

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

## 主题投资之“西风东渐”之二

江亚琴

Alexion Pharm 是一家专门为罕见病(孤儿病)提供治疗方案的生物制药公司。公司1992年由一位在耶鲁执教的执业医师 Leonard Bell 成立,1996年在纳斯达克上市。科技股泡沫破灭,公司股价调整后,于今年10月24日创出历史新高。股价从2002年最低点至今已经上涨接近30倍。公司备受美国投资者追捧,在纳斯达克市场,市盈率已经高达90倍。

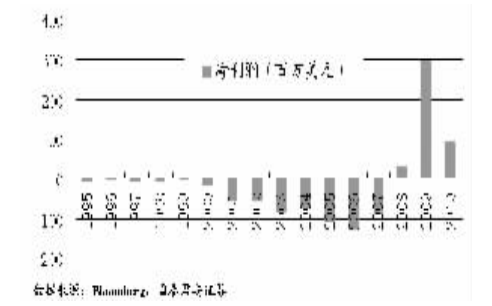
公司专注于罕见病领域。世界卫生组织将罕见病定义为患病人数占总人口的0.65%~1%之间的疾病或病种。

公司最为著名的产品 Soliris。美国食品药品监督管理局(FDA)在2007年3月首次批准了 Soliris 用于治疗阵发性睡眠性血红蛋白尿(PNH),一种罕见的血液疾病,可致残疾和过早死亡。目前已有35个国家已经批准将 Soliris 用于 PNH 治疗。2011年9月23日, FDA 批准 Soliris (eculizumab) 用于治疗非典型溶血性尿毒症(aHUS),一种罕见的慢性血液病,可导致肾功能衰竭,增加死亡及中风风险。

公司的成功很大程度上和美国相关政策相关。1983年通过的美国《孤儿药法案》及后来的几个修正案为孤儿药研发提供了具体的经济激励:第一,向孤儿药研发公司提供开发补助、研究基金和快速审批通道;第二,孤儿药上市后还给予7年期市场独家经营权等鼓励措施;第三,孤儿药临床试验费用的50%可抵减税额,对孤儿药的新药申请费用也给予免除。

从业绩角度看,作为研发型公司,产品没有面世之前,公司收入没有任何起色,但公司的收入从 Soliris 获批以来,迅速增长,到2010年,营业收入达到5.4亿美元。在可预见的未来,随着 Soliris 在其他领域试验的成功,公司业绩将出现持续高速增长,这也是华尔街愿意给其90倍市盈率的原因。

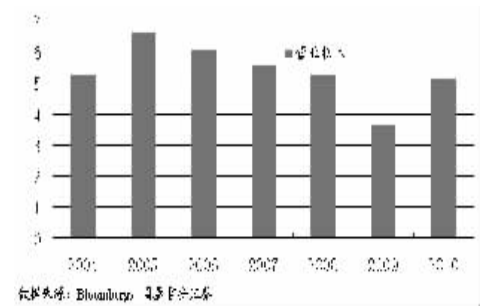
## Alexion Pharm净利润(单位:百万美元)



生物制药代表着未来医药行业的方向,真正改变了人类的生活——罕见病不再是人类不可攻克的顽疾。作为一个处于成长期的行业,政府的政策扶持是必要的。而从美国的情况看,政策扶持确实取得了很好的效果。在政策扶持下,未来中国是否也能诞生这样一些让人类生活更加美好的生物制药公司?

最近这波牛市的大牛股是什么?答案是 Mitek Systems。Mitek Systems 是一家移动支付软件系统提供商。公司业绩平平,上市以来股价也表现平平,但是在最近这波大牛市中股价持续上涨,从2009年至今已接近80倍。公司备受美国投资者追捧,在纳斯达克市场,市盈率已经接近600倍。

## Mitek Systems销售收入(单位:百万美元)



Mitek Systems 的核心技术是 Image-PROVE。这个技术能将手机拍摄的照片转化为数据。公司主要客户是银行、保险等涉及移动支付的机构。公司的主要应用是 Mobil Deposit。通过 Mobil Deposit, 银行用户只需要通过手机摄像后就能将支票的金额转入到储蓄账户中。除此之外,银行用户还可以用公司的其他应用进行账单支付、转账等等。对于保险公司客户,公司可以提供保险用户的账单支付等功能。如今,公司的软件应用系统已经被全美前10大银行的4家使用。

