

提防融资炒股风险

□皮海洲

明年可继续布局金融板块

本周以金融股为代表的大象翩翩起舞，上证指数离3000点仅一步之遥。牛市已走到哪一步？如何看待今年最后一个月行情？投资者应该如何布局明年行情？本周财经圆桌邀请华泰证券研究所所长助理罗毅、安信证券安信基金宝投资主办文庆能以及东北证券策略研究经理沈正阳三位嘉宾，共同展开讨论。

牛市将继续

**中国证券报：**目前市场观点几乎一边倒，牛市已经走到哪一步？如何看待今年最后一个月行情？

**文庆能：**当前的市场已经具备明显的牛市特征。如果从2012年12月开始的中小盘结构性行情开始计算，牛市已经走到二分之一阶段；如果从2014年5月上证指数最后触及2000点开始计算，可以说上证指数的牛市还在前半段。本轮市场的上涨并不是由经济加速和企业盈利快速增长驱动，其上涨的动力来自于新兴产业的迅猛扩张、对新一轮改革的良好预期和利率中枢的长期下降。我们判断市场在2014年的最后一个月还会有较好的表现，各行业依然存在轮动上涨的机会。明年市场整体也会很好，但是波动性会明显加大。

**沈正阳：**如果从股票年度涨跌幅率的占比是否过半来看，2013年开始就已经展开了A股市场的牛市，即牛市已经两年了；市场情绪相当亢奋，股指期货基差放大至历史高位附近。因此，目前可能已经处于牛市的亢奋阶段，后续则需要增量资金的持续跟进。年末最后一个月更多是收官月份，后续波动将加大；12月策略的基调是收官之战、布局明年。

**罗毅：**应树立牛市思维，看好资本市场大发展下优秀金融的崛起。沪港通打开资本窗口，开启资本账户开放第一步，未来资本账户将陆续开放，优先股、国企改革将吸引大批境外资金涌入，股市成为资本保值增值的核心载体，资本趋势决定牛市已拉开序幕。历史何其相似，回顾2005年人民币启动升值周期，跨境资本大量进入中国资本市场，掀起波澜壮阔行情。

**中国证券报：**11月PMI继续回落，宏观经济形势如何？央行接下来会继续降息吗？

**文庆能：**2007年以来，我国

经济增速经历了长达七八年的连续下滑过程。我们倾向性认为宏观经济正在从快速回落的状态转变到平稳波动的状态。虽然2014年经济增速仍然表现为逐季下行，但也有一些比较积极的因素：比如说产业结构的转型已初见成效，各档次利率都出现明显下降，房地产市场三季度后出现一定程度回暖的迹象等。我们对2015年经济保持中性偏乐观的态度。经济增长仍然相对疲软，GDP增速可能维持在7%附近。政府和市场主体更注重经济质量和经济结构，经济大幅下滑和系统性风险爆发的可能性逐步降低。为了压低利率水平支持经济增长，央行在推出存款保险制度等金融改革的同时将不断释放流动性。2015年央行继续降息并多次降准的可能性非常大，各档次利率的下行过程还没有结束。央行宽松的货币政策对股票市场是一个非常明确的利好因素，也是推动居民资产配置向权益类资产转变的动力之一。

金融股或继续发力

**中国证券报：**近期以非银为代表的蓝筹股走势“生猛”，如何解决接下来的投资机会？

**沈正阳：**牛市格局下金融股尤其是券商受益较为明显，从逻辑上讲，券商股未来仍值得期待；从市场表现看，根据2007年市、2009年大行情的特征，券商股与上证指数走势关系体现为相对的不同步甚至有时候晚于上证指数的高点(例如6124点后券商股滞后数日才见高点)。内地券商股虽然估值已不再便宜，但驱动上行的逻辑以及经验规律依然存在，因此，券商股后续仍值得期待。

