

2012 “宽”货币 估值“升”

□中证证券研究中心 卫保川 丛榕

(上接T01版)

经济减速已定

货币政策需要服从经济发展需要,当经济增长出现风险之时,宽松已是必然之选。分析目前经济形势,我们判断这一时刻已经到来!

首先,出口受到严重挑战。自2010年二季度开始,我国出口增速一直下降,2011年下半年以来降速更为明显。展望2012年的出口形势,依然绕不开欧洲、美国和日本的经济状况——三者合计占到了我国出口总额的43%左右,欧洲更是占到了18%。而欧债显然是一个短期无解的问题,作为“欧洲的司机”,德国要求其“不良乘客”必须紧缩财政、减轻负担。但问题是,财政紧缩会进一步导致经济衰退,大量的债务问题也制约着银行的信贷能力。财政和货币政策的双紧,使得欧洲2012年最好成绩或许是零增长,衰退更是大概率事件。美国目前势头不错,但考虑到依然面临长期去杠杆,对应的长期增长率也将受到抑制。而且,由于贸易和金融层面的高度挂钩,包括中国在内的新兴市场之间的贸易也将受到负面冲击。因此总体看,2012年净出口对经济拉动作用将会在2011年为负值的基础上继续减弱。

无论是贸易顺差增速还是在GDP中的占比,2008年后均出现了趋势性下降。从长期趋势看虽不至持续逆差,但WTO效应消失、人口红利削弱、人民币累计升值和贸易方针转变,高顺差时代已确定一去不复返。随之对应的是,流动性增长的外部动力减弱,人民币汇率将进入双向波动阶段(见图2)。

其次,投资缺乏乐观因素。按支出法计算,资本形成总额贡献率50%左右,是影响经济增长最主要的因素。近十几年以来,中国经济增长主要依赖的就是出口和投资,且两者之间呈现此消彼长的关系:每当外需下滑时,由我国自主决定的投资便大行其道。但当前,虽出口下行已定,但投资增长却也不容乐观。

从2011年11月的数据来看,第一、二、三产业投资占比总投资分别为2.32%、43.81%和53.87%,第二产业投资主要是制造业的投资(占比78%)。纵向比,制造业自2004年以来的投资增速基本维持在25%-35%之间,中位数接近30%;横向比,2004-2010年的7年间,制造业投资的年化增长速度超越工业总产值增速8个百分点。制造业投资的高速增长始于2004年,与始于2003年第二季度的出口高速增长显著相关,其次与房地产投资快速增长的需求拉动相关。如果今后经济增速下滑而结构转型缓慢,那么如此高的产能投资难以为继。

影响投资增速的最大因素是第三产业投资,其中占比情况是房地产业(47%)、公共设施(12%)、道路(8.32%)和铁路(6.17%),上述各项已经占到第三产业固定资产投资的70%以上。其中公共设施投资长年稳定,但由于受地方债务限制,2012年增长估计有限;道路投资高峰期已经过去,增长幅度继续下降;铁路投资因为2011年已经出现19%的下滑,2012年会出现恢复性增长;水利投资占第三产业投资的比重为2%,即使投资增速出现高增长,其影响也十分有限。因此,2012年的第三产业投资增长状况基本取决于房地产业,但对此我们并不乐观。

2011年房地产业投资增长超过30%,并不算慢。主要原因在于,2009-2010年的土地购置大幅度增加,集中建设期在2011年,又因为对房价走势的预期不乐观,开发商也加快了开发进度以便尽早销售。但前瞻地看,2011年以来土地购置增速一路下滑,目前已经基本为零,因此2012年投资增速将会逐步下滑。当然,两房(廉租和经济适用房)在建规机会显著加快,因为政府增加了完工量指标,但商品房或许会被明显“挤出”,两相比较,房地产投资增速还是会显著回落。特别应该关注到的是,由于房地产价格和销售量的高速增长,近年来居民贷款已经出现了加速上升。在2005年三季度至2011年三季度的6年时间内,居民贷款年化增速为27%,而储蓄的同期年化增长率为16%,两者相差近11个百分点。住户贷款占存款的比例



CFP图片合成/尹建

也从2007年的22%上升到了40%(见图3)。我们倾向于认为,房地产高速增长的大周期已经接近尾声,如果货币、财政政策不发生积极转变,2012年的投资增速将不容乐观。即使目前发生转变,2012上半年的投资增速也还是会拉低经济增速。

