

刘锋

执业证书编号: S0730209090111

021-50588666-8012

liufeng@ccnew.com

二次探底忧虑缓解

—2010 年四季度海外策略

研究报告—海外策略

2010 年 9 月 10 日

中原证券研究所 策略部

投资要点:

- 美国经济方面, 尽管美国的地产泡沫破裂以后, 地产的问题积重难返, 但美国经济中有一些其他的板块仍然展现出了生命力, 正在率先复苏。一方面全球经济的恢复使得美国企业有必要更新设备, 以满足需求; 另一方面, 过去两年, 由于金融危机的影响, 美国企业的投资相对比较少, 随着信心的恢复美国企业正把落后的投资补充上来。因此, 虽然美国经济出现了减速, 但美国经济二次探底的风险相当的小。
- 欧洲经济总体有不错的表现, 从三季度已有的消费、投资、贸易数据看, 欧洲经济在三季度的表现也有可圈可点之处。预计欧洲经济在第四季度仍将维持温和复苏的态势。但由于欧洲各国的经济发展存在差别, 欧洲经济的复苏是不平衡的; 同时由于全球经济和库存周期的影响, 欧洲的经济增长也有可能在四季度出现放缓。
- 价格方面, 对于发达经济体而言, 由于产能利用率的低下、CPI 的低迷、货币总量稳定、以及信贷的疲弱, 即便是欧洲和美国的基准利率都降到了历史最低的水平, 但通胀的压力仍然不大。相反, 新兴经济体的需求旺盛, 经济增长强劲, 一些国家产生了比较严重的通胀问题。
- 美国上市公司的业绩已经完全恢复, 达到了历史上最好的 2007 年的水平。美国上市公司业绩的恢复表明了美国经济抵抗金融风险的能力进一步加强, 相当于减少了再次爆发经济危机的一个风险点。上市公司的现金经过 2 年的积累, 也相当充裕, 资产负债表的结构也比较强。
- 综合价格、需求、货币等多方面的考虑, 大宗商品在四季度维持稳定、温和、偏正面的可能性最大。欧美权益类市场有望有更好的表现, 对于黄金价格有更强的预期。
- 金融危机过后的第二个圣诞节, 将是发达经济体经济恢复程度的试金石。之前由于受金融危机的影响, 圣诞节期间的消费浪潮受到了压抑。随着金融危机的逐渐缓解和经济的温和复苏, 今年的圣诞节对于消费者来说可能是对过去两年被压抑的消费意愿进行补偿的一个节日。

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

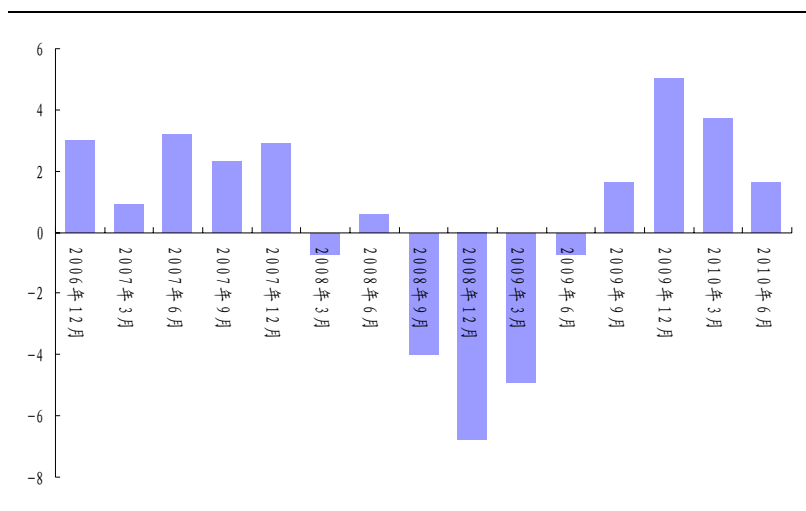
目录

1 美国宏观经济.....	3
2 欧洲宏观经济.....	5
3 美国上市公司.....	7
4 圣诞节消费将成为经济恢复的试金石.....	8
5 四季度大宗商品价格偏正面，权益类市场有望较好表现，看好黄金.....	8
免责条款.....	9

