



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

投资策略报告

证券研究报告

2011 年 12 月 16 日

全球市场

研究部

李志勇

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010005
lizy@cicc.com.cn

焦迪

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511060003
jiaodi@cicc.com.cn

2012 年海外市场展望

全球经济转型过程中的阵痛与机会

主要观点：

- **全球经济处于转型过程中。**全球经济再平衡的过程将会相当漫长和痛苦，但伴生机会。由于尚未找到和适应新的经济运行模式，在未来数年内，全球的经济增长将放缓。由于经济前景不明，全球资本市场的波动性也将明显上升，全球股市难有趋势性的牛市，多种资产面临重新估值，投资的风险上升。但在这个背景下，资产品种阶段性的机会将涌现，及时调整资产配置和准确择时将是获得良好投资回报的关键。
- **经济增长前景和欧债危机的演变决定市场走势。**美国经济仍将温和复苏，个人消费和投资仍是带动经济增长的主要动力。美国经济避免衰退的可能性较大，最大的下行风险将来自于欧洲形势的恶化，以及美国政治僵局对于财政的影响。因此，美国明年下半年经济不确定可能加大。**欧债危机持续升级，但将可能“蒙混过关”。**2012 年第一季度迎来欧元区国家债务到期偿付的高峰期，这可能是决定欧元区存亡的关键时刻。一方面，危机的焦点将集中在意大利，甚至在向法国扩散，市场对欧元区的信心将会接受严峻的考验，持续担心债务违约、无序重组以及欧元区解体这样的巨大风险。但在另一方面，出于担心对上述情形如果发生对于全球政治、经济格局的巨大冲击，欧盟领导人将会联合欧洲央行和 IMF 不断加大救助力度，虽然救助的难度和成本都在上升。总体来说，欧债问题虽有反复，但将“蒙混过关”，意大利等国最终会得到欧盟和 IMF 的贷款，欧洲央行将在应对危机中起到关键作用。**警惕新兴市场。**随着经济增速放缓和欧债问题的升级，新兴市场国家面临外资撤离和货币迅速贬值的问题，部分国家经济和股市面临巨大下行风险。**值得关注的两大风险**是政策判断失误和油价再次大幅上涨。
- **美国股市 2012 年走势：先跌、后反弹、再回调。**美国企业盈利仍能保持增长，标普 500 企业盈利同比增长 9%，估值则难以扩张。年初欧债危机升级，市场大幅下挫，标普 500 指数跌至 1,000 点。从第二季度末开始，欧债危机缓解，经济复苏加速，股市重回升势，标普 500 指数的高点在 1,350 点。但临近年末的时候，随着美国总统大选结果不确定性增强，市场将更加担心各项财政刺激政策到期后对经济的负面影响，股市将有所回调。
- **2012 年的投资策略。**年初以避险为主，从第二季度后半段开始，逐渐增加风险类的资产。临近第四季度时，则需再次减持风险类的资产。**股票市场：**上半年推荐防御性的板块和美国高质量的公司股票，即收入来源稳定、现金充足、高股息的公司股票，同时可以做空新兴市场 and 欧洲股市。从第二季度后半段开始，随着市场风险偏好的上升，可以逐步转向周期性的板块，并且开始做多新兴市场股市。**利率市场：**上半年推荐美国国债和投资级别的美国公司债。之后随着股市的反弹，可以配置更多的低级别的公司债券。**大宗商品市场：**由于投资者持续担心欧元区的稳定性和全球央行实施宽松政策而导致的货币超发，黄金仍将显示出其价值，因此我们中期继续看好黄金，但目前市场疲弱的走势使金价短期内面临显著的下行风险。由于经济增速将会放缓，因此至少在上半年看空铜等工业金属，但下半年工业金属将有反弹行情。对于石油，我们长期看好，但短期内油价走势将有极大的不确定性。

目录

2012 年海外市场策略展望：全球经济转型过程中的阵痛与机会	4
一、2011 年海外市场回顾	4
二、全球经济处于痛苦的转型过程中	6
三、美国经济仍将温和复苏	8
四、欧债危机持续升级，但将可能“蒙混过关”	13
五、警惕新兴市场	17
六、美国股市 2012 年走势：先跌、后反弹、再回调	18
七、2012 年的投资策略	22
八、值得关注的两大风险	23
九、美国股市的长期走势？	23

图表目录

图表 1: 美国股指大幅波动	4
图表 2: 全球股市的波动性持续上升	4
图表 3: 发达国家市场中美国股市表现最好（截至 12 月 14 日）	5
图表 4: 新兴市场普遍表现不佳（截至 12 月 14 日）	5
图表 5: 大宗商品表现惨淡（截至 12 月 14 日）	5
图表 6: 大宗商品货币普遍贬值（截至 12 月 14 日）	5
图表 7: 发达市场和新兴市场的联动也更加紧密	6
图表 8: 主导经济发展的两种力量	7
图表 9: 发达国家信贷大幅扩张	7
图表 10: 美国经济中制造业的比重开始上升，金融服务业下滑	8
图表 11: 欧元区国家劳动力成本在过去 10 多年中大幅上升	8
图表 12: 股市波动性大幅上升	8
图表 13: 美国经济仍将温和复苏	9
图表 14: 美国经济将平稳、低速增长	9
图表 15: 美国就业市场仍在缓慢复苏	9
图表 16: PMI 指数显示美国制造业表现最好	9
图表 17: 美国经济超预期幅度最大	9
图表 18: 美国的居民和金融机构的资产负债表情况大幅改善	10
图表 19: 企业在去杠杆化，但政府在加大杠杆率	10
图表 20: 美国房地产市场仍在寻底	11
图表 21: 美国消费者信心指数有较大幅度下降	11
图表 22: 但居民部门的消费仍然旺盛	11
图表 23: 制造和服务 ISM 指数均在扩张区域	12
图表 24: 美国企业倾向于留存现金来抵御不确定性因素	12
图表 25: 美国商业银行信贷与存款缺口加大	12
图表 26: 企业的贷款遭遇反复	12
图表 27: 美国政府的财政赤字居高不下	12
图表 28: 美国经济有可能会长期低速增长	12
图表 29: 欧元区 PMI 指数显示经济下滑明显	13
图表 30: 欧元区银行信贷的需求和供给均在下降	13
图表 31: 欧元区主要国家实际 GDP 年同比增速历史及预测值	14
图表 32: 意大利政府债务水平不具可持续性	14
图表 33: 意大利国债收益率持续上升	14
图表 34: 2011 年“周边五国”债务到期压力持续到 10 月	15
图表 35: 2012 年“周边五国”仍然面临严峻的债务到期压力	15
图表 36: 欧洲主要国家银行对“周边五国”风险敞口巨大	15
图表 37: 欧洲主要银行 CDS 息差大幅上升	15
图表 38: 马里奥·德拉吉上任伊始便降息	16

图表 39: 欧洲央行在二级市场上大举购买国债	16
图表 40: 美元走强伴随着新兴市场货币贬值	17
图表 41: 欧洲银行向新兴市场的贷款逐年上升	17
图表 42: 俄罗斯经济随油价涨落而起伏	18
图表 43: 新兴市场国家的财政余额情况好于发达国家	18
图表 44: 股指和欧元/美元之间的走势接近	18
图表 45: 股指和欧元/美元之间的相关系数在增大	18
图表 46: 经济意外指数领先标普 500 指数约 3~6 个月	19
图表 47: 标普 500 指数季度每股经营性净利润和同比增速	19
图表 48: 市场对 2011 年和 2012 年标普 500 盈利预测（经营性净利润）走势近期出现分化	19
图表 49: 市场对 2012 年标普 500 金融和能源行业盈利预测下调明显	20
图表 50: 消费者信心指数与美国股指估值（1975~2011 年）	20
图表 51: 消费者信心指数与美国股指估值（2003~2011 年）	20
图表 52: 企业通过降低劳动力成本提高生产率	21
图表 53: 美国公司总利润中海外市场所占份额有所回落	21
图表 54: 标普 500 公司净利率处于高位，与名义 GDP 增速高度相关	21
图表 55: 美国股市总统大选年表现（1900~1952 年）	22
图表 56: 美国股市总统大选年表现（1953~2008 年）	22
图表 57: 市场风险指数仍未超出 2010 年 5 月时的水平	22
图表 58: 股市和债市的不同走势	22
图表 59: 美国股市 2007 年以来与 1970s 比较	23
图表 60: 美国股市在最近两个大的周期对比	24

2012 年海外市场策略展望：全球经济转型过程中的阵痛与机会

一、2011 年海外市场回顾

市场风险上升、波动性增大。和 2010 年相比，全球市场的风险上升，波动更加剧烈。从今年第一季度开始发生的事件都对全球金融市场造成了巨大的影响。首先，今年 3 月的日本强烈地震和与之相关的核泄露风波对全球制造业的产业链，尤其是高端制造的产业链，造成了重大的负面影响，导致发达国家制造业在第二季度下滑。所幸的是，震后日本政府采取了及时的救助措施，经济没有大幅下滑，而受到影响的制造业在第三季度也有所恢复，并且核污染扩散的危险最后也被证明是虚惊一场。总体来说，日本地震对全球经济造成的影响较小，但却在短期内打击了金融市场，造成股市暴跌。

其次，中东和北非的政治乱局，以及利比亚内战，使得短期内原油价格飙升，全球经历了一波小型的石油冲击，后果是通胀在世界范围内抬升，增加了新兴市场国家宏观调控的难度，加剧了市场对于新兴市场国家经济“硬着陆”的担忧。

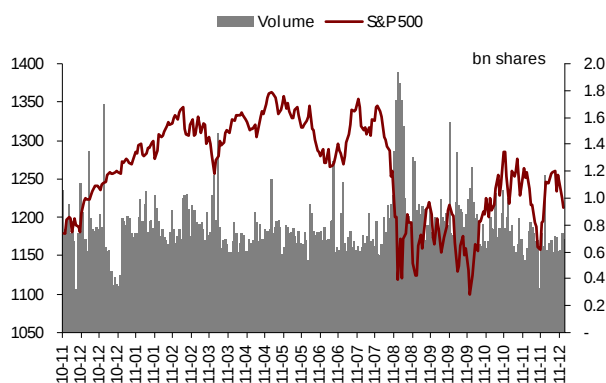
第三，围绕调整美国国债发行上限的问题，美国国会进行了一场“争斗”，随后美国国债评级被标普下调，引发了市场对于美国债务水平可持续性和美国经济前景的担忧，市场大幅波动。

第四，是全球经济增速放缓，尤其是美国经济有陷入衰退的风险。在油价上涨和日本地震的冲击下，美国经济增长从今年第一季度开始大幅低于预期，市场担心美国经济“二次探底”不可避免。虽然在第三季度 GDP 增长有所回升达到 2.5%，但市场的担忧将在很长一段时间内挥之不去。

第五，欧洲危机反复冲击市场。从 2009 年末开始爆发以来，欧洲主权债务危机已经有两年的历史。从那时开始，欧债危机分为四个阶段：第一阶段从 2009 年底至 2010 年第 2 季度，希腊债务危机浮出水面，随后全面爆发；第二阶段从 2010 年第 3 季度至 2011 年第 2 季度，危机蔓延至欧元区其他国家（爱尔兰、葡萄牙）；第三阶段发生在 2011 年第 3 季度，危机蔓延至欧元区核心国家（意大利）；第四阶段从 2011 年第 4 季度开始，欧盟加大应对债务危机的力度。欧债危机错综复杂、旷日持久，并将在未来很长一段时间内对世界经济和全球市场造成冲击。

