

风渐起 心随幡动

——海通证券 2012 年中期投资策略

海通证券 1 季度坚定看好流动性改善驱动的 15%反弹。2011 年 12 月底至 2012 年 1 月初不断强调,1 季度宏观环境仍是衰退阶段,最积极变化是流动性改善,明确提出 15%反弹空间至 2450 点,并在 2 月底提示由于盈利仍在回落,反弹难一蹴而就,逼近 2450 点逢高减仓兑现收益,发布报告《总体偏温和,投资结构化——2012 年 A 股投资策略》、《铅华洗尽,深秀在骨——2012 年 1 季度行业比较》。2 季度看好政策出手稳经济的第二波反弹。4 月初提出,2 季度宏观环境是衰退后期,资金利率继续回落但空间有限,经济增长企稳依靠项目启动和地产销量回升,布局时机,反向操作。推荐非银金融、地产、汽车、工程机械、零售(4 月)、白酒(6 月),发布报告《二重唱:早周期、稳增长——2012 年 2 季度行业比较》、《看涨期权行情,反向操作策略——2012 年 2 季度投资策略》。

着眼 2012 年下半年,海通证券从经济、制度两个角度分析估值、盈利、资金流向变化,判断下半年市场将迎来向上行情。行业配置选择受益政策的铁路设备、工程机械、节能环保,早期期的地产、汽车,消费结构升级的旅游、医疗服务,受益制度变革的非银金融,风格上偏二线蓝筹。

市场策略方面,海通证券将下半年行情形象地比喻为“风渐起,心随幡动”。

第一阵风,“稳增长”政策望驱动投资时钟转动。随着“稳增长”政策推进,投资时钟望从衰退后期步入弱复苏阶段,估值和盈利由之前的“升一降”变为“双升”。投资时钟本质上体现为经济周期不同阶段估值和盈利的变化,二者是决定股价的核心要素。DDM 定价模型来看,股价的决定因素是预期回报率(无风险报酬+风险溢价)、盈利增长,前者主要受流动性影响且决定估值,后者取决于经济增长和毛利率。通胀的结构性变化,即估值和盈利主要由流动性、经济增长、通胀三个宏观变量决定。2012 年下半年,一方面流动性偏松从货币走向信贷,资金利率价格继续回落推升估值;另一方面地产销售回暖及基建项目投放带来新增需求,带动盈利见底回升。首先是

对于同一个经济问题,10 个经济学家可以有 11 个不同答案,但在无数个市场分析人士那里,最终答案只有 2.5 个——好与坏,另外半个答案是不好不坏。从来都有分歧,只是这次分歧更加难以调和。极度悲观者认为,中国社会问题严重,经济转型无望,结构失衡难解,经济正面临去杠杆,经济增速正在下台阶;乐观者认为,经济正处于周期底部,政策松动和制度变革将增加短期和中期经济活力。作为看好的一方,我们更加关注悲观的看法:

第一种是末日论,全球经济政治格局面临大洗牌、欧债危机失控、中国经济难解死结,从理论角度,人类社会总在解决问题中进步,这种论调可能主要基于悲观主义哲学。末日论者其实适合隐居在“香格里拉”。在我们看来,这是非理性悲观。

第二种是长期增速下行论,从经济增长理论角度,长期增速下行是经济走向成熟的表现,美国、德国和日本莫不如此,中国临近的东亚国家和地区也先后经历了增速下行过程,因此它并不一定是悲观图景。这种属于乐观的悲观。

第三种是陷阱论。在长期增速下行,到达成熟经济的“彼岸”之前,中间还有个著名的陷阱——中等收入陷阱。这大概属于理性悲观。在我们看来,这是一个制度问题,只要能现实地观察到政治稳定和制度改进,投资者就没必要过于悲观。

如果经济存在底部,接下来的问题是:底部如何形成?逻辑上有三个方面:政策托底,冲击见底,周期筑底。

冲击见底

无论对希腊还是欧盟,希腊退出欧元区后果无法承受,救助成本远远小于违约损失,因此我们认为希腊退出欧元区的可能性较小,大概率事件可能是:第二大政党上台之后重新修改希腊第二轮救援协议,增加促进增长的条款以及延长减赤期限。如果排除欧债危机失控这样的极端情况,我们便可以通过常规方式讨论外部冲击。在形成结论之前,需要先了解欧洲和美国经济的基本面。