**文庆能：**2014年年中开始，我们就坚定看好A股市场的投资机会。最近两三周金融股的大爆发只是股市从2000点走出上涨趋势以来的最大一次连续逼空。2014年在宏观经济领域出现很

多有利变化，比如无风险利率的持续下降、货币政策的持续放松、金融改革的积极推进、资本市场的对外开放、居民资产配置方向的转变，这些都为A股市场迎来大拐点奠定扎实基础。金融改革和蓝筹回归是近期市场的主线。到目前为止，金融板块表现最为抢眼。从证券行业到互联网金融，再到保险银行，金融板块已经历了一次完整的轮动，涨幅之大超过大多数人预期。金融的第一波猛烈上涨肯定不是行情的结尾，我们依然坚定看好接下来的投资机会。我们倾向性认为，接下来一两个月里，热点会从金融行业向各个低估值蓝筹股板块蔓延。前期军工、机械、医疗、TMT等行业回调较大，其中优秀个股很快会再次出现明显的投资机会。

**中国证券报：**本周银行的强劲走势让很多投资者发出“满仓踏空”的感慨，怎么看银行的投资机会？

**沈正阳：**目前行情更多是资金驱动，与基本面关系相对较弱。增量资金存在一些非理性的行为，即往往选择静态市盈率或者市净率比较低且相对2007年跌幅较大的板块，而银行股也符合这一特征。此外，2014年10月以后风格显著偏向于蓝筹，风格的变化具有一定的持续性，因而银行股目前属于在风口之上。受益于再配置资金的介入，银行投资资金依然存在，其后期机会可能主要来自于情绪的驱动以及改革推进。

**罗毅：**首先，政策面利空出尽是为利好，存款保险对银行盈利小幅冲抵的同时增加金融稳定性，最近的政策从整体看短空长多，金融改革在加速推进，未来存贷比宽松、信贷资产证券化备案制、预期很强烈的降准对银行都是利好；其次，短期内大盘会有所震荡，但在资金持续流入背景下，银行股回调即是最好的买入时机。在市场情绪加速升温



华泰证券研究所所长助理 罗毅

安信证券安信基金宝投资主办 文庆能

东北证券策略研究经理 沈正阳

主持人：本报记者 杜雅文

下，战略筹码稀缺的时代将再现，量大价廉的银行股就是最优质的筹码；再次，选股方面，存量资金推动低估值银行股，高溢价将给予特色差异化银行。

明年布局应抓住牛头

**中国证券报：**明年投资者应该如何布局？看好哪些板块？

**文庆能：**2015年的投资机会，应该从以下三个方面去把握。第一是抓住对牛市效应和国企改革最敏感的板块，这一类中继续坚定看好金融行业，配置次序是互联网金融公司、证券、保险、银行。第二，抓住经济转型中最具成长性的板块，这一类中最看好与互联网、大数据、移动医疗、创新药物、智能化机械相关的上市公司。第三，抓住与国家战略密切相关的板块，这一类中

最看好军工、核电和高铁行业。在当前市场环境里，最好的投资策略是“抓住牛头，均衡配置，坚定持有”。

**沈正阳：**考虑到经济低迷、企业盈利恢复尚需时日，因此，从布局角度看，更偏向于业绩稳健且2014年行情并没有过分透支的板块，更多倾向于布局蓝筹并挖掘医药、传媒电子等板块中的结构机会；我们看好大金融、公用事业、基建、国企改革、大安全等板块。

**中国证券报：**如何看待非银板块明年的表现？

**罗毅：**对于券商而言，制度红利+市场红利+政策红利驱动，行业进入新周期，充分受益于资本市场改革发展。

注册制改革趋势作为资本市场重大改革，有望开启新一轮

资本市场大发展，倒逼投资银行全面转型，大型投资银行是最大获益者。注册制改革将重构券商盈利模式，市场化程度的加强将导致券商经营的分化，定价权成为券商核心竞争力。未来拥有核心定价权、雄厚客户资源、强大分销能力的券商将成为龙头。

总之，当前证券行业进入黄金发展时期，制度红利和市场红利提升板块价值，行业ROE进入新一轮上升轨道。国企改革、沪港通、优先股一系列制度红利开启行业新空间，坚定看好资本市场改革背景下证券行业的崛起。

