

2015 重新估值的盛宴

2015
新年特刊

(上接T01版)投资推高经济增长速度,在一个特定阶段可以闭环循环推动,但投资最终是增加供给,当总供给超越总需求,产能过剩导致投资收益下降,投资增速逐步递减,投资对经济增长的拉动作用逐步下降,经济增长速度持续回落。由此,该经济体的利率水平持续回落。老牌发达国家已经走过了这一历程,上世纪后期的四小龙、四小虎也清楚展现了这一无法回避的规律。基于经济增长函数的核心变量观察,我们可以清楚地看到,我国经济增速的下行和利率的回落目前仅仅是一个长期历史趋势的序幕。

无论是经济内在逻辑还是大量实证都表明,投资是影响经济增速的利器,更是利率之锚。

横向观察,日本经历了人口红利战后重建的推动,1960—1980年代也出现了28年投资的高速增长期,GDP从1960年代就出现了双位数的高增长。但从资本形成总额占国内生产总值的比重来看,最高水平也没有超过35%。与经济高速增长结束相伴的是,其10年期国债利率从1980年代8%—9%的水平,进入1990年代一路下行,再也没能重拾升势。韩国同样由于战后人口红利的推动,也经历了始于1970年代时间跨度为20多年的投资高速增长,GDP双位数增速也因此维持了20多年,其资本形成总额占国内生产总值最高额没有超过40%,其后投资增速快速持续下行,GDP增速表现为同样的下行。与此伴随的是十年期国债利率从10%附近一路下滑。

我国投资对经济的拉动已经超过30年,资本形成总额占GDP的比重已经超过45%。无论从时间还是空间上,与其他国家的横向比较都创造了历史之最。辅之以其他数据不难得出大致结论:投资及其拉动的高增长可能以“四万亿”为标志,已经处于顶峰。比较能够说明投资过剩的例证是PPI已经长达32个月处于负值水平。

以上所论在并非严格的意义上指的是产能投资。影响我国经济增速和利率水平的另外一项重要投资是更具波动性的房地产。截至2013年,房地产开发企业的资金来源达到12万多亿,比房地产行业伊始的1998年增长29倍,年均增长为25%,基本上占到了全部投资总额的1/4。房地产投资的发展趋势对于经济增速、利率、居民资产配置和我国的财富表现形式有着重要影响。我们认为,房地产行业的中长期趋势为下行,尽管小周期目前处于底部,未来一段时间存在反弹机会,因为房地产周期的背后本质是人口周期。在横向宽度方面,无论是徐建伟等(2012)通过考察19个OECD国家1970—2008年共计702个样本历史经验得出的结论,还是英国学者哈里森对英国和美国200多年的历史数据统计分析都表明,人口因素都是房地产周期的决定性变量。更具有普遍意义的是,经济学中的中周期就是库兹涅茨提出的“building cycle”,它以建筑业的兴旺和衰退为标志,其周期长度约为20年,基本上代表了一代人从出生到居住需求的时间。我国的房地产行业已经走过了大约近20年的快速发展、房价暴涨的时间,时间跨度之长,有基数低的原因,更为重要的原因在于,我国商

品房甫一出现,就叠加了1960年代和1980年代两代人的需求和经济高速增长。但前景并不乐观,我国20—49岁年龄段人口将在2015年左右见顶,估算的住房潜在需求增速已经降至5%左右。除去2008年,自我国商品房市场大规模发展以来,销售额在2014年首次出现了负增长,这应该是房地产投资和销售从高速转向低速增长的历史性标志。

房地产投资、制造业投资放缓,中央政府会加大基建投资力度,通过基建投资对冲放缓压力,特高压、核电、航空航天、高铁等行业将是重要抓手。同时加大对海外投资,重提“一带一路”,结合金融支持,输出产能,一定程度缓解过剩产能问题,但由于输出规模占比有限,并不能完全解决产能过剩问题。

消费是收入增长和人口因素的因变量,而收入又是经济增长的函数。前瞻地看,居民收入增速会随着经济增长中枢下降而下降。一方面,经济增速下降将带来人均收入增速放缓。数据显示,城镇单位工资增速与GDP增速的相关系数高达0.8,2010年以来,GDP增速从10.4%降至7.7%,同期城镇单位平均工资实际增速由9.7%降至7.3%。另一方面,人口老龄化将导致就业人口绝对数量的减少。数据显示,2012年我国的劳动力人口首次出现了绝对下降的情况,比前年劳动力的供给减少了345万,这一重要信号预示着劳动力无限供给的时代已经要结束了。毫无疑问,就业人口绝对数量的减少将会降低消费的增长速度。

