

# 经济料平稳换挡 慢牛行情在路上

## 实际利率高企、货币脱实向虚考验调控智慧

□本报记者 倪铭娅 顾鑫

### 经济或低位企稳

分季度看，去年一季度GDP同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%，四季度增长7.3%。不少分析人士表示，四季度经济增速与三季度持平，高于市场预期，显示出经济低位趋稳迹象。

从具体的宏观经济指标看，固定资产投资增速低位趋稳。中金公司最新发布的报告称，制造业投资止跌是带动12月固定资产投资增速走稳的主要因素。在通缩预期加剧，利率仍高的背景下，制造业投资趋稳超出预期。

基建投资仍然是投资增速的重要稳定器，2014年增速继续保持20%以上。中金公司报告认为，尽管12月房地产开发投资增速很弱，但前瞻地看，商品房销售面积增速自2014年四季度以来出现改善，根据投资滞后销售2—3个季度测算，未来房地产开发投资增速继续下行的空间已不大。

此外，工业增加值、发电量等多个工业指标均有改善，消费的“稳定器”作用也已经显现。招商银行金融市场部高级分析师刘东亮表示，消费受房地产市场和反腐的影响出现一定回落，但总体较温和，对GDP的贡献率近年来首次超过50%。只要不爆发系统性危机，那么在人口结构和产业结

### 复苏障碍待扫除

多位分析人士认为，居高不下的实际利率以及资金脱实向虚等现象的存在，成为经济进一步复苏的障碍。监管部门需通过“组合拳”为托底实体经济创造条件、腾出空间。

“当前实际利率居高不下是制约投资和消费的主要障碍。”中信建投首席宏观分析师黄文涛表示，稳增长需要降低名义利率，引导资金合理流入实体经济。经济下行压力和通缩压力加大、全球外汇市场阶段企稳加大了货币政策全面放松的概率。他表示，2015年的两条主线是稳增长和控风险，缓慢加杠杆也是风险缓释的必经途径。对债市而言，无风险和中低风险收益率仍将经历下降的过程。黄文涛称，全球经济金融市场波动抬升风险，避险情绪导致国际和中国国债收益率走低。目前市场仅反映资金宽松，但稳增长需要降息降准的放松预期并未体现。

光大证券分析师徐高认为，经济已经出现较明显的复苏迹象。目前制约经济增长的主要矛盾是股市泡沫化对实体经济融资的虹吸效应，因此央行不会进一步降息。短期内，央行也将更倾向于

### 慢牛行情仍可期

尽管经济增速预期下台阶，但股市依然有望继续上台阶。分析人士认为，近日股市出现调整，这并不意味着牛市的终结。资金跑步进场 的速度可能放慢，但方向没有改变，再加上无风险利率下行，A股估值水平依然有提升空间，而上市公司的盈利预计将受益于融资成本下降和并购重组活动的开展和结构性改革推进，慢牛行情依然可以期待。

对于无风险利率走势，重阳投资认为，无风险利率稳中略降是大概率事件。在经济增速下行趋缓并逐步筑底的背景下，实体经济资金需求稳中趋弱，无风险利率趋于下行；但受利率市场化影响及存量债务滚动融资需求支撑，从短期看，无风险利率大幅下降的空间也不大。如果金融改革速度超预期，资本市场发展推动直接融资占比提升，金融去杠杆顺利推进，同时刚性兑付有序打破、政府平台债务有效缓解，无风险利率则有望超预期下行。

分析人士称，企业盈利预期依然面临一定压力，经济增长放缓和过剩产能问题是拖累企业盈利增长的主要因素。不过，对此带来的影响亦不必过于悲观，外需稳健和原材料价格回落可能会

构变化的环境下，2015年就业市场仍有望保持稳定，消费对GDP仍将发挥定海神针的作用。

“宏观经济指标尽管放慢，但都在可控状态，说明前期政策比较适宜。整体看，没有大幅度调整政策的必要。”首创证券研究所副所长王剑辉表示，目前中国经济是低水平的平衡，不应该轻易打破，需要指出的是，目前到了中国经济结构调整的黄金时期。原材料和物价等成本下降、人力成本比较稳定、周边环境没有明显恶化、多数经济体都有不同程度的企稳，有利于中国经济主动转型。

