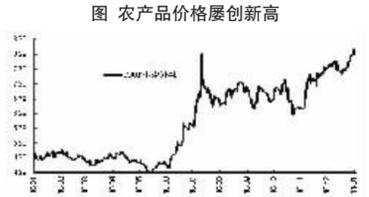


每周图与思考 | Chart and Idea |

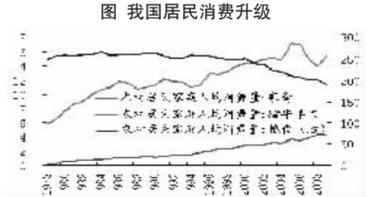
农产品牛市起步

国泰君安策略团队

新年伊始,国际农产品价格屡创新高,成为1月份当之无愧的龙头,更是加大了市场对CPI上涨的担忧。在农产品表现远逊于其他大宗商品10年之后,农产品是否会接过贵金属的接力棒,继能源危机后,造成全球的粮食危机?短期内,农产品价格是否会持续上涨,进而对中国现阶段高企的物价构成新的威胁?

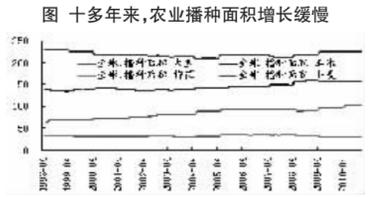


长期来看,农产品受供需两方面影响。需求方面,决定粮食需求关键变量是人口增速以及经济增速。前者比较容易理解。后者决定人们消费水平的提高,由普通的粗粮向肉蛋奶等食品的消费升级——而肉蛋奶的消费占比提高意味着同样的消费数量下更多的粮食需求。近年来正在发生的变化是,中印两个全球最大的人口大国保持着高速增长带来对肉蛋奶更高的需求。据此推论,长期来看,食品需求将大大高于人口增速。



消费升级意味着更多的粮食需求: A bar chart comparing the growth rates of different types of food consumption, showing that higher-quality food consumption is growing faster than basic food.

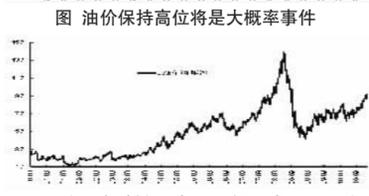
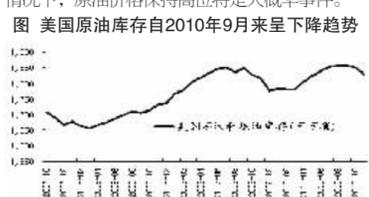
供给方面也让人沮丧。由于美国长期对农业的补贴,造成了美国农产品对全世界的“倾销”,进而使得部分主要产粮国主动放弃了粮食生产(典型的如菲律宾),导致全球范围内的农业播种面积增长缓慢。据USDA测算,过去40年每年农业播种面积只有0.38%的增长。同时,农产品价格长期的低迷使得对于农产品生产效率提高缺乏动力,特别是政府提供的农业研究项目较少。因此,农业产量得不到提高是必然的结果。从1970年-1990年间,粮食产量年均增速为2.0%,从1990年至今,这一数据下降到1.1%,未来还将降到小于1%。



美国,在为全世界提供了多年廉价的粮食后,终于等来了收获的一天。天下没有免费的午餐。不久的将来,作为廉价粮食受益者的世界大部分国家必须用老百姓的血汗钱(外汇储备)去换取比以前贵得多的粮食。而粮食价格直接关系到底层老百姓的利益,是压倒民众情绪的最后一根稻草,通货膨胀压力下的新兴市场是否还能承受这致命一击?

中短期来看,农产品受两方面影响:其一是石油价格;其二是天气气候。

石油价格暴涨是上一轮粮食价格暴涨的原因。作为石油的替代品,在油价超过100美元时,对粮食的需求迅速增加。近期,美国PMI数据稳步回升,失业率下降,经济复苏强劲。美国原油库存自10年9月来呈下降趋势,加上石油输出国组织(OPEC)决定维持石油产出配额不变。在需求增加,供给不变,库存回落的情况下,原油价格保持高位将是大概率事件。



另外一个关键要素是天气因素,2010年厄尔尼诺和拉尼娜现象席卷全球,造成了全球极端恶劣的气候,使得主要产粮国遭遇了严重的气候灾害。据世界气象组织预计,拉尼娜现象至少要持续到2011年第一季度。这就意味着短期内,石油价格保持高位,粮食库存的减少及恶劣天气的持续将使农产品价格走高得到有力支撑,食品价格将承受继续上涨的压力。

名家 | Columnist |

美元和美国经济如何再爬起来?

