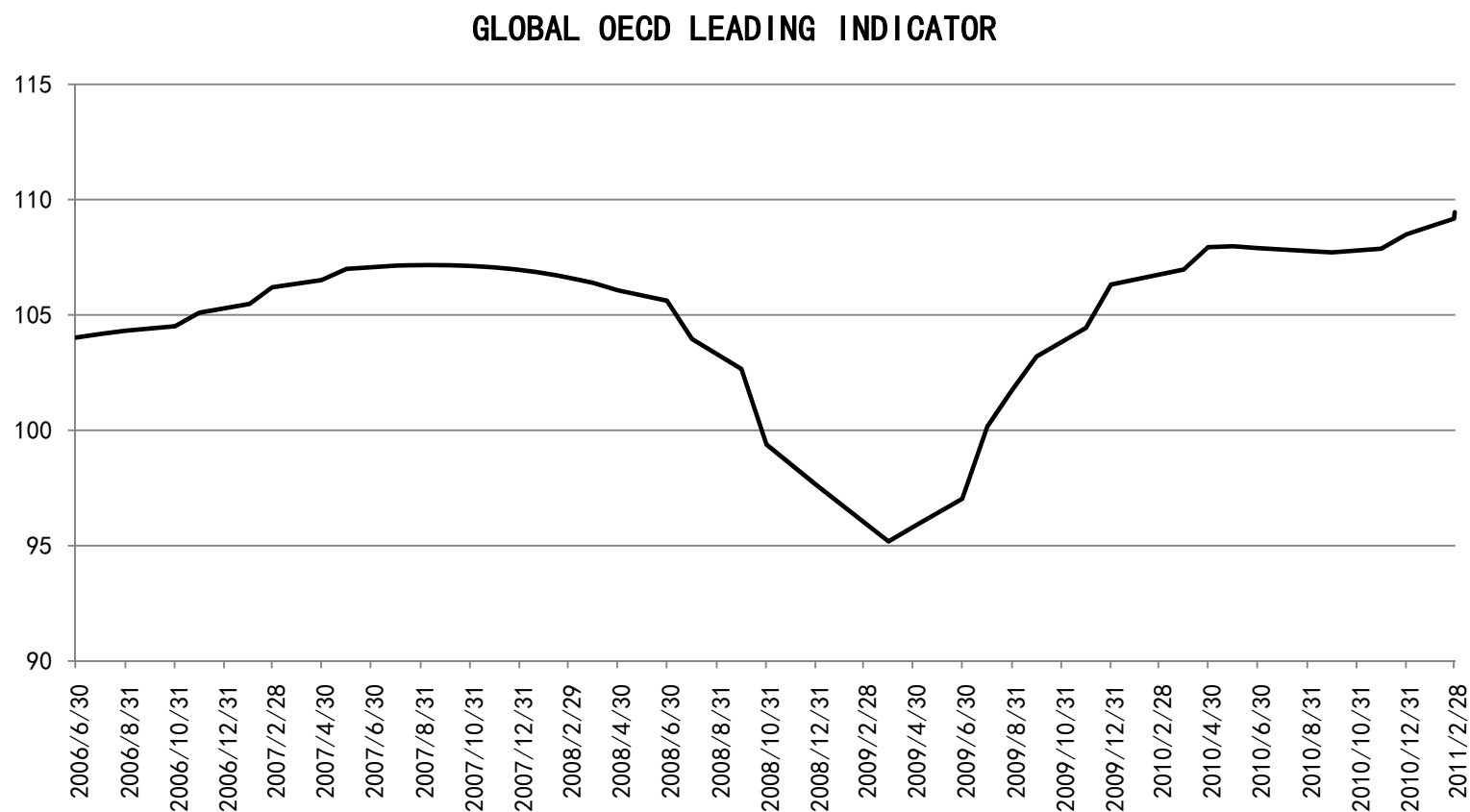
各市场表现（年初到5月31）



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

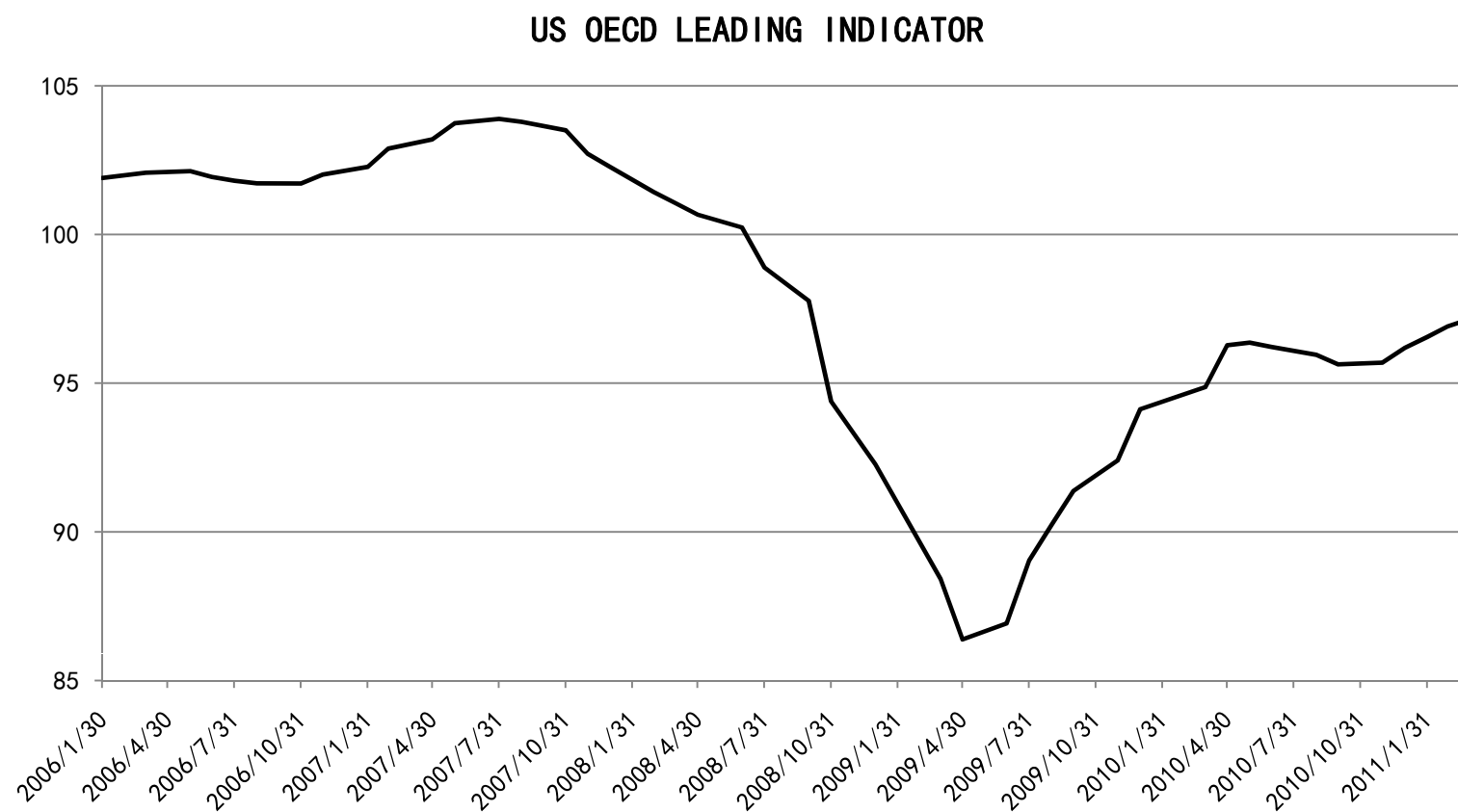
◆ 全球OECD领先指标已经超过2007高点，新兴市场复苏强劲



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 美国OECD领先指标仍未恢复到07年高点



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

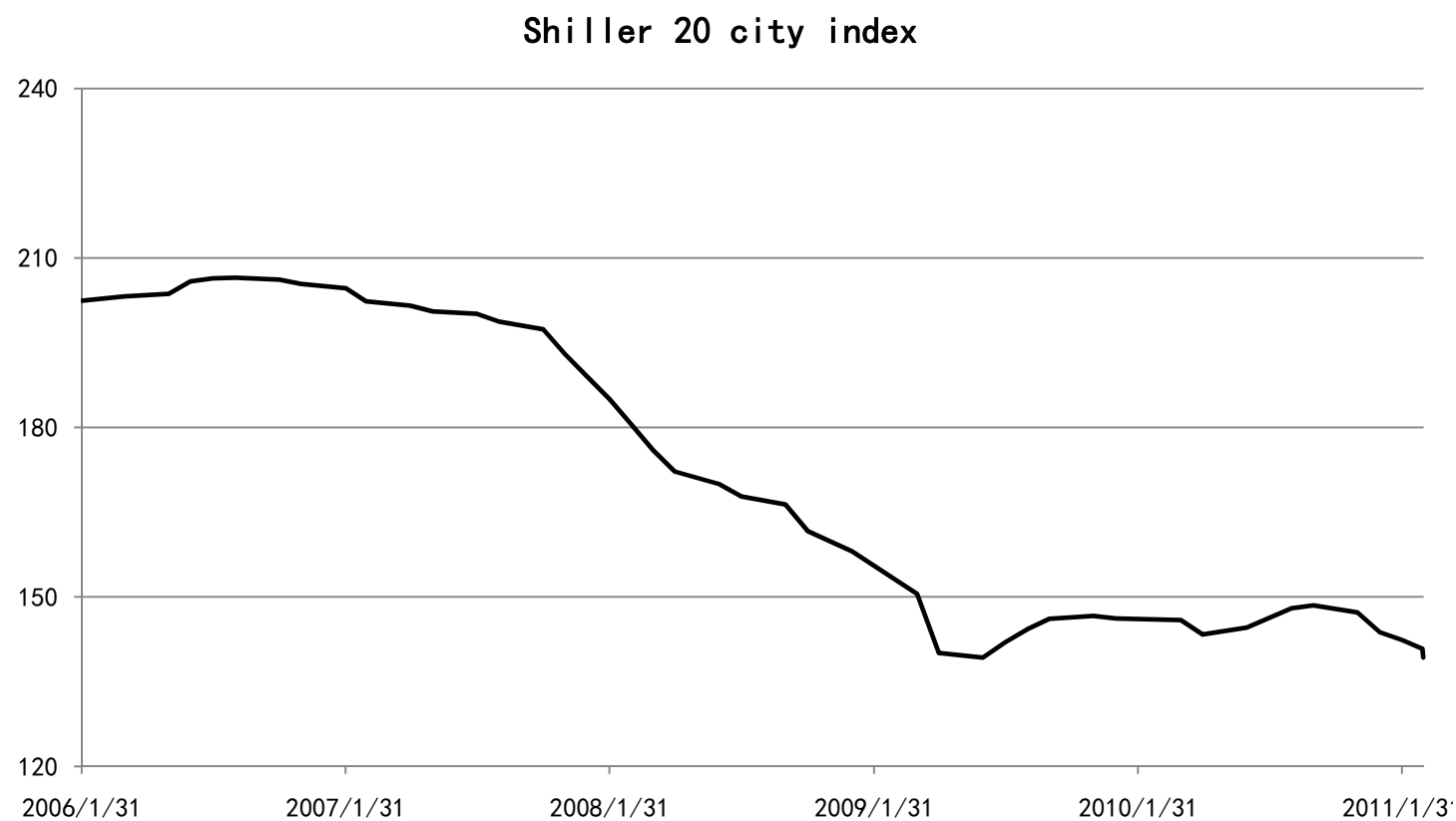
◆ 美国的失业率仍在高位, 拖累经济的复苏。企业加大了投资, 但是并未大规模招聘



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 美国房地产可能的二次探底, 仍是个不确定因素