1 美国宏观经济

从2008年金融危机发生以来，美国经济已经从2008年的恐慌状态中渐渐恢复，经济的大幅度紧缩已经结束，整体经济的运行状态稳定，开始了温和的复苏。但与历史上典型的宏观经济周期特点相比，这次美国经济从危机底部恢复的速度却比较慢，同时失业率维持在高位的时间也更长，消费者的消费增长也慢于市场的期望。从2010年二季度开始，美国经济增长的势头在减弱，实际GDP增长从一季度的3.7%的增长速度降低到了二季度的1.6%（见图1）。

图1 美国GDP增长率 单位：%



资料来源：中原证券 BLOOMBERG

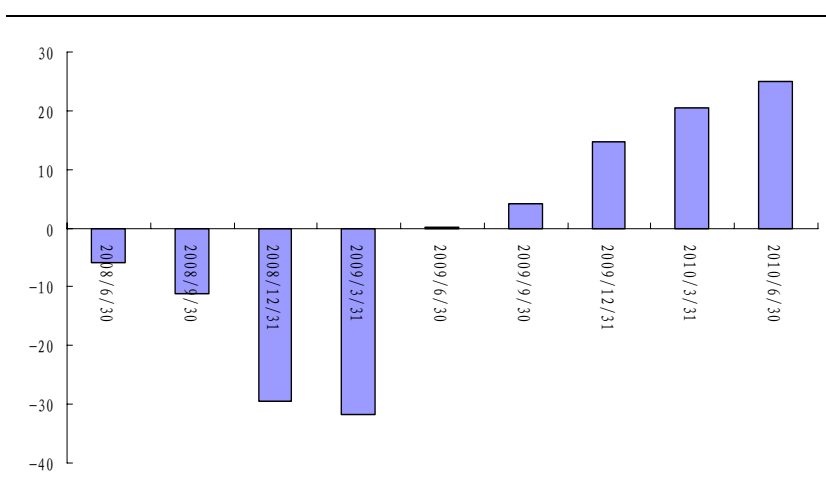
美国政府在应对本次危机方面做了很多事情，包括推出了历史上最大的财政刺激机会，总额近8000亿美元。但财政刺激和有利的库存周期对于经济的正面影响都是暂时性的，财政刺激最终会结束，有利于复苏的库存周期也会结束，经济正常循环最重要和最终取决于消费和投资的增长。而消费和投资的不足恰恰是目前美国经济的短板。

货币政策方面，美国央行把联邦基金利率降到了0—25个基点，也是历史上最低的，美国央行试图为美国经济恢复提供最宽松的货币环境。在美国财政刺激即将到期的时候，由于公共财政的安全和可持续性的限制，美国也已经不可能再进一步推出新的更大规模财政刺激计划的背景下，美国量化宽松的货币政策成为美国监管当局宏观经济政策最重要的支点。在目前投资和消费的增长远远低于市场的希望的时候，经济和信心对于美国货币政策的依赖程度进一步加强。为保持市场信心，为美国经济提供宽松的货币政策环境，预计美国央行将继续维持低利率水平相当长的时间。

自美国取消了对购房的税收优惠以后，三季度美国房地产业有了显著的下跌，美国的建筑业数据也应声而落。这也是市场担心美国经济二次探底的

最主要的直接原因。但美国房地产业已经较危机前有了相当大的萎缩，现在的新房开发量只有危机前的四分之一；同时美国房地产业的可销售月的库存指标也大幅度的下跌，房地产方面也有一些正面的数据。总体而言有理由相信，尽管美国房地产还比较低迷，但总体上应该处于底部的横盘阶段。从投资的其他领域看，美国企业的软件投资和企业购买设备的投资正在增长，在今年上半年美国企业的软件和设备投资实际增长达到了20%（见图2）。美国高科技领域的生产和出货量的增长都比较明显。这显示尽管美国的地产泡沫破裂以后，地产的问题积重难返，但美国经济中有一些其他的板块仍然展现出了生命力，正在率先复苏。一方面全球经济的恢复使得美国企业有必要更新设备，以满足需求；另一方面，过去两年，由于金融危机的影响，美国企业的投资相对比较少，随着信心的恢复美国企业正把落后的投资补充上来。因此，我们认为美国经济二次探底的风险相当的小。