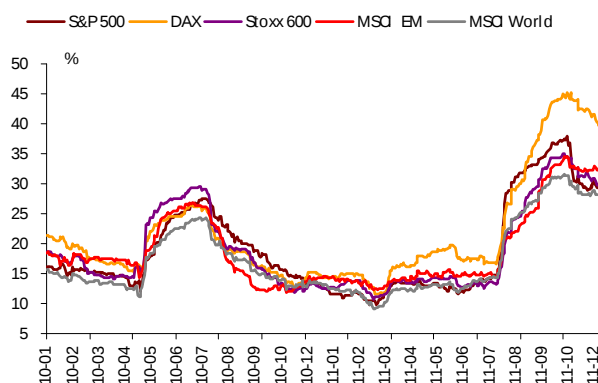
在这些因素的影响之下，全球股票市场大幅波动（图表 1 和 2）。

图表 1: 美国股指大幅波动



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 2: 全球股市的波动性持续上升



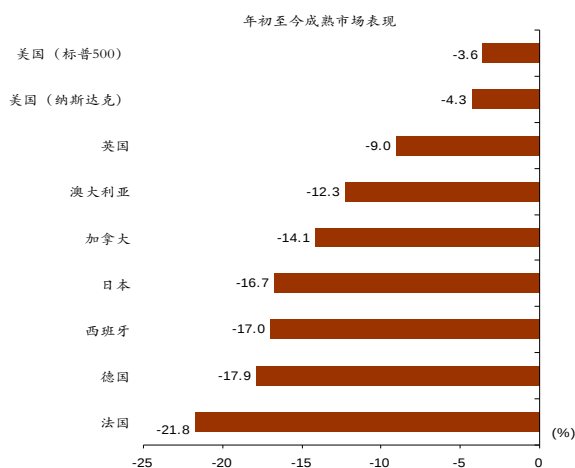
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

美国股市表现最好。在全球的主要股市中，年初至今表现最好的市场是美国股市。美国股市估值便宜、盈利持续增长，而且由于美国市场受欧洲危机影响较小，美国资产的安全性受到投资者的青睐。欧洲股市因为身处危机的中心，在年中时候遭受重创。新兴市场股市的弹性向来很大，因此在市场整体下跌时跌幅较大，但反弹时的表现也相对较好（图表 3 和 4）。

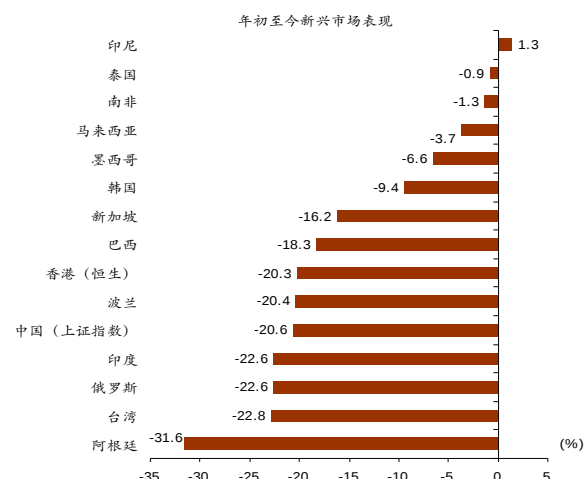
大宗商品表现惨淡。受到经济增速回落的影响，除原油之外的大宗商品表现惨淡，尤其是基础金属（图表 5）。一个例外是黄金。由于市场风险上升，黄金的避险功能在大部分的时间里受到投资者的追捧（虽然黄金在下半年的大部分时间里表现得更像是风险资产），因此黄金的表现气势如虹，价格持续上涨。

美元小幅贬值。在汇率方面，由于大宗商品价格大幅下跌，与大宗商品密切相关的货币多数贬值（图表 6）。在所有的货币中，最值得关注的是欧元对美元的走势。虽然债务危机升级，但这似乎并不影响欧元的生存，并且由于欧元利率持续高于美元利率，欧元汇率全年虽有波动，但跌幅有限。

图表 3: 发达国家市场中美国股市表现最好（截至 12 月 14 日） **图表 4: 新兴市场普遍表现不佳（截至 12 月 14 日）**

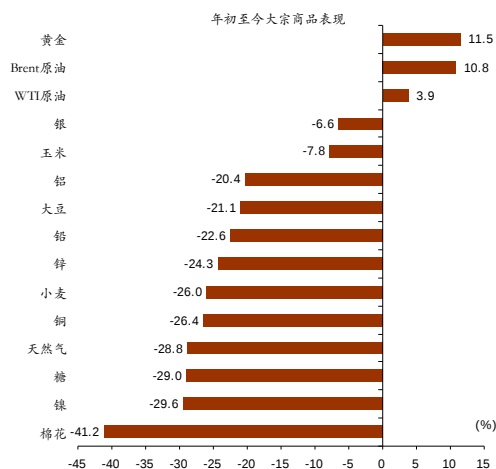


资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



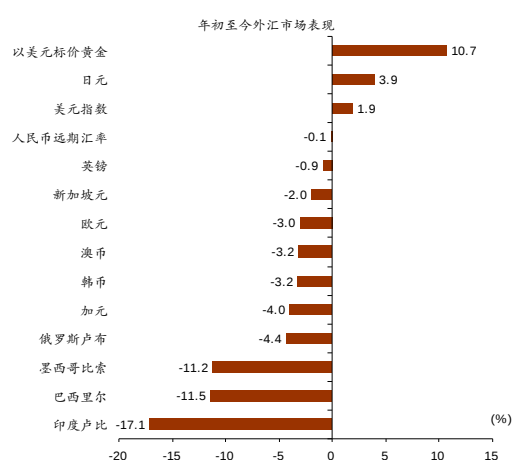
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5: 大宗商品表现惨淡（截至 12 月 14 日）



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 6: 大宗商品货币普遍贬值（截至 12 月 14 日）



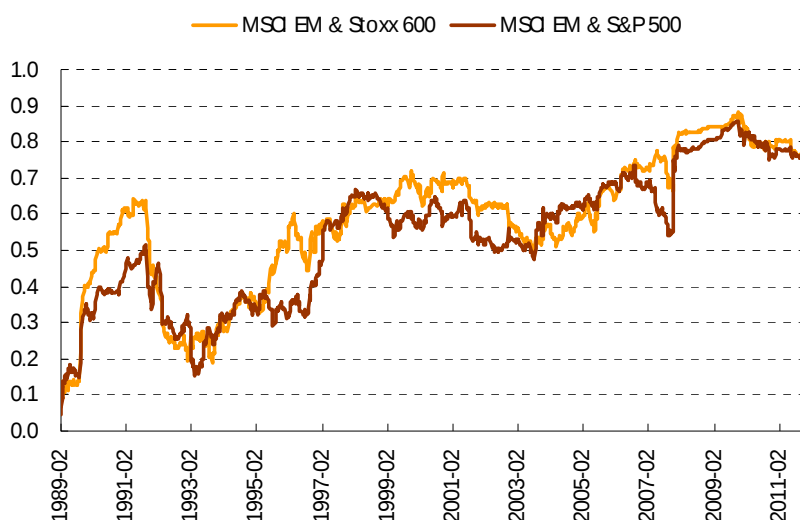
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

二、全球经济处于痛苦的转型过程中

全球经济的大趋势。我们知道，在过去的大约二十年时间里，全球经济格局发生了很大的变化。具体来说，有四个趋势影响重大、意义深远。第一个趋势是新兴市场的崛起，这意味着数十亿新的劳动力和消费者的出现，大大拓展了发达国家商品和服务的市场。第二个是经济大稳健（Great Moderation），即无论以何种指标衡量（GDP 增长、通胀、失业率等），全球经济的稳定性都在不断提高。第三个是全球化，即各个国家发挥自己的“比较优势”，全球范围内的分工明显。第四个是金融自由化，即以经济全球化为背景，以信息技术的进步为工具，新问世的金融产品层出不穷，目的是满足投资者不断增长的需求。

在上面所述的四个大趋势中，影响力最为深远的可能就是全球化了。随着世界经济的联系愈加紧密，金融全球化也达到了相当的程度，最直接的表现形式就是投资者可以在全球范围内进行资产配置，同时发达市场和新兴市场的联动也更加紧密（图表 7）。

图表 7：发达市场和新兴市场的联动也更加紧密

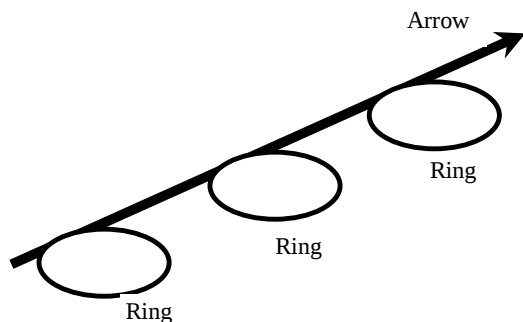


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

2008 年的金融危机打破了过去趋势。世界经济的发展由两种力量推动，第一种可以被比作箭头，代表着经济增长的长期趋势；第二种可以被比作环，代表着不断重复的经济周期。如果长期趋势总体来说是向上的，那么经济周期会不时将这种趋势打断（图表 8）。

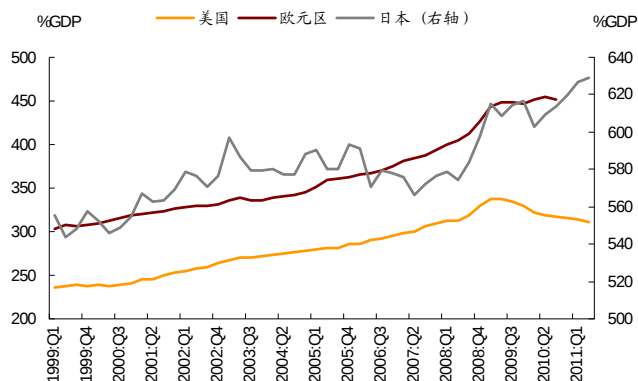
发达国家宽松的货币政策和金融全球化造成了在过去的十多年中信贷的快速扩张（图表 9），而信贷的大量增加又推动了经济的加速增长和资产价格的大幅上涨，以至于形成了泡沫。但 2008 年席卷全球的金融危机终止了这个进程。因此，从 2008 危机开始，包括现在的发达国家债务危机，尤其是欧洲主权债务危机，都是在逆转这个进程。可以预见，未来或许还会有更多的债务危机爆发，因为要逆转信贷泡沫需要较长时间。

图表 8: 主导经济发展的两种力量



资料来源：中金公司研究部

图表 9: 发达国家信贷大幅扩张



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

2008 年的危机是一次改变系统的危机。根据程度和发生的时间点来划分，金融危机及其相关的经济衰退有两种，一种是系统内的危机，另一种是改变系统本身的危机。大多数的危机和经济衰退都是属于系统内的，虽然对经济发展的进程有影响，但并不对系统本身构成威胁。改变系统本身的危机则不然，因为此类的危机会使得过去的基本运行模式受到质疑和挑战，从而为新模式的出现奠定基础。

资本主义经济在不同的时期有不同的运行模式。大体上说，在上世纪 30 年代之前的模式是政治和经济基本上互不干扰，政治和经济是两个平行的社会科学，人们对经济学的认识也处在比较初级的阶段，宏观调控的财政和货币政策几乎不存在。上实际 30 年代的大萧条改变了这种状态，凯恩斯主义开始在全球盛行，政府干预经济活动变得理所当然。这种模式顺利运行了三十年，在上世纪 60 年代伴随资本主义的黄金时代达到顶峰，但在 70 年代遭遇了极大困难，供给出现短缺，对于需求端的管理不见成效，美国经济出现“滞胀”。从 80 年代初开始，由于“撒切尔-里根”时代经济自由化的改革，西方发达国家的经济进入了一个新的运行模式，即以市场为主导，辅之以适当的货币和财政政策对经济进行“微调”。

如前文所述，这个运行了约三十年之久的模式在 2008 年被金融危机所打破，资本主义需要探索和变革，寻找下一个运行模式。预计在新的模式中，市场仍将起到重要力量，但政府的作用将会加强，即将有更多的政府干预和监管。在过去的几年中，我们已经看到了这方面的迹象，比如凯恩斯主义的回归，又比如美国和欧洲加强对金融系统的监管。

