

2012十大猜想

(上接T01版)

M1-M2剪刀差转正

在过去10年经历的三轮典型的货币周期中,M1、M2的波动周期大约在36个月到42个月之间,从时间和空间上来看,目前正处于新一轮货币周期的起点。如果货币周期的规律得以延续,则可以预计在未来的12到24个月中,M1将经历上升周期。

在M1见底回升初期,由于M2的滞后效应,M1和M2同比增速的剪刀差(即M1-M2)将从最低点开始回升,并向上穿越零轴。从历史数据来看,M1和M2剪刀差从零值向下运行至最低值大约需要9到12个月的时间,同样,从最低点回升至零点也需要相当的时间。在本轮M1下行周期中,剪刀差自2011年1月开始见负值至今,已经经历了12个月的时间。已公布的最近一期数据Q2011年11月)显示,剪刀差下行至-4.9%,尽管从数值上来看并未触及历史低点,但从时间上看可能很快出现反弹契机。

从2011年11月30日央行降低存款准备金率的动作来看,M1同比走势出现拐点的可能性很高,因此预计M1和M2的剪刀差随后也将从最低点回升,并在未来9到12个月内由负转正。

负利率时代闪现正利率阶段

从2009年7月到2011年7月,国内经历了又一轮物价水平不断攀升的通胀周期。自2010年2月算起,实际负利率状况至今已经持续长达23个月之久。过去两年间,央行先后五次加息也未能撼动的负利率局面,或许有望在2012年迎来改写的契机。

扭转实际负利率局面的途径无外乎两条:其一,主动提高基准利率,覆盖物价上涨水平;其二,则是通过通胀率的自我回归实现。当前中国经济正面临进一步下行的风险,继续加息显然已不再适宜。相反,为提振经济增长的信贷支撑,市场对于2012年降息抱有期待。因此,化解实际负利率还需依靠物价水平的回落来实现。

2012年通胀中枢进一步下移是比较确定的。一方面,宏观经济下行趋势,货币供应受控局面以及“猪通胀”周期性回落,为物价回落奠定了充分的宏观货币基础;另一方面,高基数效应下翘尾因素的下降,也将为数据表征上通胀回落提供支持。目前市场对于2012年通胀均值的预测介于2.5%-3.5%之间,考虑到资源品价改与流动性复苏的可能,3%可能是一个相对适宜的水平。结合翘尾变动与经济预期走向,月度通胀数据或呈现前高后低特征,低点出现在二、三季度,数据可能贴近2%,随后以有限幅度缓慢回升。同时,市场对于2012年降息的判断至多为两次,也即一年定存利率下限在3%左右。总体而言,全年负利率状况有望明显缓和,并伴随着月度通胀率跌破3%得以实质性扭转。

单季业绩增速为“负”

2011年中国经济已逐步由“类滞胀”确认“类衰退”。2012年经济继续下行几成定局。中央经济工作会议并未释放出政策宽松的信号,管

理层依然强调积极财政政策与稳健货币政策的组合,在缺乏宽松政策“托”住经济的背景下,千呼万唤都未出现的经济底很可能会顺势后延。如果2012年欧债危机继续肆虐,并对中国出口形成较大拖累,则不排除上市公司单季度业绩增速变“负”的可能。

众所周知,企业盈利增速由价格(CPI)和量(工业增速)决定,2012年在通胀下行及经济减速的宏观大背景下,上市公司业绩增速趋势性回落几乎是不争的事实,2012年全年上市公司业绩增速或将下降至5%左右。如果2012年出口下滑严重,而国内投资难以撑起大梁,则仅靠消费显然很难延缓经济下行的步伐,届时经济下滑的幅度或超出市场预期。极端情况下,上市公司整体的单季度业绩增速或变为负值;而一般状况下,扣除金融类上市公司的业绩增速,预计2012年非金融上市公司单季度业绩增速将在一、二季度出现负值。

