

## 2012上半年继续看空大宗工业品和股市

上半年，意大利债务危机、欧洲银行业去杠杆化和全球经济下滑将主导市场，美元指数将继续上涨，我们看空所有大宗工业品和股市，即使黄金也难逃被抛售的命运。

2012年已经到来，展望上半年，全球经济难言乐观，意大利债务危机进一步升级是大概率事件，欧洲银行将加速去杠杆化，美元指数将进一步上涨。全球大宗工业品和股市继2011年8月出现暴跌后，将迎来一轮新的下跌。笔者看空2012年上半年所有大宗工业品和股市，并认为黄金也难走出牛市。

### 意债危机一季度或升级

#### 1. 意大利一季度还债压力大

2011年8月以来，欧债危机愈演愈烈，从欧洲边缘国烧到核心国，债务危机升级为流动性危机，并严重威胁到实体经济。作为欧洲第三大经济体，意大利2012年一季度面临巨大的还债压力。意大利国债收益率持续居高不下，债务危机在一季度进一步升级是大概率事件。

2012年，“欧猪”五国（葡萄牙、希腊、爱尔兰、意大利、西班牙）到期债务量总计为6115.22亿欧元，其中2月份总计805.69亿，3月份总计863.68亿，这两个月的到期债务占全年的27.3%。而意大利2月份到期债务量为603.31亿欧元，3月份为514.26亿欧元，占这两个月五国全部未到期债务总量的70%。

由此可以看出，今年2-3月份是欧洲重债国全年的还债高峰，而意大利一家的到期债务就占到了70%。因此，今年一季度极有可能成为意大利债务危机进一步升级的时间窗口。

#### 2. LTRO拯救不了意大利

2011年12月22日，欧洲央行首次进行了为期3年的长期再融资操作（下称LTRO），向523家商业银行提供利率为1%的总计4890亿欧元的低息贷款，其中一个重要的目的是希望得到低息贷款的欧洲银行去购买收益率更好的主权债务（即套利交易），以此来缓解主权债务危机。

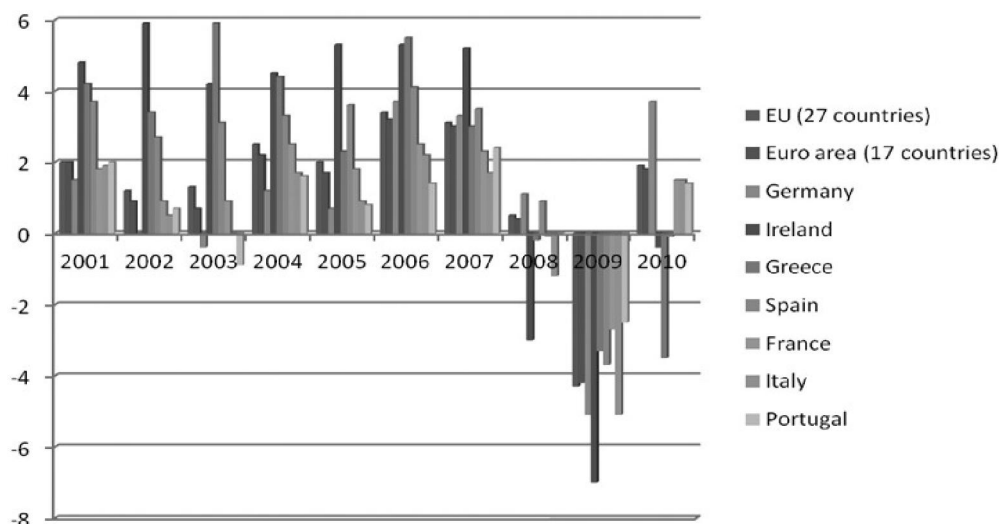
这一设想得以实现的前提是欧洲各银行有购买主权债务的动机。遗憾的是，意大利国债收益率并未因此次操作而下降。12月23日，意大利2年期国债收益率为5.14%，而借款成本是1%，面对这样巨大的套利空间，欧洲银行并未做出行动。同日的意大利10年期国债收益率为6.98%，反而创出一周新高，再度向7%以上的不可持续状态发展。事实上，2009年6月，欧洲各银行曾获得欧洲央行4420亿欧元的1年期贷款，近一半投入到了收益率更高的主权债务之中，主要是希腊和西班牙，但换来的却是巨额亏损。前车之鉴历历在目，况且欧洲银行目前正处于去杠杆化的过程中，很难想象他们会冒着违约风险去大规模购买重债国债务。

