

每周酷图与思考

美元的历史表现在告诉我们什么

国泰君安策略团队

在上次长波的衰退期,布雷顿森林货币体系的瓦解,实际上就是在经济增长达到衰退阶段之后,作为主导国的经济实力下降的一种反映。而在此之后,直到1990年,第5波繁荣来临之前,我们观察到美元曾经经历过两次小的反弹和一次大的反转,在1973年和1975年长波的衰退期,分别有两次反弹,而在1980年后,曾经出现一次长达5年的上升过程。但那时已经处于长波的回升期。我们相信,研究这些美元反弹和反转的原因,对当前对美元研究是有借鉴意义的。

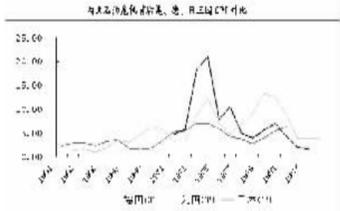
雅各布·范杜因的长波周期表，包含繁荣、衰退、萧条、回升四个阶段及其标志技术。

上世纪的两次美元企稳

布雷顿森林体系的瓦解期,正处于美国经济由60年代繁荣期向70年代滞胀期的转变过程。美元的国际货币中心地位动摇,以及币值的大起大落,最终都将归咎于世界经济长波周期衰退期中的美国经济何以由繁荣转变为滞胀的解释。整个70年代,美国经济滞胀于全球经济衰退之中,这正是我们分析美元何以在实体经济下滑过程中出现两次企稳现象的总基调,即美国经济当时与欧洲或新兴经济体在经济波动中处于此消彼长的关系。

美元指数在1973-1975年的企稳,其实可以细分为以下两个阶段进行分析:(1)美元在1973年一季度后的一波下滑,主要基于同年3月份维持布雷顿森林体系的另一支柱固定汇率制的崩溃,德、法联合对美国采取浮动汇率,直接引起美元的大幅下跌;(2)石油危机作为外部冲击事件,在本轮经济衰退过程中加深了美、德、日的结构性受损程度。再加之美国经济本身在1972年起便有约23个月的工业增速,以至于美元在石油危机之后相对于德、日走高。

因此,我们可以得到一个初步的结论,即在第一次石油危机冲击下,美国、德国与日本之间的经济增长此消彼长关系是此次美元出现反弹,而不是美国经济向好出现反转的原因。总体来看,在长波的衰退期,美国作为主导国,和欧洲国家以及追赶型国家(日本),由于自身的竞争能力、币值的相对变动的因素,确实存在着此消彼长的关系,这可能是主导美元币值短期走势的基本原因。但是,正是由于衰退向萧条过渡的基本增长性质,未能使美元出现反转。



美元反转与广场协议

在上世纪80年代前半期,美国实际利率大幅提高和美元价值的上升,把那些低成本、低利润率的企业大量淘汰出局,这为美国经济的复苏提供了初步条件;另一方面,日本在1983年“美日美元一元委员会”成立后,资本流动的自动化进一步加强,对美国的投资迅速增加,即通过购买美国国债的方式,使日本经常收支的巨额顺差环流到美国,增加了对作为投资货币美元的需求,因而使美元继续大幅度升值;同时,为了治理严重的通货膨胀,美国实施紧缩的货币政策,连续多次提高官定利率,高利率吸引大量的海外资金流入美国,导致美元汇率飙升,从1979年底到1984底,美元汇率上升了近60%,美元对主要发达国家货币的汇率超过了布雷顿森林体系瓦解前的水平。所以,这次美元的反转是在滞胀问题解决之后一系列政策的结果,我们目前显然还没有到达那个阶段。

长波衰退中美元的反弹

关于长波中的美元升值,我们这里可能能够提供两点经验:首先,在长波周期的衰退期,美元从来没有出现过反转,只是在其间出现两次反弹。第二,这两次反弹的发生原因,实际上还是源于美国期间的几次经济短期波动,而这些短期波动中美国与欧洲国家和新兴工业化国家的此消彼长关系,实际上反映了美元在经济增长中的作用,同时,也是美国对于石油危机抵御能力的一种体现。

名家专栏

金岩石

国美内战升级 陈晓胜算几何?

