

# 新常态催生大机遇 明年A股“风”会更大

□本报记者 顾鑫



CFP图片 制图/尹建

“不只是猪,甚至牛、大象被风吹起来也不是不可能。”分析人士认为,2015年经济下行压力可能会更大,但按照新常态大逻辑,政策宽松力度会相应加码,深化改革举措会加紧落实,再加上储蓄搬家持续等利好,将推动A股市场继续上行,尤其是蓝筹股估值修复超预期的概率较大。

## ■记者观察

## 牛市财富效应有助消费升级

□本报记者 顾鑫

资本市场正成为中国经济转型的主战场,新常态下牛市的持续演绎带来的财富效应升级有利于从需求层面提振消费,更有利于从供给层面促进新型消费类企业的发展,并给A股投资者带来新的投资机会。消费需求和消费供给两个层面相互促进、互为因果,作为这一联结关系的纽带,A股牛市则从中得到继续前行的动力。

长期以来,投资在拉动我国经济增长的过程中发挥了重要的作用,但在经历30多年高强度大规模开发建设后,投资增速放缓的趋势难以扭转,经济增长动力的结构则有待完善。中央经济工作会议提出,要促进“三驾马车”更均衡地拉动增长。这一表述实际上提出了对于“三驾马车”重新认识和定位的命题。其中,消费的基础性作用进一步凸显。一方面,消费对于经济增长的贡献应进一步提升,另一方面,消费自身也要转型升级,尤其要重视通过创新消费供给激活消费需求。

对于助推消费升级、激活新消费,A股牛市延续带来的财富效应所能够发挥的作用不可低估。表面上看,股票资产增值带来的财富效应让消费者更加敢于消费,进一步增加消费支出。但必须同时具备以下条件,一是牛市的可持续性,不能是牛短熊长;二是消费者的资产配置更加偏重股票,如果占比较小,股票资产增值对于消费行为的影响也会比较小;三是消费供给能够跟得上甚至是引领消费需求,否则消费需求就可能得不到较好满足。

从当前情形看,这些条件正在开始具备。对于当前的牛市到底如何判断,改革的推进提升了市场的风险偏好,改革红利的释放又进一步夯实了牛市的根基,因而随着改革的推进,长牛格局的确立大体上是成立的。换个角度看,投资者被熊市压抑了太久,人心思涨;直接融资比例需要提升,牛市则契合了政策取向。可以说,牛市向纵深演绎是众望所归。投资者资产配置向股票倾斜则能够放大牛市的财富效应。除了部分社会资金从房地产、信托等领域转战股市,牛市预期还让更多的投资者入市,一个明显标志是新开户的积极性明显提升。

更重要的是,牛市将直接服务实体经济和推动消费升级。由于受到投资者的追捧,传统消费类企业的创新以及新的消费类企业的涌现将会加快。过去我国消费具有明显的模仿型排浪式特征,现在模仿型排浪式消费阶段基本结束,个性化、多样化消费渐成主流。要满足新的消费需求,消费供给层面亟待变革,由简单的规模扩张转向创新驱动,甚至不仅仅是迎合消费需求,而是要主动通过创新产品和服务来创造需求,这也将改变长期以来受到消费者诟病的产品质量差和不安全问题。

牛市财富效应激活了新消费,而宏观上经济增长动力结构的完善在微观上则表现为上市公司资产结构、业务结构、收入结构的完善,这意味着新消费也反过来作用于牛市,在一系列良性循环之下成为牛市的重要助推器。

## 经济下行无碍股市向上

对于2015年经济形势,增速放缓是比较一致的市场预期。民生证券研究院执行院长管清友表示,2015年增长目标大概率下调到7%,经济疲弱、通胀低迷和政策宽松的周期仍会延续。房地产面临人口结构拐点和高库存重压,制造业受制于产能过剩、高杠杆和平淡无奇的外部需求,这些都使实体经济背上了沉重负担。

不过,股市可能面临的则是截然不同的场景。“经济下行压力越大,政策宽松加码的可能性越大,股市上行的动力越强。”一家公募基金的投资经理表示,当前的情况并不能简单理解为经济和股市的背离,股市表现实际上是对于经济复苏前景的预期,等到经济真正复苏的时候回过头看股市,很可能已经上涨了一大截。

该人士指出,从国外经验看,经

济下行时期股市上行的案例并不罕见,如1972~1974年的日本,1973~1982年的美国,1995~2001年的韩国,1991年第二季度到1993年第一季度的德国。股市反应正面的市场基本具备的共同特征包括:推进改革和转型,政策环境相对稳定或略宽松,无风险利率下降,企业ROE出现回升。这些特征与当前的中国实际较相符。

管清友表示,实体经济的猪不飞,央行的宽松之风不得不继续吹。金融体系流动性在融资抵押和伞形信托的催化下,持续为股票市场提供源头活水。与此同时,企业资本开支意愿下降推动无风险收益率下行,经济下行导致刚性兑付被打破,沉积于房地产和地方基建的资金也在杠杆的助推下涌入市。在央行、金融体系和实体经济