移动支付市场空间巨大, Mitek 被市场的追捧表明美国投资者对未来3-5年市场的持续看好。在中国,相关公司也将受益,作为投资者,我们可以更乐观一些。

(作者系国泰君安策略分析师)

## 欧债危机救助方案正在浮出水面

曹阳

12月5日晚,标普公司发出警告将15个欧元区国家的长期主权信用评级加入负面观察名单,并表示未来有可能下调法国、德国等的信用评级。由于欧洲金融救助机制(EFSF)发行的债券受到包括德国、法国、荷兰、芬兰、奥地利与卢森堡等6个3A评级国家的担保,因此其3A评级亦会受到影响,标普指出,一旦信用观察名单上的EFSF一个或多个担保国主权AAA评级被下调,可能会将EFSF的长期信用评级下调一档或两档,这会提高EFSF债券风险溢价,并增加其融资成本。

回顾自2010年5月以来的欧洲债务危机,经历了从当时希腊再融资困难的流动性危机,延伸至年末对于有着相似高债务率的西班牙、爱尔兰等相似国家发生的“传染效应”,进而转化为5月后对于债务减记后金融机构面临损失,银行间市场“流动性枯竭”压力增加的过程。目前债务危机正在进一步升级,投资者的担忧已经从边缘国家扩散到核心国家,核心国德国、法国的国债收益率均在11月后走高了50个基点以上,EFSF债券的收益率亦同步走高。

在此过程中,边缘国和核心国上演着一出博弈游戏,前者如“慵懒的贫民”,后者如“高傲的贵族”;贫民始终不愿努力工作,负债经营但收成不好,内心始终期望贵族减租减息;贵族希望贫民能够努力工作、生活量入为出,同时始终不愿施舍更多,在提供帮助方面谨小慎微,并希望得到贫民更为可信节俭承诺作为交换条件。贫民的慵懒,导致边缘国家的经济增长缓慢。贵族的高傲,使得市场难以相信救助的可信性。于是失望的投资者开始抛售债券、股票等风险资产,甚至德国、法国亦难以独善其身。面对压力,我们相信欧元区并非无路可走,各国首脑们需要的是同舟共济、为市场提供更为可信的承诺,这样才能维系20世纪50年代以来的共同大欧洲梦想。

从目前情况来看,经过了多轮“政治博弈”,欧元区“救助路线图”已经较为明晰。我们将之概括为“输血、整合和申请外援”,在此期间各国需要体现更强的政治合作意愿,在关键财政整合中进行一定让步和妥协,并在长期中实现财政一体化,为发行欧元债券创造条件。

所谓“输血”,在于各国央行为欧洲银行业提供低廉美元融资,以舒缓银行间市场流动性不足压力。这项计划期限为2013年2月,基本覆盖了意大利明年的再融资高峰,并为欧洲银行业的筹募赢得了一定时间。我们认为这意味着欧洲金融体系出现类似“雷曼破产”的系统性风险已经大为下降。当然“输血”仅是救急,从本质上无法解决债务偿还问题,由于增长乏力,各国债券收益率仍将上升,带来融资成本提高。

那么包括银行、债务的重组等一系列“整合”便成为保证金融系统稳定、促进各国债务可持续性的主要步骤,而财政整合将成为推进整合的主要前提。

在周四,欧洲央行再度为银行业纾困:降低再融资利率25个基点,至1%;扩大长期再融资操作的期限至3年,为银行提供较长时间的稳定贷款;扩大担保品的范围,降低对于资产抵押债券(ABS)低等级债券作为抵押品的限制,各国央行亦被允许在紧急情况下以商业银行发放的贷款作为抵押品;降低准备金率,从目前的2%下降至1%,以增加商业银行可用资金,并对货币市场活动形成支持。但是在没有得到可信的财政承诺前,ECB拒绝了扩大对边缘国家债券的购买,并把市场压力留给了欧洲决策者。

9日的欧盟峰会便成为欧债进展中的“关键时刻”,期间讨论的议题包括实行更为财政纪律的硬约束、重新设计欧洲金融稳定机制(ESM)和寻求IMF救援方案,限制私营部门的债务削减(PSI),以