图2：美国企业软件和设备投资增长率



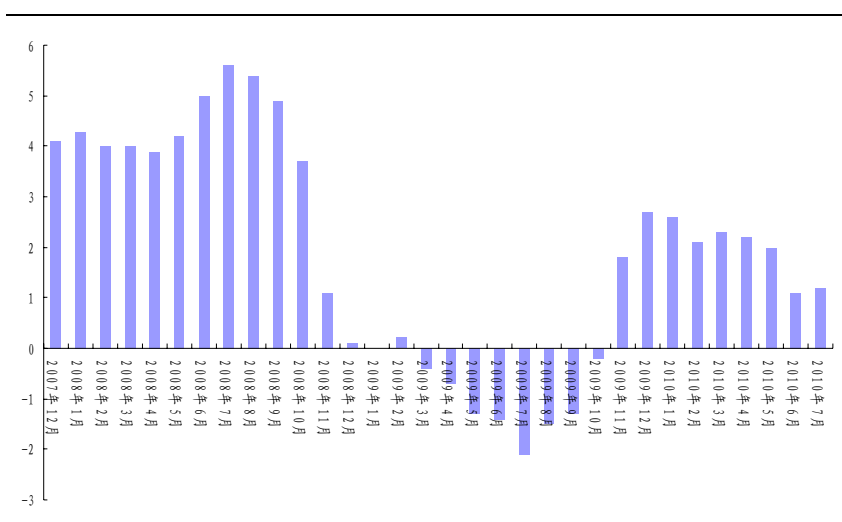
资料来源：中原证券 BLOOMBERG

对于美国的消费，无疑消费在美国经济增长所占的比重非常强，而美国消费虽然自温和复苏以来保持了正增长，但美国消费的增长速度与市场的期望相比还差得很远。美国家庭对于消费的谨慎态度反应出了美国居民对于美国经济的切身体会，美国高企的失业率也会对家庭的消费起到很大的抑制作用。修正后的美国家庭储蓄率的水平达到了6%的高位。对于美国家庭储蓄率维持相对于美国历史家庭储蓄率的较高水平，一方面反映出了美国家庭的谨慎，另一方面，也意味着从总体而言，居民的资产负债情况在迅速地好转，当恢复到足够好的程度的时候，这将会使得美国居民的消费信心和消费水平逐渐的恢复，从而对美国经济的增长带来动力。因此，对于未来的美国消费水平的恢复，我们并不悲观。

在价格方面，美国5月的CPI达到了2%，之后在6月和7月降到来1.1%--1.2%的水平（见图2）。我们尤其关注美国的信贷指标。美国央行把基准利率调到了如此低的水平，美联储把在金融危机时购买的债券在到期以后，用兑现的资金转而购买美国国债，为美国经济注入更多流动性。美国银行的信贷标准

也有所下降，美国银行已经开始愿意为一些企业提供贷款，特别是大型的企业获得信贷和获得融资均比较便利。美国金融市场的正常运转对于稳定价格预期也比较强的正面作用。但是，美国信贷总体上仍然是疲弱的，消费信贷仍然下跌，信贷总量没有增长。整个社会的货币总量并没有随着基准利率的下调而大幅度的增长。通胀作为一种货币现象，在货币总量基本没有增长的情况下，美国经济产生通胀的可能性比较小。与通胀挂钩的债券收益率水平仍然比较低，这显示了市场对于美国经济通胀的预期仍不强烈。从产能的角度看，美国产能利用率距离危机前的水平还有比较大的距离，这也说明了宏观经济的价格压力不大。

