

# 守住底线 投资发力 深化改革 三大关键词描绘明年经济新愿景

□本报记者 顾鑫



制图/王力



## 经济能守住底线

“10月工业增加值同比增速回落至7.7%，低于预期的8%。”民生证券研究院执行院长管清友表示，这主要是由于经济继续受房地产和制造业投资拖累，下行压力仍然较大，虽然基建和外需有所改善，但仍未完全对冲。

13日公布的经济数据显示，规模以上工业增加值同比实际增速比9月份回落0.3个百分点。分产品看，10月份，钢材9525万吨，增长2%；水泥23353万吨，下降11%；十种有色金属385万吨，增长48%；乙稀152万吨，增长11%；汽车2193万辆，增长68%；轿车1174万辆，增长56%；发电量4446亿千瓦时，增长1.9%；原油加工量4351万吨，增长63%。

1—10月份，全国固定资产投资（不含农户）

406161亿元，同比名义增长15.9%，增速比1—9月份回落0.2个百分点。全国房地产开发投资77220亿元，同比名义增长12.4%，增速比1—9月份回落0.1个百分点。10月份，社会消费品零售总额23967亿元，同比名义增长11.5%。

管清友表示，基建投资上升还不足以抵消房地产负面冲击，制造业投资进一步放缓至13.5%，汽车消费继续回落至4.5%，反映经济增速下降已经开始影响居民消费。无基建、不复苏的逻辑仍然成立，房地产投资短期未见底，制造业深陷产能过剩泥潭难以主动加杠杆，人民币升值强势也会抑制出口走强的空间。短期看，稳增长政策陆续出台，基建投资将继续托底经济，

但11月数据或继续低迷。

中金公司估算的三季度主要贷款利率中，仅票据融资利率回落，一般贷款利率和个人住房贷款利率反而略微上升，显示高利率仍是抑制制造业投资的主要因素。预计未来货币政策放松力度继续加大。

分析人士认为，总体而言，经济仍在合理区间运行，年内预计能实现7.4%左右的增速。展望明年，主动下调增速目标是大概率事件，预计经济依旧是紧贴底线运行，但增速放缓也不会太剧烈。申万首席宏观分析师李慧勇说：“我们认为中国经济完全能够经历住房地产调整的考验，2015年中国经济增长7.2%问题不大。”

## 投资结构将优化

尽管从长周期看房地产投资增速的放缓仍未结束，但分析人士认为，2015年房地产市场能够实现软着陆，而基建、制造业投资等其他投资的发力将发挥有效的对冲效应，这还将带来投资结构的优化，其前提是货币政策继续放松带来的融资成本下降。

李慧勇说：“2014年由于国家加大了对非标的治理，以及需求的下降，利率高企的状况有所缓解，但因为刚性兑付的存在，利率偏高的矛盾仍然没有有效解决。随着房地产市场的调整以及地方政府性债务的清理整顿，维持高利率

的两大基点开始发生动摇。同时金融市场利率下降经过一段时间将传导到实体经济领域，货币政策将更加宽松，也有助于利率下行。”

“在过去长达11个季度的时间里面，制造业ROIC的数据持续低于加权平均贷款利率，这意味着如果你把整个制造业当成一家企业的话，这家企业在做一件很傻的事情，它把钱借来再做投资，它的投资回报是无法覆盖融资成本的。”华泰证券首席策略分析师徐彪认为，如果要把经济增长维持在底线以上，同时还要实现有效益的增长，就必须降低实体经济

的融资成本。

瑞银证券中国首席经济学家汪涛认为，降息并不是全面刺激信贷的措施，而是全面缓解债务负担的工具。随着近两年经济放缓，尤其是名义GDP增速大幅减缓，我国的实际利率已经上升。在通胀压力、通缩压力加大的情况下，降息是降低实体经济融资成本、缓解企业债务负担、降低坏账上升幅度的有效方式。虽然理论上贷款已经可以自由定价，但鉴于大约70%的信贷仍按贷款基准利率定价，降低贷款基准利率仍然是降低实体经济融资成本最直接、最有效的方法。

## 改革红利值得期待

分析人士认为，经济能够守住底线，意味着A股存在支撑，而融资成本的下行将带来市盈率的修复，改革深化则将给市场带来异彩纷呈的投资机会。其中，以“一带一路”为代表的“走出去”战略、国企改革和土地改革尤为值得期待。

毫无疑问，改革还将是经济的关键词。今年以来，从金融领域、财政领域、国有企业领域到社会领域，诸多改革都在陆续进入实施阶段，并已经开始释放出新的红利。展望明年，国企改革是最大的亮点之一。光大证券首席经济学家徐

