

通胀预期如何影响未来投资

嘉宾:

中银基金研究主管-----张发余

大成研究副总监及基金经理-----姚瑛



姚瑛



张发余

目前,全球经济形势正在发生积极变化,众多经济指标都预示着经济的复苏。经济的复苏,是否会带动物价水平的回升,从而增加通货膨胀的可能性?基金周刊日前特邀基金经理对此进行了探讨。

◎本报记者 周宏 安仲文

基金周刊: 目前市场对通胀的预期比较强烈,那么通胀究竟何时会启动,未来通胀会成为2007年一样的投资主题么?

张发余: 从全球经济角度看,美国经济仍旧是对全球经济影响力最大的国家。所以判断通胀的关键在于观测美国经济走向。

我们认为,美国的通胀来临的速度很可能快于市场预期。因为,现在美国的货币供应量很大,包括英国、美国等国家采取了定量宽松的政策,但都对回收货币缺乏考虑。在如此大的货币投放环境下,一旦美国经济的货币乘数反弹,则其经济中M2的增速会出现非常快的增长。历史统计表明,在M2大涨之后6~12个月,这个压力就会传导到通胀。换言之,美国经济的通胀时刻就来了。

而中国的通胀前景,我们在年初已有预测,我们认为,月度的同比指标看,年内可能中国就会出现CPI转正,而真正的趋势出现则要等到明年。

我们认为还有必要高度关注美国的长期债券收益率,因为伯南克只有在债券利率几次触到了历史高位后,才会考虑调整现有的货币政策方向。

姚瑛: 针对近期宏观经济运行的特点,我们认为,上半年我国宏观经济运行情况良好,为下半年的稳定增长奠定了坚实基础,预计3季度的GDP增长率为9%左右,在年底之前可能都会呈现高增长、低通胀的局面。

高增长更多来自于生产与需求的正常化。一季度经济增长率较低,主要是企业去库存的影响。而随着通胀预期的不断加强,去库存逐渐结束,补库存效应越来越明显。除此

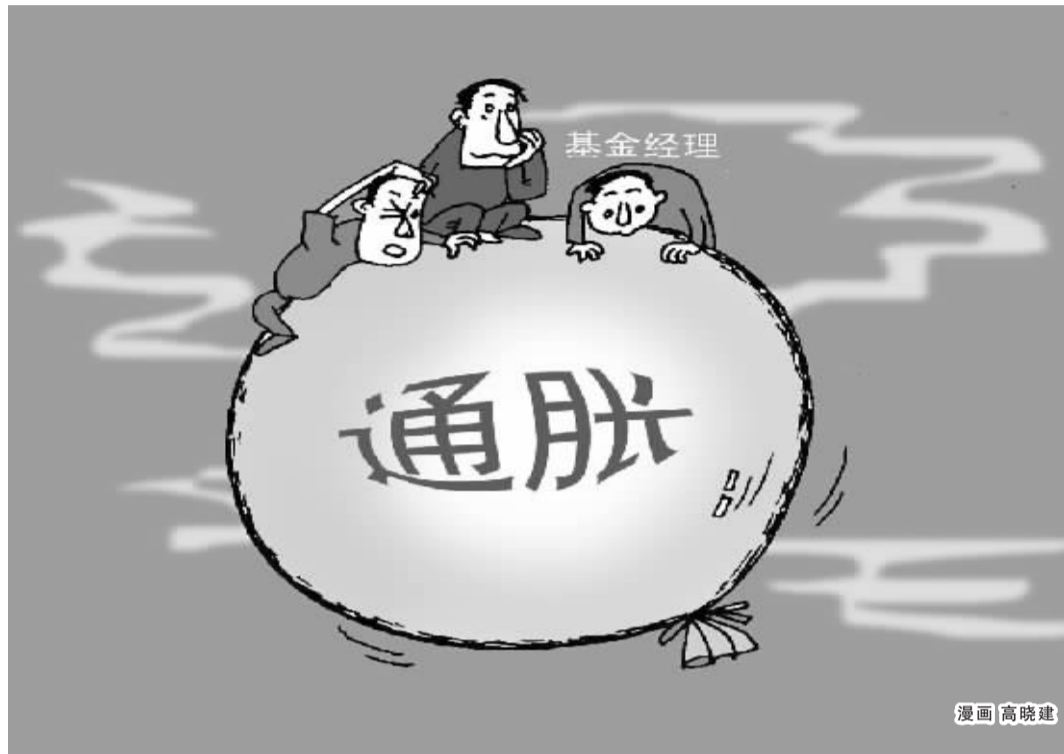
之外,投资将继续保持高增长,出口也将停止下滑,汇率和利率会保持稳定。低通胀来自于两个方面的原因:一是经济增长的绝对水平相对于潜在水平仍然很低。二是通胀滞后于货币的时间可能达一年左右,虽然宽松的货币政策仍将维持,但年内出现通货膨胀的可能性不大。

基金周刊: 通胀预期会导致目前市场有怎样的投资机会?未来一旦通胀发生,市场机会可能发生怎样的转变?