在经济增长中占比较大且相对稳定的是消费支出。但由于计算口径因素,名义消费零售增速与通胀水平有着直接的联系,随着通胀水平下降,名义零售总额也会跟随小幅下降。由于基数原因,2012年的稳定增长依然可以预期,特别是汽车、家电等行业会实现恢复性增长。总体而言,消费是经济增长的自变量,但更大程度上又是经济增长的因变量,从这种角度来看,消费不会出现超预期增长。

从出口、投资及消费的角度来看,2012年特别是上半年经济增长面临着诸多困难,增速下滑较为确定,这就要求宏观经济政策尽早做出调整。

调控具备转向条件

2011年宏观调控政策事实上的首要目标是控通胀,因此尽管出现了欧债危机等复杂的国际环境,国内经济也逐步回落,但通过准备金率和窗口指导还是受到了流动性龙头的制约。展望2012年,通胀掣肘一季度之后将会逐渐消失,货币政策具备了放松条件。

首先,货币因素消失。本轮通胀起源于2008年底至2009年上半年极度宽松的货币政策。我国货币到通胀的传导大致需要一年半的时间,因此上一轮货币供给的通胀效应集中体现在2011年也就再正常不过了;反向考虑,M2同比高增长结束于2009年三季度末的30%,目前已经下降到12.7%的历史低位,创出了80年代中期以来的最低记录。

其次,总需求拉动的通货膨胀是一个更为经常的经济现象,我们预期2012年经济增长速度会稳步下降,因此,需求拉动的通胀也不复存在。

第三,新世纪以来,我国的通胀与国际大宗商品关系密切,这与经济对外依存度显著上升有关。从2012年的全球经济增长情况来看,输入型通胀不会产生,唯一值得警惕的黑天鹅事件是伊朗局势。

在此简要讨论一下劳动力供给对通胀的影响。首先,一个长期现象对应在一年这样短的时间内,其影响通常会被夸大;其次,劳动力供给与经济增速对应的劳动力需求通常都有波动。因而,在一年内考虑通胀的同比问题,不能夸大劳动力供给的长期化影响,否则就不能解释劳动力供给下降之后,更多的国家会陷入通缩的事实。

流动性正在发生改变

在经济下行要求货币政策进行调整,通胀回落又为调整打开空间的背景下,流动性充裕已经成为判断2012年市场的核心基础。那么流动性如何放松呢?我们认为,信贷增长不太可能超预期,也受制于商业银行的各项监管,更重要的是通过调降存准率和高利贷需求下降,实现降低社会资金价格的目的。

首先,本轮流动性收缩主要依赖的是数量手段——不断调高存准率,这大幅收缩了银行的货币创造能力。2011年在经济增长和通胀水平都没有达到2007-2008年高点的情况下,存准率却升至历史高点,并扩大了征缴范围。多次下调存准率是未来流动性放松必然且主要的手段,目前来看,存准率也具有足够的放松空间,正如收紧货币时“提高存准率没有上限”一样,针对本轮放松,也不要急于预测下调准备金的次数。以目前的存款规模80万亿、并考虑到2012年的存款增长恢复到历史趋势值,调降存准率对货币的释放空间还是巨大的。

其次,我们特别关注到的是,货币需求会随着经济增速、通胀水平的下降而降低,这属于货币的被宽松范畴。衡量货币缺口,截止到2011年11月的广义货币增长速度为12.7%,创出80年代中期以来的历史新低,但名义GDP的增速为18%。名义GDP增速高于M2,意味着未来的通胀水平和经济增长动力的下降,而两者的下降反过来也会降低货币需求,从而产生流动性的相对富裕,至少会逐步改善流动性紧缺的状态。从这一逻辑出发,我们预期,随着2012年经济增速的下降,通胀水平特别是PPI走低,货币是可以“被宽松的”(见图4)。关注一下这张图十分有意思,第一次缺口的产生是在

2004-2005年,股市跌破1000点;第二次产生是在2007年,股市出现历史最大跌幅;第三次产生就是在2011年,股市累计跌幅超过21%。缺口回补之后呢?或许会孕育不错的行情!

