

高盛哈继铭：美股估值仍有提升空间

A股今年回报或不乐观

□本报记者 杨博

如果说有哪个市场是高盛今年最看好的,美国,美国,还是美国。

高盛亚洲投资管理部董事总经理哈继铭日前接受中国证券报记者专访时表示,该机构最新的投资策略是保持对美国资产的核心战略性配置,认为美国市场的卓越性尚未完全计入资产价格,美元升值进程尚未结束,大宗商品价格可能要在低位再徘徊一段时间才会见底。

对于A股市场,哈继铭认为尽管整体估值不贵,但由于融资交易比重偏高,市场风险上升,今年整体回报或不乐观。

美市场卓越性未完全体现

中国证券报:全球来看,高盛今年的资产配置策略建议是什么?

哈继铭:我们对投资者的资产配置建议中包含六类资产,其中股票资产配置比例为36.5%,投资级固定收益资产占比30.5%,包括高收益债券在内的其他固定收益占比6%,对冲基金占比7%,私募股权基金占比14%,包括REITs等房地产资产占比6%。

从国别来看,建议投资者保持对美国资产的核心战略性配置,比例为80%,其中美国股票为63%。我们尤其看好美国银行股,预计今年的资产回报率将达到13%。支撑因素首先是随着美国经济复苏,银行放贷意愿增强,从而推高盈利;二是资产质量提高,坏账的风险下降;三是一旦美联储加息,银行的利息收入会进一步上升。

中国证券报:美股牛市已经持续六年,哪些因素支撑其继续上涨?

哈继铭:我们认为美国市场的卓越性尚未完全计入资产价格。

从经济来看,美国经济增长表现是发达经济体里最好的,预计未来三年每年的经济增速都将在3%以上。截至2014年第三季度,美国实际GDP总量比2007年第四季度的前期历史高点增长了8.1%,相比之下欧元区比2008年一季度的前期高点下降2.2%,日本下降1.1%。不止如此,美国与新兴经济体在



哈继铭

经济增速方面的差距也在明显缩小,2007年最高峰时美国经济增速比新兴经济体低6.5个百分点,但到去年只低2.6个百分点,我们预计今年经济增速差距将进一步收窄到1.2个百分点。

值得强调的是,美国本轮经济增长非常有质量。与很多国家靠加杠杆实现增长不同,美国经济增长过程中伴随的是大规模的去杠杆,家庭和企业负债率都明显下降。同时,美国劳动生产率处于持续提高的态势。

从资本市场看,从2009年3月最低点到现在,标普500指数累计上涨244%,同期欧元区股指上涨136%,日本上涨126%,新兴市场上涨131%。截至去年底,美国股票在全球市场上(基于MSCI All Country World Index计算)的权重达到52.4%,比2007年增长9.7个百分点,欧元区权重下降5.1个百分点,目前为10.2%,中国小幅上升0.4个百分点,权重为2.3%。过去几年中,美国企业每股盈利持续上升,明显高于其他发达国家,同时企业负债下降。

如果将美股估值分成10档,第一档最便宜,第十档最贵的话,现在的估值水平处于第九档,不算低。自1945年二战结束以来的统计数据显示,美股估值达到第九档后,在第二年进一步上涨的概率为63%,涨幅为5%左右。我们认为,今年美股上涨概率大于下跌概率。虽然预计美联储可能在今年7月首次加息,但加息过程将是缓慢的,到2018年利率水平才会回升到3.5%-4%。历史上看,在加息初期美股通常是继续上涨的,平均要在首次加息一年半后才可能见底。

大宗商品价格未见底

中国证券报:近来美元持续升值,这一趋势会否延续?会给新兴市场造成怎样的冲击?会否影响美联储加息进程?

