

财经圆桌

# 春季行情 收益或大于风险

本周市场热点轮番表现,创业板重回强势。中央经济工作会议召开,投资者关注改革走向将如何影响市场?明年市场热点将如何与改革预期匹配?本周财经圆桌邀请巴克莱首席中国经济学家常健、瑞银首席中国经济学家汪涛和国金证券首席策略分析师冯宇三位嘉宾,就此展开讨论。

## 政策取向更稳健

**中国证券报:**明年宏观政策方面会有怎样的取向?货币政策是否将收紧?

**常健:**稳健的货币政策立场有可能维持,但是已经开始收紧。预计2014年广义货币M2增长目标将保持在13%。与年初至今实际M2增长14%相比,这意味着收紧流动性。事实上,由于央行

11月强劲的信贷数据显示,近几个月银行间市场利率和债券收益率的攀升尚未像市场所担忧的那样抑制信贷需求。政府看起来要么仍想保证充足的信贷供给以支持经济增长,要么没有效控制住信贷(尤其是表外信贷)增长,即便10月以来人民银行已经小幅收紧流动性。

展望未来,我们认为政府可能会维持更加稳健的货币和信贷政策基调,预计2014年社会融资余额可能增长16%左右。不过,鉴于利率市场化和金融自由化正在进行中,2014年信贷增长可能会再次超出政府预期的水平。另一方面,对银行同业业务或其他影子银行监管措施的收紧、抑或是债券和信托市场发生了信用事件,都可能导致明年信贷出现意料外的紧缩。

**常健:**由于实施紧缩性货币政策,中国的货币、债券和信贷市场的利率有所攀升。10月中旬,十年期国债的利率为4%左右,但到11月,这一利率一度攀升至多年来少有的4.7%,虽然后来有所下降,但仍然维持4.5%的高位。这种现象归因于债券发行量的降低。我们认为,如果借贷成本不断增加但融通资金总额却有所减少,会对中国经济增长带来不利影响。

**冯宇:**利率水平快速上升总是值得警惕的大事件。2008和2011年,利率上升是因高通胀背景下央行的主动紧缩。2014年,利率上升的原因来自于市场化推进、央行管控、地产和融资平台边际需求的推升。利率上升至难以继的水平终会抑制需求。融资困难,到期债务偿付压力出现,地方政府存在风险,风险可能向实体和金融企业扩散。

## 关注利率上行风险

**中国证券报:**11月新增贷款超出市场预期,但自10月起,市场利率上行,这是否表明紧缩性货币政策并没有完全实施?

**汪涛:**11月新增人民币贷款和社会融资均强于市场预期,全年新增贷款可能接近9万亿元,新增社会融资也可能超过17万亿元,对应全年社会融资规模余额(剔除股票融资)增速为18.5%。

**冯宇:**利率水平快速上升总是值得警惕的大事件。2008和2011年,利率上升是因高通胀背景下央行的主动紧缩。2014年,利率上升的原因来自于市场化推进、央行管控、地产和融资平台边际需求的推升。利率上升至难以继的水平终会抑制需求。融资困难,到期债务偿付压力出现,地方政府存在风险,风险可能向实体和金融企业扩散。

我们需要关注危机重现的时候,央行是否会再次放松银根。

## 看好制造业升级和消费见底

**中国证券报:**如何看待明年的市场走势?改革的效果将体现在哪些领域?

**冯宇:**在利率上升的大环境中,估值水平难以系统性提升。预计2014年上证综指核心波动区间在1700点到2400点。上行风险来自于改革预期对估值的提升,下行风险来自于系统性危机对盈利和估值的双重打击。小股票难以重现今年整体的疯狂表现,想象力让位于真实业绩。

**汪涛:**三中全会定下的改革蓝图非常宏大,但推进难度不小,也有待时日。我们预计,投资和服务业放松管制、社会保障、要素价格和金融领域的改革进展会相对较快,而财政、土地、国企和政府改革的进展则会相对较慢。改革对各行业的影响可能在不同阶段各不相同。

银行业有望受益于财政改革和资产证券化,但会受到利率市场化和资本账户放开的不利影响。短期内,一些大型国企可能会受益于城镇化,同时面临更高的原材料成本和更激烈的竞争,长期来看这有助于国企改善公司治理并提高效率,但短期影响偏负面。

