

Document

广发证券2009年A股策略:再通胀孕育机会

广发证券发展研究中心

一、危机:灾难还是机遇?

危机并不一定意味灾难,反而可能给市场带来机遇。大量的历史经验显示,股价因危机冲击而大幅下挫之时,往往会迎来较佳的长期买点,风险溢价\回落,估值较低与相对吸引力较高是其中较为重要的影响因素,这三方面都通过估值来提升股市。持续的市场回暖取决于总需求扩张,信贷/货币环境改善是我们判断市场转机的重要因素,对未来股权回报的过度悲观实际上蕴含了宏观经济会出现“大萧条”或者长期衰退的风险。

(一)金融危机后的股市表现

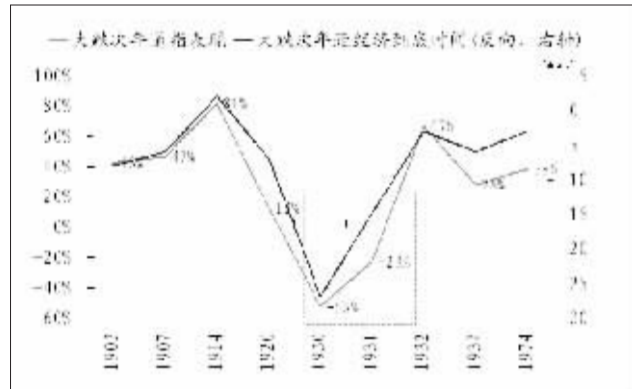
历史上看,债务或者汇率因素都会导致金融危机的发生,但总体上债务膨胀引发危机的频率更高(根据IMF的统计,上世纪80年代后,债务引发的危机接近4/5),且影响更大。从相关的经济指标(银行不良资产率、财政成本、产出损失、物价)来看,除了1980s的美国信贷危机之外,1929年的美国“大萧条”、1991年的北欧金融危机、1990s的日本长期衰退、1998年的中国及俄罗斯银行危机等影响均十分显著。

在金融危机发生前后,股票市场表现有所不同。大体上危机发生之年股市表现不佳,但除“大萧条”以外,均在第二年开始迎来投资机会。总体来看,6次危机之后的两年里,股票总回报平均达到62%;如果剔除“大萧条”,则这一数据上升至74%。

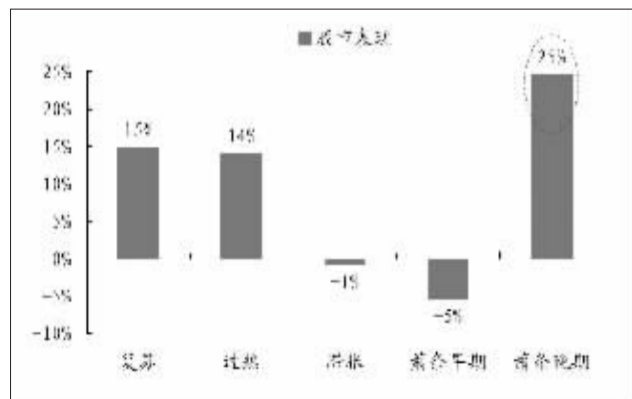
我们再观察上世纪以来的道琼斯指数表现。将年度股指大跌排序,并抽出跌幅前10位的。可以看出,道琼斯指数在大跌次年一般都能获得较好的收益,唯一例外的是“大萧条”期间,究其原因,在于美国其时的经济收缩持续了43个月,为上世纪以来最长的衰退期。一个非常值得注意的现象是,大跌次年距经济触底的时间与大跌次年市场的表现关系密切,相关系数达到-90%以上。从时机上来看,经济的萧条晚期是最佳的买股时机。而除“大萧条”之外,股市大跌次年往往处于经济萧条晚期,至经济探底已为期不远。

从以上的分析可以看出,股价因危机冲击而大幅下挫之时,往往会迎来较佳的长期买点。对未来股权回报的过度悲观实际上蕴含了宏观经济会出现“大萧条”或者长期衰退的风险。在第二部分,我们将论述出现这一情形的可能性并不高。如果美国经济能够如市场预期那样于明年见底,则预示未来一年的股票市场充满机会。

