

■ 大视野

# 股市持续上涨有待基本面支持

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

2014年下半年，中国股市经历了一轮快速上涨的行情，远好于海外主要市场表现，可谓雄冠全球。新一届政府加大了改革力度，诸多改革措施的加快推进，如沪港通开放、金融改革、财税改革、户籍改革以及城镇化改革等提振了市场信心，并有利于释放制度红利，带领中国股市走出低迷，甚至形成牛市。

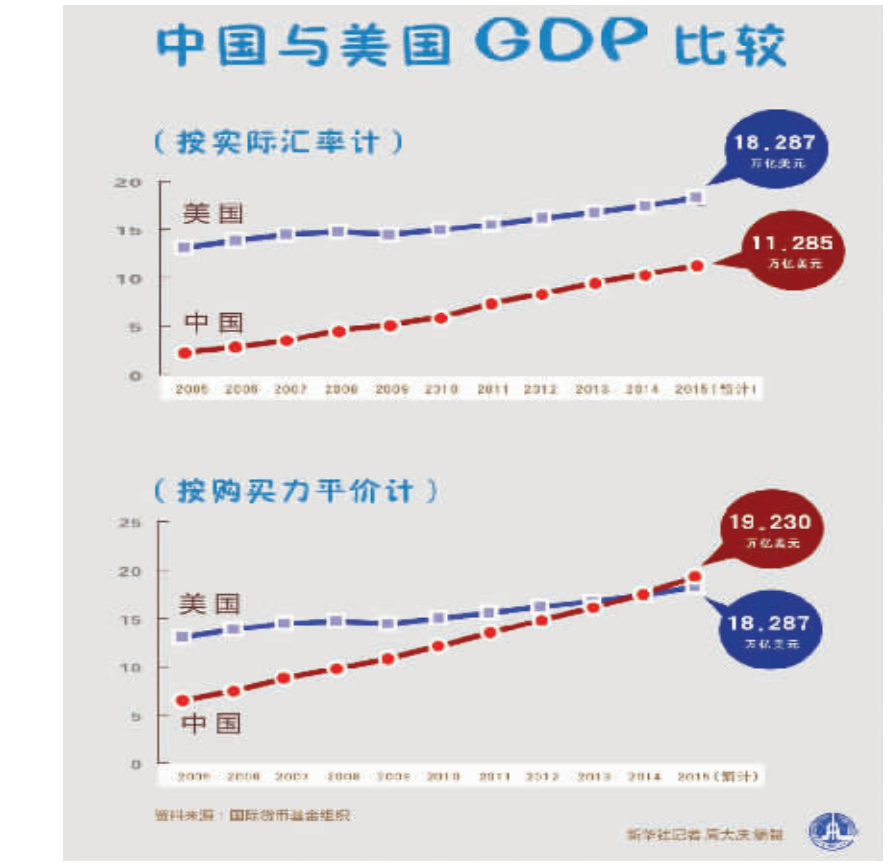
毫无疑问，本轮股市上涨是基于过低估值修复，央行降息导致流动性压力缓解以及市场对改革持乐观预期等因素综合作用的结果。而在笔者看来，一定程度的股市上涨不仅是决策层乐见的，也是化解中国经济困境所需要的。毕竟中国股市已有很长一段时间处于熊市，蓝筹股被低估，不利于股市发挥直接融资的功能。而且股市反弹也有利于疏通直接融资渠道，降低企业融资成本，补充企业资本金进而降低企业杠杆率过高的风险。

尽管如此，去年底A股呈现的快速上涨行情仍旧超出了笔者预期。可以看到，本轮牛市上涨中，杠杆化产品得到了大量使用，从数据来看，目前市场融资融券规模突破万亿，而实际上，这一数字在本轮行情启动前的2014年4月末才刚刚超过了4000亿元，增长之快令人吃惊。与此同时，杠杆基金、银行伞状信托等也在借助杠杆推波助澜。

可以说，本轮市场短期大涨背后有诸多乐观预期推动，但很难想象仅靠预期而脱离基本面的过快股市上涨是牢固的。因此，笔者认为，决定本轮牛市能否持续的关键在于实体经济能否改善。

