



**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9月25日

全球市场

研究部

李志勇

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

焦迪

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

## 海外股市第四季度有所反弹,但不改长期下跌趋势

### 主要观点:

- **欧债危机旷日持久。**欧债危机继续深化,主权债务和银行系统的双重危机使得难有解决方案。欧元区内的政治分裂倾向使得欧盟想要在现有的基础上加大救助力度困难重重,而“欧猪五国”单靠欧盟、欧央行和IMF救助不是长久之计。进入2012年后,欧元区国家债务到期压力倍增,欧债危机卷土重来。同时,欧洲经济放缓迹象明显,财政紧缩政策亦将拖累经济的复苏步伐,未来欧元区经济很可能会陷入衰退。希腊或将在2012年正式宣布债务违约,欧洲的银行系统危机也会随之爆发,恐慌情绪将引发欧洲股市大幅下挫,并拖累美股下滑。
- **美国股市第四季度反弹。**如果欧债危机在今年剩下的时间里不大幅恶化,则将有若干利好因素支持美国股市在第四季度反弹:美国经济下半年增长缓慢,但将避免陷入衰退;欧债危机得到短暂的喘息;奥巴马政府的经济刺激计划在一定程度上提振市场情绪;美联储的“伯南克期权”仍然有效;临近年末,消费旺季来临支持股市行情;美国企业的盈利将对市场有较强的支撑。从10月开始,受利好因素影响,标普500指数开始震荡走高,升至1,300~1,350点。受此带动,欧洲股市和新兴市场股市均有所上扬。同时,美国国债收益率小幅上扬,美元走弱。
- **股市大幅波动仍将是近期的常态。**市场也面临着较大的风险:例如欧债危机全面失控;美国经济继续大幅下滑;国会两党围绕经济刺激计划和削减政府财赤问题,重复今年7月底、8月初所经历的争执等。这些潜在的风险因素都没有被市场充分预期,都有可能给市场带来重大打击。因此,预计美国 and 全球股市仍将维持较高的波动性,暴涨暴跌的情形仍有可能多次出现。
- **股市不改长期下跌趋势。**股市反弹但非反转。进入2012年,美国经济继续低速增长,在增长与衰退之间徘徊,全球经济增速均有进一步下滑,通胀下降;美国企业盈利增长走过了拐点,从2012年上半年开始下滑;欧债危机卷土重来,持续压制市场风险偏好。标普500指数从第一季度开始震荡下行。同时,国债收益率下降,大宗商品价格下跌,黄金价格在2012年中上涨到约每盎司2,500美元,美元缓慢但持续走强。
- **全球经济长期同“大收缩”抗争?**美国经济再平衡、经济对信贷需求下降、能源价格的波动等因素使得经济增速放缓的可能性增大。发达国家经济增速大幅放缓,甚至会出现零增长,新兴经济体的增长也将受到影响,通货收缩(Disinflation)可能是全球经济的一条主线。在这个大背景下,投资需要“防守性”策略,在资产配置上的原则是重仓安全资产和固定收益类资产,比如债券;规避风险类资产,比如股票和大宗商品。

## 目录

<b>2011年四季度策略:</b> .....	<b>3</b>
一、欧债危机旷日持久 .....	3
二、美国股市第四季度反弹 .....	6
三、新兴国家股市表现好转 .....	8
四、全球经济长期同“大收缩”抗争? .....	9

## 图表目录

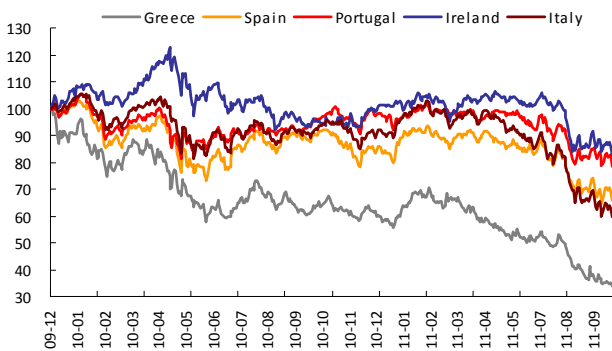
图表 1: 欧债危机以来,“欧猪五国”股市受重挫 .....	3
图表 2: 希腊已获得了第一轮援助方案中的前五笔资金 .....	3
图表 3: 意大利和西班牙十年期国债收益率创下历史新高 .....	3
图表 4: 意大利明年仍面临巨额融资压力 .....	3
图表 5: 法国银行对“欧猪五国”总债务有非常大的风险敞口 .....	4
图表 6: 欧洲银行对“欧猪五国”拥有巨大的风险敞口 .....	4
图表 7: 欧洲银行从市场上发债的能力下降 .....	4
图表 8: 欧元 Libor - OIS 息差飙升 .....	4
图表 9: 欧洲银行业面临信用危机 .....	5
图表 10: 2012年 PIIGS 国家全年都面临债务到期压力 .....	5
图表 11: 2012年法国、意大利和西班牙债务到期压力 .....	5
图表 12: 2012年欧洲经济继续放缓 .....	5
图表 13: PIIGS 国家财政赤字占 GDP 的比例将有所下降 .....	5
图表 14: PIIGS 国家债务占 GDP 的比例将维持在高位 .....	5
图表 15: 美国 GDP 仍将实现正增长 .....	6
图表 16: 美国经济增长和市场预期相比较第二季度大幅改善 .....	6
图表 17: PIIGS 各国债务到期的压力将延续到 10 月 .....	6
图表 18: 美国股市历年第四季度表现最好 (1927~2010 年) .....	7
图表 19: 市场预测三季度每股经营性净利润上升 .....	7
图表 20: 标普 500 指数未来 12 个月动态市盈率 .....	7
图表 21: 大宗商品和原油价格下跌 .....	8
图表 22: 全球通胀将下降 .....	8
图表 23: 主要发达国家和新兴国家通胀下降 .....	8
图表 24: 新兴市场仍然是全球经济增长的引擎 .....	9
图表 25: 从今年第三季度新兴市场股市开始跑赢欧洲股市 (2010 年 10 月 1 日=100) .....	9
图表 26: 新兴市场股市估值有较大的提升空间 .....	9
图表 27: 美国经济体各部门仍处在去杠杆化的过程中 .....	9
图表 28: 美国将长期承受降低总体债务水平的压力 .....	9
图表 29: 美国消费者信贷维持在低位 .....	10
图表 30: 美国商业银行信贷与存款缺口加大 .....	10
图表 31: 美国商业银行票据存量在低位徘徊 .....	10
图表 32: 1970 年以来几乎每次经济衰退都和油价上涨有关 .....	10