对银行而言,由于改革方案降低了经济的尾部风险,地方政府的财政状况将有所改善,资产证券化也将改善流动性条件,这些会给银行带来有利影响。但是,加快利率市场化意味着存款利率升高、净息差缩小,影响则偏负面。资本账户加快开放则会导

致企业部门更多从海外借款、企业和居民增加对外投资,也会给

银行带来不利影响。房地产部门可能受到房产税和土地改革(土地供应增加)的负面影响,但可能受益于户籍改革的推进和计划生育政策的放宽,以及城镇化带来的短期动力。

我们认为大部分的改革措施对于消费的影响将是正面的,比如放宽计划生育政策、加强省会保障和福利、实施户籍和土地改革、发展服务业和中小企业,以及存款利率市场化。

**中国证券报:**明年可以重点关注哪些领域?

**冯宇:**看好制造业升级+消

费品见底。第一是制造业的转型升级,“传统+新兴”的特点使得部分制造业具备传统产业的较低预期,但有转化为高成长性行业估值的可能性,看好新能源、高端装备制造、新材料。

第二是传统消费股景气筑底回升机会。当前推荐农业和旅游,明年二季度之后看好白酒、品牌服装。我们认为新兴成长板块在转型大背景下,机会长期存在,是值得战略配置的品种。但今年新兴成长板块更多靠估值扩张,明年估值继续大幅扩张机会不大,业绩不达预期的

行业有估值下降风险。我们看好智能建筑、金融IC卡、医疗服务、民营医院、环保。

总体上,我们相对看好从现在到2014年春季的市场,收益大于风险。目前至明年春节前,成长与主题股面临流动性环境收紧+1月份业绩预告业绩证伪的压力,建议配置新能源、油服、铁路设备等“确定增长+估值合理”板块;春节后一般主题投资活跃,建议配置建筑节能、金融IC卡、医疗服务等板块,从2014年中开始,需要防范系统性风险,控制仓位为上。

## 券商点金指

盘活地方融资存量的另类出路



□许维鸿

中国经济的存量资产盘活是个伪命题。一听,这个雷人的观点似乎充满另类悬疑,但是如果仔细想想却无不道理。最近披露的一系列数据表明,2008年“四万亿”投资所形成的存量资产,主要体现在形形色色的地方政府融资平台,这些资产的盘活需要系统化的解决方案。

根据各方面披露的信息估计,当前中国各级地方政府的融资平台债务总规模,已经从2008年底的不足两万亿元暴增至十万亿元。这些融资平台的债务扩张,从法律范畴上属于企业融资,并非标准意义上的政府直接发债融资;但是,其利用的却是各级地方政府的信用,很多都有诸如地方政府财政、人大等机构的信用担保。地方政府实际上是在经营城市,把财政收入作为现金流担保,进行金融杠杆扩张,达到拉动本地GDP的目的。

这就不难解释市场或者说地方政府,为什么这么期待2014年能够降低商业银行存款准备金率,因为自2010年底的央行银行间去杠杆,已经让很多地方政府资金成本高企、现金流堪忧。2013年年中的流动性收紧,更是让地方政府融资平台尝到了“夹心”的厉害,拧紧顶端的货币供给阀门,除了测试全社会的资金链条抗打能力,更直接导致2013年下半年整个债券市场价格的下跌。我认为地方政府融资平台的资金价格也将随之飙升,年化平均融资成本早已超过10%甚至15%。

现金流不足的问题在房地产泡沫严重的城市更加突出,因为预期中的房价上升没有如期而至;加之经济周期下行带来的大宗商品价格下跌,进口煤价全面低于国产煤,资源型城市的投资扩张戛然而止。最新出版的《财经》杂志披露,鄂尔多斯、包头、江浙等地利用年利率高达20%的短期借款弥补资金缺口,这恶化了地方融资平台的债务状况。”要知道,20%的资金成本意味着地方政府饮鸩止渴,只能加剧未来资产泡沫破裂带来的冲击波。

很多人喜欢把地方政府盲目债务扩张上升到道德高度,我并不认同。在全世界,地方政府都承担着相当重的基础设施建设和维护职能,城市基本服务功能的提供,也需要城市政府有稳定的财政收入支撑,最近发生在发达国家典型的例子,就是美国底特律市政府的破产。因此,中国需要做的并不是彻底扼死地方政府融资平台,而是通过立法规范地方政府融资渠道和信息披露,最终实现充分利用资本市场,最大化降低地方政府财政赤字的目的。

