



FINANCIAL MARKET ANALYSIS

第 10 卷，第 8 期

2010 年 3 月 4 日

数据喜忧参半复苏前景堪忧市场动能减弱

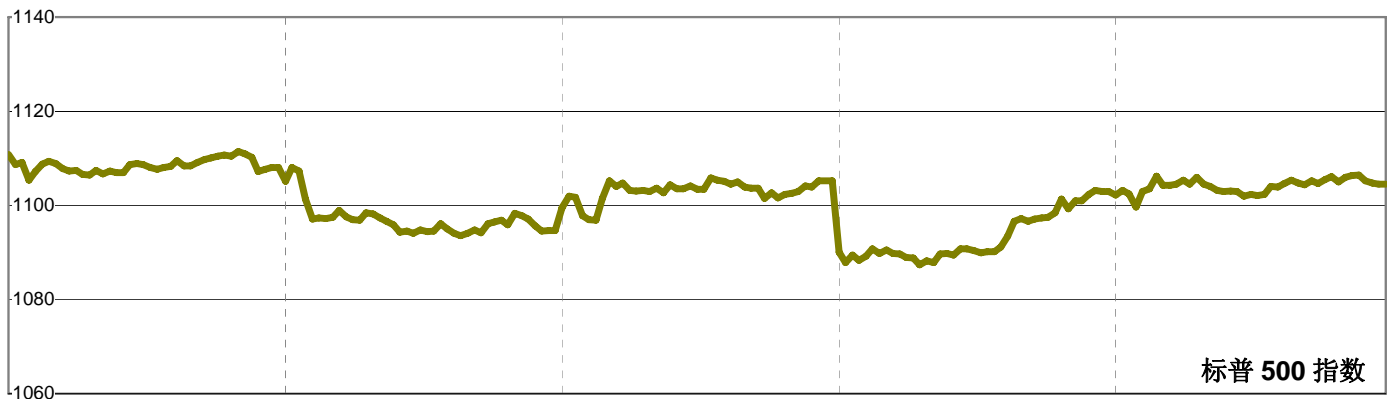
欧洲主权债务担忧加剧，美国经济数据喜忧参半，复苏前景阴霾笼罩，上周，市场在震荡中寻找方向。希腊财政困境仍未解决，投资者日渐担忧最糟情况即将出现，即欧洲邻国将无法救助这个深陷困境的国家。在美国，美联储主席伯南克在上周调高贴现利率后，本周却尽力让市场确信利率将在较长一段时间内维持低位。虽然此举缓解了市场对提前加息将抑制经济复苏的担忧，但它也表明美联储对经济转向还没有足够的信心。实际上，消费者信心的意外下滑，申请失业保险人数的增加以及疲弱的住房销售数据进一步凸显了这种不确定性——尽管疲弱的数据部分可能是由恶劣天气条件造成的。本周，澳大利亚央行、欧元区各国央行以及英国央行即将宣布当月的政策利率决策。市场也可能会继续留意希腊财政问题的任何进展。在数据层面，美国计划星期五公布的就业数据或是本周最重要的一份报告。

	2 月 26 日 收盘价	本周迄今 回报率	本年迄今 回报率	本年迄今 回报率（美元）
标普 500 指数:	1104.49	-0.42%	-0.95%	-0.95%
道琼斯欧洲斯托克指数:	256.81	-2.10%	-6.53%	-11.28%
日经 225 指数:	10126.03	+0.02%	-3.99%	-0.17%
MSCI 亚洲（除日本）指数:	394.07	+1.18%	-5.39%	-5.39%

本期热点:

