

■每周酷图与思考|Chart and Idea|

A股表现与经济中周期

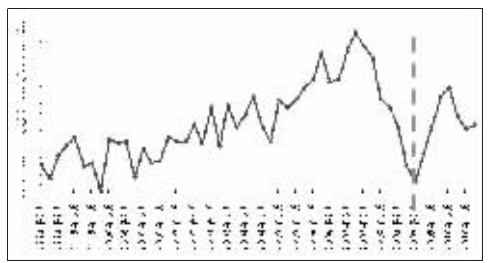
国泰君安策略团队

近期的A股市场中流传着一股支撑力量,即中国经济的新一轮增长动力已经形成,中周期的上升力量会引导实体经济以及资本市场的稳定增长,而2005年后大牛市的形成就根源于此。而我们写这个报告的意图,并不在于反驳经济内在的动力,我们对于市场的看法也正趋于乐观。但是我们这种乐观是基于市场所处底部区域的判断,而与上述认为是基于宏观经济中周期转折的看法有所不同。

对于经济周期的理解,奥地利经济学家熊彼特综合了前人的研究成果,认为经济中存在长、中、短三种不同类型的周期,每个长周期的长度约为48至60年,其中包含了6个中周期;每个中周期的长度约为9至10年,其中包含了3个短周期;短周期约为40个月,3个短周期构成1个中周期,18个短周期构成1个长周期。

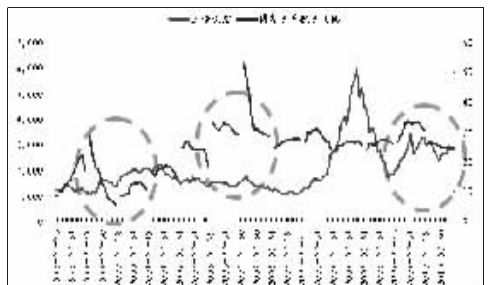
中国上一轮中周期由始至末的时间点应该是在1998-2008年,如果按照一定时间限定简单划分,2011年的确是新一轮中周期复苏至繁荣的起点。

图1:与1998年上一轮中周期相比,新一轮周期的前端低迷在2008年金融危机后极其短暂,经济的增长水平从同比观测来看,已经达到2003-2005年的水平



结合GDP的增长,我们将上证综指和固定资产投资同比放在一块比较,其实从指数与投资的关联性中,我们也可以对中国这一轮周期中的复苏迅速感同身受。1998-2001年的股市回升,有着GDP增长的低谷复苏动力;而2002年后开始的股市调整,则带着明显的投资回升、产能扩张以及政策回归正常化的动力。而回过头来看,我们所经历的从2008年以来的新一轮周期中的2年,实际上已经走过了上一轮周期中的接近5年。

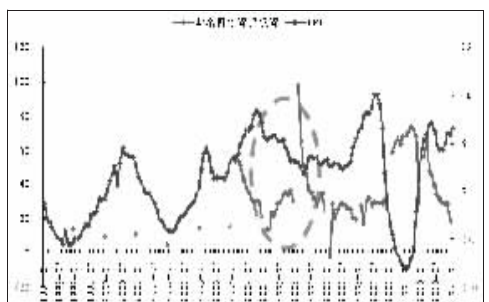
图2:上证指数与固定资产投资同比的综合比较



固定资产投资被认为是GDP三驾马车中最具神奇魅力的一项,是因为其既代表了现在的需求,也代表未来一般是两年左右的产能供给,这也是投资所代表的产能扩张,何以主导一个周期波动特质的根本。对于现在市场的判断力量,从之前的分析中已经体会到我们需要辨别的是2004年投资同比创下新高之后,一方面是A股市场在接下来一年的历史性底部,另一方面则是在于投资增速顶点出现后的高位稳定。

从新增固定资产投资增速与PPI在2004年的关联性来看,伴随着新增投资增速的下降,这里面的因素应该是在于政策紧缩力度的加强,而2004年新增投资的增加也引导了未来2年左右产能供给的充裕,因此,PPI增速在新增投资增速下降之后,未来的高点回落也就成为必然,但这也恰恰成为股市在接下来的2005年震荡筑底的关键。