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 美元指数仍然疲软, 不会有大幅反弹, 这对股市和商品市场是利好

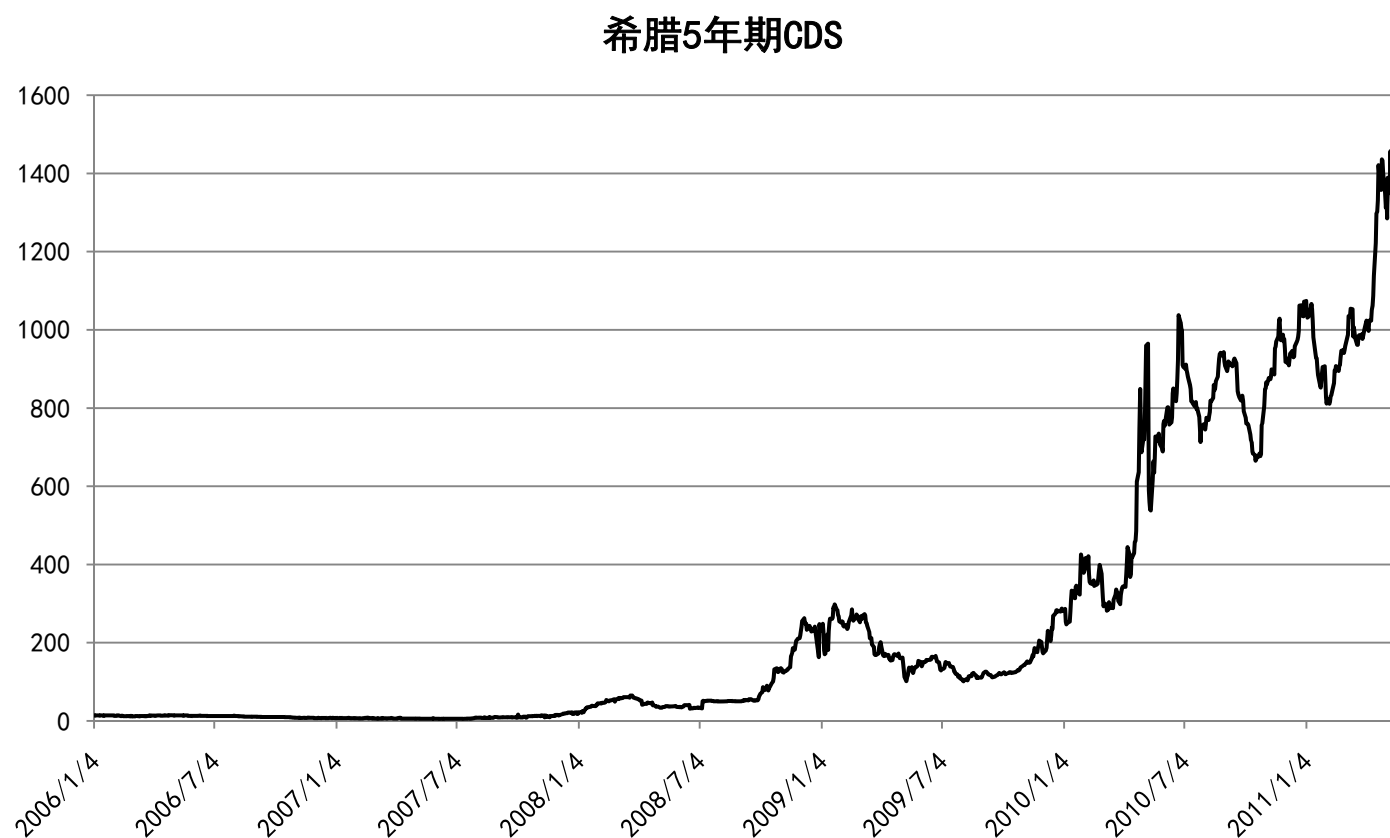
美元指数



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 欧债危机还未解决, 希腊的5年期CDS创出新高



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆但是西班牙的5年期CDS回稳，令人鼓舞，西班牙是关键，能稳住，欧洲就没有问题



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 希腊的债务危机在欧洲稳定机制的救助下, 虽然今年没有办法全面解决问题, 但只要希腊执行制定的减赤政策, 加速变卖政府资产, 在未来两三年内, 问题就可以解决。