## 2011年四季度策略：

### 一、欧债危机旷日持久

当前影响全球金融市场最大的风险仍然是欧洲债务危机。欧债危机自爆发至今已历时近两年，有愈演愈烈之势，对市场造成了极大的负面影响。自2009年12月危机爆发以来，“欧猪五国”的主要股指至今平均下跌了约35%，其中希腊的ASE指数跌幅已达到67%之多（图表1）。目前来看，欧债危机在三季度继续深化的同时仍无有效的解决办法，并将在未来较长的时间内压制市场的风险偏好。

图表1：欧债危机以来，“欧猪五国”股市受重挫



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

**希腊债务违约的风险上升。**饱受债务危机困扰的希腊现在除了努力加大财政紧缩计划力度以继续获得欧盟、IMF和欧央行的救助以外，别无它法。预计希腊政府仍将妥协出台新的紧缩方案，顺利获得第六笔资金救助。但这也只是在拖延时间，因为希腊违约的时点越晚，其债权人（尤其是银行）就越有充分的时间做好准备来弥补希腊债务违约后的损失，欧洲政府的屡次救助便是在为此争取时间。希腊实施更多更严厉的财政紧缩方案无疑将进一步打击经济，随着国内反对声的不断加大以及欧洲政府救助力度的减弱，捉襟见肘的希腊也只有债务重组这一条路可走。

图表2：希腊已获得了第一轮援助方案中的前五笔资金

Overview of disbursements, EUR billion (as of July 2011)

Tranche	Disbursements	Euro-area	IMF	Total
1	May-10	14.5	5.5	20
2	Sep-10	6.5	2.5	9
3	Dec 10 / Jan 11	6.5	2.5	9
4	Mar-11	10.9	4.1	15
5	Jul-11	8.7	3.3	12
	Total	47.1	17.9	65

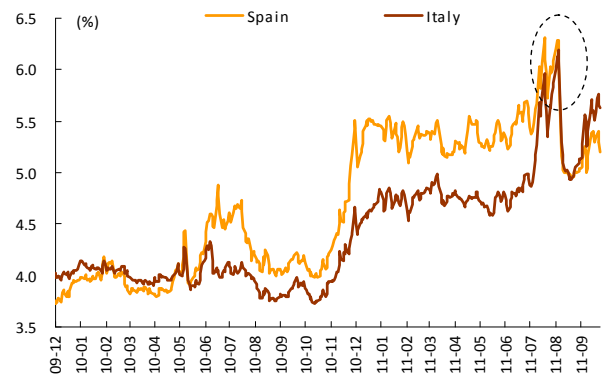
资料来源：European Commission，中金公司研究部

**危机蔓延至意大利等核心国家。**继希腊等周边国家先后接受欧盟的救助之后，危机正在向核心国家扩散。意大利和西班牙的国债收益率自今年7月开始大幅飙升（图表3），触及欧元区创立以来的历史新高。随后欧央行开始在二级市场上大举购买

意大利等的国债，导致意大利和西班牙的国债收益率在短期内回落。但欧央行的救市是不可持续的，两国国债收益率从一个月前重新开始回升。

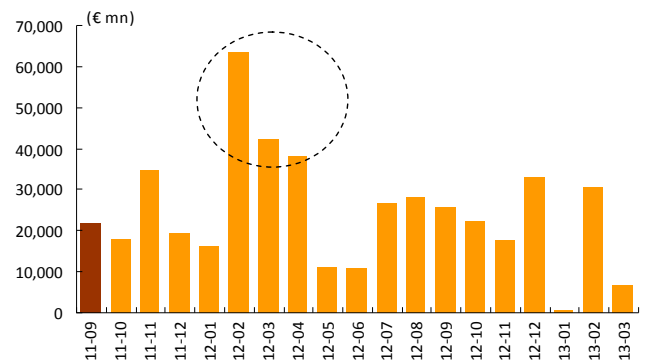
今年9月，意大利的国债中共有约639亿欧元需要到期再融资，这是今年年内意大利国债到期的最高点，而2012年的债务到期高峰将发生在2~4月份这三个月（图表4）。虽然9月上旬意大利国债的拍卖情况暂时较为良好，这和意大利通过了财政紧缩计划和欧央行出手救市都有关系。但市场对于意大利国债的需求有所下降，而国债收益率有所上升，因此还不能说意大利的债务问题将会高枕无忧。

图表3：意大利和西班牙十年期国债收益率创下历史新高



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

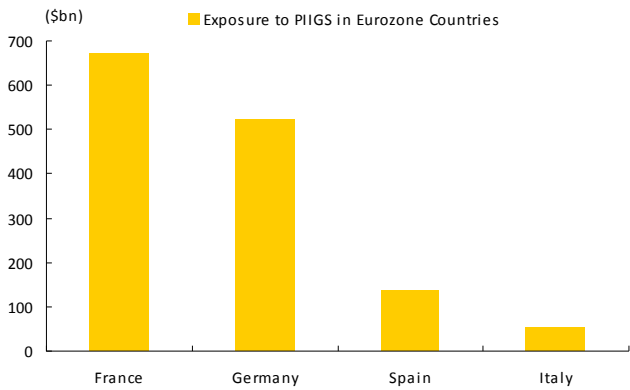
图表4：意大利明年仍面临巨额融资压力



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

**欧债危机或将扩散到法国。**欧债危机已经不可避免地向核心国家扩散，在意大利之后，债务危机有可能在法国爆发。法国的公共债务占GDP为82%，2011年的财政赤字占GDP的比例为7%。这些数据看上去似乎并不是很令人担忧，但由于法国的银行系统目前对于欧债危机国的风险敞口在欧元区内部最大（图表5）。一旦欧债危机全面爆发，为了防止银行系统崩溃，法国政府难免需要大规模向银行系统注资，这将加重政府的财政负担，恶化其公共债务情况。另外，9月14日穆迪评级宣布下调法国兴业银行和农业信贷银行的信用评级，并将法国巴黎银行列入下调观察名单之中。这也许还仅仅是个开始，法国这一欧元区第二大经济体似乎也难逃债务危机的厄运。

图表5：法国银行对“欧猪五国”总债务有非常大的风险敞口



资料来源：BIS，中金公司研究部

欧洲银行业面临巨大的风险敞口。数据显示，截至2011年3月，欧洲银行对“欧猪五国”的总风险敞口约达2.2万亿美元（图表6），如果欧债问题没有好转迹象，“欧猪五国”债务违约，那么这些风险敞口（包括国债、银行负债以及非金融企业贷款）很可能将令欧洲各大银行蒙受巨大损失。根据IMF的估算，欧洲银行在主权债务危机中的损失可能高达3,000亿欧元。受危机的影响，市场担心欧洲银行的资产质量，这直接导致欧洲银行从市场上发债的能力下降（图表7）。与此同时，在过去数周，衡量银行间的资金压力指标欧元LIBOR-OIS息差骤升（图表8），意味着欧洲银行对欧元的惜贷情绪升温，银行间的资金面日益趋紧，欧洲几大银行的CDS也随之走高（图表9），欧洲银行系统爆发大规模危机的风险不容忽视。为了防止情况恶化，9月15日欧央行宣布联合美联储及其它三大央行向欧洲银行系统注入美元流动性。但这一措施仅可缓解欧洲银行的美元融资紧张问题，对于欧洲银行其他无须抵押品的融资市场作用并不大。

