

耐心春耕 布局周期股主线

继续防守还是积极春耕?在目前多空难分高下之际,耐心布局把握周期股大主线或是较好选择。本期财经圆桌邀请到摩根大通朱海斌、国泰君安姜超及东北证券冯志远,他们认为春节后的行情需要更多耐心,投资者不妨从流动性受益周期股和政府投资受益周期股着手,布局春耕。



嘉宾:
摩根大通中国首席经济学家朱海斌(左上)
国泰君安证券研究所首席宏观分析师 姜超(右上)
东北证券研究咨询分公司机构策略部经理 冯志远(下)
主持人:中国证券报记者 朱茵

资金面是否如期改善

中国证券报记者:银行通常会在年初集中发放贷款,进入2012年,市场也普遍期望货币政策能有所松动,对此你怎么预测?

朱海斌:货币政策方面,虽然总体保持稳健基调,但预计今年的货币政策会相对偏松。具体而言,我们预计2012年将有4次存款准备金率下调,其中3次在上半年。银行信贷方面,预计2012年新增贷款投放将达到8.2万亿元,高出2011年的7.47万亿元。尽管如此,货币政策的调整不会直接惠及房地产市场。此外,由于实际利率依然较低,我们预计短期内不会降息,除非外部环境显著恶化。

中国证券报记者:你觉得央行迟迟没有下调存款准备金率的原因何在?

姜超:我们认为主要原因是12月的流动性指标如M1、M2和信贷等都出现企稳回升迹象,减少了央行短期内下调存准率的必要性。但从全年来看,假定新增外汇占款比去年减少5000亿元以上,如果要保证8万亿元的信贷投放,则至少需要下调3次左右存准率。我们认为存准率下调将会继续,但降息的预期正在减弱。即便未来降息,幅度也将非常有限。

中国证券报记者:目前从资金面来看,对市场反弹是否有利?

姜超:节后虽然逆回购到期将回笼大量资金,但由于资金需求大幅减弱,资金面依然保持平稳,回购利率稳定在4.3%左右。根据四大行2012年的信贷计划以及其信贷份额,我们预计2012年信贷总量为8万亿元,相比

2011年的7.47万亿元有明显增加。过去十年1月信贷占全年比例的平均值为13.5%,假定维持这一比例不变,我们预计2012年1月的信贷量为10800亿元。

有人担心银行信贷供给意愿和实体经济信贷需求两方面都会拖累信贷增长,但我认为中国信贷供给的决定权由央行掌控。2011年9月以来债市的上涨,表明央行政策已经转向货币宽松,央行已向商业银行注入资金,而银行资金的充裕带动了债市上涨。银行资金充裕后,其信贷供给能力自然会增加,从而逐渐实现信贷宽松。在信贷需求方面,目前企业短期贷款急剧增加,主要原因是10月以来票据利率跟随债市收益率下降,企业的短贷需求大幅上升,这足以支撑信贷需求的回升。

冯志远:当前流动性改善将主要来源于市场因素而非政策,随着经济调整接近尾声,货币需求内生增长将有所改善。因此,我们认为货币流动性的拐点即将到来。我们预测,M2的确定性拐点或在2月,而M1的拐点可能在3月,节后市场资金面有望进一步好转。

银行地产短期不会冷

中国证券报记者:银行股在本轮涨跌中,充当了大盘“稳定器”,尽管累计涨幅并不突出,但目前看上涨步伐仍在继续,你怎么看银行业未来?

朱海斌:去年以来资本市场对中国银行业的担忧不断上升,预计未来2-3年银行业不良贷款率将显著上升,但不可能引发银行业危机。一方面,中国银行业将继续受益于低利率环境,银行可以获得可观的净利差收入(目

前净利差水平是2.7%),使不良贷款率保持在较低水平。另一方面,地方政府融资平台贷款的信用风险相对较大,但从历史形成原因和解决思路而言,属于财政问题。中国目前财政状况整体健康,平台贷款尚不至于引起债务危机,但会给地方政府带来融资和流动性方面的压力。

中国证券报记者:低估值的权重股是否具有阶段性投资机会?