- 美国经济: 冬天恶劣气候的影响
- 欧洲经济: 欧洲央行政策预演——小幅缓步
- 亚太经济: 货币政策面临重要转折点

TAKING STOCK



星期一 2月22日	星期二 2月23日	星期三 2月24日	星期四 2月25日	星期五 2月26日
<p>标普: -0.10%</p> <p>斯托克: -0.38%</p> <p>日经: +2.74%</p> <p>MSCI 亚洲 (除日本): +2.09%</p> <p>美国: 旧金山联储主席耶伦 (Janet Yellen)称, 通胀率依然“极度偏低”, 经济仍需极低的利率, 未来几年经济将缓慢增长。她还补充道, 2010年GDP或增长3.5%, 2011年或增长4.5%。</p> <p>日本: 丰田汽车称, 公司正面临美国检方的刑事调查, 公司的安全问题处理已导致大规模召回, 与此同时, 美国国会小组指责丰田公司作了误导性陈述。</p> <p>欧盟: 希腊央行行长 (兼欧洲央行理事会成员普罗沃普罗斯 (Provopoulos) 声称他坚信希腊将实现其“雄心勃勃”的目标。他还补充道, 必要时, 希腊政府必定会采取额外措施。欧洲帮助希腊的承诺也“非常确信”, 市场对希腊危机的反应有点过度。</p> <p>欧盟: 德国的金融监管机构金融监管局 (BaFin) 在提交财政部长朔伊布勒 (Schäuble) 的一份内部报告中警告称, 欧元区外围多个国家出现风险, 而希腊正是导火索。</p> <p>亚太: 新加坡 2009 财年的财政赤字为 29 亿美元, 远少于预算的赤字 87 亿美元。预计 2010 财年的赤字为 30 亿美元。新增支出包括用于提高生产力的 55 亿新加坡元。</p> <p>亚太: 台湾 2009 年第四季度 GDP 增长 9.2%, 远高于预期, 也是 2004 年第三季度以来增速最快的一个季度。2009 年, 实际 GDP 仅下滑 1.9%。2010 年第一季度 GDP 增长率或高达 9%, 但台湾的决策者可能会等到其它央行紧缩之后才会加息。</p>	<p>标普: -1.21%</p> <p>斯托克: -1.55%</p> <p>日经: -0.47%</p> <p>MSCI 亚洲 (除日本): +0.37%</p> <p>美国: 经济咨委会 2 月份的消费者信心指数意外下滑至 10 个月以来的最低点 46.0, 远小于 1 月份的 56.5。</p> <p>美国: 12 月份, 标普 Case-Shiller 20 个城市住房价格指数环比攀升 0.3%, 同比下滑 3.1%, 为 2007 年 5 月份以来的最佳表现。</p> <p>欧盟: 德国 IFO 商业景气指数从 1 月份的 95.8 下滑至 2 月份的 95.2, 为 2009 年 3 月份以来的首次下滑。指数意外下滑可能是冬季恶劣的气候条件的结果。该指数依然保持在在长期均值上下, 表明德国经济或继续温和复苏。</p> <p>欧盟: 惠誉下调希腊四家最大银行的评级至“BBB”, 展望为负面。</p> <p>欧盟: 英国银行家协会称 1 月份住房购买按揭贷款审批件数或从 12 月份的 45, 582 件减少至 35, 083 件, 为 2009 年 5 月份以来的最低水平。</p> <p>欧盟: 英国央行行长金恩 (King) 称, 必要时, 央行或再次扩大定量宽松规模。</p> <p>亚太: 新加坡 1 月份消费者价格指数小幅攀升 0.2%, 升幅小于预期。这部分反映了 CPI 指数重定基数之后计算方法的变化。</p> <p>亚太: 香港 1 月份消费者价格指数上升 1%, 小于 12 月份的 1.3%, 符合预期。</p> <p>亚太: 澳大利亚央行副行长巴特利诺 (Ric Battellino) 称澳大利亚正迈入矿业投资繁荣期, 且胜于上世纪 60 年代和 70 年代的繁荣期。这或给决策者带来严峻的挑战。该评论被认为有点强硬。</p>	<p>标普: +0.97%</p> <p>斯托克: +0.07%</p> <p>日经: -1.48%</p> <p>MSCI 亚洲 (除日本): -1.11%</p> <p>美国: 美联储主席伯南克称, 经济正处于复苏初期, 仍需在较长的时间内维持极低的政策利率。</p> <p>美国: 1 月份新房销售量意外减少 11.2% 至 30.9 万套, 创历史低点。</p> <p>欧盟: 标普公司称希腊的 BBB+ 级主权评级一个月内可能会被下调 1-2 档。</p> <p>欧盟: 希腊 (民众) 24 小时大罢工, 抗议政府的财政紧缩措施。</p> <p>欧盟: 2009 年第四季度德国经济停滞, GDP 零增长。同时, 3 月份 GFK 消费者信心指数从 3.3 下滑至 3.2。</p> <p>日本: 1 月份出口保持强劲增长, 增加 6.9%, 增幅均高于 11 月份的 5.9% 和 12 月份的 4.7%。1 月份出口增长可能是中国 2 月份春节提前启动而临时推动的结果。</p> <p>亚太: 中国的银行监管机构要求商业贷款机构限制向地方政府提供新贷款, 以避免潜在的违约风险。</p> <p>亚太: 2009 年第四季度, 香港经济恢复增长, GDP 增长 2.6%, 强于预期。2009 年全年香港 GDP 下滑 2.7%。出口和家庭支出强劲增长或继续引领经济复苏, 预计 2010 年第一季度 GDP 增长率将高达 6%。</p> <p>亚太: 2009 年第四季度, 澳大利亚工资增长率放缓至 0.6%, 全年增长率则从 3.6% 下降至 3%, 为 9 年以来的最低水平。这种弱于预期的结果是由私营部门造成的。</p>	<p>标普: -0.21%</p> <p>斯托克: -1.76%</p> <p>日经: -0.95%</p> <p>MSCI 亚洲 (除日本): -1.44%</p> <p>美国: 由于非国防飞机订单大幅增长 126%, 1 月份耐用品订单增长 3%。这是 2009 年 7 月份以来的最大增幅。扣除波动性较大的交通设备后, 耐用品订单减少 0.6%。</p> <p>美国: 初次申请失业救济金人数增加 2.2 万人至 49.6 万人。人数增加部分要归结于恶劣的天气。四周移动均值则为 47.375 万人, 为 2009 年 11 月份以来的最高水平。</p> <p>美国: 美联储称将调查高盛和华尔街其它公司是否助长希腊主权债务违约危机。</p> <p>欧盟: 欧元区 2 月份经济信心指数从 1 月份的 96 下降至 95.9。这是 2009 年 3 月份以来的首次下滑。</p> <p>欧盟: 据媒体报道, 希腊计划下周而非本周发行 30-50 亿欧元的 10 年期债券, 因为当时希腊正面临大罢工和债务评级下调警告。</p> <p>欧盟: 英国 2009 年第四季度商业投资减少 24.1%, 为 1967 年记录数据以来的最大降幅。自从经济开始衰退以来, 实际商业投资已减少 24.8%, 降幅是上世纪 80 年代初和 90 年代初相同经济衰退阶段时的两倍。</p> <p>欧盟: 德国 2 月份失业人数增加 7000 人, 少于预期。失业率攀升至 8.2%。</p> <p>亚太: 澳大利亚 2009 年第四季度私营部门资本支出大增 5.5%, 是预期增幅的两倍。在生产设备和机器投资大幅增长 12.4% 是资本支出的增长的唯一原因。</p>	<p>标普: +0.14%</p> <p>斯托克: +1.54%</p> <p>日经: +0.24%</p> <p>MSCI 亚洲 (除日本): +1.31%</p> <p>美国: 1 月份成屋销售量意外下滑, 减少 7.2% 至 505 万套 (折合成成年率)。2 月中旬的暴风雪可能令 2 月份的许多经济活动脱离正常轨道, 其中来自零售商的迹象最为明显。</p> <p>美国: 密歇根大学 2 月份消费者信心指数最终读数确定为 73.6, 相比 1 月份的 74.4, 小幅下滑。</p> <p>美国: 芝加哥 2 月份商业景气指数依然处于正值区间, 为 62.6。</p> <p>美国: 2009 年第四季度, GDP 增长率被向上修正至 5.9%。</p> <p>欧盟: 1 月份欧元区通胀率确认为 1%, 高于 12 月份的 0.9%。核心通胀率进一步放缓, 从 1.1% 下降至 0.9%, 降幅大于预期, 为 2000 年中的最低水平。</p> <p>欧盟: 英国 2009 年第四季度 GDP 环比增长 0.3%, 高于临时估算的 0.1%。GDP 数字反驳了关于 2009 年第四季度商业投资疲弱意味着 GDP 向下修正的论调。</p> <p>欧盟: 瑞士 2 月份 KOF 经济指标从 1 月份的 1.81 上升至 1.87, 为 2007 年 12 月份以来的最高水平。2010 年第一季度 GDP 增长率或进一步上扬。</p> <p>日本: 1 月份工业产出增加 2.5%, 增幅大于 12 月份的 1.9%, 连续 11 个月增长。</p> <p>日本: 1 月份全球核心 CPI 指数下降 1.3%, 与 12 月份持平。</p> <p>亚太: 1 月份新加坡工业产出大增 39.4%, 强于预期和 12 月份 14.6% 的增幅。</p>

