

虎年A股市场有望“转守为攻”延续结构牛

刚刚过去的2021年,A股虽然在指数上波澜不惊,但是内在分化却十分剧烈。展望2022年,如何判断A股在虎年的市场方向并把握投资机会,记者拟从盈利、利率、制度和风险偏好四个维度逐一进行分析。

政策积极转向 经济企稳回升

第一,在盈利方面,我们对2022年经济和企业盈利的基本判断是经济趋稳、活力增强、利润率回升

中央经济工作会议要求2022年经济工作稳字当头、稳中求进。在我们看来,“稳”的含义非常清晰,稳增长再次成为宏观政策的首要任务。

财政政策聚焦减税降费和适度超前基建投资,前者目的是减轻各类市场主体负担,激发市场主体活力,进一步增强经济增长内生动力;后者有利于稳定需求,应对经济下行压力。货币政策方面,跨周期和逆周期调控相结合,使降息成为可行的政策选项,有望降低企业和居民部门的存量债务负担。同时,中央要求“各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任,各方面要积极推出有利于经济稳定的政策,政策发力适

疫情趋于改善 经济活力增强

新冠肺炎疫情在全球蔓延的时间已有两年多,目前主要经济体疫苗接种完成率较高并开始接种加强针。尽管全球疫情依然波折反复,奥密克戎变体为疫情走向带来了新的变数,但全球疫情总的来看会向好的方向演进。

严格的防疫政策使中国成为疫情反复下全球贸易的最大受益者。WTO预计2021年中国在全球货物贸易中的份额将升至16.2%,较2019年上升31个百分点。据测算,出口份额上升为中

制造业利润率逐步恢复

受益于旺盛的外需,工业部门产能利用率自去年四季度以来始终处于历史高位。但是,受到原材料价格上涨和海运费飙升的影响,去年三季度A股非金融企业盈利同比出现了负增长。

前瞻地看,制造业企业最困难的时期可能已经过去,压制利润率的各项因素正在得到改善。一方面,在国家各项保供稳价措施下,国内煤炭供给大幅上升,煤炭作为工业生产的基础能源,煤价回落已经带动国内大宗商品价格大幅走低。同时,随着部分行业产能的上升,2022年部分原材料可能从结构性短缺走向结构性过

信用周期企稳略升

第二,在利率方面,信用周期企稳略升,无风险利率仍有下行空间。

去年三季度末,社融余额同比增速和我们计算的信贷脉冲(过去12个月社融/GDP)均降至近年来最低区间,信贷增速已经低于央行合意水平。央行在去年8月和12月两次组织召开信贷形势分析座谈会,强调增强信贷总量增长的稳定性。此外,央行在去年7月和12月两次下调法定存款准备金率,也传递了清晰的宽信用的政策信号。

在持续的政策推动下,本轮信用周期已经见底。一是房地产行业企稳回升。去年四季度按揭贷款额度已经开始松动,龙头房企的开发贷款、并购贷款等融资在监管部门的指导下稳步推进。在我们看来,这体现了房地产行业融资主体的切换,而非总量的扩张。在高杠杆房企去杠杆的情况下,龙头房企信用扩张的意义在于承接高杠杆房企的资产负债表,避免出现行业性的信用收缩。在“房住不炒”的大背景下,开发商“三条红线”和银行贷款集中度管理依然是行业信用总量扩张的“紧箍咒”,这使得房地产行业在今年大概率处在稳信用而非宽信用的阶段。

二是信用周期的回升往往在降息后。历史上看,国内信用周期的回升都是在降息后出现的。这很容易理解,降息是刺激信贷需求的最

无风险利率仍有下行空间

2021年无风险利率进一步下行,10年国债收益率较上年末下降约35bp。目前,无风险利率下行已进入“深水区”,但仍有下行空间。

自2014年以来,国内无风险利率经历了下台阶的过程,高点逐步下移。尽管经济周期、金融监管周期等因素交替变化,但推动无风险利率下行的结构性因素始终没有变。首先,地方政府财政纪律整顿使基建项目审核更加严格,不具备经济性的融资需求受到抑制。同时,债务融资主体也从地方融资平台逐步切换到地方政府,债务融资成本由高利率逐级走向低利率。其次,刚性兑付逐步打破,投资者风险定价意识提高,也助推了无风险利率下行。前瞻地看,经过本轮房地产市场的调整,此前激进扩张的高杠杆民企进入缩表阶段,经营稳健的房企有扩张趋势。地方政府的财政纪律整顿,也会从融资需求的回落和融资主体变化两个维度推

