

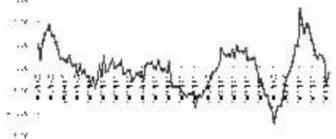
## ■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

## “稳”与“乱”

国泰君安策略团队

从2008年金融危机之后,尤其是在经济处于相对稳定的2010年,市场的运行基础乃至判断逻辑正在出现一些变化。传统中,我们用来判断流动性充裕程度的M1-M2不仅贴合度下降,而且也最终被当下很火的“银行间市场流动性”所替代。但是这种替代也意味着从本质上策略看市场方向的狭隘与短暂。

图1: M1-M2跟市场的贴合度与2006/2007年相比明显弱化许多



至于经济方面,我们在原本就已复杂的经济周期运行规律中,又新加入了政策博弈因素。博弈最终的结果自然无限地接近政府所最希望看到的“稳”。但是稳定似乎总是伴随着自然而来的通胀问题,而且对于经济未来走向的判断中我们也不断地反思政策取向的均衡点。宏观本身是个复杂象限体,而当政策借稳定之名不断插足之后,插着计划经济翅膀的市场经济能飞到哪儿去?行业数据也确实纷乱。

首先看家电。春节后在家电涨价、出口回升、保障房建设、估值较低等一系列因素刺激下,家电类股票显著上升。不过,2月份公布的零售数据却显示,与限购、购置税优惠政策取消下的汽车销量下滑正常相比,家电的零售数据有点弱于预期。但调研显示,厂家销量的确很好。这一定程度上跟一季度经济特征有关,外需应该是最具超预期可能性的,空调行业出口金额的累计同比增速变化呈如此趋势。

图2: 限额以上批发零售业零售额同比增速

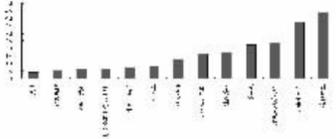


图3: 空调出口金额同比增速大幅回升



其次,是之前大家有所讨论的跟固定资产投资密切相关的重卡和工程机械,工程机械销量很好,重卡销量低于预期,重卡销量低于预期的因素一方面是自身行业的因素:

重卡更新有周期。近几年的重卡购买高峰会带来两三年后的再次更新高峰,在2010年的更新高峰后,将迎来2011年这个更新的低谷期;铁路货运能力提升,挤压公路运输市场。2011年1月11日零时起实行新的列车运行图,全国铁路货运能力增加12.3%,货运能力的提升将使关系国计民生的煤炭、石油、木材、钢铁等重点物资运输得到有效保障。其中,仅“三西”地区的煤炭就将增运1亿吨以上。货运能力提升,必将打压重卡的需求;油价下跌,油价上涨。岁末年初,运价已经开始下跌,吨公里只有3角多一点。相对油价不断上涨,运价下跌将使公路运输利润大大下降。一般运价下跌,未来一段时间重卡需求将会下降;去年暴涨因素消退。2010年透支了2011年的重卡需求。由于养路费取消,致使很多用户在去年前年这两年里对车辆需求有较大增加;计重收费的实施,也导致很多运输单位原有车辆不挣钱,这些企业纷纷更换盈利车型;超载难以为继,以前一车可以拉完的货,现在需要更多的车,也导致重卡需求增加。这些因素对需求的拉动在今年都将逐渐消退。因此,2011年很多推动重卡销售的利好因素都难以持续;运输效率不断提高。我国的重卡数量/我国货运总量远远高于世界平均值,与发达国家相距甚远。随着我国物流行业效率的提升,必然会减少实际货物周转量对重卡的需求量。

另一方面,重卡跟基建投资的相关性要重于工程机械,而部分工程机械装载机、挖掘机、叉车的出口速度在去年四季度后有所加快。从重卡、家电乃至汽车的销量回落中,我们已依稀看到政策退出后的效应。当然,这其中也涵盖政策虽未退出但是刺激边际效应减弱后的家电。而从目前静态均衡点来说,是否存在经济增长趋势性的下滑仍需等待。在一二季度外需对于国内制造业消耗加强下,政策不仅需要短期内对于终端需求较好存在拉动PPI进一步往上可能性的重视,也将考虑中期美国经济的波动性以及房地产行业新开工投资的下降。这也意味着,以当前的通胀与增长纠缠状态,两者之间的反复依然存在,短期市场预期将会震荡调整。而风险因素一方面是在于二季度时经济是否存在超调的可能性。另一方面则在于短期在外需恢复、政策退出博弈下的力量平衡是否带动PPI的进一步上升,而这对于股市来说,也将面临进一步的紧缩政策。