美国经济仍处于复苏进程中,但复苏动力正在减弱。我们无需对美国经济过于悲观:第一,按照正常周期调整,本轮去库存将止于三季度,去库存对经济下拉作用难以持续。在没有外力冲击情况下,美国经济有望在四季度重新走强。第二,新的技术创新潮流正在推进。第三,美国房地产市场处于大周期底部,房地产市场可能是未来导致美国经济超预期的主要因素。

欧洲经济仍处于衰退边缘。政府财政收入依然得不到保证,减赤目标的实现将有一个较长过程。我们预计未来两个季度欧洲经济将陷入负增长,同比增速降至-0.5%左右水平。在更

流动性方面,从货币总量来看,M1 同比改善有助于市场估值提升。今年以来,央行已经 2 次降准、一次降息,预计 M1、M2 在下半年会出现较为显著的改善,海通证券预测全年同比分别达 8.3%、13.2%;从无风险利率来看,国债利率维持低位徘徊将持续支撑股指;从风险溢价看,国内方面信用利差下半年将继续收窄,而国外虽有脉冲式冲击,但整体趋势仍较为缓和。其次是盈利方面,随着“稳增长”政策不断推进,市场对盈利见底回升的预期望逐步加强。以下有两个方面促使这个预期强化:第一,降息、信贷放量将提升盈利回升预期。从 2002、2005、2008、2010 年经验看,当信贷放量经济增速能明显回升。“稳增长”目标下,随着铁路等基建项目开工推进,信贷望放量,由此市场预期会改善。第二,PPI 见底回升将提升企业盈利回升预期。海通证券判断 PPI 同比 6 月见底后回升,这将体现为企业毛利率改善,有助于市场预期改善。海通证券预测全年 A 股净利润预测,全部 A 股,剔除金融分别为 7.6%、1.8%,趋势上 2 季度触底。同时,提示下半年最大的变数在于 ROE 的改善路径。杜邦分析显示,下半年毛利率企稳回升,对净利润率形成支撑,但加杠杆能力削弱制约 ROE 改善斜率。

第二阵风来自制度变革带来市场新的机遇。五年一次的金融改革立足金融服务实体,突出资本市场直接融资功能,A 股投资环境将随着制度改革好转,在地产受限、艺术品市场出现疲态的情形下,大类资产配置望倾向股市,且当前大类资产投资收益对比中 A 股吸引力明显。今年年初的第四次金融工作会议,强调金融业服务于实体经济,加强资本市场和保险市场建设。而第 37 届国际证监会年会上央行行长、证监会主席的“跨界”发言,也鲜明地显示,服务实体经济时直接融资和间接融资需互相协助,共同发挥重要作用。同时,郭主席上台后不断加强资本市场自身制度建设,从完善证券市场制度环境、引入稳定的长期投资者、完善交易品种建立成熟证券市场体系三个方面来净化证券市场环境。最后,房价、艺术品价格过去涨幅巨大,在地产受限和

压制、艺术品市场出现疲态下,制度改革有望引导巨量 M2 流向资本市场。美国历史上,1981 年美国实施“401K”退休金计划后出现了 22 年超级大牛市。郭树清主席上任以来积极引导国内养老金等长期资金入市,大力扩张海外长期投资基金 QFII、RQFII 额度。当前各类资产收益率对比中,A 股吸引力已经比较明显,而 2011 年下半年来,国内国画指数、贵妃醉酒等艺术品价格出现明显回落,正显示商品市场的投资吸引力已经在回落。

如何心随幡动?从四条主线上把握下半年投资:

第一条主线来自政策驱动受益的铁路设备、工程机械、节能环保。一方面,稳增长政策驱动下铁路等基建投资加速将带动铁路设备、工程机械需求。2012 年我国铁路计划完成 6366 公里铁路并通车,若能按计划完成,则 2012 年铁路固定资产投资超过 5000 亿,前 4 个月铁路固定资产投资和基本建设投资分别为 896 亿元和 717 亿元,同比分别下降 48%和 54%,为实现全年目标 5-12 月投资望明显加速。另一方面,调结构政策驱动下,节能环保投资加速,行业经过前期调整后望迎来投资机会。环保看好污染治理领域细分龙头及监测仪器。细分领域包括大气脱硫脱硝改造,污水提标改造,垃圾焚烧设施建设、餐厨垃圾处理、重金属污染治理等领域。同时,节能环保安全相关设备需求长期增长确定,关注受益于重金属污染综合防治“十二五”期间启动带动重金属检测监测仪器需求的监测仪器。节能看好节能变压器、脱硝领域。5 月 24 日国家财政部召开全国节能减排工作会议,决定 2012 年中央财政安排 979 亿元节能减排和可再生能源专项资金,比上年增加 251 亿元,行业受惠于财政投资。从细分行业来看,预计与电网、电厂节能环保相关的节能变压器、脱硝等产品需求旺盛。

