每周酷图与思考

四大因素决定大小盘风格转换

市场风格转换的条件尚不成熟,小盘股领先或将持续

国泰君安策略团队

今年市场小盘股表现优异,在大盘股表现持续性不够之时小盘股指数接连创新高,那么,这样的行情能否持续呢?

从长周期的角度来看,2000年网络股泡沫之后,大盘股开始持续跑赢小盘股,直到2007年后,小盘股开始跑赢大盘股。大小盘风格呈现出周期性的特点。这种现象在其他国家的市场也比较普遍,比如美国,大小盘股风格转换一直存在,大约每10年-20年内会轮转一次。自2007年来,美国市场也让美国投资者更是困惑,将近10年之久,大盘股并没有表现出明显强于小盘股。香港市场自2001年后,进入了一个小盘股的全盛时代,经过金融危机恒指触底后,小盘股继续表现强劲。

因为中国此轮周期尚未结束,从国外的研究结果中提取出适合中国投资环境的规律以资借鉴。根据国外研究结果,大小盘风格周期主要由估值、经济周期、货币政策(利率)、市场周期决定。

估 值

当小盘/大盘静态相对市盈率接近5时,风格偏向大盘股。当两者静态市盈率接近1时,风格偏向小盘股。现在相对静态市盈率为3.5,尚未到达极限水平,但高于平均水平2.8。

动态PE来看,当相对动态市盈率接近6时,风格偏向大盘股。当两者静态市盈率接近1时,风格偏向小盘股。现在相对动态市盈率为2.4,低于平均水平3.3。

经济周期

研究表明,美国在经济周期前期小盘股表现较好,而经济周期后期大盘股表现较好。

我们运用美林投资时钟,根据经济增长和通胀状况,将经济周期分为四个阶段。进而发现,在滞胀期(GDP下降、CPI上升),市场风格偏向小盘股,在过热期(GDP上升、CPI上升),市场风格偏向大盘股。

对这个现象比较合理的解释是:在滞胀期,小盘股往往是下一轮经济周期最为重要的推动力,被投资者寄予了无限的想象空间,表现优于受制于盈利前景较差的大盘股。另一方面,小盘股主要集中在下游消费领域,此类行业在滞胀期景气良好。而滞胀期政府实行的紧缩政策,一般不利于大盘股比较集中的上游行业和金融行业。在经济过热期,作为此轮经济周期的直接受益者,大盘股是繁荣经济的最佳证明,业绩蒸蒸向上,市场对其未来的发展充满信心。另外,我国大盘股大部分集中在上游,在经济扩张和通胀逐步提高时受益。

货币政策和货币周期

美国的经验是紧缩的货币政策有利于大盘股。我们发现,这个规律在中国也基本符合。加息初期,大小盘风格偏向并不显著,但进入密集加息期时,市场风格偏向大盘股。主要逻辑可能是在货币政策迅速收紧时,具有雄厚资金实力的大公司更容易度过危机。而小公司在流动性紧缩的环境下难以获得资金支持,业务更难扩展。加息初期,大小盘风格偏向并不显著,但进入密集加息期时,大盘股表现更佳。

货币周期也和大小盘风格周期有关。流动性充裕时风格偏向大盘股。这和我们的直观感受吻合:大盘股行情启动一般需要增量资金的推动。但这个规律在2003年-2005年以及2009年并不相符,因此这个指标还需考证。

市场周期

美国的经验是,牛市结束后6至12个月,市场风格转向大盘股。A股市场似乎也存在类似的规律,比如,牛市见顶,小盘股开始跑赢大盘股。牛市启动后6至12个月,大盘股跑赢小盘股。但这种联系似乎并不能改变大小盘风格周期。比如在牛市在2008年10月启动后,2009年5月后,大盘出现了风格转换,大盘股跑赢小盘股,但持续时间仅仅3月,到2009年8月,小盘股重拾升势。

总结一下,我们发现,从长周期的角度,市场出现风格转换的条件还不成熟,小盘股领先的局面可能还会持续一段时间,未来出现风格转换关键取决于几个方面:小盘股和大盘股估值差继续拉大,直到极限水平;经济逐渐步入扩张期;通胀压力持续,货币紧缩政策力度加大进入密集加息周期。