国金证券首席经济学家 金岩石

国美内战已拉开战幕,黄陈之争谁将获胜?9月28日将揭开谜底。值此关键时刻,黄光裕家族增持股份、陈晓团队游说股东,企业内部的管理权与控制权之争又在创造管理学的经典案例。从道义上讲,陈晓的行为是守本守利不守信,合理合法不合情,所以引来许多道德批判。抛开法理和道德之争,仅从公司商战的角度看,黄光裕的违法违纪行为使陈晓略占上风,否则陈晓不会铤而走险,然而就在此时,陈晓连续打出三张错牌,使其可能险胜的战局陡然生变……

错打业绩牌

陈晓团队的第一张错牌是业绩牌。最新公布的财务报告显示,国美经营业绩超出市场预期,陈晓团队试图由此证明国美不需要黄光裕,但稍加分析即知国美业绩下滑是过去5年的趋势,导致2009年国美被迫大面积关店,使主要竞争对手苏宁电器的店面数反超国美。国金证券零售研究员文瑶提供的数据表明,国美苏宁两大零售巨头的经营性现金流和利润的增长速度在過去5年都在下降,但相对而言,苏宁的业绩增长大幅度超越国美。

国美和苏宁近5年业绩对比

国美和苏宁近5年业绩对比表，包含营业收入、净利润、总资产、净资产等指标。

以上数据说明,国美本期业绩的改善是其业绩下滑趋势中的一个反弹,陈晓团队若把业绩反弹之功归于自己,却把业绩下滑的责任推给黄光裕,投资人会接受吗?业绩下滑的责任都在黄光裕?业绩改善的功劳都在陈晓?国美的股东们应该不会如此弱智吧!陈晓打出的业绩牌,是在黄光裕落难之时借机把业绩下滑的责任全部推给黄光裕,这在一定程度上说明陈晓团队是一个推卸责任的团队。

对苏宁和国美两家公司的财务状况分析表明(见附表),两大零售巨头的经营模式不同,主要差别有三:第一,国美的经营性利润主要依靠占用供应商的资金,属于外生性的经营性现金流,而苏宁的自有资金周转率较高,经营性利润更多来自于公司的内生性现金流。第二,国美的负债率较高且呈上升趋势,而苏宁的负债率较低且呈下降趋势,说明国美的经营长期依靠融资驱动,难以持续。第三,从细分的成本结构比较,苏宁的工资所占比例较高,而国美的店面租金和水电杂费所

占的比例较高,这说明国美的经营模式较为粗放,这是当年陈晓在永乐公司与大摩对赌业绩失败的重要原因之一。一个赌业绩输了团队,今天又错打一张业绩牌。

贝恩浮出水面 揭开背景悬疑

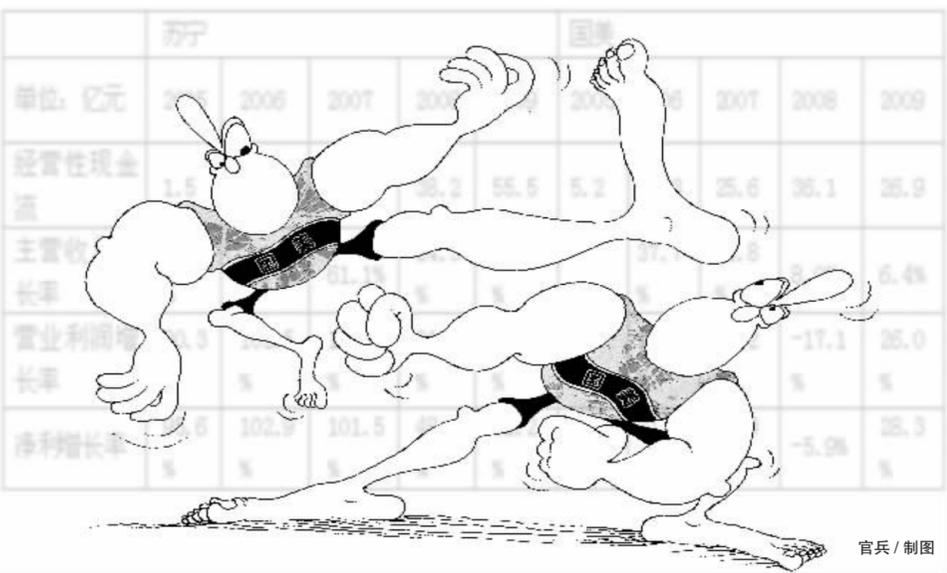
在国美公司的内战中,陈晓团队的微弱优势其实不在经营业绩,而在于市场中的一大悬疑:谁在背后支持陈晓?适逢此时黄光裕被判入狱,合理推测是陈晓团队有政府支持,否则他不会选择背水一战。中国的大公司政治总离不开虚虚实实的政治背景,但就在国美内战背景悬疑之际,陈晓团队的又一张错牌打出来了:贝恩资本。