图3: 美国CPI同比 单位: %



资料来源: 中原证券 BLOOMBERG

2 欧洲宏观经济

欧洲经济数据在二季度表现不错, GDP增速超出了市场的预期。欧洲第一大经济体德国今年第二季取得2.2%环比增长, 创下东西德统一以来的最高季度经济增长率。英国、法国和西班牙同期增长步伐也有所加快, 英国增长1.1%, 法国增长0.6%, 西班牙增长0.2%。整体欧元区经济被带动。根据欧盟统计局的数据, 该地区第二季度环比增长1%, 明显超过第一季度0.2%的增速。德国等欧洲国家强劲的经济表现也推动了欧元区整体的经济增长。从三季度已有的消费、投资、贸易数据看, 欧洲经济在三季度的表现也有可圈可点之处。预计欧洲经济在第四季度仍将维持温和复苏的态势。但由于欧洲各国的经济发展存在差别, 欧洲经济的复苏是不平衡的, 同时由于全球经济和库存周期的影响, 欧洲的经济增长也有可能四季度出现放缓。

欧元区经济增长的深层次原因主要有, 欧元区不是本轮金融危机的发源地, 只是美国次贷危机的受害者, 后者宏观经济中并没有引发美国次贷危机

的机构性问题，或者问题不严重，这有利于欧洲经济的复苏。特别是欧洲的房地产泡沫的水平要低于美国，这使得欧洲具备经济复苏的更好的条件。第二个原因是，欧洲整体对于失业的政策应对较为妥当。各政府都采取了保护性的就业政策。在金融危机发生中，美国的失业率从4-5%上升到10%，而欧洲从7-8%上升到了10%，欧洲在就业方面的恶化程度要低于美国。同时在危机前，欧洲企业碰到了比较严重的用工荒，危及发生后，欧洲企业在裁员方面的积极性要低于美国。就业相对恶化程度比较低，有利于欧洲消费和投资信心的恢复。第三个原因是，欧洲的公共财政总体要好于美国。尽管有南欧个别国家发生了主权信用的危机，但是欧洲从总体看，公共财政的状况要优于美国。欧洲欠缺的是国家之间的财政互助机制。目前尽管正在进行严格的财政紧缩政策，但是欧洲经济仍然可以承受。第四个原因是，欧洲在本轮危机发生后进行的财政和货币政策刺激的力度也低于美国，刺激政策退出的力度也比较大，虽然一度也受到市场的诟病，但是到现在体现出了欧洲经济政策的先见和明智之处，欧洲经济的内生性增长的能力最终体现了出来，例如，欧洲银行对于家庭的贷款增长速度已经转为正值，并且在逐步的增长。第五个原因是，德国经济得益于全球经济的复苏，特别是新兴市场国家经济复苏所带来的需求增长，使得德国的出口大幅度的增长，带动了德国经济的复苏。

从货币方面看，自2010年6月以后，欧洲货币总量增长转为正值。虽然M1的增量达到了9.2%相对比较高的水平，但M3D的增长水平仍然很低，从5月的-0.1%转为正0.2%。给与私营机构的贷款也略有增长，增长率达到了0.3%，但增长仍然是疲弱大。这些数据说明，欧洲的货币扩张速度仍然是低迷的，通胀压力在中期阶段内仍然是非常低的。

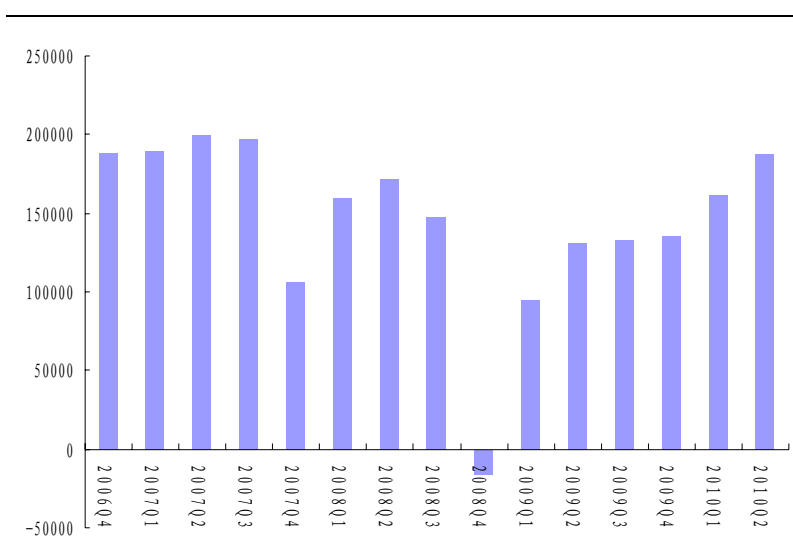
欧盟在希腊主权信用危机缓解后，又进行了一次银行的压力测试。压力测试的结果显示欧洲银行系统的资产负债情况相对较好，能够再次低于严重的金融危机。这也为恢复市场的信心发挥了非常大的作用。