图3:新增固定资产投资增速与PPI的比较



以现在的情形来说,跟2004年有所区别的一个因素,在于此轮外需恢复与中国经济增长复苏的不同步,这也使得尽管去年的政策紧缩还存在间断泄力的情形,但是在新增投资增速高位有所回落的背景下,PPI依然维持在较高水平。但是展望2011年,2009-2010年上半年新增投资增速的产能释放有望逐步展开,而2011年外需的变化也会由于基数效应有所减弱,这也意味着供需之间的强稀缺正在向弱需求转化,股市正在向前方的一个底部区域迈进。但现在我们需要等待的不是某一个点位,而是产能释放、新增投资下降以及外需可能波动后的一个均衡位置。

■名家|Columnist|

政策拉动型经济增长在结构调整下延续

中国的加息周期可望于2011年6月终结,而经济增长在结构调整压力下将仍现政策拉动的主基调

陆磊

随着2011年1月14日存款准备金率上调至19%和2月8日一年期存贷款基准利率上调至3%和6.06%,标志着货币政策仍然延续2010年10月以来的双紧基调——紧的数量政策和紧的价格政策并用,由此可以确认中国已经明确进入新一轮加息周期。

随之而来值得思考的问题是,本轮加息周期何时结束?经济增长呈现怎样的态势?结合刚刚公布的通货膨胀和货币信贷各项指标以及对主要发达经济体的宏观政策预期,有理由认为,中国的加息周期可望于2011年6月终结,而经济增长在结构调整压力下将仍现政策拉动的主基调。

但是,这一次的故事有所不同,投资主要不是为了保增长,而是为了调结构。与此同时,经济增长将呈现典型的软着陆特征,即2011年第一季度将成为经济同比增长的低谷,随后将进入缓慢上行的通道。

紧缩政策以调控通胀和资产价格

根据中央经济工作会议表述,2011年的宏观政策将进入“积极稳健、审慎灵活”的操作期,这意味着对2009年以来的单纯宽松的财政与货币政策完成了釜底抽薪式调整,即撤除了推动2009-2010年经济增长的主动力——高速信贷投放。虽然我们看到了2010年人民币信贷增量为7.95万亿元,似乎比2009年的9.6万亿元下降了近1.6万亿元,但由于2010年银行体系对票据融资的极度压缩,导致实际一般贷款增加额仍然达到了8.83万亿元,只比2009年少了3000亿元。当然,这还是在自去年10月起严格的信贷控制和加息所造成的信贷压缩背景下所形成的结果。事实上,自2009年天量信贷出现后,必然存在两个可以预期的结果:一是政策退出是迟早之事;二是2009年信贷投放越多,则2010年货币政策收紧的时点到来越早,原因在于外生拉动的经济增长必然导致资产价格膨胀。

第一,资产价格是对投资拉动经济增长模式的必然反馈。资产价格的确反映了公众的通胀预期,但更强的推动力来自中国经济自2009年起进入的一轮融资循环。

■交锋|Pros and Cons|

蓝筹股将成为后续行情的主要推动力

本周开始,两市成交量也从温和放大激增为大幅放量,表明市场不乏做多热情。那么,在当前基本面与资金面处在一个有利于反弹的背景下,未来的推动力是来自于中小盘股的估值回归?还是大盘权重股的上涨?其中,银行和地产股会有怎样的表现呢?且看浙商证券研究所王伟俊和平安证券研究所首席策略师王韧的观点交锋,思想碰撞。

多因素将推动上涨行情

王伟俊:在年度策略报告中,我们预计2011年A股上市公司整体业绩增长19%-24%。按照2011年业绩增长19%计算,1月底市场整体市盈率为15.54倍,处于历史底部区域。2006-2010年三个底部区域的估值均为15倍市盈率。由于大盘蓝筹股估值较低,基本上排除了市场的大幅下跌可能性,而房地产限购政策将使股市成为居民进行资产配置的主要渠道,对市场流动性构成中长期利好,因此,A股跌破15倍市盈率的概率较小。

王韧:在政策拐点决定市场拐点框架下,市场上行依赖于通胀和

第一步,大项目投资拉动需要中长期资金支持,融资来源成为关键问题;第二步,在分税制体系无法触动,市政债券难见放行的背景下,地方政府投资资金来源被客观上压缩到一个极度狭窄的领域——土地出让金收入;第三步,对土地财政的依赖决定了资产价格上涨预期,并因此形成了在短期内可持续的杠杆来源。于是在2009-2010年,与其说信贷导致了资产价格上涨预期,不如说土地财政形成层出不穷的“地王”,并由此形成项目投资中的自有资金撬动银行贷款,再由地王不断抬高资产价格“筑底”。一个实证依据是,2010年土地出让金收入为2.7万亿元,比2009年的1.95万亿元激增70%,而值得对比的是2010年全部中长期贷款为4.2万亿元,土地出让金占中长期贷款比重为1:1.56。