第二条主线来自周期波动中从早企稳到早回升的早周期行业。海通证券在年度投资策略报告和 1 季度行业比较报告中,就提出投资早周期行业。从 1-4 月数据显示,地产、汽车为代表的早周期行业景气呈现逐步触底,的确优于中游制造

和上游资源的继续回落,但只是早企稳。从宏观部对流动性(比如 M1 同比)及经济增长的判断,5 月开始早周期行业景气望步入早回升。从行业周期性波动来看,过去 10 年地产销售面积同比呈现 1 年回升 2 年回落,本轮回落已 2 年,幅度也较大,汽车销量同比与地产周期同步,且 1-2 月的增速低点与 02、05、09 年底部接近,企稳回升概率大。

第三条主线来自消费升级长期受益的旅游、医疗服务。回顾 A 股历史,每个阶段都有符合时代背景的行业胜出。如股市之初的 1992-93 年的短缺经济时代,综合类的百货公司突出;1996-97 年家电普及化,家电类上市公司股价大领涨;2003-04 年重化工业发展驱动汽车、钢铁、石化、电力、有色五朵金花的表现等。海通证券认为未来一个阶段的行业胜出将来自中国的消费结构升级。从日本、美国的经验来看,消费升级是历史的必然。考察日本居民收入上升之后的情况发现,随着经济转型消费结构不断升级。经济转型使日本劳动者报酬占 GDP 比重从 1961 年的 46.5%,提升到 1975 年的 69%,收入增长的直接后果是消费的增长和升级;美国 1960-2000 年的消费结构演变也表现出这种规律。我国“十二五”规划中第一点便是扩大内需利好消费,提出“建立扩大消费需求的长效机制”,提出了“新型消费业态”、“新兴服务消费”、“节能环保型消费品”、“低碳消费模式”等新的概念。消费包括商品消费、服务消费两大类。过去 20 年城镇化加速的过程中,居民消费已经从生活用品的基本消费走向耐用品的舒适消费,未来将走向服务的享受消费。服务消费的收入弹性望不断上升,将成为带动服务业快速增长的重要支撑。旅游成长受益于消费升级和新婚旅游增长,医疗服务受益于政策支持 and 老年化加速。

第四条主线来自受益制度变革的非银金融、地产、通用航空、医疗器械等。下半年有望进一步推进的制度变革包括新三板扩容、深圳前海政策细则出台以及“新非公 36 条”细则陆续发布。首先,新三板扩容利好券商、地产。新三板扩容 2 季

度末有望迎来政策时间窗口,这一方面有利于完善我国现有的资本市场结构,由现在的“倒三角”式向发达资本市场的“金字塔”式靠拢,另一方面符合经济转型的需要。券商将通过收取挂牌费、做市商、自营投资(直投)等方式获取收益。园区类地产受益于园区物业出租率和租金水平的上升。其次,深圳前海建设步入加速期,政策细则望驱动当地金融、地产。前海深港现代服务业合作区是我国继上海浦东、天津滨海、珠海横琴的第四个国家级新区,获批准享列市权限。其目标是以前海为载体推进粤港现代服务业紧密合作,到 2020 年建成基础设施完备、国际一流的现代服务业合作区。目前前海已经完成填海工程和基础设施前期工作,按照发展规划,目前步入开工建设、招商引资阶段,预计相关政策细则将推出,驱动投资机会。最后,“新非公 36 条”已公布细则中受益明显的是医疗服务、铁路设备、通用航空,未来重点关注页岩气、保障房、传媒领域。2010 年 5 月国务院发布了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(“新非公 36 条”),温家宝总理今年“两会”时称 6 月底前,各领域细则将全部出台。“新非公 36 条”涉及的行业主要有 15 个:铁路、交通运输(公路、港口、机场)、水利工程、电力(风能、太阳能、地热能、生物质能)、石油天然气、电信、市政公用事业(城市供水、供气、供热、污水和垃圾处理、公共交通、城市园林绿化)、政策性住房、医疗、教育培训文化、旅游、金融、商品批发零售、现代物流、国防科技。

