

每周酷图与思考

经济转型期资产配置之日本经验

国泰君安策略研究团队

为了更好地寻找资本市场投资标的,结合中国现状,我们选取日本和现阶段中国情况比较类似的时点,通过研究其资本市场的表现,寻求转型期的资产配置逻辑。

转型期经济中日大体类同

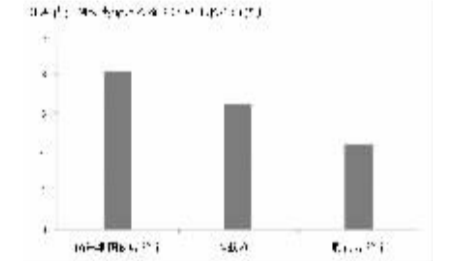
从工业化的角度,我们确定中国当前的工业化水平与日本70年代基本具有可比性。表:主要经济指标中日发展阶段的比较

Table with 3 columns: 指标, 中国(近期), 日本(70年代初)

以国际国内宏观环境而论,1974-1978年日本转型期和现在的中国有很多相似之处。1970年以后,伴随着布雷顿森林货币体系的瓦解,美元信用出现危机。同时,全球通货膨胀,日元进入了长期升值区间。为了应对危机,1971年第三季度到1973年第四季度这一区间内,日本政府对公共事业的投资和其他财政开支的增加,大大超过了工矿业生产指数和私人企业设备投资增加的比率。日本政府的举措虽然使日本经济安然度过危机,但却累积了通货膨胀因素。在石油危机、日元升值和通货膨胀的三重压力下,日本政府主导了由重化工业向知识密集型工业的产业转型。

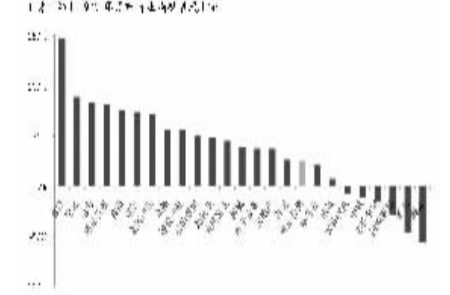
转型期国债收益率达8%

通过比较,我们发现转型期间,在大类资产中,股市平均收益率最低只有4%;国债显然是更好的投资标的,收益率达到8%;存款利率居中。转型期间,日本存款利率出现了比较明显的下降,国债收益率相对比较稳定。



转型期电信行业一枝独秀

5年间,日本股市表现最好的几个行业是电信、空运、电力、精密仪器、食品、建筑、金属产品。其中,电信一枝独秀超越大盘超过100%。表现好的行业有新兴产业,也有传统行业。如电信是服务型行业,精密仪器也是典型的资本(技术)密集型行业。传统行业如建筑、金属产品也表现不错。表现最差的行业是海运、矿业、纺织服装、非铁金属以及钢铁行业。这些行业无一例外都是传统行业。

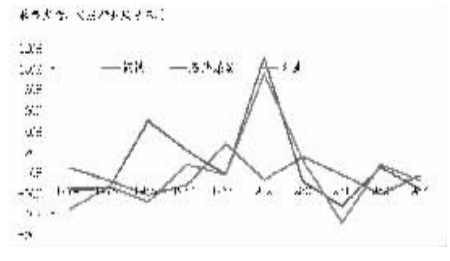


从不同年份的表现来看,经济调整的前期(1974年),表现比较好的是金属产品、建筑、橡胶产品等和基础建设相关的行业。之后(1975年),出口转型的行业(包括电子设备、精密仪器)表现突出。代表产业升级的服务类行业电信行业在1976年表现突出。1977年,传统行业表现突出,农林牧渔、地产股表现较好。

新产业获超越周期成长性

由股市表现,我们发现,经济转型使得其新兴产业获得超越周期的成长性,因此获得了高额资本市场回报率。但同时,遵守传统经济周期的传统行业在周期向上时也获得了一定的超额收益。对应的是1976年传统产业的优异表现,包括房地产、建筑与钢铁等,因此传统产业在转型期也获得了明显的超额收益。