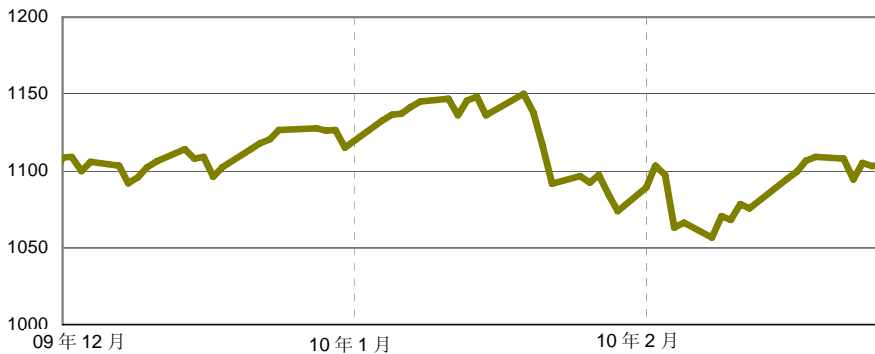
双休日 2月27日和2月28日

其它: 智利遭受强烈地震袭击, 里氏震级达 8.8 级, 死亡至少 700 人。

请注意: 花旗分析师的评论为斜体文字。来源: 彭博, 路透社, 花旗投资研究部

美国/北美

标普 500 (2009 年 12 月 1 日至 2010 年 2 月 26 日)



来源: 彭博

经济展望

冬天恶劣气候的影响

过去一周的经济数据出乎意料地疲软, 新房销售量、消费者信心指数纷纷下滑, 甚至核心消费价格也下降。虽然这一连串数据给经济预测带来了挑战, 但这些数据也是深受诸如异常天气等一系列特殊因素影响的, 它们或是数据疲弱的真正原因。

由于特大暴风雪, 2 月份就业数据调查周被中断, 即将公布的就业数据或将集中体现这种天气效应。花旗分析师预计 2 月份就业人数将减少 12.5 万人。

同时, 登记为永久和长期失业的人数意味着就业市场受到了结构性损害。然而, 巨额失业福利金某种程度上可能夸大了这个问题, 而普遍存在的短期就业表明, 公司要么恢复员工人数, 要么放弃增长机会。

股票

看平电信板块、看跌家庭用品和个人用品板块

	上周 收盘价	本周迄今 回报率	本年迄今 回报率
标普 500	1104.49	-0.42%	-0.95%
道琼斯	10325.26	-0.74%	-0.99%
纳斯达克	2238.26	-0.25%	-1.36%

花旗分析师已将电信板块的评级从看跌上调为中性。估值产生了较具吸引力的超额市场收益潜力, 但却被季节性交易模式的疲弱所抵销。但影响评级上调的最重要因素是盈利预测修正增势似乎已接近历史低点。此外, 该板块过去六个月表现明显弱于市场。

但在必需消费品板块, 家庭用品和个人用品板块的评级已从中性下调至看跌, 因为该板块盈利预测修正增势似乎已达到峰值水平, 关联性驱动的估值指标也表明该板块表现欠佳, 经济数据也显示股价面临挑战。而且, 考虑到该板块巨大的国际销售量, 美元走强可能会导致盈利不如预期。

首选: 能源、工业、技术、非必需消费品

次选: 医疗卫生、金融、必需消费品

债券

高等级公司债有望获得超常表现

	2月26日 2010	2月19日 2010	2月12日 2010
2 年期国债:	0.812%	0.916%	0.827%
5 年期国债:	2.302%	2.449%	2.330%
10 年期国债:	3.612%	3.773%	3.693%