在财政方面，虽然欧洲从总体而言，财政方面的问题不算最大，但爆发于欧洲的主权信用危机显示了欧洲一些国家财政的脆弱，也显示了欧元区在财政方面的制度缺陷。这就是欧洲仍然是分裂的国家群的事实，欧洲国家之间无法天然形成财政的互助机制，一旦欧洲某些国家财政发生困难，却不能想中国和美国这些国家一样在各个州和省之间进行削峰填谷，欧洲必须要在国家间开启一轮艰苦的谈判才能达到财政互相支援的目的。所以，虽然希腊本次财政危机涉及的数额并不算大，只有300亿美元左右，本次希腊发生财政危机以后，德国、欧盟最终为希腊提供了贷款，但过程却非常的复杂。这就是欧洲财政的隐患，虽然财政互助的机制可能正在形成，但是如果下一次欧洲再有“财政失败”的国家出现，欧洲如果再重复这一轮复杂的谈判过程，将极大的影响到市场对于欧元区经济是否能够真正实现统一的信心，对于欧元的信心将极大削弱。

3 美国上市公司

目前美国上市公司有比较优秀的表现,为美股形成了有力的支撑。2008年第四季度是美国上市公司业绩最黑暗的时候,当时,标准普尔500指数总的盈利是-900亿美元。盈利为负的主要原因是企业受金融危机的影响,经营大规模的恶化,同时企业也在当时大规模的计提坏帐。截止到今年二季度,标准普尔500家上市公司的业绩总合达到了1876亿美元,美国上市公司的业绩已经完全恢复,达到了历史上最好的2007年的水平(见图3)。美国上市公司业绩的恢复表明,美国经济抵抗金融风险的能力进一步加强,相当于减少了再次爆发经济危机的一个风险点。

图4: 标准普尔500指数业绩总额 单位: 百万美元



资料来源: 中原证券 BLOOMBERG

上市公司的现金流经过2年的发展和积累,也相当充裕,资产负债表的结构比较强。

在良好的业绩和资产负债表的支持下上市公司的并购开始活跃,欧美一些上市公司开始有在二级市场回购股票的计划,这在从前是无法想象的。股票市场的功能也开始恢复。

上市公司目前最热点的并购就是必和必拓对世界最大的化肥制造商加拿大钾肥,提出了一个385亿美元的恶意收购计划。必和比拓提出的价格比现在的市场价高出20%。也有分析认为,如果必和比拓的收购溢价提高到50%,加拿大钾肥接受收购的可能性将非常确定。对于必和必拓恶意收购加拿大钾肥,我们认为有以下两个方面值得重点关注。第一个是关注必和必拓历史上对于铁矿石价格的控制能力,以及未来假如收购加拿大钾肥成功,可能对未来钾肥价格的控制能力。联想到必和必拓对于铁矿石价格的控制和对中国钢铁也

铁矿石谈判非常成功，必和比妥对于加拿大钾肥的拟议中的收购，令人对于收购成功后的钾肥走势有了很多正面的想象。这将有利于A股化肥股的价值认识 and 价格的重估。建议首先关注A股中的钾肥股，其次关注A股的其他类的化肥股。第二个关注点是世界其他钾肥供应商对于必和必拓收购加拿大钾肥的反应，有没有可能因地引发新一轮的全球性的钾肥资产并购潮。俄罗斯的两大主要的钾肥生产商目前是钾肥市场的另一个主要的议题。从股权结构看，乌拉尔和银石这两家公司目前的实际控制人是俄罗斯的亿万富豪克里莫夫，他在6月和7月先后获得了这两家公司的控制权。市场有分析认为克里莫夫可能会用乌拉尔的资产负债表来并购银石。与此同时，力拓——另一个铁矿石巨头正在寻求购买10%乌拉尔的股权机会。而加拿大钾肥公司本身也在寻求购买15% OAO 乌拉尔i 股权的机会，而这两家是否能买到股权取决于俄罗斯总理普京的决定。从中我们可以看到，钾肥资产是一项活跃的、炙手可热的交易对象，另一方面，欧美的一些上市公司已经脱离了金融危机时对世界末日的恐惧，同时随着整体经济的复苏，资产质量已经足够好到可以进行新的扩张。