哈继铭:美联储本轮加息进程将伴随着其他国家货币政策的进一步宽松,这种货币政策的分歧会推动美元进一步走强。自去年低位以来美元已经升值24%,但尚未见顶。从历史表现看,过去几个周期美元升值幅度更高,在1995-2002年期间上涨46%,1978-1985年期间上涨93%。

在以往几次美国货币紧缩的周期内,都曾出现过大量资金回流美国,推升美元,并给新兴市场带来冲击,比如亚洲金融危机。这种情况将来也可能发生,但未必是在加息初期,可能会在利率上升到一定水平后,一些举债的负面影响才会显现。我们认为,未来美元进一步走强对美国资本市场会是一个推动,但对一些新兴经济体而言则是风险积聚,尤其是以出口大宗商品为主要贸易形式的新兴经济体。

美联储可能不会太多关注美元升值对经济的影响。一方面,美国经济主要靠内需拉动,美元升值对国内影响有限。另一方面,油价的大幅下跌抵消了企业在成本上的压力,美联储这一次的顾虑会比以往更少。

中国证券报:在美元升值预期下,大宗商品跌势会持续到何时?现在是否是抄底原油的好时机?

哈继铭:具体时点的判断很难,但我觉得大宗商品价格还要在低位保持更长时间,

才可能见底。只有把比较低效的生产商挤出市场,降低供给后,价格才可能回升。现在已经看到一些企业开始削减在能源、大宗商品领域的开支,但这只是领先指标,不代表市场上会出现变化。

现在可能还不是抄底原油的好时机。我们最新的投资策略是卖出标普500能源股的做空期权,隐含预期就是大宗商品价格眼下还没见底,但终究会见底,且长期来看还是会上升。

A股融资交易比重偏高

中国证券报:对今年中国央行货币政策有何预期?市场资金利率将呈何种走势?

哈继铭:因为需求少,所以预期市场资金利率还是会上走。预计央行会继续采取一些定向的宽松政策。由于负债率高、经济增速下滑以及工业品价格通缩,企业目前的实际利率成本很高,因此央行可能进一步降息。但考虑到资金流动压力,降息力度不会太猛。如果中国央行降息降准的预期强烈,而美联储加息,就会促使资金外流,影响货币政策功效。一旦陷入恶性循环,会造成人民币贬值预期的形成。总体来看,预计今年人民币市值仍会维持稳定,年中可能有波动,但不会出现趋势性的贬值。

中国证券报:A股市场今年能否延续强势?

哈继铭:与其他国家股市相比,A股估值确实不贵。去年12月份上证综指市盈率为16.3倍,同期标普500指数为18.3倍,纳斯达克指数是41.5倍。但需要看到,A股内部行业估值分化严重,银行和地产便宜,但一些行业比如金属采掘业等估值依然偏高。

A股自去年11月底以来的飙升,一个重要推手是融资炒股。我们的统计显示,900只融资融券标的股票的日均交易量中,25%来自于融资交易,这个比例是相当高的。融资交易占比偏高意味着风险也较高,涨得很快,也跌得很快。因此这一轮上涨可能不会有太长的持续性。和去年相比,今年A股经风险调整后的回报可能会比较低。

今年首度议息会议引发广泛关注

美联储加息时点扑朔迷离

□本报记者 刘杨

本周三,美联储将举行为期两天的2015年第一次货币政策会议。此次会议在市场内外引发了广泛关注和讨论,原因在于,相比加息可能性本身,全球货币政策制定者和投资者更关心美联储会在这新年“第一议”之后摆出怎样的“调门”,并希望以此对该机构在2015年的货币政策前景做出初步判断。

低通胀因素愈发凸显

在货币政策会议召开前的周末,美联储人士继续严守“噤声”的默契——不就加息进程问题进行公开的辩论。但达沃斯世界经济论坛的召开,却在客观上为围绕该问题的不同观点提供了平台。