高表示，国企要吸引民间资本进入，必然要回应民间资本的诉求，要求国企不只是片面追求规模最大化，更要重视提升投资效益。这意味着，国有企业的经营目标会更多地向资本市场所要的目标靠拢，整个A股市场投资价值能够得到极大的提升。

分析人士认为，土地改革有望发挥“一石三鸟”的作用，一是有利于土地的规模化、集约化生产经营，提高农业生产效率；二是农地的集中经营带来的农村劳动力解放与新型城镇化形成互动；三是土地改革、土地流转的过程中必然

伴随着农村土地价值的重估，这将提升农村居民的财产性收入，有利于缩小城乡差距和扩大内需。

对于“一带一路”为代表的走出去战略，瑞银证券首席策略分析师陈李认为，这项志向远大的国家战略必然对未来中国经济及世界贸易环境产生重大影响，中国资本输出必然推动技术领先领域在全球加速扩张，相对看好铁路设备、能源设备、电信设备及汽车配件为代表的高端设备公司，以及“事件驱动”的基建建设公司。

利或亏损。投资者应当关注因此可能产生的风险。

### 十二、投资者依据联交所提供的港股通交易免费一档行情做出投资决策会有什么风险呢？

提示投资者，通过港股通业务获得的香港证券市场免费一档行情，与付费方式获得的行情相比，在刷新频率、档位显示等方面存在差异，投资者应当关注由此进行投资决策的风险。

### 十三、港股交易报价显示颜色含义差别的风险是怎样的？

在香港证券市场，股票价格上涨时，股票报价屏幕上显示的颜色为绿色，下跌时则为红色，与内地证券市场存在差异。但是，不同的行情软件商提供的行情走势颜色可以重新设定，投资者在使用行情软件的时候，应当仔细检查软件的参数设置，避免惯性思维带来的风险。

### 十四、什么是港股通投资者权益证券交易限制的风险？

投资者因港股通股票权益分派、转换、上市公司被收购等情形或者异常情况，所取得的港股通股票以外的联交所上市证券，只能通过港股通卖出，但不得买入，上交所另有规定的除外。

投资者因港股通股票权益分派或者转换等情形取得的联交所上市股票的认购权利在联交所上市的，可以通过港股通卖出，但不得行权；

投资者因港股通股票权益分派、转换或者上市公司被收购等所取得的非联交所上市证券，可以享有相关权益，但不得通过港股通买入或卖出。

### 十五、沪港两地证券交收期差异可能带来什么风险？

香港证券市场与内地证券市场在证券资金的交收期安排上存在差异，港股通交易的交收期为T+2日。如果投资者卖出证券，在交收完成前仍享有该证券的权益；如果投资者买入证券，在交收完成后才享有该证券的权益。

同时，港股通交易的交收可能因香港出现台风或黑色暴雨等发生延迟交收。

### 十六、什么是港股通股票现金红利发放延后的风险？

对于在联交所上市公司派发的现金红利，由于中国结算需要在收到香港中央结算有限公司（以下简称“香港结算”）派发的外币红利资金后进行换汇、清算、发放等业务处理，投资者通过港股通业务获得的现金红利将会较香港市场有所延后。

## 房地产投资增速连续9个月下滑

□本报记者 张敏

国家统计局13日发布数据显示，今年前10月，全国房地产投资77220亿元，同比名义增长12.4%。增速不仅连续9个月下滑，且明显低于同期的固定资产投资增速。分析人士指出，房地产市场的年末回暖行情将持续，但在整体供需关系逆转的大背景下，房地产投资高增速时代终结。同时，随着房地产市场库存的继续增加，楼市将进入“去库存化”阶段。

### 成交出现回暖

数据显示，1—10月份，商品房销售面积88494万平方米，同比下降7.8%，降幅比1—9月份收窄0.8个百分点。商品房销售额56385亿元，下降7.9%，降幅比1—9月份收窄1个百分点。这是最近四个月以来，房地产销售方面的降幅首次出现收窄现象。这主要得益于最近两个月房地产市场成交明显回暖。

从单月来看，今年10月，全国商品房销售面积为11362万平方米，商品房销售额7158亿元。受国庆假期的影响，比9月小幅下滑。但与7.8两月的成交数据相比，上涨了20%。9月末，两部委出台房贷新政，市场预期将持续回暖，部分区域、项目甚至可能出现涨价情况，但这无法改变房地产投资增速下滑的现实。

