

财经圆桌

中证之声

多重利好助力军工股

□本报记者 欧阳春香

军工板块近期持续活跃，多家券商认为，受军队改革、军工科研院所改制等热点催化，军工股有望成为市场热点。

在军改大力推进、国防和军队建设力度不断加大的背景下，受益于武器装备建设投入加大，军工行业也将成为2016年为数不多的高确定性成长行业。

军工改革步伐加快

2016年以来，军队改革步伐明显加快。从元旦期间陆军领导机构、火箭军和战略支援部队正式成立，到中央军委机关从总部制改为多部门制，再到2月份五大战区正式取代原有的七大军区。军改全面提速，进入到具体方案逐步落地阶段。

这一系列改革符合“军委管总、战区主战、军种主建”的总原则，主要目的是健全联合作战指挥体制，构建联合作战体系，以适应现代战争发展要求。

随着军队改革步伐加快，国防科技工业改革也将进入落地阶段，军工科研院所改制、资产证券化加速、军工体系结构改革等重大举措将超过市场预期。

军改引导国防工业发展方向，在军改、国企改革和科研院所改制的共同催化下，军工央企和国企的改革进程有望加速。另外，军改强调国防科技创新，鼓励引入竞争机制，鼓励军民融合发展，预计后续在军民融合方面将有更多政策支持。

2月5日国防科工局网站梳理提炼2015年十件大事，其中包括军品科研生产能力调整全面启动、稳步推进军工科研院所分类改革、制定实施国防科技工业军民融合深度发展系列举措等。预计2016年，军工科研院所改革、军民融合等相关的改革措施将加速推进并逐步落地。

有媒体报道称，军工科研院所分类改革的部分方案已成稿并报送，即将进入发布程序阶段。军工科研院所改革一直备受市场关注，相关政策落地后，将加快提升各大军工集团资产证券化水平。航天科技、航天科工、中国电科等拥有大量科研院所资产的军工集团，目前资产证券化率仅为20%~30%左右，存在较大的资产证券化空间。

科研院所改革、军民融合相关政策的讨论和出台，有望推动军工板块成为市场热点。

关注三条主线

2016年是深化国防科技工业改革的关键年，包括编制发布国防科技工业“十三五”规划，推进军民融合并实施专项行动计划，科研院所分类改革方案等多项利好有望实质性兑现。随着军改快速推进，军工行业有望成为2016年的确定性成长行业。

中银国际分析师认为，2016年军工行业投资把握三条主线。一是军民融合政策推动下，民参军壁垒逐渐下降，推荐军工新材料、军工信息化、军工通信三大军民融合行业方向。近年来，我国将军民融合升级为国家战略高度。目前，重点关注的民参军上市公司已达85家，主要分布在国防信息化、新材料和装备制造领域，总市值达1万亿元。

2016年从国家层面到地方层面，军民融合不断深化。2016年全国工业和信息化工作会议明确，今年将大力实施军民融合发展战略，研究出台促进国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施，制定国防科技创新资源开放共享办法。

二是军工资产证券化继续兑现。随着军工科研院所改制方案出台，军工企业特别是国有大型军工集团的改革也将全面展开。重点关注核心军工资产注入预期强烈或资产证券化率较低的军工集团上市公司标的。

从可能注入时间预期及资产规模的潜力来看，看好航天领域、电科领域和船舶领域的上市公司。三是国防装备升级。我国国防建设已进入加速发展时期，发动机重大专项启动在即，国防装备采购总量持续攀升，各兵种新型装备也逐渐进入定型、放量阶段。军工装备未来5-10年将持续增长，远洋海军、战略空军、远程打击、超机动化、信息化装备将继续成为装备采购重点。

筑底弱反弹 关注市场预期变化

节后A股开局反弹，围绕2850点展开震荡，期间热点轮动较快。机构认为，当前属于筑底过程中的弱反弹行情，热点延续和量能回补是行情延续的关键，投资者应保持谨慎，关注市场预期变化。

