

# 震荡筑底跨年 结构机会迎新

年底钱荒冲击A股，市场节节下挫。伴随明年1月新一年信贷投放期到来，A股能否企稳反弹？如何挖掘2014年投资主线？本周财经圆桌邀请瑞银中国区首席经济学家汪涛、金鹰稳健成长基金经理冯文光和宝盈基金宏观策略研究员程宾宾三位嘉宾，就此展开讨论。

## 寻找改革突破口

**中国证券报：**2014年中国经济力求在推进改革与稳增长之间寻求平衡，哪些领域有望成为改革突破口？对2014年经济增速有何预判？

**汪涛：**2014年政策将在推进改革与稳增长之间寻求平衡。中央经济工作会议提到要“努力实现经济发展质量和效益得到提高又不会带来后遗症的速度”和“着力防控债务风险”，这说明政府愿意容忍更低的GDP增速。不出意外，会议强调了要保持宏观政策“连续性”和“稳定性”，要求社会融资规模“合理”增长并提高直接融资比重。

更重要的是，会议明确了2014年改革的首要任务是推进那些方向明、见效快的改革。我们认为这类“较容易”的改革包括减少投资审批、向私人部门开放服务业、能源价格改革、继续扩大营改增、继续扩大养老金和医保覆盖范围，以及继续推进利率市场化和扩大人民币汇率交易区间。同时，城镇化会议传递出的基调也更加务实，将城镇化的首要任务设定是“促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化”。

我们认为，中央的这些明确指导方针会有助于抑制地方政府扩大房地产和基础设施建设的冲动。未来一年，全球需求推动的出口走强和国内消费持续改善，应该能够抵消固定资产投资（尤其是基础设施投资）增长放缓的影响，在这种情况下，我们维持2014年经济增长7.8%的预测。

## 延续震荡筑底趋势

**中国证券报：**由于对年底钱荒的担忧，进入12月中旬，A股下跌幅度惊心。本轮钱荒的冲击是否基本释放完毕？随着明年1月

新一年信贷投放期到来，A股市场能否企稳反弹？

**冯文光：**2014年宏观数据的中枢可能向下，政策区间将在上限防通胀、下限保就业中选择。由于政府对GDP增长目标的进一步降低，大规模投资的概率更小。资金面上，我们认为IPO带来的冲击不会很大，央行对于流动性的控制处于“紧平衡”状态，2013年下半年，对于出现银行停止房地产贷款的现象，央行并不急于放松银根，更多的是通过市场化操作，而且操作仅仅以对冲为目的，数量控制得很好。延续这个思路，2014年国内货币政策将稳中趋紧。

从估值看，横向比较全球市场的估值水平，目前上证综指静态PE绝对值以及各个大类指数的估值都处于历史较低水平，因此再度陷入系统性下跌的风险不大。总的来看，明年将难有大的系统性机会，大盘或将延续震荡筑底的趋势，投资仍看结构性机会。

**程宾宾：**2013年我们已经经历了多次流动性危机。其根源在于过度繁荣的融资需求，而同业影子银行将此类需求的影响无保留地传递至社会总体流动性上，并造成了金融系统的脆弱性和今年的流动性危机。年底钱荒基本告一段落，但是2014年1季度之后，可能会再度出现信用风险。考虑到存款保险等制度未建立，信用风险若全面扩散会产生连锁反应，违背宏观托底、总体稳定的基调。因此，信用风险全面爆发的可能性不大。但局部、个别信用事件的发生是难免的，其起源可能是某些行业或类别的负债出现偿付风险，其结束可能以某些中小金融机构出现清算为标志。

需要注意的是，信用风险爆发的初期可能会引起系统性恐慌，但是放在经济转型的大背景下来看，这只是经济、金融向更

健康的层级跃升的一个小浪花，我们将经历的是凤凰浴火重生而不是摧枯拉朽式的破坏。信用风险的爆发不是目的，金融资产的重配、利率真正市场化才是目的。之后，我们将看到无风险利率中枢下移、风险溢价补偿的下降，这些都为市场的长期向好构建基础。

**中国证券报：**近日，智能穿戴、苹果概念等电子消费股重新受到资金青睐，是短暂的热点轮动还是电子消费股又迎来一个快速增长长期？

**冯文光：**我们认为TMT板块难有大的机会，但仍可以关注一些细分主题，包括可穿戴设备、半导体行业等。可穿戴方面，可观察重点产品发布后的市场反应，而半导体方面，国家基于信息安全的考虑，鼓励核心元件的国产化，进口替代将是趋势。股价的反应要视政策出台的情况而定。

