

# “僵尸股”或绝地反击

经济数据持续向好,四季度经济增长能否提速?市场反弹能否升级?十八届三中全会能否成为行情分水岭?本周财经圆桌邀请瑞银中国区首席经济学家汪涛、平安证券财富管理首席策略分析师罗晓鸣和中信建投高级投顾张益三位嘉宾,就此展开讨论。

## 经济增长或减弱

**中国证券报:** 近期公布的一系列数据显示经济持续回暖,三季度经济增长或好于预期,四季度经济增长态势如何?会否提速?  
**汪涛:** 鉴于工业生产增长强于预期,我们将三季度和2013年GDP增长预测从7.5%分别上调至7.7%和7.6%。随着6月以来信贷增速放缓的影响逐步体现以及补库存势头见顶,我们预计四季度经济增长势头将有所减弱。除了出口增长改善,受益于当月较宽松的信贷条件,8月内需也在基础设施投资和制造业投资的带动下进一步走强。房地产销售面积同比继续增长10%,但新开工面积大幅下滑,我们仍然认为房地产建设活动将会温和复苏(全年新开工面积增长5%左右)。除了需求好转,补库存也帮助推动工业生产同比增长10.4%,增速创17个月新高。PPI跌幅收窄应该会支撑企业盈利,同时CPI保持温和增长意味着未来几个月货币政策不太可能收紧。

市场的普遍预期之中。上半年我国的GDP增长为7.6%,已经逼近政府之前制订的7.5%的目标,这个增长速度在我国改革开放以后不属于很低的水平。

目前我国城市化率为52%,与国际公认的70%水平仍有很大差距,因此我国经济至少在未来10年-20年内仍具有保持高速增长潜力。这意味着,如果政府想提高GDP完全有手段可用。当前低水平的GDP既是经济周期的内在要求,也是政府顺应经济规律主动调降的结果。这个过程比较漫长,目前看远未调整到位。预计未来几年我国经济增长都将保持7.5%左右水平,投资者不必过度关注GDP的正常波动。

从2007年以来我国股市已经下跌6年,时间上已经超过A股历史上任何一次熊市。从走势看,上证指数已经形成一个双底形态,深圳综指近两年的走势构成头肩底形态,而近期已经突破颈线,创业板指数创自设立以来的历史新高。显然,A股市场可能已经悄悄步入牛市,预计四季度将会继续上行,上证指数有望站到2400点以上。

**张益:** 近期经济数据显示,经济复苏迹象明显,加上下半年诸多新政策出台,使得经济运行预期进一步乐观,加上美联储QE未做出缩减额度的决定,这对行情的发展是有利的。展望四季度,我个人认为先扬后抑的概率较高,前半段较乐观,后半段受年底资金面压力影响,走势相对弱一些。

**中国证券报:** 从各大机构最新发布的策略报告看,十八届三中全会或成为行情分水岭。多方认为,改革红利的逐步兑现将有效激活大盘,市场反弹有望进入第二阶段,而空方则认为,自贸区、土地流转等概念已提前反应,需防范靴子落地风险,市场反弹

空间不大。您支持多方还是空方?

**罗晓鸣:** 今年以来我们确实看到新一届政府大手笔改革的决心,但改革对我国经济的影响不可能立竿见影,而是缓慢释放的过程,其中可能还有反复。而我国股市是一个资金推动型市场,股市表现为较强的周期性规律,今年以来市场稳步回升是市场本身经过多年熊市之后,内在已经到了转势的时间之窗。因此,今年市场的良好表现是市场内在趋势本身、市场环境改善以及政策期待共同作用的结果。今年市场的良好表现已经不是简单的反弹,很可能是牛市。

**张益:** 我比较支持空方的观点。从目前市场来看,围绕着三中全会的改革红利预期的个股、板块行情正在如火如荼地展开中,不少个股短期内涨幅惊人,这明显是一种提前炒作,把想象空间发挥到极致,等靴子落地,起码会出现一个较大的分化,其中的风险不可小觑。