## ■名家 | Columnist |

## 新三板:机遇大于挑战

唐川

## 今生“新三板”

2006年1月,经国务院批准,中关村代办股份转让试点正式启动,主要功能是为区内非上市股份有限公司提供股份转让和股权私募服务。因其与“老三板”标的明显不同而被称为“新三板”。2009年6月12日,中国证监会和中国证券业协会对中关村代办试点制度进行调整,建立股东分类限售的制度。新制度2009年7月6日正式实施,新制度调整后试点范围仍限于中关村园区的非上市股份公司。

“新三板”和“老三板”都是证券公司代办股份转让的平台,为非上市股份有限公司提供股份流通服务,都属于场外交易市场。二者的不同点有:第一,定位和作用不同。第二,挂牌公司性质不同。第三,投资主体不同。第四,交易制度不同。第五,信息披露要求不同。

“新三板”挂牌对象面向国家级高科技园区企业,目前只有中关村国家自主创新示范区获准试点。非上市公司申请股份在“新三板”挂牌的条件是:合法存续两年;主营业务突出,并具有持续经营的能力;公司治理结构合理,运作规范;股份发行和转让行为合法合规;取得北京市人民政府出具的非上市公司股份报价转让试点资格确认函;以及其他条件。“新三板”挂牌虽然规定实行备案监管,但实际执行中仍是审批管理。

挂牌公司在“新三板”挂牌后可以定向增资,但必须遵循三原则。第一,新老股东双赢。即,使新老股东利益在定向增资的制度安排下都能得到体现。定向增资对象中的新增自然人股东必须是公司管理层、核心技术人员和公司其他员工。同时,定向增资每次新增股东不超过20人,增资后股东人数不超过200人;公司稳健发展。即不允许法人治理结构或内控存在问题的公司融资,不允许恶意圈钱,要根据公司发展需要增资;第三,券商把关。主办券商要做好尽职调查和内核,对募投向做好盈利分析,“不允许券商将责任推给市场”。

参与挂牌公司股份报价转让的投资者包括:机构投资者,包括法人、信托、合伙企业等;公司挂牌前的自然人股东;通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东;因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东;以及中国证券业协会认定的其他投资者。

证券公司从事非上市公司股份报价转让业务的条件:最近年度净资产不低于人民币8亿元,净资产不低于人民币5亿元;具有不少于

15家营业部。

符合条件的“新三板”挂牌公司,可以申请在场内资本市场上市,并可享受特殊待遇,而是与非“新三板”挂牌公司一样,都要经过首次公开发行的程序才能在场内资本市场的相关板块上市。

截至2011年3月17日,共有125家企业参与“新三板”试点,已挂牌公司81家。其中,久其软件已在中小板上市,北陆药业和世纪瑞尔已在创业板上市,现有存量挂牌公司78家。