对于保险行业，承保端、投资端首次出现同向向好的迹象，保费收入增速创下2011年以来最好纪录，2012年投资门槛放开，投资收益率保持上升轨迹，坚定看好保险。

时下的股市牛气十足，从11月24日到12月5日的10个交易日里，上证指数连续攻陷2500点、2600点、2700点、2800、2900点5座城池，并且成交量接连放出中国股市乃至当今世界股市的天量。

如11月28日，A股市场成交量高达7105亿元，不仅创下了A股市场单日成交金额的历史最高纪录，同时这一纪录也超越了美股历史上的成交量峰值（2007年7月26日，995亿美元，约合6100亿人民币），成为世界股市历史上一国单日成交量的最大值。而12月5日，A股市场再次刷新这一纪录，当天的成交金额破万亿元，达到惊人的10740亿元。

A股的这种疯狂表现是历史上少见的。即便是在大牛市的2007年，A股市场也没有如此地疯癫过，至少当时的成交量远不及当下。而目前的上证指数实际上还不到2007年大牛市的半山腰。

为什么会出现这种情况？这当然与A股市场的现状有着密切联系。而融资融券则是重要原因之一。数据显示，截至12月4日，沪深两市融资余额高达8735亿元，再创历史新高，相对于半年前不足4000亿元的余额已经翻倍；12月4日当天融资买入额为1564亿元，占当日A股成交额的17.63%。因此，本轮行情被舆论方面称为是“杠杆上的牛市”是不无道理的。实际上，这也是2010年3月31日正式启动融资融券业务以来，融资业务最扬眉吐气地发挥作用的一次。

基于最近一个时期股市行情的持续上涨，股市融资规模的不断扩大，不论是对行情的发展，还是对于券商的创收，或是对于参与融资的投资者来说，可以称为是“多赢”。这也正是投资者积极进行融资，导致最近一个时期融资余额快速增长的原因所在。毕竟对于投资者来说，融资带来了投资收益的增加，投资者终于体会到了借鸡下蛋的幸福，何乐而不为呢？

不过，尽管投资者目前正为融资炒股所陶醉，有的投资者在尝到了融资的甜头后甚至还玩起了配资炒股，进一步放大投资杠杆。但在这里，笔者要提醒投资者，融资炒股一定要有风险意识。融资融券对于投资者来说是一把双刃剑。虽然在上涨行情中，融资会带来投资收益的增加，但一旦下跌，融资就会加剧投资者的损失。在这个问题上，\*ST昌九融资者的教训是不应该忘记的。

实际上，目前正是\*ST昌九悲剧上演一周年的日子。由于被传闻中的并购对象赣州稀土所抛弃等原因，该股票从2013年11月4日到2013年12月24日连续十个交易日跌停，结果导致该股票的融资者爆仓。这些投资者不仅因为爆仓亏光了所有的投资本钱，而且还成了“负债者”，欠着券商的融资款，以至面对当前的火爆行情而没有资金投入。更加悲惨的是，最近，恒泰证券将一位\*ST昌九的融资者告上法庭，要求其偿还因爆仓所欠的38万元债务。

当然，从目前的股市来说，“\*ST昌九案”只是个案，不一定存在普遍性。但“\*ST昌九案”告诫投资者融资炒股是有风险的。而就当下的股市而言，融资炒股的风险明显在增加。毕竟目前这种快速上涨的行情是没有持续性的，大涨必然就会有大跌。实际上，伴随着股指的大幅冲高，股指下跌的风险也就在孕育之中，不排除随时有下跌的可能。作为一个成熟的投资者来说，往往都会选择率先从这种疯狂的行情中撤离出来。

其实国外投资者就是这么做的。根据彭博资讯12月2日发布的数据，针对中国国内股市的交易所交易基金（ETF）近来遭遇大量资金撤离。在截至11月28日的两周，交易员从57亿美元的南方富时中国A50ETF撤资约8.45亿美元，创下该基金2012年成立以来最大流出规模。而97亿美元的安硕富时A50中国指数ETF资金流出达5.85亿美元，为2009年以来最多。国外投资者的撤离已经为A股的疯牛走势敲响了警钟。

