



“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”走进济南

齐鲁证券副总裁钟金龙

齐鲁证券具备更好服务资本市场能力



钟金龙在“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券济南专场致辞时表示，齐鲁证券秉承儒家文化的思想，艰苦创业，创新发展，已经成长为全国同行类的大型券商。目前，公司在全国27个省市自治区设有15家分公司，175家证券营业部，服务客户350多万，管理客户资产2300多亿元。控股鲁证期货公司、万家基金管理公司、鲁证创业投资有限公司、齐鲁国际控股有限公司，形成了集证券、基金、期货和直投一体的综合性证券公司集团，具备了为政府和企业

由中国证券报主办、齐鲁证券承办的“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券专场19日在济南举行。齐鲁证券副总裁钟金龙在致辞中表示，齐鲁证券已经成为集证券、基金、期货和直投为一体的综合性证券公司集团，具备了为政府和企业

财政部财政科学研究所所长贾康在演讲时表示，对2013年经济走势表示相对乐观，认为今年经济很有可能实现8%以上的增长，甚至有望达到8.5%—9%。对于2013年具体政策定位，他认为货币政策会沿用稳健的表述并更加注重调控物价的要求，财政政策将在“积极”这个概念之下比较实质性地抬升赤字，并注重实施结构性减税，加大教育、医改、保障房、基础设施和公共文化事业等领域的支出。

中国证券报首席经济学家卫保川认为，去库存周期的结束使得宏观经济已经企稳，而固定资产投资、消费和出口的小幅度稳定增长，会促使今年的经济基本面比2012年好；货币和财政政策继续保持相对宽松，业绩和估值将共同推动股市走好。与此同时他也认为，从长期看，指数也没有太大空间，市场在未来主要呈现为结构性机会，消费和成长类股票会走出长期牛市。

齐鲁证券研究所副所长、首席策略分析师张治指出，从趋势上判断，整个经济在回升、资金面不悲观，一季度市场总体安全。他建议投资者从物价上涨、库存、政府投资和业绩反弹四个角度进行股票配置。齐鲁证券研究所农林牧渔行业分析师胡彦超则重点推荐了畜禽养殖和饲料子板块，预期饲料全年都将保持比较稳定的高景气，而畜禽养殖在下半年开始会有反转的大机会。

泰达宏利基金管理有限公司基金经理吴俊峰则与投资者分享了他的投资心得及对近期经济及市场的看法。

财政部财政科学研究所所长贾康 经济短期乐观 远虑有待改革突破

在“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券济南专场，财政部财政科学研究所所长贾康向与会的近五百名投资者分享了他对中国经济2013年走势和政策取向的判断，并对中国中长期持续发展所面临的问题进行了解析。

2013年经济走势相对乐观

贾康认为，刚刚公布的2012年度GDP增长7.8%的数据显示，略好于原来已有预期的7.7%。2012年上半年企业界和地方政府普遍反映的严峻局面在“稳增长”调控下得到了扭转，三季度宏观经济运行完成触底，四季度明显回暖。在去年一季度GDP增速从2011年四季度的8.9%滑到8.1%以后，二季度下滑的幅度有所收敛，下滑0.5个百分点，三季度只下滑0.2个点，四季度回升0.5个点，完成了这一轮变化中总体的反转。

对于2013年，贾康持相对乐观态度。他认为，十八大之后各个方面的主客观因素将进一步推升景气，会使今年的经济增长速度在宏观经济回升惯性、稳增长措施继续发挥政策效应的综合作用下，形成今年8%以上的增长，如果势头猛一些，就是8.5%以上，甚至接近9%。

贾康预计，今年开局第一季度的宏观经济指标一定相当好看。一方面，已经展开的宏观经济运行的回升还会继续，这是任何一个经济过程在触底反转之后都不会于一个季度内消失的惯性，这个惯性会使经济继续往上走。另一方面，稳增长的政策效应在经过时滞阶段后明显表现出来，且还会继续发挥一段时间。这又会进一步提升市场信心，改善投资者和消费者的预期，经济的景气水平还会继续往上走一段。

而从外部因素来看，2013年没有看到类似“二次探底”的危险，所以外部的情况对今年来说还算不错，没有像去年年初那么扑朔迷离的不确定性，是相对稳定的局面。欧元区阴云密布之后，现在总体有向好的迹象；2012年如欧元区不出大的事情，那么美国方面、日本方面也不会出太大的事情。