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

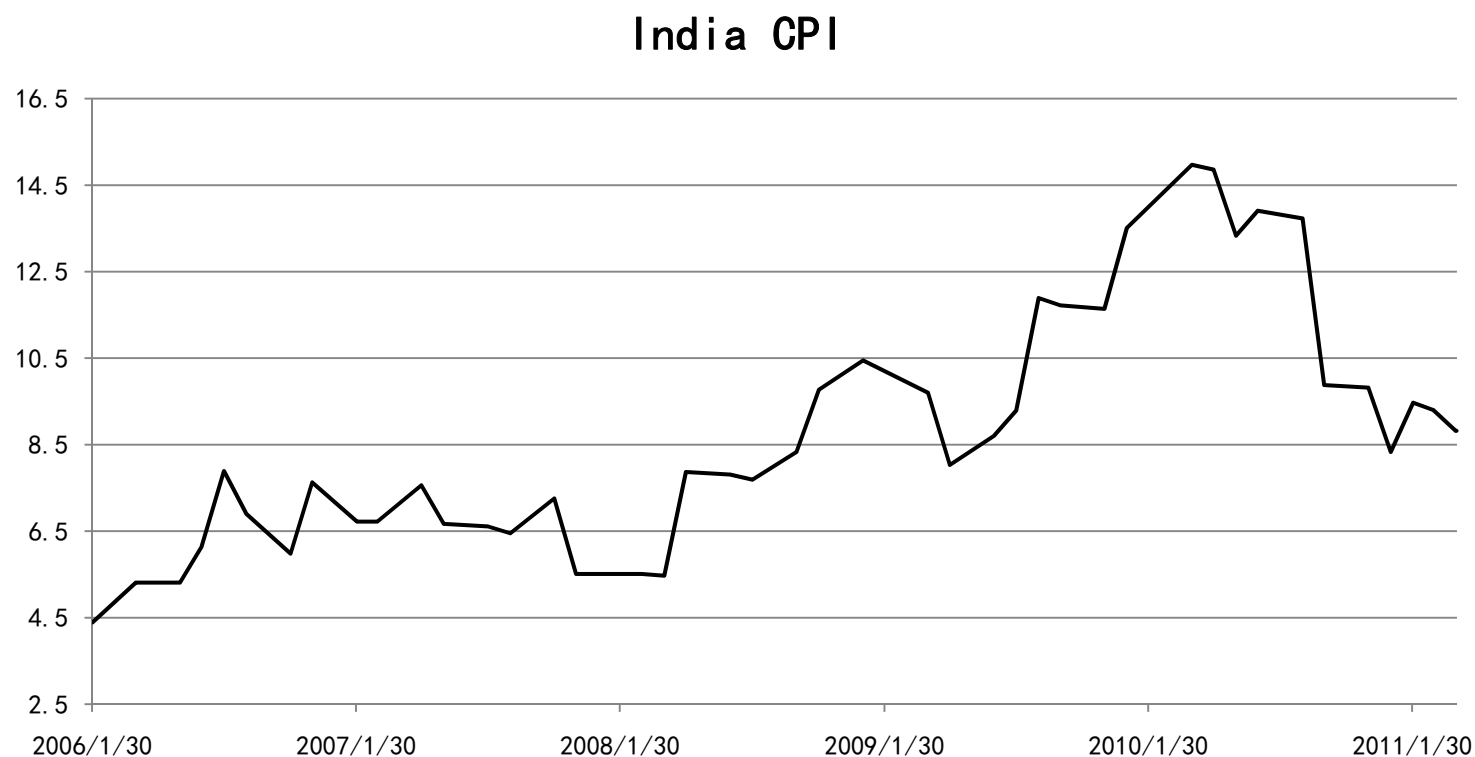
◆ 新兴市场自上半年以来一直受通胀压力，各央行纷纷采取紧缩政策应对，股市受压表现不佳



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

全球和新兴市场表现回顾和展望

◆ 巴西和中国的通胀仍在高位，印度的通胀已经走软，但绝对值仍然高企。随着加息影响的体现，预计新兴市场国家的通胀在3季度会见顶下滑



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

投资策略框架

- ◆ 美林时间钟是投资者通常采用的投资策略
- ◆ 时间钟分成四个周期，各个时期对应特定的资产类别。但是金融市场自身的放大功能和各国政府，央行越来越频繁的干预使得周期变短，并且界限越来越迷糊。所以时间钟有时候就并非按既有周期走，经常会跳过一个阶段，或周期重叠。
- ◆ 我们的投资框架是把投资主线分为两大类：人驱动的，物驱动的
- ◆ 人驱动的一用马斯洛对人类不同层次的需求分析，制定投资策略
- ◆ 物驱动的一用周期性的研究来鉴别投资标的和时点

投资策略框架

- ◆人驱动—按照马斯洛的理论，人的需求可分为5类，生理需求，安全需求，社会需求，尊重需求，自我实现需求。社会是人主导的，而同时社会又对人的行为产生影响。人在一生中不同阶段产生不同的需求，同时推动了社会的发展，而社会的发展到了一定阶段又会促成新的需求。
- ◆只要人类社会存在一天，人的需求就一直存在，只是需求会变化，增减。所以在投资框架里面，如果某方面人的需求是长期的，并且持续增长的，我们在这上面的投资期限就可以长一些，直到该需求减少。而不需要因为经济的短期波动而频繁换仓。人的需求是持续的，升级的，所以可以在相关行业可以找出好的标的长期配置。

投资策略框架

- ◆物驱动—因为人的最终需求，一件商品产生出来，期间经过上下游非常多的环节。正因为环节多，花费时间不少，供需上不可能完美结合。而且需求不是线性的，所以预测需求经常不准确，于是经常产生供需的不平衡。
- ◆物驱动—产业链上，行业供需面上出现的上下游不匹配为我们创造投资的机会。所以这部分的投资配置主要按行业周期来决定，进入景气阶段就超配，景气下降就低配。

用马斯洛的理论去发掘投资机会



用马斯洛的理论去发掘投资机会

◆ 一个国家多数人的需要层次结构，是同这个国家的经济发展水平、科技发展水平、文化和人民受教育的程度直接相关的。在不发达国家，生理需要和安全需要占主导的人数比例较大，而高级需要占主导的人数比例较小；而在发达国家，则刚好相反。在同一国家不同时期，人们的需要层次会随着生产水平的变化而变化，戴维斯（K. Davis）曾就美国的情况做过估计，如下表：

需要种类	1935 年百分比	1995 年百分比
生理需要	35%	5%
安全需要	45%	15%
感情需要	10%	24%
尊重需要	7%	30%
自我实现需要	3%	26%

用马斯洛的理论去发掘投资机会

◆生理需要

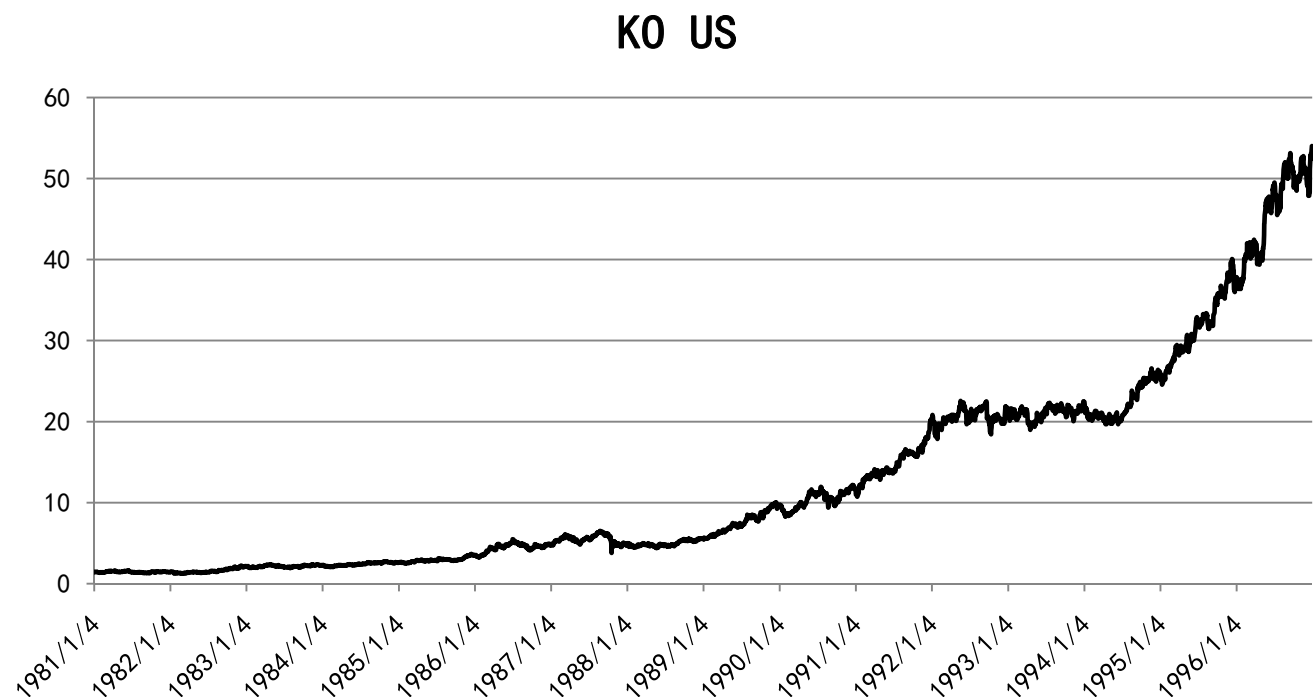
◆这是人类维持自身生存的最基本要求，包括饥、渴、衣、住、性的方面的要求。生理需要是推动人们行动的最强大的动力。马斯洛认为，只有这些最基本的需要满足到维持生存所必需的程度后，其他的需要才能成为新的激励因素。

◆简单来讲，衣食住行是主要的需求，而且是长期的。人从吃饱到要吃好，从有洞穴居住到要住豪宅等，则显示需求在社会发展的不同阶段会升级。而投资就是根据相关需求的创造，兴起，衰落来配置。

