

预期不再悲观，希望不可太高

一、一季度行情节奏梳理

1、1月份情绪过度悲观

2016年一季度以来，经济上整体情绪偏向负面。我们先短暂回顾下1月份行情，1月4日第一个交易日拉开了下跌的序幕，最低的时候已经跌破了8月份的低点。之前四季度的资产配置荒，改革决心高于预期，十三五规划的种种未来都被市场的低迷情绪所吞噬。在暴跌前，有三个消息。一是授权国务院两年内推出注册制，二是政治局通过振兴东北工业基地的决议，另一个就是所谓中国版盈富基金出来了。后两个消息一个可以看作是改革概念，一个可以看作是救市概念，就是说从那个点位开始，这两种概念对股市所起的作用就甚小了，市场在一段时间内情绪都转向了对经济的担忧上来。而注册制的再一次提出，更对A股的壳资源有巨大的杀伤作用。紧接着便是汇率的大幅度贬值和资金大幅外流出来，市场对经济的担忧进一步升温，指数快速下跌，可以说当时几乎完全是沉浸在悲观氛围当中的。

2、春节后政策上开始转暖，多个利好出来

但是到了春节之后，氛围渐渐转向。先有总理表态经济如果下滑出合理区间，则会果断出手；再后来召开两会，全面营改增，减税，加大财政刺激，总理在记者招待会表态完成全年经济主要目标没有问题。以及证监会新主席明确表态推迟注册制，而且十三五规划里突然删去了战略新兴板，A股的壳资源价值再次凸显，市场信心大增。

从货币环境来看，也迎来了一定的利好，先有G20会议召开以后，央行意外降准。再者美联储会议年内预期加息次数从4次变成2次，人民币汇率再次企稳；这就抵消了前期对于因汇率而货币政策大受限制的预期，也部分的抵消了经济下滑的预期。

所以近期的这一波反弹主要是对1月份以来的过度悲观的修复。概括来讲，就是①加大财政刺激，确保经济不滑出合理范围；②投资增速回升，信贷量大幅增加。③美联储预期加息次数减少，汇率企稳，人民币实行宽松货币政策的限制减小；④注册制推迟，战略新兴板被删除。

3、展望：二季度反弹或将持续，但空间有限

但我们也仅仅把这一波看做一个反弹，至多是中级反弹，或许还够不上。第一，虽然有供给和需求两侧的发力，但是经济走好困难重重；第二，企业经营困难，投资增速回升的背后也有很多无奈，制造业全面过剩，局面很难化解。第三，汇率只是暂时企稳，美联储政策也有不确定性，如果过于宽松，仍然面临这贬值压力，宽松力度有限，只是暂时缓解而已。第四，注册制只是被推迟，但是不会缺席，国家也希望通过资金进入权益市场来降低企业杠杆，ST博元退市似乎说明了注册制在推进中，很难高枕无忧的继续去炒壳资源。最后，股市里的各种概念讲得差不多了，去年一年把各种能测试的概念讲了个遍，今年很难再次发挥作用。

图 1:IF 当月合约走势



图 2:IC 当月合约走势



资料来源：文华财经 银河期货研发中心

二、经济走好困难重重

1、投资回报一再降低，投机盛行

自从 08 年以来，国内经济就走上了依靠刺激来稳增长的路子，这期间一直等待能够通过转型来使得财政刺激逐渐退出，也逐步能够摆脱对地产的依赖。但结果是经济越来越困难，转型没有完成。财政刺激的投资回报率越来越低，杠杆几乎到了无法持续的地步。目前企业的杠杆（可通过上市公司数据来看），地方政府的杠杆（没有明确统计）都已经很高，所以今年只有给居民加杠杆，去房地产库存，缓解地方财政压力。但实际结果是一线城市房价暴涨，挤压实业，而本想让去库存的三四线城市却无动于衷，目前一线城市又开始出台政策限制火爆的地产。但这很明显，不是转型之路，这是资金找不到好的出路的无奈选择。

去年四季度，我们并没有看到政府会加大财政刺激信号，只是到了春节过后，随着经济下滑，股市走弱，全球风险加大，我们才看到政府一边说要降低杠杆，一边强调如果经济下滑超出合理范围，会毫不犹豫出手。但随着投资回报的不断降低，实际上再出手力度也有限，仅仅能够托住不出现硬着陆。经济增速维持在合理范围固然不错，但是看不到长期解决之道。

2、货币政策总体宽松受限

信贷数据，1 月社会融资创出 3.4 万亿的天量，股市和商品市场都兴奋了一把，但是 2 月数据很快回落到 7800 亿，这里面有着窗口指导的意义，信贷不可能持续大幅度宽松。这个从 1 月份 CPI 数据走高也可以看到。在房屋价格高涨的背景下，生活用品价格就继续高涨就很难被接受，所以这也限制了货币政策。再者，从汇率来看，企稳只是暂时的，在人民币资产普遍盈利能力差，坏账多的背景下，信贷增速太快必然引发贬值，从而资金大量外逃，所以货币政策只能是官方所表态那样稳健。

