

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

西行东渐之新视角

国泰君安策略团队

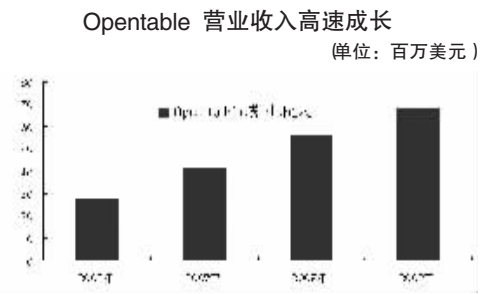
2000年的科技股泡沫仍然让大多数投资者记忆犹新,大洋彼岸的科技股热潮迅速燃起中国内地股市的激情。在全球化更为深刻的今天,消费者和生产者都已打破国界的藩篱。对于投资者,这意味着我们在关注中国自身经济的同时,更需要放眼全球,从国际的角度重新审视中国可能的投资机会。从谷歌到百度,从Priceline到携程,国际市场成长股的故事可以为我们自下而上寻找成长股提供线索。从云计算到贵金属,国际市场对相关行业和主题的看法可以为我们自上而下发掘主题机会提供新的思考角度。

1、美股新星: Opentable

Opentable是去年的美股新星,从2010年初至今,股价翻了将近两番。这家公司建立了一个网上订餐系统,用餐者可以直接从其网站上订座。而公司的收入来自于餐厅:除每月的固定使用费用外,同时还按订餐消费收取提成。听上去确实是个好生意,现金源源不断地流向公司,几乎没有任何风险。华尔街也给了它足够好的价钱——现在公司的市盈率已高达133倍。

问题在于,它是凭什么让餐厅乖乖交钱呢? Opentable的ERB系统有如下几个功能:1、订餐功能;2、顾客信息管理:对饭店VIP以及一般消费者的用餐行为进行数据跟踪,并能对特定的消费人群进行营销;3、餐桌管理:显示餐桌是否处于使用状态;4、分析报告功能:通过数据分析为餐厅提供经营建议。另外,Opentable为非高峰期就餐的顾客提供1000点的积分,能有效提高餐厅的使用效率。

公司的业绩给投资者交了一份最好的成绩单:最近公司已经从美国市场迅速扩张至加拿大、墨西哥、英国、德国、日本等国家,营业收入也在短短的三年翻了将近3倍。基于该行业扩张后更具壁垒的判断,Opentable未来成长可期。



国内情况看,网上订餐系统大多是餐厅自主设立的,尚无相关上市公司,但公司成长的主要逻辑“为消费者服务,从供应商口袋里掏钱”是值得深入挖掘的。

2、百年老店的再成长: Hansen's

Hansen's 10年来翻了107倍,营业收入也由1992年的900万美元发展到如今的超过10亿美元。作为一个拥有70年历史的老品牌,其主要卖点就是“纯天然”。利用得天独厚的品牌,公司开发天然饮料的替代品(如功能饮料等),获得了巨大的成功。

善于利用品牌而又不困于品牌(纯天然饮料的市场空间有限)应该是Hansen's能得以迅速成长的原因。这个故事和A股市场的云南白药有异曲同工之妙。沿着这一思路,在对百年老店的成长路径进行衡量时,我们可以多一个选择。

3、10年40倍的农机连锁商: TRACTOR SUPPLY

在已经实现了农业机械化的美国,农机连锁商TRACTOR SUPPLY的业绩仍然保持了持续的增长。股价表现更是10年翻了40倍,市值已经达到35亿美元。现在中国尚处于农业机械化的前期,行业成长性更为确定,以吉峰农机尚不到60亿的市值,是否意味着其还有较大的成长空间?



4、当铺也能成为大牛股: First Cash Financial Services

当铺应该算是一个最为古老的行业了,但是First Cash Financial Services仍然保持了较快的成长,10年40倍,市场对其喜爱的程度可见一斑。作为A股的相似标的,香溢融通是否也能具备成为牛股的潜力呢?



