

MARKET OUTLOOK

- 01 特色看点
- 02 股票市场
- 03 债券市场
- 04 投资视点

2010年2月



关于新兴市场泡沫和主权风险

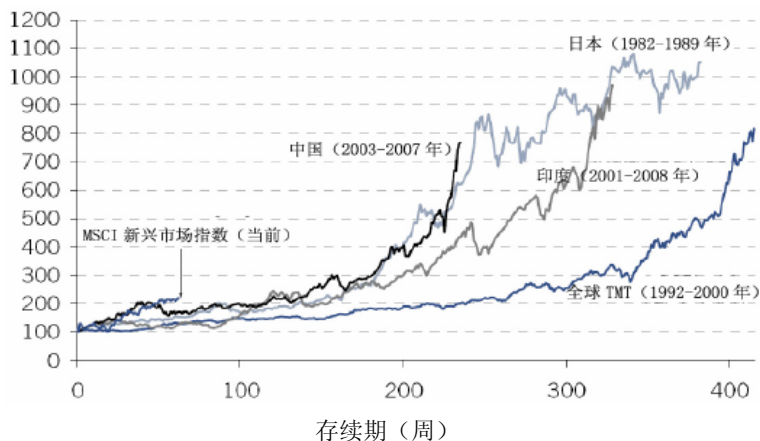
当前，关于新兴市场，投资者似乎有两种想法非常明显。一种与新兴市场的泡沫风险有关，另一种与发达国家主权信用的恶化可能蔓延至新兴市场的风险有关。这两种想法又引入一个问题：发达国家不断恶化的主权风险会是戳破新兴市场泡沫的那根针吗？

Citigold

citibank

图 1：新兴市场的股市泡沫正在形成？

最近，新兴市场的资产价格涨幅相当强劲，但花旗分析师依然不赞同新兴市场正在形成泡沫的观点。他们特别指出，虽然危机期间5年期信贷违约掉期（CDS）的息差从峰值水平急剧下滑，但它们依然远远高于危机前的低谷水平。同时，尽管过去14个月新兴市场股票价格大幅上涨，但几乎没有任何迹象表明前几次股市泡沫所呈现的特征而今再次显现——迄今为止，新兴市场股指涨幅与前几次泡沫期间的股指涨幅相比，简直是小巫见大巫，股指依然低于典型泡沫期间的水平，且新兴市场正在去股权化，而泡沫往往助长大量的股权化。



来源：花旗投资研究与分析部。数据截至 2010 年 1 月 21 日。

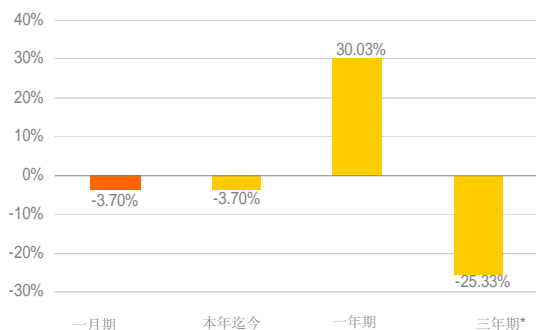
在股票和债务市场大幅反弹的同时，市场对主权信用的担忧也日益加剧。主权信用评级走势显示，过去两年，主权信用评级被降级的大多是新兴市场国家。过去12个月，主权信用评级被降级的非新兴市场国家只有冰岛、希腊和爱尔兰；而展望为负面的非新兴市场国家也只有希腊、葡萄牙、冰岛和新西兰。然而最近，市场的担忧实际上主要集中于发达国家不断增大的主权风险，而非发展中国家。既然发达国家向来被认为是“无风险的”，发展中国家是有风险的，至少历史上是这样的，那么问题就产生了：发达国家主权风险的恶化会对新兴市场资产价格产生多大程度的威胁呢？