◆相关的行业有房地产，服装，零售，食品饮料，装修，汽车，航空等。

用马斯洛的理论去发掘投资机会

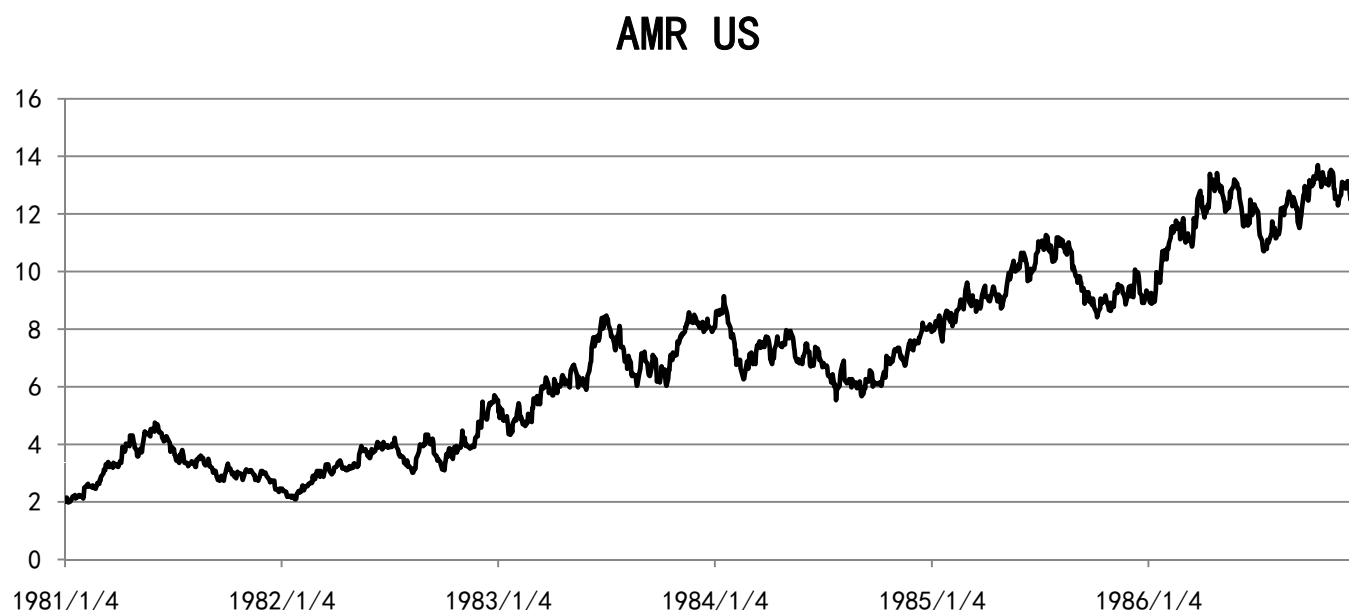
◆ 可口可乐公司股价从1981年的1.4美元涨到96年底的50美元， 35倍的回报， 期间任何回调都是买入机会， 而同期道指只涨了约6倍。



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

用马斯洛的理论去发掘投资机会

- ◆ 美国航空公司的股票从1981年的2美元涨到86年的12美元，而同期道指只上涨了1倍。这期间，AMR的股票可以不理睬波动，长期持有。
- ◆ 1978年后美国的航空行业全面放松管制，之后有数百家航空公司成立，破产。这期间美国民航需求增长强劲，老牌航空公司通过收购合并，扩大了市场份额。



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

用马斯洛的理论去发掘投资机会

◆安全需要

◆这是人类要求保障自身安全、摆脱事业和丧失财产威胁、避免职业病的侵袭、接触严酷的监督等方面的需要。马斯洛认为，整个有机体是一个追求安全的机制，人的感受器官、效应器官、智能和其他能量主要是寻求安全的工具，甚至可以把科学和人生观都看成是满足安全需要的一部分。

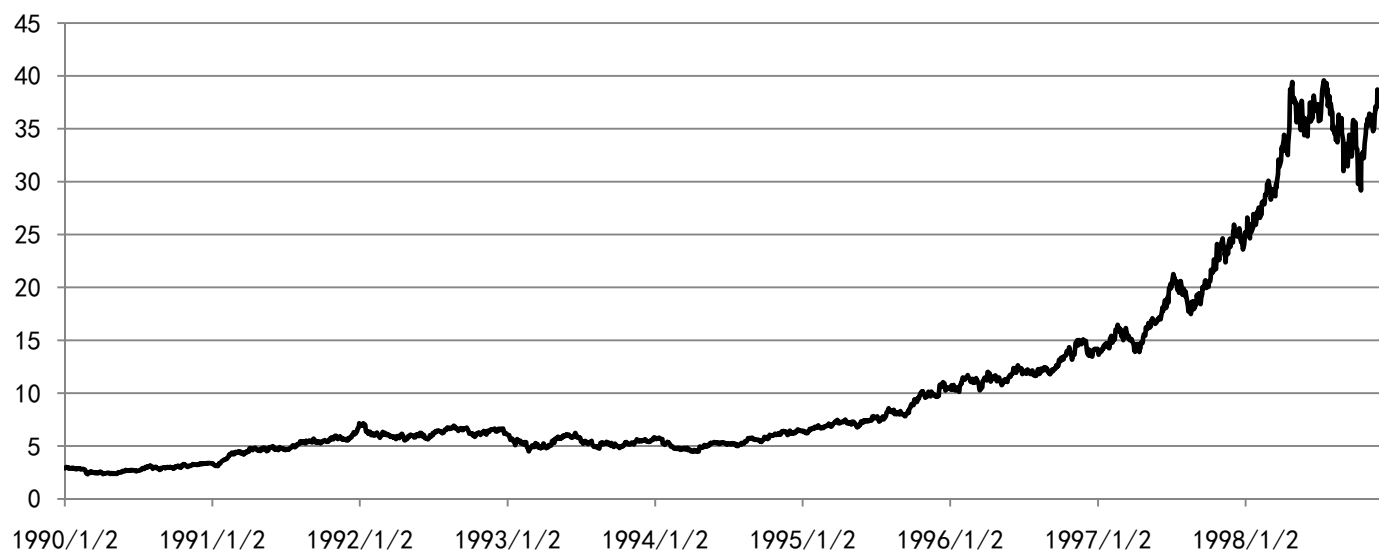
◆中国的大部分人都具有很强的安全需求。食品安全，财产安全，人生安全，个人健康都是大部分人现阶段需求的。

◆相关受益这部分需求的行业和公司，品牌食品，保险公司，医药保健行业。

用马斯洛的理论去发掘投资机会

- ◆ 辉瑞公司的股价从90年的3美元涨到98年的40美元，回报12倍，而同期道指只上涨了2倍多。
- ◆ 辉瑞公司受益于处方药的消费增长，90年代药品需求的增长超过11%，而处方药占消费支出的比例远小于住院治疗，所以消费者更愿意购买处方药。辉瑞新药的推出也不断扩大市场的需求。

PFIZER



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

用马斯洛的理论去发掘投资机会

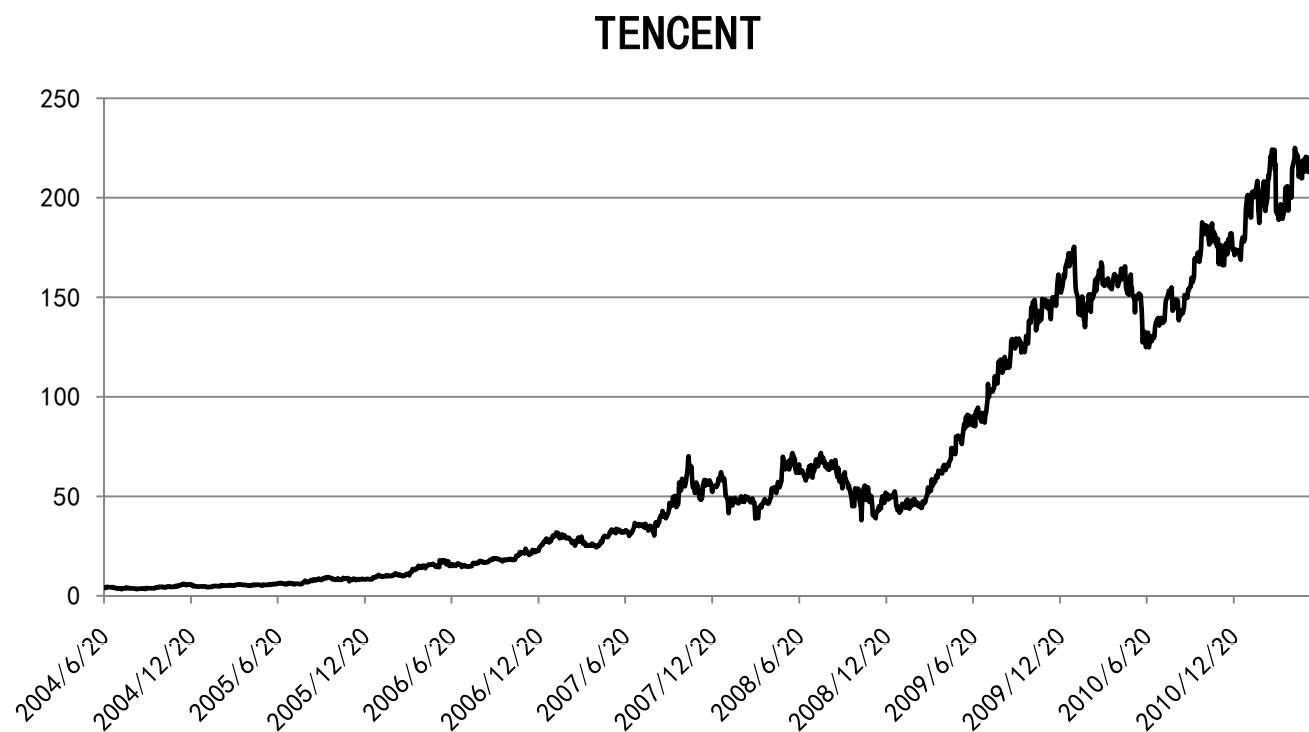
◆感情需要

◆这一层次的需要包括两个方面的内容。一是友爱的需要，即人人都需要伙伴之间、同事之间的关系融洽或保持友谊和忠诚；人人都希望得到爱情。二是归属的需要，即人都有一种归属于一个群体的感情，希望成为群体中的一员，并相互关心和照顾。

