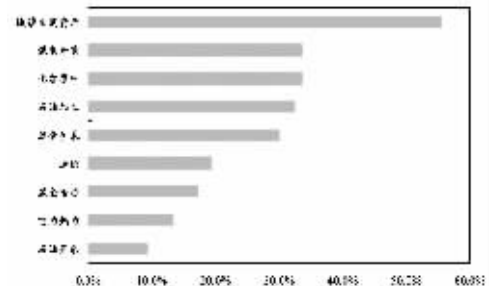


### 每周酷图与思考 | Chart and Idea | 在低投资中寻机会

国泰君安

投资是三大需求中最为特别的,它既代表本期需求,又提供未来的供给。目前,随着以地产和汽车为代表的下游需求的回落,利润逐渐由下游向中上游传导。而除此之外,部分中上游行业由于供给受限,企业利润更多受益于价格上涨,这就是供给的故事——例如2011年的水泥行业。适用“供给故事”的行业有以下特点:近两年投资增长较慢,此后生产增速降低、近期或未来价格和毛利上行较快,企业利润增速上升。

图:2010年-2011年固定资产投资累计增长幅度

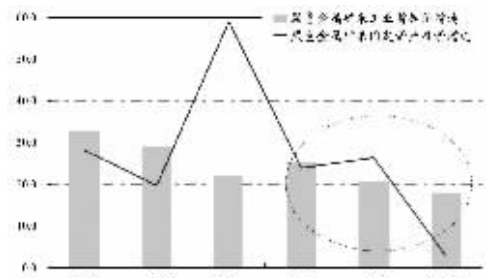


细分到行业,由于受政策影响,中上游行业近年投资增速明显下滑。石油开采等8大行业在2010年后固定资产投资累积增长低于35%,其中除造纸外都属于中上游行业。

#### 一、钢铁过剩有所缓解

钢铁业属于传统的产能过剩行业,但和它相关的黑色金属冶炼和矿采业投资增速近年都较低。2009年以来,黑色金属冶炼投资增速明显较低,而行业工业增加值也连续保持低增速。如果说2008年是因为需求端出现问题那么2009年至今生产增速远低于整体工业增加值增速很可能说明行业的产能过剩现象已经有所缓解。

图:黑色金属矿采工业增加值和固定资产投资增速

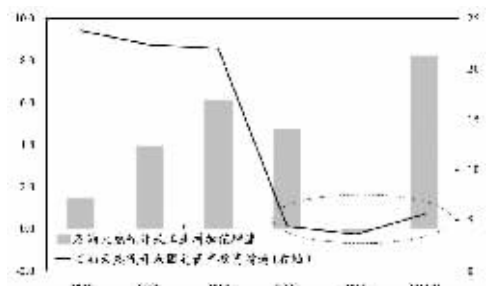


在对钢铁行业的分析中可以看到,受益供给瓶颈的行业有以下特征:近两年投资增长较慢,此后生产增速降低、近期或未来价格和毛利上行较快以及企业利润增速将会有所上升。

#### 二、供给无碍石油产业

石油和天然气开采及石油加工行业近两年投资增速同样较低。

图:石油天然气开采工业增加值和固定资产投资增速

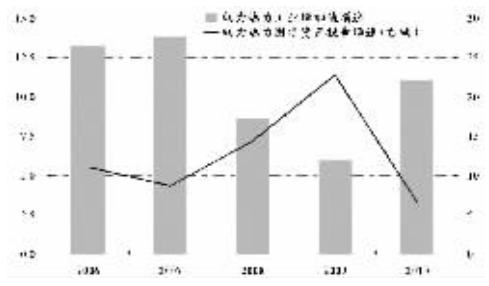


作为上游行业,石油和天然气开采目前景气程度较高,2011年前两个月收入和利润增速也较2010年四季度有所回升,但行业没有明显受益于国内供给增速的下行。综合来看,石油行业虽然近年投资较低,但供给问题并不会对其未来利润产生决定性影响。

#### 三、电力投资或将受益

电力热力行业由于受到管制,即使供给受限也不会带来行业利润上行,只会促使电力投资增速回升。在地产投资下行的背景下,作为主要基建行业之一的电力燃气和水的生产与供应行业或许在未来会迎来比较好的增长机遇。

