

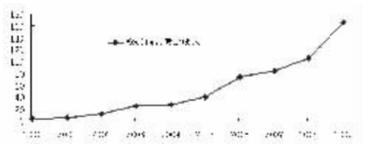
## ■每周酷图与思考|Chart and Idea|— 美国高成长股之西行东渐

国泰君安策略团队

2000年的科技股泡沫仍然让大多数投资者记忆犹新,大洋彼岸的科技股热潮迅速燃起了中国内地股市的激情。在全球化更为深刻的今天,消费者和生产者都已打破了国界藩篱。对于投资者,这意味着我们在关注中国自身经济的同时,更需要放眼全球,从国际的角度重新审视中国可能的投资机会。从谷歌到百度,从Priceline到携程,国际市场成长股的故事可以为我们自下而上寻找成长股提供线索。从云计算到贵金属,国际市场对相关行业和主题的看法可为我们自上而下发掘主题机会提供新的思考角度。西行东渐”报告将以各国股市作为研究对象,发掘A股上市公司的自下而上的个股选择以及自上而下的主题投资机会。

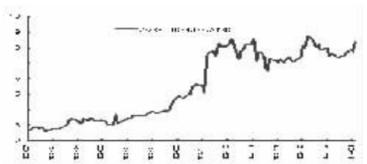
10年间,美国股市和A股一样,指数没有什么起色,但个股却有靓丽表现。**10年200倍的健康减肥计划提供者:Medifast** 提到美国近来的成长股,不得不说的就是Medifast。作为一家健康减肥计划的供应者,公司为投资者创造了10年200倍的奇迹。在短短10年,公司的营业收入由不到100万美元到2009年的1.7亿美元,10年翻了180倍。

**图 Medifast 营业收入高速增长(单位:百万美元)**



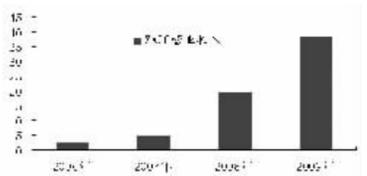
毫无疑问,无论在美国还是中国,减肥市场都是一个蛋糕。但是由于产品良莠不齐,其对健康的破坏人所共知,Medifast抓住这个机会,打出健康牌,进而赢得了市场。可惜的是,A股市场尚无类似的公司,但是沿着这个逻辑发掘,健康相关的领域应该可以关注,未来10年的牛股很有可能诞生于此。

**2 分享苹果的高成长:ZAGG**  
**图 ZAGG 股价表现**



ZAGG 主要产品 invisibleSHIELD 主要用于iphone 防震保护。随着iphone的热销,公司业绩实现爆发式增长。主营业务收入由2006年的278万美元到2009年的3836万美元,复合增速达到140%,如此增速实在足够吸引投资者的眼球。

**图 ZAGG 主营业务增长复合增速达到140%**

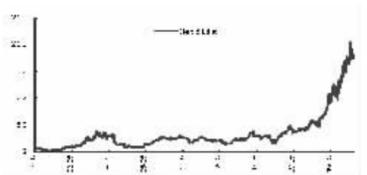


苹果无疑是成长股摇篮。A股市场,去年最耀眼的明星当属莱宝高科。ZAGG的成长让我们对这些公司未来的成长有了更多期待。莱宝高科之后,下一个轮到谁?

**3 在线影片租赁提供商:Netflix**

Netflix 原来的主营业务是DVD租赁,采用的是会员制的模式,现在在坚持原有业务的同时开辟了网络在线观看业务。公司业务自上市以来迅速扩张,已由1998年的1百万美元发展到2009年的16.7亿,足足翻了1200多倍;由一家名不见经传的小公司成长为全球最大的在线影片租赁商,其给投资者的回报也是惊人的。虽然市场对其未来面临的竞争有所担忧,但现在68倍估值仍表明投资者对其业务未来成长性的肯定。A股市场的乐视网和其业务相当,未来是否能成为下一个Netflix?