而传统行业在转型期前期表现逊于市场,之后表现突出,主要原因是,日本在经历石油危机之后,经济经历了由滞胀重新开始复苏的过程中,传统产业是推动其复苏的主要力量。而度过转型期后,传统行业风光不再。



名家专栏 邵宇



驯悍记:中国三方政策牵住流动性

宏源证券首席分析师 邵宇

这样一个扑朔迷离的年份,任何一点动静都能溅起一连串蝴蝶效应。这一周来,公布的8月份喜忧参半的经济数据,加上9月份一线城市房地产市场价量再次上升的报道,以及人民币汇率加速升值的消息,加剧了市场对山雨欲来的以利率、汇率和房产价格为目标的再次宏观调控的担忧。

事实是,在危机时代的举措和思路都还无法退出的同时,我国经济正在经历一个弯道减速的对新增长模式痛苦的再发掘过程,而在这个以产业升级、内需消费,和区域均衡发展为核心的全方位调整之初——2008、2009两年为反危机度身定做的短期定量宽松政策,短期无法中性,产出根本无法消化,因此市场中富裕的流动性像野牛闯入瓷器店一样左突右闯、狂躁不安。如何驯服流动性这头蛮牛呢?管理当局想出了各种复杂的具有中国特色的调控手段,但根本的问题也许是资产(从资金到资产)的相对价格体系的混乱和扭曲,导致流动性淤塞,进而引起金融市场的波动和实体经济的痉挛。

汇率:压力变动力?

近期美元兑人民币的中间价屡创新低,表面上依旧是来自美国的压力,美国中期选举日渐临近之际,要求政府“采取行动”的压力是越来越大。据说美国国会93名议员已联名致信,敦促众议院的民主党党魁为一项针对中国的汇率议案安排投票。上周五,盖特纳也表示中国在允许人民币升值方面做得不够。也许中国政府需要学会更多的同竞争对手立法机构而不仅仅是政府打交道,特别是当他们唱起“红白脸”的二人转时。

如果说有不同,那来自中国内部的考虑这次也许真的更多一些。不可否认,汇率的低估大大促进了我国出口,也解决了农村劳动力过剩带来的就业问题。但是,劳动力价值的低估不仅使得国内企业陷入“比较优势陷阱”,一直处于世界产业链的底端,而且还间接导致内需不振。更为糟糕的是,顺差带来大量人民币资金投放,通货膨胀和资产泡沫如影随形。而中国经济正在经历一个弯道减速的过程,在校正到以内需为主的未来增长基调和主攻方向时,需要汇率政策更多的配合。汇率是实现内外均衡的重要政策工具,全球货币博弈的目前主导双方——G2框架内——中国8月数据显示出乐观的一面——内,经济软着陆有望,CPI温和来到高点;外,顺差再度上升,进口加快、出口无比强劲。美国同期数据则显示出居高不下失业率、略缓和的贸易赤字(因为飞机出口)和创纪录的财政赤字。适当的汇率升值,有助于中国内外再均衡的早日实现,但对美国则

未必。无需讳言,人民币同美元汇率问题早就高度政治化,人民币升值绝非解决中美贸易失衡的关键,因此双方(政府)的竞争姿态下更讲究的是有来有往的配合,因此在关键的政治时点和数据变得难看时,双方都会有所表示。但拉锯必然继续,因为都有核心利益需要维护,所以我们认为升值不会一直持续,别忘了人民币实际汇率已经因为欧元贬值大幅上升了。如果一篮子货币真的是目标,我们测算过上升空间短期不会太大。离岸市场上,美元/人民币无本金交割远期从上周五尾盘的人民币6.6732/6.6782元降至人民币6.6493/6.6543元,这意味着市场预计人民币将在未来12个月升值1.7%(我们预期3年5%-8%)。而人民币现在是亚太经济实际上的货币锚,人民币的升值将使得亚太地区其他国家的货币也出现上涨,显示出中国引领的新雁行模式的某些特征。

同时我们认为,其实日本房地产泡沫破裂并非是日元升值导致热钱涌入的问题,而是日本政府大量释放的流动性导致的,只要不给国际热钱明确的升值预期,在汇率的弹性上做文章(依据自身状况可升可降),便不会导致大量的热钱流入。在当前环境下升值更重要的意义就是疏导流动性。一般来说,汇率的变动会导致相对资产价格的变动,这种资产价格的变动,会使得汇率的升值与通货膨胀和资产价格上涨之间有一定的替代性。在汇率调整后,不仅减少了输入型通胀压力,而且可以影响流动性对资产价格上涨的预期,为国内的流动性高烧降降温。

负利率:倒逼加息?