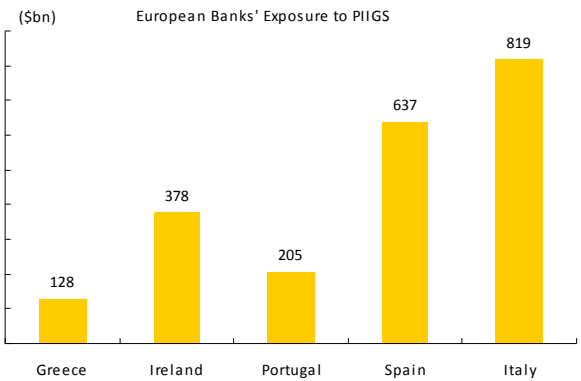
欧元区银行系统需要被注资，增强抵抗风险的能力，为即将到来的主权债务违约做准备。在这个方面，EFSF看上去是最有可能起到类似作用的，但EFSF的问题是规模不够大，而且EFSF的升级版（授权EFSF向银行注资的部分）能否通过欧盟国家的批准还是个问题。那么，由主权国家分别向银行注资是否可行呢？我们知道，欧元区很多国家债台高筑，缺乏在财政方面的自由度，因此这条路并非适合所有国家，这也是在9月16日召开的欧盟财长会议没有出台任何措施来缓解欧债危机和刺激经济的重要原因。

欧债危机旷日持久。进入2012年，PIIGs五国的债务到期压力是今年的两倍以上（图表10），而意大利、法国和西班牙等国几乎全年都面临着巨额的债务到期压力（意大利约3,345亿欧元，法国约2,356亿欧元，西班牙约1,459亿欧元，图表11）。面临主权债务和银行系统的双重危机，欧洲政府难以出台具有实质性的解决方案。在这种情形下，市场对欧债危机的担忧情绪也将只增不减。

在债务危机和财政紧缩政策的双重打击下，欧洲经济整体放缓的趋势愈加明显。目前市场预期2012年欧元区的经济增速将由2010年的1.8%降至1.2%，经济总量约占欧元区三分之一的德国经济增长也将大幅放缓，由2010年的3.7%下滑至2012年的1.5%（图表12）。我们认为，在2012年，欧元区的经济

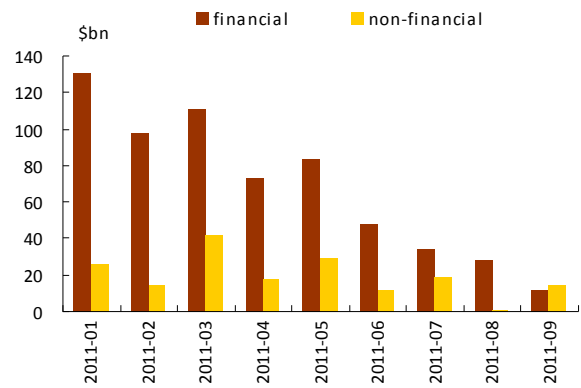
有相当大的可能性陷入衰退。在这种情况下，虽然受债务问题困扰的“欧猪五国”的财政赤字占GDP的比例在未来的两年中有所下降（图表13），但债务占GDP比例仍将维持在高位（图表14），使得市场持续担心其债务可持续性。

图表6：欧洲银行对“欧猪五国”拥有巨大的风险敞口



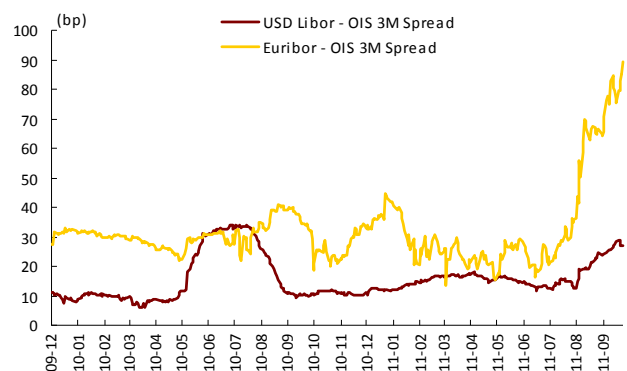
资料来源：BIS，中金公司研究部

图表7：欧洲银行从市场上发债的能力下降



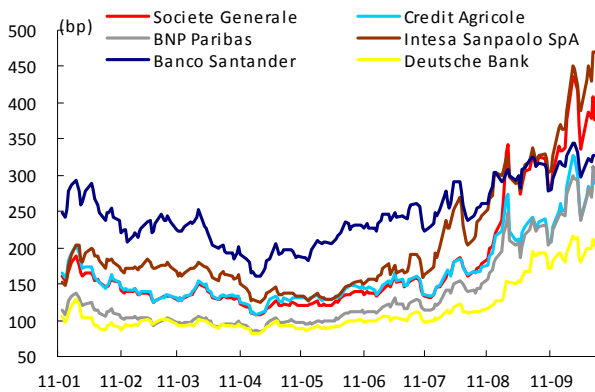
资料来源：Dealogic，中金公司研究部

图表8：欧元Libor - OIS息差飙升



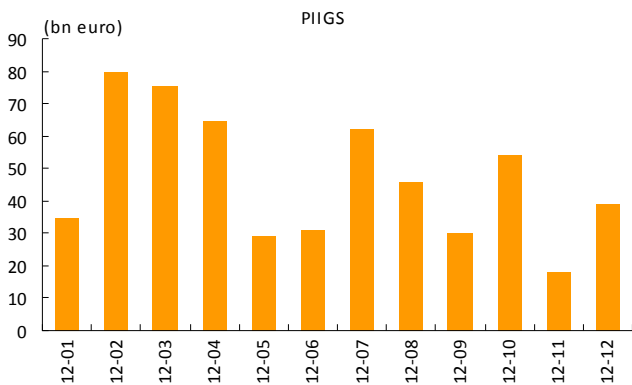
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表9：欧洲银行业面临信用危机