**图 Netflix 的股价表现**



**4 一元连锁店的大机会:Dollar Tree**

一元连锁店在美国较普遍。金融危机后,美国人节俭收缩,零售行业业绩大幅缩水,一元店仍保持高速增长。因此,该股一直备受美国资本市场青睐。联想到中国消费者在物价上涨时需缩减开支,类似公司也应享受高速增长。遗憾的是A股似乎还没有相似上市公司。但廉价连锁这个思路应可挖掘,超市等上市公司是否已做类似尝试?

**5 制鞋也是好生意:STEVEN MADDEN**

制鞋,在中国都已经被视为是夕阳行业了,但在美国,STEVEN MADDEN 这个创建于1990年的制鞋商仍高速增长,公司业绩并没受金融危机的影响,独创的坡跟鞋引领市场潮流,推出的“自主设计”鞋子服务也掀起制鞋业革命。因此,就算夕阳行业,仍能做出朝阳公司,投资者不应该为固有的思想束缚。也许,未来的大牛股就隐藏在传统产业中。

## ■名家|Columnist|—

# 中美竞合之战略机遇:汇率决定A股高度

朱圣春 胡宇

国际金融危机对内颠覆了国家与市场、企业的关系,政府直接干预成为常态。因各国都试图抢占先机,率先实现经济复苏,国际经济竞争常表现为国家意志的较量。早在2009年,欧亚集团就警告“不管你是一家大公司的首席执行官,还是一个证券投资者,你都无法忽视今年的政治及其风险对市场的影响,以及这些因素如何决定谁是赢家,谁是败者。”去年年中,欧亚集团进一步认为,世界面临新的失序危机,经济低迷正重塑全球化,全球已形成国家控制经济活动的一场运动,并将影响到国际地缘政治格局。

世界正处于激烈动荡之中,中外股市联动性越来越高。君不见,航母、军演、炮战、南海……全球重大冲突无不环绕中国周边。其中,最根本的、最核心的,就是国内资本市场与美元走向的紧密联动。为尽快摆脱金融危机,达到主动、精准、定向的宏观调控效果,中国政府出手频繁,而投资者的投资决策必须顺应政策周期提前布局。

## 最大变数为美元 A股首当其冲

金融危机下,美元不仅没有衰落、崩溃,相反,其霸权地位反而更加稳固。国际货币基金组织公布的数据显示,金融危机爆发后,各国央行不但没有抛售以美国国债为代表的美元资产,反而加速购买。截至2009年底,美元占全球官方外汇储备资产比例依然高达64%,中国官方外汇储备美元占65%以上,包括人民币在内,全球至今仍有68个国家主权货币直接或变相与美元挂钩。美元正在引领,甚至主导全球包括中国资本市场的投资主题,且日趋强化。

随着后危机时期来临,中国经济发展战略积极转型可简单归纳为“出口导向”、“推动产业回归和制造业再造”、“通过大力支持新能源、生物医药、环境工程等领域技术革命,抢占未来发展制高点”。美元无疑是美国谋求摆脱危机、实施经济转型的最佳工具选择。虽然美国在“一次量宽”时侧重盘活银行体系,但当前美国房地产业形势仍然严峻,为创造新需求,目前美国重回危机爆发后的财政、货币二次双宽松局面,甚至不排除QE3,全世界分成以美国为代表的“放水水”和以中国、巴西等新兴国家为

主的“大回收”两大阵营。

美元强弱牵引全球资本市场走向。美元量化宽松的国际影响传导,一是促使大宗商品价格上涨,从而导致新兴经济体输入性通胀;二是由于热钱流入,新兴经济体货币升值,导致国内资产价格泡沫化,中国无疑首当其冲。从历史上看,近几年美元一直左右国际资本市场走势。从2006年元月始,美联储一直降息,美元指数从91.1跌到2008年初的70.698,美元泛滥,全球股市飙升;至金融海啸发生,国际热钱基于避险需要回流,美元指数从70.698重回89.624,全球股市与大宗商品价格暴跌;到了2009年3月18日,随着美国祭出量化宽松货币政策,美元从89.624又回落到74.17,促成前年全球股市暴涨,其间A股成暴涨暴跌佐证。

