

2017年大类资产展望

加息概率低 房地产投资或超预期 看好股票

□徐小庆 敦和投资宏观策略总监

观点 1

今年不会有高通胀 加息概率低

央行的货币政策方向开始趋紧,现在已没有什么疑问。在去年8、9月份,央行开始重启长期限的逆回购之后,当时对货币政策是否趋紧还有争议。到去年4季度出现“钱荒2.0”之后,实际上这个方向就基本确认了。在今年春节前后,央行相继上调了“麻辣粉”(MLF,中期借贷便利)和公开市场逆回购的招标利率,又引发市场担忧:这是否意味着货币政策的收紧进一步升级?

我们需要思考的是,央行在做决策之时,最主要的依据是什么?

公开市场利率是否会连续上调,应该取决于货币信贷的增长。去年4季度发生“钱荒2.0”,当时政策的着力点主要还是防风险,债券市场的杠杆率过高,息差过低,需要通过回购利率中枢的抬升来提高杠杆的融资成本,倒逼金融机构去杠杆。而今年1月份直接上调MLF的操作利率,但回购利率中枢并没有进一步上升,信号作用更明显,更多是对今年年初以来信贷投放的速度过快起到一个警示作用。

过去央行上调公开市场的操作利率,一次是在2009年,一次是在2013年。这两次都有一个非常重要的背景,即货币增速显著高于央行的目标值。2009年公开市

场利率之所以持续上调,是因为当时的货币增速是持续上行的,并且远远高于目标值。而2013年只调了一次就结束了,是因为在调完之后,货币增速便开始回落。

这一次,虽然M2的增速低于目标值,但由于金融机构的资产规模增长非常快,所以广义的M3增速仍显著高于目标值。此外,社会融资增速也确实有所回升,目前到达目标值附近。未来利率是否会持续的上调,关键取决于后续货币和社会融资增速是否会继续上升。我个人认为,它不太可能持续上调,因为向后看,今年货币和社会融资增速大概率是一个逐步往下的趋势。

公开市场利率的调整是否会传导至政策利率层面,核心是通胀,即CPI的变化。2010年10月央行开始加息的时候,CPI同比已大幅上升到4%以上。而2013年央行仅仅上调了逆回购利率。到2014年,不仅没有进入加息周期,反而开始降息、降准,因为当时CPI只有一两个月的时间回升到了3%左右,之后很快向下。就是说,没有形成真正意义上的高通胀。

今年CPI走势成为大家非常关注的一个话题,尤其在1月份数据出来之后,我们看到,尽管食品价格同比回落,但非

食品价格环比的涨幅远远高于以往春节期间的涨幅。

PPI同比在1月也达到了6.9%,2月还有可能进一步上升,这个涨幅基本上接近2007—2008年、2010—2011年经济过热时的数据。在如此高的PPI之下,CPI是不是会出现滞后的上升?

我个人不认为今年会有高通胀。今年CPI的平均水平应该比去年高一点,在2.5%左右,但不会像大家想象的那样,有很大的通胀上行压力。

首先,今年春节期间食品价格的涨幅是2005年以来最低的。我有一个判断食品价格走势的经验,即食品价格能够形成大涨,它一定在前一年下半年就能看得出来。上半年食品价格同比往上涨,意味着环比要比去年高,通常这个特征在前一年的下半年就会显现。

而去年下半年,食品价格环比的涨幅低于前年同期,导致同比总体向下。按照这个规律,今年上半年食品价格同比应该是向下的走势。

此外,从原油走势、服务价格等因素来看,通胀持续上行不太可能。基于这些分析,我的结论是,虽然今年大家会担心通胀,但它不会成为真正的风险。



观点 3

商品或震荡 还是看好股票

在宏观经济保持平稳的情况下,商品会延续去年的涨势吗?我认为今年做商品不要太关注宏观因素。应该说,宏观数据好不好,可能不是决定商品走势的核心问题。过去宏观数据好的时候,商品也可能跌。比如2010—2013年,投资增速一直处于比较高的水平,但是那几年商品都有一个很明显的特征,即春节前涨,春节后跌,而且有时候是在旺季的时候下跌。

