

每周酷图与思考

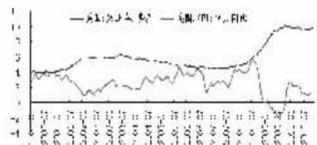
定量宽松和A股僵局

国泰君安策略团队

QE2:退出尚无时间表

近期,美联储主席伯南克公开表示,视通胀和经济基本面而定,美联储二次量化宽松(QE2)的资产购买规模将超过6000亿美元。和前任格林斯潘不同,伯南克更愿意给市场一个比较明确的信号。据此判断近期美国不太可能退出QE2。通胀和失业率也印证了这点:虽然美国通胀数据在逐渐改善,失业数据更是高美联储的目标5%还有很大的距离,并且“还需要4到5年的时间(伯南克语)”才能恢复到正常水平。

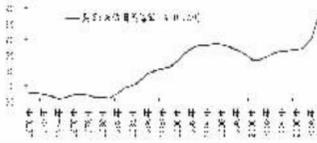
图 虽然美国通胀数据在逐渐改善,失业数据更是高美联储的目标5%还有很大的距离



当美国宣布进行QE2时,美国长期国债收益率出现下滑,但是不久迅速回升,短短一个月内上升幅度超过0.7%。市场对美国政府债务问题的担忧(奥巴马与共和党方面达成共识,延长布什时代的减税措施)下,美联储苦苦维持的低利率市场不堪一击。

由此不难推论,一旦美联储退出QE2,国债市场走熊将是大概率事件,再加上美国国债其他投资者大多为外国政府和居民,抛售压力将导致市场风险加剧。而代表美国国家信用的国债市场出问题,将是比次贷危机更大的灾难:次贷危机后,美联储尚可用美国国家信用为经济注入流动性。如果国家信用倒下,美联储还能拿什么挽救经济?所以,即使QE2效果不佳,美联储还是骑虎难下:最近美国政府实行的减税措施以及医疗改革无疑将加大美国政府的财政赤字。退出时间表还遥遥无期。这意味着,未来相当长的一段时间里,我们必须适应全球货币泛滥的投资环境。

图 高企的美国政府负债

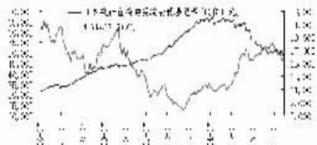


QE与各经济体上演拉锯战

对美国经济而言,自2008年12月18日的QE1通过给银行体系注入流动性,挽救了濒临崩溃的美国金融体系,避免了美国经济自由落体式下滑。但QE2的作用似乎并没有达到预期的效果。在低利率的环境中,较低的融资成本虽然能帮助企业节约成本,创造更高的利润,但高失业率下需求减缓导致经济本身扩张动力不足的本质问题并不能得到解决。

相对美股在QE1下的涨势如虹,QE2推出后,市场表现相对冷淡。通过日本的例子我们也可以看到,90年代中期,日本央行通过大量购买政府债券将流动性注入金融体系,刚开始市场还有正面的反应,之后几乎看不到任何效果。结合美国的经济状况,预计未来可能继续实施的QE3、QE4将难以对美股产生重大影响。

图 日本后几次量化宽松对市场没有影响



新兴市场上演的是另外一个故事。商品、楼市、股市连创新高,资产泡沫问题严重。但新兴市场国家的积极应对使得QE2效力大减:澳大利亚提前加息,已经有效地抑制住了上涨的资产价格;中国对房地产调控以及物价行政措施也在一定程度上打压了资产泡沫。现在看来,美国没占多少便宜,新兴市场国家也没输。未来这样的拉锯战还将持续进行。

美国QE夹击中国A股

对于中国市场,美国QE的持续性影响将体现在两个方面:第一,全球货币泛滥带来的资产价格重估,推动股市的上涨;第二,商品价格上涨挤压了中游制造业的利润。外汇占款迅速的上升后被发行的货币导致国内出现资产泡沫,政府调控的压力激增。利润下滑和政策紧缩的可能导致股市面临调整压力。两大因素的交互影响,造成了近来A股上下两难的僵局:10月股市大涨主要受前者影响,11月后股市的调整主要受后者影响。在美国QE政策还将持续以及中国经济内生动力不足的前提下,短期内还看不到僵局被打破的可能。

名家专栏 邵宇



货币周期:非典型复苏 VS 非理性繁荣

宏源证券首席分析师 邵宇

中国的优势是有巨大的潜在需求,中国经济有望在“十二五”规划刺激下启动“以区域平衡升级为主导,产业升级和消费升级驱动”的新增长周期。新型城市化、新兴产业化和外贸新目标市场作为引导,积极的财政政策也不会手软。对实体经济,我们认为中国的增长动力依旧保持乐观。但高度连接的资本市场驱赶着流动性反作用于实体经济,货币竞争无法避免。全球流动性都视中国为最后的应许福地。这可能直接阻挠复苏进程,资产泡沫和通货膨胀或将此起彼伏。