当靠前”。这意味着更多利好政策有望在今年出台。

房地产行业重塑,回归稳健经营。从去年四季度起,房地产政策已经开始调整,经营稳健的龙头房企融资条件改善,合理的购房按揭需求得到满足。短期来看,高杠杆房企的出清虽然会对市场造成扰动,但是随着信贷条件的改善,预计房地产销售将沿着从高线城市到低线城市、从二手房到一手房、从龙头房企到一般房企的顺序逐级改善,全年房地产销量降幅将控制在个位数。在投资层面,过去几年开发商通过高周转、高开工获得高杠杆的模式难以为继,在保交房政策和严格的预售资金监管下,开发商的重心从开工转向交付,房地产施工和竣工增速将高于拿地和新开工增速。同时,保障房建设也将起到稳定房地产投资的作用。

国带来了约43万亿元的外需增量。但同时,疫情反复持续冲击各种线下服务业。我们估计疫情使中国消费较疫情前趋势水平下降了约8个百分点,即降低了44万亿元的消费需求。由于线下服务业承载的就业密度高于制造业,疫情加大了就业压力,不利于收入分配结构的调整。今年,随着疫情的改善、线下服务业的复苏,经济的内生活力将显著增强,收入分配结构也将大幅改善。

剩。另一方面,全球海运瓶颈正在缓解,从中国到美国、欧洲主要港口的运费自去年9月高点回落超过20%。

此外,美国财政部近期承认关税推高了美国通胀,正在考虑调整关税政策。关税税率的下调也将对出口部门的利润率产生正面影响。

总体来看,预计2022年中国经济有望实现50%至55%的恢复性增长,较2021年前三个季度0.2%至1.2%的环比增速对应的经济增长水平大幅提升。A股上市公司盈利在乐观情况下有望实现5%至10%的增长。从结构上看,上游行业将让利于中下游行业。

有效方式。最典型的是在上一轮信用周期中,信贷脉冲在2019年初快速回升后走平,最终在2020年央行降息后大幅走高。去年12月以来,央行已经出台了一系列有利于经济稳定的政策,包括通过下调政策利率支持实体经济发展:央行在去年12月下调支农、支小再贷款利率25bp,同时引导1年期LPR利率下调5bp;2022年1月17日,央行加大流动性投放力度,推动7天期公开市场操作和一年期中期借贷便利的中标利率都下降了10个基点;2022年1月20日,1年期LPR和5年期以上LPR分别下降10个基点和5个基点。上述一系列措施都体现了货币政策靠前发力、精准施策。

三是绿色信贷将成为结构性宽信用的主要抓手。央行在去年四季度创设了碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款工具。在地产和传统基建融资需求减弱后,以“双碳”为目标的绿色信贷有望成为新的融资增长点。截至去年三季度末,主要金融机构绿色信贷余额15.78万亿元,占全部信贷的7.8%。央行行长易纲此前表示实现“双碳”目标需要的资金规模将达到百万亿元量级,这意味着尽管绿色信贷短期来看占比较小,但在中期可能成为信用创造的重要途径。

动无风险利率进一步下行。

同时,无风险利率下行已至“深水区”。历史上,中国10年无风险国债收益率也曾分别在2008至2009年、2015至2016年、2020年跌至3%以下。近年来,央行更加珍惜货币政策空间,货币政策淡化总量、侧重精准滴灌,希望用改革的方式推动融资成本下行。新冠肺炎疫情在全球暴发后,央行累计下调公开市场操作和MLF利率30bp,但并未下调存款基准利率,银行总的资金成本下行幅度有限。因此,在无风险利率已经处于历史低位的情况下,存贷利差、期限利差、品种利差已被大幅压缩,依靠市场力量进一步下行的难度加大,降息将成为决定利率下行幅度和速度的关键变量。虽然现在无法预判货币政策的具体时点,但随着市场融资需求和主体的切换,无风险利率进一步下行是大概率事件。