## “僵尸股”有望绝地反击

**中国证券报:** 7月以来,金融改革指数累计上涨31.96%,连续三个月大涨,成为主题投资中的亮点。随着十八届三中全会召开日期临近,市场将聚焦“改革红利”,金融改革概念有望成为重要看点。后市金融概念股能否持续发酵?

**罗晓鸣:** 不是因为有了热点才有今年的行情,而是有了行情才有这些热点。今年以来市场热点很多,金融改革概念只是其中之一,还不是最强的概念板块。这些热点得到市场反复炒作,并非仅仅因为这些题材有多大的想象空间,更主要是因为市场本身已积累了巨大的反弹能量,而这些题材成为能量释放的催化剂。可以预期,随着行情深入,各个板块



瑞银中国区首席经济学家 汪涛 | 平安证券财富管理首席策略分析师 罗晓鸣 | 中信建投高级投顾 张益

## 将根据不同的特点找到自己的催化剂

将根据不同的特点找到自己的催化剂题材,展开各自的牛市,这也就是A股市场牛市展开的典型模式。

**张益:** 金融改革给市场提供的想象空间非常大,金改放开,对新进入者是一个较大的机会,这是近期民营银行等金改行情演绎的逻辑。短期看,由于相关政策未发布,市场对这一概念股还会延续热炒惯性,而一旦相关政策明朗并公布,则风险会有一个集中释放的过程,投资者一定要注意节奏,防范风险。

## 中国证券报:10月市场如何操作?看好哪些品种?

**罗晓鸣:** 经过6月大跌之后,大盘稳步回升,主要指数都形成

## 了比较标准的上行通道

了比较标准的上行通道。9月12日上证指数在触及其上升通道上轨后开始回落,而目前这个上升通道的下轨在2120点附近,这对大盘构成强有力的支撑。预计10月份很可能在2130点附近止跌,之后逐步回升,高点有望见到2300点左右,而个股将保持活跃,热点继续扩散。

近一个多月来突然崛起的概念股,无论是自贸、金改还是民营银行等都有一个共同特点,就是这些股经过长期下跌,价值低估,做空动力枯竭,但没有人关注,长期低迷,市场称之为“僵尸”股。这类股筹码分散,一旦有点题材,有增量资金介入就很容易引起跟风盘追涨而大幅反弹。

## 目前这类板块还有不少,如商业零售板块等

目前这类板块还有不少,如商业零售板块等。  
**张益:** 10月行情有几个重要因素影响:一是IPO重启时间之窗是否打开,二是三季度季报业绩的公布。因此,操作策略上要围绕这两个因素来展开,三季度业绩炒作在9月底就已经开始,主要是以预增股的提前炒作为主,这一主线将随着10月的到来逐步展开,然后逐渐趋弱;而IPO重启因素需要密切关注,主要是重启方式是否有大的变化,近期有传言将重启市值配售申购的传闻,如果属实的话,一些低市盈率的蓝筹股和业绩稳定的医药股会成为主流资金增配的品种,对这两个品种可重点关注。

## 债市迎配置机会

中债之债

大摩华鑫基金管理公司

受6月末“钱荒”冲击,国内债券市场借机迎来一波猛烈调整。截至9月18日,中债长期债券净价(总值)指数相比6月末下跌幅度达6.91%。本轮债券市场调整的主要特点是利率品种收益率快速上行,并且以长期为甚。十年期国债收益率由6月末的3.5125%上升至3.9851%,上行47BP,9月13日更是创出近两年的新高4.1406%;对于信用品种来说,收益率虽然也跟随利率品种上行,但是信用利差反而下降,同时受宏观经济下滑、产能过剩和外部评级下调等因素影响,高企的信用风险也引发了一轮高收益债调整高峰。

本轮债券市场调整,一方面是受资金面影响,债券市场的主力机构面临去杠杆和期限错配等压力,另一方面是进入三季度末,PPI、PMI等经济数据好于预期,引发市场逐步扭转经济下滑预期。市场对三季度和四季度经济较为乐观,权益类资产走出一波力度强劲的反弹行情,7月1日至9月18日上证指数反弹幅度达10.74%。此外,由于银行等金融机构逐渐高企的成本压力,利率品种原来收益率的吸引力已大不如前,主力机构的配置需求大打折扣。

