

2015 重新估值的盛宴

□本报记者 卫保川 曹水水

“谈估值,你就输在了起跑线上”,在市场充满如此投资气氛之时,2014年本报新年特刊发表了以《2014:关注老价值 把握新机会》为标题的市场展望文章,提出了首先要关注“老价值”的观点。其核心逻辑在于:“利率一旦转向,债券以及类债券、高股息的部分蓝筹股,将浮现绝好的买点,特别是在国企改革逐步深入的历史背景下。”2014年的市场走势已经验证了我们当初的判断,债券市场前三季度涨势如虹,其后蓝筹股强势崛起。

展望2015年的市场机会,我们的逻辑并没有变

化。在经济增速已经告别高速、未来必须面对中低速现实的背景下,叠加债务杠杆已经很高这一无法回避的挑战,自2014年下半年开始的利率向下调整远未结束;与过去我们总是面临周期性问题,货币政策松紧交替不同,本轮利率向下调整是一个长期趋势。我们坚定地认为,股票市场的估值推动牛市刚刚开始,目前展开的仅仅是基于无风险利率下调的低估值、低价股革命,未来还会迎来基于风险溢价不同而导致的更深入的估值分化。

但与市场上目前流行的看法不同,我们也对市场保持了一份谨慎。缺乏业绩高增长的驱动,本轮行情可能并不是传统意义上的周期性牛市;不同板块估值

差异巨大,股票供给也不同于历史上的增速,供给短缺造成的稀缺溢价将成为历史,因此这也不是一次全面牛市,更可能是一轮不同行业“剩者”的盛宴。

增速下降拉低利率

一个经济体的经济增长速度与预期利率水平有着密不可分的正向线性关系:增长水平高,利率一般也会比较高。因为任何一个经济体出现持续高速增长,都是由快速工业化所引致的,而资金密集型的重工业化是其核心。在此期间,由于总需求扩张,投资收益率优异,投资引致更多投资,与之相伴的是利率始终维持在一个较高水平。(下转T02版)



CFP图片 制图/尹建

□本报市场新闻部

1 上证综指突破4000点

当今年3月份沪综指失守2000点的时候,恐怕没有几个投资者会想到大盘在短期内能重上3000点。2014年的逆转走势,也为2015年的行情演绎带来了较多期待。

展望2015年,支撑市场向上的做多动力继续存在,而且在某种程度上还会得以强化。一方面,改革大幕已经开启,2015年将成为各项改革政策加速落实的一年,A股投资者的风险偏好势必将因此继续保持在较高位置,并给予市场坚实支撑。另一方面,经济转型持续深入,与之伴随的经济增长中枢下行和利率市场化,均将继续压低无风险利率水平,这在提升市场整体估值的同时,也将持续增大居民财富再配置的热情,场外资金入市的积极性预计将持续走高。

在上述两大牛市动力有望将进一步强化的背景下,有理由对2015年的股市多一分期待。尽管经过2014年的大幅上涨,指数阶段震荡甚至调整的需求都明显增大,但向上趋势并未改变。从沪综指角度看,在重归“3时代”后,突破4000点理应成为多头下一个攻击目标。

2 两融余额站上15000亿元

7月以来主板大盘强势上行,融资融券余额也快速攀升,突破万亿元关口。2015年,伴随券商融资渠道拓宽和两融标的扩容,融资融券余额有望继续攀升,预计将突破15000亿元。

一方面,券商谋求继续拓宽融资通道,股权融资浪潮掀起。2014年12月16日,西部证券、财通证券、东吴证券先后发布公告称,将于12月19日分别公开招标发行5亿元、4.5亿元和10亿元的短期融资券。据统计,截至12月19日,2014年已发行的证券公司短期融资券合计238只,面值总额为3950.9亿元。2014年券商发行的各类债务融资工具合计已超过5800亿元,再创历史新高。近期广发证券、华

泰证券和海通证券相继提出发行H股,券商的各类融资举措将打开融资融券余额的增长空间。

另一方面,两融标的料将继续扩容。自2014年9月22日起,融资融券标的股票数量从695只扩大至900只。每次标的扩容后两融余额都会上一个台阶,2015年两融标的料将继续扩容,大规模新增的融资融券标的将延续抬升两融余额。