美国前财长萨默斯23日表示,美联储不应和通胀做斗争,其加息之路还很漫长,因为“全球经济疲软及令人失望的通胀数据将考验其2015年加息的决心”。

数据显示,衡量真实通胀水平的全美个人消费支出物价指数(PCE)年率数据在去年11月上升1.2%,连续31个月低于美联储2%的通胀目标。此外,12月全美平均薪资的下降也表明,工人工资并未受益于一个“更健康”的就业市场。

据此,萨默斯指出,只要美国还存在低通胀压力,就不应采取措施加息。而高盛集团总裁科恩也附和道:“美国经济正在增长,这是无可争辩的事实;我所担心的是,



新华社图片

美国在如此的世界大环境下的加息能力。”在近期发言的美联储官员们也一度频频给美国经济带来负面的论调。旧金山联储主席威廉姆斯称,由于美国以外的经济体整体经济增长放缓,他将下调对美国经济的预期。而亚特兰大联储主席洛克哈特也表示,在加息问题上,他支持“谨慎的”态度,通胀数据“可能至关重要”。

考虑到上述两位美联储“地方高官”都是2015年有投票权的美国联邦公开市场委员会(FOMC)成员,美联储在低通胀环境下的加息前景难言明朗。

市场期待新线索

并不是所有人都认为美联储将会推迟加息。同样在世界经济论坛上发言的国际

货币基金组织(IMF)拉加德表示,美联储完全可能会在今年年中加息。她还进一步表示,美联储准备加息是个好消息;这将证明,当美联储收紧货币政策时,欧洲央行推行量化宽松(QE)政策,对推进经济也同样有作用。

而各大研究机构和媒体也纷纷站在美联储将于年内加息的立场上。标准普尔公司23日发布美国经济展望报告,预计美联储很可能于今年6月份首次加息,到今年年底,美国联邦基准利率将提高至1.25%。报告认为,美联储今年的加息步伐将与上一加息周期不同,很可能不会采取每次25基点的节奏,而会倾向幅度更大的加息方式。不过加息速度将取决于美国经济复苏势头是否会持续加强。

《华尔街日报》也于23日认为,美联储“有望在今年晚些时候开始加息”。

在此背景下,全球货币政策制定者和投资者迫切希望从美联储本周议息会议声明中瞥见关于该机构年内加息可能性及相关进程的蛛丝马迹。

值得一提的是,美联储本周四即将发布的声明同样有别的看点。例如萨默斯所提到的“鉴于金融市场预期与美联储所表达的加息时间上的差距,美联储应特别留意与市场之间的‘政策沟通’”。此外,根据一些对冲基金的观点,美联储此前面对低通胀环境显得手足无措,该机构能否亮出新的应对工具亦应获得市场内外人士们的关注。

机构预测

不排除“欧版QE2”可能性

□本报记者 陈昕雨

24日,欧洲央行执行委员会委员科尔表示,若欧洲央行22日公布的量化宽松政策(QE)不足以提升欧元区通胀率,欧洲央行将采取进一步行动,或延长QE时间。同日,意大利央行行长维斯科也称,欧洲央行的QE项目是“开放式”的。

科尔24日表示,目前,欧洲央行QE计划持续时间是到2016年9月,届时该行将评估QE效果,判断该计划是否足够提升欧元区

通胀率。科尔是欧洲央行执行委员会的6名委员之一,负责QE提案的起草工作。

欧洲央行22日公布,将自3月开始,每月购买约600亿欧元债券,购债规模共计约1.14万亿欧元。QE项目将包括欧盟机构债券、主权国债及担保债券和资产支持证券(ABS)。其中,欧洲央行购买欧盟机构债券的规模将占新购买资产的12%。欧洲央行将购买总计2300亿欧元的资产支持证券和担保债券,1100亿欧元的欧盟机构债券及8000亿欧元区国债。购买时间将持续到