好的迹象；2012年如欧元区不出大的事情，那么美国方面、日本方面也不会出太大的事情。

贾康认为，今年我国宏观经济的政策框架相对清晰，货币政策会沿用稳健的表述。去年6月份两次降低利率以后，货币政策已经进入观望期，预计观望期还会延续一段时间。经济回暖但物价缓慢回升过程中，尚不必急于采取更带有严厉色彩的控制流动性的措施。财政政策今年的突出特点，是在“积极”这个概念之下比较实质性地抬升赤字，一方面是要配合营改增等结构性减税的重点事项，在营改增改革进一步推开的情况下，今年减收的数量应该是一两千亿元的数量级；此外还有一些中小微企业税收优惠等。另一方面，今年还叠加了更多的突

出支持重点方面的支出诉求。教育要继续投入，新医改步入深水區需要财政后盾支持机制创新，保障房今年也会有可观的规模明确开工和竣工数量，其他关于新农村水利建设设施、交通设施和公共文化事业发展、国防等领域，财政支持后盾的力量只能增强不能减弱。这样一些宏观政策的基本情况应该更增强市场投资者的信心，国民经济继续向好是非常有把握的基本判断。

长期仍需配套改革

尽管宏观经济无忧，但贾康表示，中国经济带有黄金发展期特征同时伴随矛盾凸显期的综合表现，要有居安思危的前瞻性的理性分析和体现决心、魄力与智慧的改革举措。

贾康认为，中国长期看是要完成现代化的历史过程，但现在碰到了调控中弹性余地越收越窄的问题，碰到改革的“硬骨头”怎么样啃下来的问题，碰到了社会矛盾积累过程中怎么样有效化解矛盾的问题。作为全面配套改革，包括经济、社会、文化、政治全面改革，这种宏大的、复杂的历史任务能不能真正地落实好？是严峻的历史性考验。

贾康列举了当前经济发展中所面临的多难问题。一是经济增长速度区间与就业、物价的问题。中国经济仍然属于粗放型增长，GDP 7.5%的增速是现阶段宏观经济的底部，即避免经济问题政治化，按照当前经验必须以7.5%作为必保的底部，但向上增长速度到了9%恐怕就马上变成经济过热的問題。从物价来说，物价方面的社会压力是要把它调控到1%—4%或5%，弹性再大一点不超过6%的空间，这是所有主要经济体调控经验里前所未有的。中国经济调控面临这样一个现实：增长速度7.5%—9%，仅有一点五个百分点的区间，物价则为1%—4%或5%约4个百分点的区间。这么窄的弹性空间，很明显是我国调控中各种矛盾凸显

把瓶颈收紧的一种表现。二是政府职能转变不到位，很多政府管理部门的实权环节上，动不动就落入原来的思维定式，使政府在调控中，很多场合看得见的手成为有碍操作，是变成了闲不住的手，很多动作是多余动作，甚至是产生负面效应的动作。三是经济问题政治化的社会矛盾制约。短期的平稳现在看起来还能讲求和维持，但中长期看，如果不化解深层矛盾，不真正地以不妥协、不迁就触碰既得利益的精神实质性地制度建设方面推进的话，路就会越走越窄。必须有十八大以后强调的攻坚克难的更大的政治勇气、决心、智慧，以及顶层规划和继续先行先试结合起来的改革推进，才化解矛盾，把瓶颈撑开，把弹性空间扩大，有效防止把一些具体的问题动不动就政治化，动不动就威胁全局。四是区域与中央的问题。区域发展方面还有很多任务，怎么样把各区域之间协调好，中央政府和地方之间在财政体制上一定要继续深化改革，必须发展地方阳光融资制度，改变地方缺少其他的手段而过度依靠土地批租的短期行为，这都需要配套改革。价、税、财再加上金融等生产要素全面配套改革，是必然要走的道路。

贾康最后总结，从年内来看，对经济是非常有信心的。十八大以后还会进一步提出从短期到中长期改革的思路与安排，我们应该特别意识到，在看大势和看政策、看动态的同时，意识到后面必须要完成的改革任务。中国的深化改革足以决定十八大以后我们能不能把握历史机遇，面对中等收入陷阱和滞胀式的威胁，攻坚克难，缓解矛盾、化解制约，真正走出小平同志勾画的“三步走”战略现代化过程。2020全面建成小康社会是中间的节点，后面还有30年的任务。在实质性推进改革方面，把它真正做到位，这是我们应该有的历史担当，是实现民族复兴中国梦必然要解决的历史任务。