最后,海通证券在风格配置方面更看好二线蓝筹。上一轮小盘股占优历时 4 年左右,2011 年 8 月出现拐点,新一轮风格轮动或已来临。对比蓝筹、新三板,小盘高估值仍有压力,且下半年解禁减持压力加大。而郭树清主席年内两次发言中,都明确谈及了蓝筹股具备的投资价值。蓝筹股之中,优选二线蓝筹,因为相比行业和市值占比都比较集中的一线蓝筹,市值在 100-300 亿左右,5 年复合收入和利润增长率均在 10%以上,行业分布在汽车、航空航天、券商、消费、高端装备制造等等的二线蓝筹更显投资价值。

从政策底到周期底

海通证券宏观研究团队

仍需时日。

当通胀和就业无碍,短期主要矛盾是稳增长,长期主要矛盾是促转型,这也是“稳中求进”的政策基调所体现的含义。在这种基调下,政策松动将是确定的,因为要求稳,但是松动力度不会太大,因为要转型,所谓“弯道减速”。

央行下调利率彰显管理层稳增长和促转型的决心。我们预计还有进一步降息的空间。第二,政策松动没有“失餐”,只有“小食”。第三,抑制房地产投机(投资)需求决心不变。房地产牵一发而动全身,但是抑制房地产投机不等于打压房地产行业。只要守住打击投机的底线,那些促进住房消费的政策是值得欢迎的。

政策松动效果会受到两种质疑:第一,受高杠杆制约,政策放松不会产生明显积极效果;第二,力度较小的政策松动不能抵消去杠杆对经济的影响打击。我们下面重点讨论去杠杆问题。

从宏观角度,中国经济并不存在杠杆过高问题,相反,中国的问题是杠杆过低、储蓄率过高。从数据来看,在信贷大幅扩张的 2009 和 2010 年,国民负债率并没有明显上升,只是出现储蓄率上升放缓。截至 2011 年,中国国民储蓄率高达 51.8%,这不仅是历史最高,而且我们相信,这应该也是世界最高。

按照经济主体,我们分别考察住户、企业和政府的去杠杆情况。

住户部门也不存在去杠杆问题。在 1991 年到 2006 年以来的大部分时间里,居民储蓄增速高于收入增长,这意味着储蓄处于上升趋势,这一趋势在 2007-2008 年间中断,但在 2009 年以后重拾升势。住户部门并没有因为 2009 年的信贷扩张而明显增加杠杆,也不存在去杠杆问题。相反,住户部门其实面临杠杆过低的问题,促进消费、发展消费信贷将是未来政策重点之一。

政府部门债务水平处于安全范围。虽然 2009 和 2010 年地方政府债务快速增长,但中央政府债务增长缓慢,2011 年,中央和地方政府债务占 GDP 比重 38%,仍处于安全水平。这意味着,所谓政府去杠杆的问题可能是不存在的,需要的是新增债务的偿还保障。

企业部门资产负债率总体安全。工业企业的资产负债率并没有出现趋势性上升,2002 年以来一直处于 50%左右的水平上。这说明,总量意义上的去杠杆即使存在,也可能不严重。这着实让我们迷惑。直觉上,2009-2010 年信贷大幅扩张,一定对应相关部门和企业负债率的显著上升。而我们只是在地方政府身上找到了证据。但在企业内部,我们还是发现了加杠杆现象。2009-2010 年间,在主要的非金融行业

业中,社会服务业、公用事业、房地产业、采掘业资产负债率显著上升。

周期波动与长期趋势

当长期结构性因素和周期因素交织在一起时,问题复杂性容易使投资者乱了分寸。在悲观者看来,主导上轮经济周期的出口和投资热潮已经褪去,更悲剧的是,这两大热潮可能永远褪去,经济还能有什么指望呢?