货币被宽松的实现路径,我们可从温州高利贷的情况中得到启示。当经济依然处于不错的增长水平但货币收紧刚刚开始时,中小企业预期并不过分悲观,收缩意愿不强,并开始寻求民间融资的途径。但随着货币进一步收紧和监管加强,经济需求进一步萎缩,企业资金压力进一步增加,高利贷也就必然产生。其结果必然是企业被动收缩甚至破产,资金需求开始消失,高利贷失去生存环境。我们认为,2012年的经济环境不再支持“胀”的高利贷需求数量,民间融资需求会出现回落。

需要指出的是,2011年流动性紧缩并不仅仅表现为信贷减少,更为主要的影响是改变了居民资产配置的偏好,即储蓄存款流向收益率更高的理财市场。1997-2010年的13年间,居民储蓄年化增长15.6%,而2011年1-11月为12.3%,显著低于历史均值;1997-2010年名义GDP年化增长12.7%,落后同期居民储蓄增长3个点,2011年三季度GDP名义值增长17.83%,理论上居民储蓄可以达到21.83%。因此,居民储蓄在2011年至少落后了历史均值9个百分点。我们取保守的5个百分点计算,根据居民储蓄基数30万亿,2011年居民储蓄少增至少1.5万亿。考虑到2011年汽车支出、房地产销售、寿险收入大幅度减少等因素,我们可以推算,居民理财配置的增长不少于3万亿。在这种情况下,2012年的理财市场萎缩是一个不可忽视的巨大变量。

在考虑2012年市场走势时,我们特别关注居民理财增减情况,其对股市影响远远超过信贷目标变化。与2011年相比,2012年新增信贷的变动量不会超过1.5万亿,其中主要是投向实体经济;而居民理财市场规模远超这一数字,与信贷相比其对股市的影响更加直接。信贷收紧的意义在于它会直接影响到居民资产配置的流动方向。

如果从更长时间的历史分析,伴随中国经济的高速增长,在很多领域都出现了暴利,如房地产市场、矿藏资源、PE领域乃至收藏市场,它们的吸引力彻底战胜了估值高高在上的A股市场。但随着上述市场的暴利时代逐步下降和A股市场估值的大幅度降低,天平可能正在发生方向性的变化。

估值提升几成事实

理财市场的收缩,对应市场化利率会逐步下降。其结果是股市估值水平会得到提升。截至2011年12月30日沪深300的市盈率率为10.27倍,上证180市盈率为9.6倍,这种估值水平纵向比是历史最低,横向比较对应的风险溢价水平也是历史最高水平。假设10年期国债2012年的利率为3%,那么上证180的风险回报具有绝对的投资吸引力。因此债券牛市已经在2011年10月确立之后,大盘蓝筹股底部在同期也已经基本确立。

展望2012年基于宽货币的情景,股市估值修复行情将会渐次展开:先是市盈率在10倍左右的收益稳定或者低速增长的蓝筹股,其估值至少应该有30%-50%的提升,以反映未来经济低增长、利率低水平的前景,而这种提升与股市供给关联性并不大;其次,随着经济增速进一步下滑,货币政策和行业政策逐步放松,低估值周期类股票将会迎来交易性机会,我们特别关注房地产及其上下游在2012年中期的机会;再次,基于供给和估值缺陷,最后的机会才出现在中小盘风格中。当然,中等水平估值20-30倍的真实成长股是不变的最佳选择。

源于150多年的统计表明,美国股市在通胀介于5%-7%时,其市盈率会下降到9-11倍之间,而4%-5%的通胀率则对应12-14倍的市盈率,3.5%-4%的通胀率对应的则是15-16倍市盈率,1%-3.5%的低通胀则对应最高的市盈率水平——17-20倍之间。如果考虑到同样的通胀水平,但变动方向不同——通胀由低走高还是由高走低,其对应的估值倍数还存在一些差距,因此保守估计,未来蓝筹类股票的估值不会低于15倍。

因而,我们有足够的理由相信,在连续两年下跌之后,2012年的股市值得期待!