■名家 | Columnist |

美国恢复或超预期 资金回流风险有限

汪进

资金涌入新兴市场

自从次贷危机以来,为刺激经济增长,发达经济体和新兴市场经济体在2009年推出了第一轮量化宽松政策,而2010年3季度美国又推出了第二轮量化宽松政策。美国量化宽松的核心目的有两个:其一是在短端利率无法下降的情况下,尽可能压低长期利率以刺激经济复苏,长债利率的下降有利于降低融资成本,增加企业投资支出,从而推动经济的复苏。其二是催生市场的通胀预期与美元贬值,推高大宗商品价格,促进存货投资重新增长,避免经济陷入日本式的债务通缩循环。2010年2季度美国原材料库存一度大幅回落,去库存的势头十分危险。在这样的背景下,美元的适时贬值使得PPI回升并带动了库存的回升,从而避免了去库存对经济形成大幅拖累。

美国量化宽松政策长期持续的一个直接结果就是廉价资金持续涌入全球新兴市场。危机爆发后,美国对外直接投资经历了2009年前两个季度的减少后,从2009年3季度开始增长,至2010年2季度的四个季度美国对整个亚洲则投资了500亿美元。在二次量化宽松政策后,更大规模的热钱正在流入新兴市场国家。2010年3季度美国二次量化宽松政策后美国再次持续净流入海外资产,其中应有大部分流入新兴市场。

新兴市场率先复苏

从2009年底以来,在出口复苏带动下,包括中国在内的新兴市场国家率先复苏。除马来西亚外,亚洲主要新兴国家出口增长均维持在高位。2010年12月越南出口增长约35%,韩国增长也超过20%。由于新兴国家出口以必需品为主,这类产品在危机过后最先恢复,随着发达国家经济逐步恢复,新兴国家出口也率先复苏。2010年,在出口高速增长的拉动下,主要新兴国家率先呈现经济高速增长局面,除新加坡外,印度经济增长最快,经济增速超过10%;泰国、越南、菲律宾、印尼、马来西亚也维持较快的经济增长。

经济的快速回升及外部流动性的持续涌入,使得亚太地区股市自2009年以来出现不同程度反弹。印度、菲律宾、印尼、韩国、马来西亚、泰国达到或接近金融危机前水平。持续的高通胀导致越南股市仍然处于低位。从市盈率角度看,印尼、韩国、泰国股指在2010年5月出现回调后现在估值已趋于合理,马来西亚及印度市盈率相对较高。

海外资金的涌入既促进了亚洲新兴国家的经济增长与资产价格的上涨,同时也给这些国家的经济与资本市场带来了巨大的风险。如果这些资金一旦回流美国,亚洲新兴国家经济可能受到影响。

发达国家经济回升

随着量化宽松政策及美国经济渐进升级,美国经济也逐步恢复。12月美国零售总额达到3808.7亿美元,创历史新高。零售的持续扩张说明美国经济已超越复苏,开始了内生扩张的步伐。同期美国工业生产开始上行,失业率单月大幅回落,经济上升势头较为强劲。美国经济结构升级仍在继续,虽然房地产部门仍是拖累美国就业复苏的主要部门,但美国经济正通过高端服务业的扩张实现渐进升级。

从就业扩散指数的变化来看,从2010年3季度以来,就业扩张逐渐恢复至危机前的正常轨道,2011年美国将超越复苏,开始正常的经济扩张步伐。

随着去年4季度以来各大经济体通胀或快或慢的上升,同时,实体经济也出现了内生扩张的迹象,2011年全球或将迎来政策收缩的调控。这种调整将改变流动性过度宽松的状态,也将对市场产生负面的冲击。

新兴国家风险下降

近年来,资金从亚洲新兴国家回流发达国家主要发生在1997年的亚洲金融危机与2008年的次贷危机。1997年金融危机中资金从亚洲国家流出给这些国家的经济造成巨大打击,但金融危机在新兴国家再次暴发的情况难以再现。