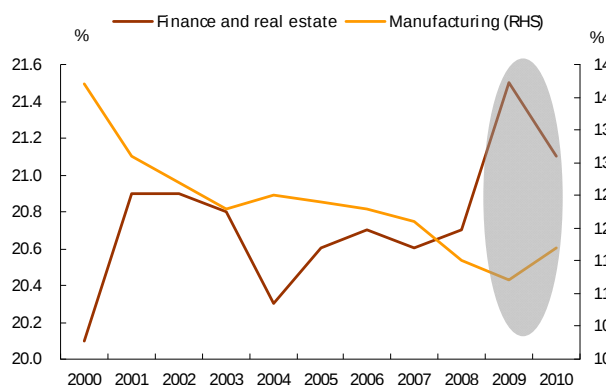
全球经济处于转型过程中。旧的运行模式已经不再适用，必须经历大规模的变革才能进入一种新的运行模式。在目前的时间点上，不但发达国家，包括美国、欧洲、日本等需要改革，新兴市场国家如中国等也需要改革。

美国经济需要降低金融和服务业在经济体中所占的比重，而加强制造业，即“去金融化”（图表 10）。欧洲需要在较长的时间内削减财政赤字，改革其陈旧的劳工体制，降低福利，增加竞争力，即“去福利化”（图表 11）。中国则面临着在新的形式下的经济转型，逐渐摆脱对于房地产业的依赖，即“去资产（房地产）化”。同时，改革的目标之一是全球经济的再平衡，即发达国家需要加大出口和投资的比重，而新兴市场国家则需扩大内需，保持经济可持续发展。

可以预见，这个改革的过程将会相当漫长和痛苦。模式的转变，或者说是系统的升级，绝非可以一蹴而就。这个过程将是对过去模式的否定，转型过程中会有阵痛。

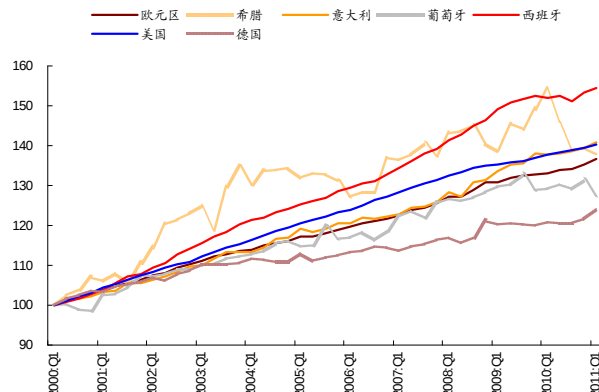
由于尚未找到，或者说尚未适应新的经济运行模式，在未来数年内，发达国家和新兴市场国家的经济都将放缓。也由于经济前景不明，全球资本市场的波动性也将明显上升（图表 12），股市难有趋势性的牛市，股指维持宽幅震荡的可能性较大，各种资产面临重新估值，因此投资的风险上升。但在这一个总的趋势下，各资产品种阶段性的机会将会很多，因此及时的资产配置和准确的择时将是获得良好投资回报的关键。当然，能够做到这一点并不容易。

图表 10: 美国经济中制造业的比重开始上升, 金融服务业下滑



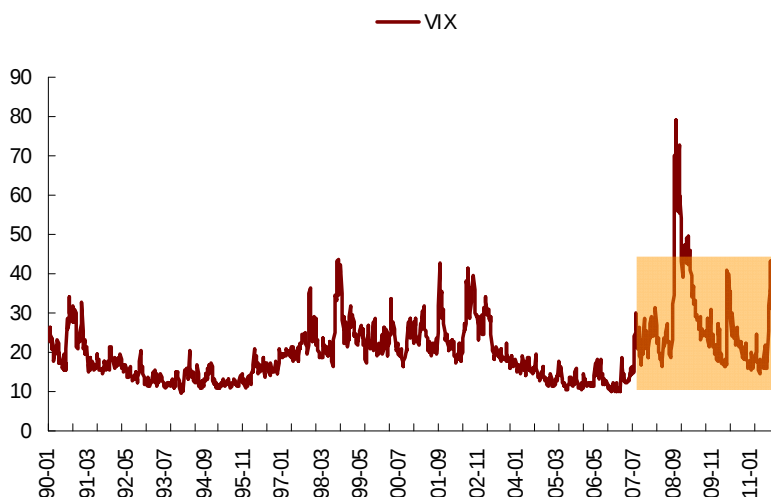
资料来源: BEA, Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 11: 欧元区国家劳动力成本在过去 10 多年中大幅上升



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 12: 股市波动性大幅上升

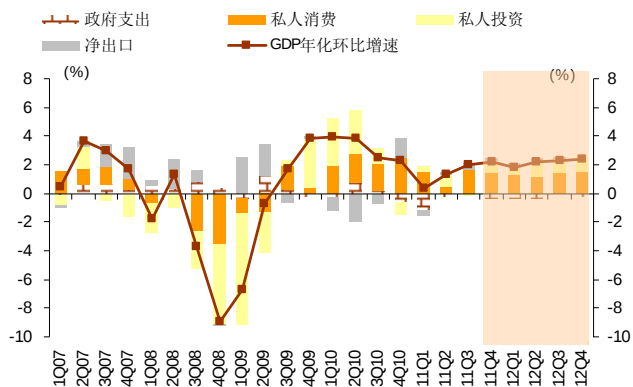


资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

三、美国经济仍将温和复苏

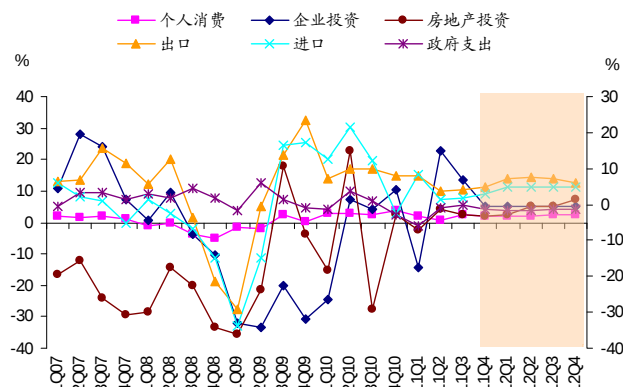
美国经济仍将温和复苏。市场担心的一个焦点是全球经济前景,尤其是美国的经济前景。在 2011 年,美国经济增长经历一轮小规模 V 型反弹,环比 GDP 增长从第一季度的 0.4%,回升到第二季度的 1.3%和第三季度的 2.0%(图表 13)。根据中金宏观组的预测,美国实际 GDP 在 2011 年增长 1.7%,2012 年增长 2.0%;从季度增长率来看,今年第四季度增长 2.2%,明年四个季度分别增长 1.8%、2.2%、2.3%和 2.4%,呈前低后高的趋势。从经济增长的分项来看,个人消费和投资仍然是带动经济增长的主要动力;净出口对 GDP 的影响较小;政府支出对 GDP 有较大的负面影响,预期明年向下拉动 GDP 约 0.3%(图表 14)。

图表 13: 美国经济仍将温和复苏



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

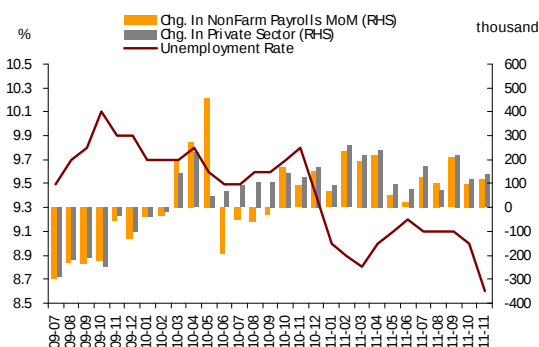
图表 14: 美国经济将平稳、低速增长



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

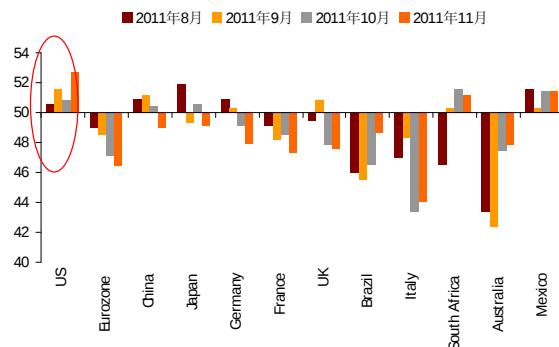
基本面仍在缓慢改善。近期公布的经济数据表明，美国经济不但继续复苏，而且往往超出预期。美国 11 月失业率下降到了 8.6%，为两年半以来的最低，而且私人部门在持续创造出新的工作机会（图表 15）。从全球来看，PMI 指数显示美国的制造业表现超出其他主要的经济体，而且上升的趋势明显（图表 16）。实际上，美国经济数据从第三季度开始便克服了日本地震对产业链的破坏、油价上升对成本的推动、以及欧债危机升级对信心的打击等不利影响，表现显著超出预期，近期更有加速好转的迹象（图表 17）。如果这种趋势能够维持，那么即使有欧债危机的反复和全球经济放缓的影响，美国经济的改善将为市场提供一定的支撑。

图表 15: 美国就业市场仍在缓慢复苏



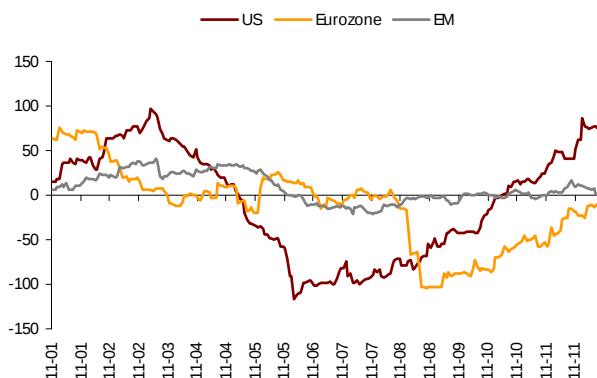
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 16: PMI 指数显示美国制造业表现最好



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 17: 美国经济超预期幅度最大



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

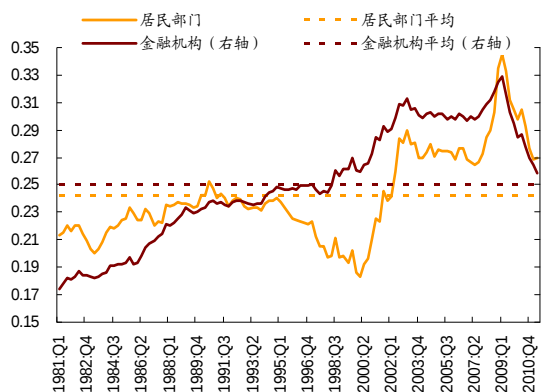
美国经济避免衰退的可能性较大。美国经济最大的下行风险将来自于欧洲形势的恶化。如果欧债危机继续深入，欧元区的核心国家面临债务违约的风险，金融市场将大幅动荡，打击投资者的信心。金融市场的波动，将直接影响美国的金融部门，以银行为主的金融部门降低贷款意愿，削减业务规模；而实体经济也将对未来失去信心，投资和消费意愿大幅下降。于是，欧债危机将通过金融信贷和投资者信心两个渠道打击美国经济。欧债危机是否将大规模爆发以及何时爆发很难判断，我们的看法是，在欧元区不因债务问题而“崩溃”的前提下，美国经济将避免陷入衰退的可能性较大。

首先，美国经济中不存在泡沫成份。自 2009 年第三季度开始复苏以来，美国经济一直维持一个较低的增速，这期间也伴随着两次经济“二次探底”的担忧（一次是 2010 年第三季度，第二次是 2011 年第三季度）。这两次“二次探底”的担忧在很多程度上来自于对欧债危机会集中爆发的担忧。但从实际情况来看，美国经济总能在消费和投资的支持下很快走出困境，原因就在于美国经济体中的主要部门的资产负债表情况良好。