◆这个层次的需求最直接受益的行业以互联网最显著。

用马斯洛的理论去发掘投资机会

◆ 腾讯公司股价在2004年上市后，上涨了50倍。任何回调都是买入的机会。



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

用马斯洛的理论去发掘投资机会

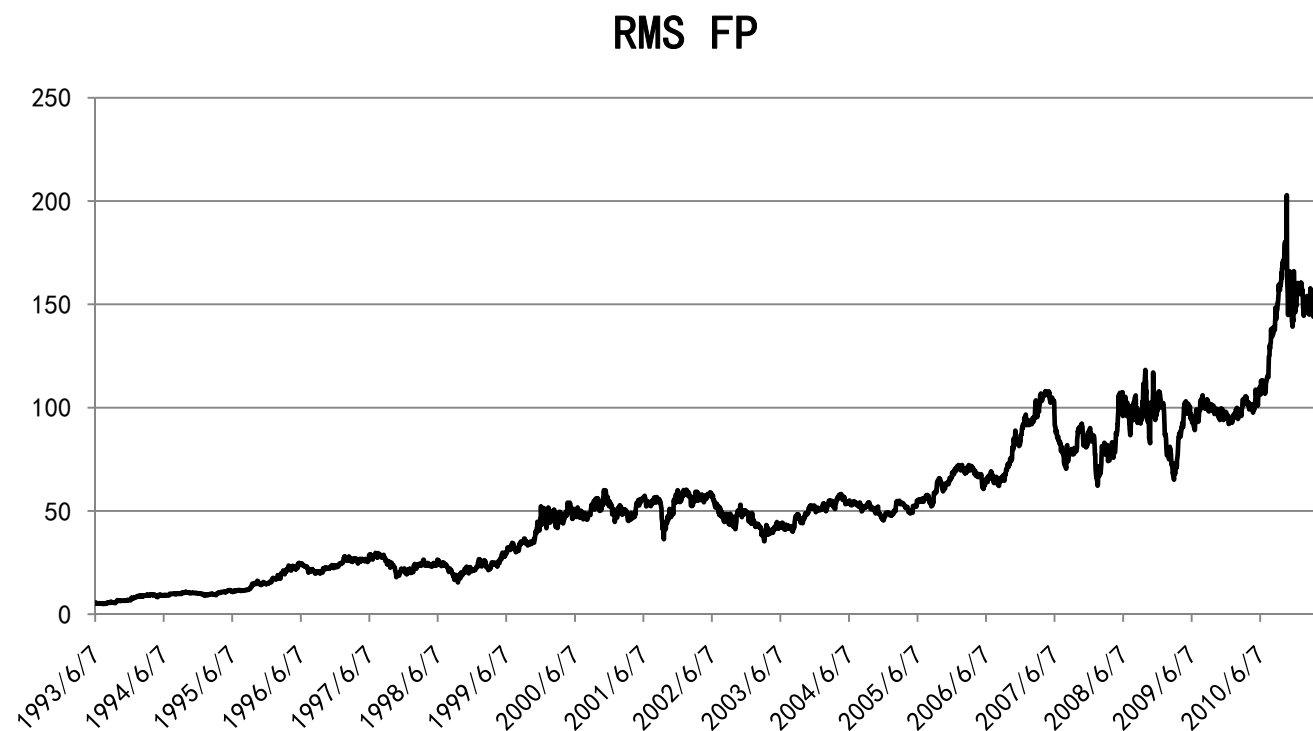
◆ 尊重的需要

◆ 人人都希望自己有稳定的社会地位，要求个人的能力和成就得到社会的承认。尊重的需要又可分为内部尊重和外部尊重。内部尊重是指一个人希望在各种不同情境中有实力、能胜任、充满信心、能独立自主。总之，内部尊重就是人的自尊。外部尊重是指一个人希望有地位、有威信，受到别人的尊重、信赖和高度评价。

◆ 为获得认同和尊重，人通过自身的能力和外在的表现来达到。面子问题带来的行业机会会有高端服装，奢侈品，高端酒，互联网，媒体，酒店，化妆品，豪华汽车。

用马斯洛的理论去发掘投资机会

◆ HERMES的股价从93年的5块涨到现在的180块，35倍的回报。其充分受益于不断富裕的人群的升级性需求，期间回调也是买入的好时机。



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

用马斯洛的理论去发掘投资机会

◆自我实现的需要

◆这是最高层次的需要，它是指实现个人理想、抱负，发挥个人的能力到最大程度，完成与自己的能力相称的一切事情的需要。马斯洛提出，为满足自我实现需要所采取的途径是因人而异的。自我实现的需要是在努力实现自己的潜力，使自己越来越成为自己所期望的人物。

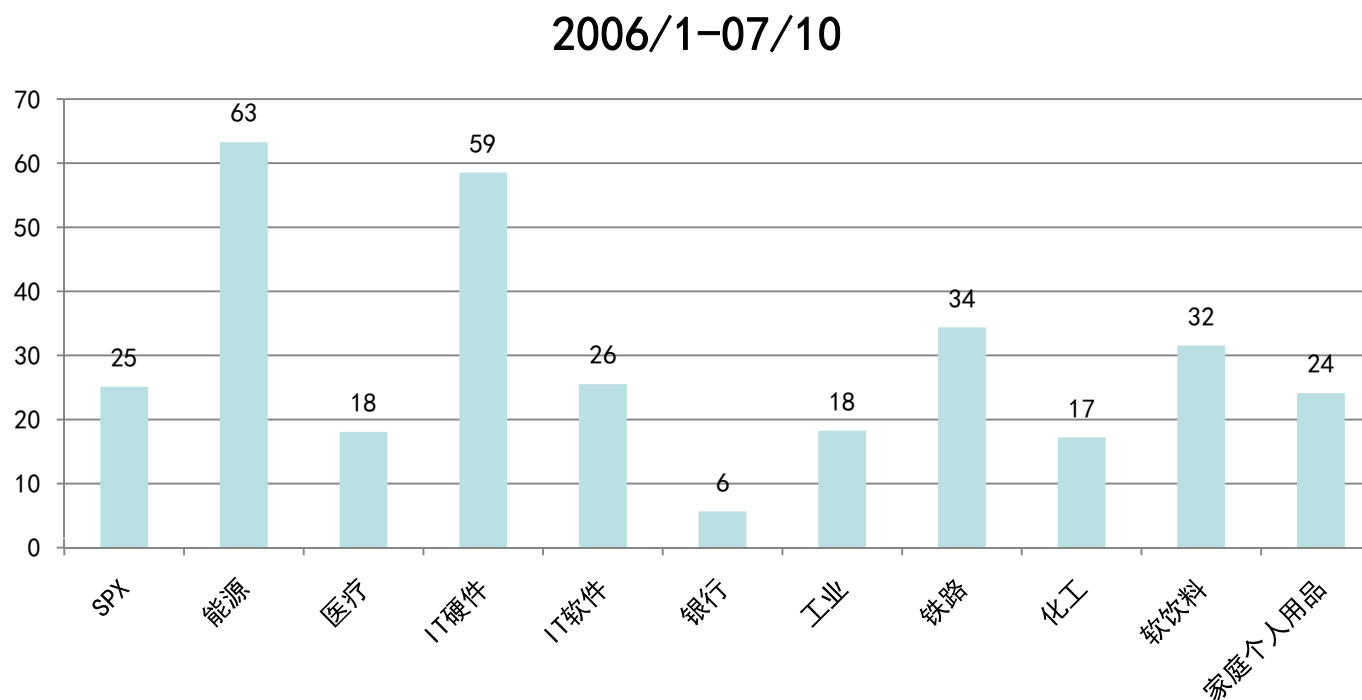
◆这部分需求较少能找到相对应的行业。

美国市场各行业表现的启示

- ◆ 在以上框架下，按两种驱动的主线，我们研究自2006年以来美国市场的各个主要板块的走势。
- ◆ 人驱动的一医疗，软饮料，家庭个人用品行业
- ◆ 物驱动的一能源，IT软硬件，工业，银行，铁路，化工

美国市场各行业表现的启示

◆ 2006年初至07年10月大涨期间, 能源, IT硬件, 铁路, 软饮料行业大幅跑赢市场, 而医疗, 银行, 工业, 化工弱于大市。上涨过程中, 周期性强的能源, IT硬件超额收益最多