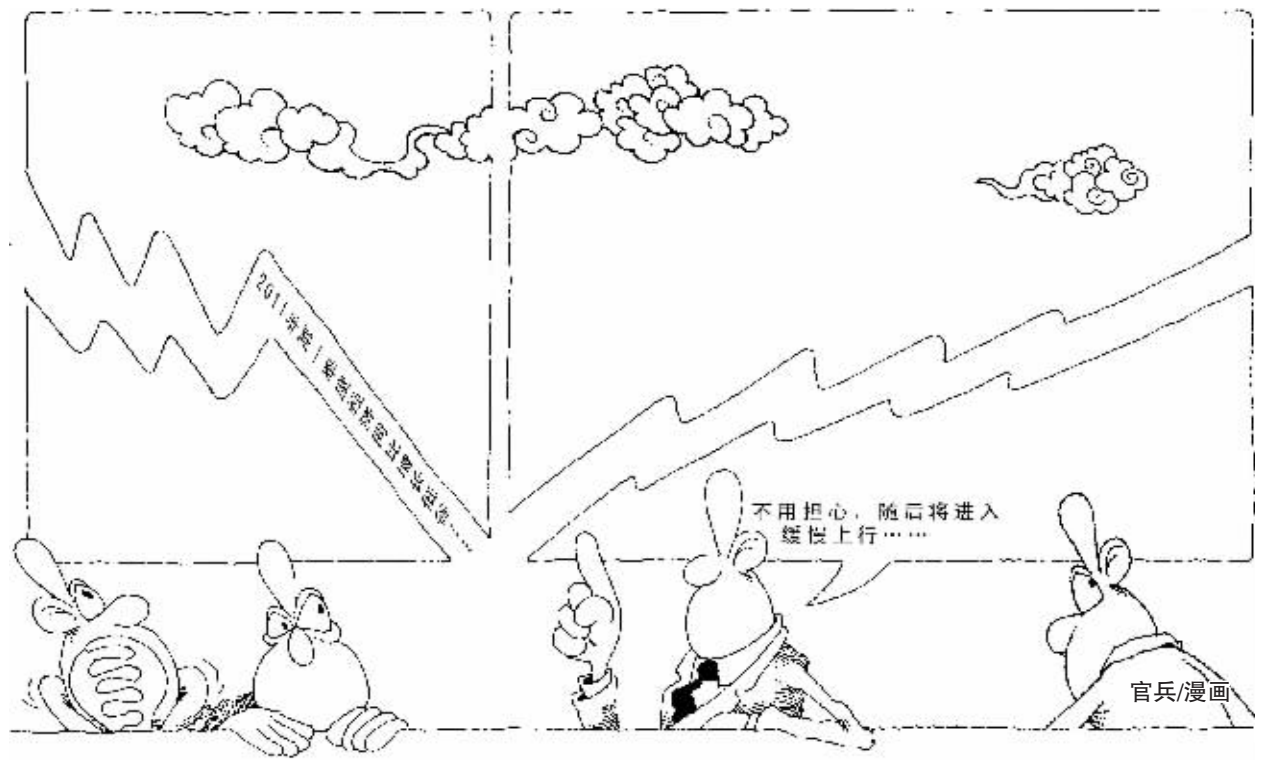
第二,投资需求、土地财政依赖和信贷投放所形成的资产价格上涨,最终形成了一轮通货膨胀。2011年1月CPI涨幅为4.9%,其中与地和房相关的食品和居住价格上涨10.3%和6.8%,仍然构成了通胀的主要动力。尽管在理论上对于结构性通胀仍然存在认识分歧,但通胀的主成分是“土地上缺乏足够弹性的产出”是确定无疑的。