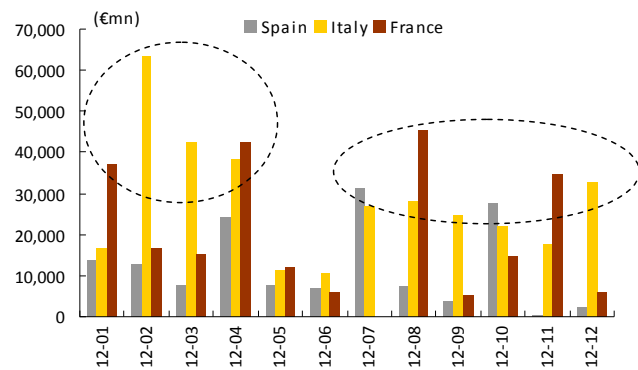
资料来源：BIS，中金公司研究部

图表10：2012年PIIGS国家全年都面临债务到期压力



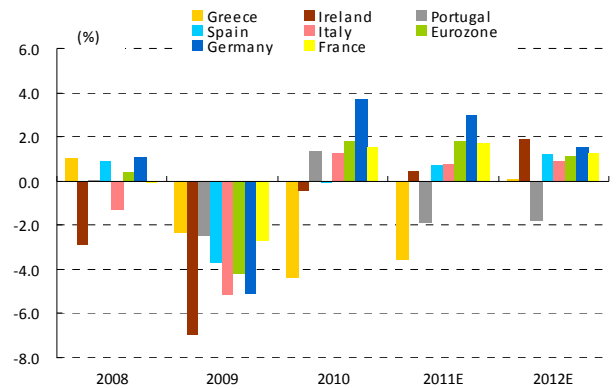
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表11：2012年法国、意大利和西班牙债务到期压力



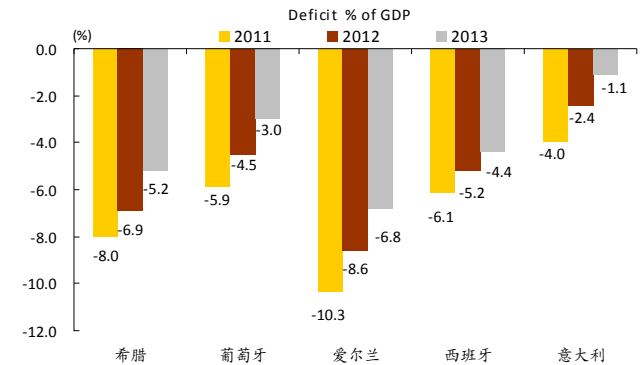
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表12：2012年欧洲经济继续放缓



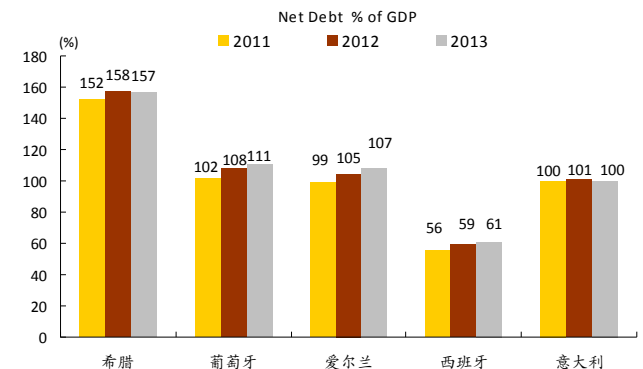
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表13：PIIGS国家财政赤字占GDP的比例将有所下降



资料来源：IMF，中金公司研究部

图表14：PIIGS国家债务占GDP的比例将维持在高位



资料来源：IMF，中金公司研究部

主权债务和银行系统的双重危机使得难有解决方案。通过对比美国当时针对次贷危机的一系列措施，以及欧元区针对债务危机的救市方案，可以发现，欧元区已经做到的要远远少于当时的美国。这主要是由几方面的原因造成的，首先是因为当前的欧债问题还仅处于危机的初期，而且这一危机是个渐进的过程。同时，当前的危机还仅限于欧元区，甚至是仅限于欧元区的金融领域，而当时美国的次贷危机迅速升级演变为全球性的经济危机，其破坏力与现在的欧债危机不可同日而语。其次，美国作为统一的经济体，其货币权利和财政权利是统一行使

的。而当前的欧元区成员良莠不齐，债务危机使各国分化愈加严重，“统一货币、不同财政”的经济模式运行难度加大。这一经济模式也制约了救助政策推出的力度和速度，以及救助的多样化。同时，欧元区内部的政治敏感性阻碍了财政转移支付等手段的出台，也使得的德国等核心国家在救助周边国家时小心谨慎。欧盟虽然通过了 7,500 亿欧元的欧洲金融稳定基金 (EFSF)，但若想在此基础上更进一步，比如发行统一的欧元区债券 (Euro-bond)，无疑是困难重重。

欧元区的国家，甚至是法国这样的核心国家，几乎都是债台高筑，这使得由政府实施救助金融系统的措施非常困难。在 2008 年的金融危机期间，政府通过大规模举债和扩展自己的资产负债表来救助金融和居民部门，并在危机结束后维持宽松的货币政策来帮助金融部门进一步修复资产负债表。可是，在目前的主权债务危机中，这一举措因政府部门自身出现信用危机而无法实施。实际上，希腊等国到目前为止都是在接受欧盟救助的同时试图通过削减政府支出、降低财政赤字的办法来“拖延”债务问题。即使是核心国家，如德国，也都在紧缩财政，这使得欧元区在财政政策上的作为会非常有限。因此在 2008 年金融危机期间美国政府推出的经济刺激法案、住房援助议案、和经济刺激计划，以及政府对金融机构的直接救助和对金融市场的直接干预等，欧元区就难以实施。

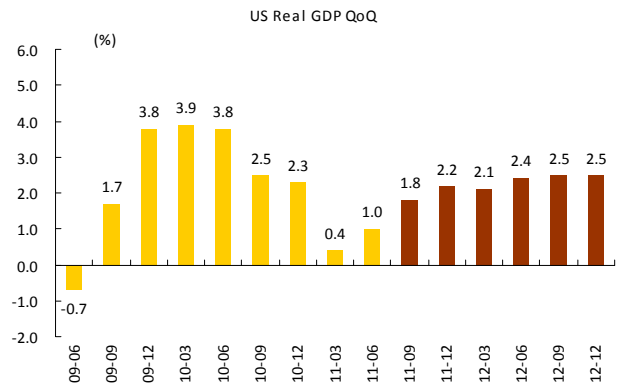
我们认为，在目前的框架下债务问题没有一个有效的解决方案，单靠欧盟、欧央行和 IMF 救助不是长久之计，何况欧元区内的政治分裂倾向已日益严重。加上欧洲经济放缓迹象明显，财政紧缩政策亦将拖累经济的复苏步伐，未来欧洲经济很可能会陷入衰退。希腊或将在 2012 年的某个时刻正式宣布债务违约，欧洲的银行系统危机也会随之爆发，恐慌情绪将引发欧洲股市大幅下挫，并拖累美股下滑。