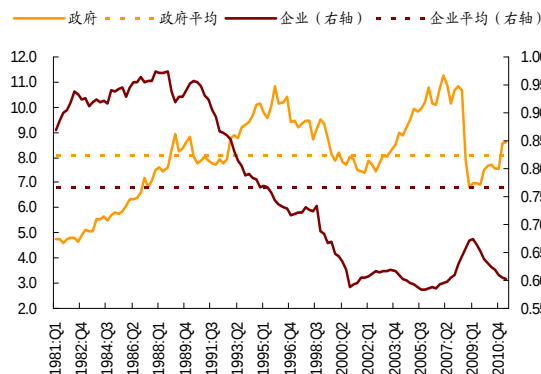
我们之前谈到过，刚过去的这轮经济衰退属于“资产负债表性衰退”。在危机结束之后，各个部门忙于修复大幅受损的资产负债表，降低债务水平，降低杠杆率，对信贷的需求很低，因此即使是极低的利率也不能对投资和消费起到大的刺激作用，即传统意义上的货币政策是失效的。美联储显然也看到了这一点，因此在长期维持极低基准利率的同时，先后推出了两轮的量化宽松政策。

在危机结束两年多后的今天，美国经济体中各部门的资产负债表已经得到了很好的修复，但仍在修复之中。这有两层含义。第一，危机之前杠杆率最高的居民部门和金融机构，也是危机中受损最严重的两个部门，其杠杆率已经大幅下降（图表 18）；企业的情况最好，危机前的杠杆率就不算高，现在又进一步下降；但政府却在加大债务水平和杠杆率（图表 19）。因此，美国经济体抗风险能力较强，不容易再次发生金融和信贷危机。第二，由于去杠杆化的进程还没有完成，美国经济复苏一波三折，并不顺利，稍有“风吹草动”便被认为有可能会再次陷入衰退。

图表 18: 美国的居民和金融机构的资产负债表情况大幅改善 图表 19: 企业在去杠杆化，但政府在加大杠杆率



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

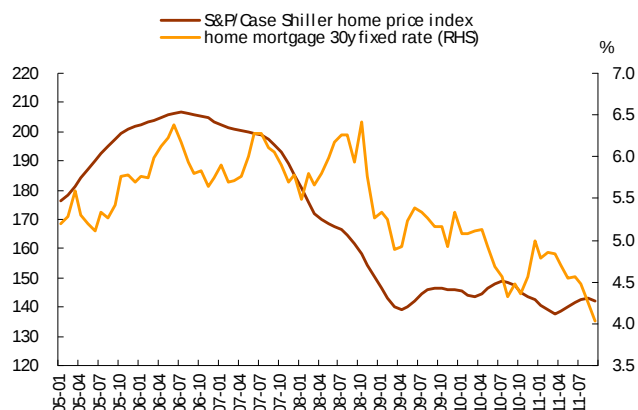


资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

2012 年影响经济复苏的各种变数。欧债危机之外，美国经济面临的另一个较大下行风险将来自美国政治僵局对于财政的影响。2012 年是美国总统大选年，如果奥巴马在竞选中失利或者是小胜，都将制约民主党在今后的经济政策。目前民主、共和党的博弈已经进入白热化，政治陷入僵局。但美国政府的若干财政刺激措施面临到期，政治上的僵局将会对延长这些措施，或者是出台新的刺激政策蒙上阴影，不利于经济的复苏。

在另一方面，美联储仍将在很长时间内维持异常宽松的货币政策，并在必要的时候推出新的资产购买计划来刺激经济的增长。另外，经济中比较大的上行风险在于房地产市场复苏超预期（图表 20），或者是就业市场快速复苏，从而引发通胀快速上行，届时美联储将面临两难的选择。

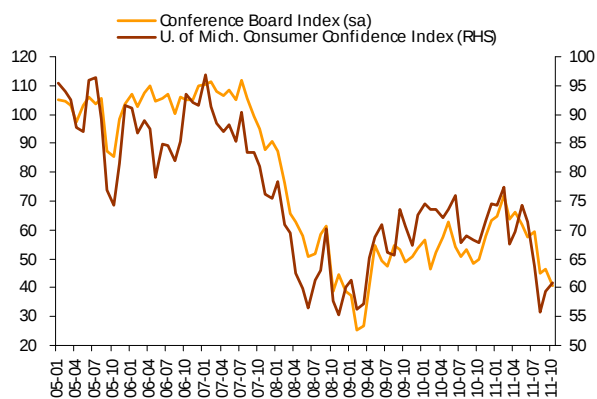
图表 20：美国房地产市场仍在寻底



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

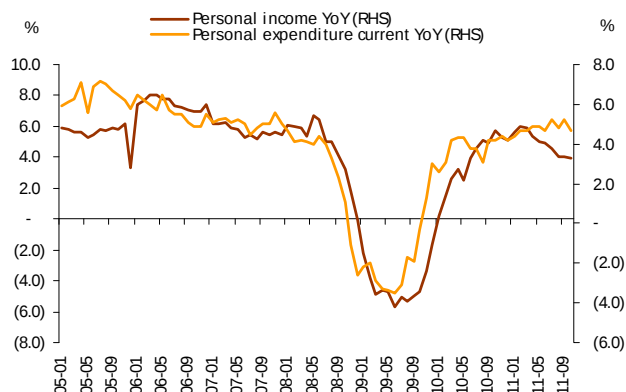
经济可能会长期低速增长。美国的经济增长模式仍靠消费拉动。虽然消费者信心指数在今年夏天有过较大幅度的下降（图表 21），但居民部门的消费总体来说仍然旺盛（图表 22）。企业的投资仍是带动经济复苏的关键因素（图表 23），而且目前企业手中持有大量现金，日子比较好过，一旦宏观环境转好，则企业的信心增强，可以加大投资，改善就业市场（图表 24）。金融部门的资产负债表在金融危机后得到了有效恢复，抗风险能力增强，但银行的放贷意愿仍然较低，不利于经济的持续复苏（图表 25 和 26）。美国经济中最大的问题恐怕要算是政府部门了。美国政府的债务水平和财政赤字仍将居高不下，在未来 10 年中需发债约 6 万亿美元（图表 27）。奥巴马政府计划在未来 10 年中削减赤字总额为约 2.5 万亿美元，这有可能在未来的两年中对 GDP 向下拉动超过 2%。综合来看，经济温和复苏的态势还将持续，但在未来数年可能会低速增长。实际上，美国经济增长率每隔几十年便下一个台阶，伴随着经济增速下滑的是经济更加平稳地运行（图表 28）。

图表 21：美国消费者信心指数有较大幅度下降



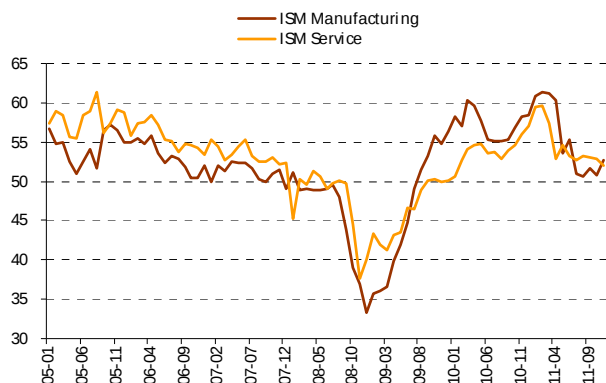
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 22：但居民部门的消费仍然旺盛



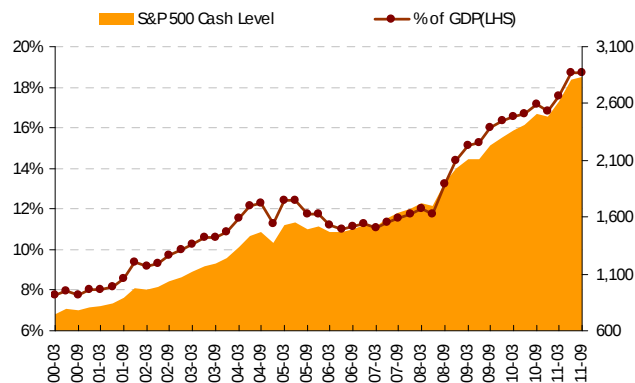
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 23: 制造和服务 ISM 指数均在扩张区域



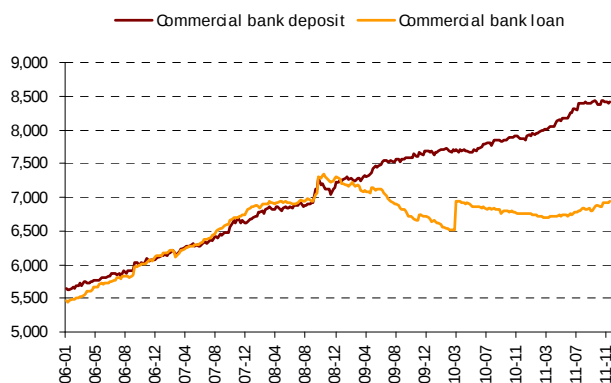
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 24: 美国企业倾向于留存现金来抵御不确定性因素



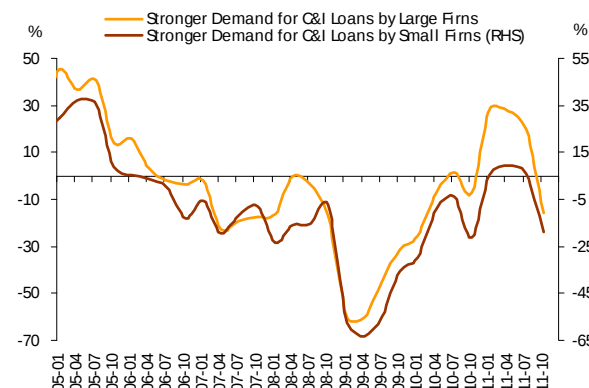
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 25: 美国商业银行信贷与存款缺口加大



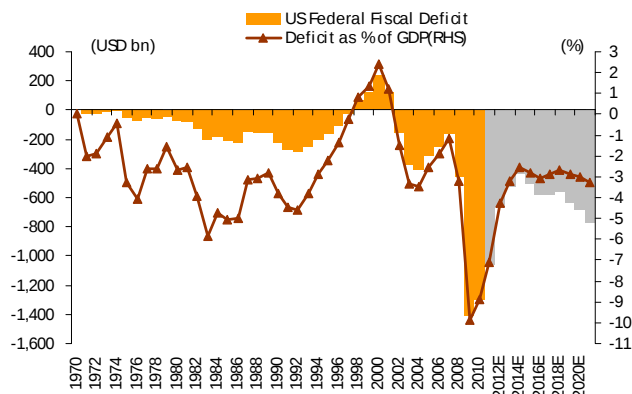
资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 26: 企业的贷款遭遇反复



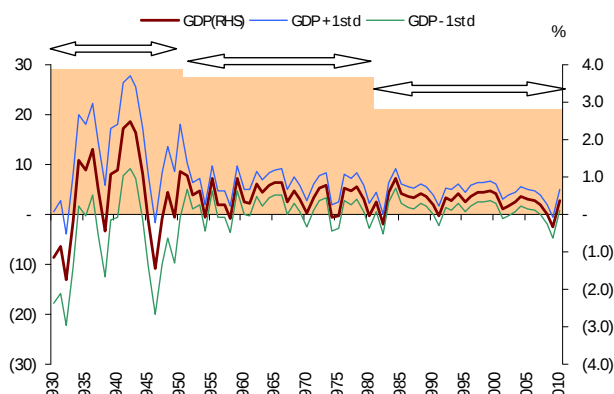
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 27: 美国政府的财政赤字居高不下



资料来源: US Congress, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 28: 美国经济有可能会长期低速增长



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

四、欧债危机持续升级，但将可能“蒙混过关”

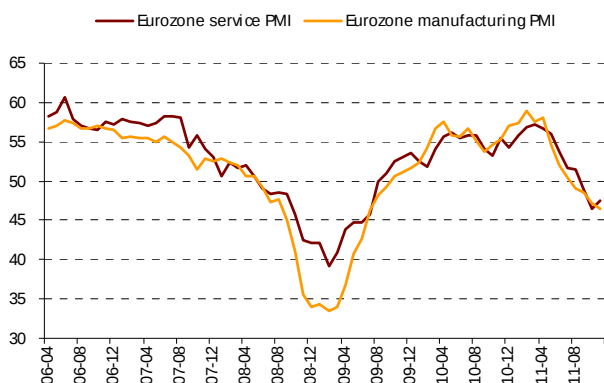
欧元区黯淡的经济前景将不利于解决债务危机。欧元区的经济前景与欧债危机关系极大，因为债务危机的最终解决要靠经济的发展。数据显示，衡量欧元区制造业和服务业景气程度的 PMI 指数自今年以来便一路下滑，目前已降至 50 萎缩以下，处于萎缩区（图表 29）。银行信贷方面，需求和供给都在下降（图表 30）。欧元区经济下滑的趋势明显，有相当大的可能性陷入衰退。根据中金宏观组的预测，欧元区实际 GDP 在 2011 年增长 1.6%，2012 年为 -0.2%，陷入衰退。分国家来看，据 IMF 的预测，欧元区中希腊和葡萄牙在今、明两年的经济将为负增长，而身为欧元区第一大经济体的德国也将连续两年经济增速下滑（图表 31）。