2016年9月。若届时欧元区通胀率回升至接近2%则将停止购债。

目前,欧洲央行购买担保债券和资产支持证券的规模为每月接近130亿欧元。QE计划意味着,欧洲央行新增的购债规模约为每月470亿欧元。

欧洲央行出台QE计划仅两日,该行高层官员便暗示了QE2的可行性。尽管如此,德国仍坚决反对欧元区QE。德国央行行长魏德曼警告称,欧央行最新的购债计划将令欧元区各国央行成为最大贷款人,这可能导

致成员国无视财政纪律。

法兴银行报告称,要将通胀率在中期提高到2%的目标,欧版QE的规模需要达到2万亿-3万亿欧元,而不是目前的1万亿欧元。这意味着欧洲央行还需要规模为1万亿-2万亿欧元的另一轮QE计划,而要将资产负债表扩张到如此规模,欧洲央行需要放松其购债条件或增加购买资产的类别。

法兴银行指出,欧洲央行1万亿的QE规模仅能在2年后将通胀率提升0.2-0.8个百分点,比美国QE政策的效率低5-9倍。

敏华控股 智能化应对行业竞争

□本报记者 张枕河

作为“港股通”标的公司,敏华控股(01999.HK)以其“芝华仕沙发”和“爱蒙床垫”而知名,然而有许多投资者认为,诸如家具制造等传统行业,既不如金融板块拥有强劲的“资本后盾”支撑,也不像高新技术板块那股“高大上”。

中国证券报记者日前调研了敏华控股总部和生产基地,并专访了其董事局主席黄敏利。黄敏利指出,其实科技和创新对于家具行业同样非常重要,未来沙发等家具行业必须走全面智能化的道路,才能适应行业激烈的竞争,该行业同样具有投资机会。多家券商也纷纷表示,由于估值便宜,加之看好敏华控股业务前景,其股价实际正处于“投资洼地”。

产品全面智能化

敏华控股成立于1992年,主要从事中高端功能沙发的设计、生产及销售。“芝华仕”品牌除面向中国内地以及香港外,欧美市场也是其主要客户,2013年其在美国有9.9%市占率,排名在美功能性休闲沙发品牌的第三位。

中国证券报记者在其展示区看到,产品智能化是芝华仕沙发和爱蒙床垫最显著的特点。每一款芝华仕沙发都可以将角度由坐式的90度,一直调整成平躺式的160度,消费者可以通过电动按钮选择适合的角度,看电视、听音乐、看书或是休息。使用者在不需要角度倾斜时,再使用按钮将沙发回位成普通沙发即可,实际节省出两个贵妃榻的空间,而且其柔软度实际上要好于普通的贵妃榻。此外,芝华仕还出售许多具有全身性按摩功能的沙发,在人们腰椎等疾病普遍的如今,其更具有针对性。

对于爱蒙床垫而言,其智能化特色是在消费者进店之初就通过研发的一套自身系统对消费者做出全方位的体质测试,如果是夫妻双方买双人床还将对二人做出共同的测试,测出一套最适合消费者身体的床垫,包括软硬度以及身体最适合哪种床垫等。

智能化的背后则是公司对科技创新以及生产细节的重视,黄敏利表示,由于所有产品均要达到北美、欧洲的高质量要求,因此不同于部分制造业企业让工人能够熟练地操作多道工序,芝华仕沙发从培训开始就要求工人只需要能够很好地完成一道工序,而不出现漏洞,这样最终可以更好地提高产品质量。

多手段降低成本

黄敏利还指出,家居行业的竞争非常激烈,敏华时刻都注意着危机,因此除了在技术上领先外,能够吸引更多广泛的消费群体、降低自身成本、开展网购等创新也至关重要。

敏华在市场营销上也非常注意区分,由于芝华仕沙发定位较为高端,一线城市和部分二线城市具有充足的消费群体,但更多三四线城市城市依然需要突破,为此敏华控股研发出了一款视觉和手感都非常像真皮的仿皮,名为“科技布”,用该产品制造的沙发成本要远远低于真皮沙发。