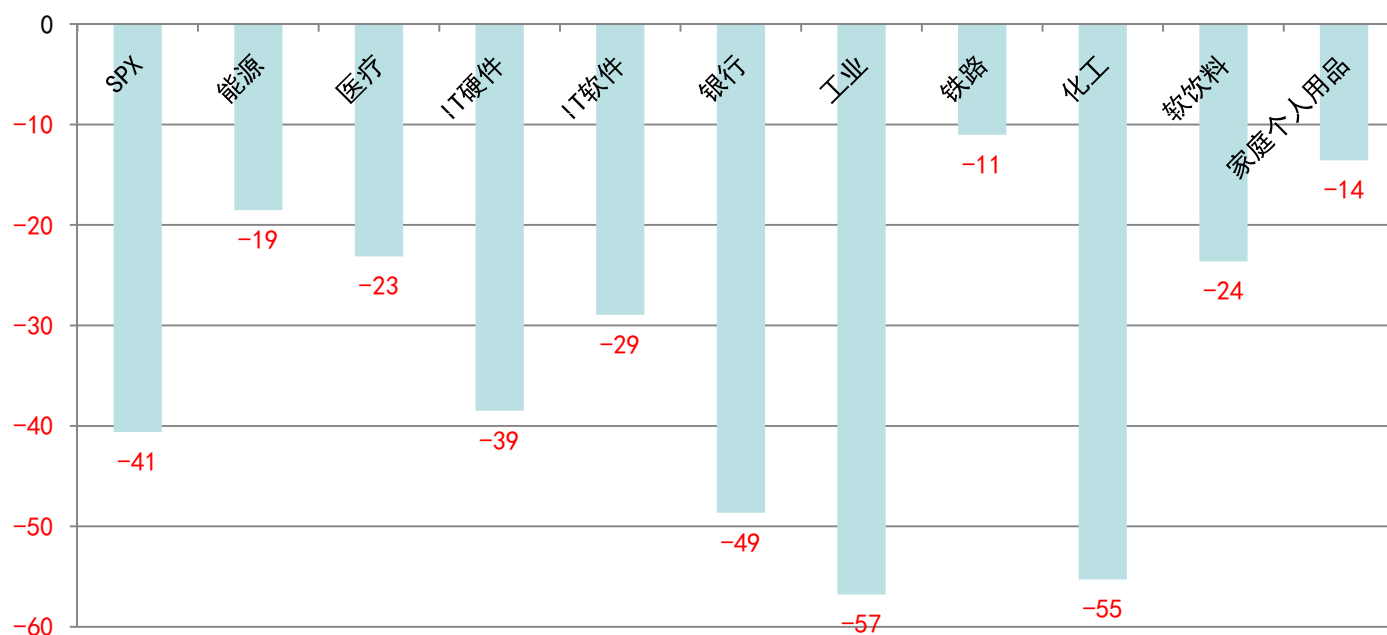


资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

美国市场各行业表现的启示

◆ 07年10月到09年初的大跌，能源，医疗，IT软件，铁路，软饮料，家庭个人用品行业强于市场，银行，工业，化工行业弱于市场。人驱动的医疗，软饮料，家庭个人用品行业明显跑赢市场，显示人的长期需求的波动还是比较小的

2007/10-09/1

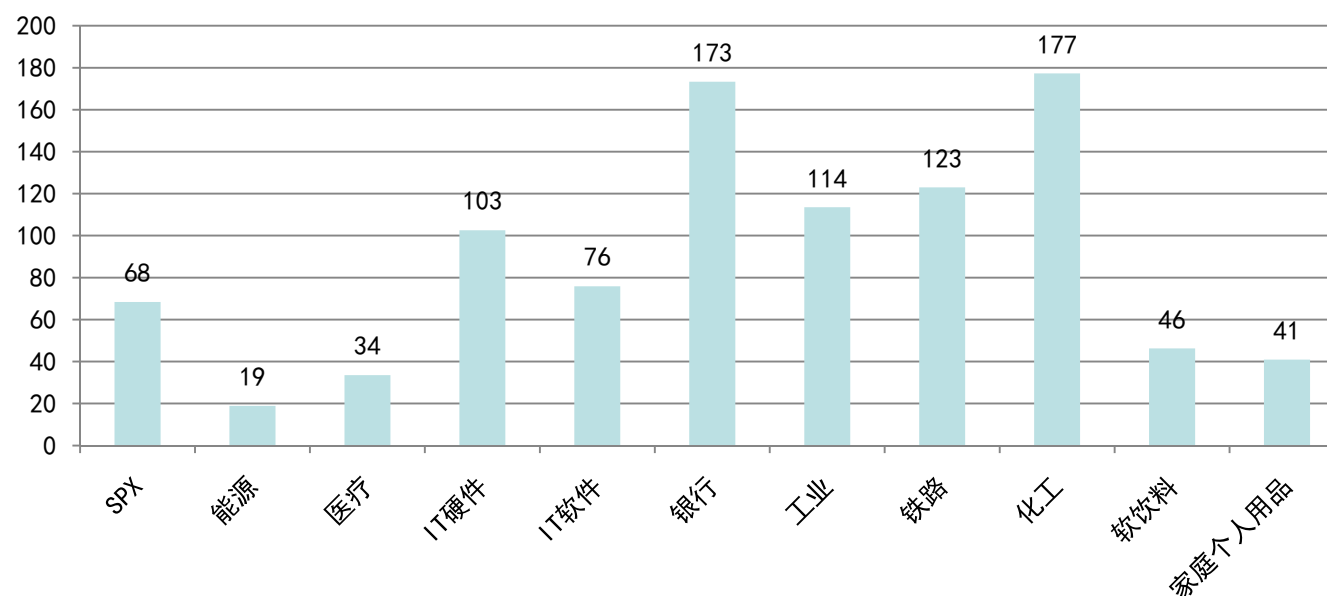


资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

美国市场各行业表现的启示

◆ 09年3月到10年4月的大幅上涨期间，IT硬件，软件，银行，工业，铁路，化工行业强于市场，而能源，医疗，软饮料，家庭个人用品行业弱于市场。在反弹中，周期性强的物驱动的行业明显跑赢，而且表现为跌的多，反弹也多。