15日两则传言重袭股市:一是传允许银行根据自身情况至高上浮存款利率10%,二是传将对储蓄存款给予保值补贴。央行相关人士接受媒体采访时,对此市场传言没有立即否认,而是表示不予置评,央行的不予置评被部分市场人士解读为央行默认了上述两则传言。

诚然,8月份3.5%的CPI数据是导火索,它再次让“负利率”成为了火热的流行词,道义上讲,负利率让储户来补贴银行的高利润,这显然是不正确的。一方面银行利润创历史新高,一方面储户资产不断缩水,当负利率成为人人喊打的对象时,市场就容易情绪化并且上升到一定高度从而倒逼决策层尽快采取行动——加息。

那么从纯经济角度来看加息的必要呢?一方面,随着丰收的到来,CPI受到的食品翘尾因素影响已经见顶,而国家对食品价格的调控也将进一步打击食品的金融需求,未来受到食品对CPI上行的推动作用将逐步消



官兵/制图

退,而PPI也在持续的回落使得未来CPI将逐步回落,汇率顺性质质的上行也使得输入型通胀的压力减少。另一方面,从对流动性的角度来讲,M2和M1之间的倒剪刀差开始缩小,而且企业活期存款占M2的比例也保持一种下跌的走势,固定资产投资增长也在减速,流动性对通胀的推动趋于下降。而小幅提高利息并不能够直接的打击流动性,甚至不会改变它的进攻预期。那么除非孤注一掷大幅加息,否则无法实现政策目标,但仍在脆弱复苏的实体经济估计对此还有无法承受之重,所以有人推荐曾经在1994-1996年短期执行过的保值储蓄,这种可以变相不对称加存款利息100bp以上的讨巧型猛药。对于已经习惯了数量型调控的货币当局会不会出这一招呢?我们认为它在政治上和道义上正确,在经济上也基本正确,但货币当局一家说了不算,因为如果财政不买单,那么就是银行和储户之间的蛋糕争夺战了,知易行难,其中的利益权衡和部门协调可能需要一些时间,即便是对中国这样的权威社会也是如此。

所以我认为,货币政策的逻辑应该还是数量优先,小幅无用,保值补贴需要时间,其他方面则可以更多,如果货币当局对流动性的疏导目的是使其回到实体经济,那么推动民间资本参与经济转型,开放人民币“出海”,同时稳定存款,才是合理的选择。当然我们认为随着人口拐点到来和流动性消化的过程,未来对于通

货膨胀的容忍度应该会上升到5%左右的水平,然后再稳定下来,市场最好现在就开始适应起来。

房地产:二次调控就在门口

从统计结果来看,全国70个大中城市房屋销售价格继续上涨,同比上涨9.3%的数据也只不过比7月份略微缩小1.0个百分点;而环比则上月持平。不过,这个“金九银十”的销售旺季注定不那么平静。房地产的价格泡沫是会被继续推高还是会受到二次调控的打击?近期国务院副总理李克强再一次强调,坚决抑制房地产投机炒作”使得“二次调控”愈演愈烈,可再次上涨的房价却显示着另外一个故事,市场依然迷雾重重。至今,“国十条”出台已经140余天,调控部门迫切希望看到调控的效果,但地方政府对政策的执行不力加上大型房地产企业仍然没有出现资金断流的问题,使得房价并未像2008年那样出现大幅度下跌。在转型之际,房地产裹挟着经济,加上其同地方政府间的暧昧关系,使得对其的调控难度很大,可是若放任流动性向其聚集则可能导致泡沫破裂,重现日本经济衰退的一幕。我国调控房地产的本质就是影响预期,调控流动性。那么在房价没有实质性下降,而市场上又出现了一些逆市涨价的声音下,对政府来说,再次调控预期疏导流动性则是目前的首要任务。近期中央释放的信号就说明了这一点。