冯志远:短期看,低估值的银行股确实存在阶段性投资机会。从已公布业绩的几家上市银行来看,他们去年利润增长都在40%-50%。但如果继续执行原有的房地产调控措施,2012年一季度部分城市房地产市场将非常悲观。这也是银行股和地产股估值虽低却难以上涨的原因。从长期看,随着利率市场化的稳步推进,银行地产连续几年的高ROE(净资产收益率)也是不可持续的。

中国证券报记者:房地产市场的调整对中国经济增长有多大影响?

朱海斌:我们预计2012年房价在全国范围内将平均下跌5-10%,部分一线城市的跌幅可能达到15-20%。但出现市场崩盘的可能性不大。

房地产市场的疲软将成为拖累中国经济增长的主要风险。首先,它会导致房地产投资下降,影响相关行业并减缓经济增长。其次,政府土地出让收入会大幅下降,短期内会进一步加大地方政府的融资压力。第三,房地产市场的表现影响银行贷款质量。由于住房贷款的信用质量较高,以及房地产开发商贷款的比重相对较小(大约仅占银行贷款存量的7%),因此房价下调给

银行体系带来的风险大体处于可控水平。

姜超:从房地产市场本身来看,目前房价已经步入下降通道,因此从政策紧缩力度来看,2012年应会比2011年相对减弱。但我们认为政策的放松主要体现在信贷政策方面,以额度上升或者利率下降为主,而行政性限购政策全面取消的可能性不大。

周期股有迹可循

中国证券报记者:本轮反弹空间可能有多大?

姜超:本轮反弹以来,强周期行业表现普遍超预期,例如有色、煤炭、钢铁、机械、水泥和地产等。我们认为这些行业的特性多数属于中上游行业,因而与存货周期的变动密切相关。如果存货周期能够正常展开,那么强周

期行业的表现未必是昙花一现。

冯志远:市场一直把流动性改善、货币政策转向作为股市上涨的直接驱动因素,这种流动性推动的逻辑已在市场得到一定验证。但目前A股反弹仍然步履艰难,在于投资者信心严重不足。当前A股市场只有在完成制度、投资理念、投资者结构修复后,才有内生性的向上动力。市场总是在犹豫中上涨,在疯狂中下跌,我们对一季度乐观看高到2500点左右;对于全年高点会更加乐观一点,隐含的逻辑实际就是政策底、估值底、市场底、经济底、盈利底正在逐个显现。

中国证券报记者:目前上市公司业绩向下修正的数量增多,业绩风险开始释放,这是否将导致市场可操作性有限?在春耕布局之时,投资者有哪些选择?

冯志远:截至目前,公布业绩预告类上市公司共1421家(含金融类7家)。其中预增的有407家,预减的有181家,预减占比并不大。已披露业绩预告信息的非金融类上市公司去年四季度净利润为880.4亿元,占全部非金融类上市公司净利润40%。

从业绩季度增速与经济走势的关系看,经济走势与上市公司业绩趋势较为接近,二者出现同时见底的可能性较大。在经济回落的最后阶段(我们预期GDP二季度见底),上市公司业绩一季度见底的可能性较大。

我们的核心观点,一是看好流动性周期股,主要是有色、煤炭、券商、保险;二是政府投资受益周期股,如电力设备、节能环保、通信设备等,再加上一季度银行股存在的纠偏交易性机会。