从基本面来看，在新常态下，中国经济增速虽然放缓，但仍旧能够实现7%左右的增长，在全球范围内表现仍然抢眼。与此同时，改革的加速推进也将长期释放制度红利。除此以外，今年国内外经济运行可能有两个亮点：

一是房地产市场的企稳。去年9月央行支持改善性购房以来，房地产销售持续回暖。作为先行指标，如果房地产市场的反弹态势持续下去，有望带动房地产投资在一到



两个季度之后企稳，对2015年中国经济增长起到关键作用。

二是全球油价的下跌。当前油价不断下跌，考虑到OPEC已经表态未来几个月石油不会减产，笔者认为，油价下跌趋势还远未结束。而油价下跌有利于降低能源企业运营成本与降低运输成本，并对企业利润和居民消费都带来一定好处。

三是从海外形势来看，美国强劲复苏是个亮点。同时，美国劳动力市场与消费支出之间目前进入了一个比较正面的良性循环，劳动者收入的增加推动了消费支出的增加，消费支出的增加进一步推动了经济增长和

劳动力市场的复苏。可以看到，当前美国第三轮量化宽松已经结束，加息或将提上日程，鉴于美国就业市场的好转，美国本轮经济复苏的基础比前两次QE退出时更加稳健。

当然，笔者也不得不提醒投资者关注以下三点不确定性。第一，改革与增长的艰难平衡。毫无疑问，从长期来看，改革是最大的红利，市场对此也充满期待，但短期内，部分改革也难免对经济增长产生影响，这就使得如何协调改革次序至关重要。

展望2015年，改革将进入攻坚阶段，财税改革无疑将成为重中之重。众所周知，截至1月5日中央政府已经对地方政府存量债

务进行了甄别，有助于将政府债务公开化，控制债务风险。但是，财税改革会对短期的经济增长产生相当的不确定性。例如，中国固定资产投资中存在很大一块地方政府投资，这部分投资过去是在地方政府不透明度的情况下通过对外借款实现的。在财税改革给地方政府套上紧箍咒之后，国务院允许地方债的额度是否足够补上这些缺口？如果地方借款的总规模持续增长，那么财政负担就会不断上升；反过来，如果额度缩减，可能意味着地方的基建投资规模会下降，如果房地产投资的回暖不足以对冲地方政府投资的下降，难免会对整个经济增长和相关周期类公司的企业盈利产生负面影响。

第二，欧债危机进入新阶段，欧洲有可能会经受希腊退出的洗礼。调查显示，1月25日即将举行的希腊大选中，一旦希腊极左政党Syriza赢得大选，希腊将对援助项目条款重新谈判，增加了投资者对于希腊退出欧元区的担忧。笔者认为，此次希腊退出欧元区的概率已然加大，毕竟持续两年多的紧缩已让希腊人不堪重压。可以说，2015年欧洲将存在较大不确定性，希腊退出欧元区或成为现实。

第三，美元走强将冲击新兴市场。美国经济强劲复苏是2015年海外经济的亮点，与之相伴，美元也将继续走强，资金从新兴市场回流美国将加剧新兴市场困境。实际上，当前俄罗斯卢布遭遇滑铁卢，风险加剧都与之有关。对此，中国出口也将承受一定压力。一是过去一段时间，中国对新兴市场国家出口增长较快，而如果今年部分新兴市场国家受到冲击，中国出口也将受到影响；二是汇率方面，不难发现，汇改以来，人民币仍盯住美元，这也使得今年外汇市场更加动荡，导致人民币导致对美元贬值，对于非美元汇率升值的局面，更加浮动的汇率将给决策层带来更多考验。

综上，笔者期待中国资本市场迎来一轮牛市，而当前中国同样也需要一轮牛市。笔者建议，下一步，投资者需要切实关注改革推进的情况以及国内外经济变化趋势，切忌盲目跟风，过度依靠杠杆而加大投资风险。

## 经济增速保持7%以上仍具较好基础

□中国物流信息中心副总经济师 陈中涛

当前宏观经济形势基本保持稳定。2014年12月份，制造业采购经理指数(PMI)为50.1%，较11月回落0.2个百分点，降幅收窄，反映出制造业经济活动下行态势趋缓。非制造业商务活动指数小幅上升0.2个百分点，达到54.1%，显示非制造业经济活动增长有所加快。