底部有待夯实

中国证券报：市场筑底是否完成？反弹行情持续性如何？

黄铮：市场仍处于筑底阶段，即短期弱反弹临界位置。沪指1月末触及2638点阶段低点后，市场经历连续三个交易日的缩量盘底，春节后展开弱反弹行情。在热点匮乏的无量杀跌中，基本可以确定市场探底完成筑底开始，但现阶段尚未完成。

首先，市场外部环境不支持逆转行情出现。最新经济数据显示，CPI因季节因素回升，PPI降幅收窄，低通胀继续，信贷增长的短周期放量，还不足以说明经济企稳的时点已经确立。尤其是一月份进出口数据显示内外需不振，人民币汇率波动中长期影响因素存在，宏观基本面尚待夯实。

其次，市场短期弱反弹格局是基于前期下跌所带来的补涨要求，盘面依然显示明显的技术反弹特征。这主要表现在热点尚无明显的共振特征，题材盘中快速循环，很难给市场筑底带来充沛的持续推动力；而且量能回补因热点多元化扩展，也处于缓慢回补阶段，绝非一蹴而就，目前沪市日均单日成交不过2000亿元左右。

再次，筑底周期并未完成。周线显示沪市2015年筑底，分别在上年2月上攻阶段和9月下跌阶段，两次周期分别为四个和六个以上的交易周，当前市场仅运行至第三个交易周。尤其本周后半周，沪指在遭遇重要关口五日均线附近，上档出现不小抛压，沪指2900-3000点并未顺势而过。因此当前市场仍属于筑底阶段弱反弹行情，热点延续和量能回补是行情延续的关键。

谢伟玉：我们认为市场将绝处逢生。反弹逻辑在于：人民币贬值压力减轻，货币政策边际放松带来流动性预期的阶段性改善，以及中央稳增长和减税、改革预期，配合全球风险偏好仍在

上升。

如果2月继续维持1月的高信贷，宽松暂时是无法证伪的。但到了3月初，1-2月的工业增加值和投资数据如果显示大规模信贷对增长的促进作用有限，可能导致汇率再度承压，且两会后改革预期可能减弱，加上注册制的不确定性，因此，上证指数短期点位上限在3200点，持续到3月两会前后反弹结束。中长期我们认为A股仍需逐步消化过高估值。

谷永涛：春节期间，外围资本市场出现较大波动，受此影响，A股在节后第一个交易日低开。但随着节前压制市场因素暂时得以缓解，投资者情绪逐渐恢复，市场出现反弹。具体来看，推动反弹的因素主要有：人民币汇率短期企稳，欧美市场恐慌情绪得到缓解，节前投资者仓位较轻资金充裕，一月份社融数据超预期等。

目前市场呈现反弹趋势，主要是前期压制市场的因素暂退，而后续行情如何演变，依赖于这些因素能否持续改善。节后人民币相对美元升值，主要是因为市场预期美国加息延后美元走弱。人民币汇率短期稳定，但长期而言，依然需要观察我国央行和美联储的市场操作。社融数据的超预期，提振投资者对经济的信心，但经济下行大趋势依然不变，后续经济数据能否持续向好，依然需要验证。投资者应保持谨慎，关注市场预期变化。

创业板高估值有待消化

中国证券报：创业板在反弹中表现好于主板，后市是否依然能引领行情？高估值是否依旧有待消化？

黄铮：创业板在节后市场反弹中表现突出，相比去年创业板百倍以上市盈率，从近三个交易周的平均市盈率来看，创业板整体市盈率已降至69.90-77.80范围。与此同时，市场筑底阶段

的推进式反弹过程中，创业板个股更多符合经济工作会议定调的“供给侧改革”以及“十三五”规划涉及的新兴产业上市公司。高科技的成长性特征仍是创业板个股的特点，盘小绩优，也使创业板个股盘中具有更多可操作性。结合最近业绩预告情况，创业板业绩增速好于预期，前期市场急挫过程中被错杀的品种值得关注，而高估值的股价风险，也会在市场热点循环和板块轮动的结构性调整行情中得以均衡。