花旗分析师指出，截至目前为止，在发达国家已经非常明显的主权信用恶化全都发生在一些处于核心发达国家“外围”的地区——例如希腊、迪拜等。他们认为，只要信用担忧继续停留在核心发达世界的外围，就可以合理预计投资者完全有理由继续倾向于减少这些脆弱发达国家的敞口头寸，而增加新兴经济体的敞口头寸。可以想象，如果主权风险在核心发达国家——美国、英国、日本、德国，也就是世界所定义的“无风险”地区变得更加明显，那么唯一真正的担忧就出现了。而能令新兴市场保持稳定的唯一途径就是“无风险”的定义会以某种方式从发达国家向发展中国家转移即发展中国家也被定义为某种意义上的“无风险”地区，但花旗分析师认为短期内不会出现这种情形。

就目前而言，花旗分析师认为发达国家不断加剧的主权风险不会对许多新兴资产市场正在形成泡沫的观点构成什么威胁——尽管他们认为泡沫现在还不是特别明显。但这并不是说新兴市场的资产价格就没有脆弱性。在可预见的未来，最大的眼前威胁可能是来自发达世界的货币政策，而不是财政政策。发达世界刺激性货币措施的退出可能是今年新兴市场投资者所面临的更为严峻的挑战。以往，当美国货币政策收紧时，新兴市场就会遭殃——最明显的是在1994年，货币紧缩和大规模抛售为墨西哥的“龙舌兰风暴”创造了条件。但那一年美国的货币环境紧缩非常激进：仅在1994年，美国联邦基金利率就上调了250个基点至5.5%，而同期，美国10年期国债的收益率也攀升了180个基点。既然花旗分析师预测美联储不会采取这样激进的加息举措，既然国债的抛售似乎已成为市场的普遍预期，那么，美国的货币紧缩就不会造成灾难性后果，特别是如果在经济强劲复苏的背景之下收紧货币政策。有待市场考虑的另一个因素就是美国短期实际利率将如何走。历史数据表明，当美国实际利率为负时，往往会促进资本流向新兴市场；而只有在美国实际利率大幅转正时，才会对新兴市场的资本流入产生严重的威胁。既然美国短期实际利率预计会维持在负值或接近于零的水平，那么，目前而言，货币政策风险可能也是极有限的。

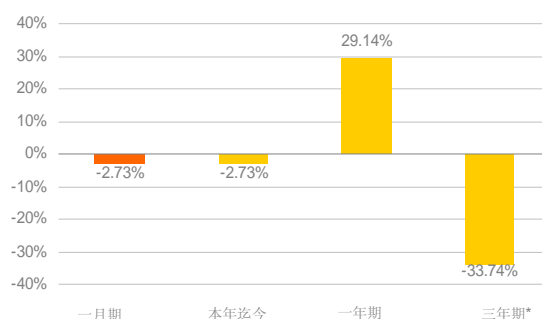
股票市场

图 2:
标普 500 指数



*表示累积业绩
截止 2010 年 1 月 29 日的业绩数据
来源: 彭博资讯

图 3:
道琼斯斯托克 600 指数



*表示累积业绩
截止 2010 年 1 月 29 日的业绩数据
来源: 彭博资讯

美国

金融环境更加有利于经济持续增长

- 尽管阻止经济强劲复苏的障碍依然没有消除, 但逐步强劲的需求和大幅改善的金融环境正开始为经济的持续增长提供支撑。实际上, 企业裁员活动似乎正在稳步减少, 劳动收入的重新增长已开始取代政府的支持。
- 虽然住房和出口市场正在复苏, 企业利润不断攀升, 利润率稳健增长, 但商业投资展望依然喜忧参半。因此, 花旗分析师认为, 金融环境还远未完全复苏。
- 尽管美联储官员正在被动地减少支持措施, 但花旗分析师认为, 上调利率和积极退出极度宽松的融通性政策需要更有说服力的证据: 即经济正在自我持续复苏, 主要的金融障碍已被清除。因此, 花旗分析师预计美联储至少要到今年年底才会开始加息。
- 2010 年, 美国股市 (各大股指) 的涨幅可能会不均衡, 花旗分析师认为 2010 年年初, 标普 500 指数可能会上涨至 1200 以上, 然后开始回落。目前, 他们对 2010 年年底标普 500 指数和道琼斯工业平均指数的预测点位分别是 1175 点和 11150 点。
- 就板块而言, 几大产业群体 (例如能源、资本货物和消费服务) 估值仍未达到历史峰值, 依然呈现出向上修正的趋势, 并具备有利的交易潜力。相反, 尽管基本面不断改善, 材料、交通运输、保险、半导体、食品与饮料及烟草等板块的每股盈利修正趋势却似乎令人担忧。