2015年出口对GDP的拉动将比较有限。虽然美国经济稳健复苏,但数据表明其对我国出口的拉动弹性明显降低;欧洲、日本经济则呈现疲态;新兴国家方面,俄罗斯等资源型国家受油价下跌拖累陷入泥沼。从更系统性的因素看,我国土地、劳动力成本造成的竞争力下降很难改变;2014年,出于对人民币国际化的考虑,人民币跟随美元相对其他货币升值,是全球第二强货币,若人民币继续跟随美元升值,将损害我国出口竞争力。

经济增速的趋势性下降是劳动力、资本投入等诸要素的必然结果,“新常态”表明了决策层对此具有清晰的认识。但放任经济下行,必然会使不少行业经受重创。因此,保持底线思维,稳定经济是目前种种不利经济数据纷纷出台后的必然选择。2015年,我们有理由相信会看到更多财政政策和偏松的货币政策。

低利率化解债务挑战

如果说,经济增速长期下行但又需要保持稳定,是我们面临的一个重要问题,因此货币必须继续宽松、利率必须下行的话,那么,已经积累的庞大债务规模,也必须在不断降低的融资利率环境下才能得到解决。

海外经验表明,低利率是化解债务杠杆的必要条件,利率攀升将催化债务风险。1980年代后半期,日本持续加杠杆为1990年金融泡沫的破灭埋下炸弹,银行对私人部门信用占GDP比重由1985年的148.7%快速提升至1990年的191.9%。为了抑制快速膨胀的债务扩张,日本央行在1989—1990年连续四次提高贴现率,从

2.5%显著提升至6%,至此金融泡沫被硬性引爆。韩国在1992—1996年间也进入产能过剩与债务膨胀的恶性循环之中,产生了与我国今天十分相似的大量无效资金需求,十年期国债利率攀升至14%。利率的大幅度攀升终于引爆了1998年的金融危机。日本韩国的经验教训表明,刘易斯拐点出现后的经济增速换挡期,往往容易导致采取货币刺激政策既加大债务杠杆,也加剧产能过剩,此后又自然而然的控制杠杆提升利率,结果导致企业在产能过剩中加大财务费用支出,使得危机已成为必然。

国内方面也曾经试图利用利率手段降杠杆,效果并不理想。2013年央行通过收紧货币倒逼降杠杆,导致利率超预期上升,一场微型的金融危机就此若隐若现。2014年以来则修正了这种过激举措,央行实施多种货币政策工具降低利率水平,取得了一定成效,债券市场广谱利率持续下行。但对于实体经济效果并不明显,融资成本依然居高不下。此外,以控制地方债务扩张为核心的43号文,我们认为是一个十分正确的举措,一方面通过限制无效投资带来的债务扩张,另一方面也有利于降低实体经济的融资成本。这是通过治理影子银行业务,达到降低广谱利率政策取向的最有力武器,是向宽货币、紧信用迈出的坚实步伐。当然,宽货币的步伐还可以迈得更大一点,紧谁的信用也可以选的更多一点,这样既可以保增长,也有利于防金融风险。

在面临保增长和防金融风险的两难选择之际,充分发挥资本市场直接融资功能、谨慎使用银行贷款的间接融资手段是更优的选择,它既可以增加企业融资保增长,又同时降低资产负债比率,控制了债务风险。我们有理由相信,券商之于银行,应该在解决两难问题上发挥更大作用。证券发行注册制的推出也应该是宏观经济政策的优先选项。

谁的盛宴

在经济增速下降要求降低利率、化解金融风险必须压低利率的有利背景下,通缩的趋势也为进一步降低利率提供了条件。利率水平的降低,为股票估值水平的提升提供了坚实的基础设施。过去一个季度,低估值股票的大幅度上涨具有十分合理的宏观解释。前瞻展望,因为利率下降目前仅仅是开始,因此股票估值提升的空间依然广阔。

目前,低估值股票的上升是降息引致的普惠制阶段,其要点在于无风险利率下行带来的估值提升机会;未来行情的深入会依各行业风险溢价水平的不同而产生上涨幅度的巨大差异,其要点在于对不同投资标的的风险补偿差异的再认识。从海外成熟资本市场来看,估值主要取决于成长性、确定性、无风险利率、分红率等几方面的因素。2012年以来,A股市场对新兴行业所谓的成长性给予过多估值溢价,忽视了业绩的不确定性。在无风险利率趋势性下行和估值逐渐与国际接轨阶段,我们预计,A股市场在估值时将给予确定性和高分红以更高权重。