姑且不论贝恩资本是否已明确表态支持陈晓,至少在贝恩资本选择债转股之前,贝恩资本在国美股东大会上是没有投票权的。但贝恩支持陈晓的市场传闻却让陈晓丢掉了最重要的一张牌,把国美内战演化为国际资本与民族品牌之战。人们不会忘记当年的娃哈哈与达能之战,如果没有政府的支持,娃哈哈与达能的权利之争不会如此收场。在国际资本与民族品牌之间的争战中,任何国家的政府都不大可能选择国际资本一边,最多是保持中立。对于陈晓团队而言,政府的客观中立等于揭开了国美内战的背景悬疑,此时,如果贝恩资本权衡利弊也抛弃了陈晓,则国美内战的结局已定。

所谓政府支持陈晓团队的市场传闻,是一张很有力的“虚”牌,陈晓丢掉了这张“虚”牌,却没有确定获得贝恩资本的“实”牌。国际化公司的决策程序是不会以“假设”为依据提前决策的,在没有行使债权转换为投票权股票的选择权之前,贝恩资本不大可能提前决策表态支持陈晓。因此,所谓贝恩资本支持陈晓也是一张“虚”牌。

此时,就要拨开迷雾提到一位很优秀的投资银行家——竺稼。竺稼当年曾经代表大摩与陈晓管理的永乐公司签了业绩对赌协议,在永乐陈晓赌输之后,正是竺稼把永乐及陈晓转手卖给了黄光裕,完成了当年轰动业界的国美永乐合并案。因此,陈晓在竺稼这里曾是“败军之将”,竺稼此时又代表贝恩资本,即使他选择支持陈晓,目的也是要把国美公司倒给别人,所以在8月23日参加国美会议时,竺稼回答记者提问时说贝恩资本的投资周期通常是5-7年,在我看来,竺稼的决策要考虑未来5-7年的国美前途,不会贸然选择支持陈晓。

那么在未来5-7年的国美前景如何呢?人们又会本能地想到政府对国美的态度,哪怕是一点倾向性暗示也十分重要。此时,黄光裕犯罪案的重审



结束,法院宣布维持原判,却出人意料地释放出黄光裕的夫人杜鹃,杜鹃被判缓刑缓期出狱,这使她能够在此关键时刻参加国美的股东会。姑且不论杜鹃改判为缓刑是否代表政府的倾向性支持,至少杜鹃在短期内自由了,她可以四处拜票,也可以拜会贝恩资本来争取支持。可想而知,陈晓争权,杜鹃啼血,再加上黄光裕认罪服法并含泪道歉,国美内战打出一张悲情牌,在法理之争之外又增加了情义诚信之辩,前景扑朔迷离,陈晓处境艰难。

股价杀手之说 又是一张错牌

显然是为了争取普通股民的支持,陈晓指责黄光裕是国美在股市中的“股价杀手”,这又是一张低级失误的错牌!

因为如果黄光裕对国美没有价值,国美股价应该因黄光裕退出管理而大涨才对,相反股价因黄光裕刑拘而下跌,这恰恰说明市场投资人认为黄光裕对国美有价值。在我的新企业理论中,现代企业的股票价格包含着三个价值:其一是人们熟悉的利润,预期利润的贴现可以计算出企业的公允价值;其二是每日每时的市值波动,主要来自于股票作为交易性资产的凭证所代表的流动性溢价;其三是企业家及其团队的价值,体现为投资人对管理团队随机应变从而实现利润预期的信心。陈晓如果稍微懂上述理论,都不会犯如此低级的错误,“股价杀手”这张牌,等于是验证了黄光裕对国美的特殊价值,这是陈晓暂时无法替代的。

具体说来,国美公司的店面有两部分,一部分是上市公司拥有的,一部分没有注入上市公司,而家喻户晓的国美品

牌是黄家的资产,这块金子招牌并不属于上市公司,是黄光裕的非上市公司资产。由此推论,国美内战若陈晓落败,战争立刻宣告结束,如果黄光裕落败,战争仍将继续。因为黄光裕的资产还有足够的能量让国美内战继续下去,直至陈晓退出为止。由此推论,如果将来出现两个国美,今日国美内部的黄陈之战就会延续为无休止的“两个国美”之战,鹿死谁手,无法预知!但现在可预知的结果是:鹬蚌相争,渔翁得利,对国美市场一直虎视眈眈的苏宁电器已成为国美内战的最大受益者,坐收渔翁之利。国美内战的时间越长,苏宁的市场份额就越高,若国美内战无休止地打下去,苏宁的高速扩张势头就越发不可遏制。如果贝恩资本能

