

明年A股估值水平有望继续提升

□ 万联证券研究所所长 傅子恒

由改革与政策调整驱动的结构性主题行情,成为2014年A股二级市场行情运行的基本特征。行至年末岁尾,明年行情如何演绎以及走向何方?笔者认为,在流动性宽松与改革预期“双轮驱动”下,A股市场有望继续展开结构性主题行情,这是市场运行的正向驱动因素。而市场不利的因素在于经济增速继续下滑、美联储2015年可能进入加息周期、“两融”新增资金介入导致的市场不确定性波动风险增加等方面。

流动性环境相对宽松

可以预计,2015年各项经济与社会改革将一如既往地向前推进。如果说2013年是我国经济体现全面深化改革的“布局”与“预热”元年,2014年则是这一布局正式实施的“启动”之年,从一个连贯的时间周期看,改革则仍处在启动初期,2015年应当是经济体制改革持续推进的时间节点。

目前来看,国企混合所有制改革,国有企业与公共部门的收入分配制度改革,土地流转与户籍、地方政府财政获取与融资方式改革、房地产信息登记基础设施建设、医疗养老保障相关的涉

及居民自由迁徙权益的改革等等,这些讨论已久的热点领域改革有望在2015年破题并可能提速。从市场关联角度来看,这些改革最被关注的议题在于以下两方面:

一是国资国企改革。2014年7月国资委公布了开展“四项改革”试点首批名单,入围企业与改革重点包括,在国家开发投资公司、中粮集团开展改组国有资本投资公司试点,在中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展发展混合所有制经济试点等。地方国企改革层面,2014年内已有25省市公布国资改革方案,内容涉及引入非公经济增强经营活力、企业治理结构提升、政府监管方式转变、区分不同国企功能确定收益分配模式等。对于国有企业改革顶层设计已基本达成共识,核心要点是在竞争性领域国资投资运营不要求绝对控股。以股权结构调整与经营方式改革为预期推力,国资国企改革热点有望延续,继续成为2015年度的主题性投资机会。

土地流转改革破题属于经济改革层面的第二个重要议题。土地市场化改革的大方向是解决好中国新型城镇化建设进程中农村的耕地、建设用地和宅基地等土地问题,提高土地利用效率,更好地发展农业适度规模经营,以及解放农村劳动力,使更多农民转变为城市(城镇)市

民。改革将进一步解放生产力,改革红利预计也将继续惠及、辐射到A股市场。

政策预期方面,2015年中国经济面临继续下滑压力,货币与财政政策适度放宽的前景可期,这将为A股市场输送相对充裕的流动性。经济增速下滑促使决策层进行政策调整,央行于11月底开启降息窗口,预计2015年将有再度或多次降息、降准举措。总体观察,2015年货币投放量将会维持总量适度宽松、结构较宽松的局面,这将使得A股市场面临相对宽松的流动性环境。

“资产搬家”是促动市场流动性宽松的另一个重要方面,首先是房地产等传统行业中的投资、投机资金。我国投资渠道相对狭窄,普通居民的投资标的只有房地产、股票、理财产品等不多的“正规的”投资渠道可供选择,而多年以来大量具有投机性质的民间资金游离于传统行业之间,寻找投资机会,这些资金以往主要投资的标的是房地产以及煤矿、金属矿等传统行业项目,随着我国经济转型的深化,这些行业进入了低迷期。最近半年来,股票市场持续上涨,受赚钱效应与预期影响,这些投机资金逐步流入股市。

其次是银行理财产品。截至2014年7月中

旬,我国银行理财产品余额规模已经接近14万亿元,随着利率市场化以及非标资产整顿的影响,银行理财产品的收益率开始下滑,股市行情火爆吸引部分资金流入股市,只要财富效应继续存在,2015年这一流入趋势仍将延续。

三是券商两融业务。两融业务2014年以来规模快速扩张,目前已经达到一万亿的规模,根据当前证券公司的资本金等情况推测,融资融券规模理论上可以达到2.5万亿规模。两融业务以及上述其他资金入市将会助涨股市,但逐利行动也将加大市场的反向波动风险。

关注市场不确定性因素

对于2015年A股市场风险,笔者认为主要在以下几个方面:一是我国降息对应美国加息周期,目前的预期已经存在,现实可能发生在明年年中。美联储加息使得美元升值步伐在2015年内将会延续,而我国降息与美国可能的加息形成时间上的叠加,人民币兑美元可能出现持续性贬值走向,国际资本可能回流美国本土市场,成为冲击A股的外围环境中的一个不确定因素。

二是融资融券行为对市场的影响。两融业务自2010年3月31日试点启动,2014年的急速增长为下半年行情提供了增量的推动资金,但在

股指大幅上涨之后,接近万亿元水平的融资余额,也为A股市场增添了不确定性。从国际市场看,两融业务发展到成熟阶段时,融资融券业务余额规模占总市值的大约2%至3%。就目前的A股市场状态看,在股指大幅上涨之后,需防范已经很大的该业务对市场产生负向的冲击。

此外,2015年沪港通对A股的影响可能加大。沪港通最大的意义是打通了境内资本市场与国际资本市场的联系,进一步推动境内资本市场的对外开放。考虑到决策与布局等时滞因素,同时2015年A股被纳入MSCI新兴市场指数的概率可能因沪港通的存在与发展而增加,沪港通以及随后可能推出的深港通对A股的影响将可能持续扩增,从而增大市场的双向波动性。