中证之声

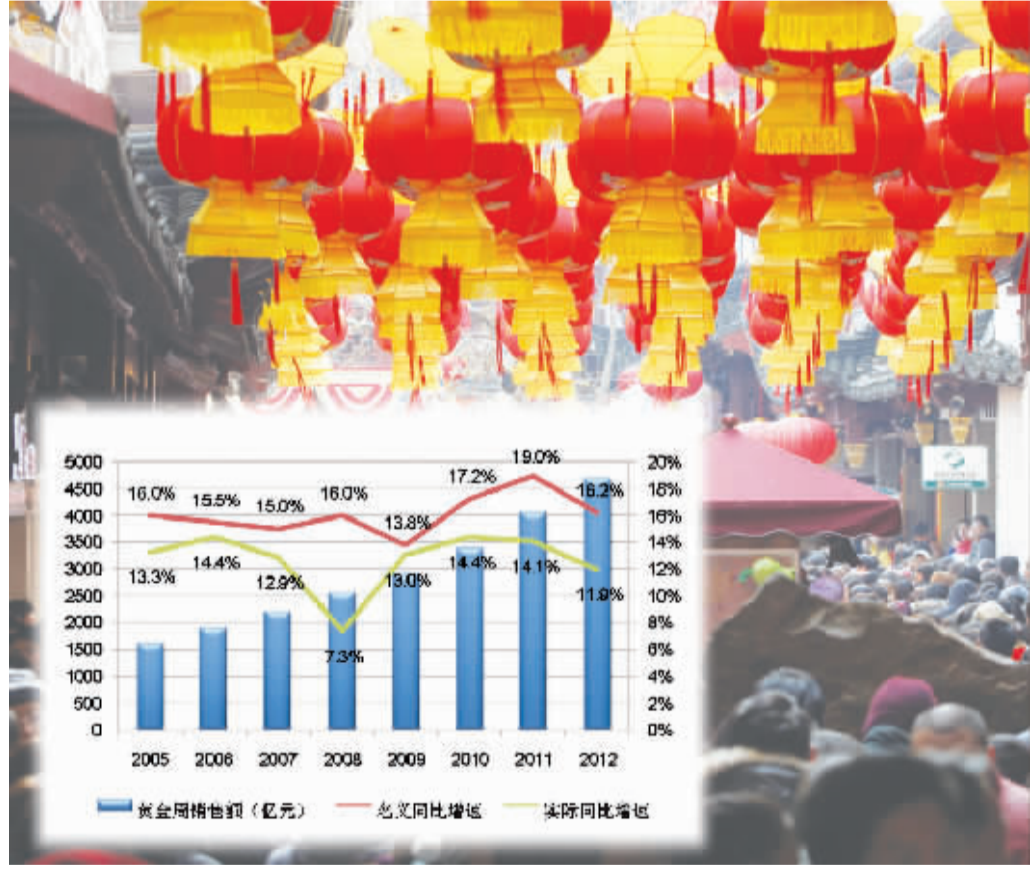
春节消费现结构性区域性变化

□ 中证证券研究中心 范凯

2012年春节黄金周已过,龙年春节消费的大幕也徐徐落下。商务部监测数据显示,春节期间(除夕至正月初六),全国重点零售和餐饮企业销售额为4700亿元,再次创下历史新高,同比增长16.2%。龙年春节消费实现平稳较快增长,呈现出结构性和区域性变化。

虽然销售额增长了16.2%,但消费增速比2011年春节下滑了2.8个百分点。2011年11月,我国消费者信心指数为97,虽然12月份有所反弹,但仍低于金融危机时的低点,整体市场需求回落。从今年春节消费市场的整体情况来看,并没有衰退至金融危机时的位置(43.8%)。从增量上来看,2012年春节销售额增长了655亿元,基本与2011年持平,但高基数令今年的增速回落了2.8个百分点。扣除价格因素影响,2012年春节社会消费的实际增速为11.94%。CPI取2011年12月数值,仅好于2008年春节黄金周的实际增长,且已连续两年呈现增长放缓的趋势。主要原因是双节与春节相邻提前消化了部分购买力,CPI下行在一定程度上也抑制了零售总额增长。

今年春节服装、食品消费表现良好,黄金、家电出现分化。在元旦春节两个假期临近、CPI下行的情况下,服装类销售表现抢眼,其销售额同比增长了18.7%,比2011年提高了1个百分点。主要原因是服装类零售价格涨幅异军突起,服装鞋帽类价格同比上涨3.7%,远高于2011年0.1%的上涨幅度,由此推动服装类整体销售额的增长。食品类同比增长16.2%,表现依然稳定。黄金珠宝同比增



新华社图片 合成/韩景丰

速仅有16.4%,回落了2.7个百分点。由于黄金珠宝投资属性较2011年有所弱化,春节期间价格涨幅明显小于2011年,因此黄金珠宝的销售额增长明显偏弱。家电类产品之前受益于三大政策,逢年过节往往被商务部重点提及,但今年未单独列出,可见家电增长要明显慢于整体消费增速。主要原因是春节正处于国家消费补贴措施的空档期,家电销量在部分地区受到明显影响。