道琼斯指数在大跌次年的表现同经济触底时间密切相关



经济萧条后期是最佳买股时机(美国股市 1973-2004)



(二)有利的因素:风险溢价、估值与相对吸引力

我们认为,市场往往在金融危机之后获得超出预期的回报,很大原因是风险溢价回落、估值恢复均衡以及大类资产相对吸引力所致:

其一,市场在危机之时的异常表现可能反映了投资者情绪的影响,历史上看这往往是股市的反向指标。以美股为例,VIX指数与标普500指数大体上走势相反。在危机发生之时,投资者极度恐慌使得VIX指数飙升,风险溢价走高压低股指走势;而在市场情绪缓和、风险溢价回落之时,PE抬高推动市场反弹。我们观察历次VIX阶段见顶前后股市的走势,结果证实了这一点。目前VIX指数创下历史新高,是否预示股市正处于底部?

其二,估值存在自我调整至均值区间的能力。我们对美股和A股的数据分析表明,估值与未来收益明显负相关,时滞越长则解释力越大。历史上来看,危机之时PE往往会大幅下降,蕴含长期投资回报升高。目前A股上市公司的滚动PE水平已经降至较2005年更低,是否预示未来较长时期股权投资的投资回报值得期待?

其三,从大类资产的配置来看,由于商品市场的不完善,国内股票与债券的吸引力相互转换的特征明显。在降息预期之下,虽然债券的上行空间仍然存在,但目前股权类投资相对债券类投资吸引力显著上升,预期回报率之差已经达到近年来的新高,是否预示未来股权投资仓位比重应该适度提高?

以上三因素对股市的推动效应均是通过估值来实现的,这符合经济周期的一般规律。历史经验显示衰退期中盈利风险上升至最大,但估值往往停止下行而见底反弹,成为推动市场走势的重要因素。

(三)关键性因素:信贷/货币环境改善

有利的因素决定了股市的吸引力在增加,但反弹的基础取决于基本面。周期转向毫无疑问需要实体经济复苏,但一些简单指标将提前反映预期。我们认为,作为债务-紧缩效应中关键的一环,信贷/货币市场是危机从金融体系向实体经济渗透的核心渠道。如果其逐渐回暖,则实体经济将会受到正面带动,并在此预期之下刺激股市。历次危机之后,我们观察到相应的变化对股市影响显著。

对信贷/货币市场的强调并不表明我们忽略了实体经济的衰退风险,在第二部分我们将表明,信贷/货币的回暖与总需求逐步稳定是并行不悖的,甚至从某方面来说是关键性环节之一。

二、周期:Deflation已到,Reflation何在?

毫无疑问,资产周期已经进入明显的Deflation阶段,而股票的投资机会在于Reflation预期的确立。目前美国金融机构去杠杆化与中国企业去存贷化并存,国内的资本支出周期、存货周期、信贷周期以及房地产周期相互重叠,使得经济与价格下滑速度明显超出预期。由于存在诸多不确定性,在目前的形势下,探讨未来经济增长的前景预见性并不太高。但如果从核心的影响因素入手,借鉴历史经验,并在情景化的分析框架之下,我们希望得到一些值得参考的结论。

(一)历史借鉴与现实意义

关于美国“大萧条”和日本“失去的十年”的成因,已经很明显显示了货币的大幅萎缩导致物价和产出的下降,而债务-紧缩效应加剧了这一情形。实际上,我们观察“大萧条”期间的经济数据,美国的基础货币一直在微弱增长,而M1出现大幅萎缩,显示了货币乘数剧烈下滑的影响,这表明社会的信用创造出了严重问题。从1929年至1934年,美国的货币乘数从3.8下滑至2.4,幅度达到37%,同期货币投放下滑了25%。在此情形下,虽然美国财政一直在扩张,但对经济刺激有限。60年后,日本重复了美国的故事。