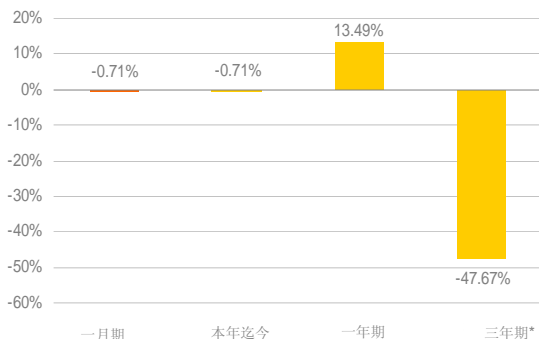
欧元区

预计 GDP 增长率和通胀率均呈温和走势

- 鉴于 2009 年年底经济活动水平低于预期, 花旗分析师已将他们对 2009 年第四季度的 GDP 增长率预测从季度环比 0.8% 向下修正至季度环比 0.5%。就 2010 年而言, 这个较低的起点是他们将 2010 年 GDP 增长率预测向下修正 0.2% 至 1.3% 的主要原因。
- 尽管花旗分析师向下修正了 GDP 增长率预测, 但他们却将 2010 年的通胀率预测上调了 0.2 个百分点至 1.4%。进行这种修正的主要原因是能源价格上涨以及管制价格涨幅强于此前预期。然而, 花旗分析师依然坚持他们的基本看法: 即 GDP 温和增长, 通胀率维持低位。
- 2010 年, 欧洲央行可能会逐步退出非标准措施。2010 年上半年, 花旗分析师预计欧洲央行将于 4 月份终止无限融资工具, 但隔夜利率或维持在低位水平。下半年可能会回笼流动性, 从而导致隔夜利率上升 70 个基点左右。但欧洲央行很可能要到 2011 年年初才会上调政策利率。
- 总而言之, 全球经济复苏、企业盈利稳健恢复、估值较具吸引力以及对英国和欧洲股票的需求回升很可能会推高未来 12-18 个月的回报率。目前, 花旗分析师对 2010 年年底道琼斯斯托克 600 指数和英国伦敦金融时报 100 指数 (富时 100 指数) 的目标点位分别为 280 点和 6000 点。
- 花旗分析师认为, 投资者可能希望将 2010 年能交付良好业绩的公司作为投资焦点, 并上移未来 12-18 个月的质量、增长性和市值曲线。就板块而言, 他们看好基础资源、银行和食品与饮料等。

股票市场

图 4:
东证指数



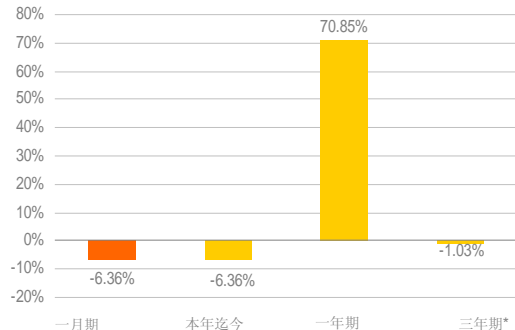
*表示累积业绩
截止 2010 年 1 月 29 日的业绩数据
来源: 彭博资讯