**中国证券报：**去年电影《泰囧》创造的票房神话为传媒股注入一剂兴奋剂，相关个股股价节节攀升，今年又值年底贺岁档，传媒股能否再掀热潮？如何把握这类价格波动剧烈的主题？

**冯文光：**传媒股由于电影《泰囧》票房神话的刺激，给投资者带来不合理预期，认为影视投资就像印钞票，但影视投资的成功率具有较大的不确定性。IPO重启后，通过低价并购实现增长的模式不可持续，前期大涨的传媒股估值向合理区间回归。毕竟，股票的估值要和公司盈利增长相匹配，脱离盈利增长的高估值是没有持续性的。没有业绩支撑、短期爆炒的热点我们不建议参与，因为这类主题的偶然性较大，买点和卖点把握难度大，在可能获得短期超额收益的同时，也要承受股价急速下跌的风险。我们更倾向于选择前期涨幅不大、短期有催化剂、业绩增长较为确定的投资标的。

## 中证之声

# 重组是军工投资主流

□平安证券研究所 陆洲

2013年A股军工板块整体大幅跑赢大盘，特别是一季度和四季度走出两轮波澜壮阔的行情。展望2014年，重组仍然是军工投资的主流，多元化的尖端武器装备层出不穷。各军工企业也在国防科工局、交易所、国资委等部门的推动下，蓄势待发，有望在资本市场掀起军工资产证券化的新浪潮。

## 发展模式非变不可

2013年底军工板块的表现，其诱发原因是受国家安全委员会成立的利好刺激，直接原因是军队体制改革和军兵种变化提升新型装备需求，根本原因则是军民融合后，军工类垄断企业将通过市场化改革获得重生。前两点是政治层面的政策拉动，后一点是经济层面的现实推动。

从军工产业发展模式看，冷战时期，前苏联的军工产业完全由国家预算投资，军工企业仅仅负责研发生产，政府负责采购消费。在这种模式下，投资在某种程度上成为国家负担。与之相反，美国则是通过国家制定武器装备采购预算，引导企业创新研发，国家负责验货收货，产品用于消费或出售。在这一模式下，国家预算投资类似于对企业的资本投资，各种类型的企业在同等条件下通过竞争获得订单，技术保留在企业，并通过向民品转移实现社会效益最大化。

从所有制结构来看，美国的军工企业中仅有不到20%是国有企业，其余都是民营军民两用企业。国家通过招标竞标，在均衡军品的价格和质量基础上与各企业



## 精细布局2014

**中国证券报：**从近期走势看，被寄予厚望的中央经济工作会议和城镇化会议对市场没有产生明显刺激作用，相关板块更是出现见光死走势。政策主线见顶回落，如何挖掘明年投资主线？

**冯文光：**我们对三中全会决议长期受益的政策细分行业长线看好。从长远看，新兴产业和消费品值得长期关注，新兴产业增速提速是长期趋势，消费品尽管增速有所回落，但是增速仍然较高。对于能在中短期业绩增长确定的成长股，既有估值提升也有业绩增长的机会。

具体的板块和行业，明年我们比较看好冷链物流的相关产业。一方面，电子商务和物流的发

展，使冷链食品的跨区域配送成为可能；另一方面，随着人民生活水平提高，人们对高品质的水果、肉、蔬菜等食物的需求在增加。生鲜电商有可能在明年进入增长高峰。生鲜电商是对冷链产业链的最大驱动因素。为了保证生鲜食品的品质，要求所售商品从产地到终端配送必须严格处于冷链条件下，这将引发对冷链物流建设的刚性需求。

另外，农业、医药、环保生态、半导体也是我们比较看好的投资主线。今年农业股的表现受农产品价格下降影响比较大，在明年CPI不超过4%的温和通胀背景下，估值有机会得到提升，板块核心在于农产品价格趋势回升，因为农业板块的盈利弹性是比较大的。2013年医药板块受基药招标降价预期影响，二季度

以来出现下跌，现在市场悲观预期在股价上已得到较为充分的反映，板块进入密切关注期，等待招标政策明朗和中药降价靴子落地。另一方面，公立医院改革进入实质阶段，政策允许医生多点执业，允许民营医疗机构进入定点范围，我国医院产业发展有可能迎来黄金时期。环保生态的政策支持力度较大，一些保持高增长的细分行业将有机会。

**程宾宾：**2014年将进入改革落地期，后续我们将看到两个标志性的事件，一是优先股制度渐行渐近，二是递延税收养老保险制度推出。我们认为，改革将改变资本市场游戏规则、改变全社会价值取向，改变社会资源配置方式，这些都是支撑我们转型的有利因素，改革依旧是明年的主线。

# 布局信用债

□大摩华鑫基金公司 李锋

上周央行延续公开市场操作方式，周一和周二市场上资金面还是波澜不惊，周二虽然由于央行没有逆回购导致资金有些吃紧，隔夜和7天回购利率仅是小幅上升；但从周三开始，市场资金面风云突变，隔夜、7天和14天回购利率大幅飙升，上交所隔夜回购利率在周四更一度飙升至接近18%，让人怀疑六月份的“钱荒”将再度上演。

周四下午在央行向市场注入2000亿元之后，市场情绪终于有所稳定。临近年来，各大商业银行面临年终存款规模考核压力，吸存压力有增无减，银行理财产品的收益率也是步步高升，无疑让当前的债券市场备受煎熬。