国债: 花旗分析师预计, 短期内波动性依然较低, 利率将维持在一定的区间内。

高等级公司债券: 尽管年底获利回吐可能会导致短期回报率波动, 但花旗分析师预计现金债券息差收窄之势会延续至 2010 年。

高收益公司债券: 鉴于环境继续有利于信贷, 投资者开始夸大获取更高收益的能力, 花旗分析师预计收紧动力将继续存在。

新兴市场国债: 花旗分析师对新兴市场债券依然持中性态度。在他们看来, 政治不确定性似乎没有充分地反映到当前的息差之中。

未来一周

3月1日

由于工作总时间稳步增长, 花旗分析师预计 1 月份个人收入或小幅增长 0.5%, 特别是工资和薪水。

3月2日

由于一连串冬季暴风雪袭击了人口聚集中心, 2 月份汽车销售量或下滑至 1030 万辆。

3月3日

影响 ISM 制造业指数的天气因素也可能抑制 2 月份非制造业调查 (49.5) 的增长。

3月4日

截至 2 月 27 日当周初次申请失业救济金人数或减少 2.6 万人, 但总统日后的假期效应和恶劣天气或使这种预测面临风险。

3月5日

2 月份就业调查周期期间覆盖东海岸的暴风雪或导致 2 月份就业人数大幅减少 12.5 万人。

货币

美国: 美元或继续反弹 6-12 个月

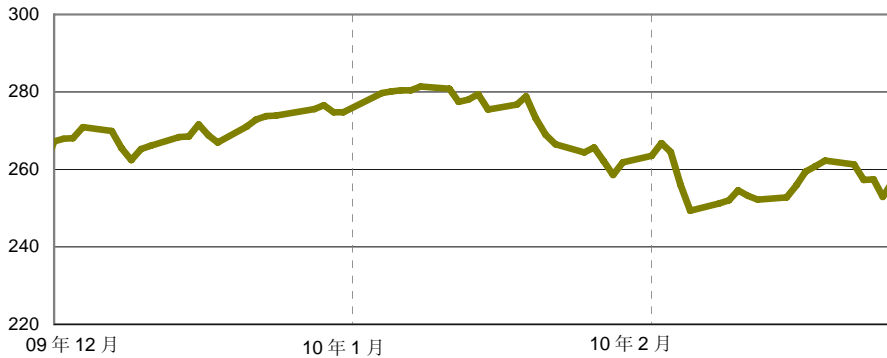
	2010 年 6 月预测		
欧元/美元	美元/日元	美元/加元	
1.37	91	1.03	

自 12 月份开始的美元反弹潮的导火索可能是短期头寸的平仓, 然后又因希腊主权债务担忧而得到巩固, 时又恰逢美元经济和资产市场表现超常。自此, 美元指数已收复 2009 年 3 月份达到峰值之后的大半失地, 略低于 90。美元多头 (头寸) 继续增加, 欧元空头头寸创下自欧洲货币联盟成立以来的历史新高。

形势非常棘手, 市场可谓进退两难。一方面美元多头头寸还未达到极端水平, 而另一方面欧元空头头寸似乎已达到极致, 随时可能迎来短期反弹。这表明, 适当时候避免做空欧元/美元的举动可能是审慎的。但近期的经验表明, 跟随大趋势直至仓位反转更为明智。此外, 美元似乎受到股市相对表现的驱动。若今年美国股市表现继续出乎市场意料地跑赢全球指数, 那么根据以往经验, 美元就可能进一步上涨。总之, 花旗分析师认为, 未来 6-12 个月内, 美元指数或进一步上升 3%-4%。

欧洲

斯托克 (2009年12月1日至2010年2月26日)



来源: 彭博

经济展望

欧洲央行政策预演——小幅缓步

本周, 欧洲央行理事会将召开 2010 年度首次重要会议。3 月份, 理事会将就逐步退出非标准政策措施的下一步行动方案作出决定。由于金融市场环境暂停改善, 花旗分析师预计欧洲央行 3 月份只会出台更多的小措施, 而不会有大动作。欧洲央行可能会宣布关于银行获取长期再融资操作的某些限制措施, 但花旗分析师预计不会恢复至危机前标准。而且, 欧洲央行可能还会宣布扩大 2010 年第二季度和第三季度主要再融资操作的无限制供应量。

此外, 欧洲央行官员新预测也将于 3 月份出台, 相比 12 月份, 增长率展望或将小幅向上修正, 通胀率预测也会小幅上调。但经济缓慢增长和低通胀依然是展望的核心, 这表明欧洲央行可能要等到 2011 年才会开始逐步加息。

未来一周

3月1日

- 欧元区: 1 月份失业率攀升 (升至 10.2%) 可能因异常恶劣的天气条件而有所失真。

3月2日

- 意大利: 2 月份通胀率或小幅上升 (环比上升 0.1%, 同比上升 1.3%), 但按历史标准衡量依然相当低。

3月3日

- 德国: 恶劣天气条件或对 1 月份的零售额造成负面影响, 环比减 1.5%, 同比减 1.7%。
- 英国: 服务业采购经理人指数在经最近几个月的强劲攀升后 1 月份有所回落, 但花旗分析师认为, 这种回落是暂时的, 预计 2 月份读数将略微强劲, 为 5.5。

3月4日

- 欧元区: 欧洲央行或维持 1% 的政策利率不变。
- 法国: 继第三季度稳定后, 花旗分析师预计第四季度失业率将进一步攀升至 9.4%。
- 英国: 英国央行预计会维持 0.5% 的政策利率不变。

3月5日

- 德国: 继 12 月份新增订单意外大幅下滑后, 1 月份或有所恢复, 同比增加 16.1%。

股票

宏观风险成为市场关注焦点, 但 2010 年第四季度美元可能加息是利好

	上周 收盘价	本周迄今 回报率	本年迄今 回报率
斯托克	256.81	-2.10%	-6.53%
英国富时 100	5354.52	-0.07%	-1.08%
法兰克福指数	5598.46	-2.16%	-6.03%

希腊问题继续令金融市场担忧, 宏观风险仍是市场的关注焦点。花旗认为, 该问题不太可能迅速得到彻底解决。虽然他们认为违约或能被避免, 但风险或升级。

除主权风险外, 其它主要宏观风险包括各国央行 2010 年的退出策略。美联储预计将于 2010 年第四季度开始加息。花旗分析师还预计未来 12-18 个月美国收益率曲线将由陡变平。

历史上, 在美国首次加息前后以及在美国收益率曲线变平期间, 欧洲股市往往表现超常。这为花旗看好未来 12-18 个月的欧洲股市、看空欧洲债市的观点提供了支撑。

首选: 基础资源、银行、食品饮料

次选: 汽车、石油、公用事业

债券

欧元区政府债券收益率曲线或小幅变陡

	2月26日 2010	2月19日 2010	2月12日 2010
2 年期国债:	0.955%	1.086%	0.983%
5 年期国债:	2.127%	2.290%	2.218%
10 年期国债:	3.101%	3.285%	3.192%

考虑到英国庞大的财政负担和巨大的通胀压力, 花旗对英国 (政府债券) 的展望不太乐观。相反, 他们更看好欧元区政府债券市场, 因为这里的市场利率可能会逐步攀高。花旗分析师认为欧洲央行至少要到 2011 年年初才会加息, 预计欧元区政府债券收益率曲线将小幅变陡。

