

■每周酷图与思考|Chart and Idea|

中级反弹可期

看好受益保障房及供给受限的中游行业所具有的弹性机会

国泰君安策略部

历史底部特征

这些年市场底分为预期底、政策底和经济底,现在接近预期底。当然还有投资者关注估值底,但我们倾向于认为估值不会成为市场中短期的推动因素。一般而言,投资者对于政策和经济的预期首先发生改变,促成市场发生变化,可能出现底部,这一般发生在市场周期性级别调整中,其后政策转变,往往伴随着流动性指标拐点,确立市场底部,而经济底或者是业绩底往往滞后于市场,作为底部之后上升趋势的确认。

例如,2005年和2008年系统性熊市后,依靠政策打下底部,2005年6月股改之后掀起寻宝游戏,但10月三季报出炉时,单季同比负增12%,市场二次寻底。在2005年四季度单季业绩低点后,确立上涨趋势。2008年刺激政策之后,多数经济指标在11-12月见底。

图1 业绩底部确认后市场上涨趋势

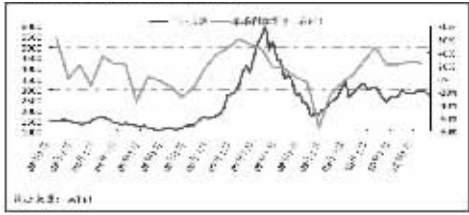
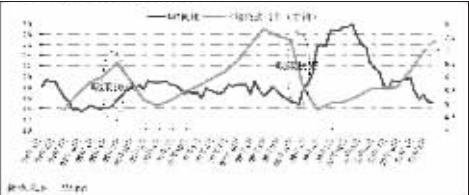
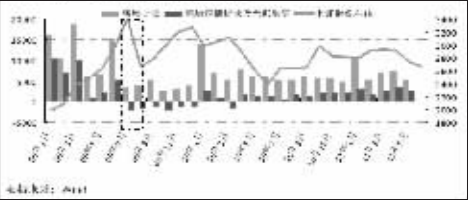


图2 政策拐点与市场底部重合



2009年7月份,央行重启定向票据,银监会要求严格执行二套房标准,拨备覆盖率达到150%,并开始加强贷款监管。信贷政策转向加上扩容压力,触发市场下跌,投资者开始形成政策将从保增长转向调结构预期。但十七届四中全会公报前后,投资者预期开始修正。

图3 2009年7月信贷转向引发市场下跌



2010年4月之后在地产调控、地方融资平台及6月份银监会开始考核存贷比因素下,市场开始下跌,投资者预期转差。但在存贷比考核时点过后,PMI和工业在6-7月快速下降后,投资圈对政策预期开始转变。其后政策确实发生了变化。

2010年11月在货币政策转向之后,市场下跌,同时与2010年6月一样,货币市场资金开始趋紧,MO出现大幅波动。投资者开始担忧紧缩过度和经济减速。但2011年1月底,央行启动逆回购向市场注入流动性,同时MO的季节性波动结束,市场预期发生改善。

经济在减速

5月经济数据透视出经济的全面减速,针对食品价格的上涨,紧缩意义不大。工业环比逼近去年6月低点,消费与投资虽然名义增长不错,但扣除通胀之后的实际值并不理想。实际消费增速回到12%,固定资产投资增速回到20%,只是比2008年稍好。

而外围经济不确定性也在上升。不管是美国债务问题还是欧洲债务,谈判双方都处在一种危险的博弈策略之中。对于美联储货币政策的取向,也就是QE(量化宽松)3的概率,会根据最新的数据不断发生变化,例如5月美国CPI(消费者物价指数)超预期了,油价就被打下去。这意味着我们的政策不能在一个方向上走到底,要留有余地可以回旋。

5月份CPI超预期的主要原因在于食品,以猪肉价格为主,而非食品和PPI(工业品出厂价格指数)均是符合预期的。回顾前两轮通胀上升的特点,PPI都是后于CPI食品见顶,导致紧缩政策持续。据宏观判断PPI已经见顶,下半年CPI压力主要来源于食品,或者猪周期。这也意味着货币政策对于控通胀的效力在弱化。