#### 3. 财政紧缩政策短期不会缓解市场担忧

2011年 12月 4日，意大利总理蒙蒂公布了财政紧缩和经济刺激方案，措施包括削减公共开支、增加税收、提高退休年龄，涉及金额 300亿欧元。市场担心激烈的财政紧缩政策会使得意大利的经济雪上加霜。

事实上，欧债危机的根源之一是经济失速，危机的核心是经济而非债务，债务危机是经济缺乏竞争力的结果而非原因，同时债务危机又反作用于经济，制约经济的发展，从而形成恶性循环。

图 1 欧洲各国 10年经济增长情况



从图 1可以看出，意大利作为欧元区第三大经济体，经济增速自 2001年至 2010年连续低于欧元区平均值，而债务水平近两年来持续攀升，法国也是如此。由此可见，意大利经济失速，加上高福利和财政无节制，债务危机的爆发是迟早的事情。所以，仅仅靠财政紧缩很难将意大利从泥潭中拯救出来，反而可能会成为一个恶性循环的开始。

#### 4. 负反馈的宣泄

从意大利 10年期国债收益率的长期走势看，投资者的耐心已经到了崩溃边缘，市场已经进入了一种“债务恶化—措施不力—情绪恶化—债务恶化”的负反馈循环，而这种循环往往都是以一种情绪的极致宣泄、市场的极度背离作为完结。从 2011年 8月以后的行情可以看出，市场从来没有对欧债危机的解决建立过真正的信心，而是在德、法一再扯皮和不力的解决措施中逐步失去耐心，现在差的是一个导火索，2012年的 2月和 3月的高额债务到期量有可能成为点燃导火索的火苗。

#### 欧元区经济恐陷轻度衰退

根据《巴塞尔 》，欧洲银行必须在 2012年 6月前达到核心一级资本充足率最低 9%的要求。2011年 12月 8日欧盟银行管理局 (European Banking Authority)公布的数据显示，整个欧洲银行资本缺口从 1060亿欧元提高到了 1150亿欧元。其中，德国银行出现 131亿欧元的资金缺口，意大利银行出现 154亿欧元的缺口。

根据意大利证券交易所披露，意大利银行通过 LTRO获得了约 1160亿欧元的资金，即使按照利差 9%计算，将这些资金全部用于套利交易，其收益也仅仅为 58亿欧元，不足以弥补缺口。况且 欧洲各银行恐怕已经将大部分资金放在了欧洲央行吃利息或补充自有资本，并未用于购买重债国的债券或放贷。在 LTRO实施后的第二天，欧洲央行的存款从前一天的 2650亿欧元攀升至 3470亿欧元。12月 28日，欧洲央行的隔夜存款更是创出历史新高。

LTRO的规模创出历史最高也从一个侧面反映出欧洲银行的资金需求十分巨大，并且已经很难通过公开市场和拆借市场筹措资金。不可否认，LTRO对缓解流动性困境有一定帮助，但银行去杠杆化的过程将贯穿整个 2012年的一、二季度。在政府机构、私人部门和欧洲央行对银行注资表现出谨慎的态度之后，出售资产和紧缩信贷也就成了欧洲各银行的必然选择，这将对大宗工业品和股市产生明显利空。