注册制试点激发市场广度和活力

第三,在制度变革方面,资金持续涌入,注册制试点激发市场广度和活力。

近年来,A股市场生态结构发生了非常大的变化,最主要原因是社会资金持续流向权益类资产,以及注册制的试点大大拓展了投资者的选择范围。

随着刚性兑付的进一步打破,房地产占用的资金比例不断下降,社会财富进一步向权益类资产转移。2021年公募偏股型基金的发行规模虽然不及2020年,但是仍创下历史第二高的水平。居民财富继续通过公募基金向股市转移,和市场普遍印象不同的是,居民自身主动参与股票市场的活动并没有减少。2015年以来,个人投资者新增开户数的增长非常稳定,这构成了股票市场或者说整个资本市场的资金来源。

2021年A股市场涨幅虽然并不突出,但Wind全A指数历史上首次实现了“三连阳”,我们能够明显地感觉到市场更具广度、更具活力。

目前沪深两市上市公司数量已逾4600家,接近了美股上市公司数量总和。上市公司数量增多

意味着更多的市场机会和市场分化,想要推动市场同涨同跌也更加困难。同时,市场上涨时个股可能亏钱,市场下跌时也可能有表现较好的板块和个股。2021年沪深两市八成以上个股同涨或同跌的交易日数量仅为16个,为历史最低。同时,2021年也是主动偏股基金分化最大的年份。偏股混合型基金年内累计收益率首尾差达到了130个百分点,为历史最大分化幅度。这不仅反映了A股2021年个股表现的巨大差异,也说明了市场的广度和进化。

市场广度和活力的增加与注册制试点密不可分。注册制试点以来,市场此前担心因供给增加产生的扩容过快、上市公司质量下降等问题并未出现。注册制改革使市场实现了供需双向扩容,大大拓展了投资者的选择范围。北交所的设立,未来新股发行注册制的全面实施,有望进一步增强股市服务实体经济的公平性和包容性。同时,围绕注册制改革而展开的交易、退市、再融资和并购重组等一系列关键制度创新,将成为A股市场中长期平稳健康发展的基础。

政策面助力风险偏好稳中有升

第四,在风险偏好方面,政策面助力风险偏好稳中有升。

在我们看来,A股市场风险偏好将呈现稳中有升的态势,其中起决定性的因素是政策的变化。

当前中国经济面临较大的下行压力。在需求收缩、供给冲击、预期转弱的共同影响下,经济增长的难度加大。但是,市场自2021年下半年以来对这些因素已经有了较充分的预期和定价。股票市场的最大特征是对未来定价、预期先行,宏观政策转向稳增长将推动A股市场风险偏好上升。

历史上,政策重心在稳增长年份,都是A股乃至港股市场表现较好、估值扩张的年份。从总量上看,稳增长有利于稳定市场对经济增长和企业盈利的预期。从结构上看,在稳增长的大环境下,中央鼓励各部门、各地区出台有利于稳定经济增长的政策,产业政策和监管环境对市场主体更加友好。从流动性上看,信贷脉冲和市场估值的变化高度相关,信用环境的企稳回升有助于估值扩张。

我们对2022年市场的整体看法比去年更积极。如果说去年股市的基调是“攻守兼备结构牛”,那么今年则是“转守为攻结构牛”。展望2022年,A股市场的机会大于风险,市场广度的增大、个股表现和估值的高度分化为投资者提供了充分的选股空间和安全边际。在市场维持结构分化的同时,不排除出现指数性行情的可能。