由于美联储无限制“创造”美元,其他国家则被动作出调整。中国贸易顺差大多来自美国,人民币实质上仍盯住美元,因而压力更大。当前全球的再平衡与中国的再平衡,正催生全球化的新阶段,新兴经济体成为全球资本配置和技术流入主要地区。与其说中国面临新的国际政经压力,不如说国外要求中国进一步开放国内市场,中国需要把握好在全球经济分工中的新定位;与其说欧美认为人民币汇率被低估,不如说各国均在争夺复苏成长空间,抢占技术革命突破新成果和未来制高点;与其说针对的是人民币升值进度,不如说是看谁发展模式方向正确,转型快慢,以求抢占先机,赢得优势。人民币汇率不仅已成中美交锋核心问题,也是国际资本市场关注的焦点。究其本质,汇率只是国家间竞争的工具和表象,而非本源。

## 中国政策 着力维护经济健康成长

财政政策和货币政策是一国调控宏观经济的主要政策工具。两者充分搭配协调,分别作用于结构和总量,才能达到最佳宏观调控效果。由于国内财政政策一直处于“积极”状态,对资本市场而言,寻找变量、尤其是货币政策的方向更为重要。

首先,“稳健”是一种政策取向的趋势与选择,通常代表着定位适中、力度适度、时机适时,诸多工具运用要综合平衡。政策目前只是开始相对“收紧”,尚未“紧缩”,目的在于维护宏观经济的平衡性和整体健康,因此向常态回归的节奏可快可慢,步子可大可小,



方向也是可进可退。

其次,在政策操作上,通过“建立逆周期信贷调控机制”,加强流动性管理,因而信贷规模控制与“窗口指导”仍是主要调控工具。数量调控,如提高准备金率及公开市场操作仍将是接下来货币政策的主要着力点,加息并非当前政策首选。同时,保持稳健和回归常态,只是回归常态的“宽”,“常态”只是在“宽”和“极宽”之间腾挪,绝不是意味着2003年以来的货币口径的“宽严”尺度的逆转。

第三,与以往不同,明年货币政策当务之急是要迎接国际竞争与挑战。虽然国际性的“二次探底”远去,但当前问题的关键转向增长能否持续。紧缩目标并不仅针对通货膨胀,还要“针对系统性风险”,着重维护宏观经济的平衡性和整体健康。

最后,从历史上看,当货币政策定位于“稳健”的时候,在实际操作中却意味着货币供应量加速增长,稳健常同适度宽松划等号。仅以近年来看,虽然市场一直以“从紧”引导,但当5月份欧债危机加剧以致担忧国内经济“二次探底”时,央行3季度在公开市场加上外汇占款净头寸增加19万亿元,11月中旬以来的近四周央行已净投放2300亿元货币,今年的货币投放在向常态回归已成大势所趋,预计政策仍是相机行事,不会一味紧缩。

## 机遇:中国迈向新国际化

金融危机打破了近十年来中国出口、美国消费及澳、巴资源供给的“黄金三角循环”经济模式。中国以前维持快速经济增长的战略已不再适用,但逆全球化进程触发了吗?面对后危机时期复杂的国际国内形势,党中央高瞻远瞩,指出我

国仍处于可大有作为的重要战略机遇期,2011年的首要任务仍是要牢牢抓住并用好这一关键时期。正如李克强同志所言“发展仍是硬道理,合作、和平是主流”。

中国改革开放正迎来新思维。年前先后召开的十七届五中全会、中央政治局会议以及中央经济工作会议的定调显示:中国迈向新国际化的路径,正从谋求利益分享转向谋求规则制定,构建新体系,转向谋求国际管理权,从被动应对转向主动出击,从极力扩大对外出口,转向对外出口和进口并重。明年尤其要扩大进口,从千方百计招商引资转向引资和对外投资并重,尤其要“走出去”。人民币国际化是实现中国发展战略的唯一路径,资本市场也将随之走向国际化,香港人民币离岸市场和上海国际板建设的加速,以及人民币对外投资试点,正是上述路径的体现。而其中至关重要的一环,就是人民币汇率形成机制的完善、价格浮动化、市场化。