正因如此，国内投资者一定要提防融资炒股可能带来的投资风险。一是在目前股市疯牛的情况下，不要再新增融资金额；二是逐步把融资买入的股票予以平仓，把资金归还给券商。实际上，在目前情况下，投资者能够把融资炒股的收入落袋为安，无疑是明智的选择，这也就是吃鱼吃中间半截的道理。

股市的两个前景

□大摩华鑫基金公司 陈强兵

近期，A股市场持续向好，蓝筹股崛起，创业板止跌回升，究其原因，除了改革措施的持续推出刺激市场情绪外，货币政策的转变也是重要的影响因素。

今年以来，宏观经济形势持续下行，通缩压力大，央行的态度出现重大转变。央行过去的重心是去杠杆，要求四大行限制扩张非标资产规模，最终导致去年6月份的钱荒事件。从去年年中到今年年初，按照管理层的既定方针，利率要遵照市场改革，提高效率，开放市场，采取稳健的货币政策。但到了2014年下半年，CPI下降到1.6%，PPP持续30个月为负，通缩压力逐渐增大，这是本次央行降息的主要动力，也助推了这一波债券牛市和股票牛市。

降息体现央行转向宽松的意图，但向实体部门的传导过程是比较缓慢的。降息可能会给地产行业带来一定利好，但这不足以抵消整个行业下行趋势。现实情况是高房价和高存量并行，指望房产大卖以拯救经济是不现实的。而在投资方面，现在能看到的是政府加杠杆，包括国开行、铁路投资等，这已经持续两年多，在往上加难度十分大。现在铁路投资超过8000亿，而产能出口规模有限。

从货币政策的角度看，国内转向宽松的背景是美国退出QE。美国QE的成功在货币史上是划时代的，它给银行间市场充足的流动性，银行减负效果显著。实际上美国的银行在很长一段时间内信贷扩张很慢，直到2013年，在资金充足的基础上，开始信贷扩张，美联储退出QE实际是市场整体好转的表现。美国从整个资产负债修复、银行体系、投资消费均衡、财政状况健康等来看，我认为是在重复20世纪90年代的黄金时

代，即经济稳健增长、通胀可控、劳动力市场乐观、牛市持续。

转向欧洲，欧元区国家众多，国家之间分歧大，QE无法实行，决策机制更复杂，往往会错过一些机会。但若通缩进一步加剧，重现欧债危机，欧洲最终还是会采取措施，这还有待进一步观察。日本相对欧洲则更值得乐观。日本首相是强硬派，任命的央行行长能力强，效仿美国QE，规模也足够大，这样下去总会有效，有助于走出通缩，带动企业利润恢复和劳动力市场好转。总体看，国内面临的海外经济环境并不悲观。

对于A股市场，未来可能向两个方向发展。一种是延续现在普遍的乐观情绪，这源自未来一波结构性改革政策出台，市场情绪会持续高涨，市场有望因此持续向好；另一种情况是即使流动性宽松，考虑到实体经济不景气，银行信用扩张冲动降低，到明年年初参考GDP数据，实体经济和消费数据若仍然低迷，市场热情便会减退。

我个人倾向于后者，经济结构扭曲不是靠简单的货币宽松政策便能解决的，央行在2013年初也采取过货币宽松政策，大量货币放行也没能改变经济下行趋势，现在只是央行降息，银行是否大量放贷资金还未可知。若后期实体经济数据恶化，市场热情可能会消退，这需要货币政策上有更大动作。

从基本面角度看，有几个行业值得长期看好。首先是保险，随着利率下行，保险收益率相对较高，其投资方面有弹性优势。银行由于估值最低，最容易享受到估值修复行情。我认为降息对银行影响有限，而不坏账会有序释放，总体可控。食品饮料和医药两个行业过去两年受行业政策影响大，短期内需求增速放慢，但后期会慢慢回升到正常水平，长期值得看好。

