

中国经济硬着陆,还是基本不着陆?

汪涛 徐高 胡志鹏

2010年,我们不同意市场上对于中国经济“硬着陆”的担忧,预计经济活动将逐渐放缓。我们当时预计2010年四季度GDP同比增速会由于出口和房地产建设的显著放缓而回落至8%左右。直到2010年10月,我们仍然认为虽然房地产建设活动保持强劲,但大面积的拉闸限电将会抑制工业生产增长。结果,美国经济的反弹使外需好于预期,而11月初政府出于对供给短缺及通胀的担忧,也放松了节能减排政策的执行力度。换言之,中国经济并没有“软着陆”,而是几乎没有着陆。

2010年12月CPI同比增速如我们预期的那样回落至4.6%。基数效应对此起了很大作用,同时政府改善了食品和其他主要商品的运输状况、投放储备并劝说相关企业不要涨价,这也帮助了12月食品价格企稳。尽管12月食品价格较去年同期上涨了9.6%,但我们估计剔除季节性因素后,食品价格较11月下跌——而之前几个月都是两位数的增速。另外,非食品价格同比小幅上涨2.1%,主要是受服务业及公共事业价格上涨的推动。

那么,今年的情况又会如何呢?我们预计CPI通胀将会再次抬头。今年1月份,中国南方的冰雪天气以及即将到来的春节很可能使CPI同比增长率重新回到5%以上。我们认为基数效应和寒冷的天气将会支撑食品价格,以致整体CPI在上半年维持在高位,到夏季时CPI将有明显回落。尽管我们预计2011年下半年食品价格将企稳,但我们认为非食品价格将在年内逐步上涨,并且预计公用事业和能源价格在夏天过后将会再次调整。因此,我们将2011年CPI平均通胀率的预测从4.3%上调至4.8%。我们关于CPI预测的最大风险仍然是天气对食品价格的冲击,而通胀预期加强以及充裕的流动性也会给通胀带来上行压力。

考虑到通胀前景以及政府近期的政策表态,大多数投资者都担心中国会大幅度收紧货币政策。一些投资者将近期存款准备金率上调以及两次加息看做是货币政策大幅收紧的第一步,其他人则认为政府在出台收紧政策上已经慢了一拍,因此今年晚些时候政策紧缩不得不加码。大多数国内投资者似乎并不担心经济增长会因此显著放缓,而是认为股市的流动性会因此枯竭,同时政策的不透明也会对A股市场造成压力。相比之下,大多数国外投资者担心经济可能会硬着陆。

我们认为今年的经济走势仍是“不着陆”,并将2011年GDP增速预测从9.0%上调至9.6%。尽管2010年四季度政府表示要收紧流动性和控制信贷,但银行贷款增速再次加快,年度人民币新增贷款目标也被超越,这将会推动2011年一季度的投资活动。存款准备金率频繁上调应被视为是人民银行重启对大量外汇流入的对冲操作,而不是严厉的紧缩政策。近期以及预期中的加息则是在“追赶”通胀预期。虽然央行表示计划采用“动态差别存款准备金率”来更好地管理流动性,但我们认为最终新增贷款还是会接近7万亿元。更为重要的是,企业盈利的大幅增长将会为固定资产投资强劲增长提供充裕的资金。

为什么政府今年不会大幅收紧货币政策?我们认为这是由于:(i)政府中的大多数人都认为通胀是受食品价格的推动,并不认为货币政策在抑制这种通胀上能起到重要作用;(ii)政府仍然担心外部经济复苏的可持续性,特别是在有人讨论美国推行新一轮量化宽松而欧洲主权债务危机持续不断的背景下。