## 二、美国股市第四季度反弹

**美国经济下半年增长缓慢，但将避免陷入衰退。**美国经济增速放缓已经是不争的事实，但将在今年下半年避免陷入衰退。根据目前的市场一致预期，今年第三季度美国 GDP 将增长 1.8%，第四季度将增长 2.2% (图表 15。中金宏观经济组预测第三季度增长 1.5%，第四季度增长 1.8%，低于市场一致预期)。实际上，近来公布的经济数据虽然是喜忧参半，但和市场预期相比较而言，总体上比第二季度时有了大幅的改善 (图表 16)。如果经济能够继续维持增长，虽然增速较低，那么仍将是鼓舞市场的重大利好。

**欧债危机得到短暂的喘息。**希腊继续得到欧盟的救助，暂时避免债务违约；意大利等国的国债融资成本虽然在上升，但仍然可以成功拍卖国债；欧元区的债务到期压力在 10 月之后大幅下降 (图表 17)；欧央行继续在二级市场上购买国债，并持续向银行系统提供流动性；升级版的 EFSF 在一番波折之后被欧元区的 17 个国家批准，并开始在对危机方面发挥更大的作用。这些因素将使得欧债危机在今年第四季度获得短暂的喘息机会。

图表 15: 美国 GDP 仍将实现正增长



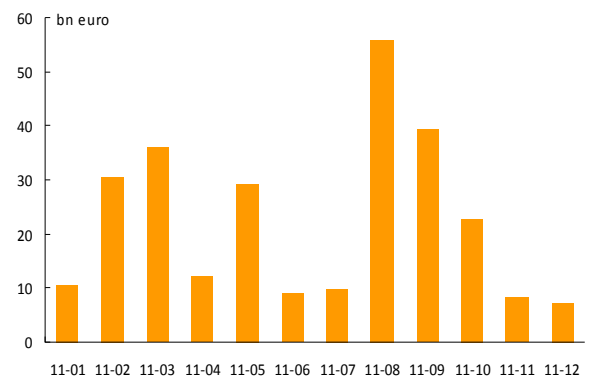
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 16: 美国经济增长和市场预期相比较第二季度大幅改善



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 17: PIIGS 各国债务到期的压力将延续到 10 月



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

**奥巴马政府的经济刺激计划在一定程度上提振市场情绪。**面临经济增速下滑并且重新陷入衰退的威胁，也为明年总统大选做背水之战，美国总统奥巴马从 9 月 8 日开始陆续提出了总额为 4,500 亿美元的经济刺激计划。主要内容包括税收优惠、对州和地方财政援助、启动基建工程和扩大失业救济援助等。这个计划向市场展示了奥巴马政府刺激经济、挽救就业的决心，对目前处于信心危机中的市场有正面的效果。

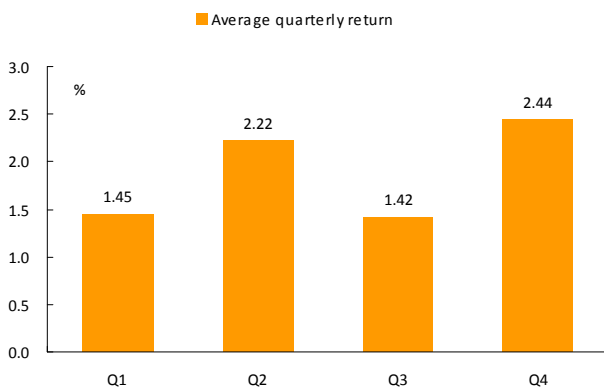
但预计该提案将在国会遭遇一定的阻力，因为该提案的主要融资方法是10年内增税4,670亿美元（包括“巴菲特规则”，即对百万富翁设定税率底线，提高投资所得税率），而此前共和党明确表示过反对加税。最有可能的结果是政府和国会达成妥协，来推动计划通过，而妥协就意味着最终通过的计划可能打折，最终通过的方案可能不及4,500亿。其中对州和地方政府的援助、基建工程、失业救济援助部分都有争议。按照中金宏观经济组的估算，如果奥巴马的计划得以实施，那么将在2012年带来略高于1%的额外GDP增长。

**美联储的“伯南克期权”仍然有效。**短期内经济复苏的力度弱于预期，但二次衰退风险有限。在货币政策方面，在必要的时候美联储应会采取措施来应对经济增长和通胀这样的问题。目前，除了将异常低的利率维持到2013年之外，美联储仍有一系统的工具可以用来推出更多的货币刺激政策，而美联储也将继续监控经济发展趋势，会在必要的时候在保持价格稳定的情况下推出合适的政策来保证经济的复苏。美联储在9月21日宣布实行所谓的“质化宽松”，或者“扭曲操作”，即买长债、卖短债，以期进一步压低长端国债收益率。其具体操作将是在2012年6月前购买4,000亿美元剩余到期期限为6~30年的美国国债，并卖出同样金额的剩余到期期限在3年及以下的国债。受制于通胀仍然在上行，美联储在目前只能实施这种比较温和的措施。

但是，不排除美联储出台进一步刺激计划，时间窗口将可能从今年第四季度到明年二季度结束之前，取决于经济复苏的进程。如果推出QE3的话，其政策选项包括购买更多债券和降低存款准备金率等。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”预期将在一定程度上支持股市。

**临近年末，消费旺季来临支持股市行情。**在第四季度，有传统的重要节日感恩节和圣诞节，而节日期间是美国的消费旺季。居民消费上升，推动经济增长，利好股市。实际上，长期数据表明，美国股市在第四季度的表现最好（图表18）。过去80多年的数据显示，标普500指数在第四季度平均上涨了2.44%，上涨概率为73%（在83年中，有60年在第四季度上涨）；在过去的30年中，股市只在5个第四季度中下跌（1983年经济衰退，1987年股灾，2000年高科技泡沫破灭，2007和2008年次贷危机和经济衰退），平均上涨4.08%。