展望2015年行情,笔者认为,在全面深化改革与降息与降准背景之下,改革预期与流动性宽松有望继续提升A股的估值水平,在这两个因素的“双轮”驱动之下,A股市场有望继续提供结构性主题投资机会;而融资融券以及场外资金可能的逆向流动,将会增大A股市场的不确定性波动。市场机会与安全边际预计更多存在于涨幅不大和潜在未被挖掘的品种群体,2015年投资需要冷静与理智决策,同时把握准市场与个股股价的运行节奏,方能取得良好的投资结果。

降准只是时间问题

□ 民生证券研究院副院长 管清友

民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

在连续下调回购利率和注入基础货币后,实体经济成本高企的顽疾并没有得到解决,央行直接祭出降息举措。降息继续压低低风险收益率和信用溢价,提升了股市相对吸引力。此外,降息降低企业财务费用,直接改善企业盈利,中长期负债占比高的企业获益明显。

而在新常态下,重工业产能由不足转向过剩再转向去产能,实体信贷需求被抑制。银行更注重自身资产的安全性,流动性沉积于金融体系内部,实体经济流动性可谓冰火两重天。券商面对越来越多的融资需求,但借贷资金不足,只能去寻找长期稳定的资金来源。而银行由于表外严监管和风险偏好收缩,失去了对非标和同业创新的兴趣,沉寂了大量的基础货币和理财

资金用不到实体经济,而债券市场的收益率已降无可降。在此背景下,券商将已有的融资融券资产向银行抵押融资,银行也积极将沉积的流动性和理财资金投入股市,来自金融体系的风由此形成。

同时,伴随着无风险利率降低和刚性兑付打破,实体经济开启了资产重配。银行资产规模的快速扩张和储蓄率拐点导致银行不得不借道高息理财产品来争夺存款,负债端中资金来源不稳定的同业负债占比快速攀升,货币基金借力互联网技术也直接进入。实体经济投资率下降的速度快于储蓄率,银行提供高息理财产品争夺负债来源动力减弱。此外,由于刚性兑付被打破,投资者对理财、信托产品要求的信用溢价开始上升。

随着以上情况的出现,投资者配置于信贷类理财信托的积极性在下降,债券市场收益率已降至低点,如果考虑到蓝筹股的低估值(潜在

的高收益率资产),巨量来自地方政府基建和房地产开发投资的资金开始涌入股市。资金叠加券商两融和伞形信托加杠杆,A股的成交量轻松突破万亿大关也就不足为奇。

展望2015年,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,预计明年宏观经济增速较今年将继续放缓。但在过剩产能和房产高库存未明显去化前,货币宽松向实体经济传导的渠道仍将受阻。将资产配置于股市将是投资者更偏好的投资方式,牛市仍将持续。

在经济下行压力下,保持宏观经济稳定是央行最首要考虑的问题。存款利率上浮和一般性存款分流至高收益资产,意味着本轮降息对银行负债成本下降的作用有限。如果银行负债成本不降,风险偏好收缩不改,银行仍会通过贷款利率上浮将成本转嫁至实体经济,也就很难

化解存量债务风险和形成经济增量拉动,因此明年央行还会有降息举措。

在外汇占款收缩的背景下,基础货币缺口压力巨大,维系高存款准备金率的必要性不足。若存款准备金率不下调,一般性存款内生性增长会自动增加存款准备金的补缴规模。若非存款类同业存款纳入一般性存款,存款准备金将多补缴1.3万亿,需两至三次下调准备金率对冲。因此,明年降准也只是时间问题。

同时,积极的财政政策也为投资者提供了机会。笔者认为,2015年房地产投资累计增速为5%-10%之间。制造业投资下行压力依然很大,除非货币宽松能带来经济增量(主要是房地产开工)的改善,但考虑到房地产库存高企,发生这种可能性的概率不高,预计2015年制造业投资大约在10%左右。在底线思维下,还需政府主导基建投资托底经济。按25%基建投资增速计

算,2015年基建投资高达14.4万亿。大量基建项目的推出直接利好建筑板块以及上游的钢铁、水泥等建材板块。

非标转标之后,大量的融资需求需要直接融资来承接,包括债券市场和股票市场融资,但我国这两项融资的比例不到15%,远低于发达国家以及印度、巴西等新兴经济体70%以上的平均水平,其中股票市场的差距尤为明显。国务院日前要求加快股票发行注册制改革。明确提出了取消股票发行的持续盈利条件,降低小微和创新企业上市的门槛。在国内中小企业普遍“融资难、融资贵”的背景下,股票发行注册制方案可能于2015年出台,以切实降低企业融资成本。股票发行注册制推出后,一些现阶段无法盈利但拥有极高成长性的“潜力股”企业将直接受益,打破企业扩张和技术创新的融资瓶颈,这也将为A股带来新的投资机会。

国寿绿洲

一份保单=人性管理+贴心关爱+后顾之忧+...

款款相连 全心保障



中国人寿
CHINA LIFE

- 人性设计 灵活搭配
- 责任多样 覆盖面广
- 缴费灵活 处理便捷
- 功能强大 适用面广
- 低廉保费 高额保障
- 选择绿洲 劳享无忧

中国人寿保险股份有限公司
北京市西城区金融大街16号

客户服务专线
95519 www.e-chinalife.com