



# 开启转型时代的投资新思维



## “梦想的力量·梦之蓝 中证金牛会”走进济南

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在更高层面上提供资本市场服务的基础和条件。

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多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



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。

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的数质量级；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，新医改步入深水区需要财政后盾支持机制创新，保障房今年也会以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、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に有把握的基本判断。

#### 长期仍需配套改革

尽管短期经济无忧，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完成好？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问题。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，很多政府管理部門的实权环节上，动不动就落回原来的思维定式，使政府在调控中，很多场合看得见的手成为有误操作，是变成了闲不住的手，很多动作是多余动作，甚至是产生负面影响的动作。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在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。

贾康最终总结，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，这是我们应当有的历史担当，是实现民族复兴中国梦必然要解决的历史任务。

### 中国证券报首席经济学家卫保川 周期有机会 消费将长牛



城镇化增速可能步入到一个相对较低的阶段，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

过5.3个百分点，表明投资效率和产能利

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

未来大概率的宏观搭配。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。

### 齐鲁证券研究所副所长、首席策略分析师张治 价值中枢下沉 按图索骥配置资产

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

证券公司集团，具备了为政府和企业在更高层面上提供资本市场服务的基础和条件。他介绍，公司去年做了18支企业债权，成交金额达220多亿元，位列行业排名第9位，公司拥有证券交易业务、股权质押融资业务，为客户提供融资服务。

钟金龙表示，希望以承办此次投资论坛为契机，与广大企业投资者进一步加强交流，深化合作，互利共赢，共同创造美好的未来。

### 齐鲁证券农林牧渔业分析师胡彦超 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，

齐鲁证券农林牧渔业分析师胡彦超表示，相对于其他行业来说，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的投资机会。

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做

重点；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近完成接轨，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

小工农农地的差距，可能促

发农业生产和服务的规模化、集约化

发展；二是钢铁、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

存出现甩卖去库存的现象；第三个可能是服装。

四是政府投资，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。

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

存出现甩卖去库存的现象；第

三个有可能是服装。四是政府

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。

胡彦超表示，规模养殖户对

饲料提出新的需求，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