4 圣诞节消费将成为经济恢复的试金石

金融危机过后的第二个圣诞节，将是发达经济体经济恢复程度的试金石。检验积攒了两年的消费的爆发。年度的最后一个月圣诞节期间，历来是欧美发达经济体年度消费最旺的一个月，之前由于受金融危机的影响，圣诞节期间的消费浪潮受到了压抑。随着金融危机的逐渐缓解和经济的温和复苏，今年的圣诞节对于消费者来说可能是对过去两年被压抑的消费意愿进行补偿的一个节日。

从历史上看，圣诞节期间也是临时的工作岗位大增的季节。本年圣诞节期间，欧美的临时工作岗位的增加程度对于市场信心的影响也将非常的大。

5 四季度大宗商品价格偏正面，权益类市场有望有比较

好的表现，黄金市场应该有好的表现

对于发达经济体而言，由于产能利用率的低下、CPI的低迷、货币总量稳定、以及信贷的疲弱，即便是欧洲和美国的基准利率都降到了历史最低的水平，但通胀的压力仍然不大。相反，新兴经济体的需求旺盛，经济增长强劲，一些国家产生了比较严重的通胀问题。比如，印度的机动车销量增长超过了30%，而上半年印度的通胀率也达到了2位数。以印度和巴西为代表的新兴经济体已经开始加息，以遏制经济的过热；中国的货币政策方向往紧的方向走的可能性比较大，这些政策都会压制需求。基于以上对欧美发达经济体和新兴经济体的综合考虑，本年第四季度全球通胀压力不大，但不排除个别国家的通胀形势比较严重。在第四季度全球通胀压力不大的背景下，有利于

大宗商品价格总体维持温和。

美国总统奥巴马在最近提出了为期10年的对于美国企业研发的总额达到1000亿美元的减税政策；以及为期6年的基础设施建设计划，其中首期投资达到500亿美元。与欧洲的正在进行严格的财政紧缩的政策相比，美国在财政刺激的步伐方面，迈得更大。美国相对欧洲更进取的财政政策会增加美国的需求，也会引起市场对于本已经恶化程度比较严重的美国公共财政的进一步担忧，这些最新的政策变化对于美元是偏负面的因素，美元的因素对于大宗商品价格有正面影响。

综合以上价格、需求、货币等多方面的考虑，大宗商品在四季度维持稳定、温和、偏正面的可能性最大。

由于通胀预期的稳定、美国再次启动财政刺激、上市公司业绩增长明显，整体市场的估值水平低，欧美央行维持低利率货币政策不大会在短期内改变，欧美权益类市场有望在这些因素的共同影响下，产生比较好的表现。香港市场可能会受到外围市场的影响而有更强的表现。

有利于黄金的基本面因素更多。目前通缩加剧与通胀加剧的两方面的风险都存在。如果欧美通缩加剧，黄金做为硬通货，是市场负面情绪的最好的对冲品种，同时，其货币属性随着通缩的加剧而加强，有利于黄金价格的上涨。虽然近期欧美发达经济体通胀的压力不大，但由于巨量的基础货币的投放，如果欧美经济体出现了根本性的好转，同时，央行又未能及时回收货币的话，通胀的压力一定会非常大，这时候黄金的硬通货的特性，相对于软纸币来说，优势又更加明显。

对于欧美的权益类市场，今年第四季度的外在和内在环境还是比较理想的。首先上市公司的业绩继续增长；上市公司的资产负债表的质量持续提高；整体市场的估值水平处于历史的地位；上市公司的并购开始活跃，市场有更多的热点；商品市场稳定偏正面也有利于为市场提供一个正面和稳定的环境。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。