谢伟玉：创业板弹性高于主板，在反弹中领涨符合预期，但需要警惕的是波动也大。客观讲，当前真正的反弹龙头主线尚未出现，高弹性的新经济依然是首选方向。

创业板作为54倍PE、6.5倍PB、乐观预期下30%增长的股票池，从根本上投资者难以整体认同，所以未来还会有一个出清的过程。

谷永涛：2016年初A股重挫，创业板跌幅大于主板和中小板，节后压制A股的利空因素暂退，市场出现反弹，弹性较高、跌幅较深的创业板领跑市场。

创业板较好的表现主要是因为前期跌幅较大，同时弹性较高，在反弹走势中更受投资者青睐。然而经过前期市场调整以及外围市场影响，A股投资者风险偏好明显下降，后续市场或回到基本面主导的行情，盈利确定性较高、且能达到市场预期创业板个股依然有望领跑市场。虽然经过前期调整，创业板整体估值依然较高，估值有待消化。个股的高估值能否通过盈利来消化，将成为主导个股走势的关键因素。

谨慎防御 轻仓博弈

中国证券报：当前是否是良好的入场时机？投资者应该如何操作？

黄铮：从目前市场阶段性



表现看，市场底部反弹处于频率加快、节奏提升阶段，但在量价并未产生突破性进展之前，市场筑底阶段的反弹会频繁上演。每一次底部小反弹，都有可能转变成可具操作性的中期反弹。但在没有确定明确的中期反弹信号前，我们并不建议中小投资者盲目建仓或加大筹码，因为在市场风格特征不清晰、热点不持续的阶段匆忙建仓，只会让不合理的持仓结构带来随后操作的不可控风险。尤其目前市场处于相对关键的时点确立阶段，若获得热点、量能支持即可向上延续上行，连续盘整或会带来短期浮筹清洗。

近期可行的操作宜以半仓防御为主，整体持仓不宜过半。具体而言，前期轻仓甚至空仓的

投资者，不妨在五成之下进行个股品种的试探性买入，且品种选择需要结合基本面绩优以及技术面强势突破进行选择。对于已有较重仓位的投资者，则需跟随市场节奏进行部分滞后品种的换股抉择，基本面与股价偏离度较大的高估品种，要借盘中冲高机会合理减持。

谢伟玉：反弹龙头在不断切换，我们强调要抓具有持续性的几条主线。高弹性的新经济主题依然是首选，方向包括军工、服务业，还有超跌的TMT包括数字货币。具体来看，第一，VR/AR有望成为领涨品种，长期可能改变消费和生产业态、空间大，持续有催化，一级市场估值抬升、新产品新应用有望不断推出，将刺激二级市场的神经。第二，前期超

跌的计算机类主题有望修复估值，中期尤其看好政府鼓励、增速最快的云计算大数据。第三，教育板块也发生深刻变化，去年底修改教育法和高等教育法后，允许高等教育特别是职业教育行业盈利和证券化，期待政策催化和民资进入。

谷永涛：目前市场尚未完成筑底，投资者应该保持谨慎，增加投资的确定性。随着年报逐渐披露，个股业绩兑现期来临，能够达到甚至超越市场预期的个股，有基本盘保障，可以增加配置力度。随着相关政策陆续出台，政策确定性较高的方向，有望与市场形成共振。我们建议关注“国企改革”和“供给侧改革”的相关政策。此外，建议关注低估值、高股息率个股。

名家连线

刘焯辉：利率为重心 坚定流动性宽松预期

□本报记者 任晓



刘焯辉
中国社会科学院教授
广发证券首席经济学家

国内经济政策应坚持以我为主”打法，以利率为重，坚定流动性宽松预期，在汇率和资本项找一个合适的组合。

中国社科院教授、广发证券首席经济学家刘焯辉接受中国证券报记者专访时认为，国内经济政策应坚持“以我为主”打法，摆正国内货币政策独立性重心，以利率为重，坚定流动性宽松预期，在汇率和资本项找一个合适的组合。具体来讲，适度收紧的资本管制或是必然的现实选择，为汇率在自由市场释放弹性创造时间和空间。