A股调整接近尾声

从幅度和时间看,接下来两周调整将结束。1995年至今A股调整时空分布,集中在10%至30%之间,85%的调整时间小于75天,如果剔除2008年单边下跌和2001-2004年间长期熊市,70多天是调整时间极限。至今A股市场调整了14%,持续60天。从美国在滞胀时代调整经验看,在紧缩后经济下行周期中,美股在1981-1982年表现最差,经历了3次调整,每次幅度在13%-16%之间,调整时间平均70多天。调整之后反弹平均幅度11%,持续2个月。

我们认为A股市场将在本月底结束调整,随后将有持续数周上涨,我们看好受益保障房以及供给受限的中游行业所具有的弹性机会。

■名家|Columnist|

通胀和转型、通胀和增长、增长和转型,构成中国经济的“不可能三角”

破解中国经济的“不可能三角”

当前中国经济面临的核心问题是如何平衡通胀、增长和转型三者的关系问题。这三大问题互相纠结,似乎很难兼顾。我们认为靠原有的制度很难实现三者兼顾,考虑到中国是一个新兴加转轨的大国,制度改革和创新将有助于破解“不可能三角”问题,推动中国经济进入良性循环。

在政策得当、没有大的外部冲击的情况下,全年经济不悲观,将保持高增长、高通胀格局,预计GDP(国内生产总值)为10%,呈现U型走势;通胀为4.9%,呈现倒U型走势。中国经济有望在三四季度之间走出小滞胀,迎来小复苏。

李慧勇

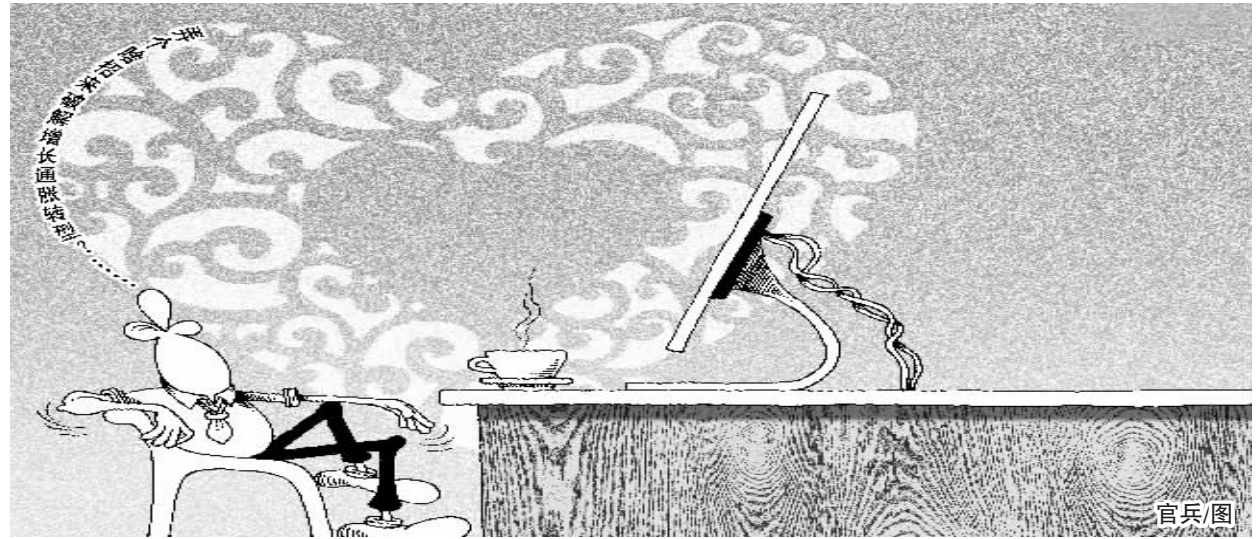
上半年最流行的一个词就是纠结。中国经济似乎陷入了一个死结,这些问题剪不断,理还乱。而问题的核心是如何平衡通胀、增长和转型三者的关系。屡屡能听到的说法是,要转型就要理顺不合理的要素价格,通胀就要上行。要控制通胀,就要收紧信贷,增长风险控制增加。如若太在意增长,转型就很难顺利推进,而通胀也很容易反复,三大问题互相纠结,难以兼顾,中国经济前景堪忧。1999年克鲁格曼在总结国际货币制度缺陷时,提出了关于资本自由流动、货币政策独立和汇率稳定三者不可兼得的“不可能三角”定理,而稳增长、控通胀以及促转型,已经成为当下困扰中国经济的不可能三角。

