

# 新常态改善股市大环境 调结构呵护“慢牛”

□本报记者 李超 顾鑫



制图/王力

“新常态”成为市场期待的有望影响未来经济结构调整和改革前行的关键词,“一带一路”、“京津冀协同发展”、“长江经济带建设”也成为市场关心的投资机会。

分析人士认为,新常态下,经济增速放缓,总需求的表现较温和,在中央明确相关政策的同时,改革步伐会加快,预计明年改革举措的落实将密集。同时,消费扩张将使得包括金融在内服务业助推经济结构转型,产业升级也将加速。

中长期看,调整资本结构,激活股权市场,推动“债务经济”向“股权经济”转化是大势所趋,未来政策应着力于降低企业融资成本、土地成本,降低企业合并成本以及鼓励私人资本进入创新型、知识服务型行业。同时,一整套货币金融财政举措为市场和经济转型保驾护航的机制安排越来越清晰,转型中国所需要的中国创造、高端制造、消费长足增长、低成本资金、资本市场的活跃等将实现,中国有望出现长期牛市环境。

## ■ 记者观察

### “新常态”下A股机会多

□本报实习记者 叶涛

新常态需要新思维。三季度以来,伴随经济增速放缓,A股重心不跌反涨,甚至节节攀升,显著打破过去“基本面拖累大盘”的传统逻辑,特别自7月22日以来,沪综指连续掀起四轮强势逼空,将指数从2050点一步步推升至3100点关口前,可以说,驱动股市发展的核心力量已发生变化。在经济新常态下,企业盈利状况的演变、股市估值变化等因素已经不能简单地指标化,需要置于更宏大的背景下考量,产业结构升级、创新驱动发展等跃升为预判行情好坏的核心要素。

与历史上A股牛市大多伴随经济高速增长不同,此番A股大涨的同时,一系列宏观数据清楚地表明,经历多年的高速发展后,中国经济已进入“量重需重质”的蜕变升平期。

为何下半年以来中国经济与A股走势画出了两道截然不同的轨迹?创新思维与改革发展是重要变量。

一方面,今年以来,以国企改革、土地改革、金融改革、公用事业价格改革以及“一带一路”等战略成为经济转型发展的重点,这为A股市场带来了丰富的概念题材和投资主题,为资金提供了层出不穷的获利机会,反映在指数和股价上,年初至今,106个Wind概念板块中涨幅超过50%的有64个之多,其中去IOE、福建自贸区、在线游戏、云计算等板块分别达128.71%、114.98%、108.96%和95.54%。

另一方面,从微观层面看,中国经济增速下行使得市场资源配置效率显著提高,企业层面的兼并重组大潮由此而生,这对那些资质较好的上市公司而言,可以借此迅速做大做强,优势资源朝着核心企业、有竞争力的企业进一步集中,从而改善企业盈利水平和盈利预期。从资本市场的角度看,资金支持实体经济发展的作用得到充分体现。从数量上看,今年A股市场逾一半存有兼并重组计划,其中传媒、房地产、有色金属和商业贸易更是并购重组的“多发区”。

国元证券认为,如何理解新常态下的盈利好转和估值分化,是准确把握决定股市运行趋势的各种因素的前提。新常态下的股市估值演变,主要是从股权成本的角度,研判2015年无风险利率处于怎样的水平,隐含股权风险溢价又是怎样演变。前瞻地看,明年无风险利率仍会延续下行趋势,而且改革红利释放预期、资产外延式注入和产能转移将导致投资者风险偏好提升,增量资金进入是市盈率提升的具体实现途径。

同样着眼于资金面,申银万国证券则强调更应该关注价格工具,并认为财政政策和货币政策将维持“双松”。财政政策将继续积极,赤字率将上调到2.5%-3%;货币政策将处于“稳健”的上限,即实质上的稳健偏宽松状态。由此,经济增长目标或下调至7%,其中“守住底线、加速转型”将成为新常态的具体表现。