从亚洲主要新兴国家的国际投资头寸的债权与债务的比例来看,这些国家的国际债务风险自1997年以来已大幅下降。对比1997年金融危机时期,如韩国对外经济风险大幅下降。1997年,韩国国际投资头寸中负债为资产的近1.5倍,而最近已下降至1.15倍附近。此外,韩国国际投资净负债占GDP比重也比1997年有所回落。印度的情况也有大幅好转,印度对外经济风险在2008年降到底点,本轮危机过后,印度对外经济风险虽有所上升,但

危机前水平。持续的高通胀导致越南股市仍然处于低位。从市盈率角度看,印尼、韩国、泰国股指在2010年5月出现回调后现在估值已趋于合理,马来西亚及印度市盈率相对较高。

海外资金的涌入既促进了亚洲新兴国家的经济增长与资产价格的上涨,同时也给这些国家的经济与资本市场带来了巨大的风险。如果这些资金一旦回流美国,亚洲新兴国家经济可能受到影响。

发达国家经济回升

随着量化宽松政策及美国经济渐进升级,美国经济也逐步恢复。12月美国零售总额达到3808.7亿美元,创历史新高。零售的持续扩张说明美国经济已超越复苏,开始了内生扩张的步伐。同期美国工业生产开始上行,失业率单月大幅回落,经济上升势头较为强劲。美国经济结构升级仍在继续,虽然房地产部门仍是拖累美国就业复苏的主要部门,但美国经济正通过高端服务业的扩张实现渐进升级。

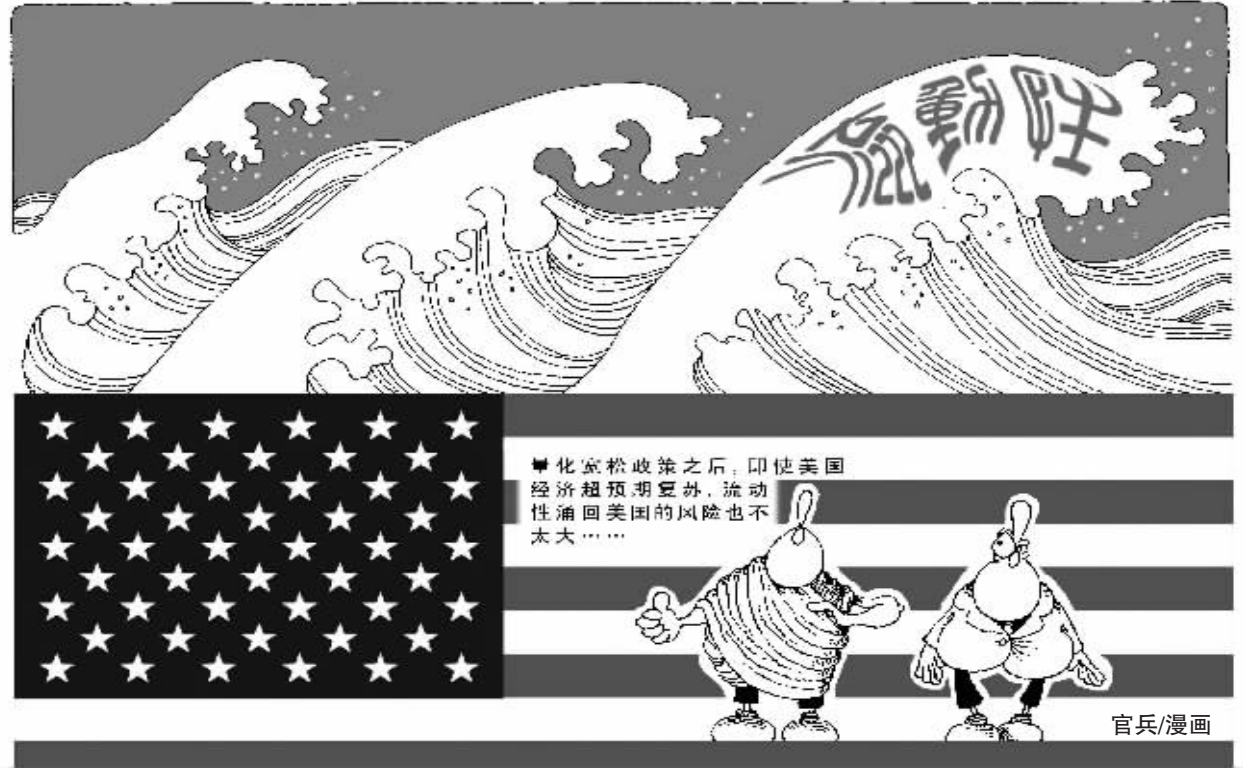
从就业扩散指数的变化来看,从2010年3季度以来,就业扩张逐渐恢复至危机前的正常轨道,2011年美国将超越复苏,开始正常的经济扩张步伐。