旺季下跌是因为宏观不好吗?显然不是。所以盯着宏观数据做商品投资,节奏不一定对。

关键的问题有两点:第一,在价格出现较长时间的上涨之后,供给到底会不会上来?在供给侧改革的背景下,产量的增长肯定会受到控制,但是利润率足够高了之后,是否能继续有效控制存在一定的不确定性。

比如,政府控制住了钢铁的产量,但铁矿石的复产进度可能在加快。从成本端的角度,会不会对产成品的价格产生向下的牵引?这是需要观察的。前面已提到,企业的融资需求在回升,这往往意味着企业的生产意愿也在增强,相应增加供给,对商品而言未必是一件好事情。以前宏观数据好商品价格却下跌,多半都是因为供给出现了出乎意料的上升。

第二,补库存何时结束?过去一段时间里,商品价格的上涨和补库存有关,表现为在库存增加的情况下,商品价格依然上涨。但是任何市场都是有度的,库存如果继续回升至比较高的水平,一定会反过来对价格上涨产生抑制作用。

PMI当中的原材料库存分项目前在48%左右,过去只要这个指标到了50%以上,基本意味着补库存结束。而补库存结束后,商品价格就会出现回调。

对今年的商品价格走势,我总体的看法就是:不要太乐观,也不要太悲观。也许就是一个震荡的格局。指望今年能够不断创新高可能很难,但指望趋势性的单边做空可能也很困难。

我还是看好股票。从去年4季度以

来一直有这个判断。

我认为,驱动股票有两个核心变量。第一个是出口。今年全球的贸易是向上的周期,中国的出口表现会比大家想象的好。“贸易战”是短期噪音,它不改变出口回暖的趋势。当前出口额的上升不仅仅是出口量,更重要的是出口价格上涨。去年以原材料为主的进口价格涨得多,今年制造业产成品的出口价格开始上涨,说明中下游的企业是可以把上游的价格传导下去的。出口价格的上涨可以从另外一个方面得到印证——美国的通胀也在回升,美国的通胀和中国的出口价格很相关。

出口回升可以对房地产销售的下滑形成一个反向对冲,使得企业盈利的增长不会因房地产销售回落而很快出现下滑。从盈利角度来讲,出口的改善延长了这一轮的经济回升周期。

另外,贸易顺差会不会缩小。大家担心今年油价涨到60美元以上,会导致中国贸易顺差大幅下滑。我们要从另一个角度来看待这个问题:如果油价能够涨这么高,它一定不是供给层面收缩的结果。当前市场对油价的共识就是60美元,这已经把OPEC减产的因素充分考虑进去了。如果涨至60美元以上,说明全球的需求超出了预期。如果是需求推动,说明油价的上升一定是全球需求好的结果,那也会带动中国的出口继续改善。

次贷危机后,油价出现了2到3年的恢复性上涨,在此过程中,中国的贸易顺差一开始是下降的,后来反而上升。能源相关产品的逆差会因为油价的上涨而扩大,但同时中国其它产品的顺差也会提高,所以互相抵消后,总的贸易顺差并没有明显下降。

中国对德国、日本这些高端出口国过去一直是贸易逆差,但是2013年以来在持续缩小,这说明中国的出口产品在升级。

出口改善,除了对企业的盈利产生正面影响外,另外一个不可忽视的力量,就是对汇率的预期会开始慢慢变化。这种

变化从年初以来已经发生,表现为大家对人民币长期看贬的预期开始调整。这种调整意味着会有更多企业开始提高结汇率。人民币从单边贬值变为双向波动后,结汇率反而会增强,这和做股票一样是买涨不买跌的心态。当然,结汇率的上升,也是企业融资需求增加的结果。过去两年,企业觉得国内投资回报率很低,换了人民币也不知道做什么,现在既然对资金的需求增加了,票据利率也大幅提高,为什么不结汇呢?