今年以来，债券市场除了一季度有一波“小阳春”行情外，从二季度开始步入漫漫熊途，十年期国债收益率已创出五年新高，政策性金融债、铁道债和高等级信用债收益率均大幅飙升。受资金面紧张影响，一级市场信用债发行利率也屡创新高，与中小企业私募债、非标产品的收益率已经相当接近；二级市场受一级市场和资金面的双重影响，下跌更是触目惊心。马上就步入2014年，明年的债券市场何去何从，无疑是每个投资者关心的话题。

短期内，受年末时点商业银行考核机制以及春节因素的影响，国内资金面仍应处于紧张状态，叠加明年一月份新股IPO开闸、美国QE退出等不利因素的冲击，债券市场资金面大概率维持目前的紧平衡，资

## 券商点金指

## 欧元区的深化改革



□许鸿维

本周公布的美国11月宏观经济数据基本都超出市场预期，包括就业数据、新屋销售、耐用品订单在内的诸多数据靓丽，继续推高美国股市上涨，让国内很多预言“QE退出效应”的伪经济学家又一次失算。

从经济学理论分析，美国退出QE虽然减少了央行的边际“货币创造效应”，但是实体经济复苏带来的美国经济体货币乘数增加，不仅抵消了QE退出，而且还在继续利好股市的资金面。当然，货币政策转向之时，往往是央行确认经济向好，上市公司的利润增加还有空间，股票价格也会反应积极。

因此，我判断美国经济已经正常化甚至有些过热，美联储在货币政策上采取审慎态度，主要原因并不是担心美国本土经济的复苏，而是对全球范围内经济正常化的考虑。

除了2013年中期对新兴经济体的“压力测试”，美联储最主要的担忧，来自欧元区通货紧缩风险。在上个月的本专栏，我曾经撰文“全球抗通缩”，将欧日经济的通货紧缩风险进行了解析，随后一个月感觉市场上有越来越多的声音，探究其背后的逻辑链条。

诚然，欧元区在处理欧债危机的过程中，并没有通过大规模招标政策明朗和中药降价靴子落地。另一方面，公立医院改革进入实质阶段，政策允许医生多点执业，允许民营医疗机构进入定点范围，我国医院产业发展有可能迎来黄金时期。环保生态的政策支持力度较大，一些保持高增长的细分行业将有机会。

**程宾宾：**2014年将进入改革落地期，后续我们将看到两个标志性的事件，一是优先股制度渐行渐近，二是递延税收养老保险制度推出。我们认为，改革将改变资本市场游戏规则、改变全社会价值取向，改变社会资源配置方式，这些都是支撑我们转型的有利因素，改革依旧是明年的主线。

经济危机前，西班牙的企业贷款年增速持续攀升，甚至达到了年增长40%的水平，即便是去除了房地产泡沫因素，也反映了企业投资欲望的旺盛，对欧元区生产力提高的贡献是显著的。但是欧债危机后，一系列改革措施使得西班牙进出口贸易数据企稳、财政赤字得到控制，唯独企业投资难以拉动，贷款增速连续四年为负，而且持续走低，预计今年要同比减少15%。

要知道，一个国家经济的竞争能力，主要还是依靠强大的企业创新能力。如果说，欧元区针对欧债危机的第一轮改革，是解决主权债务的信用评级问题，解决欧元区区内各个国家财政政策去向问题；那么，第二轮欧元区的深化改革，就应该着力解决企业生存发展的环境问题。换言之，第一轮改革是给政府财政支出“节流”，而第二轮就是为政府“开源”。

其实，对于同样面临深化改革的中国经济，类似南欧的企业投资不足问题也很尖锐。我在最近的调研过程中，发现越来越多的私有企业主，放弃实业投资转向房地产和金融；即便是继续在实业领域，投资扩大再生产的欲望也前所未有的低，如此下去，中国经济将面临效率低下、产业空心化的悲剧，又何谈可持续发展呢？

要解决企业生存环境问题，在现代经济史上，美国的里根总统和英国的撒切尔首相所采取的新政，都是值得借鉴的思路。今天随着经济全球化和金融服务立体化，政府手里的工具更多了，供给学派的“经济政策内涵也更加值得期待。

回到欧元区，其银行系统的资本充足率提升，应该是企业投资恢复的基础。因此，欧洲央行继续保持宽松的货币政策、IMF继续施压欧洲政府保持主权信用评级、通过坏账银行化解房地产企业债务，将是维护欧元区主要银行资产负债表健康的必然之选。

在深化改革阶段，欧洲银行业的私有化和国际化程度加深，将是一个略带奢望的预期，毕竟欧洲一体化的资本市场还没有真正形成。但是，强化欧元区层面的开发性金融组织，对小微企业进行金融补助，通过更大规模、更大覆盖的市场化运作基金进行发放，将是短期内可行的解决方案之一。