从数据看,美国经济似乎出现了一抹亮色,而与之背道而驰的美元指数难以下滑颓势。这种情形如何理解?欧元在美元指数中的高权重让欧美实体经济像连体婴儿,QE2的中期效应逐步显现,但内涵的饮鸩止渴式的流动性刺激和经济复苏之间的关系无法被信赖。长期看呢?虚拟网络无法带来更多的就业机会成为美国经济复苏的死穴。美国经济复苏无法避免走上挤泡沫的道路。问题出在哪里呢?我们认为美国真正出问题的是把创新技术转化为生产力和就业的可靠渠道。

邵宇

分道扬镳下的美国经济实景

市场觉得迷惑的是,美国的经济数据看起来有一抹亮色。例如12月份新房销售月环比跃升17.5% (其中有加州的税收优惠因素),全美汽车销量较去年同期上涨11.1%,节假日零售销量上升5%等。美股也遥相呼应。上周道琼斯工业股票平均价格指数盘中触两年半高点,进一步逼近12000点水平。上升主力集中在卡特彼勒和波音这些传统重型制造业上,科技类股也受英特尔扩大股票回购规模得到不小提振。另一方面,美元指数却一路从81.3高点下滑到77.7的位置,即便周三突发的日本信用评级调整引发日元大幅贬值也没有拉回美元颓势,似乎全球资本并不愿意进一步转换为美元资产。如何理解美元和美国经济目前的这种分道扬镳的状况呢?

我们认为,短期美元指数的走向看欧元。欧元占美元指数57%的权重,使得美元指数的波动看上去像是欧美实体经济和金融风险之间的PK和拉锯。而关键走向是看几大贸易盈余国,特别是中国的资本态度。在三个月内中国三位国家最高领导人“三顾”欧洲的情况下,这种“雪中送炭”的友好状态会明显降低市场对欧元和欧债的风险厌恶程度。其实以后很长一段时间内,都将是欧洲最需要中国的时候——拥有最大外汇储备的中国无疑是欧元区的“救世主”最好的金主之一。从全球博弈的角度来说,一个分崩离析的欧元区只会进一步加强已高高在上的美元在国际货币体系中的话语权,形成美联储一手遮天的局面。援欧欧洲是中国在国际货币竞争中合纵连横的必然选择。我们认为中国再三表态后,尽管欧洲实体经济增长乏力(在2%左右),但2011年欧洲债务问题没必要过度担心,最近几个