当前A股市场股权风险溢价均处于历史中值水平,这意味着相对于国内无风险利率,A股市场整体估值并不贵。从结构上看,不可否认近年来A

股市场对预期的演绎较为极致,热门行业和赛道股的估值往往偏贵,但硬币的另一面是市场同时会有更多不受主流追捧、估值合理甚至偏低的个股。因此,投资者不缺选股空间,也可以找到安全边际。我们对市场结构的研究显示,在市场高度分化的状态下,市场不会整体性转熊。

在投资方向的选择上,我们倾向于两个方面。一是调整充分的龙头公司。受到经济下行预期和行业监管政策的影响,2021年白马股普遍跌幅较大,很多公司估值处于近年来甚至历史低位。在宏观政策转向稳增长背景下,盈利预期、监管环境、流动性条件均对白马股有利。这些股票主要集中在金融、周期制造、消费、医药、互联网等领域。由于这类公司多为指数权重股,他们的上涨可能带来市场指数性的机会。当然,并不是所有2021年受损的白马股都将在2022年有好的表现,需要甄别其中竞争力依然较强、中长期增长前景未被破坏的个股。二是未被市场充分挖掘的成长股。成长是股票市场永恒的主题,在经济下行的背景下成长更加稀缺。很多符合“专精特新”特征的成长股在2021年表现强劲。中国制造业转型升级、进口替代是一个长期过程,仍然有大量潜在的成长型公司未被挖掘。除制造业外,消费、服务等其他领域的成长型公司同样值得关注,因为下行的市场环境往往更能检验公司的抗风险能力和增长潜力。同时,我们并不赞同基于市值大小的选股逻辑。随着注册制的全面实施,小市值公司供给将进一步增加,对于选股而言既是机遇也是挑战。

据《上海证券报》

平安市北消防专栏

第 44 期

市北消防多措并举筑牢作战训练安全屏障

■青岛财经日报/首页新闻 记者 蒋世龙 通讯员 纪雪娜

为切实加强作战训练安全工作,结合近期应急管理部消防救援局灭火救援战例研讨班相关警示案例及有关会议精神、硬性规定,青岛市市北区消防救援大队以“两个至上”为指导思想,坚守作战安全底线,从严从细从实,狠抓各项安全工作落实,通过筑牢安全防线,补齐能力短板,全力确保队伍的高度安全稳定。

一是党委引领、提高意识。大队、各救援站及时召开战例研讨会,进一步学习应急管理部消防救援局印发的灭火救援典型战例和2017年至2022年消防指战员伤亡事故分析,并对照自身实际,继续深挖案例及日常灭火救援战斗中暴露出来的短板和不足,深刻分析队伍中存在的安全隐患,以提高救援站的灭火作战能力和紧急避险能力,确保作战中不伤不亡、高效快速处置。

二是突出重点、紧扣核心。大队坚持“一切工作从实战出发、一切工作围绕能打赢仗出发”,组织开展紧贴实战的训练科目,强化全体消防救援人员在浓烟、黑暗和密闭空间等环境中的实战

训练,以及编组内攻、梯次掩护、紧急撤离、逃生自救等避险技能和操法训练。

三是排查装备、堵塞漏洞。严格安全管控措施,排查装备隐患,对车辆器材和个人防护装备进行全面细致检查,确保装备器材完整好用、车辆运行安全可靠;同时在灭火救援过程中,救援站干部带头抓好作战安全工作,严格落实作战程序、安全防护标准、行动安全要求和火场战斗纪律,落实安全责任。

四是聚焦实战、检验成效。大队开展农贸市场、大型商业综合体、高层住宅小区等人员密集场所和重点单位的实战拉动演练,通过现场临机设情,着重检查初战到场展开、单兵技战术运用、班组协同配合、紧急避险以及作战训练安全管控,不断完善“训、演、战”体系。

下一步,大队将以提升安全管控能力、补齐能力短板为重点,把作战训练安全措施落实到每个环节、每个岗位、每次战斗,切实提升“能打仗、打胜仗”的能力,确保作战训练安全工作“事事有人抓、件件有回音”。

主办:青岛市市北区消防救援大队

地址:青岛市市北区威海路166号