图:电力热力工业增加值和固定资产投资增速



#### 四、造纸产能依然过剩

目前,造纸行业收入和利润增速都在下滑的通道中。造纸行业属于下游行业,虽然它的过剩产能也正通过低投资消耗,但程度明显不及钢铁业。

#### 五、化工细项或有机会

2011年一季度,化纤行业收入增速向上,但利润增速已开始下降。虽然化工原料2011年一季度行业利润增速也出现下滑,但其子行业很多。由于其投资增速明显下行,部分子行业或正受益于供给受限、价格上涨。

### 名家 | Columnist |

# 曹仁超:2011年应退出房地产 买入收租股

## 房地产严控政策下,房价面临下降通道,而房产租金仍看涨

今年以来,投资环境复杂:人民币强势依旧,汇率不断刷新纪录,升值步伐有望持续加快;房地产行业虽然调控声声,但一直被质疑调控终变“空调”;上证综指围绕3000点反复震荡,是否能整固盘升向上仍不能肯定;内地货币政策继续运行在紧缩的轨道上,日本发生大地震,中东、北非局势持续不稳,黄金在4月19日站上1500美元/盎司大关。投资者面对这一系列不明朗因素,应该如何理清思绪,做出更合理的投资决策呢?为此,证券时报记者采访了有“香港股神”之称的曹仁超,请其为投资者解惑。

证券时报记者 钟恬

### 高通胀压力下 人民币升值速度将加快

证券时报记者:您如何看待中美两国对人民币汇率问题的争端?

曹仁超:美国为了本身经济的理由不断将美元汇价贬值,反之人民币由于出口能力强却有升值压力,上述已是不争事实。但人民币升值太快对中国经济转型不利,因此应该有秩序地升值,例如每年上升3%到5%,极限是7%,让中国经济慢慢适应。这种情况有如1971年至1999年的西德马克,总共花了30年时间才完成升值,然后变成欧元。今天德国经济仍然十分强劲。反观日本在1985年至1994年因日元升值太急带来长达20年的经济衰退。中国的人民币从2007年起计,相信要花20年时间才能完成升值过程,上述升值速度对中国经济最有利,反之一下子升得太急,会破坏中国经济稳定增长,一旦重演日本模式经济便会很麻烦。

证券时报记者:对于今年人民币升值的幅度,您有何预测?

曹仁超:今年在高通胀压力下,人民币升值速度可快一点,例如全年升值5%到7%。

证券时报记者:此前在香港科大听您的讲座,您说以前反对联系汇率,但现在变成支持联系汇率制度,为什么您的态度会有转变?

曹仁超:联系汇率1983年11月在港实施,是当年出现港元信心危机下的临时措施,其后变成长期措施。当年本人反对的理由是,由于香港有中国因素,令香港GDP仍处于高增长期,而美国经济进入成熟期,GDP进入低增长期。一个处于年青时代的经济实体怎可同一个处于中年时代的经济实体挂钩?联系汇率带来1983年至1997年香港的高通胀期及楼市狂升期,然后再带来1997年至2003年香港的通缩期及楼市

狂泻期。

从2003年起,本人改为支持联系汇率,理由是香港经济也进入了成熟期。这与美国相似,联汇制度反而有助于香港经济复苏速度加快,例如内地人来港购物、置业、内地公司来港上市。世上没有永恒不变的真理,一切皆因时代改变而改变。例如20世纪30年代,美国采纳凯恩斯理论是对的,但到了20世纪70年代却引发美国恶性通胀,1980年起美国便改为采用佛利民理论。这与到2007年,过分宽松的货币政策引发全球性金融海啸,令大政府主义又再抬头的道理一样,证明一切制度都会因时代改变而改变,没有永恒不变的真理。

证券时报记者:您认为在什么样的情况下,香港可放弃联系汇率?