## 人民币升值 将是政策最大变量

在国内政策趋稳下,人民币对外升值将是未来最有可能的政策变量。从可行性上,由于全球经济温和复苏,方向不会逆转,但出口压力回升已成过去式,今年再度超预期增长概率不大。目前国内经济成长最大的不确定性来自于物价上涨幅度能否可控,通胀已替换外部需求,上升为中国经济潜在的首要威胁,甚至对社会稳定构成挑战。国内通胀既有需求拉动、成本推动、国际输入等传统原因,也有经济结构错配、垄断与行政管制以及节能减排等因素。即使通胀容忍度提升至4%,即使采取行政手

段管制,即使重新修订CPI权重构成后公布的CPI数字不会很高,但通胀已由预期成为现实,问题依然显性化、长期化,对通胀幅度、走向、是全面通胀还是局部通胀、能否可控的忧虑将成明年扰动经济发展和股市行情的最大不确定性。

不管是一次性重新升值,还是加快分步到位,可以确信,2011年,人民币对美元加快升值将是大概率事件。从历史经验看,2005年7月,人民币汇率形成机制改革启动。至2008年7月,人民币对美元实际有效汇率升值13%。虽然央行连续加息8次,提高准备金率19次,但同期上证综指涨幅162.95%。从美国一次量宽成效看,一次量宽实施18个月后,美元指数下跌16.8%,金油糖铜大幅上涨,上证指数上涨108%,深成指上涨153%。从股市的资金层面来看,国内流动性供给有二个主要来源:一是央行的主动投放;二是被动的外部资金流入,表现为外汇占款,即通常所说的热钱。而从需求方来看,满足国内实体经济发展的资金一般为4-5万亿元,中国经济的常规稳定状态使实体经济流动性需求基本稳定。因此人民币汇改将是国内资金供应的核心变量,并因此激发现有资金存量向股市转化,资本市场的流动性将会从根本上逆转,人民币对美元汇率变动将成决定国内股市趋势的主要矛盾方面。

2011年,随着人民币汇改与升值已成为中国发展战略的内在需要。伴之以美国复苏趋势越来越明朗、强烈,我们预测今年A股将是牛市,人民币对美元汇率升值幅度将决定A股市场高度。

**(作者朱圣春为华林证券首席宏观研究员;胡宇为华林证券首席策略研究员)**

## ■交锋|Pros and Cons|—

# 全年流动性已“稳”?上月金融数据露馅

2010年12月份, M<sub>2</sub> 同比增长19.7%,增幅比上月末高0.2个百分点; M<sub>1</sub> 同比增长21.2%,增幅比上月低0.9个百分点。12月份,人民币贷款增加4807亿元,同比多增1007亿元。12月份,人民币存款增加9449亿元,同比多增4428亿元。这些数字对2011年流动性而言有什么具体的含义呢?且看国海证券首席宏观研究员邹璐、上海证券首席宏观研究员胡月晓的思想交流、观点碰撞。

## 预计今年年度信贷增速15%

邹璐:虽然M<sub>1</sub>和M<sub>2</sub>相比前期高位已回落不少,但从目前增速看,仍处历史高位,历史M<sub>1</sub>和M<sub>2</sub>平均增速为17%。2010年全年的新增信贷则超出央行设定的7.5万的目标,达7.95万亿;若加上表外业务,有9万亿左右,已接近2009年水平。可以说,连续两年新增信贷都超出央行设定规模。我认为,2011年央行将对新增信贷控制更严格。我预计今年新增信贷规模将被控制在7万亿左右,对应年度信贷增速15%。

胡月晓:12月实际发生的新增贷款规模表明,货币当局的政策指导目标没有对商业银行的实际信贷行为产生多大的约束作用。虽然M<sub>1</sub>和M<sub>2</sub>增速仍居高位,但相对于过去的超常规增长态势,M<sub>1</sub>比M<sub>2</sub>有