这样的分析突出了中国宏观调控三大目标之间矛盾的一面,但过于简单的分析难免使得问题限于极端,我们认为不应该把三大目标之间关系看得过于片面,中国经济也没有必要悲观。就像任何经济定理都有其成立前提一样,在严格的经济前约束下,国际经济学的三元目标确实难以同时实现。但由于在现实生活中,定理适用的前提并不完全存在,打破“不可能三角”并非不可能。搁置理论上的探讨不谈,在实践中我们已经看到加拿大、澳大利亚等经济体同时做到了独立货币政策、资本市场开放和浮动汇率体制。按照同样的逻辑,在僵化的思维和既有的制度框架下破解中国经济的“不可能三角”是不可能的。但考虑到中国是一个新兴加转轨的大国,具有广阔且多样化的国内市场,存在大量的有待改善的制度空间,完全可以通过制度改革和制度创新,破解中国经济的“不可能三角”问题,推动中国经济进入良性循环。

破解之一: 通胀和转型的困局

通过理顺要素价格,改变粗放式经济增长方式存在的基础,是促进经济转型的关键。但是廉价的要素价格、廉价的劳动力价格的改变,不可避免地会引起相关价格的上涨,使得通货膨胀水平上升。要处理好通胀和转型的关系,需要同时做好两个方面,一是涨价有理,但还要涨价有度。要根据经济发展的需要以及企业和居民的承受力设计好价格改革的进度。既不能因为害怕价格上涨而不调价,也不能盲目搞价格闯关造成物价飞涨。就当前的实际情况看,电力、成品油等重要生产资料价格改革,是促进企业节能减排和增长方式转型的突破口,应该坚定不移地大力推进。而部分生活必需品价格上涨幅度,应该予以适当控制。

二是提高居民和企业的通胀容忍度。提高通胀容忍度,并不是把每年CPI(消费者物价指数)的调控目标从3%提高到5%这么简单,更重要的是增强居民和企业应对物价上涨和成本冲击的能力。与同为发展中国家的金砖国家相比,我们的通胀水平并不高,为什么居民和企业反应这么大?原因之一是各种制度不完善,居民和企业缺乏应对物价冲击的屏障。对居民而言,这体现在社会保障制度不完善,应该通过减税、加大转移支付力度和补贴力度等,提高居民抗通胀冲击能力。对企业而言,一方面,在释放成本压力的同时,应通过降低营业税、增值税等减税措施降低企业成本,提高企业的抗通胀冲击力;另一方面,应鼓励发展新产业,推动产业升级,减少对传统能源的依赖,从根本上提高企业抗通胀冲击力。



破解之二: 通胀和增长的困局

通胀和增长的典型困局是治理通胀,收紧信贷,影响增长,引发金融风险。要摆脱一收就死、一放就乱的魔咒,核心是改变增长过于依赖银行信贷的情况。在社会资金主要来源于银行信贷的情况下,旨在控制通胀的货币紧缩很容易造成经济大的波动;如果降低信贷融资在社会资金来源中的比重,在经济过热、通胀压力加大时既可以通过货币紧缩来为经济降温,也能够避免对社会资金影响过大而导致经济大的波动。

首先是加大直接融资的比重,形成多元化的融资结构。由于企业规模、所处的生命周期、行业性质、所需要的资金规模不同,需要的金融市场结构也不同。信贷资金一般应用于补充短期流动资金,中长期的投资资金一般应该从资本市场筹集。对大企业而言,凭借良好的资质,可以通过上市、发行公司债券等筹集资金;对中小企业而言,宜通过中小板、创业板,以及通过鼓励产业基金等方式融资。

其次,在解决融资平台问题的基础上,开辟地方新的资金来源。与企业资金紧张状况一样,在信贷紧缩的背景下,地方政府也面临着严重的资金问题。当前需要从四个方面解决地方政府的资金困境。一是妥善解决地方融资平台的债务问题。根据人民银行和银监会的统计,目前地方融资平台的债务规模大概在10万亿左右,其中有2万亿-3万亿不良债务。考虑到地方债务形成的合理性,可借鉴四大国有银行不良资产剥离的方式,由中央、地方政府和银行三方共同承担不良资产的损失。二是允许地方政府发债。从基础设施建设的资金来源看,美国等发达国家都是以直接融资为主,即使是在间接融资占比较高的日本,基础设施建设资金来源中,地方债也占有20%左右的比重,但是在中国,通过债券筹集的资金仅占不