货币

欧元: 未来 3 个月可能反弹
英镑: 近期偏向走弱

	2010年6月预测		
英镑/美元	美元/瑞郎		欧元/英镑
1.54	1.08		0.89

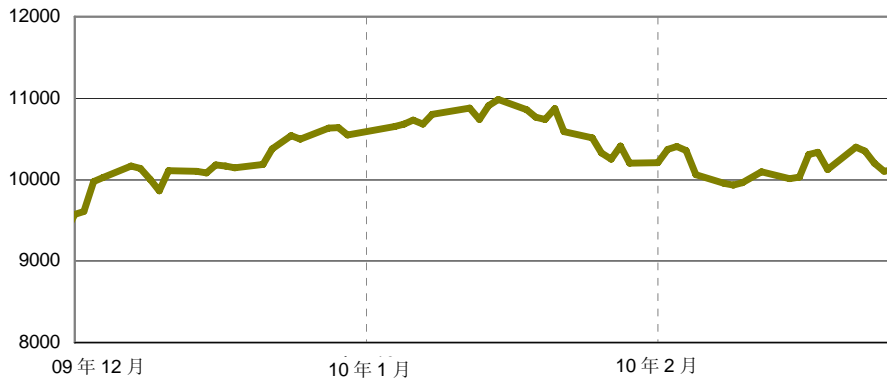
与 11 月底的高点相比, 欧元/美元汇率已经下跌了 11% 左右, 主要原因是希腊主权债务风险的不确定性。雅典与布鲁塞尔/法兰克福之间还在唇枪舌剑, 你来我往, 互相指责, 或导致欧元近期进一步走弱。但未来三个月, 希腊或同意进一步紧缩财政以换取融资支持。由于欧元空头头寸已达到极致, 反弹的可能性可能要远远大于进一步走弱的可能性。之后, 未来 6-12 个月的展望可能会受到其它外围国家欧元债务市场的紧张局势影响。

诸如债务水平高等不利的局面继续拖累英镑。但相比花旗的长期公平价值预测而言, 英镑已经非常便宜。通胀率一旦超出预期, 决策者就可能采取更加强硬的措施, 英镑也可能从中受益。总之, 考虑到欧元可能出现反弹, 英国选举前日益增加的政治不确定性, 欧元/英镑汇率短期内有望攀升。未来 6-12 个月, 预计会在区间内横向盘整。

来源: 花旗投资研究部

日本

日经 225 (2009 年 12 月 1 日至 2010 年 2 月 26 日)



来源: 彭博

经济展望

家庭收入今年似乎不太可能增长

经济活动继续回暖,但由于公司为提高企业利润率,继续严格控制人事成本,就业人数依然过多,经济活动回暖对家庭收入的正向溢出或被进一步推迟。因此,花旗分析师认为 2010 年就业总收入不太可能增长。

但现在的形势可能要略好于上一次经济低迷的复苏阶段。花旗分析师预计本轮复苏期间,名义 GDP 反转和就业总收入反转之间的时间间隔(时延)将略短于 2002 年初开始的上一轮复苏。这是因为非金融企业部门特别是非制造业结构更加稳固,而金融系统也更为健康。

股票

资本所有权结构的巨大变化

	上周 收盘价	本周迄今 回报率	本年迄今 回报率
日经	10126.03	+0.02%	-3.99%
东证	894.10	+0.56%	-1.49%

长期而言,日本(体系)势必会发生巨大变化,即从欧洲大陆体系转变为盎格鲁撒克逊(英美)体系,资本所有权结构也可能从一种跟欧洲大陆那样以交叉持股为主的结构转变为一种跟英国美国那样以机构投资者为主的结构。

其中,主要的系统性变革包括引入国际财务报告准则(IFRS),可能在 2015 年前后;由 20 国集团和奥巴马政府推动更为严格的金融机构资本充足率规则;更为严格的母公司/子公司合并上市规则;以及日本金融服务厅(FSA)更为严格的交叉持股披露规则。

特别是,引入按市值计价会计准则可能会对日本的交叉持股率产生重大的影响,目前日本交叉持股率高达 40%。花旗分析师预计企业资本所有权率将大幅下滑,而金融机构的资本所有权率降幅会更大。

但他们也预计外国投资者对日本股票的所有权会继续增加,足以抵销交叉持股的卖出量。而且,资本所有权的结构性改革预计会改善公司治理,提高企业合并和收购的可能性以及企业资产效率。而这将有利于股价。

来源:花旗投资研究部

债券

财政刺激措施支撑经济增长,债市有望复苏

	2月26日 2010	2月19日 2010	2月12日 2010
2年期国债:	0.165%	0.160%	0.165%
5年期国债:	0.505%	0.515%	0.525%
10年期国债:	1.305%	1.340%	1.335%

虽然日本 GDP 大幅萎缩,但其负面效果已全部反映到债券市场的价格中,而投资者坦然面对,继续跨步向前。

第二季度经济增长率很可能微负,但本轮经济低迷的最糟阶段似已结束。政府鼓励购买汽车和电气等昂贵商品的刺激措施有望增加消费者支出,而且政府对基础设施项目的支出增加也有利于整体经济。

因此,未来数月,货币政策将继续保持稳定,日本政府债券收益率将维持在 1.3%至 1.5%区间。

未来一周

3月2日

- 1 月份,名义家庭支出或增加 0.9%,增幅大于 12 月份的 0.3%。按实际价值计算,1 月份家庭支出或增加 2.4%,略大于 12 月份的 2.1%。
- 失业率预计将从 12 月份的 5.1%攀升至 1 月份的 5.2%。虽然周期性失业正接近峰值,但结构性和摩擦性失业或推动失业率攀升。总就业人数环比或减少 0.2%,失业率人数环比或增加 1.9%。