今年春节消费中西部表现更好,三四线城市增长更快。广西、陕西、四川春节社会消费零售总额分别同比增长了24.6%、

22.3%和21%,此外甘肃、新疆等地的增长也超过20%。从可以统计的41个城市数据来看,约50%的城市同比增速出现上升。其中,一线城市和直辖市表现较为平淡,例如杭州、广州增长不足10%,上海、北京增长低于16%,重庆、天津也维持在18%附近。形成鲜明对比的是众多三四线城市,如洛阳、十堰、内江、宁波、秦皇岛的增速均在25%以上,销售额增长不断发力。

龙年消费应注意行业内部分化,关注民营区域龙头。目前,商业零售板块2011-2012年的市盈率分别为18倍和15倍,

基本与金融危机时持平。但由于行业增速拐点尚未出现,未来几个月为消费淡季,启动契机仍需等待。从各个子行业来看,百货行业的销售结构调整能力较强,广大二、三线城市仍有可为,中西部百货龙头面临着众多三四线城市,如洛阳、十堰、内江、宁波、秦皇岛的增速均在25%以上,销售额增长不断发力。

龙年消费应注意行业内部分化,关注民营区域龙头。目前,商业零售板块2011-2012年的市盈率分别为18倍和15倍,

大行看市

欧债危机 决定经济“命运”



德国商业银行全球利率战略主管 里格尔

□ 本报记者 高健 北京报道

德国商业银行全球利率战略主管克里斯托弗·里格尔日前在接受中国证券报记者采访时指出,欧洲债务危机的发展将决定未来经济的命运,他预计,欧元区经济今年将陷入衰退,甚至连欧元区经济“引擎”德国也难以幸免。

里格尔同时认为,全球央行的低利率状况会持续下去,美联储可能在不扩大自身资产负债表的前提下推出更多宽松货币政策。

欧元债券或播下“毁灭”种子

中国证券报:您认为欧债危机短期内是否会拖累欧元区经济至衰退?德国是否会起到欧元区“中流砥柱”的作用?

里格尔:宏观经济方面,我们过去三年对德国的看法一直非常乐观。根据分析,德国过去这三年采取的结构改革,使德国从本世纪初开始一直到现在相对于其贸易伙伴处于非常有利的地位。但从未来走势看,由于德国在欧洲的贸易伙伴问题非常多,而德国40%的出口是同这些贸易伙伴开展的,所以德国也难以避免陷入衰退。虽然衰退的时间不会太长也不会太严重,但对整个欧元区来讲,在2012年末之前不会有任何经济增长。总之,欧洲债务危机的发展将决定未来经济的命运。

中国证券报:有关欧元区未来的一个提议是去年秋天倡导的欧元债券概念,如果推出欧元债券,就相当于欧元区成员经济体政府和欧洲央行同时发债,这是否有助于解决欧元区的长期问题?

里格尔:我们参与了几个欧元债券项目的设计。现在我确信唯一可能被市场接受的方案就是,所有欧元区政府都要相互提供无限制的担保。但发行欧元债券从长期来讲,会给政府的财政政策带来错误导向。因此,我认为要发行欧元债券,首先要统一欧元区的财政政策。

如果今年宣布发行欧元债,市场信心将立即得到提升。但人们很快会意识到,这样做会面临巨大的法律障碍。长期来讲,发行欧元债券可能会给各国政府的财政政策带来错误导向,因此这项举动可能播下自我毁灭的种子。

全球低利率环境将延续

中国证券报:既然欧洲央行之前出台的措施不足以解困,你认为欧洲央行在2012年将采取什么样的措施?

里格尔:应该说欧洲央行已做了他们愿意做的事情,今年将会继续干预二级市场,但不会提供无限制的担保或者干预措施,它可能做的是防止欧元区边缘国家出现不可控的违约情况,但是不足以压低这些国家的债券收益率。

欧元区并不是最好的结构,因为北部经济体不可能一直为南部经济体提供担保。因此,现在强迫南部经济体进行改革虽然非常痛苦,但却是必要的。只有通过改革,才能提高其竞争力,这也是欧元未来唯一的机会。

中国证券报:欧洲经济2012年将陷入衰退,而新兴经济体的通胀拐点也已出现。你认为各大央行有没有可能降息?美联储第三轮量化宽松措施(QE3)推出的可能性有多大?