中原地产指出，因为网签数据滞后，实际市场的表现远远超过数据体现出来的上涨。按照该机构的统计，10月，从网签数据来看，40个重点城市全月销售面积超过2300万平米，环比增长8.8%。

### 库存继续增加

受成交回暖的影响，一些房地产指标也出现好转。数据显示，今年1—10月份，房地产开发企业土地购置面积26972万平米，同比增长12%，增速近8个月来首次“转正”；土地成交价款7747亿元，增长20.4%，增速提高9个百分点。10月份，房地产开发景气指数为94.76，比上月提高0.04点。同样出现了今年以来的首次回升。

受此前几年房地产投资高速增长、新开工面积增加的影响，如今的市场库存也在不断增长。数据显示，10月末，商品房待售面积58239万平米，比9月末增加1091万平米。

除一线城市和个别热点城市的供应相对紧张以外，大部分二三线城市已经出现供应过剩、去化周期长的情况。基于这种判断，很多房地产企业放缓投资步伐。多家机构的报告指出，今年年末房地产市场的成交量将持续回暖，部分区域、项目甚至可能出现涨价情况，但这无法改变房地产投资增速下滑的现实。

## 数据疲软难改大盘强势

□本报实习记者 叶涛

进入11月以来，A股市场走势明显偏强，股指在突破2400点重要整数关口后，并未做太多休整停留即踏上挑战新高的征程。尽管期间出炉的CPI、PPI、工业增加值等一系列宏观数据提示经济疲弱依旧，但市场仍发动一波又一波蓝筹行情。业内人士认为，鉴于目前指数仍处在强势区间，且沪港通下周一起航，短期大盘或维持强势格局，但不排除指数波动幅度加剧。

### “大象”纷纷起舞

蓝筹板块拔地而起是刺激股指11月接连上演“新高秀”的根本原因。期间，钢铁、交运、金融等板块轮番表现，带领上证综指于11月7日、11月10日、11月11日连续触及2454.42点、2474.16点和2508.62点新高；11月12日，大盘盘中虽然未曾再向上突破，但2494.48点收盘却刷新了近期最高收盘点位。截至昨日收盘，沪综指报收于2485.61点。值得一提的是，11月11日沪市成交额还放出天量，达到3312.57亿元。尽管当天沪综指绿盘报收，显示部分投资者获利回吐意愿强烈，但仅仅0.16%的微弱跌幅彰显市场强势。

根据wind数据统计，11月以来，申万一级行业中涨幅居前的悉数为权重蓝筹板块，非银金融、钢铁、建筑装饰分别上涨9.38%、

6.42%和5.72%，为涨幅前三甲；交通运输、银行、房地产等板块涨幅也达到5.72%、4.20%和2.34%。

### 沪港通提振市场

与蓝筹板块集体起舞抬升大盘不相匹配的，一系列经济数据走低。如10月份CPI同比增幅持平于9月的1.6%；10月PPI同比增幅从9月的-1.8%降至-2.2%；1—10月全国固定资产投资同比名义增长15.9%，增速比1—9月份回落0.2个百分点。

另一方面，沪港通于11月17日启动这一利好提振了股市。首先，当前A股相对H股大幅折价的股票大多为蓝筹股，沪港通的成行令投资者配置此类品种需求大增，对蓝筹板块走势带来提振；其次，此类蓝筹品种当前估值普遍较低，技术上存在较为强烈的修复动力，获取无风险收益可能较大；再次，由于三季度以来，以创业板为代表的中小盘股普遍涨幅较好，当前高估值瓶颈突出，“抓大放小”原本就是市场运行的题中应有之意。

市场选择暂时忽略经济数据疲弱这一利空，转而向蓝筹板块轮番发动攻势。作为沪港通启动后有望受益的板块，银行股和券商股近期受到追捧。业内人士认为，短期来看，在市场风险偏好升高、金融板块短期走强确定性较强的背景下，股指有望继续维持强势格局。

更多内容详见中证网专题：<http://www.cs.com.cn/xwzx/xwzt/10yhgijsj/>

■ 上交所沪港通投资者教育专栏（十六）

## 港股通投资热点聚焦

### ——关注港股通：牢记投资风险

投资者在参与港股通投资前，应充分了解投资风险并评估自己的承受能力。在今天的专栏中，我们为您揭示参与港股通交易的若干风险。当然，我们在此无法详尽列明港股通交易可能存在的所有风险因素，提示投资者，在参与交易前要认真阅读港股通相关业务规则和协议条款，避免在投资过程中遭受难以承受的损失。