展望未来经济数据，中信建投证券宏观分析师王洋认为，今年一季度经济形势仍不容乐观，如货币政策能及时放松，二季度经济有望见底回升，三、四季度小幅反弹。预计全年GDP增速为7.1%或7.2%。

中国国家信息中心高级经济师祁京梅表示，中国经济正步入提质减速的新常态，2014年经济的平稳收尾为2015年宏观调控保持此种态势增强了信心。建议政府今年将GDP增长目标调低至7%左右，这也符合“十二五”规划确定的7%增长目标。

使用定向宽松工具来补充基础货币，而不是降准。

徐高表示，股市对资金的虹吸效应加重了实体经济的“融资难”问题。去年11、12两月信贷和表外融资的明显扩张并未带动投资到位资金的回暖。另一方面，曾与表外融资有极高相关性的地产投资到位资金中的“自筹”部分，12月也继续大幅下降，表明表外融资并未大规模流入地产投资。由此可见，去年年末表外融资扩张释放的资金极有可能进入股市，推升了股市泡沫。近期监管层对股市融资的清查是在为经济复苏扫清障碍。

国泰君安证券宏观经济师任泽平称，监管部门应打出“组合拳”，卡住货币脱实向虚的通道，为央行后续推出货币政策，托底实体经济创造条件、腾出空间。去年年底至今年年初基建项目审批力度已有所加大，预计1月信贷投放力度较大，在通过监管新政避免货币脱实向虚之后，对投资和经济带动效果将在3—4月开工季显现。预计在为股市降温之举后，监管部门将采取相关措施，推动直接融资，托底实体经济。

支撑部分行业盈利改善，融资成本下降也将有利于提振企业盈利空间，尤其是并购重组活动的进一步活跃将会使得部分企业的盈利出现快速改善，而国企改革落实则有利于提升企业的经营效率，因而企业盈利的企稳应当是大概率事件。

具体到投资策略，申万首席策略分析师王胜表示，一季度预计沪综指在3100—3600点震荡，目前大盘蓝筹与创业板处于动态平衡状态，变动趋势上很难拉开差距，白马成长股票和蓝筹的风险收益难分伯仲，仓位、风格、主攻行业都不是下重注的时候，投资者应维持相对均衡的配置。随着年报披露期来临，估值合理业绩确定性更强的品种有望获得超额收益，在电子、轻工、医药等2014年涨幅明显落后的板块当中可能会挖到一些补涨机会。

重阳投资认为，经过2014年的估值修复轮动，大类金融资产价格重估临近尾声，A股内部均值回归基本完成。2015年的A股市场投资机会是结构性的而非系统性的，将从以往几年的均值回归转移到价值发现，从不可证实的价值预期转向可证实的价值发现。

## 蓝筹股有望继续起舞

### 配置应更趋均衡

15.7%。国寿安保基金认为，这一数据符合市场预期，说明固定资产投资增速低位趋稳。制造业投资止跌是带动12月固定资产投资增速走稳的主要因素，基建投资仍然是投资增速的重要稳定器，2014全年增速继续保持20%以上。

也有业内人士认为，经济增长三驾马车的龙头——投资数据实际上并不乐观。南方基金首席策略分析师杨德龙认为，房地产开发投资增速仅有10.5%，这一增速较低，给经济增长带来很大压力。此外，12月消费增速同比增长11.9%，杨德龙认为，消费增速较低难以弥补房地产和固定资产投资的下降。出口增速也较低，所以经济三驾马车增速较低。

#### 蓝筹行情尚未结束

杨德龙认为，未来央行货币政策将继续宽松，但是否会全面宽松还很难判断，适度宽松的概率较大。星石投资认为，虽然投资和出口增速出现明显下滑，对经济增长的贡献大幅下降。但消费可期，消费已经成为增长的旗手。2014年全年社会消费品零售总额同比增长12.0%，其中12月同比增长11.9%；2014年网上零售额同比增长49.7%，对社会