同时，银行信贷紧缩和政府财政紧缩也令欧洲经济雪上加霜。2011年下半年，欧洲经济增速放缓明显。值得注意的是，作为欧元区的火车头，德国经济减速明显，德国央行将 2012年经济增速大幅下调至 0.6%，2011年这一数值则为 3% 而最新出炉的欧元区消费者信心指数继续下滑并创两年来的新低。2012年上半年，欧元区经济很可能陷入轻度衰退。

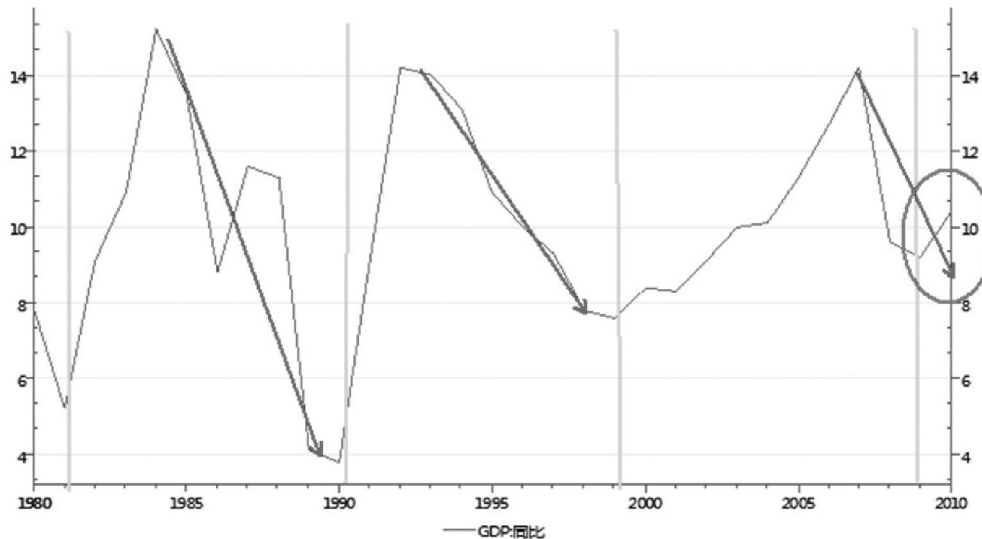
### 美元指数将继续攀升

2011年 8月后，全球风险资产的深度下跌与美元的强势有很大关系。美元指数在 72 一线筑底完成后强势启动，不到半年时间从 72运行至 80关口。与此同时，欧元大幅下挫至 1.30一线，巴西雷亚尔、印度卢比、俄罗斯卢布这些新兴市场货币兑美元均出现了 20%左右的贬值，全球大宗工业品和股市出现了深度下挫。即使是黄金也难以摆脱被抛售的命运，与美元指数呈现明显的负相关。由此可见，欧债危机的持续蔓延强化了美元（包括美债）避险天堂的地位。

2012年上半年，欧债危机有进一步恶化的可能，欧洲经济恐陷入轻度衰退，新兴市场国家经济面临加速下滑，而美国经济却有望延续相对弱复苏的局面，全球资本回流美元的趋势难以改变。美元指数在 80关口整理后，将上涨至 83—85一线，也不排除至 88—90一线的可能。美元指数的上涨必然会对全球大宗商品和股市形成明显利空。

### 中国经济下滑明显

### 图 2 中国的经济中周期



从 1980年以来的 30年间,中国经济 10年一个周期的循环十分明显。如果按照历史经验来看,中国目前正处在第四个朱拉格周期的上升期,这也是很多人看好 2011年以后中国经济的原因。但如果我们从经济调整的角度考量,中国经济每次调整的时间都在 5年以上,最近这波自 2008年以来的调整时间周期还不够,目前中国经济依旧处在一个大的调整周期之中。