到1%。应尽快通过预算法修改,允许地方政府发行市政债券来为基础设施建设筹集资金。三是变土地财政为国有资产财政。土地仅仅是政府的资产之一,而不是全部,过去十年房地产市场的发展,使得土地财政的作用发挥到极致,在房地产调控,土地财政负面作用太大的情况下,可通过政府掌握的其他资产例如有企业资产、外汇储备等的经营筹集资金。四、最重要的也是最根本的是改革财税制度,形成中央与地方政府财权和事权相匹配的财税体制。1994年财税体制改革后,形成了财权上交、事权下放,也正是这种格局导致地方政府缺乏必要的资金来源,导致地方政府违规集资和债务膨胀。因此,应尽快改革不合理的税收制度,为地方政府收入稳定增长提供基本保障。

破解之三: 增长和转型的困局

从长期看,增长方式的转变有助于经济的持续健康增长,但从短期看保增长和促转型矛盾明显。要改变增长方式,就要改变不合理的要素价格结构和分配结构,这将增加企业成本,影响经济增长。同时,增长的驱动力从外需转向内需、投资转向消费也在一定程度上意味着增长速度的放慢。但是从动态的角度看,完全可以通过制度设计将二者统一起来,通过转型来推动增长。

一是变二元经济的劣势为优势,把中西部和农村打造为新的增长动力。由于发展的不同步,过去30年的经济发展中,中国形成了明显的二元经济结构。一个是城乡二元结构,一个是东部和中西部的二元结构。农村城镇化的过程、中西部加快发展的过程既是经济转型在区域经济发展上的要求,也为区域经济发展提供了新的增长动力。从而在经济空间结构上实现了促转型和保增长统一。二是把投资和消费结合起来,以投资来促消费。从国民经济核算来看,消费多了,能够用于投资的储蓄就少了,二者似乎是对立的。但是考虑到随着居

民消费水平的提高,住行等服务性消费比重不断提高,而这部分消费大多需要相应的消费条件做配套。假如能够通过加大城乡基础设施、医疗卫生设施、文化娱乐设施、交通通信设施等条件的改善,为居民消费提供更加便利的条件,毫无疑问这也推动消费的增长。因此,旨在改善消费条件的消费性投资也将成为以转型促增长的新增长点。

立足于上面的分析,我们维持对中国经济的乐观判断。并判断中国经济有望在三四季度之间走出小滞胀,迎来小复苏。第一,关于通胀。根据我们对通胀分析的三维逻辑框架,我们依然认为通胀失控的可能性不大,全年CPI估计为4.9%,呈现倒U型走势。高点在六七月份,10月份之后压力会明显减轻。第二,关于政策。伴随着宏观调控目标的基本达到,宏观政策会择机微调。观察的信号包括:管理层对宏观调控效果的进一步肯定、地方融资平台清理整顿结束、项目审批进程加快、国有投资增速加快等。货币政策维持稳健基调,但是紧缩力度会降低。伴随着通胀的稳定,利率和准备金率的调控接近尾声,预计年内还将加息1次,时间点是6-7月份;准备金率的话,由于下半年资金回笼压力不大,准备金率上调的频率将明显降低,预计上调2次左右,上调至22.5%;汇率:人民币对美元继续有序升值,维持年内升值到6.3,升值5%左右的判断。第三,关于经济。我们预计2011年经济仍可实现高速增长,预计GDP增速为10%,并呈现U型走势。其中2-4季度GDP增速预计分别为9.5%、10.4%、10.2%。中西部、产业升级等转型性投资对中国经济推动作用正在明显提升;第四,关于企业盈利。企业利润增长有压力,但并不悲观。需求总体稳定有助于企业盈利稳定,预计全年工业企业盈利增速为26%,企业利润不会出现负增长。

(作者系申银万国证券研究所执行总经理、首席宏观分析师)

QE2月底到期,到期前的美联储最后一次例会已有结果:维持低利率不变

遇经济复苏“逆风” 美仍不着急收紧货币

日前,美联储召开6月议息会议。会后美联储宣布第二轮量化宽松政策如期在本月底结束,但考虑到当前经济复苏进程慢于预期,美联储将到期债券的本金进行再投资,保持现有资产规模。美联储认为目前美国经济复苏所遇到的“逆风”比预期的要强,且持续时间可能更长,下调2011年经济增长预期,从此前3.1%-3.3%下调至2.7%-2.9%。且看平安证券何庆明、国信证券崔嵘对此的观点。

为什么仍维持极低利率?