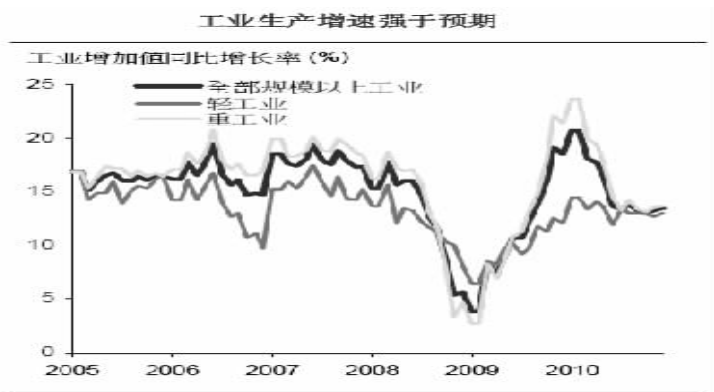
这是否意味着通胀会失控呢?虽然我们上调了对CPI的预测,并且认为可能还会有进一步的上升风险,但我们认为CPI通胀不会失控。主要原因是:核心的制造业产品价格依然相对稳定,我们认为供应将会跟上需求的步伐。由于中国的劳动生产率增长强劲,加上缺乏劳资双方集体协商的机制,市场对于工资-通胀螺旋式上升的担心应该是被夸大了。当然,另一个重要假设就是宏观政策在边际上是收紧的,并且会使银行贷款基本得到控制,即使控制的力度不够或存在一定的滞后。

问题会出在什么地方呢?我们认为,在当前流动性充裕和低利率的环境下,最大的风险是资产价格上涨、投资过快增长以及资源错配。这些问题累加在一起,当然会加剧当前已经存在的结构性问题并影响经济增长的长期可持续性,不过近期内这些因素不太可能造成经济的大幅回落。

未来一年,我们认为经济增长将较为强劲,整体经济的流动性将保持充裕,再加上负利率,这将为资产价格上涨提供一个充分的土壤。尽管如此,股市还是会受制于市场对负面政策的担忧,特别是在政策缺乏透明度的情况下。

政策方面,我们仍然预计存款准备金率将多次上调,加息三次,人民币兑美元汇率将升值6%。我们认为,考虑到通胀走势,加息很可能会集中在上半年(可能会从2月份开始)。存款准备金率上调的时机和幅度将取决于外汇储备积累的速度。

(作者均为瑞银证券经济学家)



数据来源:国家统计局,CEIC,瑞银证券



数据来源:CEIC,瑞银证券

高价融资积重难返 破发潮短期难消

超过三成的被调查者认为本轮破发潮将持续半年

谢祖平

本周沪深两市股指延续近期以来震荡走低的态势。上证指数最低已回落至2667点,离去年10月初2655.66点的向上跳空缺口只有约10点的距离,缺口随时存在着回补的可能。且市场在逼近缺口时股指的震荡幅度加剧。除周二窄幅震荡外,其余4个交易日股指震荡幅度均超过50点,个股涨跌轮换的频率加快。大资金通过打压或拉抬银行地产等权重指标股引发了股指的剧烈波动,似有无形之手掌控着A股市场的生死。当然,与指数的难以琢磨相比,新股的破发则实实在在为一级市场打新的投资者上了堂风险教育课。尤其是周二上市的5只新股悉数破发,上市公司高价圈钱对市场所造成的冲击达到阶段性高峰。

本周与大智慧联合举行《聚焦新股破发潮》专题调查,分别从“今年以来上市的新股频繁破发,您认为上述破发潮还将持续多久?”、“您认为新股频繁破发的主要原因是什么?”、“新股频繁破发对您的申购行为会有怎样的影响?”、“您对于2011年A股市场的融资总额有何预期?”和“对于化解破发潮您有何建议?”五个方面展开,调查合计收到1107张有效投票。

破发潮或持续半年

随着2009年A股市场恢复新股发行以来,在2010年一度出现新股破发潮。此后,在机构、游资联手热炒中小盘股的推动下,新股发行市盈率不断的走高,100倍以上市盈率屡见不鲜。近期新股破发的概率则明显增大,尤其在华锐风电破发之后,本周二上市的5只新股同时出现破发,破发潮再度汹涌而至,那么这种现象将会持续多久呢?