保护私有债权人利益等。第一,关于财政纪律,欧盟峰会拟将修改政盟条约,以提供更为可信的未来财政和金融约束;第二,期间或将2013年设立的ESM提前至2012年,允许欧洲央行借道世界银行组织(IMF)为意大利、西班牙等“大而不倒”的国家提供专项贷款等问题,以缓解边缘国家的债务困境,同时提振投资者的信心;第三,也是更重要的,欧盟可能废止私营部门对于债务重组的参与,以保护私有投资者利益,也将提振市场信心。

当然,我们认为9日的欧盟峰会并不能一劳永逸地解决所有问题:比如目前的欧洲议会和欧洲法院均不能落实在财政整肃的监督职责,即财政约束存在监管者缺位的问题;修改稳

定与增长条约同样需要各国议会通过,且英国、匈牙利对此依然反对;由于2012年和2013年面临多国大选,将ESM提前面临较大的政治压力。

长期看,当各国在财政一体化达成一致后,债务融资的信用风险下降,申请外部援助,乃至共同发行欧元债券成为可能。一方面,新兴市场或会借道IMF提供双边贷款、并直接购买EFSF债券。另一方面,财政政策的可信度提高,也为低成本发行欧元债券提供了可能,市场要求的违约风险溢价也会大幅回落。

整体而言,我们认为2012年并非欧元区“世界末日”。面临压力,政治家们需要拿出更大的勇气和魄力来缓和市场的担忧。那么欧元的前景依然光明,尽管期间的道路曲折。(作者系华泰联合证券宏观分析师)

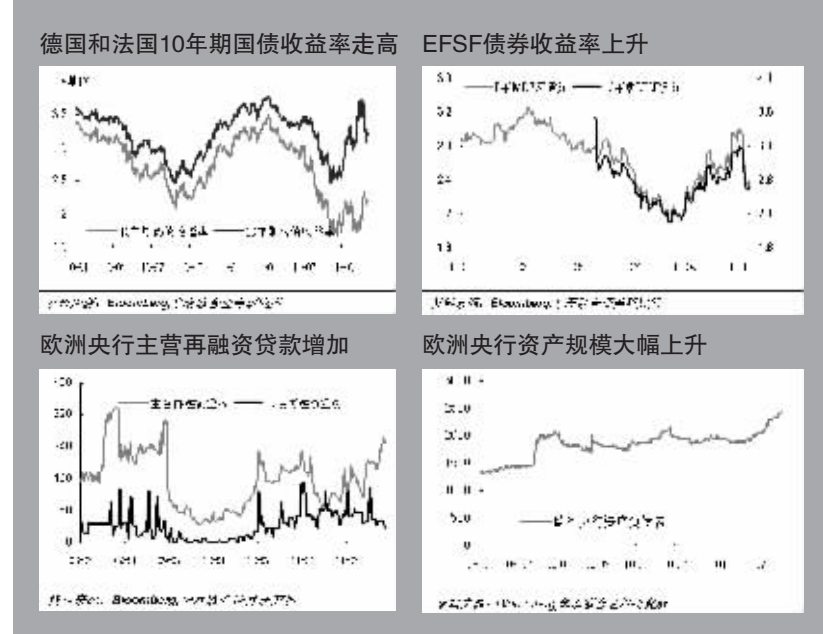
## 危机第二波:流动性风险向主权风险迈进

邵宇

约翰·多思说“如果海浪冲掉一块土,欧洲就少了一点……别问丧钟为谁而鸣,它为我,也为你……”主权风险必然是决定2012是不是资本世界末日的关键。欧洲时日无多?10月26日推出的三大举措,全是针对流动性与市场信心的,完全没有涉及深层次的结构性问题。风险正向核心国家蔓延。但在利率真正高企之前,意大利和西班牙仍然是流动性风险。希腊则是清偿危机。欧盟50%的救助新方案并没有也不可能改善希腊的偿付能力。希腊在2013年的有序违约才是希腊自己和欧洲的最好选择。发展是硬道理,长期来看,单纯通胀并不是降低公共

债务率的有效手段,通常也不是经济政策当局愿意使用的手段;其次,稳定而高速的实体经济增长才是降低公共债务率最有效方式;再次,公共债务率下降的拐点几乎都离不开债务重组。发达经济体如此大规模而又一致的财政调整与主权债务调整,是二战结束以来从未有过的——在我们判断的可能性最高的情景中,发达经济体中一半以上都会陷入长期萧条,这必然会带来政治和社会方面一系列的并发症。理由由让人担心,不成功的话,欧洲行动会在不久的将来引发危机的第三波——欧元解体、美元巨幅波动,进而国际货币体系的稳定将彻底被颠覆。