存量“新三板”挂牌公司大多科技含量高、成长性好。行业主要分布在信息技术、制造业、计算机以及电力设备和新能源。

## 构建多层次资本市场体系的重要一环

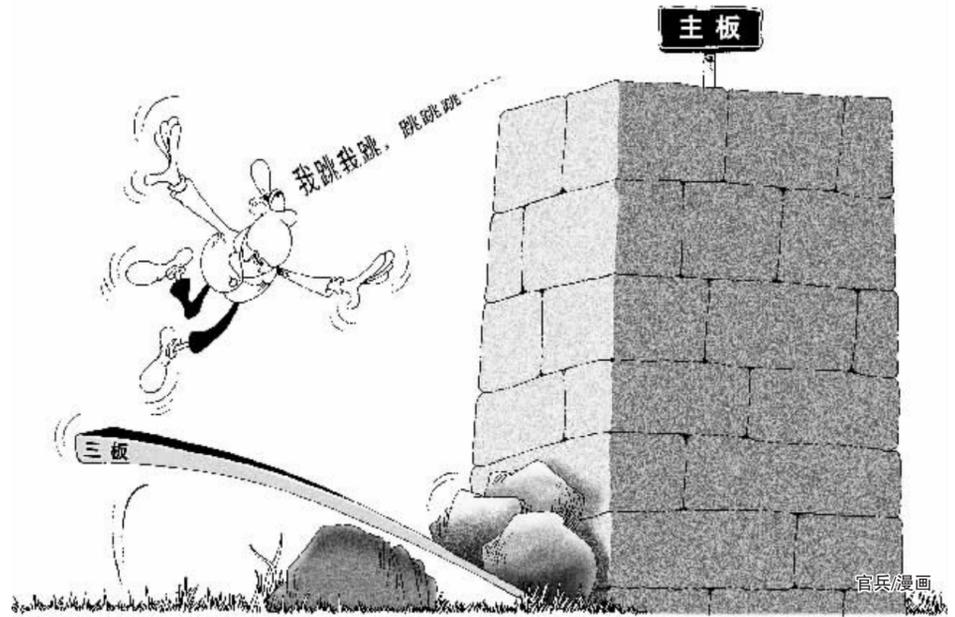
我们认为,以“新三板”为着力点推进场外市场建设是正确的路径选择。

在境外成熟的资本市场体系中,呈现挂牌上市公司数目趋于减少的正三角结构。截至2011年3月17日,沪深主板共有1368家上市公司,包括沪市的895家和深市主板的473家,主要是大盘蓝筹公司;二板市场共有752家上市公司,其中包括深市中小板562家上市公司和深市创业板190家上市公司;而“新三板”只78家挂牌公司。可以说,中国的资本市场体系目前还是个“头重脚轻”的倒三角结构。

因此,有效增加“新三板”挂牌企业的数量,是推进场外市场建设的关键步骤之一。在这方面,可以采取的措施包括:

第一,在中关村示范区试点的基础上,把“新三板”挂牌企业注册地范围推广到国内其他具备条件的国家级高新技术产业开发区。第二,放宽对高新技术企业的认定标准。第三,降低“新三板”挂牌标准。中小企业,尤其是处于初创时期的中小企业,其融资难是一个普遍的难题。扩容后的“新三板”将是满足其融资需求的良好平台。届时,监管部门对“新三板”挂牌的相关规则还会进一步放松。

目前坊间热议的一个有关“新三板”的话题是有可能引入做市商制度。所谓做市商制度,亦称报价驱动制度,是指在证券市场上由具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商,不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格(即双向报价),并在该价位上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金和证券与投资者进行对手交易。做市商自身则是通过买卖报价的差额来补偿其所提供相关服务的成本费用,并实现一定的盈利。相比于基于指令驱动的竞价制度,做



市商制度具有以下优点:1、交易连续性,可达到即时成交的效果;2、价格稳定,可起到平抑价格大幅波动的效果;3、抑制股价操纵;4、服务市场参与者;5、价格发现功能。做市商制度的缺点:1、缺乏透明度。买卖信息从做市商手中到发布给整个市场的时间相对滞后;2、增加投资者负担。做市商必须运用自有资金承担做市义务;3、增加监管成本。

按规定,参与“新三板”交易的投资者,应为具备相应的风险识别和承担能力的“五类人”,分别为:1、机构投资者,包括法人、信托、合伙企业等;2、公司挂牌前的自然人股东;3、通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东;4、因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东;5、协会认定的其他投资者。其中,挂牌公司自然人股东只能买卖其持股公司的股份。

“新三板”挂牌公司的转板制度,是指当挂牌公司达到高层次资本市场(包括沪深主板、中小板或创业板)上市的条件后,经过一定程序,到相应的板块上市。市场普遍预期“新三板”扩容后,将会有直接申请转板的制度安排。宜探索适当的转板制度,构建互补、有序的资本市场体系。