在“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券济南专场上，齐鲁证券研究所副所长、首席策略分析师张治表示，A股市场的投资中枢，跟市场利率水平是正相关的关系。2000年以前，因为当时我们利率很低，存款利率2%，A股的平均估值大概是40倍到50倍的水平；2000年到2010年，尽管中间经历了大规模的牛熊转换，但平均估值水平已降到25倍左右，与当时的市场利率水平相匹配；过去三年，估值进一步下降，整个社会融资的结构和资金成本发生了显著的变化，预期A股中枢大约在10来倍。目前，A股估值中枢的整体平台下移已基本完成，但结构上的接轨还将继续；一方面，很多行业的估值跟盈利不匹配；另一方面，行业内部差异也很大，同一类型的公司没有区别化对待，从结构上看，有很多小股票还没有远远完成接轨，盈利能力导致估值的差异，在未来两到三年会显著地体现出来。

张治表示，政策层面上，政策的取向将更加关注民生，在民生这个层面上，民生的目的应该是想办法缩小贫富差距，将解决社会稳定性作为一个首要目标。为此，建议从四条线索寻找长期受益的标的：一是缩小工农的差距，可能促发农业生产和食品加工业的规模化，通过集中度加速提高来实现规模经济和盈利增长；二是打破垄断，目前打破垄断的先行行业是金融；三是户籍制度，一部分农民工、流动人口逐步地在城市定居，市政建设、公

趋势，到2013年的四季度企业将迎来从坏向好的反转情形。在畜禽养殖投资策略上，一种策略就是春节前的反弹策略，随着2012年猪价下跌、企业盈利的向坏，很多股票的跌幅都超过了50%，这时实际已经出现一些利好包括产业资本增持，猪价出现季节性的反弹等。另一种是反转策略，春节后猪价会有调整压力、三四月份包括年报不太好的盈利数据等都会对股价产生一定负面影响，但随后三季度末猪价可能会迎来一个反转，整个2014年猪价也将是上行的周期，届时企业可能有四到五倍的盈利增长。这种情况下，稳健的投资者可以在实体反转信号出现之后再投资，胡彦超提供了一些判断标准：一是大量散养户出现亏损，资金链断裂，退出市场；二是大规模高效的养殖户没有扩张产能；三是大规模淘汰产能的现象出现。

趋势，到2013年的四季度企业将迎来从坏向好的反转情形。在畜禽养殖投资策略上，一种策略就是春节前的反弹策略，随着2012年猪价下跌、企业盈利的向坏，很多股票的跌幅都超过了50%，这时实际已经出现一些利好包括产业资本增持，猪价出现季节性的反弹等。另一种是反转策略，春节后猪价会有调整压力、三四月份包括年报不太好的盈利数据等都会对股价产生一定负面影响，但随后三季度末猪价可能会迎来一个反转，整个2014年猪价也将是上行的周期，届时企业可能有四到五倍的盈利增长。这种情况下，稳健的投资者可以在实体反转信号出现之后再投资，胡彦超提供了一些判断标准：一是大量散养户出现亏损，资金链断裂，退出市场；二是大规模高效的养殖户没有扩张产能；三是大规模淘汰产能的现象出现。

用事业、城镇轻轨等相关行业带来投资机会；四是保障，比较集中的表现在医药行业。

在行业配置上，张治建议，除了在政治层面分析的几个线索，在市场层面大概可以理出四个线索进行资产配置。一是在经济和通胀层面，定位于CPI概念点，推荐三个板块，分别是鸡鸭鱼肉、中药、饲料。二是库存线索，库存的影响排第一的是地产；第二个是钢铁、焦炭、焦煤、铁矿石，因为2012年的时候钢铁行业有很多融资性的库存出现甩货去库存的现象；第三个有可能是服装。三是政府投资，包括铁路、公共事业。四是经济转暖背景下盈利弹性大的公司，建议自下而上挖掘。

齐鲁证券农林牧渔行业分析师胡彦超 重点看好畜禽养殖和饲料板块

在“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券济南专场上，齐鲁证券农林牧渔行业分析师胡彦超表示，相对于其他工业行业来说，农业还是相对落后的，在落后向现代转变这样一个技术和商业模式快速变革的过程中，农业行业蕴含着巨大投资机会。回顾近几年农业股表现，每年板块里面景气度最好的板块至少给投资者带来30%—40%的绝对收益空间。他向投资者建议，投资农业股最重要的思路就是自上而下去寻找景气度较高的板块，自下而上在子板块里寻找优势的个股，同时结合季节性、政策等一些催化剂来去重点的推进。