全球财政危机是属于2008年危



机和反危机紧急应对政策的后遗症,是危机的第二波,中国也不例外。反危机时迅速扩张的公共部门的资产负债表在放缓的经济增长环境下不断遭到各评级机构和市场的质疑,并被对冲基金所攻击,这会使得它们在经济增长和去债务杠杆之间更加难以寻找结合点,进而不断陷于评级下降、再融资成本高企、经济下滑和国内政治混乱的漩涡中难以自拔。全球化过程中制造业的重新配置由国家竞争力决定,必然有排队的经济体,消费国都有类似问题。危机演化的逻辑是三部曲:私人部门债务危机—公共部门债务危机—货币体系危机。

这对中国的影响是巨大的,恐慌情绪的宣泄仅仅一个方面。资本外流

已经发生,一段时间内中国和新兴经济体的出口必然会受影响,预计出口下滑将拉低GDP增长率0.5%~1.0%。明年全球宏观趋势是财政整顿持续,实体经济下滑,外国流动性会继续宽松,中国等成长经济体与发达经济体半脱钩,部分依靠自身的增长和新兴市场内部的部分增长来对冲下滑风险。预期明年1月开始,中国的紧缩政策就会有明显的调整。危机中确实有机会,特别是投资欧洲的机会。全球化和货币竞争过程中,现实的中国想要的就是价格合理的交易,那就是市场地位、解除武器禁运、开放核心资产和技术、承认人民币国际地位。先行动起来的企业将获得未来的竞争优势。(作者系东方证券首席策略分析师)

■名家 | Columnist |

## 美国:复苏势头不改 密切关注银行信贷



汪涛

过去一周美国各项经济数据继续向好。其中备受关注的节假日销售数据强劲:包含了感恩节假期的ICSC指数环比增长了1.7%,同比增速已由10月的3%加快至3.2%。与此同时,11月就业报告也好于预期:非农就业11月新增12万人,失业率由9%降至8.6%。此外,11月ISM制造业采购经理人指数也继续复苏,而汽车销售和Conference Board消费者信心指数反

弹、新房和存屋销售也在复苏。这些数据均表明美国消费者和生产活动并没有受到欧洲局势动荡的影响。这自然会引发如下疑问:在欧债危机仍在继续恶化的背景下,美国经济继续向上的势头可以持续多久呢?瑞银美国经济学家 Maury Harris 一针见血地指出:银行信贷的进一步复苏是关键因素之一。正如拖累欧元区陷入衰退的最关键因素是信贷收缩,美国经济能在目前欧元区危机不断加剧的背景下继续顽强复苏同样是得益于银行信贷在今年三季度以来终于开始复苏。

从放贷能力看,在经历了美联储的两次量化宽松之后,美国的银行业坐拥1万多亿超额储备、拥有强大的放贷能力;从放贷意愿看,美联储最新一期的信贷员调查显示

银行继续放宽放贷条件;更重要的是,从信贷需求看,在经历了欧债危机持续动荡、美国国内两党政治持续纷争的洗礼后,美国的消费者和企业已学会了不让无休止的国内外动荡影响其迈向复苏的意愿。近期消费者信心指数未受“超级委员会”谈判失败的影响而继续复苏,正体现了这一点。

事实上,不确定性本身就是经济运行中不可或缺的一部分。无论危机前还是危机后,不确定性都始终存在。由欧债危机和美国政局存在的高度不确定性就得出美国的信贷供求必定会受到影响这一结论,在逻辑上难以成立——美国目前的情况对此提供了最好的反例。

美国经济复苏面临的真正挑战在于就业税减免(payrolls tax cut)措

施能否顺利得到延期。如果美国国会无法在12月底之前同意延长就业税减免措施,那么由美国就业者税负上升所导致的财政紧缩规模将高达GDP的2%,足以使经济复苏势头迅速恶化。上月“超级委员会”就减少财政赤字没有达成协议仍让人心有余悸,因此两党就延长就业税减免的谈判预计也将充满艰难和曲折。对此,美联储也保持高度关注,随时准备在财政政策失败的情况下提供更宽松的货币政策环境。