跨年的困惑

货币政策行动 0.5%准备金率上调,统计数据公布 CPI5.1%和会议确定基调(财政积极配货币稳健)如同流畅的三部曲,似乎寒冬阳光下阳光闪现,海内外资本市场都欢呼雀跃了那么几天。再一次的准备金调整短期舒缓了市场情绪,至少12月的CPI不再让人特别担心。重型政策……春节再说吧,毕竟有长假可以消化众多的政策冲击。中央经济工作会议一如既往地放出了规范性风格的明年经济基调,宏观分析师正艰难把所其中包含的信息转换为具体的数据——我们的预测是9.5%GDP,4.3% CPI,或者众多决策目标的权重考量——我们的预测是增长40%,调结构20%,反通胀40%。策略分析师们则把它转换了对应的指数点位和行业分布与估值。

但加息迟迟不到又使得投资者陷于忧虑。不温不火的市场表现也预示着,市场没有就在通胀压力如此大的环境达成打造一波跨年行情的一致性。迷惑在于这怎么看都不像一个典型危机后的复苏过程,过度的流动性投放扭曲了经典的商业周期的过程和表现形式。我们究竟位于哪里?如果说危机后的复苏,复苏通常是产能和财富的大规模消灭以后的痛苦的重建过程,伴随着通货紧缩和失业高企,美国也许真是这样。中国的麻烦则是出口被美国的地产周期带倒,消费被自己的收入分配体制牵制,而进一步的城市化投资被高房价捆绑住了手脚,面对减速的GDP引擎,全球的解决方法居然如出一辙——凯恩斯的财政刺激和伯南克的货币狂潮。同样的药方甚至剂量作用于不同经济体带来的作用和副作用确是大相径庭,发达经济体和新兴经济体的周期开始分化。特别是高度连接的资本市场驱赶着流动性反作用于实体经济,货币竞争无法避免。

通胀时代与货币政策困局

但劣势是全球流动性都视中国为最后的应许福地,这可能直接环掉了复苏进程,资产泡沫和通货膨胀将此起彼伏。

特别是结构调整进程下的中国已进入全面通胀时代,新一轮通胀周期正在进行中。由于各部委都出台了密集的政策,短期不必过度担忧。但同时本轮通胀更具有流动性和预期基础,这表现在食用农产品价格的上涨,以及蔬菜各品种的“板块轮动”式“接力涨”。而其深层次原因,在于各项成本的大幅上升及农业长期受压抑的低报酬率水平。中国已经历了工业化、城市化的改变,结构变化导致通胀必然是一个长期的过程。我们认为2011年的通胀形势相当严峻,有可能会出现本轮通胀的高点。由于面临CPI统

开启新周期

中国的优势是有巨大的潜在需求,中国经济有望在“十二五”规划刺



计指标调整,资源税费改革,收入分配改革等外生因素扰动,对2011年通胀形势的预计也更加困难。我们预计2011年的CPI水平将达到4%,全年高点将出现在年中,达到5%。就2011年全年分布来看,上半年的通胀形势好于下半年,可能会出现M型。值得注意的是,明年夏粮丰收与否将成为影响物价形势的重要分水岭,如果出现夏粮欠收等不虞情形,或将出现滞胀。如果实体经济也由于十二五开局的强烈投资冲动而高涨,明年就会进入典型的周期年——高增长,高通胀。但我们预计这种情形不会发生,明年经济的总特征最有可能是——结构转型徐图渐进,财政政策积极主动,流动性管控制不妥协。

在封闭的经济体中,过度的货币不过是通货膨胀的来源和降低公共部门实际负债的手段,是国民之间的财富分配和代际均衡的考量,也是货币幻觉麻木一般民众的过程。但一旦放入国际货币体系框架,则消费国一生产国一原材料提供国的货币竞争的格局,为了以邻为壑的民族利益,也使得各国货币当局欲罢不能,通货膨胀和铸币税扩大到世界一级。我们终于发现,货币原来早已不仅是实体经济是恭谦的奴仆(交易手段)。我们一手制造出来的超货币供给和货币存量,已经经过多年修炼,终于成为了流动性的黑山老妖。它吸收最优秀的大脑、最强大的计算能力和无所不在的信息和舆论渠道。它自我增值的天然需求甚至物化为全球经济的全民公敌。那些西装革履、振振有词的代言人和布道者不过是它的行尸走肉。人民扩大消费是基于他们的资产重估,财富效应而不是劳动收入的增加,信贷的基础也不是对未来现金流的预期,而是对借款者资产负债表按市值重新评估后的结论。