毫无疑问,货币政策的迟疑甚至错误以及对银行破产的不加干预是美国和后来的日本调控失败的主因。大量的银行倒闭减少了货币存量,同时导致通货-存款率和准备金-存款率提高,降低了货币乘数,进一步急剧收缩了货币存量。在1930s,英国、法国甚至中国等国家的实体经济受到的冲击明显较小,其原因在于,这些国家要么早早脱离金本位,要么坚持根本位,在此情形下货币政策独立性更强。与美联储相比,这些国家很早就开始放松货币,因此走出困境的时间也随之提前。

受凯恩斯学派的影响以及对历史的误解,一个长期形成的观点是,财政扩张在经济低迷之时至关重要,而货币政策毫无效果。但实际上,财政扩张能否取得效果取决于私人部门的投资与消费状况,负债程度、融资成本与信贷可否获得是重要的影响因素。我们观察到,在经济衰退期间,信贷/货币增速与GDP增速保持高度同步。相反,政府的财政支出在很多时候并未起到明显作用。

为了避免债务-紧缩效应加深,货币政策应该努力维系信贷市场,并且降低私人部门融资成本。目前来看,美联储通过扩张资产负债表,维系了货币增速。此外,在大幅降息的背景下,实际利率水平下降,这将推动其融资需求。我们观察到,滞后12个月的实际利率水平与企业的融资需求和居民的房贷需求保持非常相反的走势,这预示未来一年私人部门的融资需求可能有所回升。另一方面,实际利率下降同样滞后12个月影响房贷规模。一旦再杠杆过程开始进行,这将大大减轻债务-紧缩效应,推动实体经济回暖。

(二)中国的反通胀与再通胀

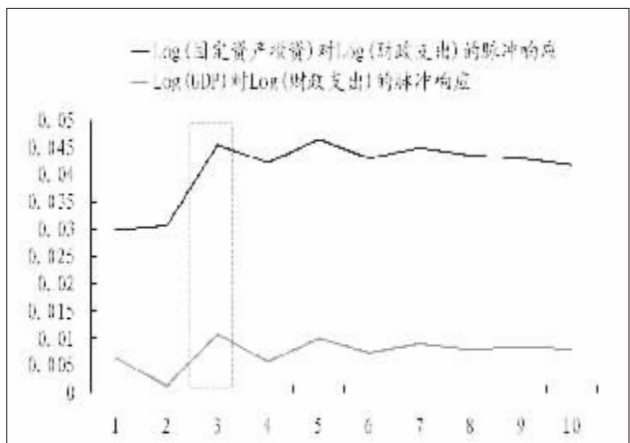
在上一轮积极财政政策时期的数据,我们的计量分析显示:从政策效果来看,大规模的财政扩张对固定资产投资与最终产出均有显著的拉动;从政策时滞来看,财政扩张对经济的刺激从第三个月开始明显显现,并且这一效果在之后并未消退,但有所放缓。从长期来看,由于累积效应不断增强,这很大程度上印证了财政刺激应该符合暂时性原则。否则便会导致2002年之后所出现的困境,即地方政府财政不断扩张诱导产能过剩压力。

但是,在国有经济投资比重大幅萎缩、私人部门投资比重已经提升至7成的情况下,仅仅依靠政府支出毫无疑问效果受限。

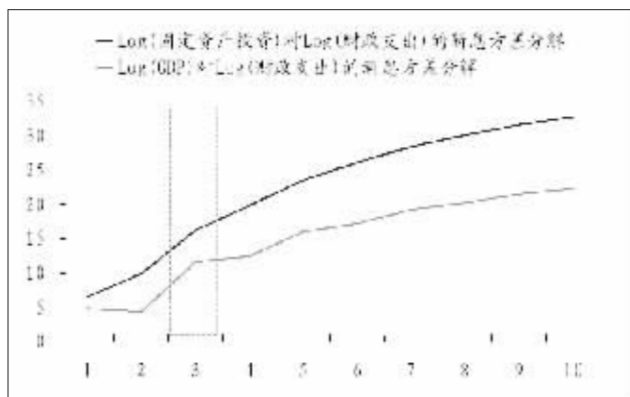
为了避免经济可能在短暂的刺激后再次陷入低迷状态,企业的融资渠道恢复以及房地产市场回暖至关重要。我们的比较显示,虽然目前面临的困难比1998-1999年要大(经济更加依赖外需和投资;私人部门投资占比增加,而其波动更大;政府和个人的负债水平上升),但政府有能力实施再通胀进程,主要原因是政府、银行、私人部门的资产负债表较为健康,而货币环境更为宽松。