## 不会对既有市场造成太大冲击

目前市场对推进场外市场建设是否会冲击既有市场,特别是深圳中小板和创业板造成冲击,存在着疑虑情绪。

我们认为,推进场外市场建设不会对既有市场造成太大冲击,理由主要有:

第一,“新三板”挂牌公司确实大多属于高成长企业,但是他们大多

成立时间不长,其经营能力和盈利模式还未经历较长时间,尤其是市场状况发生较大起伏的考验。创业板公司的风险小于“新三板”挂牌公司,投资者对“新三板”的投资所要求的风险补偿也将高于投资创业板所要求的风险补偿。

第二,借鉴境外成熟的场外交易市场发展经验,扩容后的“新三板”应该具有双重功能。第三,我们认为“新三板”将不会有自动或无条件的转板机制,所谓的自动转板机制将拉近“新三板”与中小板或创业板的估值水平的情况并不大可能发生。

第四,由于“新三板”的特性,证券投资基金并不适合于投资其中。把未来的“新三板”定位为一个有管理的“公开”的私募资本市场可能更为合适。

从境外的场外市场发展情况来看,与高层次资本市场相比,场外市场交易呈现成交量大(因为挂牌企业绝对数量高)、成交额小(因为挂牌企业的估值相对较低)、换手率低(因为场外市场资金是对初创阶段企业的投资,其投资期限通常较长,交易不活跃)的特点。我们可以相信,“新三板”扩容和改革对高层次资本市场的资金分流效应将十分有限,“新三板”市场的流动性也应该会大大低于场内交易市场。

## 三大板块的投资机会

我们认为,园区类上市公司、有创投业务的上市公司以及证券公司都将受益于“新三板”的扩容和改革,其中园区类上市公司将率先受益并且确定性最高。

园区类上市公司将从入住率提

高、物业和服务增值以及参股区内公司投资增值等方面受益。国家对高新区的评价指标体系主要包括知识创新和孕育创新能力、产业化和规模经济能力、国际化和参与全球竞争能力和高新区可持续发展能力等4个方面。我们认为,最先纳入试点的很可能是已被确定为“建设成为世界一流的科技园区”的6大高新区:中关村国家自主创新示范区、上海市张江高科技园区、深圳高新技术产业开发区、武汉东湖新技术开发区、西安高新技术产业开发区和成都高新技术产业开发区和天津滨海高新技术产业开发区。相关的受益上市公司包括中关村、电子城、张江高科、东湖高新、高新发展和海泰发展。其他规模较大、实力较强、区内企业符合“新三板”挂牌条件的园区还比如广州、苏州、南京和杭州等,受益的上市公司有苏州高新。此外,有创投业务的上市公司将获得股权投资增值。

目前证券公司从事“新三板”业务获得收入来源主要包括:1、推荐挂牌和定向增资获得推荐费;2、通过撮合代办股份转让获得佣金收入;3、通过挂牌公司转板获得保荐和承销收入。

“新三板”扩容和改革以后,证券公司从事“新三板”业务可以获得的受益点包括:1、挂牌公司数量大幅增加带来的挂牌推荐费收入提高,“新三板”可能获准包括定向增资在内的多种形式再融资也能带来更多推荐费收入;2、如果引入做市商制度,证券公司可获得买卖报价差额收入;3、转板制度理顺以后,有更多的“新三板”挂牌公司升级到高层次资本市场所获得的保荐和承销收入。

(作者系中信证券分析师)

## 二季度全球宏观经济观察:双速趋同 政策徘徊

邵宇

**全球经济:**事件冲击下的双速趋同。二季度将延续一季度的趋势,即发达经济体和新兴经济体的增长速度开始趋同,背后主要的驱动力在于货币政策差异。从G2来看,美国的QE2仍在进行中,而中国的货币政策明确地以中性偏紧为目标。复杂之处在于,全球经济不断受到重大事件的冲击,中东的内战、日本的地震、甚至是欧洲的主权债务问题都增加了风险因素。

**美国经济:**复苏确立、隐忧犹存。美国复苏和股权市场繁荣高度依赖QE,如果QE2如期退出,则美国经济呈现前高后低态势,尽管FED关于通胀担忧和减少QE言论升温,但估计QE仍会维持到二季度结束。短期美元指数看欧元的加息预期和美国QE退出预期的强度对比,有待观察。