随着去年4季度以来各大经济体通胀或快或慢的上升,同时,实体经济也出现了内生扩张的迹象,2011年全球或将迎来政策收缩的调控。这种调整将改变流动性过度宽松的状态,也将对市场产生负面的冲击。

新兴国家风险下降

近年来,资金从亚洲新兴国家回流发达国家主要发生在1997年的亚洲金融危机与2008年的次贷危机。1997年金融危机中资金从亚洲国家流出给这些国家的经济造成巨大打击,但金融危机在新兴国家再次暴发的情况难以再现。

从亚洲主要新兴国家的国际投资头寸的债权与债务的比例来看,这些国家的国际债务风险自1997年以来已大幅下降。对比1997年金融危机时期,如韩国对外经济风险大幅下降。1997年,韩国国际投资头寸中负债为资产的近1.5倍,而最近已下降至1.15倍附近。此外,韩国国际投资净负债占GDP比重也比1997年有所回落。印度的情况也有大幅好转,印度对外经济风险在2008年降到底点,本轮危机过后,印度对外经济风险虽有所上升,但



距1997年水平仍有相当大差距。

马来西亚情况更好,2007年以后,马来西亚国际投资头寸为净盈余,而且盈余在2009年前仍有扩大的趋势,马来西亚有足够能力应付资本外流的风险。菲律宾对外经济风险在2009年前也持续好转,国际投资头寸中净债务占GDP比重已下降至10%,负债占资产比重也下降至120%。泰国对外经济风险也同样好转,已接近净盈余的区间。2008年以来,印尼风险有所恶化,国际投资头寸中净负债占GDP比重及负债占资产比重有所回升。但考虑到印尼充足并持续增长的国际储备,印尼的国际收支仍可以应对未来可能出现的风险。

亚洲新兴国家国际收支及经济结构与1997年危机时完全不同。在现有条件下,亚洲新兴国家不存在内部爆发金融危机导致资金大量外流的可能性。

对比1997年危机时期的国际收支情况,1997年以前,泰国经常项目持续顺差,资本项目持续顺差,一旦资本外撤,危机立即爆发。反观现在,泰国经常项目大量顺差,资本流入有限,与1997年的情况正好相反,危机发生的可能性极低。韩国也是如此,1997年以前,大量资本项目顺差和经常项目逆差是引发危机的主要原因。现在韩国经常项目顺差,资本项目逆差,对外经济不存在风险。

因此,在现阶段主要亚洲国家对外贸易持续顺差,资本项目持续维持稳定的情况下,短期的资金流动对这些国家经济的影响有限,1997年经

济危机后经济增速大幅下滑的可能性并不存在。

短期外流风险有限

从近期资本流向上看,结合之前的国际投资头寸分析,同样是印度面临的风险最大。近一年半,印度资本项目流入资金接近908亿美元。其次面临风险的是印尼,近5个季度持续流入资金195亿美元,泰国近期也有较大幅度的资本流入,最近5个季度资金流入约160亿美元;而菲律宾并无大量资金流入,韩国更是资金持续流出。与1997年情况相比,新兴市场流入资金问题及持续时间都相对较小。