今年年初至今,港股的表现显著好于A股,为什么?因为人民币开始升值。人民币的走势在很大程度上可以解释A股和港股的溢价率变化。如果人民币继续升值,AH溢价率完全有可能回到过去只有100%到110%的区间,而不会横在120%—140%,120%—140%是在人民币贬值时期出现的。

当然,A股什么时候能像港股这样猛涨,很重要的触发点是要看什么时候外汇占款转正。如果有越来越多的企业结汇,就意味着外汇占款在某一个时候会转正。一旦转正,对A股的风险偏好就会有显著提升。

上一次外汇占款由负转正是2012年年底。当时,港股在下半年就已经开始大涨,AH溢价率一度缩窄至100%以下,但12月A股突然大涨,原因就是外汇占款转正。

我认为,今年股票市场的核心驱动力是出口的改善,以及随之带来的人民币贬值预期的减弱,而不是货币政策的趋紧。

最后说一下债券。我并不那么悲观,现在市场的预期又完全一边倒了。从绝对收益率的角度来讲,它已经非常接近房贷利率,过去每次接近时都是债券收益率的阶段性高点,随后会开始回落。从这个角度来看,至少利率债已经具有了一定的配置价值。但是短期的负面因素依然很多,对债券收益率向下产生抑制作用。趋势性的反转机会尚未到来,但是向上的空间也不大了。过去紧缩周期中,长债收益率往往都是在初期就一步到位,后半段即使短期利率继续上升,长债收益率也未必还能向上走。

债券市场目前最大的风险不是国内,是海外。如果海外10年期美债的收益率能够突破2.6%到3%,那么国内的债券收益率中枢还会再上一个台阶。但是目前中美利差已经回到了历史较高的水平,如果美债的收益率短期内不能很快向上突破,则国内的债券收益率短期内也见顶了。

本文整理自作者日前在中泰证券年会上的演讲

□本版文字整理 本报记者 孙竹芬



观点 2

对经济相对乐观 房地产投资或超预期

总体而言,我对今年经济的走势相对乐观。

对于房地产,大家担心的多一点,因为随着债券收益率的上行,对于贷款的按揭利率会产生向上的抬升作用。尤其是考虑到目前十年期的国债到了4.2%的水平,而按揭贷款利率水平才4.5%左右,这个利差在历史上是最低的,这意味着按揭贷款利率有上行压力,而我们也确实看到,很多银行在逐步取消优惠折扣的幅度。

从历史数据来讲,如果央行不调整存款贷款的基准利率,仅依靠债券收益率的上行,按揭贷款的利率升幅是有限的,一般不超过50个基点。只有进入正式加息周期时,才可能出现大幅上升。因此,如果今年央行不加息,按揭贷款利率最终可能回到基准利率附近,大概在5%左右,这个水平应该说还是很低的。而更重要的是,大量存量的贷款利率,其实是不会调整的,只对购房新增的贷款有影响。也就是说,对于已经有房屋的人而言,购房成本不会增加。

由于房价上涨和还款额上升,居民的购房支出占收入的比值确实在去年有大幅提高,但是这个比例并没有到一个非常离谱的水平。总体来讲,中国的购房支出占整个可支配收入比例一直稳定在20%—30%之间。房地产的库存目前仍处在非常低的水平。按照我们的测算,不仅一二线,三四线城市的库存也已回到2011年年底的水平。因此,我有一个不同于市场主流的观点,市场看多基

建,看空房地产投资。而我的看法正好相反,我并不认为今年基建投资比去年更强,但今年的房地产投资会比大家想象的要好。

由于过去一年销售非常好,目前开发商的现金非常宽裕,虽然信贷层面会有一些收紧,但这种收紧对房地产投资的负面影响还不会很快显现,因此,最近房地产的新开工面积在增加。

我觉得今年的基建投资增速相对去年可能会下降。年初以来,22个省公布的固定资产投资加起来超过40万亿元,大家对基建投资的乐观预期一下就被刺激起来了。但是,从资金来源的角度来看,要保持去年的高增长是有难度的。从财政的角度来讲,赤字率提高的空间也不大。

去年中国的财政收入增速低于GDP名义增长,这是1997年以来从未有过的。政府的减税措施确实对税收的增长产生了影响。在税收收入相对乏力的情况下,由于基建投资占财政支出的比例已经非常之高,则基建投资所需要的资金更多需要信贷的支持,很难单纯依靠财政资金去解决。

如果说“宽财政”,但又“紧货币”的话,很难指望基建投资会有特别大的增长。

总而言之,我们的经济从内需层面来讲,有些东西可能不像大家想的那么差,但有些东西可能也不像大家想的那么好,个人倾向于整体内需看平。



□本版供图 东方IC