如果说人口红利支持了中国的制造业和出口,城市化就支持了中国的投资和消费,大规模城市化结束之前,货币投放不会结束,流动性会继续澎湃。不巧的是外部流动性会扰乱这一过程。中国已经形成了以银行信贷投放驱动经济周期,以央行准备金蓄水流动性的总思路。这样货币政策的“给力”与否将成为决定经济趋势的关键。古今中外,货币当局从来没有像现在这样在决策体系中被如此重视过。面对的问题也从来没有如此棘手过,话语权貌似至高无上,但也可能被批判得一无是处。中国短短几十年,就经历了经济货币化、资产(主要是土地)资本化、资本泡沫化的快速金融深化,从计划经济一下子过渡和暴露在了全球化的资本狂飙中。货币决策者的思路能不能跟上,还有待检验。由于有最近一次的2006年—2008年国内货币政策被热钱劫持的前车之鉴,央行很快要做一个艰难的决定。我们预期明年总的信贷额度会控制在7至7.5万亿左右,上半年有两次加息机会共50BP。这种情况下,实体经济走出U型的概率较大。

市场预测

自11月9日以来,由于中国反通胀措施引发抛售浪潮,大宗商品指数已经下跌7%左右。在各种出现回调的大宗商品当中,直接受中国需求影响的品种承压最重。关于中国经济大概以多快速度扩张以及其他新兴市场的经济增速是否会大幅减缓的争论是造成目前某些大宗商品价格波动的原因。明年的关键看点是石油。发达经济体的萎靡和新兴经济体的刹车使得再

水利投资即将进入实质性阶段

东方证券策略团队

道。我们预计,在2011年的1号文件,水利建设依然将是农业投资的重中之重;而农村水利建设主要包括的两个方面,即农村饮水安全工程和农业灌溉设施建设中,后者的投资约为饮水安全工程的3倍。

作为最主要的用水主体,目前我国农村供水主要用于农业用水及农业生活用水。2009年,全国总供水量为5933亿立方米,其中农业用水3687亿立方米,同比增加23亿立方米,占总用水量的62.1%,比例远高于工业用水及一般生活用水。因此,农村供水质量直接影响到我国水资源利用效率的高低。

我国农田有效灌溉面积占农田面积的48%,有一半以上的农田得不到有效灌溉。2009《关于农田水利建

设项目实施情况的调研报告》调研报告显示,大型灌区工程设施的完好率不足50%,中小型灌区工程设施的完好率不足40%。绝大多数泵站的灌排能力达不到设计标准,有的只有设计标准的40%左右,有的完全失去了灌排功能,近年来灌溉面积稳步增加,但灌溉设施的落后却导致农业用水量增长大幅落后于灌溉面积增长。这导致农村,特别在我国的北方地区,干旱面逐渐扩大形势越发严峻。因此,“把水利作为农村基础设施建设的重点,多方筹集资金,切实增加投入”就显得极为重要了;而节水灌溉工程则是国家全面提高农村供水质量的重点。

为了扭转水利发展的不利局面,农村节水灌溉、农村用水安全、城市供

水和污水处理系统建设、水污染防治、水文信息化建设等都将成为“十二五”水利规划重点支持的领域,包括水况监测、节水灌溉、水资源循环利用、海水淡化等新型水资源开发利用技术也均将获得大力推广。

我们预计:未来5年的水利投资有望达到8000亿元-9000亿元;水电投资增量0.8亿千瓦-0.88亿千瓦,投资额7000亿元以上,是“十一五”实际投入的3倍以上;节水灌溉项目总投资在未来十年至少达到3000亿元;污水处领域会有超过10000亿元的投资空间。就投资规模而言,按照《全国节水灌溉规划》,2006-2020年期间,全国节水灌溉项目总投资为4500亿元,其中大型灌区骨干工程投资1091亿元,占规划

总投资的24.2%;中型灌区骨干工程投资629亿元,占规划总投资的14%;大中型灌区田间节水灌溉工程投资1008亿元,占规划总投资的22.4%;小型灌区节水改造投资1078亿元,占规划总投资的24.0%。

投资逻辑与投资标的:我们继续建议关注“十二五”规划中投资增速较快的领域,具体包括:

- (一) 首先推荐大规模水利设施和水电工程设施的承包商,如安徽水利、葛洲坝、粤水电等;
(二) 其次看好工程建设对水电设备和施工材料的拉动,重点关注青龙管业、国统股份、利欧股份;
(三) 在农业灌溉和节水方面,关注大禹节水;在水文监测和水利设施智能化领域,先河环保受益较大。