2014年经济数据基本符合市场预期，但未来的风险因素依然存在。分析人士认为，实际利率居高不下以及货币脱实向虚是扰动经济进一步复苏的关键因素，政策宽松依然存在空间，预计经济将平稳换挡。对于A股而言，慢牛行情并未终结，估值水平仍有提升空间，但快速的估值修复已经结束，投资者应当均衡配置，寻找业绩确定性更强的品种。



## 多项指标下滑暗示 楼市进入全面调整期

□本报记者 张敏

伴随房地产市场调整，2014年多项数据指标呈现低迷局面。国家统计局20日发布“2014年全国房地产开发和销售情况”数据显示，去年全国房地产投资增速、拿地面积、销售情况、资金到位增速等多项指标全面滑落，这种局面在我国房地产发展史上还是首次出现。

分析人士指出，由于当前库存规模仍偏大，市场还将经历一个较长的调整阶段，房地产业也从高速增长转为低速增长。未来一段时间，不仅房地产市场难有根本起色，各项数据也将继续维持低迷局面。

#### 数据全面下滑

2014年全国房地产开发投资95036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。过去12个月来，房地产投资增速持续下滑，且始终低于同期的固定资产投资增速。

同期，房屋新开工面积179592万平方米，同比下降10.7%。房屋施工面积、房屋竣工面积虽有增长，但增速都比前11个月有明显下滑。

房企拿地热情仍然没有好转。2014年，房地产开发企业土地购置面积33383万平方米，比上年下降14.0%，降幅比1—11月份收窄0.5个百分点；土地成交价款10020亿元，增长1.0%，1—11月份为下降0.1%。

分析人士指出，房地产企业信心低迷，是导致供应端各项数据走低的主要因素。2014年12月，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为93.93，比上月回落0.37点。这也显示出，房地产企业的信心继续处于低迷状态。

业内人士还指出，这种情况可能影响到2015年的市场供应，并使得今年的市场供应和成交规模难以攀高。

统计局数据还显示，2014年商品房销售面积为120649万平方米，比上年下降7.6%；商品房销售额76292亿元，下降6.3%。从绝对值上看，这是仅次于2013年的历史第二高点，但多数机构认为，这

## 约六成公司年报业绩向好 计算机、传媒、环保等增速居前

□本报记者 于萍

沪深两市上市公司已进入2014年年报披露期。截至1月20日，除沃华医药已率先披露年报外，两市有1238家上市公司披露了业绩快报或业绩预告，其中业绩向好的公司占比约为六成。分行业看，计算机、传媒、环保、家电等下游行业业绩增速居前，在各行业中继续领跑。

#### 公司整体盈利较好

Wind数据显示，两市已有1238家上市公司公布了2014年年报业绩快报及预告。业绩实现同比增长的公司共有627家，实现扭亏的公司共84家。此外还有124家公司续盈，239家公司预减，140家公司亏损，24家公司不确定。整体看，2014年年报预增及扭亏的公司共711家，占已披露预告及快报的公司比例接近六成。

目前已有58家公司披露业绩快报，这些公司共实现营业收入11341.56亿元，同比增长12.29%；实现归属于母公司股东的净利润1717.55亿元，同比增长21.11%。光大证券发布业绩数据显示，公司2014年实现营业收入66.21亿元，同比增长64.72%；实现归属于母公司股东的净利润20.74亿元，同比增长907.34%；基本每股收益0.61元。光大证券表示，公司负面影响逐渐消除，受限业务陆续恢复，且受益于证券市场量价齐升，公司经纪业务、信用业务、资管业务、自营业务收入均较上年取得大幅增长。

2014年四季度大盘走强，金融板块崛起、市场交易活跃，令相关公司业绩得到极大提升。东北证券、国元证券、广发证券、长江证券、宏源证券等券商也纷纷披露了2014年业绩数据，业绩同比增长幅度均在50%以上。除券商外，东方财富预计2014年实现盈利约1.55亿元至1.75亿元，同比增长2999%至3399%。公司称，受益于资本市场的持续回暖和活跃，基金第三方销售服务业务实现快速发