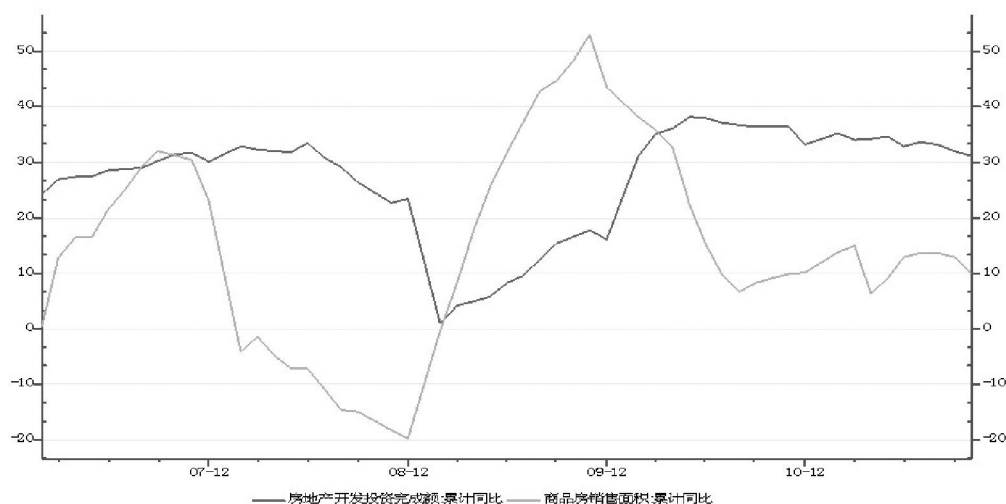
历史数据表明,真正主导中国经济增长的是房地产投资、工业增速和出口。工业增加值和房地产投资增速与 GDP增速呈现很强的正相关性,进出口受到国际经济形势的影响波动剧烈。笔者认为,2012年一季度,中国房地产投资、工业增速和出口都将出现较大幅度下降,调整的态势会一直延续到二季度末。

先看工业。去年 12月份 PMI数据虽有所回升,但并不意味着工业的企稳。产成品库存继续维持在 50以上,而原材料库存为 48.3,两者走势分离,去库存的态势仍在继续。而在价格方面,11月 PPI同比大幅回落至 2.7%,环比继续 0.7%的负增长,显示原材料价格的大幅下滑,这种下滑会对企业投资和库存减记带来较大冲击。一般而言,PMI生产指标领先工业增加值 2—3个月,PMI的持续下滑预示着明年一季度中国的工业增速很不乐观。

再看房地产投资。从量、价来看,去年 11月 70个大中城市价格下降的城市有 49个,持平的城市有 16个,与 10月份相比,环比价格下降的城市增加了 15个。环比价格上涨的城市中,涨幅均未超过 0.2%。受监测的 35个城市中,9城市成交量降幅在 50%以上。房地产价格和成交量都出现了明显下降,房价的拐点已经确立。

商品房销售面积对房地产投资有着先意义,销售面积自 2009年底以来一直处于一个下降趋势中。综合价格和成交量数据可以推断,商品房销售面积仍将下滑,未来三个月销售面积同比可能下滑至 0以下。

