

财经圆桌

# “经济因素”暂交权

# 改革慢牛酝酿中

十八届三中全会临近，市场迎来关键“转折期”。经济小幅波动，对市场影响的边际效应递减，而改革将成为决定市场走向的最关键因素。国泰君安证券首席策略分析师时伟翔表示，转型慢牛已经启程，新兴行业将快速成长；海通证券首席宏观分析师姜超指出，三中全会更多的是出台纲领性文件，短期内难以真正落实；万联证券研究所所长傅子恒更坦言，创业板系统性牛市不可持续，未来分化在所难免。

## 经济或施压股债

**中国证券报：**今年以来，市场两次反弹都伴随着经济短期企稳回升；进入11月份，经济反弹的验证期又将来临，如何看待四季度经济运行情况？经济基本面有无失速风险？对股债的影响如何？

**姜超：**三季度投资的回升主要依靠制造业扩产能，但过剩产能会增加产品供给，使供需形势恶化，体现为10月份以来工业品价格的再度回落，影响后续企业生产动力。从10月份发电、钢铁产量增速等微观指标观察，已比9月明显回落，这意味着经济反弹已基本结束，四季度经济回落是大概率事件。

未来我们认为有两大风险值得关注。首先，经济整体的金融风险继续上升，由于稳增长依靠投资加杠杆，我们统计三季度中国经济的整体负债/GDP将继续上升至290%，其中企业、居民和政府部门仍在加杠杆。其次，资金成本的持续上升也将成为风险点。由于稳增长依靠投资扩张，意味着融资需求高涨；而调结构去杠杆降低了金融机构的资金供给，使得资金供需产生矛盾，并被利率市场化所激化，这体现为三季度以来各类中长期融资利率的迭创新高。而且央行最新发布了LPR（贷款基础利率），意味着从货币利率到贷款利率的传导将更加顺畅。按照三季度以来债券利率的上升幅度，贷款利率相当于加息3次以上，利率的高企会压制投资和消费需求，尤其可能刺破地产泡沫，这将是未来股市和债市的最大风险点。

**时伟翔：**从上证指数的走势来看，年初到现在呈微跌状态，但创业板指数却走出独牛格局。整体来看，我们认为经济持续上升值得密切关注。过去货币利率和经济、通胀走势密切相关，但今年通胀走势温和，而利率大幅飙升，这意味着影响利率的因素更加复杂，其中利率市场化下金融机构的逆向选择有重要影响。过去由于存贷比的约束，金融机构有部分资产必须配置在货币市场，这部分投资收益低但风险也低。目前利率市场化竞争加剧，为了转嫁不断上升的资金成本，金融机构竞相转向表外的非标业务，而抛弃低收益的安全资产，这使得作为洼地的货币市场利率不断抬升。这意味着除非与非标资产对应的平台、地产融资等高收益基础消失或者金融机构行为发生变化，否则货币利率依然难以下降。

**时伟翔：**从未来一个季度看，影响市场的风险点在于改革路径明确带来的预期调整，房地产长效机制、金融改革创新、区域新发展战略、过剩行业治理等，都将使得资本市场对流动性、通胀、投资等宏观变量产生阶段性的预期改变。

从微观层面来看，上市公司盈利变化，尤其是高估值小盘公司的业绩将令创业板波动加大。央行政策在总量上一直保持节奏，没有明显的松紧变化。在资金流动性市场上，投资者以央行操作来看待政策趋势。整体来看，这种情景仍将维持。在经历钱荒冲击后，其对股票市场中长期趋势影响将边际递减。

**傅子恒：**我们认为，市场风险源于以下几个方面：一是宏观经济数据低于预期；二是炒高个股的“题材”支撑因素消失或者弱化，如年报业绩不达预期、成长性受阻带来的个股风险；三是源于政策预期的结构性调整，这种预期此消彼涨，“炒”下去的题材将对此前热炒的板块与个股形成冲击。

货币政策因素方面，经济增长与物价表现处在可控范围内，预计四季度仍将延续“稳中偏紧”的基调，不过也不会出现流动性全面紧张局面，因此预期会保持基本稳定。总体来看，货币政策对行情的影响逐渐趋于中性。

## 创业板未来将分化

**中国证券报：**改革预期正从朦胧走向明朗，如何看待所谓的改革红利？其对股市的影响是仅局限在相关概念的炒作还是意味着一轮转型慢牛行情即将开启？

**姜超：**由于投资、廉价劳动力等传统驱动力的衰竭，未来增长必须转向创新、人力资本和制度变革等新动力，因而资本市场对改革寄予厚望。十八

万联证券研究所所长  
傅子恒

主持人：魏静

届三中全会即将召开，从此前国研中心公布的“383”改革方案看，在土地、财税金融和国企改革等重要领域都有大胆突破。如果这一预期能够兑现落实，将对中国经济转向可持续增长产生极大提振。但由于改革涉及巨大利益再分配，我们认为三中全会将改革更多的是出台纲领性文件，难以在短期内真正落实，未来将先易后难逐步推进。