我们认为,在转型之际对出台更

加严厉的措施可能性不大,但很有可能通过加强对开发商停放贷款,及预售款监管等已有措施的力度迫使开发商降价。另外,还将执行更严格的二套房、三套房政策,甚至在各地出台跟北京相类似的停止三套房贷的措施,来疏导整个房地产市场对房价走势的预期。当然这种“二次调控”也取决于房地产商、地方政府和中央政府博弈中的表现,只要房地产商现在的调控政策仍有所忌惮,地方政府受压加强执行力度,那么国家也没有必要出台二次调控政策,但如果各地任由“金九银十”期间楼市热度持续下去,地方政府调控依然执行不力,那么二次调控自然是水到渠成的事情。

当前市场上信息的混乱和方向不明导致的流动性淤塞,很大程度上是由于对在经济转型的背景下对流动性的疏导这条主线的认识不足。可以看到,汇率、利率和房价调控的背后都有清晰的逻辑——货币投放是可以刺激经济增长,但长期来看造成的麻烦确是更多(中外都一样),再加上转型时期价格体系远未理顺,所谓有效调控流动性只能是个传说。在短短30年的时间跨度内,中国经济就经历了货币化、虚拟化和泡沫化的全部过程。对中国这样一个金融逐渐开放的转型经济体来说,未来的很长时间内,受到内外流动性不断冲刷的这条主线都不会变,理解了它的规律和思考问题的方式才能与之共舞,把握市场未来进化的趋势和方向。

货币退出节奏放慢

上海证券 胡月晓

预期和超目标增长,带动了流动性充裕程度的延续。

货币结构变动显示经济结构矛盾

8月货币结构继续呈现M1-M2间差距缩小趋势。M1继续下降,说明消费需求对货币的需求在继续下降。随着中国经济由年初的过热逐渐回归正常,投资增长的加速度也基本消除,显示经济中投资增长对广义货币的需求也在减弱,广义货币增长的再次上升,只能带来对一般资产需求的增加,从而使得经济体系中资产泡沫延续,经济结构的调整难度将增加。

货币退出左右为难

当前经济体系中流动性的超宽

松状态,是一个不争的事实。流动性的长期充裕,早晚要引起通货膨胀,货币迟早会由“蜜”变“水”。经济低迷时期,需求往往下降得很厉害,此时扩张货币的政策动机是刺激需求,使需求不致下降过快或止跌回升,因此作为反危机措施的货币扩张前期阶段,超宽松的流动性在刺激经济的同时不会引起价格上涨;此时货币对经济的作用是“蜜”。

当采用货币作为反危机的手段时,一旦经济企稳,过度宽松的货币政策如果不及回收,必然引起通货膨胀。即使经济还没有走上自我增长的轨道,一旦价格体系风险出现,事实上就意味着货币扩张对经济的促进作用已经弱化,那么为了

防范通货膨胀风险,过量货币也需要被及时收回;此时经济体系需要其它刺激手段,货币手段作用已经不大,而对名义价格水平的提升作用却大增,货币变成了仅会推动价格上涨的“水”。8月货币投放不降反升,显示当局在根源上仍极力维护当前的流动性充裕局面,尽管其它部门在政策导向上宣称要治理通胀和控制房地产泡沫。

影响加息的因素,除了物价外,经济增长、银行体系稳定性等都是不可或缺考虑因素。当前的高通胀形势虽然造成了加息的压力,但经济增长的内在动力仍然不够强劲,地方融资平台风险和楼市泡沫也制约了货币当局加息的动力。更重要的是,当前中国

经济决策中的利益纠结已使得政策调整成为既得阶层的可操控工具。加息对当前房地产利益集团是一个重要打击,在现有利益格局没转换前,即现有利益集团资产调整没完成前,对全社会利益格局调整有重大影响的加息等政策是难以出台的。

9月新增信贷或回落

2010年以来,为回避监管部门对信贷增长的规模控制,商业银行纷纷采取了银信合作的形式将表内信贷业务转入表外。8月新增信贷的增长,跟监管部门对商业银行表外业务的监管加强有很大关系,导致商业银行表内信贷业务临时反弹。8月贷款反弹,并不具有趋势性。