在股市、消费者信心和就业市场改善的背景下,瑞银预计先行指标当中,申领失业救济人数(Jobless claims)预计将进一步减少,而12月密西根大学消费者信心指数也有望继11月大幅反弹之后继续改善。(作者系瑞银中国首席经济学家)

## 化解欧债危机的出路和转机



金岩石

欧债危机越演越烈,似乎所有利益相关者束手无策。这种状态在博弈论的解读中只有一个结果:妥协!而妥协的经济手段只能是欧盟大国“埋单”,用超额货币化解危机;欧盟小国放权,把未来的发债主导权交给欧盟大国。所以,欧洲央行必然要选择宽松的货币政策,向欧盟金融体系注入流动性。当商业银行存款准备金比率已无调节空间时,欧洲央行的政策工具将会首选降低利率,而非中国,新一轮的政策放松即将拉开序幕。

现代凯恩斯主义的宏观经济政策体系简单说来就是“一个中心、两只手”:一个中心即创造就业(保增

长);两只手就是一只发债券、一只发纸币。治大国如烹小鲜。现代政府带着创造就业的神圣使命走进市场,所谓宏观调控就是玩好两张“纸”:债券和纸币。经济生活中从此多了两盆“水”,小盆里是债券,大盆里是纸币。欧美有债务危机,那是因为政府不能随心所欲地发行纸币。中国没有发生债务危机,则是因为对货币发行量的增长缺乏制度化的刚性约束。在各国的宏观调控中,主流国家的经济模式逐渐趋同,或是债多了发行的,或是纸币多了发行的。七十年代以来,每一次危机的导火线几乎都是由于某国债务链断裂。而各国化解危机的诸多方法最后也几乎都会导致货币流通总量的增长。用两盆“水”的比喻来解读经济,看似错综复杂的宏观调控就变得非常简单了:一盆债多了,放在水池是负担,放进西湖是风景,放入大海是沧海一粟。

化解欧债危机的出路如果是宽松的货币政策,就应在危机之中看到转机,看到全球经济发展中的政策性机会。如果我们认同欧债危机

是所谓的“二次探底”,则新一轮的政策性机会就是转机,而机会只属于有准备的国家及其居民。

在危机中看到转机,在纷争中把握政策基调的转变。如果把主要央行的行动视为新一轮全球政策性宽松的信号,转机就已经在叩门了!这意味着主流国家将共同驱动全球经济的政策性复苏,然后通过不同投资品市场的繁荣提振信心,再通过虚拟经济的繁荣和信心倍增而导致实体经济的复苏。回想2008-2009年,当中美两国政府果断决策向金融体系注入流动性时,在美国,由于楼市沉重,虚拟经济的繁荣拐弯进入大宗商品市场,结果是“兵分两路”:一路是通过粮价上涨诱发了多国的“政治海啸”;一路是通过原料价格上涨延缓了全球实体经济的复苏。由此推论,如果新一轮的政策性复苏再度出现,缓解欧债危机的努力就是又一次政策性机会,从而有可使此前被压抑的经济复苏逐渐浮出水面。

实际上,作为全球经济的主要载体,美国经济的复苏已经开始了,真实的经济状况并非是被媒体误读的危

机加深。美国经济的主体可以简单概括为“四实两虚”:所谓“四实”即农业、军工、信息和生物四大产业链,都是高附加值的产业,基本上没有受到金融危机的伤害;所谓“两虚”即好莱坞和华尔街。华尔街被楼市沉疴拖入泥潭,至今仍在脱困挣扎过程中。而好莱坞依然驰骋天下,不断通过制度的优势激发从业者的创意,让全球的文化元素不断转变为好莱坞产业链的丰厚现金流。比如,中国的功夫和熊猫绝对是国产稀缺资源,而一部“功夫熊猫”电影却让好莱坞大发利市。在创新者得天下的时代,美国的创业精神和经济活力依然在引领世界经济之舟。在我看来,未来世界将会逐渐形成新的“三国演义”,即欧洲、亚洲和非洲的三星鼎立。相比之下,一旦欧洲经济在危机中走向一体化的升级,我们应更多思考的不是现在的欧债危机,而是在未来“三国演义”格局中,只有亚洲经济是一盘散沙,还没有拉开经济一体化的序幕!那么,今日相对领先的经济复苏能否持续呢?这才是亚洲经济未来的危机!(作者系独立经济学家)

本版作者声明:在本人所知的范围内,本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。