日本

2010 年, 日本央行或坚守立场

- 2010 年下半年, 在出口持续上行趋势、最新出台的家庭支持措施以及商业与住房投资小幅回暖等各种因素的共同作用下, 日本 GDP 增长率或恢复至 1.5%-2% 的正常速度。
- 同时, 过剩的经济余量加上单位劳动力成本垂直下降或给未来几年的通胀率施以巨大的下行压力。2011 年之前, 核心通胀率 (不含新鲜食品但包括能源) 很可能一直保持在负值水平。
- 在这种背景之下, 花旗分析师预计日本央行会维持当前的政策利率不变直至 2011 年年底。同时, 决策者似乎也不太可能出台诸如零利率政策、定量宽松和增加日本政府债券买断量等政策措施。
- 花旗分析师预计, 随着全球经济继续复苏, 2010 年日本股市将跟随全球股市进一步走高。他们当前对 2010 年 3 月底和 2010 年年底东证指数公允价值预估点位分别为 950 点和 1100 点。
- 就板块而言, 据花旗分析师预测, 下一代汽车、光伏发电、核电、零排放住宅和高能效机器等市场将快速增长, 因此他们认为环境技术板块前景诱人。同时, 那些提供低价生活消费品和服务的能在新兴经济体快速发展的公司, 其短期和长期前景也都相当诱人。

图 5:
摩根士丹利资本国际亚洲 (除日本) 指数



*表示累积业绩
截止 2010 年 1 月 29 日的业绩数据
来源: 彭博资讯

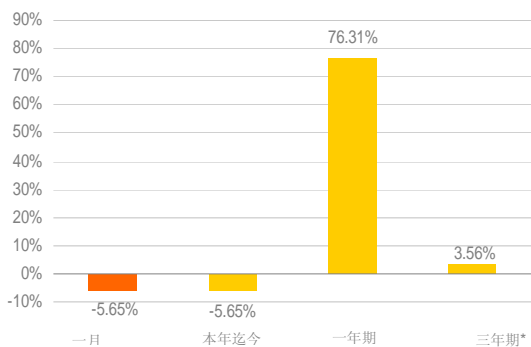
亚太

该地区业绩表现或继续保持强劲

- 考虑到政府、家庭和企业的资产负债表强劲, 银行资本充足率高, 技术赶超前景明朗, 花旗分析师对亚洲今年的经济增长依然相当乐观。
- 然而, 他们也提醒投资者注意, 最近几个月, 亚洲通胀率上升势头已明显加快, 特别是在印度、越南和菲律宾等国。中国似乎已先于预期采取紧缩措施, 但花旗分析师认为, 亚洲其它国家和地区不同于中国, 总之, 它们先于预期加息的可能性要略小一些。
- 花旗分析师继续预计亚洲的货币会升值, 特别是韩元 (KRW)、印度卢比 (INR) 和印尼卢比 (IDR)。据他们预测, 部分货币将在未来三个月内开始升值, 与美元买权的持续疲软和风险偏好增强相一致。
- 花旗分析师预计, 2010 年上半年情况将好于下半年, 因为经济增长指标依然强劲, 同比指标 (与 2009 年上半年极具挑战性的环境相比) 依然较具吸引力。在此期间, 香港、韩国和台湾等北亚市场或成为该地区的领头羊, 南亚市场则预计会普遍落后。尽管中国和印度增长率似乎相当强劲, 但较高的股市估值依然是投资者所面临的主要挑战。
- 就板块而言, 花旗分析师看好银行板块, 因为他们认为, 在所有的经济复苏中, 银行的作用不可或缺, 因此能从弱势美元中受益, 而且估值较具吸引力。另外, 花旗分析师看好的还有能源相关股票、科技和电信等板块。

