

三变数验牛市成色

□本报记者 徐伟平

伴随着改革红利释放和增量资金入场,2014年A股由熊转牛,大踏步走上牛途。但值得注意的是,2015年A股的牛途可能并不平坦,宏观经济低迷、强势美元来袭和“小票大熊”是A股的三大变数。这预示着2015年的牛市可能仍有波折,投资者对市场应怀有敬畏之心,在牛市中踏准节奏,注意防范可能的风险。

变数一:宏观经济低迷



行出台房贷新政,到2015年3月前后将达半年时间,政策效应慢慢消化后地产销量、投资能否企稳将成为市场观察经济自身韧性的主要指标。同时,3月开始业绩预告不断,4月是年报和一季报密集公布期,微观盈利也将成为市场关注焦点。

平安证券指出,2015年宏观经济仍然面临一定的下行压力,预计明年GDP的增速将回落至7.0%~7.1%的水平。其下行的压力可能主要来自于投资增速进一步的回落,尤其是地方政府资产负债表扩张受到约束后的政府项目投资增长的放缓;房地产与制造业部门可能仍有一些调整,但其幅度将会较2014年有所收敛。从增长的节奏看,经济的下行压力可能主要发生在2015年上半年。随后伴随着房地产与制造业调整的收敛,宏观增长下行的冲击减弱。从经济总量的角度看,需求端的萎缩与供给端的去产能调整,带来的经济下行压力可能仍将延续,供需的调整与资产负债表的约束,进一步反映在物价与信用层面。2015年物价仍将进一步回落,伴随着货币政策的进一步放开对于降低实体融资成本的好利,信用端的适度改善或许可以期待。

中银国际指出,经济下行压力仍然存在,特别是上半年经济下行压力较大。主要下行压力来自三个方面:一是2014年以来对经济增长贡献较大的出口高速增长难以持续。2014年中出口增速回升一方面是受到去年低基数效应的影响,另一方面是受益于人民币有效汇率的贬值。但近期随着美元大幅走强,人民币有效汇率出现显著上升,同时,世界主要经济体复苏力度仍然偏弱,外需整体不佳。二是2014年以来地产投资

中信建投证券指出,从三季度开始,欧洲、日本、中国及其他多个新兴经济体出现了景气回落态势,一时间环顾全球似乎仅剩美国一枝独秀,全球经济会否再陷衰退成为国际社会探讨的热点和国际市场担心的焦点。在10月份的《世界经济展望报告》中,IMF将2014年全球经济增长预期下调至3.3%,并警告经济下行风险加剧,大多数经济体仍需将“保增长”作为首要任务,这也是国际货币基金组织2014年以来第三次下调全球经济增长预期。该组织将2015年全球增长预测小幅下调至3.8%,将发达经济体今明两年的经济增速被小幅下调至1.8%和2.3%。报告指出,世界经济面临的短期风险包括地缘政治局势恶化、低利率环境下金融市场动荡加剧。中期风险则包括发达经济体和新兴经济体同时面临潜在增长下降的局面,一些发达经济体还可能出现停滞。

随着全球经济再度持续低迷,主要经济体间景气态势的分化也在加剧。美国经济从二季度开始强劲反弹,景气指数震荡攀升,已处于近几年的高位水平;欧洲经济则在二季度再度陷入停滞,三季度虽略有好转,但通缩阴影一直挥之不去,高失业率问题未见好转,且火车头德国的情况仍不乐观;在日本,安倍经济学的光环已经褪去,上调消费税令日本陷入技术性的衰退;中国经济增速虽然依旧领先全球,但在“三期叠加+地产周期大拐点”的压力之下,景气与增长态势持续下滑。

海通证券指出,历史表现看,2010年以来,上证综指在每年的3~5月都面临一定波折。这一方面是由于一季度春季攻势涨幅过多,市场获利盘有抛售诉求。另一方面,3月是入春的季节,通常3~5月开工旺季数据成为基本面走势验证的关键。诸多因素叠加,决定了3~5月市场易生波折。从国内宏观基本面趋势来看,2014年9月30日稳中求进目标下,央

始是经济下滑的主要动力,地产投资增速从2014年初的19.3%回落至10月份的12.4%。预计地产投资在2015年仍存小幅下行压力。三是在目前产能过剩仍然较为严重而且企业现金流状况不佳的背景下,制造业投资增速仍然面临一定压力。短周期企业去库存周期已经开启,这将给经济增长带来一定的负面影响。

变数二:强势美元来袭



中信建投证券指出,历史上美元两轮牛市行情期间,也是新兴市场的风险高发期。比如80年代牛市行情中爆发的拉美债务危机和90年代美元牛市行情之中的东南亚金融危机与韩国金融危机。原因在于,美元走牛的过程中,那些对国际市场或资源依赖较大的新兴经济体将遭遇经常账户与资本账户的双重冲击,进而容易使先前隐藏的风险被暴露、放大,最终发生危机。审视当下,新兴经济体同样面临着多重的考验。全球大宗商品市场需求持续低迷,正在对那些对资源出口依赖度较高的新兴市场国家(俄罗斯、巴西、南非、印尼等)形成持续压力。并且,随着新兴国家经济低迷态势的不断持续与加重,国际资本流动已经反转。