着眼于改革最有可能的发力点,中信证券认为,2015年是前期改革落地和剩余领域部署的关键年,国企改革付诸实施,自贸区推广打开对外开放空间,农村流转、财产权抵押、建设用地入市三类试点扩大,资源品价格改革步伐加快,经济结构将出现明显优化。在这轮经济蓄势中,伴随着历史遗留问题的解决,新的积极因素将从中孕育。因此,六大产业群有可能成为新的主导力量,金融资产需求快速提升。其中传统行业经历“瘦身”后可能焕发新的升级;健康、信息、文化、高端装备、新能源和环保、商务服务六大产业将迎来明显机遇。

国元证券则提出要从新常态下消费升级和创新角度重点关注医药、养老、信息技术等,同时今年下半年成长和市值并重的建材、化工、钢铁也值得跟踪布局。



新华社图片

## 经济趋缓 总需求表现温和

月初的中央政治局会议将2015年定义为全面深化改革的“关键之年”。分析人士认为,经济结构调整将成为未来一段时间内布局的重点,相关改革举措也将推出。

10日,经济学家厉以宁在第十四届中国经济论坛上表示,“新常态”就是常态,符合经济发展规律的就是常态。过去的增长是超高速增长,实际上违背了经济发展的规律,弊大于利,出现资源加快消耗、生态环境破坏、低效、某些部门产能严重过剩等问题。更深层次的问题是错过了结构调整和自主创新的机会。“今后想超高速增长也不可能,因为要素成本上升,要想维持超高速发展可能是亏本的。”

厉以宁表示,在马上就要制订“十三五”规划的讨论中,有两点已达成共识:一是超高速增长的时代已经过去,下一步应该是中高速增长;二是过去那种将经济增长率作为硬性指标的观念在改变,目标增长率不应该是刚性的,“调指标实际上是符合市场经济规律的,硬性指标就会造成压力”。完成中高速增长率的常态,除了要改进弹性指标,用预测值代替目标值,还要改革配套。

11月全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)数据显示,CPI环比下降0.2%,同比上涨1.4%;PPI环比下降0.5%,同比下降2.7%。分析人士认为,物价水平预计将保持低位,全年CPI增幅2%左右,明年CPI同比仍有继续下行的可能。

交通银行首席经济学家连平认为,在经济增速运行缓中趋稳的背景下,有效需求不足对物价的推升力度有限。近期央行调降基准利率的目的在于降低实体经济融资成本,短期内货币供给不会显著上升。未来CPI同比增速下行的压力仍存,PPI负增长态势仍将持续。在油价下跌的同时主要原油生产国家和地区并无减产意向,将带动一系列工业产品价格继续走低。

国资委研究中心研究员胡迟认为,CPI与PPI的水平基本反映了当前我国经济增速下滑、物价水平温和的现实。前三季度CPI同比上涨2.1%,结

合四季度物价走势,预计全年CPI涨幅在2%左右。展望2015年,物价很可能仍将维持低位运行,物价目标或低于2014年。

分析人士认为,新常态下,经济增速放缓,总需求的表现较温和,物价只是一个侧面反映。展望明年的宏观调控,中央已明确积极的财政政策和稳健的货币政策。改革的步伐会加快。2014年年底各项改革举措陆续出台,预计明年改革举措的落实将密集。

在结构调整的方式上,优化经济空间格局有望成为中央经济工作会议的议题之一。在“一带一路”战略布局方面,政治局围绕加快自由贸易区建设进行集体学习。习近平要求逐步构筑起立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的自由贸易区网络,积极同“一带一路”沿线国家和地区商建自由贸易区,使中国与相关国家合作更加紧密、往来更加便利、利益更加融合。而“京津冀协同发展”、“长江经济带建设”也被列为2015年区域经济发展的要点。

## 促进“去泡沫、去杠杆、去产能”

10日,北京大学国家发展研究院副院长黄益平在新华网“股市e市厅”的“经济新常态&股市新生态”活动中表示,目前经济面临很多实实在在的困难,但也有较积极的变化。一方面,劳动力市场的环境已经发生根本逆转,中国经济结构发生变化,第三产业比重超过第二产业,经济运行比较平稳。另一方面,过去几年,消费占GDP的比重开始回升,收入分配有所改善。产业发展上也有很多亮点。