**时伟翔：**本轮改革红利是助推经济效率的提升，其特征是中坚企业的崛起，这意味着传统蓝筹公司的经营创新。同时，改革是对经济结构的调整，新兴行业将快速成长。从股市节奏看，先反应结构调整预期的小盘风格将占优，再反应中坚企业模式创新的效率提升。本轮结构性

牛市自去年已经开始，未来助推效率提升的中坚企业将继续彰显价值。

**傅子恒：**在宏观经济复苏预期没有太多想象空间的背景下，预计四季度场内资金仍将围绕政策因素展开对板块热点的创造与追逐，但情况可能会有所不同。具体来看，四季度热点可能集中于以下方面：一是此前没有预期但政策最终出台或有预期但股价未被充分挖掘的板块个股；二是政策扶持力度较大的朝阳产业，此类股票依然具备想象空间；三是各类因素驱动的业绩真实成长个股，如朝阳行业、重组推动等。总体而言，四季度依然是“结构性”行情，系统性机会不多。

**中国证券报：**从市场结构来看，尽管以创业板为主的成

长股，近来遭遇了获利了结的集中打击，但市场似乎并未完全摒弃这一群体。中期创业板有无翻盘机会？转型期的成长股牛市有无继续演绎的基础？

**时伟翔：**本轮创业板行情的背景是经济结构转型，公司的挑选有着明确的行业背景。中期来看，这种趋势仍将维持。本轮创业板牛市也是由结构性个股所带动，在经济稳定增长的基础上，这种机会仍将存在。

**傅子恒：**四季度，创业板系统性走牛已不可持续，估值回归已不可避免，但成长性个股仍将有表现机会。从行业角度来看，大气污染治理、金融IT、生物医药、新能源、高端装备制造、消费服务等细分行业中的成长股，仍有望得到资金追逐而走出独立行情。

事实上，今年创业板指数的上涨很大程度并非业绩带动，而是由估值提升带来的。去年11月末其静态市盈率是28.9倍，目前为55倍，估值提升了90%，与期间指数的涨幅104%十分接近。

今年应该是创业板推出以来最风光、最受关注的一年，其原因是多方面的。其一，新股停发，即使创业板面临前所未有的解禁潮，但毕竟筹码有限，在一定程度上处于供不应求的状态；其二，主流资金基本上看淡传统行业的大盘周期股，大量资金亟须寻找盈利点；其三，国家政策力促经济转型，各类新兴产业、朝阳产业受到全力扶持，而创业板的行业属性正好迎合了市场需求。

站在目前这个时点看，有利于创业板的后两个因素依然存在，不过，第一个因素却已发生根本性变化。尽管IPO重启一波三折，但恢复市场融资能力是大势所趋，年底或年初开启新股发行的可能性非常大。一旦新股供应开闸，则原有的创业板筹码不再是香饽饽，特别是IPO恢复后的初期，新股质地必然很好，更会稀释原有创业板个股的炒作价值。

简言之，估值泡沫过大、新股供应即将恢复两个因素直击创业板要害，创业板指数不可避免地将经历漫长的价值回归。

尽管笔者看淡创业板指数的未来表现，但相信其中的个股仍将有异彩纷呈的表现。最主要的原因就是经济政策改革的宏观环境将不断改善中小企业的发展处境，像破除国企垄断、金融服务市场化都正进入攻坚阶段。或许前景不会很顺利，但毕竟突破一分，便是中小企业的分水岭。像移动转售、互联网金融对旧有垄断企业的冲击微乎其微，但终将为善于把握机会的中小企业带来新的盈利空间。

另一个重要原因则是在经济转型、鼓励新兴产业发展的背景下，大型企业船大掉头，往往束缚于原有的周期性行业中，业绩低迷而无法自拔，而长期以来耕耘于细分领域的中小企业则能迅速把握市场先机，像传媒、数字城市、电动汽车、环保、医疗设备等众多新兴领域的爆发式增长都将带来广阔的蓝海。

当然，优秀的中小企业毕竟是极少数。因此，对于创业板，投资者完全可以轻指数而重个股。事实上，在创业板整体业绩表现不利的背后，我们仍可关注到一些业绩优良的公司。例如，在现有的355家上市公司中，共有18家公司连续4年（2010年、2011年、2012年及今年前三季度）实现30%以上的利润增长。如果将标准放宽至增长25%，则入围公司增加至23家。对于类似这样的一些优质股票，如果基于行业前景判断其增长趋势不会改变，则一旦价格回归至合理水平，其投资价值仍将重新体现。