事实上,我们已经看到,中央政府已经出台多重政策措施来着手解决这一问题,在货币大幅放松之外,相继出台了国九条和金融30条,背后的政策目的十分清晰。

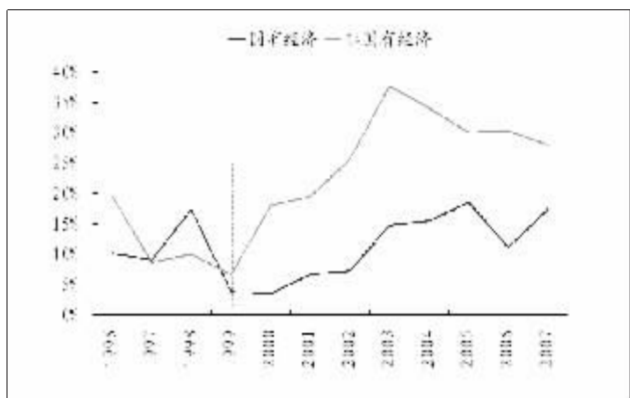
财政扩张对投资与产出的脉冲响应分析



财政扩张对投资与产出的方差分解分析



中国国有经济和非国有经济投资状况



数据来源:wind,广发证券发展研究中心

(三)Reflation预期下的机会与风险

我们认为,从通货紧缩到再通胀预期是判断明年股票市场走势的核心假设。在通货紧缩环境之中,政府通过反周期调控政策推动信贷/货币市场回暖,扭转通缩预期,则预示Reflation开始启动。我们观察到美国“大萧条”与日本90年代期间都存在再通胀情形,股市得以提前正面反应。

同样,观察A股历史,信贷也是我们判断股市走势的重要指标。自1998年至今,贷款增速见底回升的3次时间内,股市也随之反转;而贷款增速高位回落的3次时间内,股市也随之转入下跌。

对于明年的股票市场,我们并不特别悲观。考虑美国经济见底时间、中国反周期调控见效时点,我们认为明年上半年市场呈现通缩情景,而下半年显现再通胀预期;业绩下滑将使得A股在明年上半年承压,而再通胀预期将刺激下半年行情。

但是,从更长时期来看,市场能否持续上行行情取决于Reflation阶段能否持续,美国和日本都存在中途失败而导致股市反弹行情夭折的情形。短期风险在于外围经济衰退超出预期,以及国内房地产市场持续低迷;而产能过剩压力、大规模重复建设、低回报投资与新增长点匮乏构成更长时间内的焦点。历史上,这一现象在国内外都出现过,对于本次情形需要进一步的观察。

三、盈利与估值

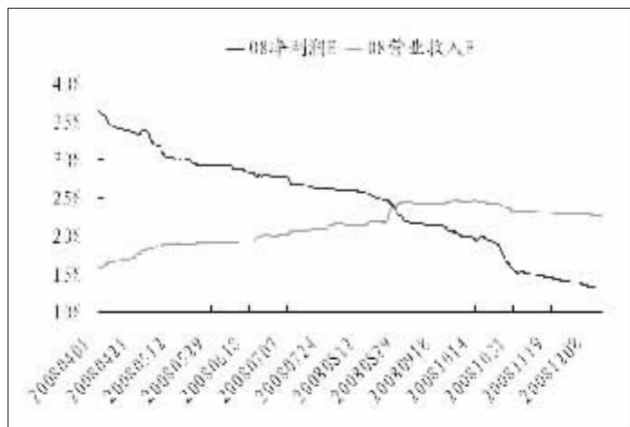
(一)业绩预测:09年上市公司业绩下跌10%

基于宏观多因素预测模型,我们预测了08年和09年非金融类上市公司净利润增速,结果显示09年上市公司盈利存在显著的下行风险。营业总收入增长率的预测值分别为18.46%和-1.74%,净利润率的预测值分别为7.20%和5.94%,净利润增长率预测值分别为-2.23%和-18.90%。