意大利已经成为焦点。欧债危机未来演变的方向将取决于意大利，这是因为意大利的国债占 GDP 的比例高达 120%，而其国债存量额度巨大，达 1.8 万亿欧元（图表 32）。我们知道，意大利这样的国家要想维持较高的债务水平而不爆发债务危机，需要满足三个必要条件。第一，有市场的支持，即市场对该国的债券有信心，因此该国可以以合理的成本在市场上发行债券。所谓合理的成本，可以用债券的收益率来衡量，这和该国的债券评级关系极大，在正常情况下反映了该国的经济基本面。从这点来说，意大利国债收益率在近期开始大幅上涨，显示出市场对其基本面的担忧，市场信心脆弱（图表 33）。

第二，选民支持，对意大利来说就是选民支持政府大规模的财政紧缩政策。财政紧缩是赢得市场信心、换取欧盟和欧洲央行支持的前提。债务问题是个选民和债权人之间的博弈，选民最终在无法继续忍受的时候会选择债务违约，减轻自己的负担，但债权人将受到损失。近来发生在希腊、意大利和西班牙等国的政府更迭，都显示选民的意愿在很大程度上决定债务危机的演变方向。

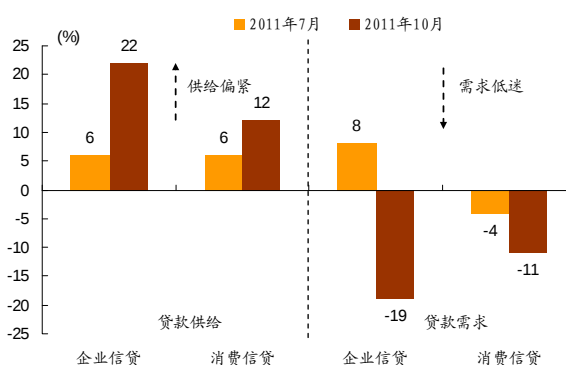
第三，经济需要增长。在经济增长良好时，市场可以容忍更高的债务水平。一旦经济增速大幅下滑，甚至是衰退，那么债务占 GDP 的比例就会越来越高。意大利的经济继续下滑的趋势看上去不可避免，因此我们前面说，黯淡的经济前景对解决债务问题非常不利。

图表 29: 欧元区 PMI 指数显示经济下滑明显



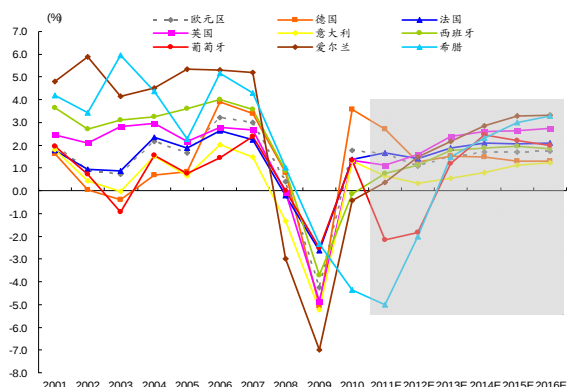
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 30: 欧元区银行信贷的需求和供给均在下降



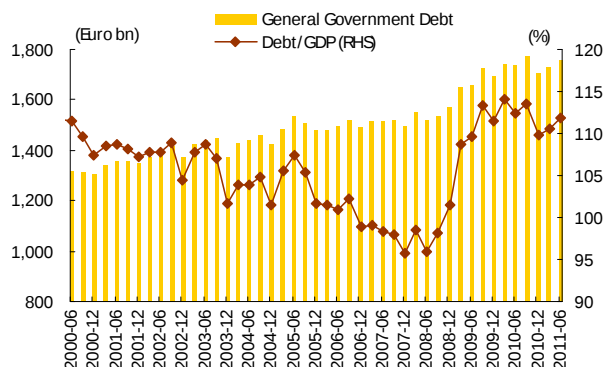
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 31: 欧元区主要国家实际 GDP 年同比增速历史及预测值



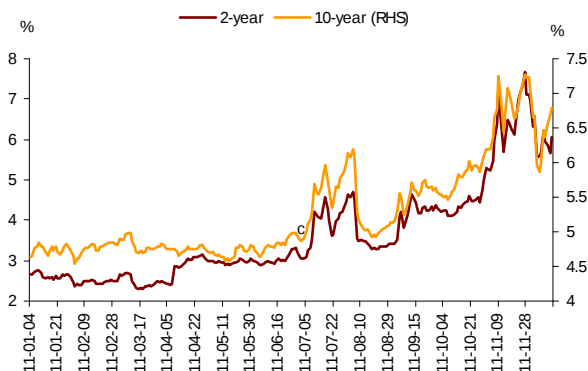
资料来源: IMF, 中金公司研究部

图表 32: 意大利政府债务水平不具可持续性



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

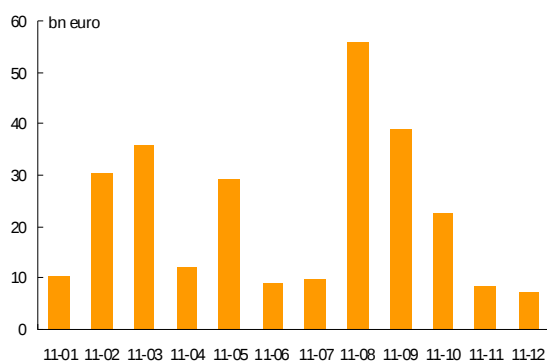
图表 33: 意大利国债收益率持续上升



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

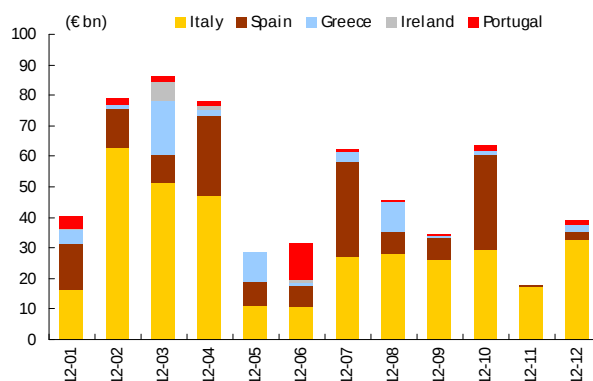
欧债危机在明年上半年面临巨大风险。在今年的 8、9 月份，“周边五国”到期债务量庞大（图表 34），当时也是市场波动最剧烈的时点。到了明年上半年，尤其是第一季度，“周边五国”仍要继续面临巨额的债务到期偿付压力（图表 35），希腊和意大利债务违约的风险也将不断上升。明年意大利的债务到期压力在“周边五国”中最为严峻，而目前意大利的国债收益率已创下了历史新高，显示了信贷市场对意大利债务前景的担忧。与此同时，欧洲银行系统对“周边五国”面临着巨大的风险敞口（图表 36），一旦有更多的债务减计，甚至债务违约，欧洲各大银行很可能将蒙受巨大损失，银行系统危机将全面爆发，近来主要大型银行 CDS 息差大幅上升正说明了市场对此后果的担忧（图表 37）。不夸张地说，明年上半年，尤其是第一季度，可能是决定欧元区存亡的关键时刻。

图表 34：2011 年“周边五国”债务到期压力持续到 10 月



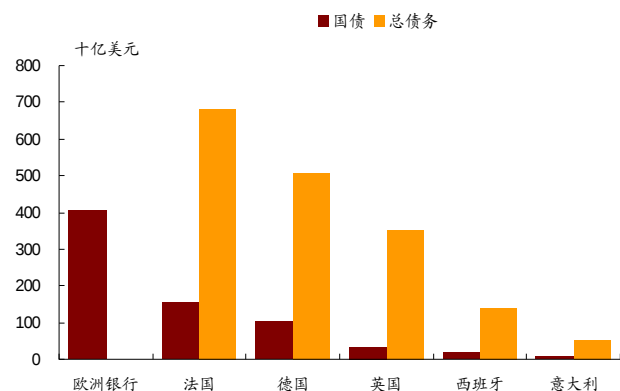
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 35：2012 年“周边五国”仍然面临严峻的债务到期压力



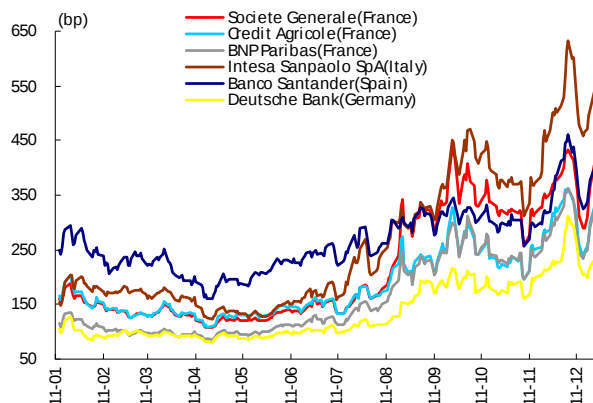
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 36：欧洲主要国家银行对“周边五国”风险敞口巨大



资料来源：BIS，Haver Analytics，中金公司研究部

图表 37：欧洲主要银行 CDS 息差大幅上升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

决定欧债危机演变进程的关键因素。和 2011 年类似，在 2012 年中，欧债危机仍将是影响全球经济和金融市场最重要的因素。我们认为，欧债问题的前景取决于三个因素。第一，欧元区的救助机制，比如 EFSF 的运作情况和设立 ESM 的进展。第二，欧洲央行和 IMF 的参与程度。第三，各国财政紧缩和经济结构改革的进程，以及欧盟推进财政整合的力度。

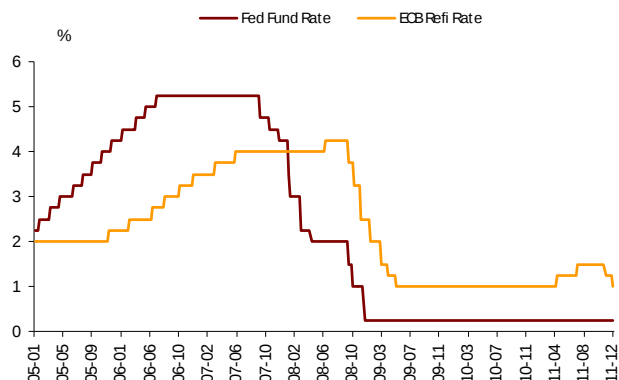
欧盟的救助行动难以有效稳定市场。欧盟在 10 月 26 日出台的应对债务危机的协议并未赢得市场的信心。而 12 月 9 日欧盟首脑峰会在加强经济和货币联盟和增强市场稳定工具方面取得了一些进展。峰会强调要维护欧盟的稳定性和完整性，必须迅速而且严格地执行此前已通过的决议，并且在欧元区“财政稳定联盟”的问题上迈出实质性的一步。

但是，在稳定市场的工具方面，仍有较大的不确定因素。（1）杠杆化的 EFSF 的运作能否如预期在 2012 年 1 月开始运作？欧盟的意向是坚持 11 月 29 日欧元集团通过的两项具体选项来杠杆化 EFSF，但在债券担保方面所达的规模将不及预期，而在吸引外部投资者的方面至今也没有进展。（2）在欧盟给 IMF 支付了 2,000 亿欧元的“首付”之后，国际社会，尤其是巴西、中国、日本等资金充裕国能否顺利参与也将具备较大的不确定性。（3）提议中的 ESM 将被提前到 2012 年 7 月开始运作，那么从现在开始，ESM 的注资进程将受到额外的关注。在目前欧元区各国财政紧张的情况下，注资过程将注定不会一帆风顺。（4）债券评级机构是否会继续打乱欧盟应对危机的节奏？标普和穆迪均表示有可能会降低欧元区大部分国家的主权债务评级，包括德国的评级也有被下调的