中证之声

航企业绩有望重回上升通道

□本报记者 汪瑯

航空股强势走势与国际油价一路下行形成鲜明对比。统计显示，7月以来航空航运股平均涨幅高达75.68%，远远高于同期上证指数41.55%的涨幅。排名第一的东方航空涨幅更高达146.75%。

油价下跌是推动此轮航空股上涨的重要因素之一。基于对明年油价维持弱势、航空需求逐步回暖、汇兑收益同比增加等的判断，2015年航空公司业绩有望重回上升通道。不过，回暖的业绩能否转化成持续上涨的股价，还有待观察。

油价下跌推动成本降低

油价向来是航空公司的成本大头。统计显示，2013年，东航、南航、国航的燃油成本分别为306.8亿元、355.4亿元和337.2亿元，分别占营业成本的38.2%、40.8%和40.8%。而油价下跌，将从航油购进成本、燃油附加费变化以及不同供需格局下票价折扣率变化三方面，综合影响航空公司的业绩。

“基于历史上一些经验数据，航油价格变动下燃油附加费调整的实际效果相当于乘以当期票价折扣率之后的水平。在目前行业票价约打7折、折扣率水平约为0.3的背景下，我们认为航油价格下调总额的30%基本上为航空公司实际成本减少额。”银河证券分析师李军说。

中国证券报记者从中国国航获得的公司10月份经营数据，直接印证了航油下跌给公司成本带来的“利好”。数据显示，10月份，国航（不含控股企业）航油采购总量为34.1万吨，采购



新华社图片

均价为6694元/吨，同比下降9.3%。这意味着，仅10月一个月，国航航油采购成本同比就减少了2.34亿元。

“国际油价近日或延续弱势，到明年一季度之前难以反转，除非欧佩克召开紧急会议宣布减产。”对于未来一段时期的油价，中石油经济技术研究院高级分析师陈蕊认为，短期看低油价可以起到抑制美国市场份额的作用，并影响到美国页岩油的生产尤其是新项目的进行。而低油价需要持续半年以上才能见到效果，所以预计这种低迷状态会持续到明年一季度，二季度以后或有所反转。

受此影响，预计未来一段时间内航空公司的燃油成本会保持低位。国际航协统计显示，全球航空业成本在今年第二季度已企稳，与去年同期持平，第三季度则持续回落。国际航协预计，未来一年，航空业成本将持续保持下降态势。

业绩回暖是大概率事件

除油价外，从需求、汇率等多方面因素看，多数市场人士认为，从业绩角度看，自2012年以来便深陷低迷的航空公司有望在明年走出低谷，迎来久违的春天。

航空需求环境出现改善。国际航协最新报告显示，第三季度全球航空客运量和货运量同比去年均出现增长，且增速加快。根据国际航协对全球航空公司首席财务官和航空货运负责人的调查，分别有78%和62%的受访者认为，未来一年航空客运量和货运需求将持续增长，为航空公司业绩回升带来支撑。

其中，给航空公司增益最大的两舱（头等舱、商务舱）收入呈现触底回升态势。中国证券报记者从国际航协获得的最新数据显示，今年前8个月，全球航空两舱客运量的平均增速超过经济舱客运量的平均增速，分别为3.9%和3.7%。两舱客运的市场份

额正从2012年底低点向上攀升。

由于人民币今年上半年进入贬值通道，带来的汇兑损益在今年中报大幅拖累航企业绩。明年人民币对美元汇率料保持相对稳定，在今年上半年业绩同比大幅负增长的基础上，明年上半年航空公司业绩同比正向增长是大概率事件。

不过，投资航空股的信心能否持续？对此，不少投资人士却表现出犹豫态度。

“这波上涨一定程度上提前反映了对明年航空业因油价下跌等因素业绩回暖的预期，业绩对于股价的驱动基本已透支，继续上涨或还需其他动力支撑。”一位券商分析师表示。“航空股盘子大，一般资金不敢碰。”一位航空公司人士对中国证券报记者表示，“其实公司运营管理都很好，但股价就是上不去，我们也很着急。也许要和电商、O2O等概念结合起来讲故事才有上涨可能吧。”