也可能成为房地产销售规模由盛转衰的转折点。

中原地产首席分析师张大伟认为，随着2014年下半年限购、限贷政策的取消，以及“房贷新政”的推出，整体市场在四季度逐步企稳。虽然2014年市场与往年表现迥异，但有一点是相同的，即城市间的分化依然存在。这一趋势预计在2015年仍将持续。

#### 房价上涨乏力

由于市场交易低迷等多项因素影响，房地产企业的资金也处于低谷。数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121991亿元，比上年下降0.1%。多年来首次为负。相比之下，2013年增长26.5%。房地产开发企业到位资金中定金及预收款30238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13665亿元，下降2.6%。

另一组数据还显示，截至2014年末，全国商品房待售面积62169万平方米，比2013年末增加12874万平方米。自2012年4月以来，全国商品房库存连续33个月上涨。与最低点相比，近两年多全国商品房整体库存几乎翻倍。

多家机构的报告指出，库存高企、资金不足的现状，决定了房地产企业已没有大幅涨价的动力。至少在2015年，整体房价将维持平稳，不会再现此前的暴涨局面。

分析人士还指出，由于年末的“中央经济工作会议”等重要会议并未提及房地产，因此房地产业面临的政策环境仍可能较宽松。在此背景下，预计市场成交量继续攀升，但由于整体供需关系已经发生逆转，成交量回升幅度将有限。

张大伟表示，引发市场变化的以下三因素将很难改变：一是2013年房价爆发式上涨透支需求购买力；二是连续多年房地产投资高速增长使得供需关系逆转；三是中央主推经济转型。

他认为，在整体告别绝对短缺后，楼市已经进入“白银时代”，本轮市场的调整周期将延续到2015年代。其中，区域市场分化、房企分化的局面将会加剧，未来房地产市场将迎来调整的阵痛。

展，金融电子商务服务业务收入同比增长400%以上，特别是第四季度基金销售规模和收入增加更为明显。已经披露的业绩快报及预告显示，上市公司保持较好的业绩增速，因此分析人士对于2014年A股市场整体盈利表现也较看好。国泰君安预计，整个A股市场2014年业绩增长将较乐观。

#### 下游行业继续领跑

我国正在不断加快经济转型，推动经济增长从基建等投资拉动向互联网等新兴行业转变。上市公司不同行业间的业绩差异也折射出当前的发展现状。

华泰证券分析师表示，在增量资金趋弱的情况下，机构投资者青睐的业绩主线将重新获得超额收益。根据目前已公布年报盈利预告的情况来看，家电、传媒行业的盈利预告好于一致预期。

Wind数据显示，目前计算机、传媒、环保、家电等行业的整体业绩表现处于领先地位。在披露业绩预告的967家计算机类上市公司中，预增及扭亏的公司共52家，占比接近八成。合众思壮、海隆软件等公司的业绩增幅均超过100%。披露业绩预告的24家传媒类公司中，预增及扭亏公司的占比也超过七成。大地传媒、华闻传媒、奥飞动漫等公司业绩增长幅度明显。

在国家各项政策的推动下，环保理念深入人心，环保行业也成为市场热门行业之一。目前有9家环保类上市公司预计2014年业绩实现增长或扭亏。凯迪电力、维尔利、国电清新业绩均大幅增长，众合机电、神雾环保则预计实现扭亏。

家电行业也继续保持着稳定的业绩增速。在已经披露的业绩预告中，美的集团、TCL集团、苏泊尔、小天鹅A等公司业绩均实现不同程度增长。格力电器发布的业绩快报显示，公司2014年实现营业收入1400亿元，同比增长16.63%；实现归属于母公司股东的净利润141.15亿元，同比增长29.84%；每股收益4.69元。格力电器称，公司着力开展技术工艺创新、自动化生产、信息化建设工作，严格控制成本费用，通过产品结构调整巩固、拓展市场，同时受益原材料价格持续低位，公司盈利能力继续提升。