**日本经济:**大灾与大建。地震

的冲击与核危机短期内直接影响部分日本经济能力,二季度日本经济增长悲观;由于核泄漏和电力供应问题,全球供应链可能出现部分问题,二季度难以全部恢复。预计日本在第三季度恢复生产,第四季度开始重建受灾地区,届时会拉动总需求和大宗产品价格。

**欧盟经济:**不温不火。欧盟地区受中东的供给冲击最大,为了应对输入性通胀,欧洲央行加息调门很高,但如果原材料价格下降,加上外围国家信用风险上升也会使得央行进入犹豫观察期。

**新兴经济体:**正在冷却。新兴经济体工业生产增速放缓,金砖四国PMI指标温和回落,其中尽管印度增长保持高位,但其CPI在9%以上,经济运行压力较大;预计二三季度新兴经济体实体经济降温比较明显,但通胀压力仍然不低。

**大宗商品:**内部分化。中东地缘风险演化成利比亚战争后,石油

价格处于高位将会成为今年的常态。但是,二季度其它大宗商品需求和价格短期看跌,特别是其中受新兴市场拉动的基本金属(例如铜和铁矿石,这里有日本因素的共同作用)和供给逐步缓和的粮食。但第三季度开始,日本恢复和重建的因素和飘摇不定的QE阴影叠加在一起,会再次加大大宗商品上行的压力。

**中国经济:**经济略微放缓,政策由紧到稳。稳健货币政策正在产生效果,二季度出口,投资经微下滑带动实体经济降温,二季度头上货币政策或较密集,预计4月加息或调准,抵御CPI高峰和冲击流动性,但之后会拉长观测窗口。

**消费:**诸多限购压制了一季度可选消费品的需求增速,目前房地产、汽车等领域的直接和间接限购短期内难以解除,这一因素将压低全年实际消费增速2个百分点。在个税改革和实际收入提高列入政府工作进度的预期下,二季度实际消费增长还有一定支撑。预测全年实际消费增长13%,

名义消费增长17.3%。

**投资:**保障房的“大跃进”和设备更新投资,以及“十二五”规划中相关的新兴产业和地区的投资布局下,今年的投资仍然是三驾马车中最稳定的,但实际投资的释放节奏受发改委的意愿影响,并且要考虑到信贷的支持力度。预测二季度实际投资增速微有下滑,但三四季度将是投资同比的高点。全年实际投资同比增速为21.6%。

**进出口和汇率:**进口价格指数的持续恶化将严重影响今年对外贸易的差额情况;日本和新兴经济体在三-四季度的乐观增长将改善我国的出口;但总体而言,2011年净出口对GDP的拉动能力将远不如2010年。二季度略有顺差,预期人民币的消费增速2个百分点。在个税改革和实际收入提高列入政府工作进度的预期下,二季度实际消费增长还有一定支撑。预测全年实际消费增长13%,

**CPI与PPI:**3月份CPI同比是全年的高点之一,最新预测为5.4%,4月份的CPI为5.2%;但随着粮食价格回落,通胀前高后低,全年CPI

同比增长在4.2%。二季度PPI将从2月份的7.2%回落到6.7%的位置。但考虑到PPI结构中54%的权重直接与石油相关,以及物价传导的滞后效应,后面三个季度PPI购进价格指数都不乐观,预测PPI全年增长为6.2%。

**流动性和货币政策:**央票发行和准备金率调整,是二季度央行回收流动性完成预期M2目标的主要技术手段,2季度央票到期规模高达16420亿元(主要集中在4月份),尽管央票发行机制正逐步正常化,上调存款准备金率也会部分承担回笼货币和对冲外汇占款任务,预计二季度仍将有1次上调存款准备金率的空间,而且4月份概率较大。但观察货币政策松紧程度的真正指标是利率。由于CPI同比的绝对新高将至,最近的加息窗口为清明节至4月15日宏观数据公布前后,预计对称加息25个基点,概率在60%左右。5-6月则会进入相对安静的政策观察期。

(作者系宏源证券首席宏观分析师)