经济运行当中出现了一定的积极变化。从制造业来看，从业人员指数波动较小，在48%以上保持稳定，反映出就业形势良好，经济运行仍处在合理区间。新出口订单指数回升，出口基本保持稳定。从行业变化来看，食品及饮料、纺织服装等行业订单增加，生产加快，元旦、春节效应开始提前释放。

从非制造业来看，服务业商务活动和新订单指数均有所上升，显示服务业发展势头良好。在节日消费拉动下，零售、快递和居民服务业保持活跃，国内消费需求增长稳中趋升。建筑业受淡季影响，商务活动指数有所回落，但仍保持较高水平；新订单尤其是新出口订单指数明显提升。制造业当中的非金属矿物制品业、铁路运输设备制造业新订单也呈明显上升态势，反映出当前基建投资、铁路建设进一步加快，对经济增长将发挥更大的支撑作用。

从2014年全年来看，制造业PMI平均水平50.7%，与前两年平均水平基本相当，并未出现大幅下降，显示经济运行稳定性增强，增速处在适度合理区间。与此同时，就业形势良好，节能减排成效显现，经济运行较为协调；结构调整加快，服务业和新兴产业蓬勃发展，显示经济运行的平衡性明显增强。

2014年，制造业PMI全年走势呈倒“V”字型，四个季度平均值中间高，两端低，分别为50.3%、50.7%、51.3%和50.4%，波动不是很大，全年平均值50.7%，较2011年有较为明显的回调，但与2012年和2013年均均为50.8%的平均水平相比，并未出现大幅下降。从制造业PMI连续三年稳定在50.8%左右来看，经济进入新常态以后，增速虽然回落，但回落态势平稳，没有出现较大波动。

在增速平稳回落过程中，就业形势良好。制造业从业人员指数，2014年自年初以来，一直保持在48%以上。从数据间的对比关系来看，从业人员指数保持在48%以上，就意味着就业形势良好。非制造业从业人员指数均值达到50%，明显高于制造业，第三产业在稳定就业方面发挥了重要作用。

结构调整推进，新兴行业崛起。服务业加快发展，2014年全年，服务业商务活动指数均值达到53%，明显高于制造业PMI均值。服务业中，传统的零售、餐饮等行业增速有所回落，但代表新兴消费热点的旅游相关服务业和信息服务业则保持着快速发展趋势。制造业内部结构优化，从制造业PMI指数来看，回落较大的行业主要集中在黑色、有色、化工等传统的高耗能、高污染、产能过剩矛盾较大的基础原材料行业，但高端装备和高新技术制造业仍延续较快增长趋势。2014年，在制造业中，计算机通信电子设备及仪器仪表制造和生物医药行业PMI平均值达到55%以上较高水平。在非制造业中，互联网及软件信息技术服务业和邮政行业商务活动指数平均值达到60%以上的高位。电信广播电视和卫星传输服务业、航空运输业

以及装卸搬运及仓储业商务活动指数达到55%以上较高水平。生态环境保护治理及公共设施管理行业发展势头加快，商务活动指数全年平均值较上年上升近4个百分点，新订单指数升幅达到5个百分点以上。

综合来看，当前新常态经济平台正在形成，2015年经济增长保持在7%以上仍具有较好基础和有利条件。保持经济稳定增长是新常态基本要求。新常态经济将伴随增速适度回落，但并不意味着增速持续下行，前期政策消化期”也不意味着是现行政策的收缩期。去年12月份召开的中央经济工作会议，对2015年经济工作定调“稳中求进”，把转方式调结构放到更加重要位置，狠抓改革攻坚，突出创新驱动，将稳增长置于经济工作的首位，强调要主动适应经济发展新常态，货币政策要松紧适度，财政政策要更加有力度，保持经济运行在合理区间。