货币

日元:日元跟随美元大趋势,或区间震荡盘整,

2010 年 6 月预测		
美元/日元	欧元/日元	澳元/日元
91	125	83.5

日元面临各种不同的影响。最近几个月,花旗相对看好日元反映了以下几种观点:

(1) 美元/日元汇率按实际价值计算(经通胀率调整后)正处于 1985 年(广场协议)以后的中值区间。公平价值为 92,非常接近于现价,因此日元高估问题实际上全部是日元与亚洲货币交叉汇率的问题;(2) 根据以往经验,在美国经济复苏前以及美联储紧缩的初期阶段,日元往往会走强;(3) 在套利交易融资货币阵营,日元从未孤军作战。所有这一切依然有效,尽管中期而言美联储的紧缩会使美国收益率曲线而非日本收益率曲线变平,并鼓励更多未套期保值的资本流出日本,从而不利于日元。

大的风险是人民币兑美元大幅升值,从而可能促使日本当局更乐于将美元/日元汇率维持在 76 而非 84-85。总之,日元似乎没有什么理由不跟随美元大趋势。这意味着中期而言日元会呈区间震荡、窄幅波动走势。

亚太地区（除日本）

MSCI 亚洲（除日本）（2009年12月1日至2010年2月26日）



来源：彭博

经济展望

货币政策面临重要转折点

与2009年第四季度一连串强劲的数据相比，亚洲近期的经济数据可谓喜忧参半，有好有坏，但对2010年的展望依然信心十足。1月份出口数字与预期似乎有点不相一致，但由于旺盛的新兴市场需求（尽管中国需求增势会放缓）和美国需求以及企业的补库存行为，而某些季节性因素也已消除，预计今年的出口仍会受到良好的支撑。随着投资初露好转端倪，预计国内需求将日益旺盛。

经济复苏即将取得进一步的进展，产出缺口正在缩小，利率正处于极低的水平，通胀率预期不断攀升，这一切都表明政策正常化在即。印度和越南的增长动能仍是最大的。

花旗分析师预计近期中国将再次上调银行准备金率，大银行的准备金率将调高至18%，而非17%。由于政治因素令人民币升值时间表变得更为复杂，中国可能会推迟人民币的升值时间至2010年第二季度，并将加息时间延后至2010年下半年。

股票

虽然近期有所回调，但估值依然高于长期均值

	上周收盘价	本周迄今回报率	本年迄今回报率
MSCI 亚洲（除日本）	394.07	+1.18%	-5.39%

过去十年，按美元计算，亚洲（不含日本）股市每年的复合总回报率高达5.9%。其中，有近一半（准确地说是46%）的回报是以股利形式出现的。在此期间，某些市场和板块的资本回报率是负的，股利则是回馈给投资者的唯一报酬。

无论是5年期、10年期或是20年期，盈利增长率与市场回报率之间并无任何关联性。事实上，过去5年内，这种关系实际为负收益。但股利则不然，在以往六次经济衰退中，股利一直比盈利更加稳定。因此，过去20年，股利收益率表现始终超出盈利增长率并不令人惊讶。

而且，在经济走出低迷时，除在周期接近结束时外，股利表现往往会强于增长率。在1997/98年金融危机快结束时，买入股利流量的业绩表现就超出盈利流量，2001年经济衰退结束时也是。

所以，故事的启示就是：在亚洲追寻更高的GDP增长率。但在这里，请再次寻找（有形的）收入而非（飞速的）增长率。

来源：花旗投资研究部

债券

总体依然看好债券息差

亚洲债券息差今年开局良好，尽管迄今为止，新增发行量已超110亿美元，而且还有150-160亿美元包括马来西亚、蒙古国和斯里兰卡的主权债务发行在即。

希腊的债务危机于2月初蔓延至亚洲新兴市场的主权债务领域，但几个星期之后，息差扩大，现在甚至拉得更开。然而，年初至今，息差表现欠佳的债券大多都是诸如韩国，马来西亚和泰国等国家的低息差、高等级债券，它们的息差在20个基点上下。相比之下，中国的信贷违约掉期产品更稳固，息差不到10个基点。

未来一周

3月1日

- 中国：采购经理人指数或从1月份的55.8下滑至2月份的55.0，连续第二个月下滑。
- 印尼：1月份出口额或大增69.3%，增幅超出12月份的49.8%。

3月2日

- 澳大利亚：虽然澳大利亚央行加息在即，可谓箭在弦上，但花旗预计澳大利亚央行3月份不会上调现金利率。
- 澳大利亚：1月份零售额或增加0.5%，逆转12月份减少0.7%的颓势。
- 印度：1月份出口额有望继续保持增势，增加11.5%，增幅将大于12月份的9.3%。
- 韩国：2月份出口额继1月份大增46.7%之后或再增21.8%。

3月3日

- 韩国：1月份工业产出或增长35%。

3月4日

- 印尼：政策利率预计会维持6.5%的水平不变。
- 马来西亚：花旗分析师预计政策利率会上调25个基点至2.25%。

3月5日

- 马来西亚：1月份出口额或激增38.6%，大于12月份18.7%的增幅。

货币

澳元：近期的回调后将继续上行
亚洲新兴市场货币：强劲的经济增长率意味着货币升值

2010年6月预测		
澳元/美元	新西兰元/美元	美元/新加坡元
0.91	0.71	1.38

由于澳元涨幅超过经济基本面和政策利率差异所允许的幅度，自11月中旬的高点后，澳元已经回调了9%左右，尽管澳大利亚央行上个月暂停了利率紧缩周期。但澳元仍有可能进一步上行，因为花旗分析师预计，受中国和亚洲其它新兴市场推动，商品价格将进一步上涨。尽管中国收紧政策，但由于国内经济依然稳健，预计澳大利亚央行将很快恢复加息。该等紧缩措施将远远先于美国、欧洲和英国央行可能出台的类似措施，因此应该能为澳元增添异彩。