债券市场

图 6:
摩根士丹利新兴市场指数



*表示累积业绩
截止 2010 年 1 月 29 日的业绩数据
来源：彭博资讯

新兴市场

2010 年，拉美股市的减速之年

- 2010 年，拉丁美洲经济有望继续复苏，据花旗分析师预测，该地区 GDP 增长率将高达 3.5%，其中巴西、智利和秘鲁等市场友好型国家经济扩张最快。
- 同时，就经济增长率和通胀率而言，CEEMEA1 地区依然是新兴市场中最薄弱的环节。危机期间，为限制资本外逃风险，该地区许多国家不得不收紧货币政策，从而导致该地区成为目前世界上政策利率依然面临着某些下行压力的唯一地区。
- 短期而言，拉丁美洲大多数货币可能会继续从弱势美元和全球经济复苏中受益，但中期而言，随着各种各样的政策出台，各种政治担忧显现，前景或变得更为混杂，喜忧兼有。在 CEEMEA 地区，花旗分析师预计南非兰特 (ZAR) 和俄罗斯卢布 (RUB) 会继续从强劲的商品价格和有所改善的国外账户中受益。
- 由于估值相当高，花旗分析师预计，2010 年，拉丁美洲股市将大大减速，总回报率预计只有 10%-15%。考虑到经济活动强劲复苏的预期，他们继续看好巴西股市的展望，同时，智利的经济增长前景明朗，利率处于历史低位，他们也看好智利的股市。
- 考虑到 CEEMEA 地区好于预期的盈利展望和较具吸引力的估值，花旗分析师预计 2010 年该地区的股市回报率将高达 20%-25%。他们特别看好土耳其和俄罗斯，因为这两个市场的估值非常合理，两国的经济增长正在加速。

1. CEEMEA 是中欧、东欧、中东与非洲地区的统称。

高等级公司债有望获得超常表现

美国国债

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。

美国公司债

由于基本面改善，花旗分析师预计 2010 年息差或再收窄 25%。政府债券收益率曲线即将大幅下探，公司债券表现有望超出其它高等级资产类别。至于高收益债券，去杠杆化、需求回暖和金融环境大幅改善均表明 2010 年违约率将大幅下滑，这是机会，但需精心选择。