经济稳定增长有支撑。加快结构调整，加快创新驱动，将促进新兴产业、新业态成长。经济发展不平衡性，意味着发展经济，仍有许多短板要补。在补短板过程中，有许多领域，如环保、基建、民生等领域，仍需要加大投资，投资仍有较大增长空间。关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见”出台，向民间资本开放一些投资领域，有利于投资主体多元化局面形成。投资增速有望在16%左右保持稳定。优化经济发展空间格局，促进区域协调发展、协同发展、共同发展，特别是“一带一路”等重大战略加快实施，为经济发展拓展了新空间。

企业经营活动改善有基础。据笔者调查，今年以来企业对新常态经济适应性增强，自我调整、自我提高的步伐明显加快，许多企业在

创新经营模式、加强和完善内部管理方面都有许多新动作。年终许多企业都在积极谋划，争取新年新开局。原油、矿石等能源、资源类产品价格大幅回落，有利于降低企业生产成本。现在许多地方下调最低工资指导线，劳动力成本上涨也将趋于减缓。

从PMI指数来看，当前经济运行当中出现了“通缩”的倾向和苗头，需要引起关注。当前市场需求偏弱，工业产品价格持续下行，企业产品销售困难，效益下滑，已表现出一定程度的“通缩”特征。国际上，原油、铁矿石等大宗商品价格“断崖式”下跌，又增加了输入性通缩的压力。

小企业生产经营活动明显回落。小企业生产指数、新订单指数下降，回落幅度超过2个百分点。一些小企业反映资金紧张矛盾加剧，接单困难，产品价格上不去效益差。由于市场环境已经出现明显变化，但企业自我调整尚需要时间，企业生产经营活动预期指数下降。

在当前形势下要加强社会预期引导，增强经济发展信心。市场经济是人气经济，信心经济。在经济转型过程中，要加强社会预期引导，避免社会上产生经济持续下行预期，对企业生产、投资等经营活动产生负面影响，导致政策失灵，市场启动缓慢。

要加强政策落实。货币政策见效快、影响大，具有较好的杠杆作用。2015年要结合经济形势变化，适时适度地运用货币政策杠杆活跃经济、增强信心。财政政策要创新工具和手段，发挥好更为积极的作用。有关项目的落实，要及早做出计划，分步骤、有秩序地加快实施，使之尽快发挥好稳定经济的支撑作用。

## 发行丝路债券助力“一带一路”

□国务院发展研究中心 高伟

“一带一路”规划目标宏伟，是我国建设开放经济新体制的重要立足点，当然实施所面临的融资压力也很大。成立亚投行和丝路基金对“一带一路”融资很重要，但不充分。笔者建议面向国内外金融市场发行丝路债券，丰富“一带一路”融资渠道。

丝路债券是为“一带一路”跨境或境外项目融资而发行的债券。笼统地讲，为实现“一带一路”所追求的“互通”（即政策互通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通），为“一带一路”跨境或境外项目投资、建设、运营、管理等所发行的债券，都可称为丝路债券。可根据“一带一路”不同项目的融资需求，设计灵活多样的丝路债券。需要明确的是，丝路债券是“一带一路”建设融资方式的一种，不是全部；丝路债券应主要用于境外或跨境项目，而不是境内项目，投资主体自然更复杂。

从近期看，丝路债券应突出重点，主要服务“设施联通”，既可服务于跨境或境外的公路、铁路、航空、航运、管道等传统设施的联通，也可服务于跨境或境外的电力、电信、邮政、边防、海关、质检等新领域的联通，补充项目建设和运营的资金短缺。另外，丝路债券还可补充亚投行和丝路基金的本金，比如发行境外二级资本债等，在股权融资的基础上丰富亚投行的资本补充渠道。

考虑到跨境或境外项目涉及多个国家，利益主体多元，为尊重有关国家的意愿并调动其投资积极性，丝路债券的发行主体应尽量多元化，境内投资者应与项目实施地的政府、机构和投资企业等，组建利益共同体，共同发行丝路债券，努力实现“一带一路”建设利益共享，风险共担。在境外做项目，需重视共赢，切忌赢者通吃，而通过资金纽带把大家紧紧地捆绑在一起是最稳妥的选择。