里格尔:可以说全球主要的央行已经把利率降到最低水平,当然也有一些非发达经济体和一些大宗商品出口国还有降息空间,未来这种结构性低利率的情况会持续存在。

美联储是否会推出QE3,那就要看如何定义QE3,美联储可能会增加MBS(抵押担保债券)的购买,这也可以叫做QE2.5。如果美联储继续扩大自身资产负债表,也可以认为是QE3。我认为,如果美联储需要推出QE3的话,应该在今年行动。

保资瞭望台

分红重在完善决策机制

□ 海康人寿投资部经理 刘思恩

去年底,管理层提出了一些很有前瞻性的新思路,比如关于督促上市公司做好分红决策的要求,但被误读为证监会要求上市公司“强制分红”,一些财经评论员和股评家也跟着起哄。这倒也罢了,节前史玉柱也提出建议“净利润50%用于分红的蓝筹股,才有融资资格”。

史先生身份特殊,近期大举投资民生银行股权,所以他并不是一名客观中立的裁判员,而是博弈场上的一名选手。

其实上市公司分不分红,从来就不是道德问题,而是经营决策和利益分配问题。不分红的公司,未必一律要坑害小股东利益;大比例分红的公司,也未必是真的一心为小股东利益着想。史玉柱先生大比例投资的银行股,若于股价一时涨不上去,或即便涨上去了,为了长远的控股利益,也不可能骤然卖出大量股权套现。所以他作为大股东代表,当然是要敦促多分现金红利了。类似的,历史上大比例分红的公司,十有八九是大股东暂时客观上无法卖出股份,所以要求公司多派红利,早点收回一部分投资。

试想大股东如果是和诸位小股民一样,以30倍市盈率在一级市场买的股票,甚至是以50倍以上的市盈率在二级市场买的股票,他们还会鼓吹大比例现金分红吗?同样的,在牛市里,小股东以市盈率50倍、甚至100倍买的股票,如果大股东拼命现金分红,小股东准备夸他们还是骂他们呢?

买股票合算不合算,有没有投资价值,根本问题在于:一是买入成本是否低;二是股票背后的上市公司是否在主营业务成长良好的同时,在内控机

制上规范运作,不恶意指移利润、转移资产。至于分不分现金红利,只是一个表面问题。因为股市表现不好,就逼上市公司多分红,这好比逼一个消化不良的瘦子拼命吃肥肉,却不给他治疗肠胃疾病。

过去十余年来,大多数在股市里亏钱的人,并不是因为红利的少而亏损,而主要是在不合理的高价买了股票。不合理的高价,和市场舆论导向单一、信息披露不及时透明、财报编制和审计不严,以及违法违规行为了惩戒不足、基金证券等代客理财机构的不理性等有关。如果高举“强制分红”的大旗去规范股市,却忽略了对上述更核心问题的治理,那“强制分红”就成了障眼法。对那些一开始就恶意在股市圈钱、以超高估值发行股票的公司,如果只要求他们大比例分红就放弃其它监管,那他们会很高兴的。

监管者应该做的是落实公平游戏规则,保证信息披露公开透明,执法公正。尤其是在市场舆论方面,要鼓励多种市场声音,甭管唱多还是唱空,前提是有理有据。只要信息对称,市场舆论自由公开,那不分红让股东大会自己去表决即可。

当然,小股东可能在表决时处于弱势地位,但其他有表决权的大股东会和小股东利益捆绑在一起,履行代偿职责。反之,如果大股东和小股东利益不一致,在分红之类问题上老是不代表小股东利益进行投票,那小股东就会用脚投票,股价就会下跌,股票的流动性就会变差。但这些纯属市场行为,只要大股东之前没有承诺大比例分红,也不能说大股东做错了什么。

近期部分媒体已将“强制分红”改为“完善分红决策机制”之类更接近监管部门本意的措辞,这种自我纠正是令人欣慰的。