此外，在制度红利不断释放的当前，投资者除了关注现有的持续高成长个股，更应该紧跟政策节奏，寻找因政策调整而显现广阔发展空间的行业机会。

# 利率品种配置 机会再现

□大摩华鑫基金公司 李锋

上周央行公布的9月金融机构人民币信贷数据显示，9月末外汇占款达到27.52万亿元，较上月增加1264亿元，连续两月实现正增长，这也是自今年5月以来首次突破千亿元并创下5月份以来的新高。9月外汇占款明显改善，加之美国10月QE退出延后导致的资金外流决心减少，因此央行上周暂停逆回购操作，加上逆回购到期580亿元以及国库现金400亿元到期，上周央行共计净回笼资金980亿元。另外，叠加10月份财政缴款、月末临近等因素，上周资金面有较大幅度波动，资金回购利率大幅飙升，其中隔夜回购利率一度升至10%以上，7天回购利率也飙升至5%以上。

受此影响，上周股债双杀，债市更是哀鸿遍野，10年期国债收益率达到4.2%，创5年以来新高，5年期政策性金融债利率也突破5%，创出了近年来新高。资金面紧张固然是债市调整的因素之一，但是长端收益率本次调整幅度之大，却远远超出市场投资者的预期。而在利率品种收益率大幅飙升之际，信用利差不升反降，以往的投资逻辑已经被颠覆。

分析当前的基本面状况，首先，10月份汇丰PMI预览值、产出、新订单和就业指数均创下7个月以来新高，虽

□中证之声

# 农地流转困局待破解

□本报记者 任明杰

在资本市场土地流转概念热度不减的同时，土地流转在现实中也在不断推进，特别是农地流转已引起越来越多上市公司的关注。但是，由于资金扶持不到位，企业在土地流转过程中背负巨大成本，有待加强资金方面的扶持。

## 土地流转概念再起波澜

日前，国务院发展研究中心首次向社会公开其为十八届三中全会提交的“383”改革方案总报告全文。其中，土地制度成为八个重点改革领域之一，深化土地制度改革、集体土地入市交易成为三大改革突破口之一。受此利好刺激下，北大荒、海南橡胶、亚盛集团、辉隆股份等土地流转概念股纷纷上涨。

抛开概念炒作不谈，土地流转的实质利好已引起相关上市公司关注，特别是对仍处于试点阶段的集体建设用地流转而言，农用地的流转时机已经成熟，地方性的鼓励扶持政策也成遍地开花之势，而相对于今年中央一号文件明确提出“鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民合作社流转，发展多种形式的适度规模经营”，很多地方的政策优惠已经扩及到农业龙头企业，相关上市公司也有望从中直接受益。

近日，威海市出台《威海市2013年农村土地承包经营权流转财政奖补资金管理使用意见》，支持规模化农村土地承包经营权流转。《意见》指出，政策

奖补对象为流入农村土地承包经营权的农业龙头企业、农民专业合作社、家庭农场、专业大户等农业规模经营主体及当年新增连片流转较大的村。

《意见》对符合扶持条件的农业规模经营主体采取“以奖代补”的方式，按土地承包经营权流入面积给予一次性奖励。目前，市财政已安排300万元财政资金，这也是威海市首次对符合条件的流转主体或组织进行政策奖励。

土地流转将促进集约化、规模化、机械化、标准化的“四化”建设，并将利好农业机械、种业、饲料、化肥等板块的上市公司，而土地流转已经引起众多上市公司的关注。

## 如何实现双赢成难题

从理论上来说，土地流转一方面能够把农民从土地中解放出来，加快农民向二三产业转移，提高农民收入；另一方面可以加快企业的集约化经营，降低生产成本，提高生产效率，创造一个双赢的结局。但在现实中，由于相关扶持政策和资金配套不到位，很多企业在土地流转的过程中背负了大量的成本，土地流转积极性并不像想象中得那么高。

在全国最大的杂交玉米制种基地甘肃省张掖市，登海种业、隆平高科、万向德农等各大种业上市公司云集，记者从一份市经管站2011年土地流转调查表上发现，有土地流转意向的企业不在少数，其中不乏上市公司的身影。但是，两年过去了，除了中种集团和奥瑞金种业进行了

大规模的土地流转之外，各大上市公司仍处于观望阶段。笔者了解到，成本太高成为各大种业上市公司不敢涉足的一大原因。

记者在当地调研时发现，土地流转之后，农民在取得转让金收入的同时还可以通过给企业打工再获得一份收入，每亩收入比原来提高了300多元，农民对土地流转的积极性越来越高。但是，中种集团和奥瑞金的实践却说明，企业在土地流转之后却背负了巨大的压力，其他公司也纷纷望而却步。