图表18：美国股市历年第四季度表现最好（1927~2010年）

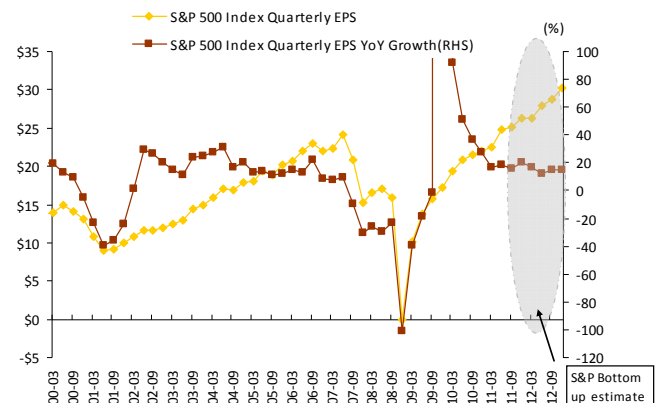


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

**美国企业的盈利将对市场有较强的支撑。**我们预测2011年标普500盈利将实现18%的正增长，达到每股约98美元。目前市场自下而上预测标普500第三季度每股经营性净利润同比增长16.2%，较二季度小幅下滑（图表19）。

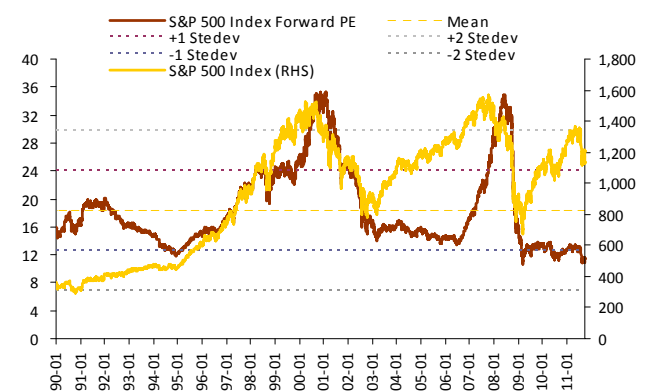
目前标普500指数未来12个月动态市盈率已由8月初的12.5倍降至10.8倍左右（图表20），静态市盈率也降到12.4倍。今年上半年，标普500指数动态市盈率一直在历史均值负一个标准差的位置周围窄幅波动。然而自8月4日“黑色星期四”席卷全球股市以来，美股连续四周收阴，标普500静态市盈率也随之迅速萎缩，较2009年3月的低点相差无几。向后看，美国经济增速下滑的风险正在加大，欧洲债务危机又是否将引发新一轮流动性风险，种种因素都将制约投资者赋予美股过高的估值。因此我们认为未来美股动态市盈率很可能继续在一定区间内维持震荡。

图表19：市场预测三季度每股经营性净利润上升



资料来源：标普公司，中金公司研究部

图表20：标普500指数未来12个月动态市盈率



资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

**美国股市第四季度反弹。**由于前述各种利好因素，我们认为美国股市将在第四季度有所反弹。受欧债问题影响减退、经济增速反弹和节假日消费旺季到来的提振，标普500指数从10月开始震荡走高，升至1,300~1,350点。受此带动，欧洲股市和新兴市场股市均有所上扬。同时，美国国债收益率小幅上扬，美元走弱。

我们看好周期性的板块，包括可选消费、科技、基础原材料、工业和能源等，在防守端可以加入电信板块。短期内，由于美国经济增长前景不明确，而中长期美国经济缺乏亮点，长期经济增速放缓的可能性较大。而同时，以金砖四国为首的发展中国家未来将是推动全球经济发展的引擎。在这种情况下，市场将会更加青睐两类公司：盈利稳定的和具有全球视野的公司，而具备这两种特性的公司往往都是大型的跨国公司。大型公司稳定的销售和盈利能力在经济处于不确定时期对投资者有较大的吸引力，而它们的国际性视野有助于进一步扩展在海外的业务。另外，美国经济在未来将在某种程度上扭转过去的以国内消费为主的经济模式，将把更多的精力放在促进进口上，这也会有利于那些市场占有率高、知名度高的大型公司。所以，我们更加看好销售和盈利稳定性高的大型蓝筹公司。

**股市大幅波动仍将是近期的常态。**各种利好因素之外，市场也面临着较大的风险：例如欧债危机全面失控；美国经济继续大幅下滑；国会两党围绕经济刺激计划和削减政府赤字问题，重复今年7月底、8月初所经历的闹剧等。这些潜在的风险因素都没有被市场充分预期，如果发生将会给市场带来重大打击。因此，预计美国 and 全球股市仍将维持较高的波动性，暴涨暴跌的情形仍有可能多次出现。

**股市不改长期下跌趋势。**股市反弹但非反转。进入2012，美国经济继续低速增长，在增长与衰退之间徘徊，全球经济增速均有进一步下滑，通胀下降；美国企业盈利增长走过了拐点，从2012年上半年开始下滑；欧债危机卷土重来，持续压制市场风险偏好。标普500指数从第一季度开始震荡下行。同时，国债收益率下降，大宗商品价格下跌，黄金价格在2012年中上上涨到约每盎司2,500美元，美元缓慢但持续走强。

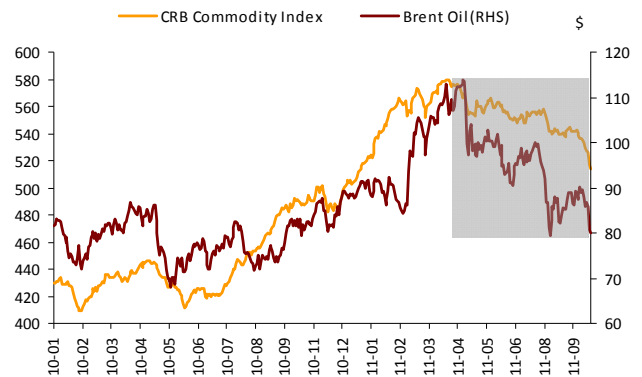
### 三、新兴国家股市表现好转

**新兴国家通胀压力下降。**从今年第二季度开始，随着全球经济增速大幅放缓，大宗商品和原油价格下跌（图表21），全球的通胀压力下降。根据IMF的预测，2012年全球及主要发达、新兴国家的通胀均有不同幅度的下降（图表22和23）。

**新兴市场国家股市表现将进一步好转。**金融危机之后，世界经济新格局在基本面支持下表现出的长期趋势之一就是投资者到新兴市场寻求增长（图表24）。但是从2010年第四季度开始，发达国家的股市显著跑赢新兴市场。这种情况在今年第三季度开始有所改变（图表25），这是因为随着新兴国家持续加息，通胀持续走高的风险受到一定程度的抑制，而同时发达国家经济增速放缓比较明显。同时，新兴市场股市估值下降明显（图表26），吸引力上升。

