

# 经济增速换挡 A股发力主题投资

□本报实习记者 徐文擎  
本报记者 刘夏村

8月31日，秋雨后的西安凉爽舒适。由国泰基金承办的“建设银行基金服务万里行·中证金牛会”巡讲活动在这座充满文化韵味的古都举行。国泰君安和国泰基金的专家、基金经理与近百位投资者一起研讨中国经济增长前景和政策取向。

国泰君安证券首席宏

观分析师任泽平认为，中国经济未来可能出现三种情况：第一种是快改革、去杠杆，经济深蹲起跳，债市和股市先后经历牛市；第二种是快改革，经济平滑过渡到5%的新的经济平台，股债双牛；第三种是改革低于预期，继续微刺激，经济加杠杆，经济匍匐前进，股债双熊。无论是哪种情况，好日子都快来了，因为市场观点已经深根于民心，

改革的总规划、时间表和路线图十分明晰，新历史机遇已经显现。

国泰基金权益投资总监、国泰金鑫基金经理王航认为，以往为人所熟知的板块轮动、风格切换，从中长期看将不再是行之有效的投资策略。蕴藏在市场中的更多的投资机会将是主题的形式，即通过中观主题，把握投资的行业与个股。

## 任泽平：破旧立新 迎接牛市



□本报实习记者 徐文擎

在8月31日举办的“建设银行基金服务万里行·中证金牛会（西安）”活动现场，国泰君安证券首席宏观分析师任泽平表示，中国经济正在增速换挡，目前市场的核心问题是融资成本高，抑制了企业的利润和成长，只有破旧立新，股市才会迎来大牛市，5000点不是梦。

任泽平在近期发表的三篇报告中提到，中国经济新的增长速度会停留在5%附近，高速增长时代已经结束；新5%比旧8%好，经济的速度效应将向质量效应升级；经济增速到5%，股市可到5000点。他认为，财税改革将提速，破旧立新能成功，市场的全新机遇即将到来。

中国2013年的人均GDP为6700美元，按照购买力平价为9800国际元，回顾世界上曾经经历增速换挡并成功转型的经济体，当人均GDP增长至11000国际元，便会达到增速换挡的时间点，而曾成功转型的德国，经济增速降幅区间基本在8.3%至4.5%。由此他认为，中国经济已经进入增速换挡的收入阈值区间，但还会经历一个缓慢的增长期。

在增速换挡期，中国面临产业升级，高端制造业未来还有上升的空间，金融、信息、科技、商务等生产性服务业增长最快；教育、医疗、环保、文化娱乐等社会服务业增长较快；低端制造业优势在削弱，同时以住宅需求为主的房地产长周期

峰值到来。

从资本市场的角度看，处在增速换挡期中的韩国，曾在1998年后破掉旧增长模式，无效资金需求被中断，无风险收益率下降到1/3，股市走牛翻了3倍，这对中国资本市场的发展有借鉴意义，但中国经济目前面临最大的问题是当前利率水平太高，企业面临高昂的融资成本，增量资金会偏向无风险收益率的理财或信托，没有增量资金进入股市会导致常年的熊市和增速换挡遇到阻力。

他认为，牛市的催化剂是改革破旧立新，让利率中枢出现下降，让企业的利润上升，从而使股市的收益率上升，让增量资金来到市场。经济学上有句名言，“房地产是经济周期之母”，目前以房地产及地方融资平台为代表的利率中枢出现了趋势性的下沉，牛市的催化剂已经开始显现。

任泽平预测，中国经济未来可能出现三种情况：第一种是快改革、去杠杆，经济深蹲起跳，债市和股市先后经历牛市；第二种是快改革，经济平滑过渡到5%的新的经济平台，股债双牛；第三种是改革低于预期，继续微刺激、加杠杆，经济匍匐前进，股债双熊。“这三种情况出现的可能性依次是50%、30%和20%，但无论是哪种情况，好日子都快来了，因为市场观点已经深根于民心，改革的总规划、时间表和路线图已经十分明晰，新的历史机遇已经显现。”他说。



## 王航：通过中观主题把握投资机遇

□本报记者 刘夏村

在8月31日举办的“建设银行基金服务万里行·中证金牛会（西安站）”活动现场，国泰基金权益投资总监、即将封转开的国泰金鑫基金经理王航表示，今年市场依旧是结构性行情，资金更倾向于新经济成长股以及中小市值公司。在中国进入经济新常态的背景之下，短期内出现大牛市的可能性相对偏低，A股指数将在300点区间内窄幅震荡向上，但因为政策托底以及目前市场处于估值底部，有可能出现修复性行情。应该从中观主题的角度，把握投资的行业与品种。