图 3: 社会融资和新增人民币贷款

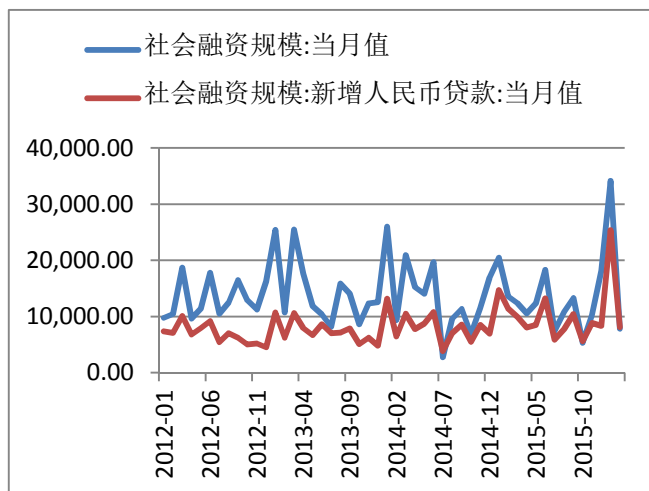
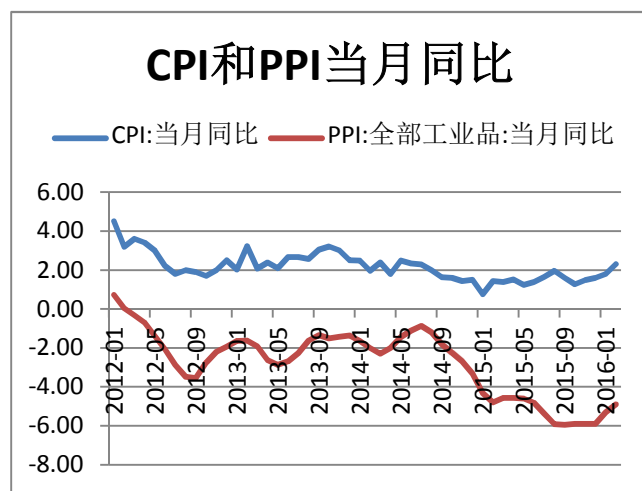


图4:CPI和PPI走势



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

3、固定资产投资回升的背后数据隐忧

2016年1-2月份,受益房地产投资增速回升,全社会固定资产投资增速从去年全年10%回升至10.2%。但和我们这里看到两个隐忧:第一是分行业来看,基础设施和制造业的固定投资仍在下降,这进一步看出投资回报率在降低,能盈利可投资的项目在减少。而地产的上升和国家短期的刺激有关,也不利于经济转型。第二,固定资产资金来源在下降。资金来源是准备用于固定资产建造和购置的货币资金,表示一定时期可能进行的投资量,是固定资产投资得以进行的前提和基础。作为投资先行指标的“固定资产投资资金来源”却显著下降:从2015年7.7%降至1-2月份仅0.9%。这说明后期投资增速下滑的压力依然很大。第三,在资金来源中,自筹资金在下降,自筹资金下降或很大一部分是由于自有资金下降导致,这说明企业的盈利下行较为明显,事实上,从2006年高点以来,自有资金占自筹资金比重一路下行,盈利的下降是对投资增长最大的制约。

4、企业经营难度加大,制造业全面过剩

在去年月报的时候,我们曾经分析过三季度报告,且对非金融企业整体做了纵向对比:近几年来,上市公司的净利率在走低,管理费用和销售费用的支出扩大;从主营业务来看,经营活动所产生的比重在下降,资产周转率在下降,杠杆率处于高位。除了数据,从各种渠道的实地调研和观察来看,实体经济经营困难是一个不争的事实。这里我们强调两点,第一,不但是传统的钢铁煤炭化工等行业过剩,实际上就连去年最火爆的互联网+甚至都处于过剩状态,还有新能源,医药,IT制造业等都处于过剩状态。也就是说,过剩不分新经济和旧经济,旧经济越是不景气,资金就越快速得涌到新经济领域去,这几年一直在持续着这样一个过程,所以制造业全面过剩的状态。最近特别火爆的人工智能,虚拟现实仅仅是占比很小的领域,目前还看出新火热的一两个细分领域可以扛起经济转型的大旗。第二,制造业是基础,在制造业还未升级做强之时,就处于全面过剩,盈利能力降低的阶段,服务业很难单兵突进。目前实业凋敝,投机盛行,也就是缺乏创新、踏实做企业的温床,从实业的角度来看,经济走好困难重重。总之一句话,要丢掉幻想,正视经济基本面。