大小盘风格因素总结

估值	市场偏好	解释
静态PE	中性	现在相对静态市盈率为3.5,尚未到达极限水平,但高于平均水平2.8。
动态PE	中性	现在相对动态市盈率为2.4,低于平均水平3.3。
经济周期	市场偏好	解释
经济所处阶段	小盘股	滞胀期小盘股表现好。
货币	市场偏好	解释
货币政策	中性	暂未进入密集加息周期。
货币周期	小盘股	流动性减少,风格偏向小盘股

名家专栏 金岩石

生产基地和消费市场内迁,不仅将提升内地经济发展水平,而且会推动沿海生活方式和经济发展方式转变

产业大腾挪加剧区域经济非均衡发展

金岩石

有媒体报道,河南新郑机场跑道以北不远的地方,人们都在谈论着富士康的"10万劳动大军"。最先落户的富泰华精密电子公司从签约到产品出厂仅用了一个月的时间,久违多年的"深圳速度"再现河南,郑州的"省长工程"创造了"郑州速度"!可以预见,全球疯抢的苹果手机将有很多是"中国河南制造"。富士康生产基地的内迁,代表着沿海外向型产业的劳动大军转战内地。

生产基地内迁的经济原因

沿海工业的生产基地内迁并非刚刚开始。过去十来年,从几十上百人的制造业出口加工企业的内迁开始,内迁规模逐渐升级到千人大厂。在香港上市的福建泉州匹克体育用品公司业绩良好,主要原因之一是匹克的新增生产基地选址江西省,较低的工资成本提升了公司的盈利,使股东们获得了优厚的投资回报。如果说在富士康移师河南之前,沿海生产基地的内迁还是类似于游击队或独立团的行动,富士康的内迁则意味着沿海生产基地的内迁规模升级,集团军转移的行动开始了。

沿海生产基地内迁的经济原因主要有三点:第一是民工荒。过去源源不断涌入沿海地区的农民工逐渐减少了,内地的经济发展和沿海的工厂内迁也给内地创造了就业机会,所以外出打工者人数的增长速度开始下降;第二是高工资。劳动力市场的供求法则决定了沿海产业的平均工资水平上升,沿海与内地的工资水平拉开了差距,低工资优势开始驱动沿海制造业工厂的内迁;第三是人民币升值。汇率变动直接影响出口订单的增长,在2005年6月之前,民工荒与高工资是工厂内迁的主要原因,在人民币兑美元开始升值后,沿海出口加工企业的经营压力上升,人民币的升值起着关键性的作用。可以推论,富士康挥师河南郑州的直接原因就是近期人民币兑美元的加速升值。

然而,工厂内迁并非企业的唯一出路,此外还可以有三种选择,其一是不变,其二是"出海",其三是倒闭。出口加工企业的典型特征是两头在外,原料供应在外、销售市场在外,所以能够走出国界,或者贴近原料供应商、或者贴近产品分销商。无论是"出海"还是倒闭,客观结果都会提高沿海地区的消费,因为外出务工的人会把收入汇回国内,本人也经常"衣锦还乡"。企业倒闭也未必是倾家荡产,反而会导致生产性占压资金转化为投资性资金,据统计,沿海城市居民炒房炒股的资金有很高的比例是由于资金退出生产领域。过去几年,炒房炒股的收益较高,居民的财产性收入增加必然会诱发消费升级,结果是在生产基地内迁的同时,财产性收入与居民消费升级导致沿海产业带升级为沿海消费带,从而逐步改变了过去的"两外"工业体系。生产基地内迁与消费市场内迁同时发生,这就有了本文的命题:"两外"变"两内",产业大腾挪。

经济发展方式转变从"两内"开始

沿海工业化的模式虽然不是铁板一块,但不容置疑是"两外"模式占主导,所以下面这个模拟图示可大致说明从"两外"模式到"两内"的转型。

实际上,沿海已经有越来越多的居民从生产者变成投资人和消费者,这两种经济行为之间的互动,推动着沿海消费市场的扩大与升级。个人或家庭的投资行为与消费行为必然产生经济的互动性,对于这种互动性,经济学理论却有两种截然相反的解读:一种观点认为,投资率上升必然导致储蓄率和消费率的下降,从而抑制消费市场的扩张;另一种观点认为,投资的真实收益和预期收益都会创造消费欲望,从而导致消费升级甚至举债消费,推动消费市场的扩张。