黄益平认为,转型已在发生,未来经济增长速度还会持续放缓,经济结构会发生更大变化。消费会变得越

来越重要,一个重大的变化是大众消费大幅度扩张,可能成为全世界最精彩的市场,家电家具、通讯和交通、文化、教育、旅游以及其它服务,尤其是金融服务等领域会看到很多新的扩张。产业升级将不断加速。未来,房地产市场去泡沫、金融去杠杆、制造业领域的去产能是有待解决的核心问题。

中国政法大学资本研究中心主任刘纪鹏认为,新常态后,一旦经济出现复苏背景的时候,不要再采用加息的办法给资本过多的特权,走市场的道路应尊重市场规律。

刘纪鹏表示,新常态下,需要将

股市刺激起来,让人们产生信心,同时化解矛盾。良好的外部环境构造好之后,市场还需要真正的内部基础性变化。尊重市场规律,推动打破垄断、保护投资者利益等方面的改革,将使市场的基础更加巩固。

分析人士认为,新常态下,“保经济”不能再用传统方式,而必须增加直接融资,以服务于直接融资为代表的券商业务会有很大的发展空间,通过银行的间接融资将会有所收缩。同时,由于风险利率下降导致的牛市已经开始体现在债券市场上,权益市场的牛市则刚刚开始。

## 股市长牛刚起步

股市表现方面,广发证券首席经济学家刘焯辉认为,短期金融股修复已结束,券商股目前的估值与其业务模式的内涵并不相称,今年业务主要贡献来自融资融券业务的暴涨,以及融资带动的交投活跃,加杠杆引致息差收入是其主要增长点。如果金融继续加杠杆,利率下行就会面临越来越大的脆弱性。

在谈到对于未来经济发展形势的看法时,刘焯辉表示,从中长期看,调整资本结构,激活股权市场,推动“债务经济”向“股权经济”转化是大势所趋,当下则需要一个活跃的证券市场 and 产权并购市场。未来杠杆调整中政策应着力于降低中国企业融资成本、土地成本,降低中国企业合并成本以及鼓励私人资本进入创新型、知识服务型行业。

刘焯辉认为,最近靠杠杆融资推动的股票市场快速上升,背离了激活股权市场的初衷。交易型股权市场无助于国家的债务周期调整,交易型融资活动应该有所控制,长期牛市的逻辑应是国企改革、新兴产业创新和培育。新常态下,一整套货币金融财政为市场和经济转型保驾护航的机制安排越来越清晰,转型中国所需要的中国创造、高端制造、消费长足增长、低成本的资金、资本市场的活跃等等将实现。刘焯辉说:“从这样意义上讲,中国的牛市还很长。”

对于2015年的A股市场走势,中银国际认为,2015年改革进入敏感区,改革难度增大。改革对经济转型和活力改善的作用在逐渐显现,但经济完全转型成功仍需较长过程。在美联储完全退出QE、通胀压力较小而经济下行压力犹存的背景下,我国货币政策定向宽松基调将延续,市场利率水平将小幅下行。市场运行节奏或与2014年相仿:上半年区间震荡,下半年突破向上。2015年上半年受宏观经济下行以及债市分流效应影响,预计难以出现持续上涨行情,下半年机会更大。

华安证券认为,本轮“牛市”将可能持续很长时间。长期改革以及全球范围内持续深化的技术革命,将给多数公司或者行业打开巨大的新的增长空间,从而带来业绩预期的积极因素。金融体制改革带来无风险收益率的实质下降;市场交易制度变化,直接增强市场流动性;央行在改革时期货币“维稳”,使得我

们可以有一个较友好的宏观流动性环境。此外,改革与技术进步直接带来风险偏好中枢的上升,而新生代投资者逐渐进入市场可能成为潜在的积极因素。

中信证券在年度策略中指出,改革加速带来A股投资“新常态”。中国正处在全面深化改革的关键时期,明年将陆续推出一些起标志性、关联性作用的改革举措,有助于改善市场整体的风险偏好,并催化新兴产业、生态文明、国企改革、土地改革等领域的主题行情。资本市场自身的改革也在快速推进。注册制、ETF/股指期货、市值管理规范、退市制度、创业板专门层次、资产证券化等改革创新,将提升资本市场优化配置资源的能力。低质绩差且2014年涨幅过高的股票将释放风险,优质蓝筹和白马成长股的投资价值将被重新激活。