图 5: 固定资产投资和资金来源累计同比

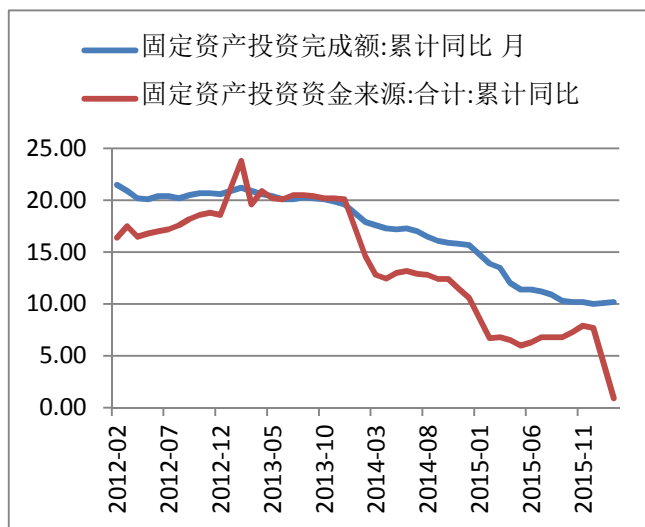
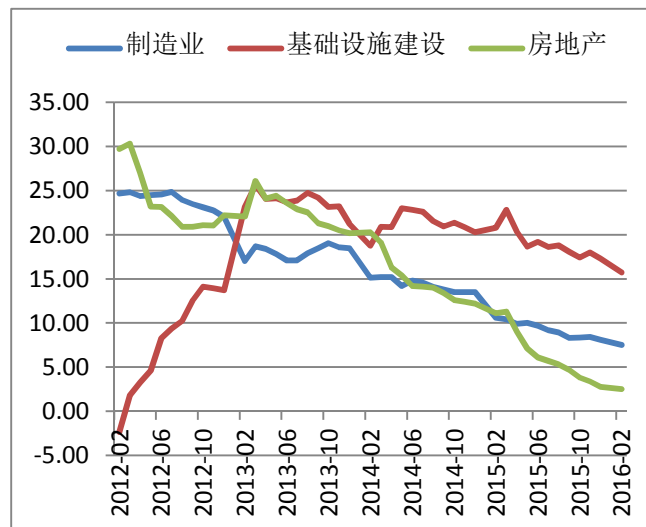


图 6: 固定资产投资累计增速分行业: 制造业、基础设施建设、房地产



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

三、从 ST 博元退市看，注册制虽然推后，却不是停滞

1、领导表态看出注册制在推进

证监会主席刘士余表示推迟注册制，注册制不会单兵突进，一时让前期悲观的多头群情激奋。但这只是一时推后，却并没有停止。十三五规划中虽然删去了战略新兴板，但是提出：“创造条件实施股票发行注册制”。人大财经委副主任吴晓灵表示，注册制一审已经通过，今年肯定会进行到二审。央行行长周小川也几次表态，希望扩大权益融资的比例，降低企业杠杆。去年股市火爆了一把，付出了巨大的成本，但对企业降低杠杆支持实体发展却没起到什么作用。目前中国的杠杆率几乎到了无法持续的地步，所以股权融资才是最主要的目标，否则指数再高没有意义。所以注册制是 A 股头上一片挥之不去的乌云，迟早要降雨。

2、ST 博元退市乃是加强监管，注册制的前奏

上海证券交易所 3 月 21 日宣布：ST 博元（600656）股票正式终止上市。这是中国资本市场第一家因重大信息披露违法而终止上市的公司，标志着管理层对退市制度的严格执行拉开序幕。从刘主席的不会单兵突进，以及近期的 ST 博元退市来看，严格的退市制度应该是注册制实施的前奏。如果退市制度得不到严格执行，那么 A 股就会成为不断累积的堰塞湖，不断增加的企业数目迟早有一天会把堤坝冲垮。2015 年 A 股有 7 家上市公司退市，但是若剔除宏源证券、东方明珠、中国北车、大华农、招商地产等因吸收合并而退市的企业，严格意义上只有两家企业退市，实际退市率不足千分之一，远不及欧美成熟市场约年均 5% 以上的退市率。注册制就是有进有退，这样低的退市率远不能保障 A 股进出平衡。

从保护投资者和惩罚造假的公司来看，就此次博元退市而言，投资者可以根据《最高人民法院关于审理证

券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，对*ST 博元提起民事赔偿诉讼；因重大信息披露违法被终止上市的公司，在没有“对民事赔偿承担作出妥善安排”，将不能重新上市。从此次博元强制退市事件来看，我们认为管理层推进注册制的进程并没有暂停。注册制在“十三五”内推出是大概率事件，很有可能仍会在原定的两年时间内推行。管理层将以严格执行退市制度为突破口，逐步建立注册制实施的各类制度条件。