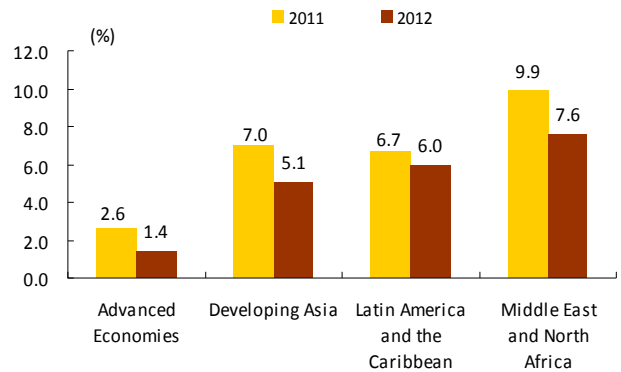
新兴市场国家股市受政府的宏观调控政策影响较大。但随着通胀压力下降，新兴市场国家的宏观调控逐渐达到目的，并且为了防止经济明显下滑，有些国家已经开始停止调控。在这种情况下，新兴国家股市的表现将进一步好转。

图表 21：大宗商品和原油价格下跌



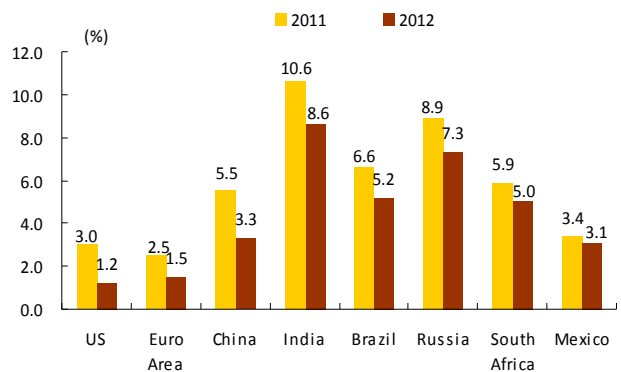
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 22：全球通胀将下降



资料来源：IMF，中金公司研究部

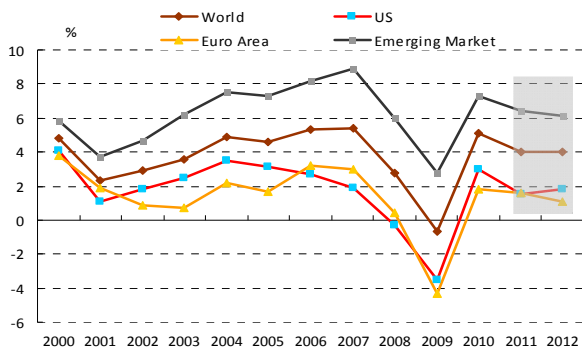
图表 23：主要发达国家和新兴国家通胀下降



资料来源：IMF，中金公司研究部

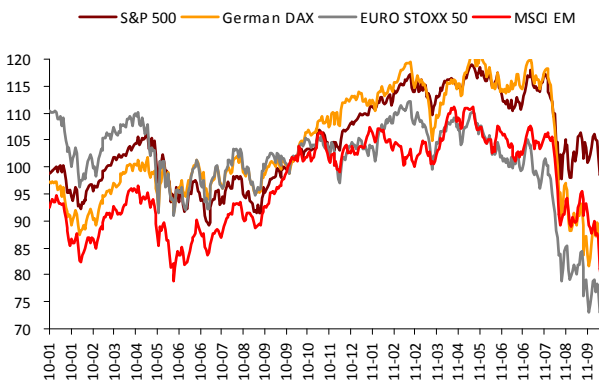


图表 24：新兴市场仍然是全球经济增长的引擎



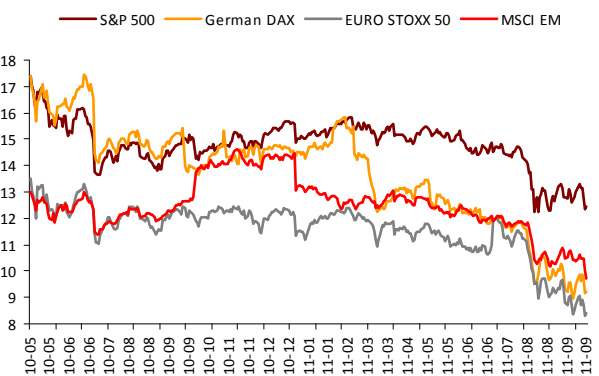
资料来源：IMF, 中金公司研究部

图表 25：从今年第三季度新兴市场股市开始跑赢欧洲股市 (2010年10月1日=100)



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 26：新兴市场股市估值有较大的提升空间



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

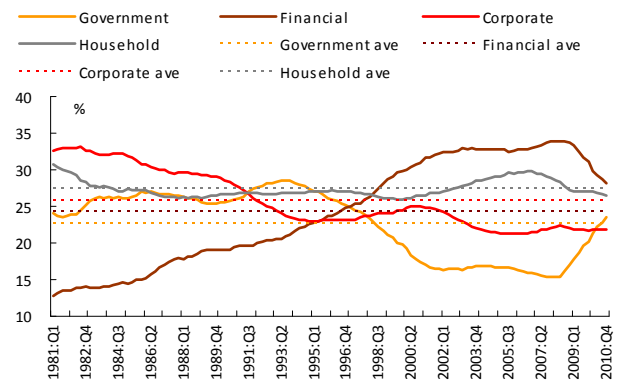
#### 四、全球经济长期同“大收缩”抗争？

全球经济将不得不同“大收缩”抗争？从较长期的时间点来看，我们也许正在一个新的经济时期。经济学家们喜欢用“大”来描述世界经济经历过的重要时期。比如，发生在上世纪 30 年代美国和欧洲的“大萧条 (Great Depression)”，日本从上世纪 90 年代延续至本世纪初的“大衰退 (Great Recession)”，从上世纪 90 年代初开始延续至今的全球化是“大全球化 (Great

Globalization)”，从上世纪 80 年代中期直到 2008 年金融危机之前美国及其他西方工业化国家的 GDP 增长和通货膨胀的波动都在下降这一“大缓和 (Great Moderation)”等。目前的全球经济状况被称为“大收缩 (Great Contraction)”。这种“收缩”包含着两重含义：第一是全球经济增速将大幅下滑，发达国家经济甚至会长期零增长；第二是在债务问题的困扰之下，发达国家将不可避免地采取紧缩性的财政政策。