3 美元指数破百

美元在2014年可谓涨势如虹,美元指数年末突破90关口,全年升幅超过12%。本轮美元走强,主要依赖于美国经济基本面和货币政策相较于其他经济体的领先优势。一方面,美国经济率先回归常态,美联储2014年10月正式结束QE,开启货币正常化进程;另一方面,在美元指数中权重最大的欧元和日元则缺乏支撑。由于经济复苏明显滞后,2014年欧洲央行先后宣布降息、实施存款负利率、扩大量宽规模,日本央行也于10月底再次宣布加快货币扩张。

展望2015年,美强、欧日弱的经济格局和货币政策差异难以改变。在经济回升、失业率下降背景下,美联储加息只是时间问题,市场预计到2015年末美联储基准利率将逐渐升至1%。而欧日方面,则仍看不到资产负债表扩张结束的迹象。欧元区通胀率长期大幅低于目标,使其经济复苏异常脆弱,欧洲央行很可能进一步扩大量宽操作;而鉴于日本经济陷入技术性衰退、通胀难达预期,尽管货币的刺激效应边际递减,日本央行大概率也只能将宽松进行到底。在此背景下,美国相对于欧日的利差有望持续扩大,从而吸引跨境资金流入美国,推动美元进一步走强。有机构预计,欧元对美元在2015年可能会跌破1.10,美元指数2015年有望向100发起进攻。

4 原油黄金继续“冬眠”

因全球大宗商品依然难以走出熊市,2015年预计原油、黄金难以出现有效反弹。预计原油最低跌至40美元/桶,黄金最低跌至800美元/盎司。

原油方面,以美国为代表的非欧佩克国家原油产量的持续增长以及OPEC产油国坚持不减产的决心,导致2015年原油市场仍将延续供应

过剩格局。在需求面没有较大改观且美元持续走强的预期下,国际油价仍将维持弱势。存在的变数包括:主产国迫于预算和成本压力主动减产、地缘政治风险再现和美元走势出现回调。

黄金方面,2015年美国经济预计持续复苏,增加投资黄金的机会成本,低通胀使得黄金最重要的抗通胀作用无从发挥。预计黄金金币金条需求可能进一步下滑,ETF维持缓慢减持状态,央行购金或面临压力。若无重大意外,黄金在2015年没有太多理由逆转下跌趋势。预计黄金在2015年最低将跌至800美元一线。

5 十年国债利率挑战3.2%

在2014年波澜壮阔的债券牛市行情中,指标品种十年期国债利率最低降至3.5%左右,距离2010年和2012年两轮牛市中3.2%左右的利率低点尚有一定距离。乐观假设下,2015年十年期国债利率跌破3.2%不是没有可能。

在2014年7.5%的增速失守后,2015年的经济仍面临低迷形势;同时,2015年上半年存在通缩风险。在这样的基本面背景下,货币政策还有放松空间。2014年央行主要选择定向政策的初衷是担心资金继续流向预算软约束主体,随着地方政府融资政策约束的进一步增强,房地产跨过周期拐点,货币宽松掣肘明显缓解,2015年降息、降准空间明显增大。如果2015年上半年物价通缩风险现实发生,叠加货币政策进一步放松,则十年期国债利率突破2014年低点的可能性很大,进一步下探乃至突破3.2%的低点也有可能。

6 注册制破题

2014年我国资本市场制度建设亮点颇多:3月21日,证监会发布《优先股试点管理办法》;4月首次提出的沪港通于11月17日正式“通车”,打通了沪港两地股票市场;5月9日《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,绘制资本市场顶层设计蓝图;再到7月4日,证监会发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(征求意见稿)》,标志新一轮退市制度改革启动等。(下转T02版)

T03

牛市起航
券商看市暖意浓



T04

细验成色
牛市尚存三道槛



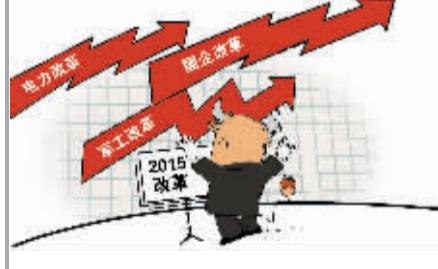
T05

主题潮起
羊年奏响四旋律



T06

改革花开
三箭齐发觅升机



T07

债牛过半
精耕细作争主动



T08

底部难现
大宗商品跌跌跌