在本轮调整中,虽然利率债和信用债均受不同程度影响,以它们为主要投资标的的债券基金净值也大幅下跌,但债券基金的另一投资标的——可转债却异军突起,在三季度表现抢眼。6月末至9月18日,中标可转债指数整体上涨3.33%,值得注意的是,重工转债自9月11日复牌至9月18日,上涨幅度达20.74%,期间最高涨幅达33.4%。受转债上涨带动,市场上部分债券基金净值快速提升,为基金持有人带来不菲收益,基金经理的资产配置能力和选券能力将成为三季度债券基金业绩排名的决定性因素。

展望四季度,在经历“钱荒”洗礼后,银行等金融机构逐步改善资产与负债的期限结构,期限错配得到一定程度优化,三季度末的资金缺口或将大幅好转,原先预期季末资金面紧张的情绪亦有良好转,再加上受美联储QE退出计划延后影响,长端利率品种的收益率对于配置机构来说已具备相当吸引力,或引发利率品种的配置机会。可转债品种中则会主要取决于权益市场走势,在十八届三中全会召开前,我们认为可转债债市仍具有不错配置价值。而信用品种的配置机会,或许在一级市场供给充分释放之后。

## 4G当前”该向”后”看

本报记者 傅嘉

随着四季度临近,我国通信市场将进入4G时代。这不仅是通信行业一次技术更新换代升级,也是新一轮投资机会的兴起。从资本市场的角度出发,在4G临近的当下,眼光更应该适度向产业链后端聚焦。当前基站建设的预期已经在资本市场得到体现,后期热点有望延伸至网络优化和IT支撑等领域。

## 聚焦产业链后端

工信部部长苗圩近日在参观中国国际通信展期间对外界表示,4G牌照将于今年年底正式发放,由于前期国务院公布促进信息消费的若干举措时曾表示将推进年内发放4G牌照,此次表态可谓给市场吃下一颗定心丸。

中移动最新数据显示,目前4G网络已基本实现了16个试点城市、2万个基站的建设目标,到今年底将进一步覆盖到100个城市,建设完成20万个基站,采购100万部终端。业内也有多家4G终端通过工信部入网检测,其中不乏三星苹果等知名品牌。

分析人士表示,4G产业目前正处于万事俱备只欠东风状态,虽然市场对牌照的尽快发放已成共识,但随着时间点临近,业内对通信板块的热度正在逐渐升温。

一般来说,新一代通信系统建设如4G网络要经历规划设计、基站建设、网络优化、IT支撑等过程。正是由于通信网络建设具有一定的顺序性,因此规划设计、射频器件、基站主设备和传输主设备等子行业属于早周期



新华社图片

行业,而网络优化、IT支撑等子行业属于后周期行业。

分析人士表示,4G时代来临,虽然短期内提升整个板块的热情,但从资本市场的炒作逻辑分析,4G当前,对产业链的关注应当适度后移。目前规划设计阶段已经过去,基站建设的预期也被充分释放,网络优化和IT支撑有望成为4G板块中的新热点。

## 策略的多重逻辑

就4G行业来说,产业链前端的厂商随着4G应用时代的来临,投资的边际效应将逐步递减。这主要是由于前期二级市场反应已经包含了对4G行业投资的红利因素。而从产业链常识来看,尽管后期该类

方面运营商为避免投资浪费减少2G/3G资本开支。

随着4G产业商用时代的来临,这一细分行业的周期拐点已渐渐临近。分析人士预计2014年-2015年网优市场规模达216亿元和280亿元,同比增长41%和30%,网优行业将重返高速增长,预计行业将在明年2季度开始释放业绩。

## 策略的多重逻辑

就4G行业来说,产业链前端的厂商随着4G应用时代的来临,投资的边际效应将逐步递减。这主要是由于前期二级市场反应已经包含了对4G行业投资的红利因素。而从产业链常识来看,尽管后期该类

公司面临的大环境依然乐观,但其市场增量将逐步告别爆发式增长。

4G后端市场则完全相反。由于业绩承压和盈利模式不明确,且行业整合方向并不明朗,4G后端上市公司市场关注度普遍较低。回溯历史,网优上市公司业绩在2009年受益于3G网络投资出现爆发式增长,但从2011年开始其业绩逐季下滑,2013年1季度网优上市公司收入同比增长4%,净利润同比下滑72%。2013年中报业绩依然不理想,有4家公司甚至出现亏损情况,可以说网优行业的业绩已到最低点。

