

■机构视点 | Viewpoints |

中国经济展望：  
复苏VS再平衡

瑞银证券

十八大后的新变化

十八大刚刚闭幕，新一届领导班子已经就位。“十二五”规划已经为关键的经济社会问题确立了政策方针，国家主席胡锦涛在十八大上的报告再次确认了这一点。十八大指出目前经济和社会层面存在严峻挑战，必须按照“十二五”规划，通过相应政策和改革来应对这些挑战。但胡锦涛主席也在报告中强调，发展是解决所有问题的关键。更重要的是，由于新一届地方政府急于打开新局面，地方层面可能会大力推动投资和经济增长。

不管明年3月份全国人大会议之后新一届政府最终的组织架构会是怎样，我们都预计政府将在今后几年内逐步解决经济再平衡问题。明年的首要任务可能仍是保持经济平稳较快增长，使国内生产总值（GDP）增速保持在7.5%以上。从这个角度来说，我们预计当前促进投资和信贷的政策将基本保持不变。短期内政府将努力确保经济复苏，而结构调整则会在中长期内缓慢推进。

信贷支撑投资反弹

过去两个月的数据显示，在基建投资增加、房地产投资企稳的帮助下，内需已经开始反弹。尽管过去几个季度里消费一直表现得较为坚韧，但投资增速已经加快，并且很可能在未来几个月里超过消费。对于那些认为消费已经开始取代投资、成为主要经济增长引擎的人们而言，这一趋势可能会令他们失望。

我们一直认为，将经济增长模式从投资拉动型转变为更加依赖于消费的模式需要时间，也需要改革，而短期内投资对经济增长的拉动往往更为有效。事实上，由于经济在今年早些时候放缓，政府已经将重心转向增加基建投资，并通过投放各种形式的信贷资金以支持投资增长。

净出口拉动由负转正

出口显著放缓是过去几个季度中国整体经济放缓的重要原因之一，但目前情况可能正在发生改变。随着出口增速在过去2至3个月里超过进口，贸易顺差不断扩大。几乎可以肯定的是，今年贸易顺差应该会比去年增加至少500亿美元，从而扭转近年来贸易顺差不断下降的趋势。

10月份，中国出口同比增长11.6%，主要是由于美国和日本以外亚洲其他经济体的需求回升，两者占中国出口比重超过40%。中国对欧洲出口延续了同比下降的趋势，但环比已经企稳。尽管对中国出口竞争力减弱的担忧不断加剧，但近几个月中国的传统出口项目（如服装和电子产品）也在复苏。另外，10月进口仍然较为疲弱，同比增长2.4%，一定程度上由于大宗商品价格的下跌，此外也受到了汽车（同比下跌26%）、资本品和部分大宗商品（10月份铜进口同比下跌16%）进口下滑的影响。

无论如何，今年四季度净出口对GDP增长应会产生正的拉动作用，我们认为这将有助于四季度GDP同比增速回升到7.5%，并使得全年经济增长超过7.6%。另外，我们预计今年贸易顺差将超过2000亿美元，显著高于2011年的1540亿美元。因此，今年经常项目顺差占GDP的比重将超过3%。经常项目顺差的增长可能会增加人民币升值压力和预期。

■财苑社区 | MicroBlog |

“美丽中国”属长期概念

十八大上“美丽中国”的提法一经推出，立即在股市中引起强烈的反响和共鸣，该板块在短期炒作后，是否仍存在投资机会？湘财证券财富管理中心负责人王玲受财苑（cy.stcn.com）之约，与大家共同交流“美丽中国”概念带来的投资机会。

王玲表示，“美丽中国”属于长期概念，既有投入，又有概念，目前缺乏的是市场的投资热情和做多信心。该板块短期经过炒作后有获利了结的要求。但从主题投资角度分析，美丽中国概念值得长期关注。“美丽中国”板块后续的投资机会主要围绕以下几条主线：1.生态崇明岛；2.抗旱节水；3.生态林业；4.环保建设。此外，还可延伸至新能源、节能、城镇化建设等板块。

王玲还表示，“美丽中国”不完全等同于概念炒作。从财政投入角度来看，国家对环保产业的投入大幅增加，“十二五”期间的投资规模呈上行态势。其中，在供水、污水、生活垃圾、工业大气治理等方面均有投入，从而对相关上市公司构成实质性利好。不过，在选股时需把握上市公司基本面和业绩状况，不能盲目追逐概念。

本文内容为截取部分，更多精彩内容请登录财苑社区（http://cy.stcn.com）

# 十八大春风催生A股“冬播”行情

如果用3到6个月的眼光看，当前市场或许处在较好的建仓期。从A股最近21年的历史来看，只要元旦、春节前调整充分，往往预示着“冬播”成功，春节后的“春收”也就成为大概率事件。

证券时报记者 汤亚平

普通投资者从来没有像今天这样关注一次党的盛会。用股民自己的话说，关注十八大胜过关注指数的涨跌。

有人认为，十八大的闭幕，意味着维稳行情落幕。但在更多的投资者眼中，十八大开启了全面建成小康社会的新局面，开启了共创幸福美好未来的崭新征程，这与未来中国股市的发展息息相关，可以说，中国股市又站在了一个新的起点上。

新十年  
凝聚经济与股市的共识

十八大是一次凝聚共识的历史盛会。十八大报告提出，坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路。这是未来投资者须关注的重点方向。

社会经济学专家陆铭认为，凝聚共识就是重塑发展的动力。他在《写给下一个十年》的文章中指出，如果不进行深层次的结构性改革，当前的中国经济可能在将来较长的一段时间内缺乏发展的动力。