胡彦超对农业各子版块进行了梳理，并重点推荐畜禽养殖和饲料板块。2012年的四季度和2013年的一季度，畜禽养殖板块随着猪价的上涨，企业会有阶段性盈利的环比向好的

趋势，到2013年的四季度企业将迎来从坏向好的反转情形。在畜禽养殖投资策略上，一种策略就是春节前的反弹策略，随着2012年猪价下跌、企业盈利的向坏，很多股票的跌幅都超过了50%，这时实际已经出现一些利好包括产业资本增持，猪价出现季节性的反弹等。另一种是反转策略，春节后猪价会有调整压力、三四月份包括年报不太好的盈利数据等都会对股价产生一定负面影响，但随后三季度末猪价可能会迎来一个反转，整个2014年猪价也将是上行的周期，届时企业可能有四到五倍的盈利增长。这种情况下，稳健的投资者可以在实体反转信号出现之后再投资，胡彦超提供了一些判断标准：一是大量散养户出现亏损，资金链断裂，退出市场；二是大规模高效的养殖户没有扩张产能；三是大规模淘汰产能的现象出现。

受规模化养殖比例提升影响，饲料行业迎来长足发展机会。胡彦超表示，规模养殖户对饲料的提出新的需求，从原来的简单的商品饲料走向更加复杂精细化的商品饲料；从只对饲料这个产品有需求，而增加到对整个养殖的综合服务有需求，这是一个重大的变革。在这样一个大的变革背景下，整个行业份额向优质企业集中。从2008年开始，过去四年里三分之一的饲料企业消失，重点公司在这一期间每年保持30%—50%的销量增长，而这个行业基本采用成本加成的定价模式，意味着重点公司每年都有30%—50%的盈利增长。据测算，这个趋势到2020年会结束，养殖行业从落后到现代的进程还未结束，未来三年的盈利和高增长仍然是可以持续的。

中国证券报首席经济学家卫保川 周期有机会 消费将长牛

卫保川在“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券济南专场上发表演讲时表示，始于2009年中期的三年多指数熊市，本源于经济从2010年初开始的持续下滑和流动性的持续紧缩，是一种典型的戴维斯双杀。而本轮经济的持续下滑，暗含了中国已经出现经济增速必然下一个台阶的大拐弯，但经济目前出现了向上的小拐弯，L底已经出现，但V的右侧高度有限；股市面临长期下跌后的反弹，二季度之前股市向下的系统性风险较低。

他表示，中国经济最大的影响因素在于投资，12年固定资产投资达到了36万亿，其中占比最大的是第二产业的产能投资和第三产业的房地产投资，两者合计占到了投资总额的60%，其中制造业投资又占到了超过34%。12年房地产投资的典型特征是地产业的钱多、地少、结构分化。钱多地少是因为销售额呈现为正增长，而买卖支出下降；但由于一线城市限购，过去地产商在一线城市购地较少而在三线城市购地过多，目前的结果是结构分化——一线城市价格上涨，而三线城市购买能力不足、移民人口缺乏，销售形势并不乐观，价格出现滞胀。因此，13年的房地产投资会呈现逆转，一线城市加快，二三线城市减速，两者综合考虑，投资会增长，但是不会太强烈。针对新型城镇化对于投资的拉动，他表示了谨慎：基于工业化已经处于高速发展的后期阶段，劳动力人口已经达到峰值，因此以工业化为依托的传

统城镇化增速可能步入到一个相对价低的阶段，而新型城镇化的本质是农业已经转移人口的市民化，这意味着政府非投资性支出的增加。

对于产能投资，他认为中长期可能面临下行的风险。2004年至2011年，产能投资持续超过了工业销售收入，年化超越5.3个百分点，表明投资效率和产能利用率都在持续下降，在财务报表上表现为总资产收益率的持续下降，而要加大杠杆以阻止这种下降，目前企业的负债率水平又在高位。自2011年以来产能投资增速的下降一直持续，截至去年底累计增速已经接近于历史最低点——22%，即使这个最低的增速也易跌难涨。

去年9、10月份以来，去库存的结束投资带动了经济的企稳。长期以来，我国企业库存的增长速度始终高于销售收入的增长速度，但是从去年的9月份可以清楚地看到，库存增速开始低于销售增速，至12月份工业销售的同比增长达到15%，而库存同比仅为8%。展望未来，从全球来看，13年的经济形势相比11年—12年要相对稳定，大宗商品的价格形势可以谨慎乐观，因此生产资料价格不会下跌，因此主动补库存的可能性是存在的。我们知道，被动库存是有生产而没有销售，成本已经计入而销售回款缺乏，往往此时又伴随着价格的下跌，因此，企业利润会大幅度下滑。13年发生的情况正好相反，企业利润的增长会超越生产端的增速。从