我们并不看好那些身居过剩行业的巨无霸公司,其低估值的恢复是合理的,但长线上

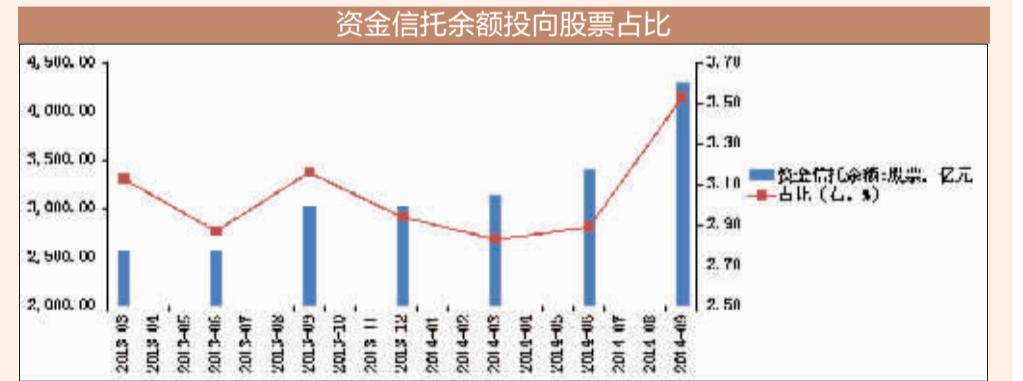
涨幅度依然有限,蓝筹的本质在于其经营的稳定性,而不是波动型行业中的弱者;我们更不看好那些因为供给受限,凭借稀缺溢价而估值过高同时质地平平的股票,供给的大幅度增加必然剥夺其虚幻的光环;我们看好不同行业中的优秀公司,我们更看好成长行业中的新蓝筹。

随着广谱利率下降、居民和机构资产配置倾向于权益,A股市场整体将迎来价值重估,这里面有两层含义。第一层,以保险、医疗等为代表的的大消费蓝筹,以电力为代表的类固定收益品种,以及具备整合能力和条件的行业优质龙头等估值有望向上重估。与海外市场相比,当前A股市场消费蓝筹、类固定收益品种等存在显著低估,未来既受益于A股风险溢价下降和无风险利率下行,同时还将受益于经济增长模式由投资驱动向消费驱动的转变。例如,在地产长周期拐点的1997—2003年转型期间,韩国宏观经济表现为利率下降、政策宽松,股票市场大幅走强,期间医疗、保险等弱周期消费品涨幅居前,而建筑、建材等投资周期品持续跑输大市。第二层,以创业板为代表的小盘股估值有向下修正压力。目前创业板、中小板TTM市盈率的算术平均值都在历史高位,在未来一段时间面临内部和外部两方面的压力。随着A股市场逐步开放,创业板估值会逐步与海外接轨,这将令那些成长性欠缺的小盘股估值承压;IPO注册制改革越来越近,叠加新三板冲击,所谓新兴行业小票的供给量极大,壳资源价值下降。

对于潜在风险,市场普遍担忧美元升值以及美联储加息对新兴市场的冲击。事实上,主流市场看好美元继续走强,大部分已经“Price In”了。我们认为,只有超预期的强势美元才会对包括A股在内的新兴市场产生显著冲击,但目前来看概率不大。与美元升值所带来的风险相比,更大的风险在于利率市场化中后期资金价格可能大幅波动的风险。

价值重估会继续,但并非没有波折。经过利率市场化洗礼,美国国债利率在1981年见顶回落,股票估值则随着国债利率波动而反向变动。我国当前宏观环境与美国当时既有相似,又有不同相似的是,GDP潜在增速中枢下行,要求利率也相应下降;不同的是,中国目前债务杠杆率远高于美国当时,对融资需求更高,并且利率市场化仍在加快推进中。这意味着,我国利率趋势性下行阶段,面临较大的困难与较大的波动,这需要投资者警惕。

当然,基于更多的理由,我们相信2015年的市场充满机会。增量资金值得期待,包括保险和信托等机构投资者、个人投资者以及海外资金方面增量资金大概率将继续流入。地方财政整顿和房地产市场疲弱,导致信用等级良好的新增非标资产规模和收益率降低,而存款、债券、银行理财等收益率等竞品收益率下降,权益类资产相对吸引力上升。而随着中国资本市场加大对外开放力度,海外资金有望趋势性流入。如果MSCI在2015年同意将A股纳入MSCI新兴市场指数,海外指数基金将被动持续投资A股市场,初期A股按5%预计将迎来约100亿美元的资金流入,远期按目前的市值将带来约2000亿美元资金流入。