图 3 商品房销售面积对地产开发投资的领先意义



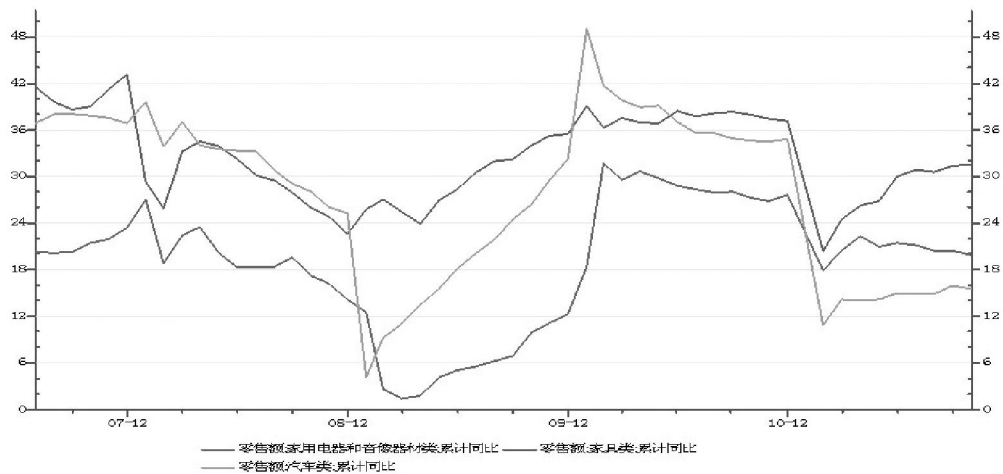
从房地产投资的资金来源看，目前国内银行业对地产投资的贷款监管非常谨慎，国内贷款累计同比从 2009 年 12 月的 49.4% 逐月下滑至目前的 1%，其中银行贷款累计同比从 2009 年 12 月的 49.9% 逐月下滑至目前的 -2.2%。随着近期对地产信托监管力度的扩大，非银行金融机构的资金来源开始下滑，而外商投资受到国际大环境的作用近两个月也大幅回落，只有房地产商的自筹资金在苦苦支撑。而地产商融资渠道明显收窄，资金链将加速趋紧，对于大部分地产商而言，逆势拿地和开发投资势必放缓，这也在很大程度上促成了房地产投资增速的下滑。

房地产投资增速在一季度将出现大幅下滑，我们预计回落至 10%-15% 的区间，但由于保障性住房的对冲，如 2008 年断崖式下跌的可能性不大。

最后来看内外需。去年四季度以来，外围因素的影响逐步显现，特别是出口增速下滑十分明显。出口在 2012 上半年将面临极为严峻的形势，进口数据在国内需求放缓的大背景下也难以保持高增长态势，顺差将继续收窄。FDI 方面，欧美投资下滑明显，欧洲出现负增长，美国大幅下降，亚洲表现相对稳定，但随着欧债危机的传导，亚洲地区的高增长态势也难以维持，今年一季度将出现明显下降。外汇占款连续两个月负增长，一方面是贸易顺差缩窄和 FDI 下滑，另一方面资金有回流欧美自救的需求，这一趋势在今年一季度恐将持续。

内需方面，无论是社会消费总额还是限额以上零售，2011 年增速均比 2010 年明显回落。由于通胀回落，社会消费总额在 2012 年仍有下降的要求。而相对社会消费总额，限额以上零售与经济的同步性更为明显，如 2008 年的消费下滑首先体现在限额以上零售上。而在限额以上零售中，耐用品占 40% 左右，其中汽车在耐用品中占比 60% 以上。不难看出，在最能反映经济走势的限额以上零售数据中，汽车消费起到龙头作用。而汽车和家电以及家具的走势极具相关性，家电及家具的消费又受地产投资增速的影响极大，这也从一个侧面反映了地产投资对于中国经济的重要性。综上，消费的增长还要看汽车和地产，随着地产投资和销售面积的下降，以及汽车消费的低位徘徊，消费难以挑起大梁。

图 4 汽车、家电和家具零售走势相关性



综上所述,虽然世界经济有望在 2012年下半年迎来短周期拐点,全球再次量化宽松的效果也会逐步显现,下半年市场可能会迎来反弹,但上半年,意大利债务危机、欧洲银行业去杠杆化和全球经济下滑将主导市场,美元指数将继续上涨,笔者看空所有大宗工业品和股市,即使黄金也难逃被抛售的命运。

但同时需要注意的是,下半年虽然利多逐步积累,市场也仅仅是反弹,不要期待牛市。如果欧洲银行出现系统性风险,大银行倒闭或国有化,世界经济将不可避免二次探底,全球工业品和股市将深度下跌。