图1:信贷扩张政策结束 股市步入熊途

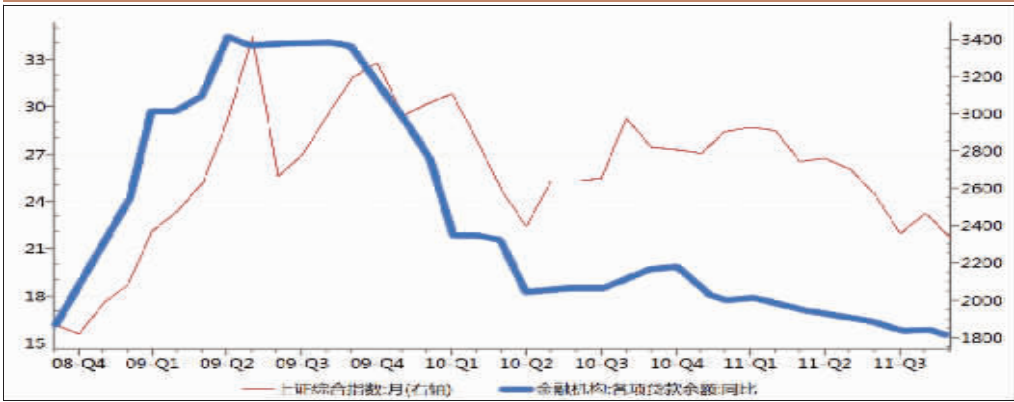


图2:高顺差时代结束

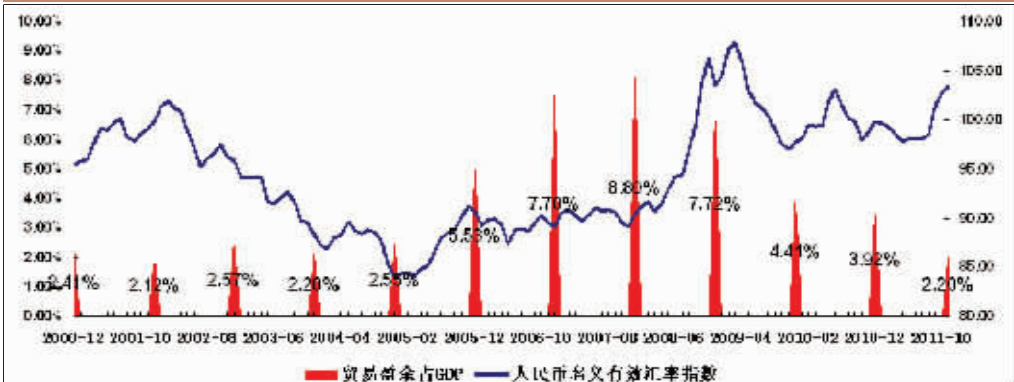


图3:居民户的杠杆率一直在上升

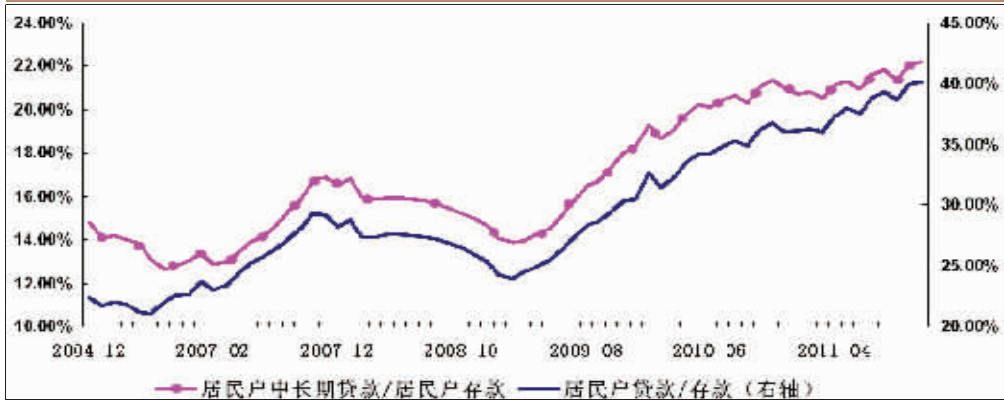
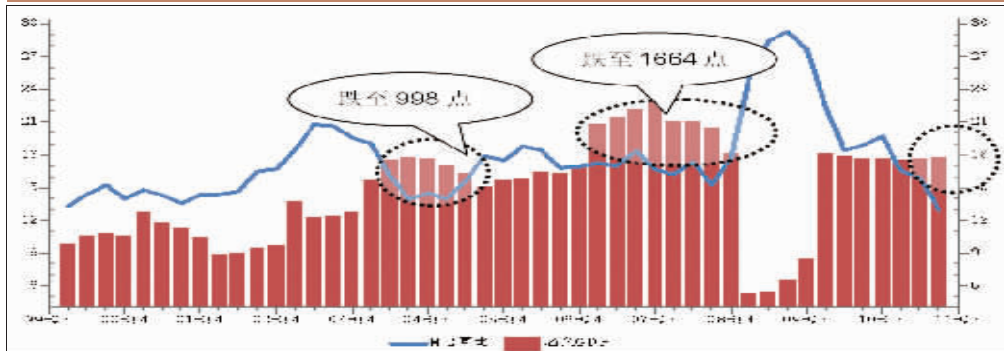


图4:名义GDP和M2增速差距有望改善



资料来源:中国证券报、CEIC和Wind资讯