### 指数将在300点区间震荡

王航表示，受政策放松预期、外资对中国经济中期趋势的信心明显改善、边际资金推动等因素影响，7月以来市场出现一波上涨行情，但在此之前，今年整个A股市场还是不温不火。

虽然今年依旧是结构性行情，但此结构性行情已非彼结构性行情。他表示，今年的市场与往年相比，呈现出成长股走势分化的特征，即在整体市场资金并不充足的情况下，资金在成长股中进一步筛选后，更多地流向了新经济成长股，更偏好中小市值公司。

对于未来，王航表示，从宏观层面来看，随着中国进入以稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险为特征的经济新常态，未来的政策重点将针对经济增长、就业、物价以及环境，其中在货币政策、财政政策方面，由目前的“微刺激”上升至“强刺激”是大概率事件。在利率方面，目前由于利率的高企，使得估值长期被压低，未来央行将引导利率水平中枢下滑。

王航认为，在这一宏观经济基本面下，短期内出现大牛市的可能性相对偏低，但因为政策托底以及市场处于估值底部，有可能出现修复性行情。

他表示，基于经济微复苏难以证伪、沪港通带来增量资金、



四中全会召开降低风险溢价、蓝筹股低估值已经反映悲观预期等因素，短期内市场将在窄幅区间震荡上行。他表示，A股指数短期内将在300点内震荡。未来市场如果突破2300点，出现了强劲反弹，则是由于经济回升幅度强于预期、重点领域释放重大改革利好所致。如果市场跌破2000点，出现下行风险，则是由于房地产市场状况继续恶化，旺季未见有效改善以及信用风险大面积爆发导致。不过，他表示，在现有制度下，国内大面积爆发信用风险的现象并不会发生，而零星的信用违约对于打破刚性兑付、降低无风险利率有一定好处，从而利好市场。

### 把握主题性投资机会

在上述市场背景下，投资者该如何选择投资策略？

王航认为，在行业配置方面，尽管周期性行业盈利有所提升，但受制于估值继续向下，表现则相对较弱。同时，成长性行业则“躁动不安”，主要表现在，一是其盈利难以完全摆脱经济大周期的回落影响，只不过这种影响滞后于周期性行业，预计在中报发布后，其盈利将回落；二是只有在经济的平稳运行状态下，才更适合成长性行业创造超额收益。

此外，王航说，在中国宏观经济进入新常态的背景下，A股市场也将进入新常态。未来有限的流动性仅够支持结构性行情，此前出现过的齐涨共跌的可能性降低，因此“自上而下”的选股方法将会失灵；投资者将更加

看重上市公司的持续增长能力，而不是仅仅看短期绝对估值水平的高低，估值将呈现马太效应，所以“自下而上”选股的方法也将失灵；另外，以往为人所熟知的板块轮动、风格切换，从中长期看也将不再是行之有效的投资策略。

“蕴藏在市场中的更多的投资机会将是主题的形式，即通过中观主题，把握投资的行业与品种。”王航说。

他表示，未来投资主题的选择应该把握以下两个维度：一是社会发展与技术进步的大趋势，即能够讲“大故事”的主题，例如智能化装备、可再生能源、互联网；二是中国社会、经济发展遇到瓶颈制约的解决之道，即有政策出台、政策刺激的主题，例如以军工和信息、网络安全为代表的国家安全与地缘政治主题，人口老龄化主题，环境压力所导致的环保、新能源、能源结构调整主题，劳动生产率较低的产生打破行业准入门槛、国企改革主题。

基建投资主题以及医疗保健主题也值得关注。他说，在稳增长过程中，将会加大投资力度，而与制造业、房地产开发投资相比，基建投资将成为今年下半年投资中确定性最高的品种，预计下半年基建投资的增速在30%，所以要关注与之相关的特高压、光伏电站建设等。而医药行业虽然收入放缓，但仍然较为稳定，受相关政策影响，近期更倾向于配置医疗器械和医疗服务板块的股票。

### 下期巡讲预告

9月13日 河北石家庄

主办方：中国证券报 中国建设银行

承办方：南方基金管理公司