刘焯辉表示，2016年中国经济无疑进入政策闯关期：去产能、去杠杆、汇率。去产能、去杠杆是政府主动提出要闯的，汇率可能是被动的。但汇率是最纠结的，也是所有问题的风暴眼。

就中国目前的国际收支和国际竞争力状况来看，并不支持人民币持续大幅贬值。但是市场已经形成比较强的人民币贬值预期。

刘焯辉表示，对人民币贬值构成最大影响的是：私人部门（非官方）对外负债头寸1.7万亿美元。贬值意味着这部分头寸财务恶化，去美元杠杆，出清资产。如果一次性到位，涉及外债的个体违约会转化成对金融系统信心的冲击。但外部债务头寸只占中国全部债务结构中7%-8%。想明白了，其实就是保90（国内债务），还是保10（国外债务）的问题。

反映到宏观政策上就是，在不可能三角上摆不开，要执行宽松货币政策（抑制实际利率上行，避免债务通缩螺旋上升），资本项又要维持一个自由化的姿态，还试图引导人民币适度有序的贬值（稳定）和弹性增加。这三个政策方向有悖于蒙代尔三元悖论。

利率和汇率至少在预期层面构成越来越强的逻辑冲突，市场非常强烈地认为，不能有效释放压力的人民币汇率所导致的资本外流，会显著制约央行货币宽松空间，以至于无法支撑当下人民币资产的估值水平，这是资本市场动荡的根源。

如果央行在不可能三角关系中不得以汇率为重心，某种程度牺牲掉国内货币政策的独立性，那么人民币资产的风险偏好出现崩塌，将引致全局性信用收缩。

刘焯辉认为，消解当下资金外流压力的技术选项无非是汇率到位和资本管制。但解决问题的根本在于，要让市场相信，中国还有足够的力量保障债务重组和经济再平衡，把控在此过程所能产生的威胁经济安全的系统性风险。这也是“宏观审慎”政策框架的核心。所以，在任何情况下，都要坚持“以我为主”打法，摆正国内货币政策独立性的重心，以利率为重，坚定流动性宽松

债市仍有配置价值

□大摩华鑫基金公司

年初以来人民币汇率下跌，引发市场对流动性的担忧，央行货币宽松意愿下降，造成债市走势不明朗。

近期人民币汇率短期企稳，流动性压力减弱。一方面，中国进出口增速大幅下滑。出口下滑源于全球经济低迷和市场动荡的负面影响，也显示人民币贬值对出口促进作用不明显。进口增速下滑，与中国经济转弱有关，此前公布的1月中国制造业和非制造业PMI双双下滑。衰退性贸易顺差继续超预期，有助于央行维稳人民币汇率。持续高额的贸易顺差是外汇储备稳定的一道防线。近日周小川行长表示，人民币汇率不具备长期贬值基础，核心原因之一便是中国持续的贸易顺差。

另一方面，美元出现波折，全球油价和大宗商品下跌，股市及欧元区银行危机，引发美国加息预期减弱，美元走势随之调整，人民币汇率压力迎来喘息。

根据官方披露的数字，中国一月份外汇储备下降约990亿美元，明显好于市场此前预期。可能受此及外围汇率市场波动影响，离岸人民币在中国春节期间持续走强。

资本市场动荡引发避险需求，提升国债价值。中国农历新年期间，海外市场地震，风险资产遭遇恐慌性抛售，避险资产则被全面追捧。春节期间，日经指数跌幅达到11%，欧洲股市在银行股的拖累下跌幅一度达到4%-5%，韩国股市跌幅也在4%-5%之间。受全球避险情绪影响，美国股市也出现小幅下挫。同时，避险资产则全面升温，黄金白银暴涨，美国10年期国债收益率最低探至近1.6%；德国10年期国债则进一步下探到0.16%。受国际环境带动，节后人民币国债出现小幅上涨。

中国经济去杠杆过程还将漫长，债券收益率处于中长期下行通道。但今年来看，国际资本流动，风险偏好，汇率波动不确定性较强，基本面复杂程度超过了以往。债市不会一帆风顺，但仍有较好的配置价值。