够想到这一层,竺稼先生还会代表贝恩无条件支持陈晓吗?我相信贝恩资本和其他机构投资者都不会如此草率决策。

从业绩牌到政治牌,从国际牌到悲情牌,国美内战的牌局虽然错综复杂,但陈晓最近的失误已铸成大错,使他原来在第一场较量中可能险胜的概率大幅降低。黄光裕的一生从布衣到首富的传奇经历是中国30年改革开放的缩影,他个人的彪悍成长反映了一个变革时代的特征,他所犯的错误应该有一部分归因于这个彪悍的时代。今日黄光裕被判入狱,功劳是功劳,犯罪是犯罪,既不能一笔抹杀他在中国现代经济史上的地位,也不能因此抵消他所应承担的罪责。

国美和苏宁财务状况对比图

国美和苏宁财务状况对比图，包含资产负债表、利润表、现金流量表等详细数据。

把握第四次产业革命的脉络

国信证券新兴产业小组

智能电网、物联网、三网融合、动力电池行业和节能相关的LED行业。其次,我们还看好技术欲突破国外垄断有望完成进口替代的行业。此类行业市场需求已成熟,替代效应的瓶颈主要在于技术积累和市场的认可,一旦技术获得突破并取得相应认证,在政策的推动下必将大幅挤出对进口产品的需求,甚至未来抢占部分国际市场份额。这类行业主要包括生物医药、新型平面显示、大飞机制造、卫星产业等。

1. 产业处于或即将面临爆发期的新兴产业。目前七大新兴产业中各个子行业发展处于不同的阶段,有些行业经过前期的技术和实力积累,加之行业存在政策的刺激下将大幅增长,行业具备了爆发式增长的潜力。核电设备:我国已拉开未来十年核电建设高峰的序幕。当前我国核电装机容量近1000万千瓦,根据规划,到2020年和2030年将有望超过8000万千瓦和2亿千瓦。这意味着未来10年核电装机容量将翻近8倍,10年期间投资额将超6000亿元,由此核电设

备产业将迎来历史性的机遇。智能电网:即将进入全面建设阶段,电网投资出现井喷式增长,而智能化投资占电网投资比重将翻番。“十一五”至“十三五”在电网上的投资分别为5000亿、15000亿和14000亿元,其中智能化投资占比将从6.2%提升至12.5%,将带动智能电表、电动汽车站、配电自动化、数字变电站和在线监控等行业的发展。物联网:在“十二五”期间,我国将制定和推广应用我国自主编码体系,突破核心技术和重大关键共性技术,初步形成从传感器、芯片、软件、终端、整机、网络到业务应用的完整产业链,将成为全球信息通信行业的又一个万亿元级新兴产业,其应用范围将几乎覆盖各行各业。

三网融合:国务院已公布第一批试点城市名单,预计未来三年可拉动投资和消费近7000亿元,预估仅硬件与系统改造、光纤网络等建设投资就高达4000亿元,将会拉动相关通信与广电设备厂商,以及内容与服务行业的大发展。动力电池:将在新能源汽车鼓励政策下迎来机遇,当前供需比例不足1:3,发展前景广阔。根据规划估算,2020年纯电动车和混合动力汽车保有量占比将达到2%,混合动力汽车占比将达到8%;而2030年纯电动车保有量将达到20%以上,将与混合动力汽车一起占比超过半壁江山,未来二十年动力电池的市场容量将超万亿元。LED行业:当前产业下游背光需求强劲增长,若未来政策扶持下通用照明一旦普及,未来将成为突破万亿元的产业。2. 看好技术突破国外垄断,替代进口的新兴产业。我国新兴产业链中的关键环节、关键技术和产品往往控制在欧美、日、韩等公司的手中,这些环节和产品赚取了产业链大部分的利润。而随着新兴产业发展规划的实施,这种状况将逐渐改变,部分领域近期可望赢得先机。生物医药:预计新医改在未来三年将会投入8500亿元,此外随着众多药品专利陆续到期,新一轮成品药的产业

转移趋势即将形成,国内制剂企业将分享国际规范市场制剂的高容量和高盈利,将迎来向通用名药企业转型的机遇。液晶显示:当前全球液晶面板的总产能接近万亿元,其中液晶上游材料毛利率极为丰厚,相关国内上市公司一旦突破技术瓶颈实现进口替代,便面临巨大的成长机遇。大飞机项目:当前已上升至国家战略,随着ARJ21、C919等机型顺利通过首飞和适航取证等一系列阶段,国产大飞机打破双头垄断成为波音、空客的强有力的竞争对手。仅大型运输机和C919两大机型未来市场容量将分别达1000亿元和2500亿元,并将以1:10以上的比例带动相关国民经济产业的发展。卫星产业:2020年北斗卫星完成全球组网后将成为继GPS、GLONASS之后可达到全球覆盖的导航系统,届时有望在全球数万亿元的市场中分得一席之地。2012年将首先实现全国区域的覆盖,届时将全面带动全国卫星产业链整体的成长。