济三个“风箱”的共同鼓动下,2015年吹动牛市的风没有结束。

管清友认为,在国际油价下跌、通胀走低的背景下,2015年通胀预计较低迷,CPI涨幅为1.5%左右,其中新增涨价因素为1.16% (猪价0.29%~油价0.56%+其他1.43%),翘尾因素为0.31%,这为货币宽松打开空间。

对于货币政策走向,申万首席宏观分析师李慧勇认为,央行已经以实际行动粉碎了所谓“货币政策新常态不会普降利率”的谬论。理论上,未来还存在75个基点的降息空间。考虑到今年PSL以及MLF到期,以及同业存款纳入存款计算范围,追缴存款准备金需要对冲,需要投放3万亿元左右资金,理论上需要准备金率下调6次左右。

## 改革深化提升风险偏好

仅仅是政策宽松并无助于股市走牛,经济下行周期股市暴跌的案例其实同样存在,尤其是仅仅依靠强刺激政策的案例中,即使股市可能会出现短期暴涨,但之后的暴跌更加惨烈,因此,同时要深化改革和推动经济转型,这才是对于股市的真正呵护。

有专家指出,2014年应当是改革设计的元年,中央提出了各项改革要求,各有关部门都在抓紧设计改革方案,今年底、2015年初这些方案便开始陆续出台,因此,改革任务真正密集的应当是在2015年。

李慧勇预计,2015年将集中推进国企改革、土地制度改革、金融体制改革、公用事业价格改革以及以“一带一路”为代表的走出去战略的落实。国企改革预计在国有资本布局结构的调整、国有资本投资运

营公司的组建、非国有资本的引入、国有企业分类管理、法人治理与负责人考核、员工持股与股权激励计划等六个方面都将有所突破,国企改革背后是100万亿以上的国有资产存量,能够释放巨大的改革红利。土改将围绕土地集约化使用,盘活土地存量以及农地流转三条主线展开。金融改革方面,刚性兑付将进一步打破,民营银行、资产证券化产品将得到进一步鼓励和发展。公用事业价格改革预计将在问题比较突出的医药、能源、交通、环保四大领域展开。更为细致的“一带一路”规划或实施路线图则可能会出台,沿线国家未来5年累计基建投资或为3万亿美元。

改革推进对市场的影响则是进一步提升风险偏好和估值水平的提升。实际上,无风险利率下行并不是

本轮股市上涨的最主要影响因素。换个角度看,未来无风险利率的下行将进一步提升市场估值水平。数据显示,从公开市场利率水平看,中国3年期国债收益率远高于美国3年期国债收益率,由于中国是利率多轨制,若参照银行理财产品甚至是信托产品的收益率水平,则无风险利率的水平在5%左右。

分析人士认为,改革举措的陆续推出将给市场提供丰富多彩的主题投资机会,因而未来的主题投资会更加常态化,与此对应的则是不同板块之间的轮动,能够准确把握轮动节奏的投资者则能够获得超额收益,看起来比较笨但同时也很有效的方法则是守株待兔,即精选重点改革领域的投资标的,中长期持有,该项改革有新的政策出台,理论上都有获得市场关注的可能。

## 蓝筹估值修复将延续

牛市预期较明确,可是到底买什么标的才是关键。在本轮股市上涨中,满仓踏空、满仓被套的现象并不鲜见,原因很简单,没有买到股票。如何在2015年避免这一局面的重现?分析人士认为,由于市场已经由存量资金博弈转变为增量资金博弈,应当摆脱市场“缺钱”、“钱少”的熊市思维。

海通证券首席经济学家李迅雷表示,目前,中国居民家庭的资产配置还是存在明显的不合理,即权益类资产的配置比例过低,近几年大约只有3%左右,2010年美国居民家庭则要占到29%;此外,2014年估计中国居民家庭房地产的配置要占68%左右,而2010年美国居民家庭只占34%。显然,中国居民家庭今后要做的事,就是降低房地产和银行

储蓄(25%)的占比,提高银行理财产品的占比及其他证券类资产的占比,尤其是提高权益类资产的占比。这一配置比例的调整将成为推动股市繁荣的长期而持续的动力。

事实上,“有钱”、“任性”并不只是一种简单的调侃,而是对于当前市场特征的真实刻画,借助两融等杠杆化的操作,只能是进一步放大牛市效应。比如,券商股的大幅拉升几乎超出所有人的预期,几乎每一次回调都是买入良机。如何精选标的,不再错过下一个券商股显然都是所有投资者需要认真思考的问题。

分析人士称,任何分析在事后看可能都与实际情况存在误差,但就当前情况来看,蓝筹股的估值修复应存较乐观的空间,投资者对于这一空间的

大小以及估值修复的持续时间应有充分估计。因为真正被市场看好的板块不仅仅应当回到合理的估值水平,甚至有一定的估值溢价,牛市中任何乐观的预测在未来看可能都不为过。

具体而言,估值偏低的蓝筹股涉及银行、石化、煤炭、钢铁、电力等板块,尽管已经开始了估值修复的进程,但这一进程应当尚未结束。以银行板块为例,2015年的业绩增速不排除可能会下降,但这种预期已经体现在股价中,股价向上的概率远大于向下。有乐观者称,“银行作为最具估值柔性的板块,给到1.5倍PB都不离谱”,如果这一预言成真,银行股还有约50%的上涨空间。到底能否成为现实,就看2015年股市的风到底会大到什么程度了。