## 策略的多重逻辑

当前对4G行业的热点向后端转移是大概率事件,首先是业

## 许维鸿

A股市场对美联储继续维持量化宽松政策的热情,仅仅持续了一个交易日;相反,如果仔细观察资金的动向就不难发现,投资者对上海自贸区题材的持续关注和深入研究,其所带来的投资机会将继续发酵。

不夸张地说,新一届政府对自贸区政策的期待,绝不仅仅是划出一块地、吸引外国投资、拉动GDP这么简单。在我看来,这是中国经济“再开放”的契机,而且是更高层次、更广阔地域、更具内涵的“再开放”。

拿A股市场来说,上海自贸区题材最初的炒作,就是围绕区内和周边房地产的开发,这也是过去三十年改革开放中,各种开发区、保税区题材反复被印证的模式。因此,只有其后市场转向金融相关受益股的时候,自贸区题材开始得到真正的挖掘,也是更大的挖掘。

金融是现代经济的轴心和灵魂,自贸区的建设离不开现代金融体系的支撑,中国经济再开放更离不开现代金融体系的保驾护航。过去三十年,中国经济用最快速度完成了增量资产货币化“进程,依靠的是以“中农工建”为代表的国有商业银行体系。未来三十年,中国经济要想再上一个台阶,只能通过存量资产证券化来完成,所依靠的更多是现代投资银行的功能。在这个意义上,自贸区引入国外领先的投行,很大程度上是倒逼中国金融业混业经营的改革。

从基础的离岸银行业务来讲,当前的中国银行业普遍缺乏对国际市场接轨,如果没有“跟随客户”的策略,中国现有商业银行机构“走出去、再学习”的成本太高。而上海自贸区未来“地处理内、业务离岸、对手多元”的优势,可以营造一个国际金融平台的氛围,从而激发国内银行开展诸如人民币可兑换、离岸人民币衍生品、跨国企业本外币一体化等服务的热情。

再有就是中国金融业投融资和理财服务的升级。很多人总是希望能尽量不引入或者晚引入国际投资银行,给我们自己的金融机构多一些时间成长。这种典型的“父爱主义”,某种意义上限制了我国投资服务业的发展——看看我们现在处境尴尬的公募基金行业,特别是那些中外合资的公募基金,由于缺乏多样化的投资标的和金融衍生工具,所谓的“专家理财”,已经成为一种类似“中国男足”的笑柄。

从欧美发达国家金融业发展路径来看,投资银行是不同于商业银行的业态属性,其批发银行特征的投融资业务以及资产管理业务,都是中国金融业急需补课的领域。中国经济再开放的金融挑战,绝对不是让已经体量巨大的工商银行再增肥N倍,而是要让这些商业银行通过存量资产证券化来盘活资产,瘦身减重”以化解系统性金融风险,这就必须仰仗投资银行的职能,这也是为什么A股投资者对自贸区相关的券商股高涨的原因。

当然,借力自贸区的中国经济再开放,除了对外资银行开放外,还应该对民营资本开放,对广大西部地区开放。虽然我不看好江浙一带鼓励民营资本纯粹零起点、自办商业银行的前景,但是民营资本在占用资本金相对较少、更需服务技术含量、更需了解客户风险的投资银行领域,必然大有可为。以现在风起云涌的民间第三理财财为例,我认为中国经济的再开放,完全可以将其阳光化,纳入现有的监管范畴。

最后,不得不说的就是西部地区的再开放,这也应该是中国经济再上一个台阶的重要引擎。很多市场传言说自贸区政策除了上海,也将在西部实施,从逻辑上讲这绝不是空穴来风。西部地区的自然生态系统脆弱,如果还是像东南沿海改革开放初期那样,以牺牲环境为代价发展重工业,拉升GDP,其结果将不堪设想。因此,以“丝绸之路经济带”为契机,打造西部高层次开放金融,中国经济的再开放必将惠及全球。