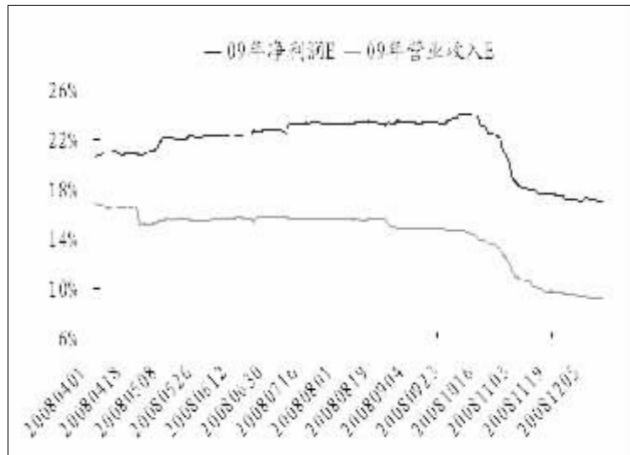
从预测数据可以看出,非金融行业盈利能力在08年下降的主因是成本端对企业利润率的挤压,而09年除了面临净利润率的进一步下降外,销售收入大幅萎缩成为业绩下滑的重要原因。

汇总我们相关金融行业研究员自下而上的盈利预测数据,中性情况下,金融行业08年和09年净利润增长率分别为24.76%和3.84%;而悲观情况下,则会下降至20.84%和-0.41%。综合金融行业和非金融行业盈利预测,我们得到全部上市公司08年和09年的净利润增长的预测值,中性情况下分别是7.3%和-9.5%。根据目前市场上的一致预期,今、明两年的盈利均存在显著的下调风险。

2008年净利润与营业收入一致预期



2009年净利润与营业收入一致预期



(二)估值分析:2009年潜在回报20%

利用三阶段EDM模型,我们测算出在上述三种情景下,A股市场在2008年末合理的绝对估值水平,并以此计算2009年末的合理值。我们所采用的主要参数有:前8年除第一年外按11%的增长率高速增长,之后增长率开始下降,至第30年进入长期稳定增长期。在这一假设之下,我们得到了在g=4%时候的合理估值水平以及中性情景下的敏感性分析。

根据分析结果,我们得出在悲观的预测结果下,目前A股距离底部的空间是20%。但是,根据之前的判断,考虑到明年市场走势可能是探底回升,以及国债收益率下降压低无风险利率水平,我们计算得到2009年末对应目前的潜在收益是20%(中性情景下,k=9%)。

四、行业配置与主题投资

大体来看,行业/风格回报的偏差和市场走势密切相关。股市的机会越大,则回报的偏差越大,比如2000、2007年市场情绪高涨之时;反之越小,比如今年。因此,在市场的活跃度与机会增强的情况下,明年A股市场投资的配置作用将会提高,改变当年更看重仓位的局面。

(一)盈利冲击从上至下,盈利恢复自下而上

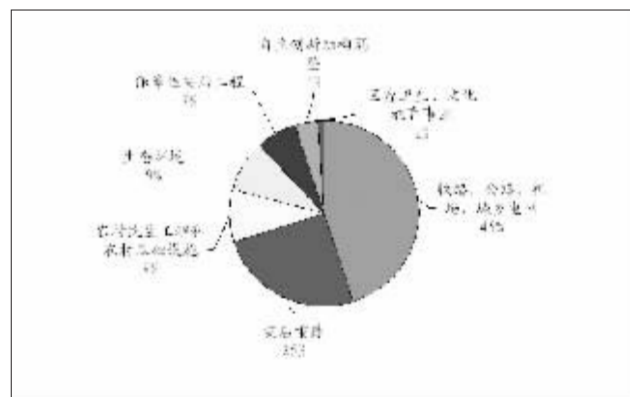
从CRB指数来看,未来半年内PPI下行趋势已经形成,这显示供给层面的冲击;而OECD领先指标跳水预示的需求冲击也将加重这一趋势。供给层面的冲击是正面的,而需求层面则相反,但毫无疑问,目前CRB指数大幅下挫的主要原因是需求萎缩忧虑所致,因此需求所引致的负面冲击将占据主导。