两个理论假说其实都有道理,类似于老子哲学中的"相生相克",关键在于假设前提中的资金来源和总量设定。假设可支配资金的总量不变,资金来源简单设定为工薪收入,一个家庭的投资多了,消费必然减少,特别是家庭依然处在量入为出的生存阶段之时,投资与消费以"相克"为主导。但是,如果可支配资金的总量是可变的,资金来源不是工薪收入而是生产性资金的转移或投资性收益,家庭的经营模式已从生存阶段进入了发展阶段,投资与消费就以"相生"为主导了。以房产升值为例,价值两百万的房产,很少有家庭会在厨房和浴室里做高档大理石的装修,也通常不会购买很高档的家具,但在房产升值到八百万时,高档装修加高档家具就很普遍了。行为金融学在研究人的消费行为时引进了心理分析,当人们"认为"自己很富有时,消费就会以预期收益为基础,常常会脱离人的常规性收入。

生产基地的内迁和消费市场的内迁,不仅会提升内地的经济发展水平,而且会推动沿海的生活方式转变,而家庭生活方式的转变,在宏观上就是经济发展方式的转变。在我看来,中国经济发展方式的转变,就是要从世界工厂走向内需型社会,从政府投资驱动的高增长走向居民消费驱动的适度增长,而内需型社会的发展目标往往就是在家庭财产性收入的增长中逐渐形成的。

产业大腾挪的方向与非均衡性

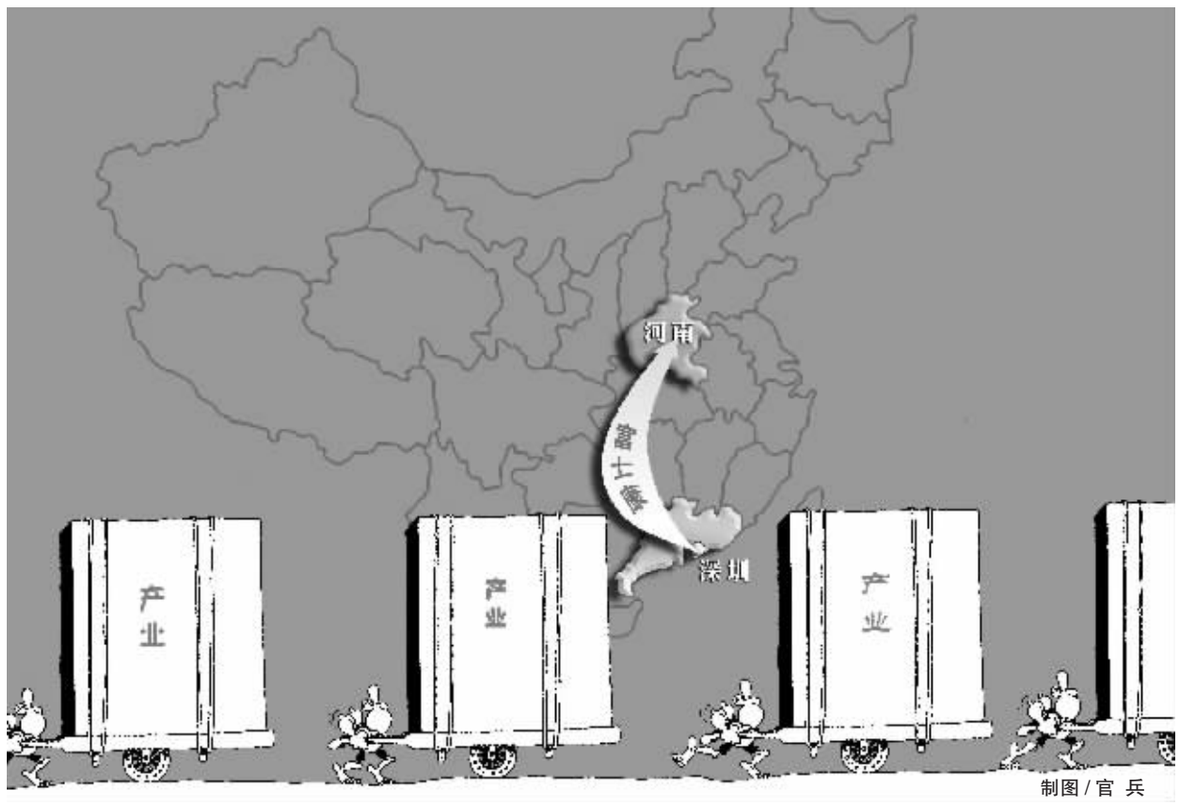
生产内迁与消费升级是沿海经济转型的两大特征。消费升级会提升第三产业的占比,生产内迁则会改变中国的生产力布局。沿海开放带的生产能力有两个层次,其一是中低端的劳动密集型产业,其二是中高端的知识密集型产业,两类产业的生产基地都有可能内迁,但工厂内迁的方向却不是任意的,除了地方政府的政策引导之外,还有客观的资源约束。