丝路债券应尽量到境外金融市场发行，充分

发挥香港、伦敦、新加坡等人民币离岸中心的作用。从内部看，国务院已取消境内企业、商业银行在境外发行人民币债券的地域限制，预计其它限制也将逐步放开；从外部看，随着美国退出QE和美元指数上升，对美债影响是负面的，而离岸人民币债券收益率相对较高，与美债关联度低，这些都有利于丝路债券的境外发行，吸引国际资金持续押注。另外，通过丝路债券的信用评级和全球路演等工作，也可扩大“一带一路”的国际影响。人民币计价的丝路债券发行得越多，使用范围越广，越能培养境外使用人民币的习惯。当丝路债券成为国际金融市场上的“金字招牌”，必能获得国际资金的青睐，也有利降低其境外融资成本。

对于“一带一路”风险较高项目的境外融资，还需做好风险隔离工作。建议通过设立SPV(Special Purpose Vehicle)等，在开曼群岛、百慕大、香港等地注册公司(或子公司)代为发行丝路债券。发行主体为境外注册企业，可减少各相关国家的审批和监管，方便债券发行，提高资金使

用效率，欢迎各种国际资金分享“一带一路”的收益。为吸引国际机构投资者参与，项目母公司可对SPV做适度担保和增信工作，设计好丝路债券的期限结构和触发机制。

在境内发行人民币计价的丝路债券，应主要面向银行间债券市场的机构投资者，采取私募形式发行，因为机构投资者具备较强的风险识别和承受能力。在境内丝路债券承销和发行方面，应重视发挥国内证券公司和信用评级机构的作用，鼓励行业内竞争。国内证券公司利用承销丝路债券的机会，可加强与跨国公司、金融机构和中介机构的合作，提升竞争能力。要重视发展境内外汇衍生品，通过中央对手方推进外汇衍生品场外交易、场内结算，满足丝路债券发行者选择持有币种的需求。

境内发行丝路债券作为宏观经济调控的一种手段，需控制好发行节奏。当境内流动性比较充裕、人民币升值压力较大时，可多发丝路债券；当境内流动性偏紧、人民币贬值压力较大时，需减少丝路债券发行。

### 提升内生增长力 亟须加快民资开放

□万联证券研究所所长 傅子恒

央行日前印发的《关于做好个人征信业务准备工作的通知》中，要求8家机构做好个人征信业务的准备工作。这一信息迅即激起市场各方的关注，原因在于8家获准涉足的公司均为民营资本主导的公司，这预示着在我国个人征信市场这一重要领域的开放，不再以国资与民资作为准入衡量的标准，民营企业作为公平的市场主体被允许介入该行业。

对于这一重要信息，市场聚焦之处在于以下两个方面：一是个人征信体系建设事关市场公平、有序竞争。我国多年以来个人诚信缺失的原因是多方面的，但无可否认的一个事实是，个人信用信息不充分、不完备、不对称所引发的道德风险，是市场欺诈行为能够得逞、违规现象大量存在的重要原因。个人征信体系建设有利于从源头控制市场中的道德风险，提升市场失信行为的违规成本，规范市场秩序，促进市场有序竞争，最终实现诚信市场、法制市场、效率市场目标，其重要意义自不待言。

二是这一领域向民间资本开放。个人征信行为体现在市场交易中的任何一个方面，目前来看，央行以房地产信贷与个人信用卡消费信贷记录登记为主要载体的征信记录，仅只是个人征信信息的很小的一部分，政府对个人征信建设的努力方向只能是最基本的记录部分，海量的个人信息记载，诚信体系需进行专门的分类整理、汇存与发布，这就需要广泛的市场主体参与建设。征信体系建设的主体可以是国资，也可以是民资，管制放松需体现出对所有市场主体一视同仁的开放精神。

一个很明显的事实是，市场给予在管制放松中更多向民资开放以更多的掌声。首先即是对开放中一视同仁精神的赞许，长期以来，我国许多领域一直将民间资本排除在外，民间资本在市场竞争中并没有实现真正的“国民待遇”，改革开放过程是一个有序的管制放松的过程，开放首先体现在市场化准入方面，而市场准入的优先开放对象是国有资本，时至今日，众多领域依旧对民间资本设置了有形与无形的门槛。