亚洲新兴国家货币或进一步升值。该地区大的经济体预计会继续稳健增长，政策紧缩或先于世界其它地区出台。实际上，中国已经启动紧缩流程。对亚洲许多政府而言，只有中国让人民币再次走强，它们才会允许本国货币升值。虽然某些观察家揣测人民币一次性升值在即，但花旗分析师预计人民币将在2010年第二季度末才会重新升值。

全球市场一览表

全球指数

(截至 2010 年 2 月 26 日)

	上周收盘	52 周最高	52 周最低	本周 回报率	本年迄今 回报率	本年迄今回 报率 (美元)
美国						
道琼斯指数	10325.26	10729.89	6469.95	-0.74%	-0.99%	-0.99%
标普 500 指数	1104.49	1150.45	666.79	-0.42%	-0.95%	-0.95%
纳斯达克指数	2238.26	2326.28	1265.52	-0.25%	-1.36%	-1.36%
欧洲						
道琼斯欧洲斯托克指数	256.81	283.87	166.16	-2.10%	-6.53%	-11.28%
英国富时 100 指数	5354.52	5600.48	3460.71	-0.07%	-1.08%	-6.67%
德国法兰克福 DAX 指数	5598.46	6094.26	3588.89	-2.16%	-6.03%	-10.86%
日本						
日经 225 指数	10126.03	10982.10	7021.28	+0.02%	-3.99%	-0.17%
东证指数	894.10	987.27	698.46	+0.56%	-1.49%	+2.43%
亚洲						
MSCI 亚洲 (除日本) 指数	394.07	434.25	202.66	+1.18%	-5.39%	-5.39%
香港恒生指数	20608.70	23099.57	11344.58	+3.59%	-5.78%	-5.87%
上证综指	3051.94	3478.01	2037.02	+1.12%	-6.87%	-6.86%
台湾加权指数	7436.10	8395.39	4328.05	-0.08%	-9.18%	-9.43%
韩国 KOSPI 指数	1594.58	1723.22	992.69	+0.04%	-5.24%	-4.47%
印度孟买敏感 30 指数	16429.55	17790.33	8047.17	+1.47%	-5.93%	-5.07%
新加坡海峡时报工商指数	2750.86	2947.08	1455.47	-0.23%	-5.06%	-5.11%
吉隆坡综合指数	1270.78	1308.52	836.51	+1.04%	-0.16%	+0.82%
泰国证交所指数	721.37	758.55	408.78	+2.99%	-1.79%	-0.75%
雅加达综合指数	2549.03	2689.78	1244.87	-0.21%	+0.58%	+1.42%
菲律宾证交所指数	3043.75	3133.53	1745.39	+2.19%	-0.29%	-0.18%
澳大利亚普通股指数	4651.10	4984.00	3090.80	-0.11%	-4.74%	-5.16%
大宗商品						
黄金	1117.60	1226.56	864.97	-0.14%	+1.88%	+1.88%
石油	79.66	83.95	39.44	-0.19%	+0.38%	+0.38%
固定收益						
花旗集团 世界政府债券指数	563.81	563.81	538.93	+0.72%	+1.14%	+1.14%

来源: 彭博

货币预测

全球货币

(截至2010年3月1日的数据; 最新预测截至2010年2月22日的数据)

货币		2010-3-1	2010-3	2010-6	2010-9	2010-12	2011-3	2011-6	2011-9	2011-12	2012-3
十国集团货币兑美元											
欧元	欧元兑美元	1.36	1.37	1.37	1.34	1.32	1.31	1.34	1.36	1.39	1.41
日元	美元兑日元	89	91	91	92	93	93	92	91	90	89
英镑	英镑兑美元	1.51	1.55	1.54	1.52	1.49	1.49	1.54	1.58	1.62	1.66
瑞郎	美元兑瑞郎	1.07	1.07	1.08	1.09	1.11	1.11	1.08	1.06	1.04	1.01
澳元	澳元兑美元	0.90	0.90	0.91	0.92	0.93	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90
新西兰元	新西兰兑美元	0.70	0.70	0.71	0.71	0.72	0.71	0.70	0.68	0.66	0.64
加元	美元兑加元	1.05	1.04	1.03	1.03	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
美元指数	DXY	80.47	80.14	80.07	81.24	82.45	82.56	81.12	79.72	78.36	77.05
十国集团跨国货币产品											
日元	欧元兑日元	122	125	125	123	122	121	122	123	124	125
瑞郎	欧元兑瑞郎	1.46	1.47	1.48	1.47	1.46	1.45	1.44	1.44	1.43	1.43
英镑	欧元兑英镑	0.90	0.88	0.89	0.89	0.88	0.88	0.87	0.86	0.85	0.85
瑞典克朗	欧元兑瑞典克朗	9.75	9.70	9.43	9.26	9.10	8.97	8.89	8.82	8.74	8.67
挪威克朗	欧元兑挪威克朗	8.04	8.06	8.01	7.93	7.85	7.79	7.76	7.74	7.71	7.69
挪威克朗	挪威克朗兑瑞典克朗	1.21	1.20	1.18	1.17	1.16	1.15	1.15	1.14	1.13	1.13
澳元	澳元兑新西兰元	1.29	1.28	1.29	1.29	1.30	1.31	1.33	1.35	1.37	1.39
澳元	澳元兑日元	87.7	82.5	83.5	85.0	86.5	86.7	84.9	83.0	81.2	79.3
亚洲新兴市场											
人民币	美元兑人民币	6.83	6.83	6.75	6.68	6.62	6.55	6.50	6.48	6.40	6.35
港币	美元兑港元	7.76	7.76	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
印尼卢比	美元兑印尼卢比	9268	9100	9000	9100	9100	9150	9200	9150	9200	9300
印度卢比	美元兑印度卢比	46.1	45.5	45.0	44.0	43.0	42.0	41.5	41.0	40.5	40.0
韩元	美元兑韩元	1154	1120	1100	1070	1090	1040	1040	1050	1050	1040
马来西亚林吉特	美元兑林吉特	3.39	3.37	3.29	3.36	3.34	3.37	3.32	3.23	3.20	3.14
菲律宾比索	美元兑比索	46.1	46.5	45.9	45.5	44.8	45.0	45.3	45.5	45.3	45.5
新加坡元	美元兑新加坡元	1.40	1.40	1.38	1.39	1.39	1.40	1.38	1.35	1.33	1.31
泰铢	美元兑泰铢	32.9	32.9	32.5	32.4	32.3	32.0	32.1	32.3	32.5	32.5
新台币	美元兑台币	32.0	32.0	31.8	31.8	31.3	31.0	31.3	31.5	31.0	30.8
欧洲新兴市场											
匈牙利福林	欧元兑福林	25.90	25.77	25.76	25.66	25.56	25.4	25.15	24.9	24.65	24.4
波兰兹罗提	欧元兑兹罗提	269	270	271	275	278	280	280	280	280	280
以色列新谢克尔	美元兑谢克尔	3.94	3.94	3.88	3.83	3.78	3.73	3.70	3.66	3.62	3.58
俄罗斯卢布	美元兑卢布	3.78	3.74	3.69	3.68	3.66	3.64	3.63	3.62	3.61	3.59
俄罗斯卢布	卢布兑一篮子货币	29.9	29.8	29.5	29.7	29.9	29.7	29.0	28.2	27.5	26.8
土耳其里拉	美元兑里拉	34.8	34.7	34.4	34.3	34.1	33.8	33.3	32.8	32.3	31.8
南非兰特	美元兑兰特	1.54	1.52	1.55	1.59	1.63	1.65	1.64	1.64	1.63	1.63
匈牙利福林	欧元兑福林	7.67	7.66	7.60	7.54	7.62	7.70	7.83	8.01	8.20	8.39
拉美新兴市场											
巴西雷亚尔	美元兑雷亚尔	1.81	1.74	1.75	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
智利比索	美元兑智利比索	525	507	520	510	510	500	510	515	525	535
墨西哥比索	美元兑墨西哥比索	12.8	13.1	12.8	12.6	12.6	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9
哥伦比亚比索	美元兑哥伦比亚比索	1927	2046	1930	1970	1980	2000	2000	2000	2000	2000