逻辑和实证的分析都表明，库存周期是企业利润的放大器。

从另外一个角度来看，统计数据显示，作为观察经济走向的一个重要指标，12年下半年需求端消费、投资、出口的名义值(加总)的增速始终快于生产端(以工业增加值替代)的增速。如果需求端保持这速度下去，生产端一定会缓慢上升的，底部已经出现了。

卫保川同时指出，从长期来看投资的恢复幅度不会太大，消费长期看好，出口存在一定不确定性，但相比2011年、

2012年，美国和欧洲的问题变得明朗和相对健康健康，2012年12月份的出口增长是符合逻辑的，所以出口会好一点。

市场走势，卫保川认为，保守地看，从去年12月初开始的行情，一直到2013年的一季度应当看好一点，全年也不存在趋势性的下跌。但从长期看，综合指数没有太大的空间。他分析，从长期看，经济增长空间不会太大，从今年的七点多到明年的八点多，超过8.5%较难，因此经济是一个持续的弱复苏。上市公司业绩增长速度在10%左右，这样的业绩增长不太可能推动一个大牛市的产生。但是由于经济坏不到哪里去，所以也跌不到哪里去，没有跌的空间，这时候会产生非常强烈的题材、成长这类股票的投资机会。

卫保川指出，决定股票估值的是流动性，也就是由此决定的利率水平。随着投资增速的长期放缓，利率短期走平，长期走低，稳健类的股票会获得很高的市盈率。他认为，宏观经济已经产生向下的一个大拐弯，随着投资高增长的结束，中国未来以重化工业为代表的资金密集型产业高速发展阶段结束，资金一定会大幅宽松，利率水平一定会大幅下降。低增长、缓慢降低的通胀、长期的低利率水平是未来大概率宏观搭配。投资增速降低、消费比重上升将会使不同的行业出现巨大增速差异，因此战略上做多消费类股票和不同行业中的好公司，结构性牛市以后会展开。

泰达宏利基金经理吴俊峰 二季度后市场将回归现实

在“梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”齐鲁证券济南专场上，泰达宏利基金管理有限公司基金经理吴俊峰与投资者分享了他的投资心得及对今年经济和市场的看法。

一是从股票价格和估值水平成正比、与市场无风险利率成反比的原理预测，今年利率水平将持续下降，而企业盈利增长和去年差不多，今年市场将是微弱好转态势，行情好于2012年，但不具备市场反转、大牛市启动的条件。

他认为，经济在去年四季度出现0.5个百分点的增速反弹，但不是新景气周期的启动。从美国经典的经济周期规律来看，经济复苏的情况是企业库存大幅降低，固定资产大面积淘汰，企业裁员，财务逐渐去杠杆化，最终企业手里握有大把现金，随着经济好转开始重新招聘人员，加大财务杠杆，进行投资。中国目前不是如此，尽管需求复苏，但生产依旧低迷。

今年上半年经济的好转是库存周期的恢复，而不是新周期的启动。主要原因是大量过剩的产能尚未被淘汰，对产能过剩行业尤其不要抱太大预期。还有更为关键的一点是，整个社会企业财务费用率较高，在高财务费用率情况下无法期待企业通过负债继续扩张产能。

二是税制和产能过剩问题决定了经济宏观与微观走势背离的情况长期存在。吴俊峰表示，尽管宏观上已经有回暖迹象，但从企业盈利情况来考察，上市公司盈利能力没有得到好转，宏观环境向好，而微观还在继续恶化，这种宏观与微观背离的根源是中国税制问题。若制度不变，宏观和微观走势上

的背离还将持续下去。

三是短期内市场走势的看法，多年来A股市场一季度上涨是大概率事件，这和基本面无关，主要是因为投资者风险偏好产生，同时是数据真空期，每年一季度都是强周期股票和题材股、高送转等概念被炒作，到二季度，各种数据出炉后，市场将回归正常运行轨道。

第四点是未来市场在于结构性机会。他预计，中国经济未来几年潜在增速呈下降趋势，这种经济结构下，政策上所提出的收入倍增计划、新型城镇化等政策，方向就是提高居民收入，必然带动消费水平提高，医疗保健水平提高，大量的投资机会存在于与消费相关的领域。

(文/钱秋臣 康书伟)