鉴于2011年最后一个半月400点的跌幅,已很大程度上反映了市场的悲观预期,预计2012年股价的下行速度要小于上市公司业绩下滑的速度,届时整体市场的估值水平或将被被动提高。

中国版401K计划成行

有消息称,有关部门目前正在积极研究“中国版401K”的相关课题,推动养老金和企业年金入市,实现养老体系和资本市场的良性互动。如2012年能够推出中国版401K计划,将对A股市场带来一定正面刺激。

401K计划是美国著名的养老计划,为雇主和雇员的养老金存款提供了税收方面的优惠。职工可为养老设立专门的“401K账户”,职工在领取工资时自动将一部分工资存入账户。对于账户上的存款,职工自己选择投资方式,可以购买股票、债券或进行专项定存等。

中国养老保险体系中,与美国401K相对应的就是企业年金。而近期不少官员和业内人士都表示支持养老金入市,认为中国推出401K计划是大势所趋,还有观点指出养老金入市会倒逼资本市场良性发展。高层一致唱多养老金入市,可能意味着中国版401K计划的亮相已经渐行渐近。实际上,上海个税递延型养老险试点已经成为推出中国版401K计划的前奏。

具体到401K对股市的影响,从美国经验看,401K与股市明显正相关,但难言因果关系。在A股流动性紧张背景下,2012年如果推出中国版401K计划,将成为股票市场最大的制度性红利,推出初期有望对市场构成正面刺激,特别是银行股和券商股将直接受益银行托管收入以及证券公司佣金收入的提高。当然,决定市场中长期运行趋势的仍然是基本面,中国版401K即便推行,也难以在中长期持续推升股市。

大小非减持额突破2000亿元

中小盘股相对大盘股的估值溢价持续高位运行,已让成本低廉的大小非获得了丰厚的账面盈利。同时,由于2012年经济增速下滑是大概率事件和通胀走势尚存在不确定性,预计大小

非在实业层面仍将面临“钱紧”的尴尬。在以上多重因素作用下,2012年大小非减持规模有可能环比上升,对于估值高企的中小盘股来说,其大小非减持压力尤为突出。

按目前股价进行计算,可以发现2012年解禁规模合计约为12247万亿元。同时,如果不考虑减持概率很小的国有限售股,近年来在解禁过程中大小非减持比率一直维持在13%左右。结合以上两项数据,预计2012年限售股解禁资金需求约为1592亿元。不过,与以往有所不同的是,2009年以高估值发行的众多中小盘股,有不少产业资本将在2012年步入解禁期,这可能一定程度上增加同期大小非减持压力。如果考虑这一特殊因素,那么2012年大小非减持规模很可能突破2000亿元。

此外,由于解禁额在不同月份分布很不均匀,2012年大小非套现压力很可能呈现明显的脉冲式特征。统计显示,2012年下半年解禁规模占全年比重接近70%,因此2012年解禁压力将呈现明显的前低后高格局。尤其是2012年第四季度,伴随着创业板和中小板限售股大量集中解禁,大小非套现行为或将分外频繁,产业资本与金融资本的博弈也可能迅速显性化。

美元指数临近“90年代”

在欧债危机短期难解、美国经济相对欧元区复苏较快的背景下,2012年美元有望中期走强,美元指数或突破90整数关口,从而刷新2008年次贷危机以来的最高点。

2008年以来,从次贷危机到欧债危机,再到欧债危机二次深化,每一轮危机爆发都会带来一波美元指数阶段性走高。因为在危机面前,美元和美元资产始终都是投资者眼中最安全的避风港。欧债问题的根源在于欧元区货币一体化与欧元区国家财政独立之间的矛盾,而化解这一矛盾并非朝夕之事,因此2012年欧债问题仍将成为欧元区乃至全球的最大忧患,由之引发的避险情绪也将继续成为美元走强的有力支撑。