展望未来,由于全球经济还将延续低迷,并且美元还将不断走高,对于新兴经济体而言,出口状况不佳还将持续,且资本外逃有可能会进一步强化。不过在本轮美元牛市周期中,新兴市场爆发类似当年拉美债务危机、东亚金融危机的群体性预期。

危机的风险很低。

一方面,浮动汇率制有风险缓释之效,固定汇率制下“货币危机→债务危机→全面经济危机”传导不容易形成。历史上两次新兴经济体群体性危机爆发之时,他们所实行的是盯住美元的固定汇率制。而在当今的浮动汇率制下,汇率的不断波动,对经济风险起到一个缓释调整的作用,即便出现短期大幅下滑,央行也可以根据自身实际情况量力而行。另一方面,新兴市场诸国资产负债情况尚且良好,中短期无债务违约风险。以金砖国家中三个资源出口型国家为例,对于俄罗斯而言,国际收支延续着持续顺差的状态,外汇储备与外债余额相差无几,且远高于短期外债规模,因此,也不存在外债违约的情况。巴西外汇储备与外债余额之间的水平与俄罗斯的情况较为相似,外汇储备足以覆盖外债,贸易收支逆差也仅是短期现象。南非外汇储备与外债余额的比例方面虽稍逊于俄罗斯、巴西,但覆盖短期外债绰绰有余,况且外债之中外币债务比重还略低于50%。

海通证券指出,2015年美国加息是市场预期的大概率事件,过去40年历史可见,美联储两轮加息周期均催生了美元升值,1980年代早中期、1990年代中后期,分别引发了拉美债务危机、东南亚金融危机。2015年美联储共有8次议息会议,虽然市场普遍预期年中加息概率更大,但3月美联储会议后新闻发布会将是第一重要观测期。对比1980年代的拉美、1990年代的东南亚,中国资本项目尚未自由流动,外汇储备充足,我国截至2012年外汇储备相对外债比值高达4.39倍,远高于危机爆发前夕的墨西哥和泰国;外债风险总体可控:外债在GDP中占比仅为9%,大幅低于危机前墨西哥的73%和泰国的35%。美元升值对国内经济、金融影响有限,但边际上,这毕竟是一个新变量,此举会阶段性干扰市场情绪和对流动性的预期。



变数三:小票大熊



首先,投资者可能低估限售股解禁压力,据招商证券估算,2015年有减持意愿的定增市值至少为1500亿,这是建立在假定20%的非原股东定增参与者会进行减持的基础之上。这将抵消在乐观假设下可能会进入成长股的新增融资资金,逆转2013年以来成长股净流入的状况。但由于减持的压力是逐渐体现,高峰期又在8~9月份,预期对于股价的阻力在2015年二季度会开始逐渐显著。其次,成长股的业绩预期难以继续提升。从业绩增长来看,创业板依然可以保持相对不错的增速,特别是在持续的并购重组下。但与2010年对于创业板成长性狂热乐观时相比,当前对于成长股的业绩预期已经非常充分。而且剔除了并购带来的业绩增厚,创业板的实际业绩增速和主板并没有实质性的差别。最后,在过去两年的成长股行情当中形成的一个正反馈效应是投资者预期公司通过定增注入资产可以增厚业绩,因此推高二级市场股价,而定增价格的安全边际也使得定增更容易找到参与者,使得投资者可以预期更多的定增机会。这个循环会因为二级市场股价动量放慢(相对赚钱效应减弱)而逆转。

平安证券指出,在经历了2013年的高歌猛进与2014年的野蛮年代,市场可能将逐步回归理性,业绩真伪分化的趋势将会日益明显,2015年新兴成长股可能会主动缩容。一方面,外延式扩张转向内生增长,考验高估值压力。新兴成长在经历了2014年的大幅度外延式扩张后,其并购的空间可能会放缓,难以在边际上继续提升市场的风险偏好。在疯狂地并购带来现金流的大幅支出之后,市场将会更加关注新兴成长的后续成长性,逻辑从外延式扩张转向内生性增长,考验高估值的压力。另一方面,从价值外因看,注册制改革预期的加快以及新三板转板的推进,成长门槛的降低可能会降低其“成长稀缺”的特征,而退市制度的完善也将逐步降低小市值壳资源的价值,这相对不利于成长股。相较于过去两年,成长股的相对收益价值可能会阶段性的下降,考虑到机构的超配力度较大,需要主动缩容,题材概念性的小市值绩差股将会降温,真伪分化下,成长需要更加关注业绩,寻找新贝塔。

招商证券指出,低估值蓝筹修复的另一面是以创业板为代表的成长股将跑输主板市场,以创业板为代表的成长股将跑输主板市场,小票大熊是2015年A股可能出现大变数。