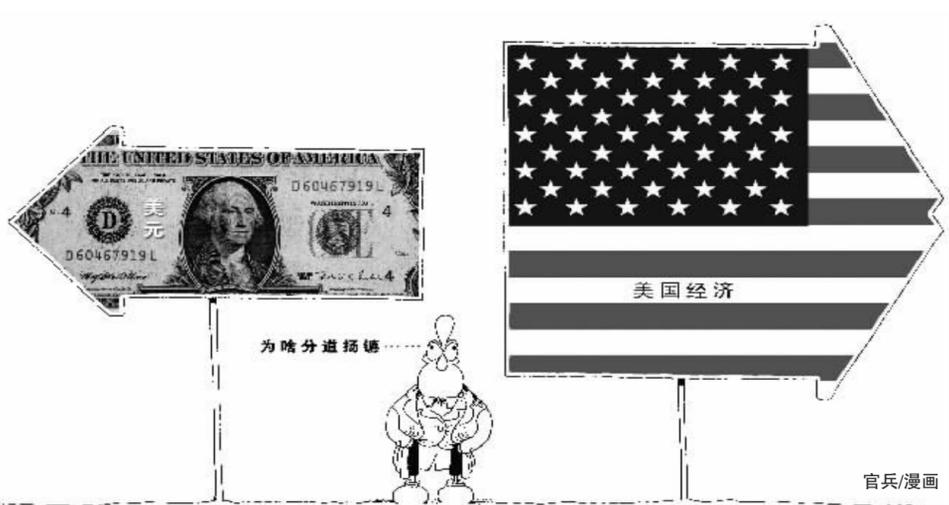
交锋 | Pros and Cons |

调控出其不意 房地产市场调整成趋势

本周,暨国务院要求对第二套首付提高到60%后,上海市人民政府宣布从昨天起对上海居民家庭新购第二套及以上住房和非上海居民家庭的新购住房征收房产税,税率因房价高低分别暂定为0.6%和0.4%。重庆房产税推出了试点方案。且看华林证券首席策略研究员胡宇、海通证券首席策略研究员陈瑞明的思想交流、观点碰撞。

调控超预期 调整成趋势

胡宇:尽管市场各方对新国八条的出台反响不一,房地产调整是必然趋势。随着上海、重庆本周正式征收房产税,预计政策调控的效果将逐步显现。陈瑞明:房产利空政策来袭,对市场短期继续下行,长期机会在于经济风险导致的政策放松。胡宇:我认为房地产市场要调整的逻辑是:第一、货币政策回归常态带来的需求下滑。货币政策回归常态后,信贷政策收紧带来的流动性下降,房地产投机需求大幅下降,导致房价高位缩量整理;其次是货币政策提高借贷成本,抑制投机需求;房贷收紧意味着资金链可



网络和消费电子的细枝末节,虚拟网络无法带来更多的就业机会。而Apple的狂欢则会给中国而不是美国增加更多的“农民工”类型的工作机会。美国的问题出在哪里呢?我们并不认为美国没有足够的技术储备或者研发能力。恰好相反,美国仍有最发达的研究机构和大学院校。我们认为美国真正出问题的是把创新技术转化为生产力和就业的可靠渠道。这种渠道历来是美国最有核心优势的地方——有三种渠道:首先是财政渠道。以前美国的军事-工业复合一度是最初的创新来源。目前我们日常应用的多数先进技术,例如GPS、激光、移动通讯,计算机,互联网等,基本都源于军火商的实验室。这些技术通过转民用开发获得了大量利润,创造了众多的工作机会。而美国目前民粹政府则更乐于把这些钱投入到医疗开支中去(当然这也没错),同时宣布削减军费1000亿美元。反观中国政府则可以大力投入铁路和农田水利基本建设,当然中国也更需要大量投入社会保障体系;第二条渠道是商业银行体系——即间接融资。美国的商业银行体系正在经历当年日本银行经历过的长达10多年的资产负债衰退,融资功能基本丧失,在舔舐伤口的同时使得市场流动性面临干涸境地。反观中国则是央行不顾一切地急躁信贷刹车,收束流动性过剩局面;第三条也是最重要的,就是直接融资的资本市场,即华尔街模式——把最多的钱给最有前途的企业和最聪明最有创造力的企业家,这一度是美式资本主义最精华的部分。但2000年以来,在可以带来真正变革和需要资金支持三大新兴产业领域——生物医药、新能源和空间技术方面,我们看

不到哪怕有一两宗在规模和名气上真正值得称道的IPO。华尔街原本是美式市场主义最好的部分——在它坠落之前。

货币竞争下有新较量

从较长的历史时期来看,生产型国家的货币远比消费型国家的货币来得更加靠谱,残酷的货币竞争将无可避免。届时这会推动美元指数去往70以下的历史低位。而石油价格和粮食价格将诱发全球性大通胀和大宗商品再狂欢。

如果泡沫也可以分为三六九等的话,那么2005年-2008年的地产和次债泡沫是比1995年-2000年高科技泡沫更加低级的泡沫,尽管它在借助金融技术方面更加的炫目(例如CDO+CDS)。因为前者至少还把一部分资金打入了实体经济,而后者几乎仅仅是刺激了更多的杠杆消费和大宗产品价格。在前次的泡沫中,分析师都怀疑经典的现金流贴现的财务估值模型,在未来现金流为零的情况下,他们也能天花乱坠地说出股价高速上升的神话。除非投资者真的一点记忆都没有,我深深怀疑同样的方式还能运用于忽悠未来的三个创新的关键领域内的财富故事,它们共同的特征就是盈利模式模糊,而投入则是天文量级。看看中国,虽然目前中国的创业板市盈率确实高得离谱,但好歹多多少少还在向实体经济输送资源。