富士康挥师河南郑州,所转移的产能一定是中低端的劳动密集型产业,除了郑州铁路和新郑机场等交通枢纽之外,河南省的低工资水平和水资源优势也非常关键。以富士康的选址作为参照,沿海中低端产能的转移方向还有可能进入四川、江西和湖南等省份。沿海中高端产能的转移方向更注重智力资源,所以大学教育资源较为密集的内陆省份有比较优势,比如湖北、湖南、江苏、四川、安徽和陕西等地区对中高端技术密集型产业的承接能力较强。从城市化的大趋势看,未来中国将逐渐形成三大超级都市圈:大珠三角、大上海(长三角经济区)和大北京(京津冀)。消费升级的最高端就是金融消费,金融中心与科技创业中心有着天然的联系,因为三大超级都市圈的金融中心都会对周边地区产生辐射效应,从而驱动技术创新,产业升级和消费升级。从这个角度看,人民币的升值与城市化的进程正在驱动着一次产业大腾挪。

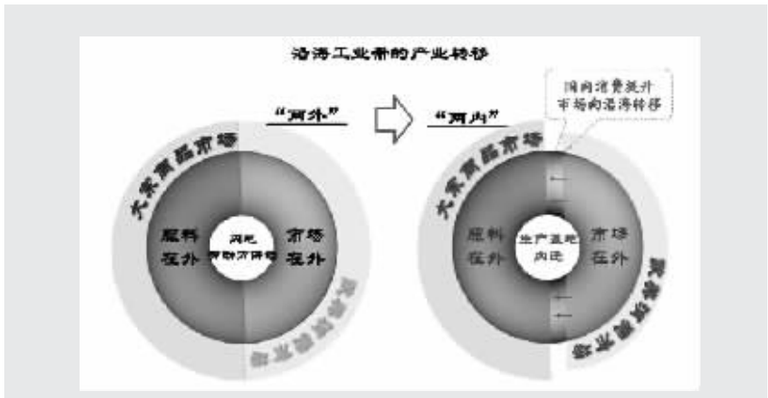
今日中国,生产力重新布局的序幕已经徐徐拉开,每一个省份的地方政府都会自觉或不自觉地参与其中,或者被产业化,或者被边缘化,区域经济发展水平的差距不仅不会被缩小,而且还会进一步扩大。从地方政府的角度看,自上而下要看中央政府的政策与投资,自下而上要看本地居民的消费与投资,由外及内要看外来人口与资金的流动,由内及外要看本地资源的优势与劣势。沿海工业带将升级为沿海消费带的大趋势已经不可逆转,沿海企业的生产基地迁向何处?这就是中国生产力重新布局的起点之一。

产业大腾挪,"两外"变"两内",将进一步加剧。特别是在天量超额货币已经存在的条件下,所谓全国一盘棋的均衡发展观只能是天真的幻想。1978年以来,中国经济发展的非均衡性一直是不断加剧的。不仅贫富两极分化在加剧,城乡两极分化在加剧,区域经济发展的非均衡性也在加剧。各种非均衡性的重要原因之一是货币的流动性,货币的总量越高,投资的选择就越多,资本的积聚与集中的规律势必加剧经济发展的非均衡。1978年,中国的GDP总值为3645.2亿,广义货币总量为859.45亿,在31年后至2009年底,GDP总值增长了92倍,广义货币总量却增长了705倍!可以预料,货币总量与经济总量的背离在未来十年内还会进一步扩大。