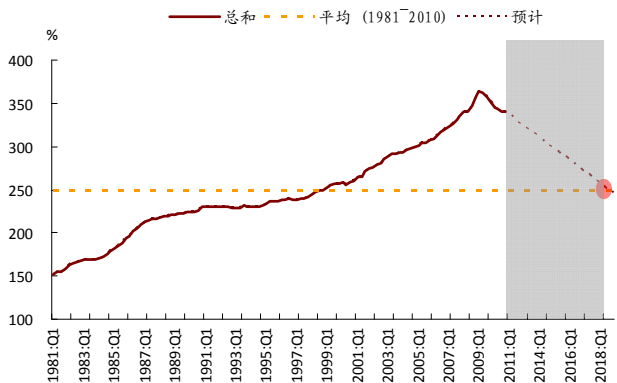
美国经济再平衡使得经济增速放缓成为必然。我们之前提到过，美国经济复苏一波三折有深刻原因：刚刚过去的这轮经济衰退不是普通意义上的经济衰退，而是一次“资产负债表性的经济衰退”，其最重要的特征是，经济中各个主要部门的资产负债表遭受到严重损伤；因而在衰退结束后，各部门忙于修复资产负债表，降低杠杆率，不愿继续负债。在这种情况下，包括企业在内的各部门不是以利润最大化为目标，而是以降低债务水平为紧要任务，造成总需求不足和传统货币政策的作用有限。危机爆发后，全球主要经济体推出的经济刺激计划实际上就是通过加重政府资产负债表受损的程度来修复另外三个部门的资产负债表。美国政府的债务已经大幅膨胀，而其它三个部门债务水平明显下降，但这个过程仍在进行当中，并且美国将长期承受降低债务总量的压力，因此未来美国经济有可能会长期低速增长，而从今年年初开始经济增速明显放缓是各种宏观因素反应在经济增长上的必然结果。

图表 27：美国经济体各部门仍处在去杠杆化的过程中



资料来源：Federal Reserve, Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 28：美国将长期承受降低总体债务水平的压力



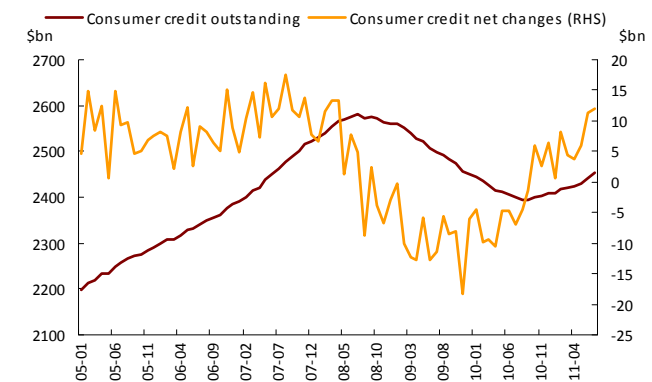
资料来源：Federal Reserve, Haver Analytics, 中金公司研究部

**美国经济对信贷需求下降。**现在制约美国经济复苏的一个重要因素是失业率居高不下。最新的非农就业报告显示8月非农就业人数零增长，大大逊于市场预期的增长6.8万人，创下去年9月以来最低。而美国失业率也未有改善，较7月持平于9.1%。糟糕的就业数据进一步印证了美国经济的疲软，企业出于对经济前景的不确定性考虑，不愿增加雇佣人数。失业率高企和房地产市场的低迷使得美国经济所依赖的居民消费的增长，并逐渐失去对经济扩张的贡献。

同时，国际金融市场的动荡，尤其是欧债危机的深入，使得银行系统担心银行对手、实体经济的企业和居民部门的资产负债表恶化，信用下降，风险上升而损及资产质量，因此不愿提供信贷。

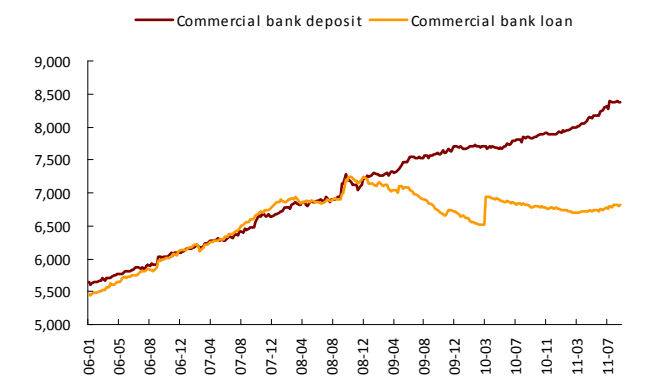
在这种背景下，我们看到一系列美国经济对信贷需求下降的迹象：美国居民的消费信贷存量维持在低位（图表29）、美国银行的贷款存量远远没有恢复到危机之前（图表30），实体企业的商业票据存量在低位徘徊（图表31）等。这些都表明相当一部分信贷已经消失。而信贷是现代经济的“血液”，信贷消失代表着经济增长将受到极大影响，至少是过去10年中的那种经济快速增长模式已经不复存在。

图表29：美国消费者信贷维持在低位



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表30：美国商业银行信贷与存款缺口加大



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

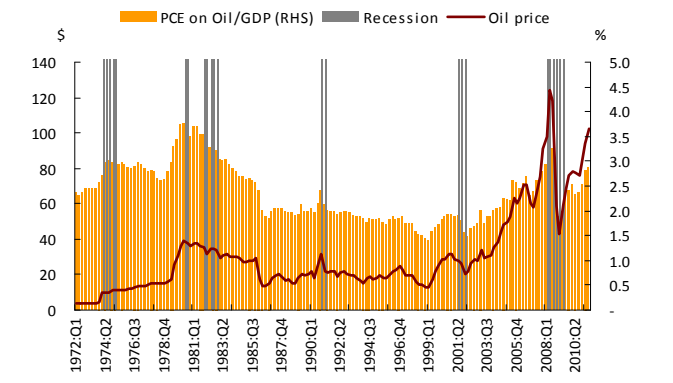
图表31：美国商业银行票据存量在低位徘徊



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

**能源价格的波动制约未来经济增长前景。**比较容易受忽视的一个因素是能源价格，尤其是石油价格的波动对于经济增长的影响。从上世纪70年代开始，几乎每一次美国经济的衰退都和石油价格的大幅上涨有关（1981年经济二次探底除外，图表32）。石油价格上涨，使得居民消费占GDP的比例上升，也使得工业生产的成本上升，制约经济其它部分的发展。实际上，2008年全球经济衰退，至少在部分程度上和始于2005年的石油价格飙升有关。今年发生在中东和北非的政治乱局在短期内推高了原油价格，全球经历了一个温性的石油冲击。这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。由于各种原因，被市场寄予厚望的新能源，在很长一段时间内仍难以替代传统能源，石油仍然绑架全球经济的未来。这一次，石油价格的上涨是否也会将经济拖入衰退？

图表32：1970年以来几乎每次经济衰退都和油价上涨有关



资料来源：Haver Analytics, Bloomberg, 中金公司研究部

**“防守型”投资策略。**发达国家经济增速大幅放缓，甚至会出现零增长，新兴经济体的增长也将受到影响，通货收缩（Disinflation）可能是全球经济的一条主线。在这个大背景下，投资需要“防守性”策略，在资产配置上的原则是重仓安全资产和固定收益类资产，比如债券；规避风险类资产，比如股票和大宗商品。

---

## 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

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
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

### 长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号  
骏豪花园A6栋1层  
邮编: 410003  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8878-7090

### 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