以判断何谓“最终”的靴子落地。

房地产行业洗牌开始

胡宇:在政策与信贷紧缩的高压下,作为政策敏感度高且资金密集型的房地产行业出现大洗牌是大势所趋,众多中小企业都将面临被清洗的局面。尤其是对没有资金和政策优势的企业而言,均可能出现被整合被兼并的结果。对于具备资源整合能力的房地产龙头企业应获得市场重视,在未来房地产市场出现见底之前,具备资源整合能力的企业将获得更多的外生性增长机会,这一点将在龙头型企业的股价上涨带来催化剂。投资者可以从战略布局角度开始选股,等待出现最佳的买入机会。

地产金融时间实现产业转型

胡宇:由于对房地产的相关贷款已占到银行信贷余额的20%以上,房市调整仍将信贷增速、资产质量、拨备提升等角度影响绝大多数银行的业绩增长。当然,监管机构对未来房价下跌30%甚至60%的下跌,已经做好了充足的风险应对措施。随着银行再融资的不断加强,各大银行资本充足率的提升也将为房价下跌提供资产安全缓冲垫。因

引发新周期的三条融资渠道受到的致命损伤使得美国经济的结构转型和中国一样费劲。如果更新设备和新兴产业投资周期无法发动,则长期看经济复苏必然乏力。美联储也就会QE上瘾, QE3出台的概率就会攀升。届时很可能会由于政治压力,进一步释放货币。而过于宽松的货币使得投资者对于美元的价值判断不断受到侵蚀,而且高企的债务也对美元债务的安全性,甚至美元国际地位的可持续性提出了质疑。毕竟从较长的历史时期来看,生产型国家的货币远比消费型国家的货币来得更加靠谱,残酷的货币竞争将无可避免。届时这会推动美元指数去往70以下的历史低位。而石油价格和粮食价格将随着美元的进一步贬值诱发全球性大通胀和大宗商品的再度狂欢。那时,可能就是年内,油价将有望突破120美元,而几种大宗农产品的价格都将刷新历史纪录。而且现代农业对化肥、以及拖拉机和运输工具燃料等碳氢化合物的依赖程度也很高,最终形成粮食和石油循环型通货膨胀。我们必须警惕,这真是一个无比尴尬和凶险的局面。因为不论是美国经济回复加速刺激需求,还是复苏乏力进而放出QE3,石油价格的上涨看似都无法避免。目前的好消息仅仅是美国的石油库存还在高位附近和OPEC的产能利用不足。另一方面美国众多政客假定,人民币升值可以解决贸易失衡和就业的问题,而中国真的大幅提升汇率,届时最糟糕的情况就会发生。美国的就业和出口未必会增加,反而只会带来一般日用品价格的上升。那时美联储就会发现引火烧身,进退两难。

A股机会随“靴子”落定?

陈瑞明:我判断,政策放松的契机可能出现在下半年,乐观预期下可能出现在2季度。但我们同时认为,市场可能先因为经济下滑风险而“砸个坑”,随后才是政策放松的上涨行情。

胡宇:综合供求、估值、政策与市场预期等各方面因素来看,今年A股市场出现反弹的机会仍在。但对市场反弹的高度不必有太多预期,最为关键的策略是,保持自上而下的投资逻辑,寻找结构性和系统性相结合的战术机会。一方面,流动性回归常态带来整体市场估值难有更大突破;另一方面,小盘股估值过高与供求失衡导致成长股难有进一步估值向上修复的空间。成长较为稳定、估值较为合理的结构性机会需关注。预计在全年实现反弹结果之后,系统性的估值水平仍将向下回落,对于高估值的所谓成长股更要警惕,这一点在新兴产业主题投资上更加明显。陈瑞明:短线看,春节前银行间市场资金面紧张的局面不会根本性的改变,技术上跌破半年线会对市场造成一定压力,大盘可能仍然维持“下跌—反弹—下跌”的局面。

(作者系宏源证券首席宏观分析师)

(言心 整理)