关于“今年以来上市的新股频繁破发,您认为上述破发潮还将持续多久?”的调查结果,选择“一个月”、“三个月”、“半年”和“说不清”的投票数分别为267票、269票、360票和211票,所占投票比例分别为24.12%、24.30%、32.52%和19.06%。

从该项调查结果看,超过三成的投资者认为破发潮将持续半年;而认为持续一个月或三个月的比例均接近四分之一。投资者对于破发潮可能持续的时间长度判断有所差异。不过,由于A股市场所具有的高度投机性,不排除后续

资金处于自身利益的关系刻意拉高新股破发会很快被投资者所淡忘,市场将掀起新的新股“神话”,所以此次破发潮究竟能持续多久只能等待最终市场给出答案。

高定价引发破发潮

那么是什么原因造成近期新股的破发呢?关于“您认为新股频繁破发的主要原因是什么?”的调查结果,选择“定价太高”、“市场低迷”和“说不清”的投票数分别为757票、336票和14票,所占投票比例分别为68.38%、30.35%和1.26%。

从调查结果上看,接近七成的投资者认为原因在于发行定价太高。不可否认前期即使普通制造业上市公司股票发行市盈率也普遍定在60倍之上,不少品种的市盈率超过100倍,定价太高是破发的主要原因。不过,前期不少个股发行市盈率超过80倍,上市后却鲜见破发。而周二上市的市盈率相对有所降低却遭受集体破发,市场的情绪以及资金对题材的炒作也是造成破发的因素之一。

随着新股破发频率的上升,近期发行的新股无论是网下还是网上中签率均有所提高,显示出投资者对于新股的申购热情有所降温。关于“新股频繁破发对您的申购行为会有怎样的影响?”的调查结果,选择“减少申购”、“停止申购”、“没影响”和“说不清”的投票数分别为180票、771票、129票和27票,所占投票比例分别为16.26%、69.65%、11.65%和2.44%。

从该项调查结果不难看出,约七成的投资者表示停止申购新股,显然新股破发对投资者打新的影响程度较大。不过就目前看,由于A股投资者群体较大,投资者打新意愿的降低,还不至于引发新股发行失败,如77倍市盈率发行的中化岩土网上认购倍数仍达到70倍。

新股申购热情降低

近期国务院会议表示,要综合运用多种货币政策工具,保持合理的社会融资规模和节奏”,一度使得市场预期股市融资将受限,将缓解A股市场的融资压力。不过,关于“您对于2011年A股市场的融资总额有何预期?”的调查结果,选择“大幅减少”、“小幅减少”、“与去年相当”、“持续增长”和“说不清”的投票数分别为173票、267票、169票、397票和101票,所占投票比例分别为15.63%、24.12%、15.27%、35.86%和9.12%。

从该项调查结果看,虽然合计约四成的投资者认为2011年融资额将相比2010年将有所减少;约五成投资者则倾向于与去年相当或继续增长。事实上,下周A股市场将有14家新股发行。且从发行市盈率角度来看,东富龙和元力股份市盈率分别达到96.6倍和88.9倍。可见,A股今年融资总额是否会因年初的破发潮而大幅下降仍是个悬念。

最后,关于“对于化解破发潮您有何建议?”的调查结果,选择“减缓新股发行节奏”、“增发新股”、“发行价窗口指导”、“改审批制为核准制”和“说不清”的投票数分别为307票、416票、89票、247票和48票,所占投票比例分别为27.73%、37.58%、8.04%、22.31%和4.34%。

从该项调查结果看,投资者希望能放缓新股或减缓新股发行节奏,给市场一个缓冲的时间。对此,我们认为,对投资者来说与其等待制度出现转变,不如认购新股时留一份谨慎,去除上市公司高价圈钱的土壤。

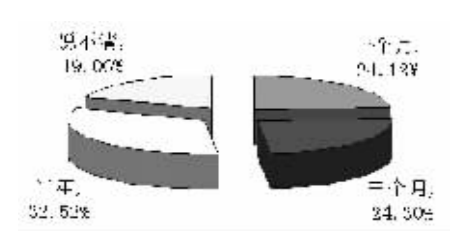
短线操作需谨慎

我们认为,2009年以来两度进行的新股发行制度改革从实质性仅仅是为恢复A股市场的融资功能,对普通投资者有利的方面也仅在于网上认购最大限额不超过发行总量的千分之一,一定程度上提高了普通投资者的中签率。但随后扩大新股询价群体直接推高新股发行市盈率,加上A股市场自身的投机性因素,资金热炒次新股高成长、高送转等概念,最终引发了新股破发潮。但就目前市场而言,新股发行市盈率高企的现象难以出现实质性的改观,投资者在认购新股时应应对上市公司的成长性以及公开信息有初步的辨别,去伪存真。