货币总量与经济总量的长期背离必然带来两个后果:其一是通货膨胀,其二是资产泡沫。过去二十年,中国经济最大的创新是成功推出了股市、楼市,在这两大交易市场中形成的新财富填充了货币总量与经济总量之间的背离,同时也扩大了区域经济发展的非均衡性。可以预见的是,三大超级都市圈的金融中心和创业机会将通过资产泡沫创造出巨大的财富效应,高速推进沿海地区消费市场的扩张与升级,从而进一步加速区域经济发展的非均衡性。



制图/官 兵



第二轮量宽货币政策正催生资产膨胀

国元证券 刘 勘

11月3日美国联邦储备委员会宣布推出第二轮定量宽松货币政策,到2011年6月底以前购买6000亿美元美国长期国债,表示美联储将在之后各月中逐步实施这一计划,预计每月将购买750亿美元美国长期国债。美联储第二轮量化宽松(QE2),量化宽松政策就是低利率货币政策和财政政策搭配,通过货币创造,向市场注入大量流动性,希望大量低成本的流动性能够提高国内消费和投资,以进一步刺激美国经济复苏。

在美国第一次量化宽松政策实行后,美元指数最大贬值14.55%。自今年8月下旬美国传出可能再次采取量化宽松政策以后,美元指数已于10月创出75附近10个月新低,到目前美元指数最多已下跌了8.87%。

当前第二轮量化宽松(QE2)较大规模资产购买计划,美联储印制美元将导致美元在全球泛滥,在量化宽松预期作用下量化宽松重启,似乎意味着美元将进一步贬值,美联储释放流动性流向其他国家,由于资本流入,其他国家也必须跟进加入第二轮刺激行列。而美国释放出的流动性会进入亚洲等发展中国家,寻找所谓高回报资产。全球市场再次充满前所未有的流动性,这些流动性势必在短期推动资本品价格上涨、在长期推动制成品价格上涨。

美国印制美元,而外国用向美国提供商品获得的美元,再购买美国国债和企业证券,这种关系被人们称为美国的"免费午餐"。针对大萧条期间利率政策无效和货币供应的紧缩,伯南克认为对付危机必须加大货币供应量,并曾一度称如果必要,可以坐直升机从天上给大家撒钱。受到美元人为贬值的影响,日元对美元汇率已经升到15年最高水平,日本不得不在6年内首次强行干预外汇市场。为配合这一货币战,日本日前推出了5.05万亿日元(约合610亿美元)的刺激经济计划,变相加入了滥印钞票竞相贬低币值的行列。

发达国家放纵货币政策,扰动了全球货币和汇率体系,以美国启动第二轮"量化宽松"政策和日本央行直接干预汇市为标志,下半年全球陷入由各国货币政策和汇率政策冲突而引发的动荡之中。发达国家深陷通缩之苦,试图开闸放水,刺激通胀预期,这样海量货币涌向世界,新兴经济体沦为资本逐利对象,资产泡沫被迅速吹大,一些不堪资本流入压力的新兴经济体已经开始行动,试图筑起高垒,阻止流动性冲击本国经济和本国货币稳定。

美国量化宽松会给我国带来非常大的压力,本轮经济危机打击的是虚拟经济,危机过后欧美释放大量流动性,套利资金汹涌流向以发展实体经济为主的新兴市场,新兴市场一些国家资产泡沫在破灭之前还要继续膨胀,泡沫破灭是必然,我国面临风险非常大。按照国际清算银行(BIS)计算的数据,人民币名义和实际有效汇率自1994年至2010年9月已累计升值34.9%和57.5%,人民币实际有效汇率升幅在BIS测算58个经济体货币中位列前10位。反映出我国吸引外来资本流入最重要方面,一是中国经济增长比较快,投资回报比较高;二是人民币升值预期比较强,这些因素远远大过了息差吸引力。从加息角度来讲,如果这一举措能够帮助抑制资产价格过快上涨,反而未必会增加更多热钱炒作吸引力。热钱不是盲目追高的散户资金,而是极为活跃和敏锐的投机或保值资金,一旦市场被快速拉高,远离估值、积累了大量获利盘和做空能量,这部分资金很可能转而做空打压股市,从而实现最大程度的收益,所以,股票市场投资者要高度警惕。

前沿声音