印度长期以来都是经常项目逆差,资本项目顺差。2008年底虽有资金退出,但持续时间仅为两个季度,对印度经济拖累相对较小。印度近50年来基本上维持贸易逆差与资本项目顺差,印度发展已适应这种特殊模式。作为区域性大国,在存在经济高速增长潜力的情况下,资金外撤可能性不大。

再看东南亚主要新兴国家。2008年次贷危机,资金出于避险需求流出新兴国家。泰国资本流出,主要是担心泰国经济增速下滑。由于同期泰国经常项目流入仍能覆盖资本项目的流出,其国际收支仍然健康,泰国经济下滑原因并不来自于资金流出。随着经济恢复,2009年后半年,泰国资金再次流入。印尼的情况类似,2008年印尼同样资金流出,但其总国际收支仅一个季度出现净流出,考虑到其外汇储备增长及净流出时较短,2008

年的资金流出对其国际收支并不构成威胁。因此2008年亚洲主要新兴国家经济增速下滑主要不是受资金外流的拖累。2008年亚洲主要新兴国家经济增速的下滑主要来源于出口的下滑。

因此,在亚洲主要新兴国家现有的资产结构与贸易结构下,在外围发达经济向好的情况下,出口回升对经济的拉动应大于资金外流的影响。即使未来出现资金外流的情况,但在出口增长导致贸易顺差向好的支撑以及稳定的国际资产负债状况下,部分资金外流不会对新兴国家的经济产生严重影响。一旦资金外流并未导致新兴国家经济下滑,资金持续外流的压力不大。基于以上分析,亚洲国家“资金流出-经济下滑-资金进一步流出”的恶性循环不会出现。

新兴市场投资吸引力仍在

据IMF预测,未来五年,新兴市场和发展中经济体平均增速可达6.65%,发达经济体平均增速为2.5%。如果发达经济体向好,美元避险需求并不存在,新兴国家经济高速增长对资金仍有吸引力,资金可能不会大幅流出新兴国家。

在亚洲经济向好的背景下,部分资金可能回流美国,但由于亚洲新兴国家“资金流出-经济下滑-资金进一步流出”的恶性循环不会出现,出口回升带动经济增长仍有可能成为主导因素。长期来看,在亚洲新兴市场增长率远高于发达国家的情况下,新兴市场对资金的吸引力仍高于发达国家。(作者为国泰君安宏观分析师)

■交锋 | Pros and Cons |

存款准备金率无上限? 上半年再调概率大

中国人民银行决定,从2011年1月20日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。大型存款类金融机构存款准备金率已至19%,继续创出历史最高水平。那么,存款准备金率上调空间到底还有多大?这对加息政策的潜在影响如何体现?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。

外汇占款成“空袭”主因

邹璐:我认为,这次上调将大约回笼3500亿资金,上调存款准备金率有替代公开市场操作的功能。

胡月晓:在中国公开市场规模有限的条件下,准备金率调整在中国是最常用的“冲销”工具。若中国的外汇储备、外汇占款没有爆发式增长,未来继续上调准备金率的压力才基本消除。我们曾推算:2010年的储备资产增加与2009年大致持平,或仅略有增加;2011年,在贸易顺差略微上升到2000亿美元的情况下,储备资产或将增加4500亿美元。这样的预测认为,当前货币当局的冲销任务已经完成。然而,事实并非如此。