2015 十大猜想

(上接T01版)作为资本市场制度改革的重要一环,注册制也在加速推进当中。2014年11月19日,国务院常务会议指出,抓紧出台股票发行注册制改革方案,取消股票发行的持续盈利条件,降低小微和创新型企业上市门槛,建立资本市场小额再融资快速机制,开展股权众筹融资试点。11月底,证监会便将股票发行注册制改革方案上报至国务院。

鉴于《证券法》目前正在修订阶段,并有可能于2015年6月过三审,多家机构预计,注册制将延续“渐进改革、先行先试”的基调,通过从创业板、中小板的试点,最快于2015年下半年推出。

7 A股纳入MSCI指数

MSCI指数是全球投资专业人士最为关注的重要指标,A股被纳入其中传闻已久。2014年沪港通正式启动,意味着我国A股市场向全球资本开放迈出重要一步。在人民币国际化战略下,A股市场进一步对外开放是大势所趋。随着A股市场对海外资金的吸引力增强,被纳入MSCI指数的概率也逐步加大。

当前,A股市场的整体市盈率相对于海外其他主要市场依旧偏低,且

在改革转型大潮之下,A股市场终于摆脱了多年的熊市。2015年,资本市场改革创新与开放力度提升预期进一步增强,由此其对海外资金的吸引力也就进一步提升。而沪港通实现了一定程度的资本账户开放,也使得A股满足了被纳入MSCI指数的重要条件。

后期随着深港通的推出,OFII和ROFII继续放开,预计2015年有望显著吸引离岸人民币回流A股,由此A股将更有希望被纳入MSCI指数,业内预计最快在2015年下半年可以实现。

8 单日成交达到1.5万亿元

增量资金大举入市是推动沪综指2014年下半年强势上涨的关键,沪深两市单日成交额也创出了1.25万亿元的历史天量。随着流动性充裕格局进一步确立,2015年两市单日成交突破1.5万亿元的可能性很大。

展望2015年,一方面,央行2014年11月22日宣布非对称降息,A股投资风险偏好持续上行,市场对央行继续降息降准预期高涨,2015年居民大类资产配置料将进一步向股市倾斜;另一方面,两融市场对资金的吸纳,对指数的推动能力还将水涨船高,借助两融杠杆功能,市场成交额大幅增长亦具备较强确定性。

9 衍生品体系进一步完善

目前我国上市的期货品种总数达到46个,挂牌交易合约400多个。其中,商品期货品种44个,覆盖了农产品、金属、能源和化工等国民经济的重要领域。金融期货包括沪深300股指期货和5年期国债期货两个品种。

展望2015年,各方将大力创新期货品种,健全大宗资源性期货品种体系,完善股指期货品种体系,推动国内期货市场持续发展,助推期权交易落地,助推汇率市场化改革,实现期货产品内外对接。

上证50和中证500股指期货有望上市,其他大中小盘权益类衍生品也在储备之中;利率类产品方面,将逐步上市10年期、3年期等关键期限国债期货、期权合约,适时推出隔夜回购利率指数期货等短期利率期货品种。汇率类产品方面,抓住人民币汇率市场化改革、人民币资本项目可兑换进程加快以及上海自贸区的机遇,适时推出交叉汇率期货和人民币外汇汇率期货、期权,最终建立起权益类、利率类、外汇类期货与期权等三大完整的产品线。

商品期货方面,商品期货期权、商品指数期货等有望接踵而来,锡、镍等有色金属和重金属、纸浆,甚至不锈钢、氧化铝、水泥、电力、稀土、航运指数等有望推出;有色金属指数

ETF、白银期货ETF等指数相关投资产品与风险管理工具的上市也将取得进展;备受瞩目的原油期货,有望最先登场。

10 新三板连续竞价

2014年8月25日,新三板正式实施做市转让。自做市制度推出以来,新三板市场的活跃度显著提升,一方面有做市商提供流动性保障,投资者可以自由进出,另一方面价格波动带来盈利机会,市场有了赚钱效应,可参与度明显提升。

做市商制度顺利运行给连续竞价制度打下了坚实基础。在这个基础上,可能促进一批公司的股权分散和公众化程度,并进一步具备连续竞价的条件。此外,做市转让将一部分公司区分出来,更加清晰也更加便利地提供给投资者,做市制度可能加速新三板公司的分化,也为将来实施分层管理奠定基础。

所谓竞价交易,完整的说法是在场内以连续方式自由竞价的交易模式,现在A股市场在正常交易时段实行的就是这种交易模式。考虑到新三板实行T+0交易模式,也不设涨停跌停制度,如果在这基础上进一步实行竞价交易,那么其流动性一定会得到极大改善,这无论是对新三板市场的发展,还是对提高挂牌公司的估值,鼓励新投资者参与,都是会有很大推动。