危险。如果发生，那将危及到 EFSF 的评级，救助危机的成本将会大幅上升。（5）即使 EFSF, ESM 和 IMF 的资金都如期到位，是否有足够的能力防止危机的恶化？我们知道，在明年年初欧元区债务到期偿付高峰期到来时，市场的信心能否恢复将至关重要，而市场信心则取决于欧盟救助的力度、欧元区国家财政紧缩和经济结构改革的进程，以及未来欧元区经济的发展情况。由于仍有这么多的不确定性因素存在，我们认为此次峰会并不能有效缓解市场的压力。

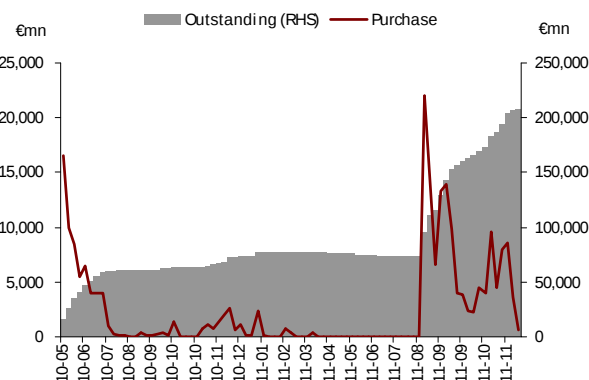
欧洲央行是未来缓解欧债危机的关键。意大利人马里奥·德拉吉，欧洲央行新的掌门人，上任伊始便宣布将欧元区的基准利率下调 25 个基点至 1.25%（图表 38），这一动作出乎市场的预料，并在 12 月 8 日将基准利率继续下调了 25 个基点。继美联储、日本央行、英格兰央行和若干新兴市场国家的央行之后，欧洲央行也开始放松其货币政策。德拉吉在上任之前，我们曾认为他在上任后可能会表现得“比德国人更德国人”。原因在于，德拉吉必须实施“严格”的货币政策来赢得市场、特别是德国人的信任。但是，随着欧债危机的深入，在其它救市措施不力的情况下，欧洲央行必须维持甚至加大其救助的力度，除了降低基准利率之外，还需加大购买欧元区国家的国债（图表 39），甚至贷款给 EFSF 以加大其杠杆率。虽然目前德拉吉对这些措施持否定的态度，但是在其他措施效果不佳的情况下，德拉吉和欧洲央行恐怕没有太多的选择。况且，欧盟在整合财政方面开始取得了一些进展，德拉吉对此应该是满意的。

图表 38：马里奥·德拉吉上任伊始便降息



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 39：欧洲央行在二级市场上大举购买国债



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

欧债问题将“蒙混过关”。如前所述，2012 年第一季度将迎来欧元区国家债务到期偿付的高峰期。一方面，危机的焦点将集中在意大利，甚至在向法国扩散，市场对欧元区债务的信心将会接受严峻的考验，并且持续担心债务违约、无序重组以及欧元区解体这样的巨大风险。但在另一方面，出于对上述情形如果发生对于全球政治、经济格局的巨大冲击的恐惧，欧盟领导人将会联合欧洲央行和 IMF 不断加大救助力度，虽然救助的难度和成本都在持续上升。在救助方式上，欧盟仍将延续两年来的行事风格，走一步看一步，缺乏足够的力度和前瞻性，在很大程度上被市场牵着鼻子走路。

总体来说，我们认为欧债问题虽有反复，但应该可以“蒙混过关”。“蒙混过关”意味着，除希腊外，不会有其他国家需要进行债务减计，西班牙和意大利等国虽然会有债务违约的可能，但最终会得到欧盟和 IMF 的贷款，暂时避免违约的发生，欧元区在短期内也将避免解体的噩运。我们认为这种情况发生的可能性较大，约有 70% 的可能，这也是我们的基准情景。

当然，我们对欧元区所面临的问题无法乐观，因此不能忽视诸如意大利债务重组，欧元区解体这样的风险，虽然这种情形发生的可能性较小，约有 30% 的可能。这将作为我们的悲观情景。

长远来看，个别国家，如希腊，由于“财政紧缩疲劳症”的缘故，国内政治意愿发生变化，将会最终退出欧元区。留在欧元区的国家将会有更加统一的财政政策。也就是说，欧元区将会变得更小、更同质化。但这种结果可能不会发生在 2012 年。

五、警惕新兴市场

新兴市场经济增长也将放缓。2012 年也将是新兴市场经济增速放缓的一年。根据中金宏观组的判断，内外需放缓导致软着陆。预计金砖与亚洲新兴 10 个经济体 2011 年的实际 GDP 增速将由 2010 年的 8.5% 放缓至 6.7%，2012 年进一步放缓至 6.4%。通胀压力也将随着增长放缓继续回落，预计新兴 10 国 2011 年 CPI 通胀将达 5.7%（2010 年为 4.3%），2012 年将下降至 4.5%。随着货币政策由紧入松，预计 2012 年年底通胀水平将有所回升。

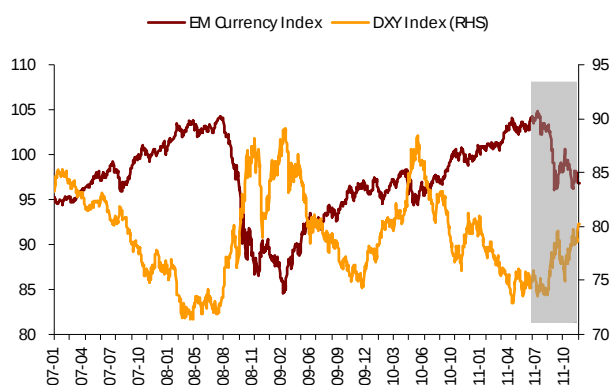
部分国家经济和股市面临巨大下行风险。如前文所述，在全球化的大背景下，发达国家和新兴市场国家经济的紧密度加强，金融市场的联动性上升。2008 年的金融危机已经证明，发达国家和新兴市场国家之间不存在所谓的“退耦（decoupling）”现象。

随着经济增速放缓和欧债问题的升级，新兴市场国家面临外资撤离和货币迅速贬值的问题（图表 40）。这个现象在近期已经十分明显。欧洲银行系统是部分新兴市场资金的重要来源（图表 41），比如东欧、亚洲的土耳其，以及大部分拉美国家等。由于欧债危机不断升级，欧洲的银行系统出于对自身问题的担忧，从新兴市场撤出资金的迹象明显。这对于那些依赖欧洲的金融系统进行融资的国家的经济十分不利。

另外，如果大宗商品价格在 2012 年大幅下挫，那么与大宗商品联系紧密的经济体，比如俄罗斯、巴西等，都存在较大的下行风险（图表 42）。

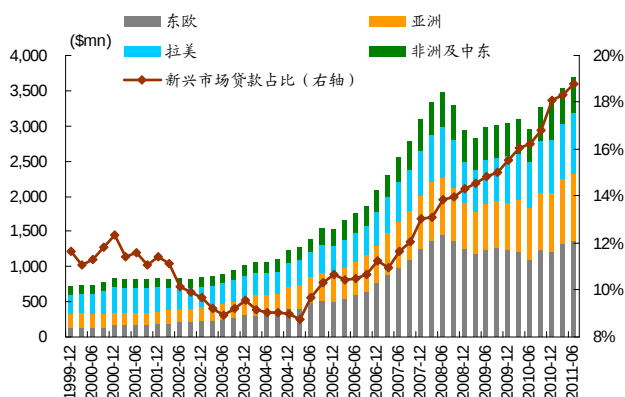
总体来说，由于新兴市场国家的财政状况和债务水平要好于发达国家（图表 43），因此新兴市场国家有较为完备的政策工具来应对可能到来的危机，所以多数国家应该可以较为平稳地度过危机，维持经济的增长，新兴市场仍将是全球经济增长的“引擎”。但是，由于新兴市场国家的差异性，部分国家受到的冲击较大，经济“硬着陆”的前景令市场担忧。

图表 40：美元走强伴随着新兴市场货币贬值



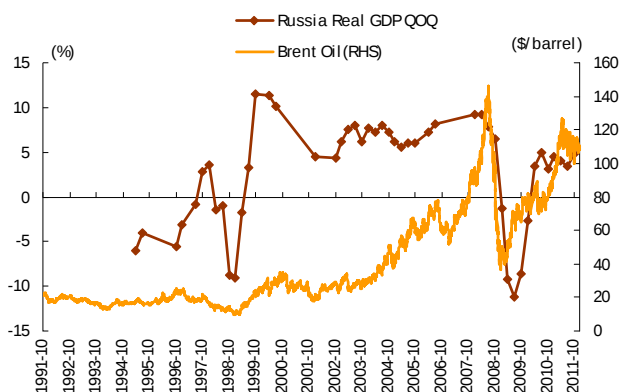
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 41：欧洲银行向新兴市场的贷款逐年上升



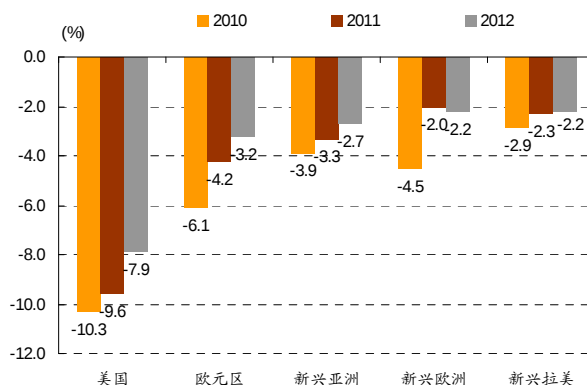
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 42: 俄罗斯经济随油价涨落而起伏



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 43: 新兴市场国家的财政余额情况好于发达国家



资料来源: IMF, 中金公司研究部

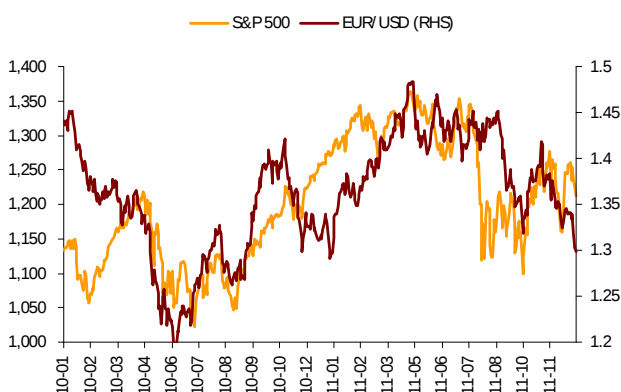
六、美国股市 2012 年走势：先跌、后反弹、再回调

市场的走向在极大程度上取决于欧债问题的进展。不出意外，去年年初至今，标普 500 指数与欧元/美元汇率之间的走势非常接近（图表 44），尤其是从今年 3 月以来，二者间的相关系数在不断增大，目前该值已超过 0.8（图表 45）。这就意味着，欧债问题的进展在很大程度上决定市场的走势，美国股市将继续受其影响，维持较高的波动性。

经济前景同样决定市场的走势。经济复苏的走势将同样对市场走势产生巨大影响。作为良好的经济走向指标，美国经济意外指数也自今年下半年以来一直呈攀升之势。而该指数通常领先标普 500 指数约 3~6 个月（图表 46），因此如果接下来美国的经济数据大体向好，经济意外指数继续攀升，这将对市场提供一定的支撑。