## 券商拓展两融动力足

□本报记者 倪铭娅

市场情绪的高涨更多地来自对政策预期,包括对货币政策的放松以及“一带一路”等政策的推进,但相关政策的效果和时点仍有较大不确定性,市场的亢奋推高股指的同时也积累了更多风险。市场支撑基础并不牢固,预计短期大盘高位仍面临震荡反复。

## 市场波动料加剧

10月以来融资融券余额急剧膨胀,不少券商甚至已经出现了无钱可借的局面,在这种情况下,证券公司只能通过不断地发债甚至是转让融资融券业务债权收益权进行融资。

业内人士认为,融资余额正在不断逼近券商净资本所能支持的上限,近期券商各类债权、股权融资措施不断,将为融资余额增长打开空间。需要指出的是,作为杠杆工具,融资融券在放大收益的同时也在放大风险,并且急剧加大市场的整体波幅。另外,金融和建筑业同时出现在融资买入、融券卖出的排行榜前列,这显示市场对前期涨幅较大的此类品种的后市走势出现分歧,这或在一定程度上暗示板块后期将有所分化。

## 板块分化会更明显

从行业来看,上周有27个行业为融资净流入,与前期持平。融资净流入额超过1亿元的有26个行业,较前期多了2个行业,其中前五名分别为:非银行金融、银行、建筑、交通运输、机械融资净流入分别为145.85亿元、87.61亿元、51.45亿元、33.77亿元和31.32亿元。上周融资净流出额最大的两个行业为国防军工和餐饮旅游,其中分别融资净流出2.90亿元和0.88亿元。融资买入力度有所下滑。

从上周两市ETF融资融券情况来看,融资余额为837.29亿元,融券余额为25.81亿元,融资融券余额为863.10亿元。融资余额上升,融券余额上升。

中天证券研究报告认为,从行业排名看,金融业、建筑业同时出现在融资买入、融券卖出的排行榜前列,这显示市场对前期涨幅较大的此类品种的后市走势出现分歧。

东莞证券报告认为,目前经济数据仍然偏弱,且并无明显好转迹象,

需要指出的是,作为杠杆工具,融资融券在放大收益的同时也在放大风险,并且急剧加大市场的整体波幅。

中金公司研究部执行总经理王汉锋22日在2015年中金公司宏观策略会上表示,尽管目前融资融券制度较之前有所改进,但现在的问题是融资容易,融券难,单边市场问题突出,当市场有下跌压力时,该缺陷会比较明显。因此,现有的融资融券制度放大了市场波动的风险。

## 明年投资有望侧重基建

□本报记者 赵静扬

如果消费、出口不振,那刺激经济增长就要“靠投资”,即通过增加投资扩大需求了。“修路、建桥、制造机器设备、钢材、水泥等各种物资消耗了,需求增加了,就可以使潜在的生产能力得以实现,从而拉动经济增长”。

罗云毅表示,投资和生产的最终目的是扩大消费,但从长期增长看,并不能简单地依靠投资。消费和投资尽管都可以在短期内作为需求要素对经济增长起拉动作用,但投资还可以作为供给要素在长期中对经济增长起支撑作用,这是投资最本质的意义所在,也是与消费完全不同的。

不少分析机构也认为,2015年的投资增速虽不会过快,但在出口相对薄弱的情况下,依然会对经济增长产生有力支撑。从三大需求的情况来看,平安证券研究认为,2015年投资缓慢向下,消费相对平稳,贸易顺差扩大。

在投资方面,中国经济在2014年经受住了房地产投资滑坡式下行的冲击,2015年,房地产投资将逐渐趋稳,但由于基数原因呈现前低后高的走势,制造业投资仍将受制于工业生产去产能过程中的低迷状况,继续缓慢下行;而基建投资将成为支撑固定资产投资的主要力量。总体来看2015年投资增速将下滑,但下行幅度将更为平缓,预计增速将在13.5%左右。

对于2015年投资重点倾向哪些领域,国家发改委主任徐绍史解释说,一方面,着力推进重大基础设施建设,7个工程包要抓紧抓实抓出成效,发改委还准备推出新的工程包。另一方面,要用好管好预算内投资,一定要加大重点领域投入。同时,投资向农业水利、中西部铁路、保障性安居工程等重大基础设施、生态建设、民生、老少边穷等领域和地区的倾斜,也就是说,“调结构、惠民生”是大前提。

徐绍史指出,“投资”还有另一层含义,就是“融资”。钱不光是政府出,还要与政策性金融、债券、基金、保险等资金协调配合,着力撬动社会资本,解决“谁来投”和“怎么投”的问题。

## 促增长不可忽视投资

罗云毅表示,从短期的需求管理政策角度而言,投资、消费和出口都是需求因素。如果短期内消费、出口很旺,可以直接拉动经济增长,就无必要刻意刺激投资。但