比较理想的做法是地方政府“财政投资业务外包”模式,即通过独立运作的投资银行(在中国称之为“证券公司”),将规定期限内的市政投资和收入进行“类公司”运作。实际操作中,在每个财政年度,地方政府通过招标方式,选择地方政府财务服务中介机构(LGFA,Local Government Financial Agency),并签订年度资金操作协议,规定资金运作目标,排定地方政府发行地方债的时间表和成本,最终靠资本市场来监督地方政府融资行为,降低总体融资成本。

中国过去三十年,走的是一条增量资产货币化的道路,地方政府的投资杠杆越高,基础设施越完善,资本积累就越大,经济发展也就越快。但是,随着人口结构和收入水平的变化,中国的资产价格全面爆发式上涨已经结束,特别是三四线城市的房价已经透支了未来几年的涨幅,资本逃离实体经济造成城市产业“空心化”,地方政府债务盲目扩张所积累的大量存量资产,蕴藏着巨大减值风险。

但中国金融服务的发展,远远滞后于制造业的发展水平,中国资本市场并没有提供坏账市场化消化的通道,地方政府的存量资产证券化也就无从谈起,这也是本文伊始关于“中国存量资产盘活伪命题”的根本逻辑。在过渡阶段,坏账压身的地方政府唯一的出路就是大胆创新,通过“壮士断腕”般的决心,组织各方面资金和金融中介,通过结构化的产品设计进行债务期限置换和信用置换”,以争取时间重新“做实”城市经济,最终走出经济周期的死循环”。



主持人:本报记者 朱茵

## 中国版“401K”或为市场“输血”

□大摩华鑫基金公司

财政部、人力资源和社会保障部、国家税务总局日前联合下发通知,自2014年1月1日起,我国将实施企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策,主旨思想是允许企业年金个人缴费和企业缴费部分,在规定范围可免征个人所得税,退休领取时按照工资薪金收入缴纳个税,真正实现个税递延。

十八届三中全会后发布的《改革决定》中明确表示,制定实施免税、延期征税等优惠政策,加快发展企业年金、职业年金、商业保险,构建多层次社会保障体系”。因此,我们认为此次个税递延优惠政策的出台贯彻落实了《决定》的指导精神,预计未来还会有相关养老的政策出台。按照优惠政策的内容,年金参保者将获得递延纳税的好处,部分参保者也会降低个人所得税率。

此次出台的企业年金个人所得税递延优惠政策借鉴了西方国家的部分制度,类似于美国401K计划,可以说是初具雏形的中国版401K计划。不过我国企业年金的规模还非常小,个人主要依赖社会养老保险,这与美国的结构有很大不同。

美国社会养老保险仅有两万亿美元,而企业年金和个人商业养老保险规模超过二十万亿美元。我国目前的企业年金主要集中在国有企业,民营企业参与的不多,而且规模较小。个税递延优惠政策体现了管理层有意改变我国养老金的结构,发展养老保险另一支柱的思维。政策中的税前抵扣对个人和企业具有吸引力,预计会鼓励更多的民营企业参与到年金计划中,而且从员工本身的福利角度也存在相应的诉求。因此,我国的企业年金有很大的发展潜力。

具体到资本市场,我们认为由于国内的企业年金体量还很小,目前我国企业年金的规模约5000亿元左右,而且大多投向债券等固定收益品种,短期来看,对资本市场的利好有限。不过中国版401K计划的推出,有望加速企业年金规模的扩张,而且具有年金管理资格的金融机构也会逐步增多,权益类的投资比重有望逐年加大。未来,丰富和完善养老制度的政策还会陆续出台,包括商业养老保险等。因此,从中长期看,中国版401K计划有望抬升业绩稳定、分红比例较高的蓝筹股的整体估值水平。

## 中证之声

### 成本压力难抑行业景气

## 乳制品明年成长清晰确定

□本报记者 王锦

无论是从行业景气度、股价表现还是上市公司业绩增长率来看,乳制品行业都是今年食品饮料板块中表现最好的子行业。”一位分析师称。

由于供需失衡,今年以来原料奶价格大幅上涨,下半年涨幅加速扩大。据农业部定点监测,11月第4周(采集日为11月27日)内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格4.03元/公斤,比前一周上涨1.0%,同比上涨20.3%。