反过来讲,如果中国下一轮周期还依赖出口和投资,那才真的没有指望。实际上,需求是有底的。从最基本的角度,在预期没有显著恶化情况下,人类必须正常地吃穿住行,其不断付出智慧和汗水总需要多一点消费体验的满足,因此存在一个自然的需求增长率。再扩展一点,当到了某个临界点的收入水平,消费升级就成为一个较强的趋势,需求增长则更加强劲。这不需要太强假设,人性使然。

我们从更长的时间维度看总供给和总需求。就中国现实情况而言,容易被证伪的周期有两个——基钦周期和朱格拉周期。基钦周期实际上是库存周期,朱格拉周期是由一个设备投资和库存调整共同引致的中周期。在迂回生产状态下,需求的小幅变化会导致库存和投资的大幅波动,这种波动反过来又影响需求,最终形成经济有规律的扩张和收缩。

先说库存周期。历史数据显示,库存调整通常滞后于价格调整。价格作为总需求的滞后的集中的反映,当价格(CPI)见顶(或见底)3-4 个月,则工业库存同比增速见顶(或见底)。这个规律在 2001 年以来的 4 个库存周期中都有效。按照这样的滞后期,以及我们对 CPI 和 PPI 的预测,工业库存同比增速大约在 4 季度见底。

但在库存见底以前,产出早已企稳回升。其原因是,库存减少将经历一个有主动去库存到被动去库存的过程。在主动去库存阶段,厂商面对需求疲弱和价格下行主动减少生产消化库存,在被动去库存阶段,需求和价格企稳,厂商逐渐恢复生产但库存水平还在下降,因为需求预期不明朗,生产进度没有跟上需求形势,所以出现库存水平的下滑。在我们看来,是否减产是区分主动去库存和被动的标志。

历史数据还告诉我们,当库存向下拐点 3-4 个月以后,产出向上拐点出现,此时虽然库存增速还将继续下降,但经济总体上表现为良性的被动去库存。以此判断,当前处于主动去库存末期。

谈库存离不开需求。鉴于第二部分已谈及出口,这里主要讨论投资和消费。

我们对消费增长保持乐观:第一,可选消费如汽车和家电销售触底回升,而必需消费具有一定的逆周期性,价格水平下降对必需消费有利;第二,网购购物数据还没有进入权威统计体系,2006-2011 年其复合增长率达 97%,2011 年网购规模占社会零售总额 4.3%;第三,未来政策松动的重点是促进消费,商务部和财政部的相关刺激政策已经开始出台。

固定资产投资正在面临一种转换:2009 年开始集中开工的基础设施投资完成后,将被代之以需求增长和产业升级驱动的产能扩张,这意味着制造业投资增速至少将保持稳定。在稳增长的政策基调下,这一转换过程将是缓慢的。未来投资增速将在一个较低平台上波动。

具体到 2012 年,随着稳增长政策的实施,基础设施投资将延续反弹,制造业投资保持稳定,在销售见底和保障房集中开工的情况下,房地产行业投资三季度反弹,这意味着投资需求三季度开始稳中有升。

在这样的需求形势下,我们对中周期的判断就有了现实的依据。从经过周期处理的年度 GDP 数据看来,中国过去三十年走完三个较完整的周期,长度约为 7-10 年。从 2007 年的周期高点至今,周期下行持续 5 年,当前已经出现了负的产出缺口。需求即将企稳回升,主动去库存之后面临库存回补,通胀有望在三季度见底,这些都可以成为确认中周期底部的证据。

前面几节主要结合需求谈周期,现在谈供给约束下的长期增速问题,这大概是悲观观点的一个内核。在我们看来,长期供给约束主要包括两个:人口结构变化和资源能源环境约束。这两个约束某种程度上具有同一性。因为劳动力约束主要体现在初级制造业工业和建筑工人的短缺,这将抑制投资和部分产业的扩张。

将劳动力变化和资本投入(投资)变化考虑进去,对技术进步做出适当假设,便可以从供给端得到中国经济长期增长率,中国 2010-2015 年的潜在增长率为 8.4%。高于一季度 8.1%的水平。

经济处于长期增速下行和周期波动的交织作用下,虽然长期增速面临下行,但我们对中期经济增长并不悲观,因为当前经济增速中概大概位于 8.4%水平,高于实际增速,更重要的是,结合库存周期和需求变化,当前经济处于中周期的底部区域。这意味着经济将企稳反弹。

还有最后一个重要的可能受到质疑的问题。对周期定位和长期增速进行准确预判,难度极大,因为这很大程度上是一件事后才能确认的事情,如何才能避免大的误判?我们的答案是:盯住通胀。相对于产出数据,通胀的度量更准确。通胀可以作为判断总供给和总需求相对变化的核心指标。举个例子,如果通胀处于下行末期,我们大致可以认为,总需求低于总供给而且下行空间不大。那么,当前通胀处于什么位置呢?