更大程度的回落。12月份,M<sub>2</sub>增速继续小幅提高,但M<sub>1</sub>则小幅回落,说明货币体系中居民储蓄和定期存款有更大幅增长。加息对货币结构的影响效果开始体现,货币活化现象有所收敛,货币增速动能开始下降。2011年的信贷投放控制将更加严格,2011年的信贷投放规模减少将是一个必然性趋势。我们预计2011年新增信贷可能在6.5万亿左右,对应信贷增速约15%。

邹璐:因预计年度新增信贷将收紧,货币供应量增速回落,预计2011年M<sub>2</sub>同比增长15%,M<sub>1</sub>同比增长16%左右,且预计一季度两者会出现较快下降。流动性将比2010年更为偏紧。若物价控制不好,月度CPI仍可能再超5%,甚至到6%。

胡月晓:2010年12月份M<sub>2</sub>的继续上升主要是货币定期化和其他存款上升的结果。通常,年初规模和

信托存款数量会有较大增长。货币结构的季节性变动使得年初时准货币增长下降,加上年初时新一轮信贷高速增长浪潮,在货币紧缩下,我预计2011年年初的增速会比M<sub>1</sub>更快下降。

## 调控方式更个性 “差额”待遇不为奇

邹璐:为稳定物价和信贷平稳适度,我认为央行将从几方面调控:1、针对信贷调控,差额准备金率将成为常规手段。一旦有银行超规模放贷,将享受央行的“差额”待遇。在差额准备金率的“达摩克利斯之剑”下,预计各银行放贷会更审慎与均衡。全年放贷节奏控制预计将按3:3:2:2的節奏放贷。2、人民币继续小幅升值,减缓输入型通胀压力。3、在升值预期下,预计新增外汇占款将较高,存款准备金率仍是重要调控手段,仍有上调空间。同时,公开市场

操作将被频繁运用,近期央票回笼资金能力逐渐恢复。4、如果通胀预期较高,利率预计仍将上调1-2次。2011年首次加息的时间窗可能在3、4月份。

胡月晓:由于贷款投放“前高后低”的季节性规律,1季度新增贷款规模将高于2010年4季度是一个必然性事件。我国仍是一个信贷占主导地位的传统金融体系国家,只要商业银行的放贷冲动没得到控制,货币增速控制就不可能完成。从衡量银行间市场资金充裕程度的银行间同业拆借等利差变动看,进入2011年1月份后,银行间市场的资金充裕程度反而有所提高。随着新增贷款增长而来的货币供给增长,银行间市场资金充裕程度又开始恢复,体现为利差水平迅速回落。

## 流动性偏紧看法不一

邹璐:全年在“稳健”货币政策基调下,流动性将更偏紧。若月度放贷过多或通胀预期严重,流动性控制或更紧。但我并不排除阶段性宽松的可能。阶段性宽松或存在于几个时期:1、因1月份各银行重新开始放贷,春节将到,央行会保持较宽松的流动性,且1月份也不是加息的好时机。2、下半年资金面可能较为宽松,

主要是预期物价下半年将逐步回落,不过这将面临国外经济环境的不确定性。若美国QE2在2011年中结束后,继续推出QE3或美国通胀回升迅速,政策逐步转为收紧,这都将对中国流动性不利。前者在于美元贬值,大宗商品上扬带来的较高通胀压力,央行继续收紧流动性;而后者则可能因美国政策转紧导致资金逆流回美国,从而带来的流动性紧张。

胡月晓:我预计2010年12月份当月CPI将回落到4.8%。我们预计1月份流动性的宽松程度仍将保持在目前水平不变,月末可能会因为春节的来临再度趋紧,但幅度不会太大。

## 股市难有趋势性上涨

邹璐:对股市的影响,我认为在流动性收紧趋势下,市场难有趋势性上行行情,但流动性的阶段性宽松可能带来市场的阶段性结构性行情。

胡月晓:影响当前市场走势的更主要因素是市场本身人气和经济走势情况,未来货币增速即使下降,股市所受影响也不会太大。银行受限潜在不良贷款增加,估值空间仍待打开;地产在调控加码下,反弹行情也很犹豫。未来行情需要跳出货币框架来看,要从经济前景和政策方向上寻找契机。(肖心整理)