姚瑛: 我们认为,中国经济的不断复苏势必会带动物价水平的回升,从而增加通货膨胀的可能性。但是正如我们以上所说的,年内大幅通胀的可能性不会太大。

不过,在通胀预期下,受益于此预期的板块将受益较大。首当其冲的房地产板块,房地产作为国民经济的支柱产业,对整个中国经济的发展具有举足轻重的作用,只要长期看好中国经济增长,就必须对房地产作长期的战略性配置,就不能忽视房地产行业巨大的投资价值。目前为止,房产仍然是最好的抵御通胀的投资产品。因此,通胀预期往往催生房地产市场的火热,反映在资本市场上,就是房地产板块股票的上涨。

我们还比较看重银行板块下半年的投资机会。经过上半年的大幅上涨,很多板块和个股估值已经不便宜了,而银行是其中相对便宜而且业绩成长性比较确定的板块。在当前经济好转趋势为银行业营造了良好经营环境,银行与实体经济在经济复苏的时候可以形成良性的资金循环,不仅有助于银行利息收入的增加,还可推动非利息收入的提高。另外,经济状况改善,有利于缓解银行资产质量压力,资产减值计



漫画 高晓建

提减少,而微观主体盈利能力提高也可改善银行的资金投向,减少票据融资和项目贷款的投放,提高资金收益率。

张发余: 从现有的全球经济分工看,美国欧洲是消费的核心国,中国印度是制造的核心国,俄罗斯巴西中东是资源国。在这轮经济危机中,美欧的信用体系受到了伤害,因此,恢复时间会较迟。而中国则是受了“硬伤”,复苏会比较早。我们业绩预测认为,今年年内上市公司的盈利同比增长幅度接近20%左右,明年年初上市公司利润同比增长肯定会超过30%左右。

投资主线方面,我们认为市场将转变为“流动性+经济复苏”的这条主线,投资机会可能在中游这块,因为中游的业绩弹性最大,而年底前,主流热点可能还会回到金融地产。

至于,一旦通胀真正出现,那么根据历史统计,市场的热点可能进一步转向周期股和价值股,以及大宗商品。

基金周刊: 就你们研究,整体上看通胀和股市是怎样的关系?

姚瑛: 通胀和股市并不是一个简单的驱动关系。就历史情况而言,在通胀的不同时期股市表现并不一致。总体而言,在通胀到来之前以及通胀初期的一段时间,股市表现往往会有幅度的上涨;但是当通胀走高之后市场变得担忧起来,下跌或者盘整出现,这是各国股市大体上表现出来的现象。比较合理的解释是,在通胀出现的初期,各国政府在通胀和经济增长之间一般难以权衡,这就导致了加息行动落后于通胀上升的速度,从而营造了相对宽松的货币环境和企业盈利环境,也就是我们在温和通胀前期所看到的股市暴涨的繁荣。而当通胀到达一定程度、央行不得不出手,前期累积的风险开始猛烈释放,市场调整就在所难免。不过,各国抵御通胀的能力各不相同,股市修复的能力也不相同,在通胀期间表现也就不太一致。

是否应该告别泡沫之夏的旅程

◎李华轮

道德经云:物壮则老,是谓不道,不道早已。

7月29日市场发生了本轮反弹行情以来最大的一次单日调整,在3000点之上发生如此剧烈的波动,应是重要的警示信号:是否应该准备告别泡沫之夏的旅程?从下跌的方式看,覆巢之下没有完卵,所谓的防御类股票一点不少跌。应反思我们第三季度的行业配置想法:如果系统性风险暴发,从通胀预期转向复苏预期的中下游投资思路在3000点以上能否独善其身?

——价值投资看估值,7月31日收盘全部A股市场PB水平3.83倍,考虑中国经济的成长性如果认为较长期看20倍PE是比较合理的水平的话,6月1日2700点对应的3倍PB要求的ROE是15%,7月1日3000点对应的3.3倍PB要求的ROE为16.5%,3.83倍PB要求的ROE是19.15%;即使按25倍PE考虑,这三个点位要求的ROE也分别达到12%、13.2%和15.32%。而在过去十年全部A股按平均(整体法)计算的ROE水平分别是9.63%(1999年)、9.14%、7.9%、7.53%、9.58%、17.62%、15.08%、14.42%、17.16%、12.1%(2008年),即使在中国经济高速增长的去十年当中也只有04、05和07年超过15%,最高峰的2007年也不过17.16%,需要指出的是占市场较大比例的银行业在政策保护下ROE始终高企。显然目前的A股市场已经脱离了价值投资的范围。

——趋势投资主要是看供求,从贷款增量上来看,上半年7万多亿,下半年至多一半,逆转已成定局;上半年实践中是极度积极的货币政策,下半年政治局会议坚持

的是“适度宽松的货币政策”。资金供给不但不会超预期,下降已成为必然,而考验需求的不仅是IPO,还有重启的央票、收紧的二套房首付乘数等。而供应方面,“筹码是金”的提法源自股盛行的2000年,随着间接融资比例上升和股权分置改革的完成,股票作为一种资产并不是稀缺的资源已经成为现实。

7月29日央行季度报告指出:2009年2季度5000户工业企业产品销售价格景气指数从一季度的-15.6%收窄至-8.9%,出现了较大幅度反弹,全球商品市场整体呈现触底回升之势,未来“输入型”通胀压力增加,同时国内需求继续回升,流动性持续宽裕,通胀预期有所显现。央行货币政策司司长张晓慧也警告说“近年来通胀主要表现为‘结构性’物价上涨(即一般性商品价格上涨慢、初级产品和资产价格涨幅大),等到CPI明显全面上涨时,往往已处在泡沫最后破灭的前夜”。

道德经云“物壮则老,是谓不道,不道早已”,在实体经济尚处复苏底部的现实下,A股市场半年多上涨超过100%,是谓“物壮”啊!

——供求背后是人心,每轮上涨的市场顶部是由最疯狂的资本买出来的,我们无法揣测市场任何一轮“最疯狂”的程度,但是我们需要守拙:首先要有陶渊明“开荒南野际,守拙归园田”的心态,其次是胜负手的决心和执行力。看来是时候告别泡沫之夏的旅程了。

行业方面,近期的震荡提示投资者:如果发生中级调整,很难有板块幸免,买入“调结构”政策下受益的医药、消费、服务、新能源等行业公司的时机还需要耐心等待。

(作者为上海朱雀投资发展中心合伙人)