相比于这种降低消费者购买成本的设计,敏华也重视降低自身成本。继目前在中国广东深圳、惠州以及江苏吴江后,敏华又在天津武清建立了第四个休闲沙发生产基地。继南部和东部省份后,成功将物流拓展到北方,相关的物流成本将大为降低。

此外,敏华控股还开展了和天猫的紧密合作,未来还将与更多电商企业开展合作,也将降低许多实体店营销成本,该公司的线上销售渠道主要通过“天猫”的“芝华仕天猫旗舰店”,未来也在探索将实体店和线上销售的结合。

第一上海在研报中指出,海运费近年成下降趋势,敏华每年会进行招标,由于其是华南最大的海运集装箱用户,因此谈判力较强,运费通常比市场价格低10%-20%。另一方面,敏华在两年前发明了可拆解结构装配,让沙发折叠以后再装箱,此举至少会提高10%的装载效率,侧面节省海运费用,未来可拆解结构装配的占比也会提高,相信其海运费用仍将随规模效应的提升而有压缩空间。此外,人工成本亦有下降趋势,主要来自自动化设备效率的提升及内部管理流程的优化。

获业内机构看好

在港股通名单公布后,有多家业内机构近期表示看好敏华控股这只仍属于传统制造业行业的标的。

渣打银行研报指出,维持敏华控股“跑赢大市”评级,主要因为其利润率正在上升通道。尽管今年集装箱等运费可能反弹,但预计该集团能从其它领域节省开支。海通国际指出,维持敏华控股“买入”评级,由于北美及欧洲地区为主要收入来源,因此去年欧美房地产市场的复苏带动家具需求使该公司受益。此外该公司不断推出新产品也对其盈利前景构成利好。该公司目前约12.2倍的市盈率,以及5%-6%的股息率也相对吸引眼球。

华富嘉洛证券指出,在美国楼市持续复苏,加之中国内地将加快推进城镇化的背景支持下,相信敏华前景仍然乐观。

金利丰证券指出,由于估值吸引,投资建议关注敏华控股,敏华近年逐渐提高真皮沙发销售比例,既减少真皮价格波动对毛利率的影响,也由于相关产品平均单价较低,有助该集团更快进入内地三四线城市市场。另外,该集团逐渐建立自有长途运输车队以提高物流效率,同时其在天津的新工厂已投产,将进一步降低到北方市场的运输费用。

第一上海指出,一方面预计敏华还将拥有在海外市场的明显竞争力,另一方面敏华还拥有B2B业务,销售星级酒店、动车车厢以及航空候机室等座椅,中国业务的增速已超海外出口的增速,预计未来中国的销售额可占公司整体销售额的50%。虽然目前中国业务的销售额仅为北美的一半,但经营利润率水平已超北美,因此提升中国业务比重有助于其利润率水平的提升。

宝马大众联手 在美营建电动车充电网络

□本报记者 刘杨

据媒体报道,德国两大汽车巨头宝马和大众即将与美国充电设施运营公司Charge Point联手,在美国为电动汽车和插电式混合动力车建造快速充电站网络。

媒体报道称,宝马与大众此次在美建造充电网络的合作,实际上是其分别推进宝马i3和大众e-Golf等电动车销售工作的组成部分;而Charge Point公司则是行业领先的电动汽车充电网络运营商,该公司目前在北美地区建造的电动汽车充电设施超过2万个。

根据两家公司的计划,将于2015年底在美东、西海岸建造近100个Charge Point充电设施,该类充电设施能够在20分钟内将宝马i3和大众e-Golf等电动车电量充满80%;而本次计划的总投资约为200万美元。

此前在本月初,美国汽车巨头通用汽车宣布将推出一款面向大众的纯电动车。但汽车巨头中,目前只有特斯拉公司纯电动车获市场认同度最高,特斯拉电动车目前与大众和宝马联手的充电站网络尚不能兼容。