曹仁超:在人民币国际化之路完成后,香港联汇制度将无疾而终。因为届时港元的国际地位一落千丈,一如今天的澳门元地位一样,只是一个城市内的货币。换言之,就让香港联汇制度随人民币国际化而慢慢终结吧,不用为它定下时间表。

### 黄金投资价值已不大 未来走势由消息面左右

证券时报记者:黄金价格上涨历经利比亚战争、原油期货价格破百、日本大地震、标准普尔将美国政府债务前景降至负面,最终在4月19日站上1500美元/盎司大关。分析人士表示,国际局势不稳、欧债危机持续以及白银价格攀升,都加剧了黄金价格的上涨压力。不过,从您的讲座和博客内容来看,您并不看好黄金后市,不知这些大事件是否改变您对今、明两年黄金走势的看法?

曹仁超:2000年至2010年是个看好黄金的时期。金价由252美元一盎司上升到1300美元以上,个人认为已物有所值。任何商品短期价格的升降都极受消息影响,例如美国的QE2、中东的局势、日本大地震等皆可令金价出现超买,

不然他日如何回落?个人意见是,金价一旦高于1300美元一盎司便是炒消息。消息时好时坏,因此当金价超过1300美元之后个人便不再评论。但我要强调,不是看淡短期金价而是不再评论未来金价的去向,金价将由当时的消息决定升降。

证券时报记者:在科大的讲座中,您谈了黄金、白银及铜在走势上的联动关系,非常有意思,希望您能结合近期这三者的走势,再给我们的读者讲讲。

曹仁超:黄金牛市到后期往往是白银涨幅更大,例如1979年,反之铜价却跟不上。上述情况今年再出现,加上2011年首季有46%黄金是被投资者吸纳而非珠宝商,即投资需求取代实质需求。另外,期权合约成交额大增而黄金ETF需求却回落,代表炒家正在取代投资者。能够说的话仍是那句:金价一旦超过1300美元,投资价值已不多,余下只是炒卖价值。

### 货币紧缩政策下 今年楼市见顶几率达60%

证券时报记者:您曾在博客中讲2010年初不少内地投资者问:他们错过了2009年4月投资一线城市住宅楼机会,应怎么办?个人回应是:投资二线城市住宅楼宇”,而您的另一篇博文在谈到2011年看淡行业时,指出看淡建材股,因为“相信内地楼价今年内见顶”,并建议“除自住物业外,不再投资第二间物业”。这是不是意味着,您已经全面看空内地房地产市场,包括二线城市的住宅?

曹仁超:在2009年,个人是内地一线城市住宅楼的大好友(即看多者),2010年是二线城市住宅的大好友,相信内地楼价在2011年内见顶机会十分大。因为政府已逐步抽紧银根,即第二个看淡楼价的讯号已出现。如果第二个讯号出现,即利率高于CPI的升幅,楼价便进入回落期。短期内中国CPI仍会上升,例如见到6%的升幅。今年第三季之后,内地CPI的升幅将回落,估计明年内地CPI升幅应少于4%。反之,全球性利率却在上升,因此不排除明年人民币存款利率见4厘,即出现利率高于CPI升幅的情况在2012年再出现。而楼价可能走在上述情况出现之前,即2011年楼价见顶机会已超过60%。

### 持续收紧银根 将致A股反复上下

证券时报记者:您如何看待近期A股在3000点左右的争持?

曹仁超:国际因素方面,美联储二次量化宽松政策将在今年6月底完成,加上内地抽紧银根、日股大跌等,都使A股在3000点左右的争持



钟恬摄

## 曹仁超看好及看淡行业

2011年仍可看好行业:1. 出售奢侈品而非大众消费品的行业,因为新兴工业国的中产阶级正在迅速扩张,他们需要奢侈品去突出自己;2. 健康产品及医药产品,因“十二五”规划支持上述行业发展,而且战后出生婴儿自2011年起踏入65岁的退休年龄;3. 买入收租股,因租金仍看升;4. 买入那些能节省劳工成本之股份,因内地工资进入大幅

上升期;5. 煤炭股,因油价已升穿100美元。

2011年看淡行业/资产:1. 建材股,相信内地楼价今年内见顶;2. 除自住物业外,不再投资第二间物业;3. 出售大众消费产品股;4. 出售中小型企业股,投资欧美大型银行股;5. 出售垃圾债券、美国州政府或市政府债券,集中投资国库券;6. 选择性出售原材料股(例如那些硬原材料股,只投资农产品股);7. 出售普通科技股。

继续。我认为后市走势是:A股好也好了,淡也淡不了,上落市仍是方向,即牛皮盘整行情。

证券时报记者:此前您预测A股牛市从2008年11月就已经开始了,一个牛市通常可以维持3年、5年甚至7年,目前A股仍处于牛市二期(第一期是2006年和2007年的大牛市行情),您认为内地今年持续加息和调升存款准备金率,将会给股市带来什么样的影响?