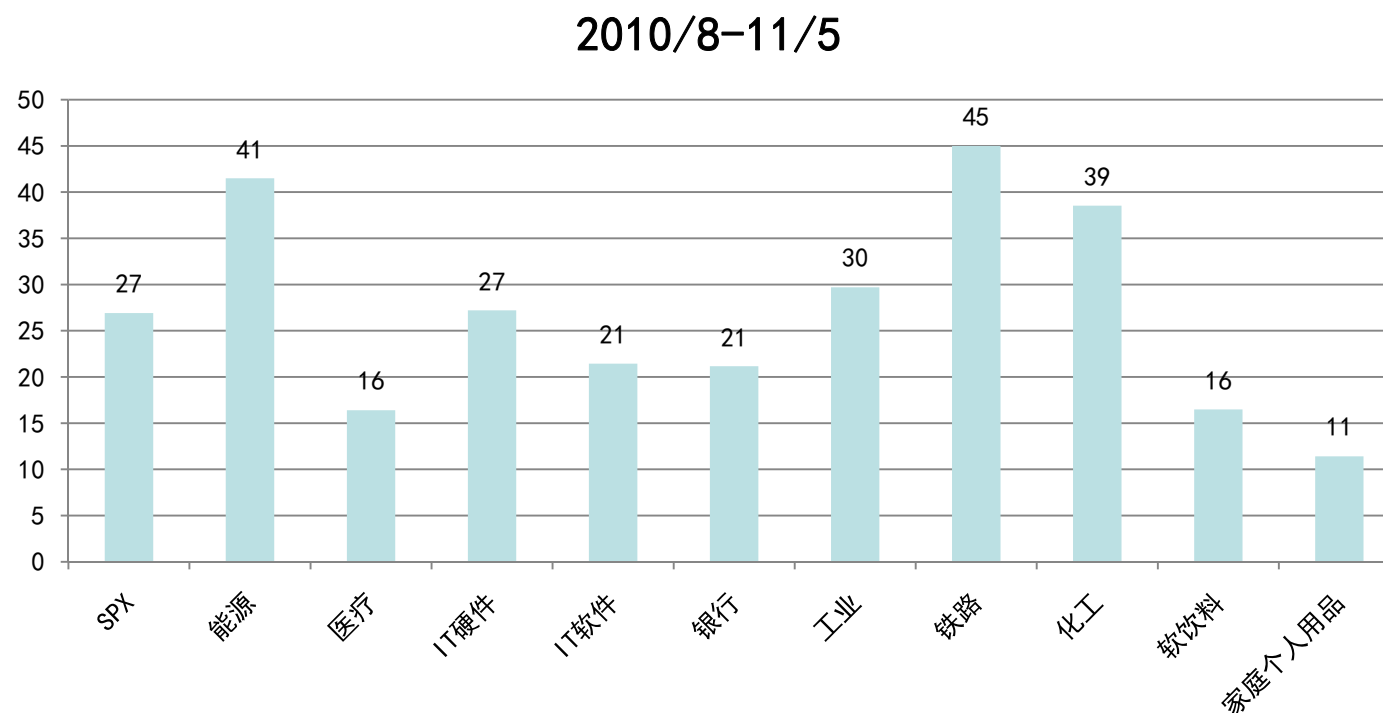
2009/3-10/4



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

美国市场各行业表现的启示

◆ 10年8月到11年5月的上涨中，能源，工业，铁路，化工行业强于市场，医疗，IT软件，银行，软饮料，家庭个人用品行业弱于市场。在上涨后期要多配置周期性的行业



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

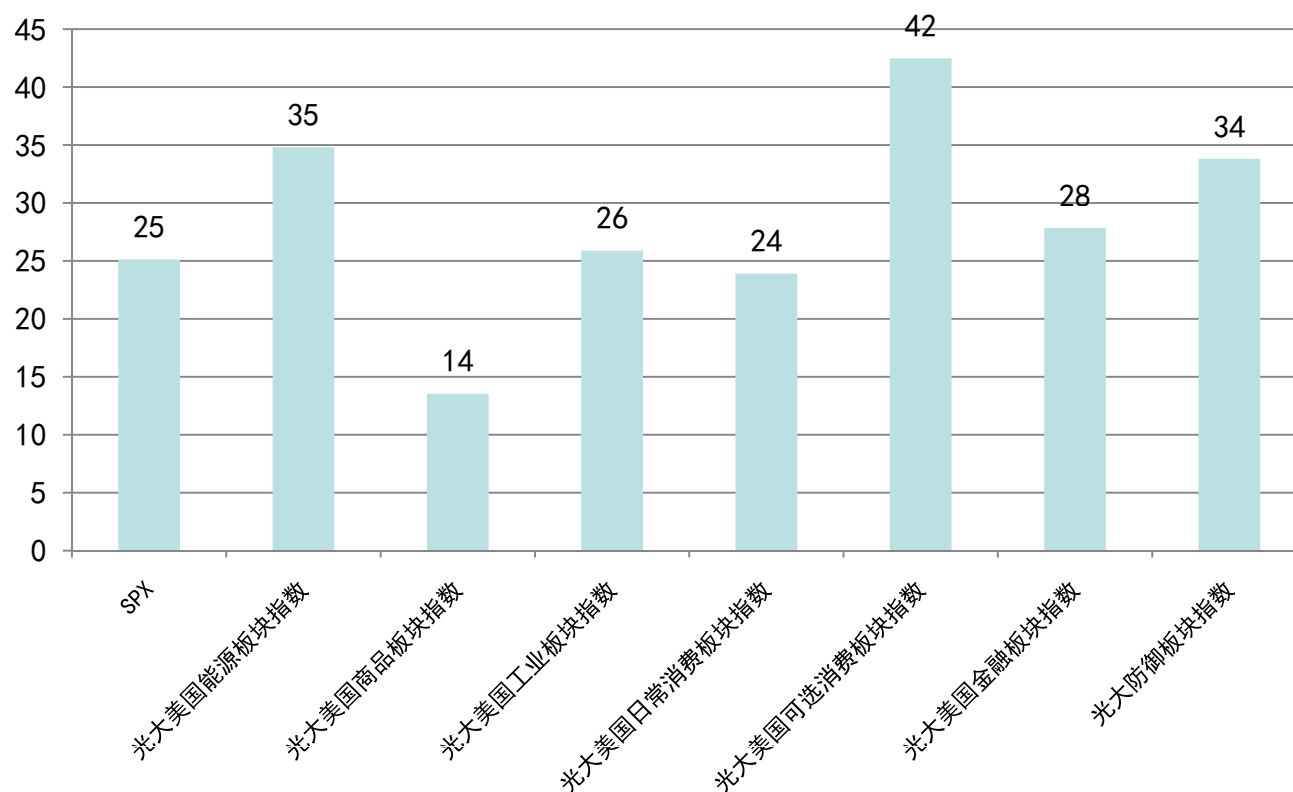
投资策略框架

- ◆ 基于两条主线，我们设计了7个美国市场板块指数，并且7个板块再组成一个光大美国组合投资指数
- ◆ 人驱动的一日常消费，可选消费，防御板块
- ◆ 物驱动的一能源，商品，工业，金融板块
- ◆ 光大日常消费指数：TGT, PG, JNJ, MCD, KO, CVS, KMB, BBY
- ◆ 光大可选消费指数：F, SBUX, COH, WYNN, EL, RL, HOT, TIF
- ◆ 光大防御板块指数：T, VZ, PFE, MRK, SO, MO
- ◆ 光大能源板块指数：XOM, CVX, COP, OXY, CHK, DVN
- ◆ 光大商品板块指数：FCX, DOW, BTU, AA, EMN, MEE
- ◆ 光大工业板块指数：CAT, INTC, CSCO, HQP, UTX, MMM, HON, NUE, QCOM, UPS
- ◆ 光大金融板块指数：JPM, WFC, BAC, GS, BK, AXP