原奶价格上涨给下游乳企带来明显成本压力,使乳企今年三季度业绩出现放缓迹象,对其四季度业绩形成压制。三元股份预计受原辅材料价格上涨影响,公司2013年净利润可能有较大亏损。

业内人士表示,明年原奶成本压力将大幅缓解,成本下降将直接利好下游乳企,在行业成本出现拐点、企业产品结构升级加速背景下,明年乳制品行业景气仍然较高,龙头企

奶价格持续上涨的现状。

乳制品产量增速在今年7月出现较大回落后,9月首次出现负增长,10月产量恢复增长。业内认为,夏季乳制品产量增长放缓,跟国内奶源紧张有关。

由于供需失衡,今年以来原料奶价格大幅上涨,下半年涨幅加速扩大。据农业部定点监测,11月第4周(采集日为11月27日)内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格4.03元/公斤,比前一周上涨1.0%,同比上涨20.3%。

原奶价格上涨给下游乳企带来明显成本压力,使乳企今年三季度业绩出现放缓迹象,对其四季度业绩形成压制。三元股份预计受原辅材料价格上涨影响,公司2013年净利润可能有较大亏损。

业内人士表示,明年原奶成本压力将大幅缓解,成本下降将直接利好下游乳企,在行业成本出现拐点、企业产品结构升级加速背景下,明年乳制品行业景气仍然较高,龙头企

业业绩也将出现明显改善。

农业部新闻发言人日前表示,随着后期恢复新西兰奶粉进口,以及规模奶牛养殖厂生产能力的逐步释放,预计明年春节后,我国奶源紧张情况将有所缓解,价格也将趋于平稳。

### 奶粉业容量提升

对奶粉行业而言,今年是绝对的政策“大年”。5月31日国务院常务会议部署加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作,随后国务院办公厅转发九部委关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见,此后,工信部也多次“吹风”提振奶粉行业信心,引导、推动奶粉行业并购重组。

尽管工信部牵头的奶粉

行业并购重组细则至今尚未出台,但蒙牛收购雅士利、圣元收购爱婴博士等事件预示着奶粉行业的并购大幕已经开启。

根据工信部此前的安排,争取用2年时间,形成10家左右年销售收入超过20亿元的具有自主知识产权的知名品牌和国际竞争力的大型企业集团,将行业集中度提高到70%以上。

奶粉行业另一个政策红利是单独二胎政策的放开。有分析师认为,以每年新生儿较2012年增长9%-19%的速度,同时考虑奶粉喂养比例上升因素,预计国内婴幼儿奶粉市场的增量约为10%~20%。

据AC尼尔森数据,2012年中国奶粉市场销售额约385亿元,这意味着每年国内婴幼儿奶粉市场扩容量约

为40~77亿元。

“单独二胎”政策放开后,具有渠道下沉优势的国产奶粉品牌有望获得更多市场份额,因为中小城市生育意愿远大于大城市,奶粉消费量更大。长江证券认为,我国国产品牌奶粉由于其区位和价格优势在三四线城市和乡镇的市场占有率远高于进口品牌,因此国产品牌将在本次拐点式增长中享受更大份额。

海通证券分析师赵勇也认为,二胎放开加上奶粉整合将是四季度以及明年乳制品行业的核心催化剂,尽管受到上游限制,但乳制品是食品板块格局最清晰、成长确定性最强、也是市值最大的细分行业,长期享受估值溢价。

## 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12月05日至2013年12月11日

投资账户名称	12月05日	12月06日	12月09日	12月10日	12月11日					
买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价					
稳健型投资账户	1.7611	1.7265	1.7611	1.7266	1.7622	1.7276	1.7618	1.7273		
平衡型投资账户	1.8336	1.7977	1.8323	1.7964	1.8351	1.7992	1.8368	1.8008	1.8321	1.7962
进取型投资账户	2.9688	2.9106	2.9485	2.8907	2.9472	2.8894	2.9520	2.8942	2.9110	2.8539
指数型投资账户	0.8263	0.8101	0.8197	0.8036	0.8173	0.8012	0.8173	0.8013	0.7988	0.7831
货币市场投资账户	1.1976	1.1741	1.1980	1.1745	1.1982	1.1748	1.1983	1.1748	1.1986	1.1751

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

光大永明人寿

Sun Life Everbright Life