由于各行业面临的成本与需求压力不一,未来利润分配格局将出现变化。在PPI下行中,可以看到,中、下游的成本压力都在缓解,而上游行业的盈利能力在加速恶化;而在其上行过程中,这一情形正好相反。

分析历史数据,我们可以看出:一、上游行业的盈利能力主要由价格决定,其毛利率、利润增速、利润率和PPI保持一致走势,而销售收入和工业生产不同步;二、中、下游行业的业绩受成本和需求共同影响,并且销售收入和工业生产同步。

在需求冲击下,由于中下游企业同样面临需求不足、产能过剩和库存上升的压力,利润受到压制。因此在衰退初期,各类行业都面临盈利放缓的压力。但是,鉴于在这一阶段产能投放是压制价格的最重要因素,因此,越接近需求端压力越小。在总需求不足导致PPI下行的情况下,上游行业受到的影响最大,中游和下游递减;而在总需求复苏的过程中,产业链上大致的是恢复是自下而上。我们观察2004-2005年的情形,下、中上游行业的盈利能力(利润率)是相继见底的。

4万亿投资方向



(二)行业配置方向:上半年防御,下半年周期

我们认为配置的基本方向是成本压力缓解、而需求端能够保持较为稳定的行业,以及未来能够提前于实体经济见底的行业。在基本的业绩趋势之外,政策方向将是明年的重要投资方向。根据上对宏观经济与股票市场的判断,我们认为明年上半年与下半年的配置稍有不同,即上半年防御,下半年周期:

■在上半年的通缩环境下,配置组合仍然应该保持一定的防御性,超配需求下滑但成本下滑更快的行业,比如电力、食品饮料;超配需求与成本保持刚性的行业,比如医药、电信;

■而在下半年的再通胀预期中,可以适度提高周期类行业的配置比重。考虑财政扩张的刺激效果,以及业绩走过上半年的低点,我们认为钢铁、水泥、工程机械等投资品存在交易性机会。但是,投资品的趋势性机会取决于私人部门特别是房地产的投资恢复。历史上看,这类行业的业绩在1998年有所回升,带动股价上扬,但其后随着投资的萎缩而下滑;

■政策扩张方向是明年重要的投资方向。由于基础设施建设是未来两年的投资重点,因此也是我们的投资标的,此外还包括相关受益的建筑业、节能环保等;

■标配银行和房地产,但考虑到明年政策可能不断放松,房地产存在交易性机会,对银行股相对看淡;在下半年市场反弹中,保险和券商股可能受到带动。

■鉴于PPI走低与居民实际收入水平下滑,仍需回避能源行业与可选消费品。

此外,虽然整体经济形势不佳,但部分符合国家产业政策或在技术、产品、营销方面具有竞争优势的小行业龙头仍能保持较为稳定的增长。因此,寻找具持续成长性的龙头型中小企业是一个值得长期秉承的投资策略。

(三)主题投资:并购重组

历史上,A股上市公司进行并购交易多出现于两个阶段:一、在整体估值中枢较低的阶段,并购交易的数量和资金明显多于其在估值水平较高的阶段;二、经济较为困难的时期,上市企业并购增速大幅上升。从历史数据来看,并购对企业的盈利能力与超额收益都有明显提升。

我们认为明年并购机会在于:从市场化行为来看,流通率较高、估值和集中度低而企业盈利能力差别较大的行业,有可能获得更多的并购机会;从自上而下的政策推动来看,央企与地方国资委所属上市公司的整合机会较大,特别是战略性地位较高的行业。据此,我们认为煤炭、钢铁、有色金属、机械、电力、水泥、汽车和房地产等行业值得重点关注,这些行业大都为基础原材料或者先导产业。