平安证券何庆明:有三方面的

原因。维持在高位的失业率,以及较高的能源、食品价格影响了居民购买力和消费意愿;房地产市场表现持续低迷,房屋销售和价格数据并不理想;日本地震对全球供应链的影响还在持续,短期内仍会影响美国相关产业的生产活动。

国信证券崔嵘:本次会议对5月份相关数据的判断,与前次4月份会议基本一致,维持QE2计划和规模不变。从通胀看,虽然通胀近期有所上升,但预计随着能源和其它商品价格回落,通胀将放缓至符合或低于联储的目标水平。从经济前景看,部分因日本地震灾害造成的供应链中断及食品、能源价格走高对就业和整体经济构成压力,经济增长低于预期,但这一迟滞是暂时的;预计经济将在之后几个季度开始加速,失业率也将恢复至目标水平;下调2011-2012年经济增长预期。

并未暗示QE3的可能

平安证券何庆明:通胀继续上

行,但整体可控,给美联储尽量延长低利率持续时间提供了条件。5月美国核心CPI(消费者物价指数)同比为1.5%,环比增速0.3%,美联储上调2011年核心CPI预测值至1.5%-1.8%。从数据上看美国国内通胀仍将呈现温和上行的态势,在会议声明中美联储也表达对通胀保持关注,但美联储认为通胀上升仍是短期现象,如果未来国际油价能够保持平稳,那么推动美国国内通胀上行的动力将削弱,同时美国国内中长期通胀预期依然稳定。因此,我们认为尽管未来美国CPI还可能继续上升,但通胀和通胀预期仍在美联储预期之内,美联储会尽量延长低利率政策的持续时间。

国信证券崔嵘:虽然会后声明维持了对经济中长期的乐观预期,但伯南克依然秉承在“较长时间内”维持低利率的观点,意味着美联储目前不急收紧货币政策,同时也不会贸然实施第三轮量化宽松政策(QE3)。伯南克同时表示,对退出政策设定一个通胀或失业率具体目标是不切实际的。在目前经济增长和通胀形势的背

景下,美联储政策不会有朝向任何一个方向的根本性转变。

对未来市场的判断

平安证券何庆明:由于目前美国经济复苏进程仍有波折,仍需要极宽松的货币政策来刺激经济,因此在QE2结束后将进入政策观察期,美联储需要时间来评估未来可能的经济复苏进程。我们认为:短期内美联储仍会维持现状。美联储继续保持现有的资产规模和伯南克在新闻发布会上对“extended period”的解读:至少未来2-3次议息会议都是明显的信号。

国信证券崔嵘:5月初以来美元出现的反弹,应看作是提高白银保证金、拉登被击毙、欧元区维持原利率以及欧债危机再度升温等一系列外因作用下的“被动”上涨,而非促使美元反转的内因导致,即美联储改变量化宽松政策的预期。我们维持,美元指数处于底部区域,趋势性美元反转的确立需等待美联储会议措辞的根本转变。在全球经济增长面临诸多不确

定性因素影响下,我们认为美元指数自底部震荡向上的概率更高。

平安证券何庆明:8月的议息会议将成为关注的焦点。在未来的2个月内,欧洲央行(ECB)将举行议息会议(可能会加息),欧债、美债问题将会陆续出台实质性的解决办法,而经济运行数据也将给美联储提供更多参考,届时美联储可能会透露出更多的关于未来政策调整的信息。

国信证券崔嵘:2011第二季度美国经济出现放缓迹象,主要是受制于收入增长低于预期。作为消费领先指标的实际平均时薪5月份环比微涨0.1%,同比降幅由1.5%扩大至1.8%,为2010年11月份以来连续4个月下滑,主因是在名义收入未出现显著增长的情况下,食品和能源价格的上升降低了居民的实际购买力。未来至少一个季度内美国消费支出增速也极有可能随之放缓。

平安证券何庆明:坚持之前的观点,美联储首次加息可能在2012年上半年。(言心整理)