第三,面对投资、土地、信贷、资产价格和通货膨胀所形成的链式效应,本次调控实际上从利率入手是具有一定的针对性的,尽管这还远远谈不上治本。一方面,在理论上投资是对利率的反馈,即经典型投资决策依赖于对实际利率的判断,在通胀背景下名义利率不上调则实际利率持续收缩,并进而导致货币活化和投资加速趋势。其中的机理很简单:资金便宜促进了信贷申请,而存款无利可图则加速了居民储蓄活期储蓄和现金以完成凯恩斯意义上的投机性货币需求。2011年1月的数据亦充分反映了上述结论。1月份的流通中现金增量达135万亿元,同比增长42.5%,成为M1和M2增幅迅速回落背景下一个奇特的高速增长数据。

由此可见,紧缩货币是对当前局势的最佳反馈。

预计本轮加息周期至2011年6月终结

但是,紧缩货币并不意味着必然加息,毕竟我们还拥有存款准备金率、直接的信贷规模控制等数量



型工具。加息原因以及加息周期长度,可以从以下三方面给出解释。

一是近期局势表明,银行体系流动性的极端紧张致使数量型在一季度持续调动的空间日益收缩。一方面,随着信贷总规模上升,每提高0.5个百分点所造成的强制性缴存存款准备金的额度上升;另一方面,银行间市场利率过快上涨,意味着银行体系流动性捉襟见肘,主要银行均面临贷款的中长期性质所形成的资金运用僵化,而储蓄存款活期化所潜伏的偿付压力间的对立,这显然对高度依赖流动性的银行体系已经形成致命压力。在此需要说明,尽管信用风险往往被认为是银行体系最核心的风险,但流动性不足却一般是各种风险最终酿成体系性崩溃的最终表征。

二是加息是对美国货币政策和汇率压力的必然反馈。一方面,美国自2010年10月起既定性采取第二轮量化宽松货币政策(QEII),并进而塑造了一轮全球性大宗商品价格上涨和新兴市场预期与现实的通货膨胀。在中国,国际农产品价格上涨与中国的食品生产价格周期恰好重叠,导致随后的农产品价格投机与一轮CPI高涨。另一方面,人民币汇率升值压力始终没有解除,考虑到利率平价,加息将在实际上造成人民币名义汇率上升。

三是所有的指标均指向2011年6月份,这意味着加息周期可望到该时点走向终结。一方面,根据美联储副主席Janet Yellen于1月8日在丹佛举行的社会科学界联合会上所作的题为《美联储资产买入计划》的演

讲,美联储判断到2012年底前,美国失业率将在8%左右震荡,而美联储的6000亿美元资产购买计划完成后,至少在2012年底前不会出现减持,低利率政策亦将维持;但同时,由于经济弱势复苏和逐步上行的通货膨胀,美联储在QEII于6月到期后很难实行新一轮长期债券购买。这意味着随着美联储发钞计划终结,中国亦将面临输入型通货膨胀的走弱。另一方面,中国的食品价格上涨周期将于2011年6月走完完整的18个月,进入蛛网模型的价格下降期,食品价格因素亦将弱化。

于是,中国的存贷款基准利率上调或许在6月以前完成,此间根据通货膨胀和信贷局势再实施一次加息是完全可能的。

政策拉动型增长在“结构调整”下延续

加息的确造成了固定资产投资成本上升,但这并不意味着中国的政策拉动型经济增长模式的终结。其原因在于,加息并未在根本上解决以下三个问题:

第一,政府投资的利率非敏感性和银行对主权债务风险的偏好。利率波动的确引致了投资成本的易变性,但作为具有隐性财政担保的政府投资项目,却一般不会真正衡量项目回报率与融资成本间的切实关联度,更多着眼于资产变现(如出售土地使用权)后的偿还能力。与此同时,银行对各级政府项目一般赋予更低的风险

溢价(即利率下浮10%),亦反映了其风险偏好。这说明加息或许只能挤出更多的民间投资——这是相对坚持不做亏本生意,并因而对利率较为敏感的一个群体。

第二,当前的宏观政策目标虽然以控通胀为主要依据,但结构调整是必须渐进式推进的重要内容。其中包括进一步实现东中西部地区的均衡发展,中低收入阶层的保障性住房供给,战略性新兴产业建设等。而这些工作的主要压力仍然会落在地方政府肩上,在经济运行中亦必然延续以政策拉动投资,以投资完成结构调整的发展脉络。