(2006年1月至07年10月上涨中)光大各指数回报

◆能源，可选消费品，防御板块大幅跑赢，商品板块大幅跑输。上涨期间，只要在人驱动的行业中选好品种，其投资回报也可以大幅超越指数

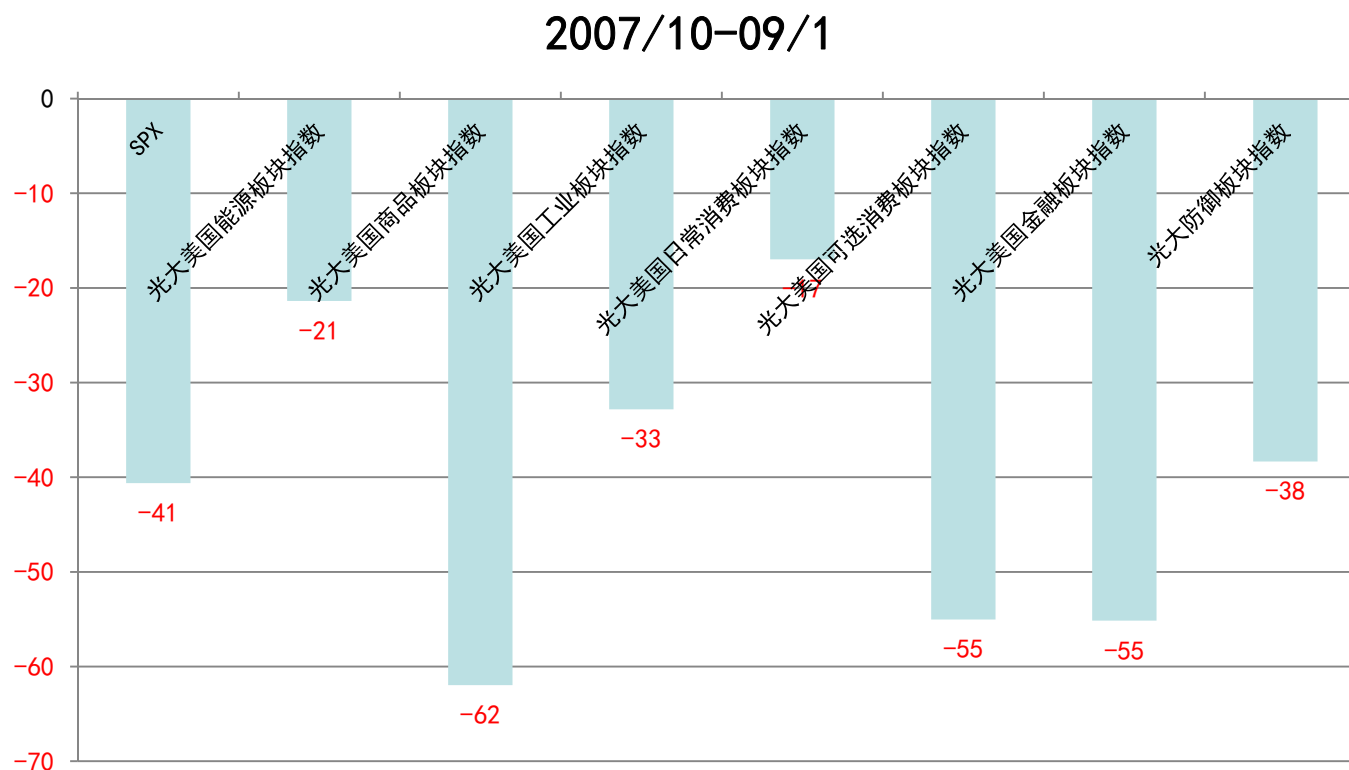
2006/1-07/10



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

(07年10月至09年1月大跌中)光大各指数回报

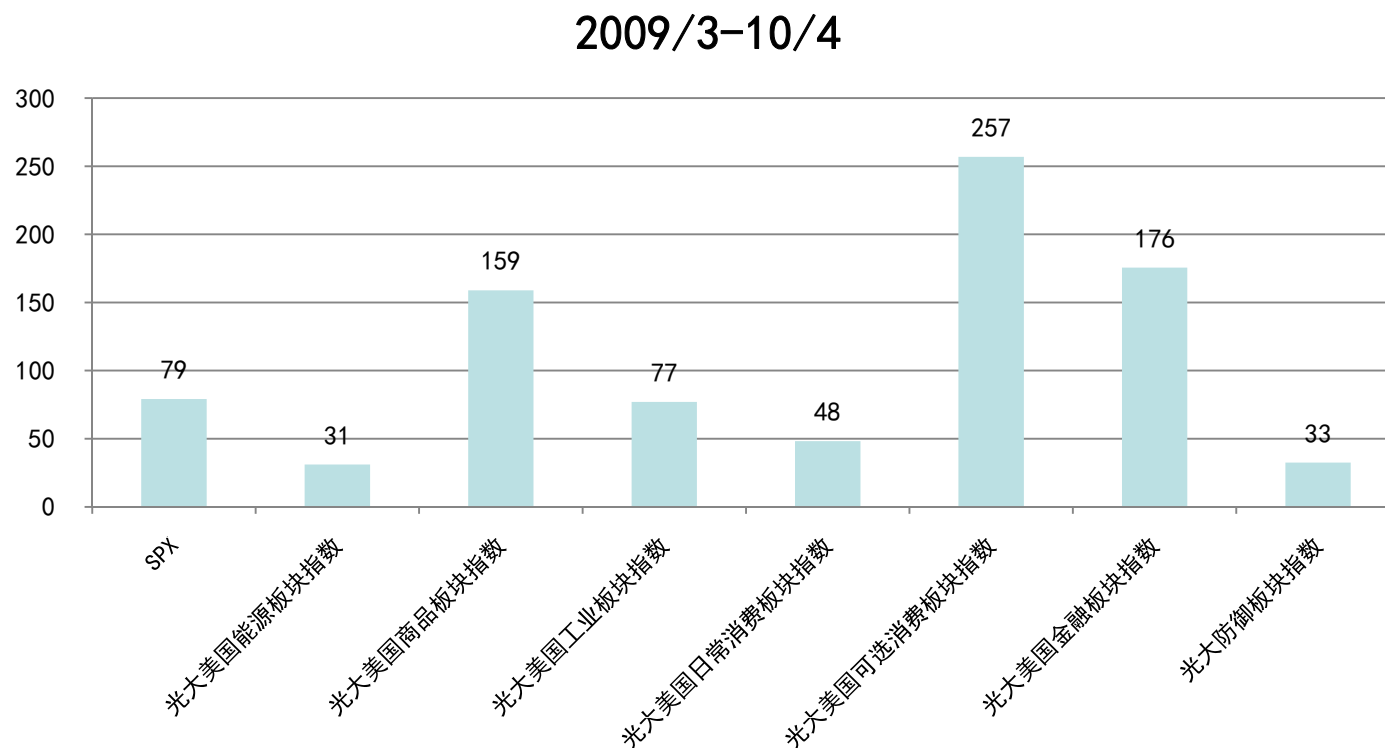
◆市场大跌中，能源，日常消费品，工业，防御板块跑赢市场，商品，金融，可选消费品板块指数大幅跑输



资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

(2009年3月至10年4月大涨中)光大各指数回报

◆在这波大幅反弹中，商品，可选消费，金融板块大幅跑赢，能源，日常消费，防御板块大幅弱于市场，也验证了跌的多，反弹也多，而可选消费品的强劲反弹也说明人的升级需求是会迅速恢复的。

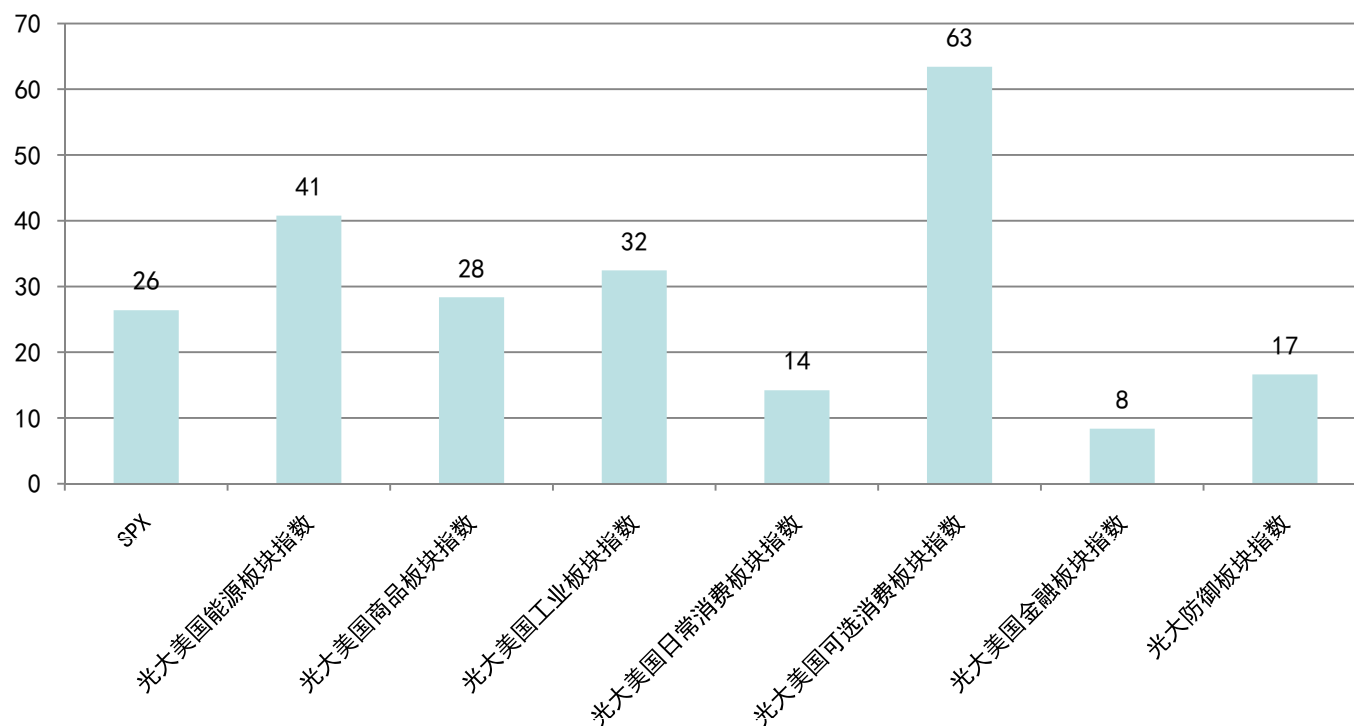


资料来源：BLOOMBERG、光大证券研究所

(10年8月至11年5月上漲中)光大各指數回報

◆ 能源，工業，可選消費板塊指數跑贏市場，日常消費，金融，防禦板塊弱於市場，在持續上漲中，人驅動的可選消費行業繼續跑贏

2010/8-11/5



資料來源：BLOOMBERG、光大證券研究所

光大美国综合指数表现

◆ 光大美国综合指数长期跑赢SPX



资料来源: BLOOMBERG、光大证券研究所

美国市场各板块表现对国内市场投资的启示

- ◆ 人驱动的可选消费行业中的优秀品种可以长期持有，因为人的升级需求随着经济恢复是持续增长的
- ◆ 在股市上涨期间，超配可选消费，工业板块
- ◆ 在股市下跌期间，投资偏向于人驱动的板块，超配日常消费，防御板块
- ◆ 跌的多的板块，反弹也多
- ◆ 找出A股超跌的板块，剔除有业绩风险的公司，三季度加仓这类板块为反弹做准备。找出国内可选消费行业的未来白马，可以长期持有

下半年投资策略

- ◆ 借鉴美国市场各板块的走势，新兴市场在经过上半年的疲软，央行持续加息的压力后，市场风险得到一定的释放。进入三季度，新兴市场的央行政策在现有节奏上不会再从紧，随着加息作用的体现，通胀会开始回落
- ◆ 新兴市场投资策略
 - ◆ 超配超跌板块和地区，巴西，印度，能源板块，低配韩国，防御板块
- ◆ 国内市场投资策略
 - ◆ 参照美国市场在反弹中IT软硬件，工业，化工等周期性跑赢市场，国内市场建议超配超跌的TMT，医药板块，低配家电，公用事业，可选消费中的优秀品种可以长期配置



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

谢 谢 ！

光大证券研究所 海外市场研究部

联系人：石明磊 CFA
Email: shiml@ebscn.com
电话：021-22169103

特别声明

- ◆ 本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。
- ◆ 光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一，经营业务许可证编号：z22831000。
- ◆ 本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。
- ◆ 本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。
- ◆ 本证券研究报告报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。
- ◆ 在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。
- ◆ 在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。
- ◆ 本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。
- ◆ 本证券研究报告报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。