分析人士认为,基于利率下行、风险补偿变动等因素,2015年的市场可能并不是一个整体的牛市,仍然会面临估值切换、估值变化。新常态下的市场将在伴随风险的同时大有作为,而机构对蓝筹表现而言将是核心力量。

## 政策利好需求端

### 基建地产回暖闯新路

□本报记者 于萍

当前我国正迎来新一轮改革开放和“走出去”的战略布局,2014年出台的“一带一路”等多项政策,都为未来发展指明方向。业内人士认为,在各项政策的推动下,包括基建、地产在内的多个行业将迎来发展良机,行业需求端有望改善。

#### “一带一路”助基建投资“走出去”

Wind数据显示,12月10日建筑板块涨幅位居各行业之首。包括中国交建、中工国际、中国中铁、中国建筑在内的多家建筑类公司股价明显上涨。

当前我国正在加快“一带一路”建设步伐,高铁出海也在稳步推进,加之发改委下半年批复多项基建额度,都意味着在经济持续低迷的情况下,基建投资将再度担当稳增长的重任。

数据显示,我国基建投资总量大,约占固定资产投资平均比重的25%。海通证券认为,截至2014年10月,我国基础设施累计投资额已达9.2万亿,同比增长21.4%,投资明显增速。

随着我国经济增速减缓,基建建设在稳定经济增长方面扮演更重要的角色。海通证券认为,“十二五”期间我国基建总投资将达到16.6万亿元,较“十一五”投资总额增长4.98%。目前整体投资规划符合预期,铁路基建和城市轨道交通是增速最快的两大类项目。

虽然我国基础设施投资保持快速增长,但与发达国家相比,我国基建投资仍具备增长空间。分析人士指出,与发达国家的基建水平相比,我国的铁路和公路建设处于中等水平,铁路建设相对滞后于公路建设,信息和通信技术的基础设施投资仍存上升空间。海通证券预计,“十三五”期间,基建投资的重点将在铁路、城轨和民航方面。

不仅仅是国内,在“一带一路”政策的引导下,我国对外基建投资力度将加大,建筑类企业“走出去”的步伐将提速。兴业证券表示,“一带一路”的主题性投资机会将成为驱动2015年建筑公司估值的主要因素之一。在A股上市公司中,涉及海外业务的建筑企业包括中国建筑、中国交建、中国铁建、中国中铁、中工国际等多家企业。

#### 降息提升建筑板块净利润约3%

除投资政策引导外,包括混合所有制改革、降息等多项因素都有望减轻基建、地产行业负担,提高其经营效率。

分析人士认为,铁路、油气、电力和通信等国有垄断行业相继推出改革举措,2015年基础设施领域的改革将涉及多领域,并有望逐步推进落实。铁路、油气、电力等基础设施领域的混合所有制改革有助于逐步建立市场化竞争机制,提高经营效率。此外,对于负债率高企的地产及建筑行业而言,降息将有助于降低财务费用。

统计显示,2009年以来,建筑行业资产负债率一直处于上升周期,从2009年的76.4%上升到2013年的80.5%,在中信一级行业中仅低于银行及非银金融。其中,负债率超过80%的子行业有专业工程、水利水电、交建路桥和房屋建设等。截至2014年三季度末,建筑板块短期借款合计3791亿元,长期借款合计5018亿元,财务费用合计277亿元。业内人士测算,降息将提高税后净利润约3%,受益程度最大的依次是国际工程、水利水电、钢结构和交建路桥等子行业。

对于房地产行业而言,在经历连续高增长后,地产投资增速正进入平缓期。中信建投分析师认为,降息将带来地产行业流动性层面的系统性拐点,除降低购房者的购房成本外,降息还将推动房企信贷成本下降,从而释放房企的投资热情。

随着货币层面的松动,市场对于楼市未来预期明显改善。多家券商均对未来房地产成交保持相对乐观态度。中信建投认为,未来仍存在部分行业政策调整的机会,看好房地产成交回暖。