曹仁超:内地人行持续加息及调升存款准备金率,是令A股在

3000点左右进入上落市的理由。在上述形势有所改变之前,A股上落市的方向恐怕不是短期内会改变的事。

证券时报记者:不过,您又建议“买入收租股,因租金仍看升”,即是您仍然看好房地产租赁市场?

曹仁超:目前收租股的股价是假设未来内地楼价回落30%,但个人看不到内地楼价可回落30%的理由,因此建议在2011年内抛售房地产、吸纳收租股。上述应该是挺好的投资建议。

### 解读债券市场对于股市的参考意义

# 国债息差扩大支持A股向上攀升

廖科

债券市场和股票市场联系密切,比较而言,债券市场投资者一般更为理性,投资时更多地关注经济的基本面情况。由于个股偏好带来的主观因素影响相对较少,因而债券市场走势对于股市常有洞察先机的功效。债券市场对于股市的参考意义可从以下三方面考虑。

第一,债券市场很可能与股票市场呈现跷跷板关系。债券市场和股票市场间关系较为复杂,但直观上,2005年之后,债券市场和股票市场确实存在此消彼长的关系,10年期国债的到期收益率和股指呈现了较强的正相关性。股市和债市都是资金配置的标的,在资金总量一定的情况下,资金如果从债市流出,作为资金备选的股市出现资金流入是大概率事件。就配置效应而言,债市走弱利好股市。不过,债市走弱一般是在升息等货币紧缩

阶段,这在一定程度上将减弱债市资金流出的利好作用。2010年9月开始,持续了近3年的债市牛市终止了脚步。根据2005年来债市和股市的正相关性,股市中长期有望受益于债市的调整。

第二,债券回购利率可作为市场流动性的参考指标。债券质押式回购交易指融资方将债券质押,并按约定的回购利率在某一指定日期收回质押债券的交易。在开通交易权限后,投资者可以通过股票账户进行质押式债券回购交易,其利率走势也可通过交易软件方便获得,比如上海证券交易所1天回购利率的代码为GC001。一般而言,回购利率的持续走高意味着市场资金面趋于紧张,此时市场将面临资金成本上升带来的压力,比如2010年12月中至12月底以及2011年1月中至1月底,市场回购利率持续上行,股票市场也出现了较大的调整。

第三,国债息差走势和市场走势趋于一致。长期国债和短期国债到期收益率之差决定了利率曲线的陡峭程度,是债券市场上一个非常重要的指标。长期国债和短期国债息差走势和股市的关联性呈现出阶段性的特点。从美国股市的情况来看,金融危机之前,美国国债的息差走势和股市呈现出的是负相关性。比如1992年至2000年,美国国债息差回落对应的是股市大牛市,而2000年至2003年息差回升对应的则是市场下跌。但金融危机后,美国股市和债券息差走势反而呈现了一定的正相关性。中国市场上,国债息差在金融危机前和股市关联性较弱,但2008年下半年以后则和上证指数呈现出较强的一致性且走势多次领先股市。比如2009年7月A股市场顶部和2011年1月A股市场的底部出现前,国债息差都提前出现顶部和底部。金融危机后,市场对于未来经济的预期是市场走势的重要决定因素,而当国债息差扩大时,市

场对于未来经济的预期向好,股市走势也趋于向好,因而国债息差和指数表现出了较强的一致性走势。根据中国债券信息网的数据,当前银行间10年期国债的到期收益率为3.89%,而2年期国债的到期收益率为3.89%,两者收益率之差为0.80%。

2002年以来,10年期和2年期国债息差的均值为1.12%,当前的国债息差大幅低于历史均值,未来有望维持上升态势,从其与上证指数的关系来看,A股中期维持上行趋势的概率确实更高一些。

(作者系东航金融研究员)

图:国债息差走势利好A股



(资料来源:东航金融)