欧洲债券

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。

新兴市场债券

由于流动性状况持续改善，风险偏好不断增强，花旗分析师十分看好亚洲和拉丁美洲的债券。

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。

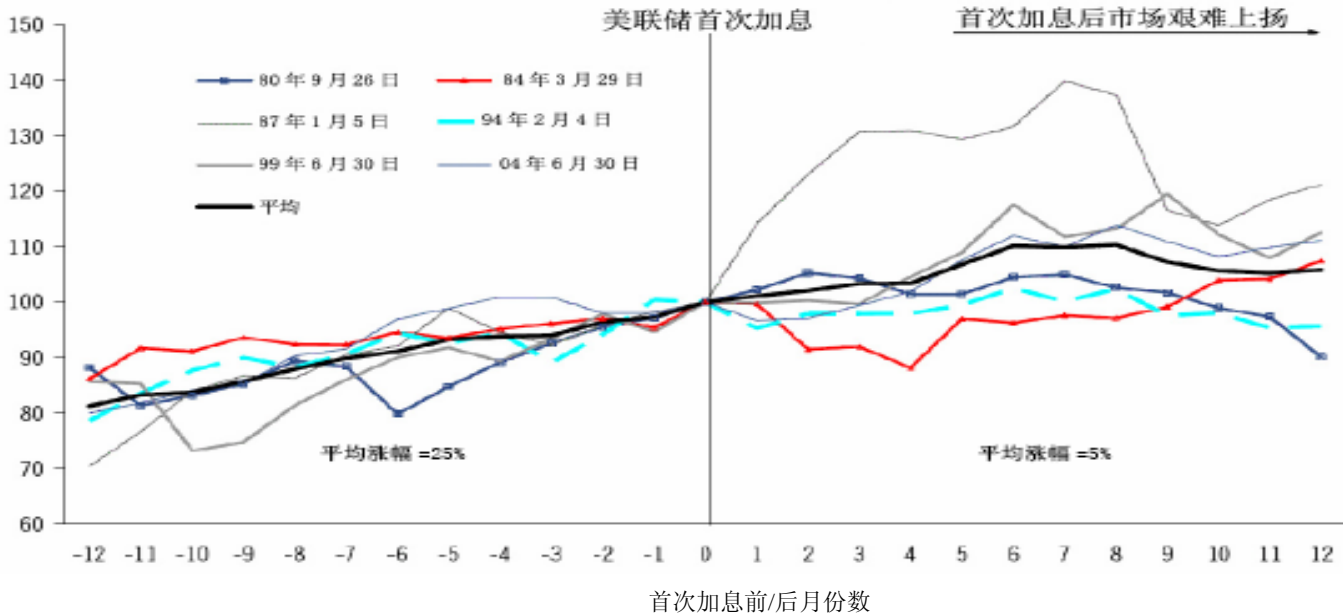
花旗银行及其任何分支机构、子公司、关联公司对本文件的内容或编制过程没有提供任何独立的研究或分析。本文件所载信息均来自花旗全球市场部 (CGM) 发布的报告，该等信息完全基于 CGM 认为可靠的来源，但 CGM 对信息的准确性不作任何担保，信息可能不完整或经过删节。所有观点和评估仅限于 CGM 截至报告公布之日所做出的判断，并可随时更改，不再另行通知。本文件仅作参考用途，不得视作任何投资建议或者证券或货币买卖提议或请求。未经花旗银行的书面同意，不得以任何方式复制本文件的任何部分。在编制本文件所载信息时并没有考虑特定投资者的目的、财务状况或需求，并就此寻求独立意见。投资绝非银行存款或其他债务，花旗银行、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，包括所投资本金可能遭受损失。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。

投资视点

回顾历史

全球的利率周期通常由美联储决定。那么历史上，当美联储紧缩周期开始时，股市如何表现呢？

美联储首次加息前 12 个月和后 12 个月的摩根士丹利资本国际指数（重定基数）



来源：摩根士丹利资本国际、Factset 研究公司、花旗投资与分析部

- ❖ 之前，在美国紧缩周期开始后，股市增速会减慢，但不会停止。
- ❖ 就典型的周期而言，股市在衰萎区（Twilight Zone）期间涨幅较大。衰萎区就是盈利衰退接近于结束即价格开始上涨但企业盈利依然下降的一段时间。
- ❖ 在此期间，估值便宜，银根宽松，两种因素结合在一起，往往有助于推动股价上涨。
- ❖ 当利率转向时，股市增速通常会减慢，但不会停止上涨。
- ❖ 历史上，在衰萎区内，股市往往会快速飙升，一旦美联储政策开始紧缩后，就会艰难、缓慢地上扬。

来源：花旗银行新加坡分行地区理财部。

免责声明

投资视点部分仅供一般参考和学习用途。文中假设的情境仅为举例说明财富管理的方法。由于每个人面临的状况各不相同，因此所举例子不能视为投资建议。本报告并未对任何证券与货币的购买或销售提出建议。虽然本报告取自花旗银行认为可靠的内容，但花旗银行并不保证信息的正确性与完整性，该等信息可能不完整或经过删节。任何人考虑投资时，应就其投资寻求独立的意见或其他建议。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。

具体免责国家与地区：

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：本文件由花旗集团私人有限公司（©2008 Citigroup Pty Limited ABN 88 004 325 080, AFSL 238098）在澳大利亚发行。谨慎起见，对于任何形式的投资，投资者在投资前均应充分阅读并理解相关产品披露说明（PDS）。

香港：本文件由花旗银行（香港）有限公司在香港发行。金融工具的价格和可用性可作变更，恕不另行通知。某些高波动性的投资可能随时出现大跌，甚至全部损失。

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接受该局监管。