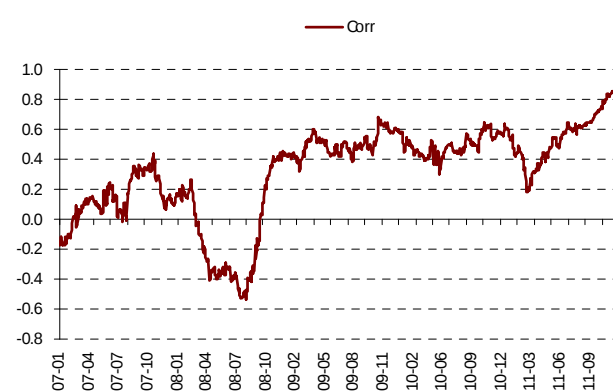
当然，除了美国经济之外，中国经济对于全球市场包括美国市场的影响力也在加大，因此中国经济增速放缓的程度也需受到密切关注。

图表 44: 股指和欧元/美元之间的走势接近



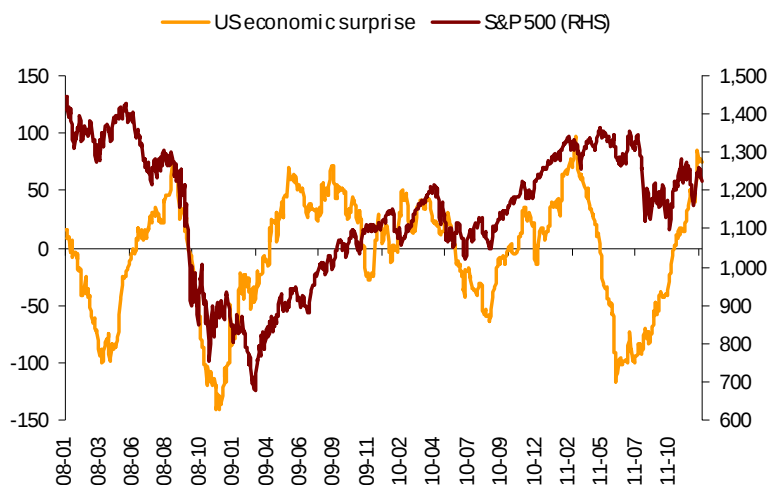
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 45: 股指和欧元/美元之间的相关系数在增大



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

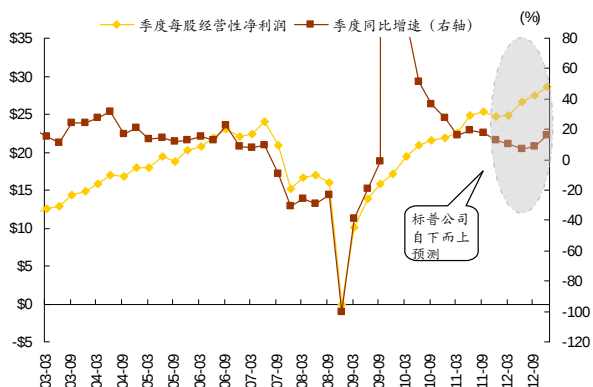
图表 46: 经济意外指数领先标普 500 指数约 3~6 个月



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

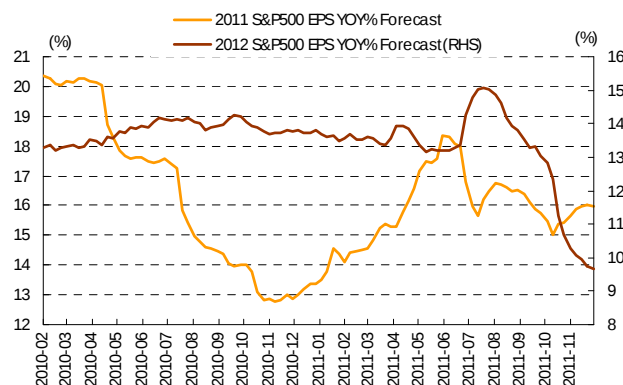
2012 年美国企业盈利仍能保持增长。今年美国三季度财报已披露完毕, 约有 70% 的公司业绩超预期。在三季度表现颇佳的能源和金融行业预计将在四季度业绩下滑, 导致美国企业整体盈利水平受到影响。根据市场自下而上的预测, 四季度标普 500 企业每股经营性盈利将达到 24.7 美元, 环比下降 2.6%, 同比增长 12.4% (图表 47)。另据 IBES 统计, 市场对 2011 年和 2012 年的盈利预测走势自今年 10 月以来出现明显分化 (图表 48), 受三季度盈利超预期及美国节假日零售销售数据良好的推动, 市场在近期开始不断上调对 2011 年全年的盈利预测; 而自今年 7 月底股市开始剧烈波动, 市场对 2012 年的盈利预期便一路下滑, 这主要是由于市场大幅下调了占标普 500 盈利比重颇高的两个行业的盈利水平——金融企业的盈利将在明年持续受到欧债危机引发的信贷市场紧缩以及美国严厉金融监管制度约束的影响, 而能源公司因 WTI 炼油成本优势逐渐消失而超高毛利不再 (图表 49)。我们预计 2011 全年标普 500 指数每股盈利将达 98 美元, 同比增长 16%; 而到了 2012 年, 美国经济继续温和复苏 (中金宏观组预测 2012 年美国 GDP 增长将达 2%), 企业全年每股经营性盈利有望达到 107 美元, 同比增长 9%。

图表 47: 标普 500 指数季度每股经营性净利润和同比增速



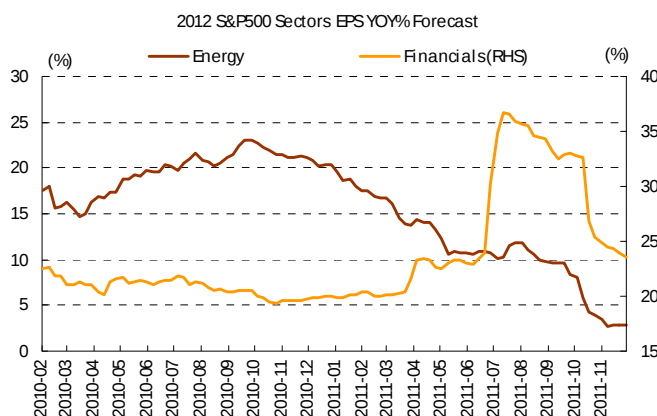
资料来源: 标普公司, 中金公司研究部

图表 48: 市场对 2011 年和 2012 年标普 500 盈利预测 (经营性净利润) 走势近期出现分化



资料来源: IBES, Datastream, 中金公司研究部

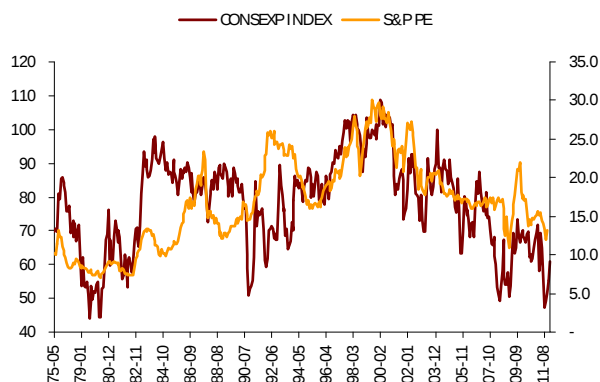
图表 49：市场对 2012 年标普 500 金融和能源行业盈利预测下调明显



资料来源：IBES, Datastream, 中金公司研究部

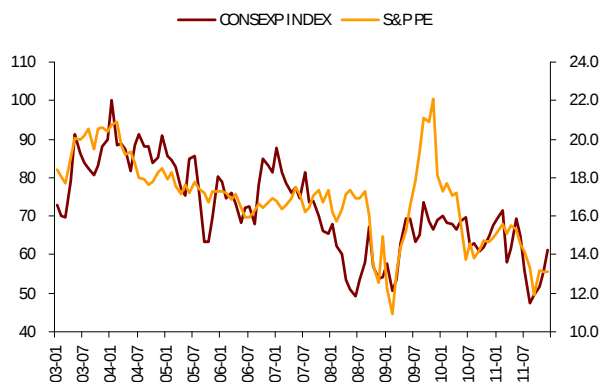
估值能否扩张取决于对经济的信心。今年年初以来，受市场担忧经济陷入衰退和欧美债务危机的影响，标普 500 指数的静态市盈率一度下滑至 11 倍左右。从历史上看，美股估值和消费者信心指数走势非常相近（图表 50），目前二者同处于历史相对低位。而我们看到，在 2009 年里，伴随着消费者信心的持续回暖和通胀的回升，美股曾走出一波相当不错的估值修复行情（图表 51）。近两个月美国消费者信心指数开始显现出回升势头，估值也随之出现一定程度的扩张，可以说，未来股市估值的高低将在很大程度上取决于消费者对经济增长前景的信心。

图表 50：消费者信心指数与美国股指估值（1975 ~ 2011 年）



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 51：消费者信心指数与美国股指估值（2003 ~ 2011 年）



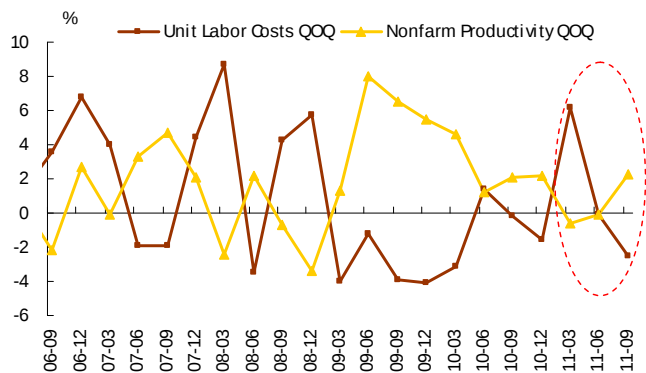
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

企业净利率处于高位，但仍有提升空间。美国企业近几个季度净利率大幅抬升的主要原因是，企业出于对未来经济增长的前景仍存忧虑，不愿扩大生产投资，而是选择通过降低成本来提高生产率（图表 52）。鉴于目前美国就业市场仍未出现明显起色，预计企业仍将控制成本，并在政府减税等刺激政策下抬升利润。一旦经济向好趋势明显，美国企业储备的大量现金便将用于扩大投资。另外一个影响美国公司净利率的因素是美国名义 GDP 的增速，因上市公司的业绩中含有价格变动因素较多，企业净利率和名义 GDP 增速走势高度相关（图表 53）。中金宏观组预测 2012 年美国实际 GDP 增长将好于 2011 年，通胀率维持温和增长，使得名义 GDP 也能保持较高增速，一定程度上抬升了企业的利润空间。

警惕海外市场利润占比下滑风险。美国商务部数据显示，2006 年下半年以来美国企业在海外的利润占比持续上升，在 2008 年达到了 36% 的历史最高。金融危机后伴随着美国经济的逐步复苏，国内消费者的信心回暖，海外市场的利润比重大幅回落至目前在

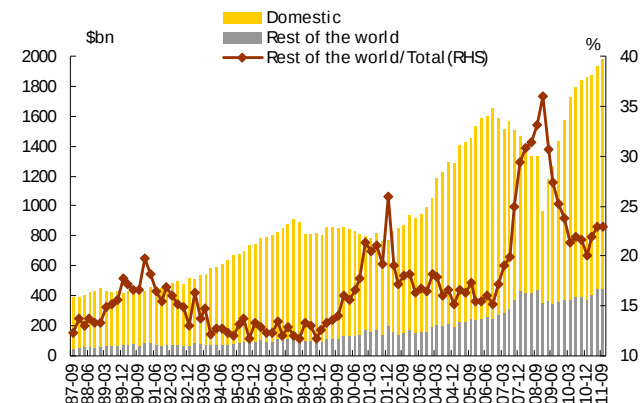
23%，但仍高于危机前的 17%（图表 54）。由于欧债危机的蔓延令欧洲银行业陷入流动性困境，目前来看危机继续深化的可能性较大，如果在明年出现希腊债务无序重组、意大利违约或者法国评级遭降等情况，一方面美国企业在欧洲大陆的销售将严重受损，另一方面，欧洲银行业很可能迫于回收资金压力而从新兴市场大规模撤资，打击新兴市场的实体经济，这将直接威胁到美国大型跨国公司在海外市场获取利润。