从经济基本面来看,数据显示,美国11月季调后的失业率为8.6%,创下2009年4月以来新低;经修正后的2011年三季度美国国内生产总值(GDP)环比增长2.0%,为2011年以来最佳表现。预计相对于其他发达经济体,特别是欧元区,2012年美国经济会表现较好,这将为美元走强提供较强支持。此外,美国财政赤字减少、美联储推出第三轮量化宽松政策(QE3)的可能性较小,也都将支持美元走强。

作为全球经济的龙头,美国经济复苏不但对美元支持力度渐强,也会拉动原油需求增长,再考虑到伊朗等地缘问题日益升温,2012年供需矛盾有望推动原油价格持续攀升。如果出现伊朗战事爆发这种极端事件,不排除原油价格冲破147美元/桶历史高位的可能性。

2012年上半年,欧债危机或继续升温,金价受困于流动性问题会形成年内低点——1450美元/盎司。之后随着各国政府和央行频出救市措施,逢低买盘将推动金价迅速回升,金价有望在下半年再度走强并历史性突破2000美元/盎司。

国债期货重出江湖

2012年,中国金融期货品种将再添新丁——国债期货将隆重推出。目前国债现货市场发展、法律制度和监管体系取得较大进步,利率市场改革进入最后阶段,恢复国债期货交易的条件已经成熟。特别是经过吸取“327国债事件”的教训,期货法律法规逐渐健全,交易所风险监管体系建设大幅提高。而股指期货的推出,为交易所在金融衍生产品在合约设计、交易方式、结算制度和风险控制方面积累了一定经验。2011年“两会”期间,中金公司董事长李剑阁提交议案,称重开国债期货交易的条件已经成熟,应该重开国债期货。中国金融期货交易所总经理朱玉辰12月4日也表示,国债是很有价值的品种,中国国债余额有6.3万亿,现货市场规模很大。而且,发展国债期货有望助推国债二级市场的活跃,对场内市场也是很好的呼应。

当然,国债市场管理涉及多个部门,个别监管机构对国债期货风险认识尚存偏见,是否重启国债期货态度一直不明确,重启一再搁置。而国债二级流通市场割裂,也成为制约当前国债期货重启的障碍。

创业板退市第一股难产

2011年11月底,深交所拟定了《关于完善创业板退市制度的方案》,并向社会公开征求意见。方案主要从以下方面对创业板退市制度进行完善。一是在创业板现有连续亏损、净资产为负、注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告等11项退市条件的基础上,增加连续受到交易所公开谴责和股票成交价格连续低于面值两个退市条件;二是完善恢复上市的审核标准,以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准,同时不支持暂停上市的公司通过借壳实现恢复上市;三是对资不抵债的上市公司加快退市速度,缩短退市时间;四是设立退市整理板,公司终止上市前,给予一定的退市整理期,在此期间,将其股票移入退市整理板进行另板交易;五是改进创业板退市风险提示方式,调整*ST制度,通过强化上市公司退市风险信息披露以及深化创业板投资者适当性管理的方式充分揭示退市风险。

尽管新的创业板退市制度相较于现行退市条件更为严格,但从新退市制度的具体规定来看,2012年创业板内出现个股退市的可能性极小。首先,从连续120个交易日累计股票成交量低于100万股与连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值的新增规定来看,无论是日均成交量不足一万股还是股价跌破面值对创业板个股都几乎是“不可能完成的任务”;其次,虽然近两年创业板公司业绩下滑明显,但净利润尚无一家亏损;再次,从创业板创立至今,创业板内没有一家上市公司受到谴责,36个月内累计受到交易所公开谴责三次的条件或许太过温柔了。在此背景下,创业板退市仍然难过上市,至少在2012年,创业板或仍将只进不出。

(王磊、董凤斌、龙跃、李波、魏静、曹阳、申鹏、孙见友、葛春晖、张勤峰、王超、胡东林)

中国证券报社全体同仁恭祝读者新年快乐

风雨兼程

2012

播种新的梦想