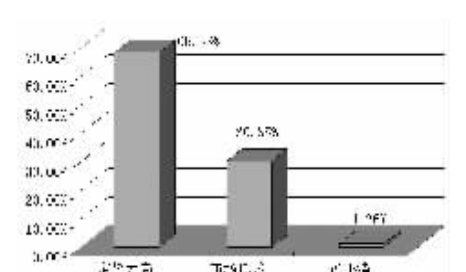
此外对市场走势方面,我们认为,在短期股指未回补缺口时,投资者可在指数宽幅震荡过程中适当进行波段操作,降低自身持仓成本,而一旦股指选择向下回补缺口则建议操作趋向谨慎,可等待股指进一步回落至2520后再参与股指的反弹行情。从市场热点方面看,近几个交易日运作最为充分的无疑是水利概念和高铁概念,考虑到整体涨幅偏大,交易性价值将减弱,下周开始可逐步考虑套现离场。

(作者系万国测评分析师)

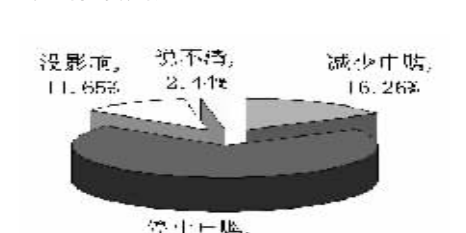
一、今年以来上市的新股频繁破发,您认为上述破发潮还将持续多久?



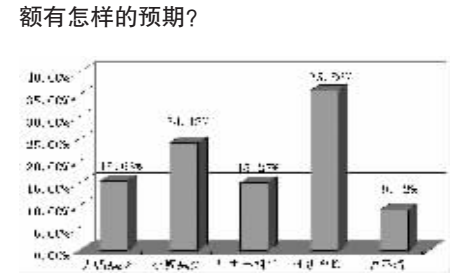
二、您认为新股频繁破发的主要原因是什么?



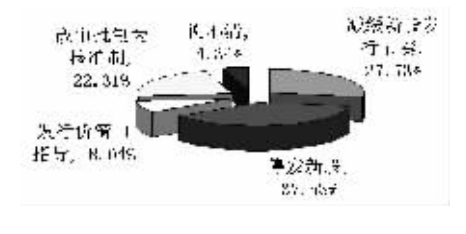
三、新股频繁破发对您的申购行为会有怎样的影响?



四、您对于2011年A股市场的融资总额有何预期?



五、对于化解破发潮,您有何建议?



数据来源/大智慧投票箱

春节前A股有望展开修复性行情

周海柱

经过8个交易周的平台整理后,本周市场再起波澜。上证指数先是拉出破位中阴,杀穿箱底下轨,逼近去年10月份留下的2656点缺口,但市场在陷入恐慌后又快速收复2700点关口。股指的大幅波动显示多空在2700点区域的博弈依然激烈,春节前留下的交易日已经不多,在通胀压力依然明显,连续紧缩的货币政策预期下,当前市场还是难以出现转折,修复性行情有望成为节前主基调。

紧缩预期为调整主因

回顾近期来的市场变化,内忧外患的格局依旧没有改变,外有欧债危机愈演愈烈,内有通胀加剧之忧。可以看到,上证指数自3186点以来的调整,主要受制于货币政策的快速转向。在央行连续调高存款保证金率及加息后,市场信心遭遇严重打击,导致场内外资金不敢贸然进场,低迷的成交量一再持续,指数重心也持续下移。周四公布的情况显示:去年GDP增速10.3%,全年CPI为3.3%;12月份GDP达到9.8%,CPI为4.6%,相对11月份的5.1%出现回落。值得注意的是,数据公布后指数并未让反弹延续,反而引发了市场对于节前央行仍有可能加息的担忧。当日,指数大幅下挫,并一度击穿固守已久的2700点箱体下轨。

我们看到,引发市场调整的不利因素依然较多,其中,最重要的因素依然是紧缩预期。虽然去年12月份4.6%的CPI较前一个月有所下滑,但这只是同期数据较低而产生的比较效应。去年冬季以来,我国气候出现异常,一些地方