#### 一、怎么理解沪港两地交易规则差异可能带来的风险？

香港证券市场与内地证券市场存在诸多差异，投资者参与港股通交易需遵守内地与香港相关法律、行政法规、部门规章、规范性文件和业务规则，对香港证券市场有所了解。此外，通过港股通参与香港证券市场交易与通过其他方式参与香港证券市场交易，也存在一定的差异。

#### 二、港股通股票范围存在限制，可能带来什么风险？

投资者通过港股通买卖的股票存在一定的范围限制，且港股通股票名单会进行调整。因此，投资者应当关注上海证券交易所（以下简称“上交所”）证券交易服务公司（即中国投资信息有限公司，以下简称“中投信”）指定网站（即上交所网站）公布的港股通股票最新名单。对于被调出的港股通股票，自调整之日起，投资者将不得再通过港股通买入，但可以卖出。

#### 三、额度控制可能带来哪些风险？

港股通业务试点期间存在每日额度和总额度限制。总额度余额少于一个每日额度的，中投信自下一港股通交易日起停止接受买入申报，投资者将面临不能通过港股通进行买入交易的风险；在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）开市前阶段，当日额度使用完毕的，新增的买单申报将面临失败的风险；在联交所持续交易时段，当日额度使用完毕的，当日投资者将面临不能通过港股通进行买入交易的风险。

#### 四、投资者应关注港股通交易日可能带来的哪些风险？

只有沪港两地均为交易日且能够满足结算安排的交易日才为港股通交易日，具体以上交所网站公布的日期为准。由于两地市场交易日存在差异，因此，存在港股交易，而港股通不交易的情况。对此，投资者应当关注在上述情形下无法对港股市场波动及时做出投资决策而可能导致的风险。

#### 五、不了解港股通交易时间可能会带来哪些风险？

港股通交易日的交易时间包括开市前时段和持续交易时段，具

利或亏损。投资者应当关注因此可能产生的风险。

#### 十二、投资者依据联交所提供的港股通交易免费一档行情做出投资决策会有什么风险呢？

提示投资者，通过港股通业务获得的香港证券市场免费一档行情，与付费方式获得的行情相比，在刷新频率、档位显示等方面存在差异，投资者应当关注由此进行投资决策的风险。

#### 十三、港股交易报价显示颜色含义差别的风险是怎样的？

在香港证券市场，股票价格上涨时，股票报价屏幕上显示的颜色为绿色，下跌时则为红色，与内地证券市场存在差异。但是，不同的行情软件商提供的行情走势颜色可以重新设定，投资者在使用行情软件的时候，应当仔细检查软件的参数设置，避免惯性思维带来的风险。

#### 十四、什么是港股通投资者权益证券交易限制的风险？

投资者因港股通股票权益分派、转换、上市公司被收购等情形或者异常情况，所取得的港股通股票以外的联交所上市证券，只能通过港股通卖出，但不得买入，上交所另有规定的除外。

投资者因港股通股票权益分派或者转换等情形取得的联交所上市股票的认购权利在联交所上市的，可以通过港股通卖出，但不得行权；

投资者因港股通股票权益分派、转换或者上市公司被收购等所取得的非联交所上市证券，可以享有相关权益，但不得通过港股通买入或卖出。

#### 十五、沪港两地证券交收期差异可能带来什么风险？

香港证券市场与内地证券市场在证券资金的交收期安排上存在差异，港股通交易的交收期为T+2日。如果投资者卖出证券，在交收完成前仍享有该证券的权益；如果投资者买入证券，在交收完成后才享有该证券的权益。

同时，港股通交易的交收可能因香港出现台风或黑色暴雨等发生延迟交收。

#### 十六、什么是港股通股票现金红利发放延后的风险？

对于在联交所上市公司派发的现金红利，由于中国结算需要在收到香港中央结算有限公司（以下简称“香港结算”）派发的外币红利资金后进行换汇、清算、发放等业务处理，投资者通过港股通业务获得的现金红利将会较香港市场有所延后。

#### 十七、什么是港股通股票红股发放延后的风险？

对于在联交所上市公司派发的红股，中国结算在收到香港结算派发红股到账当日或次日进行业务处理，相应红股可于处理日下一个港股通交易日上市交易。投资者红股可卖首日均较香港市场晚一个港股通交易日。

#### 十八、港股通投资者投票的风险是怎样的？

由于中国结算是在汇总港股通投资者意愿后再向香港结算提交投票意愿，中国结算对投资者设定的意愿征集期比香港结算的征集期稍早结束；投票没有权益登记日的，以投票截止日的持有作为计算基准；投票数量超出持有数量的，