以目前被普遍接受的市场理论来看，在市场经济条件下，国有资本发挥作用、国有企业存在的理由是外部性、自然垄断、收入分配不公平的存在以及基于国家战略安全的需要等几个有限的方面，也即是说，国有企业应当存在于市场竞争不能涵盖的领域，或者因国家战略安全需要限定市场竞争的领域，这些领域需要由国有资本、国有企业发挥主导与控制作用，而对于广阔的市场竞争领域，则不当由国有企业进行主导、控制；尽管我国宪法规定国有资本在国民经济中居于主导地位，但主导不是全面的控制，更不当是对民营资本的排斥，而在现实中，众多领域对民间资本是直接间接排斥，结果导致国有资本基于行政准入管制进行市场垄断的事实。放松准入管制，引进更多民间资本进入国企垄断行业，促使市场公平竞争，自然会受到人们的欢迎，尤其是对于本该就完全放开的竞争性行业，更是如此。

对国有部门与民营企业效率问题的评价，大多数人有许多基于个人感受与体验方面的真切对比，因而呼唤放松准入管制。关于用户体验与市场效率问题，人们可以从互联网消费、邮政服务、物流配送等各个层面进行广泛对比，尤其是在互联网服务领域，民营企业的便捷、高效与服务满意度各个层面正在与国有企业拉开距离，垄断国企与竞争行业所带给消费者的感受自不待言。

更深入的研究可以发现，由开放激起的民营资本迸发出的创新与创造活力往往更强劲、更持久。回顾历史，我国最先开放的行业是纺织业，100年以来，即便是在西方列强坚船利炮的逼迫之下被迫进行的开放，纺织业也是很快成为我国唯一可以与列强竞争的民族支柱产业；30多年以前，在改革开放之初，我国最先开放的行业是民用方向的家电、轻工制造、商业零售等一般加工制造与服务性行业，恰恰也是这些行业成为如今最具竞争力的行业，奠定了我国作为全球性制造大国的国际地位，反倒是那些一直受到政策保护没有实现充分竞争的行业，一直无法真正成长与成熟。

近10年以来，互联网行业自开始就没有设置国资与民资的歧视性准入门槛，国资与民资进行充分竞争，起先也有许多国资背景的互联网公司参与竞争，但最终成功胜出的几乎都是民营企业。互联网行业也是开放程度最高的，时至今日，新浪、搜狐、百度、腾讯、京东、阿里巴巴等公司分别在不同的资本市场上，借助资本市场资本集平台，这些公司中有的已经超越众多传统公司，成为全球性的公司。众多分类服务、信息公司如在线与移动视频、互联网移动支付、旅游商贸在线服务、网络社交、互联网众筹、分类数据服务以及衍生的各类线下与线上服务如物流服务业的发展等等，在极大地方方便人们工作与生活的同时，也促使传统的商业业态与市场秩序发生着深刻的变革。可以说，互联网重塑了现代生活方式与现代契约精神，民营资本在推动互联网建设方面的贡献功不可没，甚至可以说是其对行业发展的贡献是决定性的。其中，对投资、消费行为的变革创新，以及对市场秩序的构建与优化，比如以淘宝网为代表的基于个人消费行为的信用评价体系的构建，所释放出的巨大创造与创新活力，在市场经济体系与当代商业文明的建构中都发挥了巨大作用，同时释放出了社会进步与经济运行增长的巨大张力，有望继续对经济增长作出新增贡献。

由民间资本创新推动的行业与企业的高速成长，同时也为资本市场提供了巨大商机。但可惜的是，上述提及的众多互联网行业翘楚都在境外市场上市而不在A股上市，仅此一点，可以管窥出我国市场包括对内资开放的许多樊篱，仍有待进一步破除，这其中首先即是认识方面的樊篱有待破除。作为制度改进的一部分，我国去年以来大力发展新三板市场，被各方寄望为培育创新公司迅速崛起的一方热土，而新三板与创业板、中小板以及主板市场如何有序嫁接，则需要依靠政策与管理创新继续谋划和推进。对A股二级市场而言，受益于改革驱动与资金成本下降推升的结构性行情正在继续展开，在各类市场机会之中，市场原创创新驱动的主题投机会望与其他机会一道，在今后得到反复挖掘。