邹璐:我认为,有多重原因导致这次准备金上调。第一,目前公开市场操作功能尚未恢复,而1月份资金到期压力较大,上调存款准备金率有替代公开市场操作的功能。虽然目前央票一二级市场利率倒挂有所改善,3个月期的利率倒挂从最高159BP缩窄为69BP,一年期利率倒挂从102BP缩窄为46BP,但对一级市场吸引力不够。近期央票依然地量发行,央票回笼资金的功能未恢复。截至1月16日,公开市场仅回笼940亿元,当月还有4540亿元资金到期;第二,由于近期人民币升值加快,预计热钱较快流入,外汇占款较高,对冲外汇占款压力。截至2010年12月份,外汇储备已创出2.85万亿美元规模,而四季度新增外汇占款

1.25万亿元,比三季度高5200亿元,热钱流入明显加快。

胡月晓:继2010年6月中国扩大跨境贸易人民币结算试点后,人民币跨境贸易结算发展迅速。仅6-11月,我国跨境贸易人民币结算规模就达3400亿元,是2009年7月试点以来,扩大实施范围前结算量的7倍多。目前我国人民币跨境贸易结算90%以上集中在进口方面。进口采用人民币结算,减少了中国外汇支付,减少的购汇需求逾450亿美元,导致央行同样程度的售汇减少,从而导致外汇储备增加。从央行外汇储备的变动看,2010年下半年对外贸易规模开始恢复到危机前水平,但顺差水平仍显著低于2008年下半年对外贸易鼎盛时期;在人民币跨境贸易结算的影响下,2010年3、4季度的外汇储备增长却达到顶峰。

邹璐:另外,落实“稳健”货币政策,促使M2回落到16%左右的目标区间,防止突击放贷,也是突然上调存款准备金率的一个原因。据报道,新年首周放贷已达4800多亿,银行仍存较大放贷冲动,上调存款准备金率一定程度上对银行放贷能力有所约束。

胡月晓:2010年的国际收支2009年大致相同,但外汇储备(外

汇占款)要多增500亿美元。

上半年再上调成大概率事件

邹璐:我早就提出上调存款准备金率无上限之说,未来存款准备金率仍有继续上调空间,没有最高,只有更高。

胡月晓:在2011年首次上调1次准备金后,我预计全年仍将上调1-2次(50BP/次),具体依控制货币增长速度目标而定,上半年再调一次是大概率事件。

邹璐:原因很简单:频繁上调存款准备金率,是为促使M2回到合理目标区间。我预计2011年M2增速为16-17%,在M2未达到目标位之前,存款准备金率将一直存在上调空间。其次,上调存款准备金率的影响下,2010年3、4季度的外汇储备增长却达到顶峰。

邹璐:另外,落实“稳健”货币政策,促使M2回落到16%左右的目标区间,防止突击放贷,也是突然上调存款准备金率的一个原因。据报道,新年首周放贷已达4800多亿,银行仍存较大放贷冲动,上调存款准备金率一定程度上对银行放贷能力有所约束。

资,银行可依据境外直接投资主管部门的核准证书或文件直接为企业办理人民币结算业务,相关金融服务手续更加便利。这样,境外人民币直投将减少企业对外投资的外汇需求,将更加减少央行的售汇量,导致外汇占款数量增加。

邹璐:我认为加息是必然,但是时点选择预计在春节后。3月初召开两会,是重要时点。第一,如果春节前加息,则距离上次12月26日加息间隔太短,且之前已连加两次,达到50个基点,加息效果还待进一步观察。第二,目前中国正处于经济结构调整时期,加息次数不会太多。我们认为今年再加息2-3次,仅此而已,而上半年可能加息1-2次。

胡月晓:目前我国每年对外直接投资规模约600亿美元,若20%用人民币直接投资,将增加国内外汇占款规模100亿美元。我预计2011年跨境人民币结算仍将快速增长。因此,上半年再调一次是大概率事件。

邹璐:就一季度而言,由于落实稳健货币政策,将是政策出台密集期,差额准备金率等其他手段或择机实行。预计一季度M2将较快回落,流动性总体偏紧。因此,一季度市场将以调整为主。

(信心 整理)