第三,考虑到中国对外经济部门中呈现的货币升值与顺差持续收缩态势,在中期中国仍将面临经济引擎切换问题。一个固然正确的认识是,消费将成为经济增长的主要推动力,但收入分配体制改革或许非朝夕间事,且其中的根本问题是如何提高中低收入阶层的平均收入水平并形成切实的消费能力,考虑到城乡居民收入比仍然呈现3.23:1的过高状态,城镇化将是近中期都必须推行的政策重点。显然,这仍将意味着较高的建设性投资需求。

可见,加息或许仅仅塑造了短期经济波动,而从增长引擎看,投资增长率或许不会出现急剧回落,但投资结果却可能因此实现优化,即引导社会资金进入实质性推动经济发展和结构调整的领域与部门。当然,结构调整仅靠加息是不够的。

(作者系华泰联合证券学术顾问、首席经济学家)

市场风格转向结构性轮动

王伟俊:目前中小板和创业板估值较高(市盈率分别为48倍和68倍,市净率分别为5.3倍和4.8倍),估值上升空间较为有限。而大盘蓝筹股的估值仍然处于底部区域,如上证50板块和沪深300板块的市盈率分别为12倍和15倍,市净率分别为2.2倍和2.6倍,有较大的上升空间。从相对估值来看,沪深300板块和非沪深300板块的市盈率比值为1:3.5,市净率比值为1:1.7,显示出以大盘蓝筹股为主的沪深300板块具备较大的估值优势。

而从指数上涨的动力来看,由于中小盘股在上证指数、中证流通指数、沪深300指数等主要指数中的权重较小,只有大盘蓝筹股才能推动相关指数大幅上涨。按最新市值计算,沪深300板块的总市值占全部A股的65%,流通市值占全部A股的70%,中小盘股仅占A股市值的三分之一。在中小盘股的上涨趋势已经部分中断的情况下,只有以沪深300板块为代表的大盘蓝筹股展开估值修复行情,才能推动A股市场的行情往纵深发展。

王韧:我们认为,成长股后市将出现分化和结构性反弹。虽然周期和

成长的中长期估值差逐步“见顶”。但短期而言:(1)新兴领域投资需求仍在提升,成长股相对估值大幅下调的时机并不具备;(2)去年底以来的风格转换部分消除了成长股的估值压力,部分优质个股已呈现买入价值;(3)在全球资金流向和国内货币紧缩仍将压制市场增量资金的情况下,大盘周期股持续上涨的概率较低,其实质仍是业绩增长带来的估值回补,且存量资金从小市值成长股向大市值周期股的转移也会压制赚钱效应,进而打击市场人气。综合而言,中小盘成长股泥沙俱下过程将出现分化,未来三个月期和成长将展开结构性轮动,预期确定性高的周期股和拥有较好业绩和主题支撑的成长股是关注重点。

金融地产股仍承压

王伟俊:良好的年报业绩和房地产限购政策,可能成为推动蓝筹股估值回归的触发因素。年报业绩公布后,投资者会发现许多中小盘股在成长性上并不具备明显优势,成长股的溢价率将逐步回落,而估值处于底部区域、基本面预期继续恶化可能性较小的大盘蓝筹股则面临估值修复机会。建议投资者关注银行、保险、煤炭等行业的投资机会,对地产股我们

保持谨慎观点。从一致预期来看,地产股2011年预测市盈率为13倍,处于较低水平;但是,我们预期房地产调控将维持数年时间,调控对开发商的负面影响还没有在盈利预测中充分体现,年报公布后分析师下调今后两年房地产企业盈利预测的可能性很大;此外,假如部分城市房价确实步入下降通道,投资者对地产股的预期将进一步恶化。

王韧:我们认为,在行业板块中,更多体现金融属性的上游商品股和金融地产股将承受压力,而中游板块将再现投资机会。

超配中游的逻辑在于,全球资金流向阶段性逆压制上游商品价格弹性,而国内通胀预期传导推动中游产品提价,再考虑经济增长、十二五启动和旺季需求因素,中游盈利预期将逐步改善,重点推荐化工、建筑材料、电力设备、交运板块。优选成长的逻辑在于,市场维持区间震荡局面下,调整充分、质地优良且估值业绩匹配度高的新周期成长股将重新赢得资金关注并出现结构性反弹,重点关注节能环保装备、信息建设、生物医药三大主题。另外可关注部分行业内扩张潜力和低估值优势匹配度较高的中盘白马公司。