图表 52：企业通过降低劳动力成本提高生产率



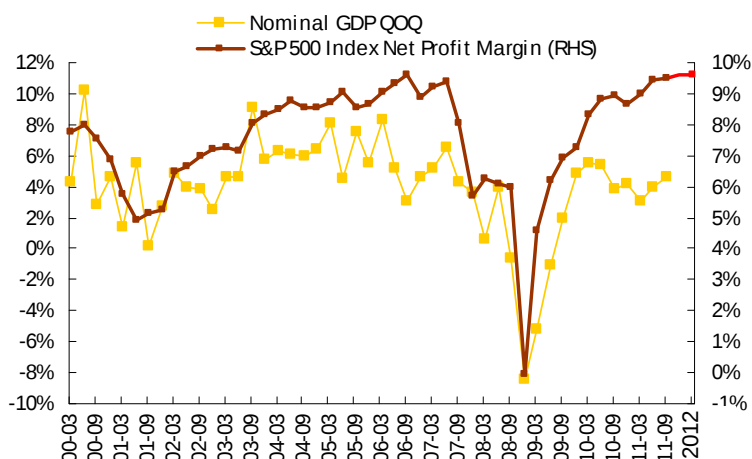
资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

图表 53：美国公司总利润中海外市场所占份额有所回落



资料来源：Department of Commerce，中金公司研究部

图表 54：标普 500 公司净利率处于高位，与名义 GDP 增速高度相关

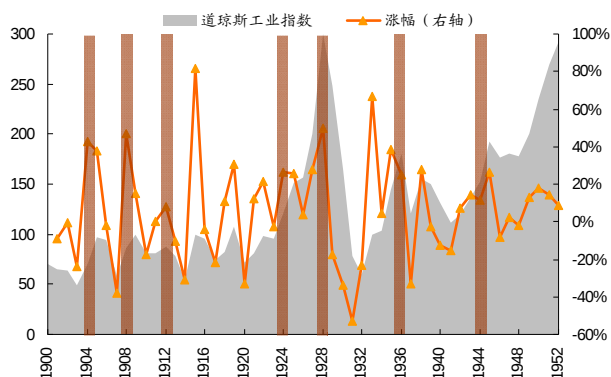


资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

美联储的宽松政策有利于股票等风险类资产。我们前面提到，未来美国经济复苏非常温和、脆弱，通胀也在可控范围内，预计明年美联储将继续维持宽松的货币政策，并在必要的时候启动 QE3（如果启动，预计将在明年第二季度之前），其政策选项包括购买更多国债和 MBS 等。美联储可能实施的 QE3 就如同一个“伯南克期权”，而市场对于 QE3 的“模糊”预期对股票等风险类资产是个利好。另外，2012 年是美国的总统大选年，从历史的统计数据来看，在这一年股市表现较好，上涨的概率为 64%（25 个选举周期），平均涨幅为 7.3%（图表 55 和 56）。

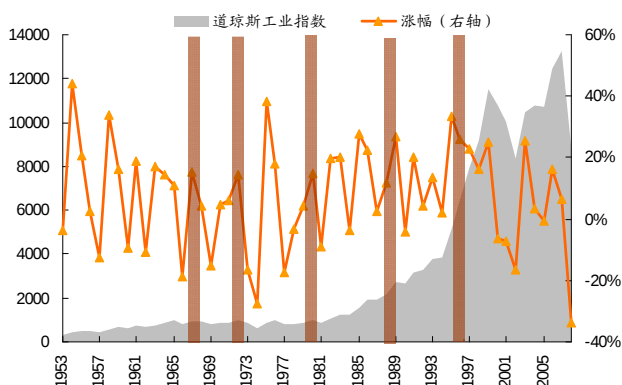
市场尚没有把足够的风险预期在内？我们的市场风险指数显示，目前市场的风险水平仅和 2010 年 5 月相当（当时希腊债务危机全面爆发，希腊接受了欧盟 EFSF 的第一笔救助），远远好于 2008 年金融危机（图表 57）。图表 58 显示 10 年期美国国债收益率和股票市场的走势基本一致，国债收益率在金融危机的时候最低下探至 2.05%，充分 price in 了市场的恐慌情绪和对未来经济的悲观。但从 2010 年 6 月开始，国债收益率和股市走势出现了分化，似乎暗示着市场仍没有将足够的风险预期在内。

图表 55：美国股市总统大选年表现（1900~1952 年）



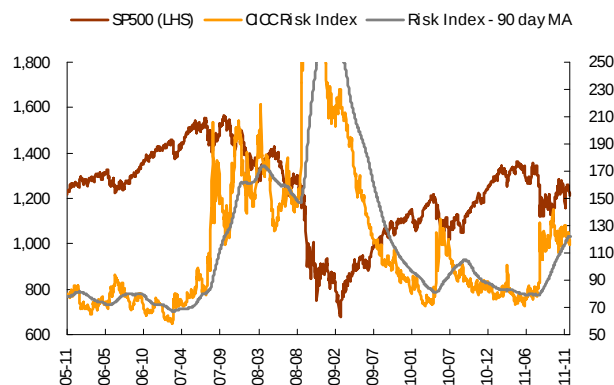
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 56：美国股市总统大选年表现（1953~2008 年）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 57：市场风险指数仍未超出 2010 年 5 月时的水平



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 58：股市和债市的不同走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

美国股市 2012 年走势：先跌、后反弹、再回调。综合以上几个因素，我们对 2012 年的判断为前低后高，并存在尾部风险。2012 年初欧债危机卷土重来，欧元区面临生死存亡的考验，市场大幅下挫，标普 500 指数跌至 1,000 点。这个是基于我们的基准情景的判断，即欧债问题能够“蒙混过关”。如果欧债问题恶化，意大利需要进行债务重组，即悲观情景发生，则股市有更大的下跌空间，标普 500 或跌到 800 点附近。

从第二季度末开始，随着欧债危机缓解，经济复苏加速，股市重回升势，标普 500 指数的高点在 1,350 点。但临近年末的时候，随着美国总统大选结果不确定性增强，市场将更加担心 2013 年各项财政刺激政策到期后对经济的负面影响，股市将回调。总的来说，市场的走势将是“先跌、后反弹、然后回调”，市场大幅波动、暴涨暴跌是常态，市场持续在风险和机会中寻找平衡，及时的资产配置可获得较好收益。

七、2012 年的投资策略

根据我们对于 2012 年市场走势的判断，总体来说，2012 年年初以避险为主，注意控制仓位，可以持有更多的现金。从第二季度后半段开始，逐渐增加风险类的资产。临近第四季度时，则需再次降低持有风险类的资产。

股票市场。从全球的角度来看，2012 年上半年推荐防御性的板块和美国高质量的公司股票，即收入来源稳定、现金充足、高股息的公司股票，同时可以做空新兴市场 and 欧洲股市。从第二季度后半段开始，随着市场风险偏好的上升和股市的反弹，可以逐步转向周期性的板块，并且开始做多新兴市场股市。

利率市场。2012 年上半年以避险为主，推荐美国国债和投资级别的美国公司债。之后随着股市的反弹，可以配置更多的低级别的公司债券。

大宗商品市场。由于投资者持续担心欧元区的稳定性和全球央行实施宽松政策而导致的货币超发，黄金仍将显示出其价值，因此中期我们继续看好黄金。但欧洲商业银行融资和流动性问题越发严重，导致银行为了获得美元流动性而进行的黄金租赁业务量迅速扩大。目前市场疲弱的走势使金价短期内面临显著的下行风险，但是金价大幅下跌的空间将较为有限。

由于经济增速将会放缓，因此至少在上半年看空铜等工业金属，但下半年工业金属将有反弹行情。对于石油，我们长期看好，但短期内油价走势将有极大的不确定性。同样是出于对货币超发的担忧，我们看好农产品在内的“软性”大宗商品。

八、值得关注的两大风险

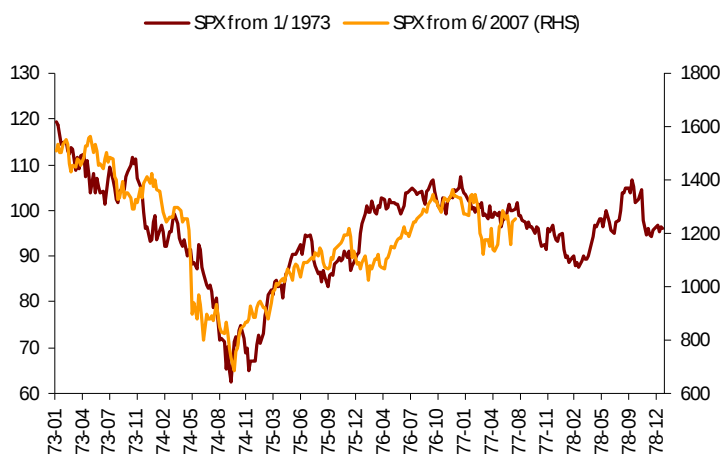
政策判断失误的风险。在 2012 年里，为了应对即将下滑的经济增长，全球的央行和政府将多数实施宽松的货币政策和积极的财政政策，但后者的空间不大，尤其是对于发达国家来说。因此，一个较大的风险是决策者在政策方面的误判，特别是欧元区首脑对于债务危机的误判而导致决策失误。

油价再次大幅上升的风险。今年中东和北非的政治乱局导致了原油价格在短期内飙升，全球经济经历了一波小型的石油冲击，后果是通胀在世界范围内抬升，增大了新兴市场国家宏观调控的难度。中东的政治乱局到目前为止也没有真正平息，而且随着伊朗核问题的升级，中东的局势可能会重新紧张，甚至爆发军事冲突，导致油价再度飙升。

九、美国股市的长期走势？

股市在或近两年内维持震荡格局。我们发现，2007 年以来的美股走势同上个世纪 70 年代的股市相近（图表 59）。当时全球陷入石油危机，美国经济遭受重创陷入滞胀，股指快速下滑，同金融危机以来的市场表现非常类似，直至 1978 年之前，市场一直大体处于震荡格局。之后货币政策的转变以及新的经济增长点的出现才引领美国走出滞胀。如今全球仍未能走出债务危机的阴影，未来新的经济增长点还无明确踪迹，如果遵循历史轨迹，股市或将在近两年内维持震荡格局。

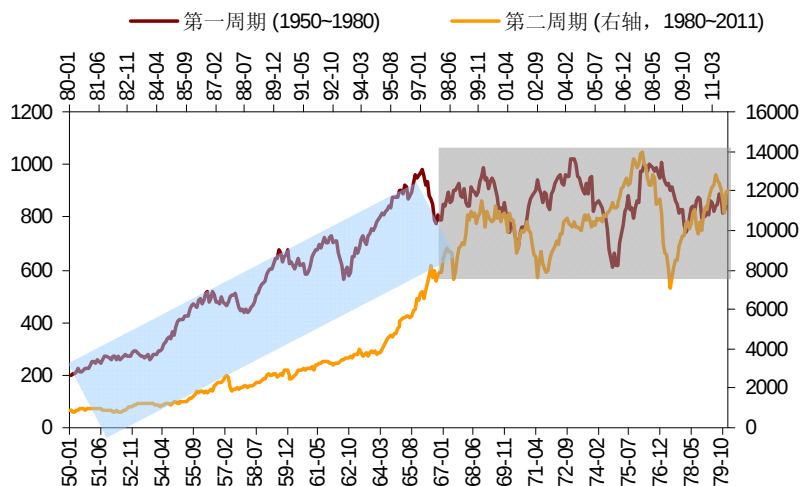
图表 59：美国股市 2007 年以来与 1970s 比较



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

股市大牛市的前提是新的经济增长点。在过去的 60 年间，美国股市经历了两轮大的周期，每个周期持续大约 30 年（图表 60）。在这两个周期中的前 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。从时间点上来说，目前正处于上一个周期的结束和下一个周期的开始。我们认为，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，如果未来出现新的经济增长点，美国股市有可能迎来新一轮趋势性的牛市。

图表 60：美国股市在最近两个大的周期对比



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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://www.cicc.com.cn/research/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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：分析员估测 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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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