免责声明

“花旗分析师”是指花旗投资研究部和花旗全球市场部（CGM）的内部投资专家，以及全球财富管理部全球投资委员会享有投票权的成员。

花旗银行及其任何分支机构、子公司对本文件的内容或编制过程没有提供任何独立的研究或分析。本文件所载信息均来自花旗全球市场部（CGM）发布的报告，该等信息完全基于 CGM 认为可靠的来源，但 CGM 对信息的准确性不作任何担保，信息可能不完整或经过删节。所有观点和评估仅限于 CGM 截至报告公布之日所做出的判断，并可随时更改，不再另行通知。本文件仅作参考用途，不得视作任何投资建议或者证券或货币买卖提议或请求。未经花旗银行的书面同意，不准以任何方式复制本文件的任何部分。在编制本文件所载信息时并没有考虑特定投资者的目的、财务状况或需要。任何有意投资的个人均应考虑投资项目是否适合自身的目的、财务状况或需求，并就此寻求独立意见。投资绝非银行存款或其他债务，花旗银行、花旗集团及其任何子公司或关联公司或任何政府机构或保险公司对此均不作任何担保或保险。投资者需承受投资风险，包括所投本金可能遭受损失。投资以非本地货币发行的基金投资者应注意汇率波动风险可能导致本金损失。以往表现并不代表将来业绩，价格可能上涨，也可能下跌。某些投资产品（包括共同基金）不向美国公民发行，并可能不面向所有司法管辖区。投资者应注意，投资者有责任就其投资交易的法律和税务事宜咨询法律和/或税务专家。投资者更改居住地、公民身份、国籍、或工作地点的，其有责任了解这种变动对其投资交易可能产生的影响，并遵守所有可适用的法律和法规。花旗银行不提供法律和/或税务咨询，也不负责向投资者提供与其交易相关的法律意见。

具体免责国家和地区

- 中国：** 本文件是由花旗银行（中国）有限公司在中国大陆发行。
- 澳大利亚：** 本文件由花旗集团澳大利亚子公司花旗集团私人有限公司（Citigroup Pty Ltd. ©2008 Citigroup Pty Limited ABN 88 004 325 080, AFSL 238098）在澳大利亚发行。如您需要详细了解投资产品的投资风险，请确保您在投资之前仔细阅读过并理解有关的产品披露声明（PDS）。
- 香港：** 本文件由花旗银行（香港）有限公司（“CHKL”）在香港发行。金融工具的价格和供货情况可能会在不事先通知的情况下随时变更。某些高波动性投资产品的价值可能会突然大幅下降，甚至所投本金全额损失。
- 印度尼西亚：** 本报告可向花旗银行印度尼西亚分行索取。分行地址为 Citibank Tower Lt 7, Jend. Sudirman Kav 54-55, Jakarta。花旗银行印度尼西亚分行受印度尼西亚央行管制。
- 马来西亚：** 本文件由花旗银行有限公司在马来西亚发行。
- 菲律宾：** 本文件由花旗集团金融服务和保险经纪菲律宾有限公司、花旗银行菲律宾分行、和/或花旗银行储蓄公司在菲律宾发行。投资者应注意，菲律宾存款保险公司、或联邦存款保险局、或任何其他政府实体对投资产品均未作任何担保。
- 新加坡：** 本文件由花旗银行新加坡有限公司（CSL）（公司注册号 200309485K）在新加坡发行，资料由新加坡有限公司 CSL 分发。投资者应注意投资产品不受新加坡共和国存款保险法条款（第 77A 条款）约束，或也不属存款保险计划下的存款保险承保范围。
- 英国：** 本文件由花旗国际有限公司在英国发行。花旗国际有限公司在英格兰的注册号码为 1088249，注册办事处地址：伦敦 E14 5LB，加拿大广场，花旗集团中心，经金融服务管理局授权并受该局监管。