出现低温冰冻,部分地区则出现干旱。再加上春节前的消费旺季,去年12月份CPI的下降可能只是昙花一现,今年1月份也许又会面临重新上升,市场担忧的正是通胀上升所引发的持续政策紧缩。此外,中小板、创业板新股密集打包发行,加上银行股的再融资预期,对本已十分紧张的市场资金雪上加霜。

结构性调整尚未结束

从技术面看,上证指数自3186点的下跌以来,市场结构性调整十分清晰。调整的第一阶段,银行、地产、券商为代表的权重股成为主要做空目标,而中小板及创业板逆势创出新高;第二阶段小盘股及概念股成为重灾区,显著的特征为高价发行的新股不断破发,而保利地产、金地集团、兴业银行、中国联通等权重股轮番护盘,使市场维持了较长时间的多空平衡;第三阶段则以资源股为主的强周期性行业为调整目标,煤炭、有色、黄金等品种成为资金流出的主要板块。不断新增的空头品种导致做多信心缺失,同时,市场寄予厚望的地产、金融等大盘权重股未能持续走强,高铁、水利板块的强势也只能是孤掌难鸣。

值得注意的是,在新股的快速扩容及高价发行的环境下,市场仍将“用脚投票”,从而形成二级市场对一级市场的倒逼。近期的新股破发潮令市场形成较大的恐慌,对中小板及创业板的影响更为明显。而年报的临近将会在一定程度上给市场带来业绩增长的预期,大盘股以其较低的估值水平、良好的流动性将会出现一定幅度的反弹。但是在央行日益收紧流动性的情形下,市场增量资金有限,大盘蓝筹股反弹的高度和持续性都存在相当大的不确定性。

节前以修复性行情为主

本周上证指数收出带长下影的阴线,宣告指数重心再下台阶,形态上已有平台破位之嫌。目前大盘无疑仍在调整趋势之中。一方面,8周平台的跌破显示了股指的重心仍处下移之中,若2656点周线缺口被回补,那么调整时间及空间将进一步延长。就缺口理论来研判,上证指数启动低位2573点被击穿的概率较大。另一方面,上证指数30周均线已宣告失守,形态上构成沿5周均线的标准空头排列,显示大盘重心的下移还有一定惯性。

就后市发展而言,市场调整格局尚未有结束迹象,2700点关口的争夺在短期

内仍有反复过程,修复性行情还将是节前市场的主趋势,目前并不适合对A股进行过于激进地投资。具体的操作策略上,笔者认为可以包括两方面:其一:降低前期涨幅较大的题材股及中小板个股仓位;其二:密切关注银行、地产为代表的权重股动向。(作者系中航证券分析师)

中航证券有限公司
AVIC SECURITIES CO., LTD.

共同成长 财富中航

客服热线: 400-8866-567

通胀预期管理将强化

广州万隆

本周,国家统计局公布了2010年度经济数据运行情况。其中2010年全年GDP同比增长10.3%,CPI同比增长3.3%,PPI同比增长5.5%;而2010年第四季度GDP同比增长9.8%,12月份CPI同比增长4.6%。市场对此解读不一。我们认为,尽管明年的通胀依旧居高不下,但是未来走势并不悲观,管理层很可能会加大对通胀预期的管理。

我们注意到,2010年12月4.6%的CPI相比于11月已经有了明显下降,显示出政府在调控物价方面的努力已经取得一定的效果。但是全年CPI数字却超过政府之前确定的3%的水平,显示出通胀压力依旧居高不下。2011年推高通胀的条件基本没有发生改变,比如欧美经济体持续量化宽松,

使得国际大宗商品价格飙升;劳动力、土地资源等成本的上升,再加上翘尾因素等等,都使得2011年的通胀形势面临很大压力。目前,不少分析人士认为央行将进一步收紧货币流动性,甚至预期春节前一周就将加息。

我们认为,上述可能性不大。管理层很可能会在通胀预期的管理方面逐步加强。但是这并不意味着央行一定要采用加息等收紧手段。动态准备金的出台就是直接针对国内的通胀情况,可以看作是一个更加直接而灵敏的指标或者手段,以此加强对通胀预期的管制。这很可能在一定程度上达到既不伤害实体经济,又能较有效控制通胀的目的。另一方面,双轨制住房体系的持续推进使得市场获得持续向上的动力,只是目前此体系处于起步阶段,市场对此反应尚不充分。