应该说，土地流转只是第一步，在土地流转后，还要进行土

# 光大永明投资连结保险 投资单位价格公告

本次评估日期：2013年10月24日至2013年10月30日

投资账户名称	10月24日	10月25日	10月28日	10月29日	10月30日					
稳健型投资账户	买入价 1.7690	卖出价 1.7343	买入价 1.7662	卖出价 1.7316	买入价 1.7653	卖出价 1.7307	买入价 1.7659	卖出价 1.7313		
平衡型投资账户	买入价 1.8290	卖出价 1.7932	买入价 1.8114	卖出价 1.7759	买入价 1.8109	卖出价 1.7754	买入价 1.8059	卖出价 1.7705	买入价 1.8180	卖出价 1.7824
进取型投资账户	买入价 2.8946	卖出价 2.8378	买入价 2.8808	卖出价 2.8243	买入价 2.8694	卖出价 2.8131	买入价 2.8858	卖出价 2.8292	买入价 2.9314	卖出价 2.8739
指数量型投资账户	买入价 0.8239	卖出价 0.8077	买入价 0.8060	卖出价 0.7902	买入价 0.8004	卖出价 0.7847	买入价 0.8017	卖出价 0.7860	买入价 0.8143	卖出价 0.7983
货币市场投资账户	买入价 1.1919	卖出价 1.1685	买入价 1.1912	卖出价 1.1679	买入价 1.1916	卖出价 1.1682	买入价 1.1917	卖出价 1.1683	买入价 1.1917	卖出价 1.1683

光大永明人寿保险有限公司 全国统一咨询热线 Hotline: 95105698  
Sun Life Everbright Life Insurance Co., Ltd. www.sunlife-everbright.com



保资瞭望台

## 创业板向基本面回归

□张翔

自去年12月到今年9月，创业板指指数顶着投资者的质疑一路顽强上行，最大累计涨幅一度达到138%，其中不少个股更是涨幅惊人，动辄数倍上涨。但进入10月以来，随着三季报业绩的逐步明朗，创业板指数终于步入回调之路。

分析已公布的三季报可以看到，创业板公司整体业绩的惨淡表现，让人无法与其今年以来的疯狂走势联系起来。前三季度创业板整体净利润同比增幅仅有5%，完全配不上所谓高成长的标签。事实上，与第一季度1%的业绩增速和上半年2%的业绩增速相比，我们也看不出其成长能力有明显改善。

再来看看创业板历史业绩表现，2010年—2012年整体净利润增速分别为23.9%、8.1%和-7.5%。以上数据反映出两方面问题，一是很多创业板公司的高成长性只是昙花一现，二是随着创业板的不断扩容，不少质地平平的公司不断拉低了创业板的整体业绩表现。

从创业板盈利能力来看，则呈现缓慢下滑的态势。去年创业板整体销售毛利率为34.6%，今年第一季度为34.3%，中报为34.0%，而前三季度则为33.5%。

从以上描述的创业板财务状况可以看到，目前该板块55倍的市盈率静态，截至10月31日是得不到基本面支撑的。虽然创业板承载了投资者对伟大企业的梦想，但传媒、手游、环保、信息服务这些概念若不能转化成实实在在的利润，那高高在上的股价不过是吹大的一个泡泡而已。

事实上，今年创业板指数的上涨很大程度并非业绩带动，而是由估值提升带来的。去年11月末其静态市盈率是28.9倍，目前为55倍，估值提升了90%，与期间指数的涨幅104%十分接近。

今年应该是创业板推出以来最风光、最受关注的一年，其原因是多方面的。其一，新股停发，即使创业板面临前所未有的解禁潮，但毕竟筹码有限，在一定程度上处于供不应求的状态；其二，主流资金基本上看淡传统行业的大盘周期股，大量资金亟须寻找盈利点；其三，国家政策力促经济转型，各类新兴产业、朝阳产业受到全力扶持，而创业板的行业属性正好迎合了市场需求。

站在目前这个时点看，有利于创业板的后两个因素依然存在，不过，第一个因素却已发生根本性变化。尽管IPO重启一波三折，但恢复市场融资能力是大势所趋，年底或年初开启新股发行的可能性非常大。一旦新股供应开闸，则原有的创业板筹码不再是香饽饽，特别是IPO恢复后的初期，新股质地必然很好，更会稀释原有创业板个股的炒作价值。

简言之，估值泡沫过大、新股供应即将恢复两个因素直击创业板要害，创业板指数不可避免地将经历漫长的价值回归。

尽管笔者看淡创业板指数的未来表现，但相信其中的个股仍将有异彩纷呈的表现。最主要的原因就是经济政策改革的宏观环境将不断改善中小企业的发展处境，像破除国企垄断、金融服务市场化都正进入攻坚阶段。或许前景不会很顺利，但毕竟突破一分，便是中小企业的分水岭。像移动转售、互联网金融对旧有垄断企业的冲击微乎其微，但终将为善于把握机会的中小企业带来新的盈利空间。