他认为，首先应推进利率市场化改革。当前，利率被严重压低，起到了鼓励投资，增加生产能力的的作用，而劳动收入在国民收入中的份额被抑制，制约了居民消费的增长。其次，应允许建设用地指标在省之间进行交易和再配置。通过土地和户籍制度改革来推进城市化，重点推进大城市的外来人口市民化进程，这将极大地释放劳动生产率潜力，并促进非本地户籍常住人口的消费。

业界专家普遍认为，下一个十年，中国应重点推进资本、劳动力、土地等生产要素市场的市场化改革，提高资源配置效率，推动经济持续增长。城镇化是中国扩大内需最大潜力所在，是中国经济持久增长的内生动力。

目前，我国的工业化率接近40%，但城镇化率才51%。按照钱纳里的世界发展模型，一国的工业化率达到40%时，城镇化率一般在75%以上。这种城镇化与工业化水平的背离，表明我国城镇化严重滞后，发展空间依然较大。如果城镇化率在今后每年提高一个百分点，那么将近20年后才能达到70%。也就是说，城镇化所带来的投资、消费需求将为国内经济未来10至20年的发展提供驱动力，并促进经济转型的平稳过渡。

推进生产要素市场的市场化改革和中国城镇化、工业化的进程，将同样是中国股市大发展的直接驱动力。就股市内部来说，进行深层次的新股发行市场化改

革，推进A股与国际接轨的国际化进程，也是中国股市内生性增长的持久动力。

零涨幅  
理性反思股市大起大落

证监会主席郭树清日前在十八大会议期间表示，虽然证监会不负责股票价格上涨和下跌，但是监管机构需要承担起一定的责任。这表态，是监管层首次对股市下跌作出的正面回应，引发了业界的广泛讨论。此前，郭树清还在多个场合表示，中国资本市场发展迎来一个最好的历史时期，对中国股市我们要有信心。

A股市场诞生以来，最大的特点是起大起大落、牛短熊长。尤其是进入本世纪以来，历经5年漫漫熊市后，2006年上证指数上涨了130%，2007年再接再厉大涨96%。但2008年却暴跌65%，2009年又暴涨80%。如此暴涨暴跌是不正常的。而从2010年至今，A股又连续下跌，走势明显弱于全球的一些主要股市，这同样是不正常的。

本周五，上证指数报收2014点，与2000年11月9日低点2014点连成一线。12年一轮回，指数“零涨幅”，让不少投资者心灰意冷。多位分析人士指出，单纯用上证指数的“零涨幅”来说明中国股市回报低并不完全科学。实际上，深成指12年以来的涨幅已接近翻倍。

十八大之后，当记者在采访中问及近期A股市场的表现是否“正常”时，绝大多数业界专家和投资者都认为，虽然目前国内经济遇到了很多困难，使人们对未来的预期有所降低，但即便如此，中国经济依然可保持7%至8%的增速，整体看高于其他主要经济体国家。A股市场出现如此长期、大幅度的下跌不太正常，A股市场对中国经济增长降低的反应过度。

业界专家还指出，目前很多关于国内外股市的比较是偏激的。许多人抱怨A股表现全球最差，理由是金融危机后美国三大股指基本回到危机前水平，尤其是纳斯达克指数甚至创出10年来的新高。实际上，再往前看，纳斯达克指数收复了12年前的泡沫高点的一半。日本22年前经济泡沫破灭时，日经指数超过3万点，目前还不到9000点，为当年的1/4。从国际通行的市盈率、市净率指标来看，A股市场目前基本与国际接轨，属于正常范围。

再“挖坑”  
冬播春收规律或重演

进入11月以来，大盘已经呈现明显的年末底部震荡的“冬播”特征。

其一，主力“挖坑”。从最近两周行情看，无论是11月6日的“单针探底”，还是11月8日和13日的放量下跌，抑或11月15日和16日的震荡下行，都反映了主力的“挖坑”意图。

其二，交易清淡。从最近3个交易日量能看，沪深两市的成交金额仅维持在700亿元左右，而在11月上旬及10月份，两市成交金额大多超过千亿。中登公司最新披露的数据显示，截至10

月底，两市今年新增股票账户数只有478万户，较去年同期下降五成，这已经是A股开户数连续第二年大幅回落。市场人士表示，新增开户数一直被视为“散户风向标”，反映出中小股民对于市场的态度，而社保也是连续5个月没有开户，说明机构对后市的预期亦不乐观。

其三，年末效应。从产业资本减持来看，10月限售股减持环比增近八成，11月限售股减持环比升逾八成。年底临近，产业资本结算意愿加大。即使在指数低位的10月份，两市股改限售股份解禁8.58亿股，被实际减持3.2亿股，创下自今年6月以来的新高，显示出产业资本套现离场倾向再次抬头。由于新股发行处于停滞状态，限售股减持是目前市场面临的主要供给压力。若不出意外，12月份创业板解禁不会继续延期，创业板风险随着解禁的预期和现实的到来与日俱增。

如果投资者用3到6个月的眼光来看，当前市场或许处在较好的建仓期。从A股最近21年的历史来看，元旦之后涨跌比为14:7；而春节后行情涨跌比为17:4。所以，一般来说，只要元旦、春节前调整充分，则往往预示着“冬播”成功，春节后的“春收”也就成为大概率事件。虽然最近3年A股饱受熊市煎熬，但每年“冬播”之后，A股都迎来了“春收”。2008年的“冬播”，迎来了2009年春节后跨年的小牛市；2009年的“冬播”，迎来了2010年春节后的“小阳春”行情；2010年的“冬播”，迎来了2011年元旦后周线七连阳。

■立马横笔 | Tang Li's Column |

## “放”与“不放”，结果都是跌

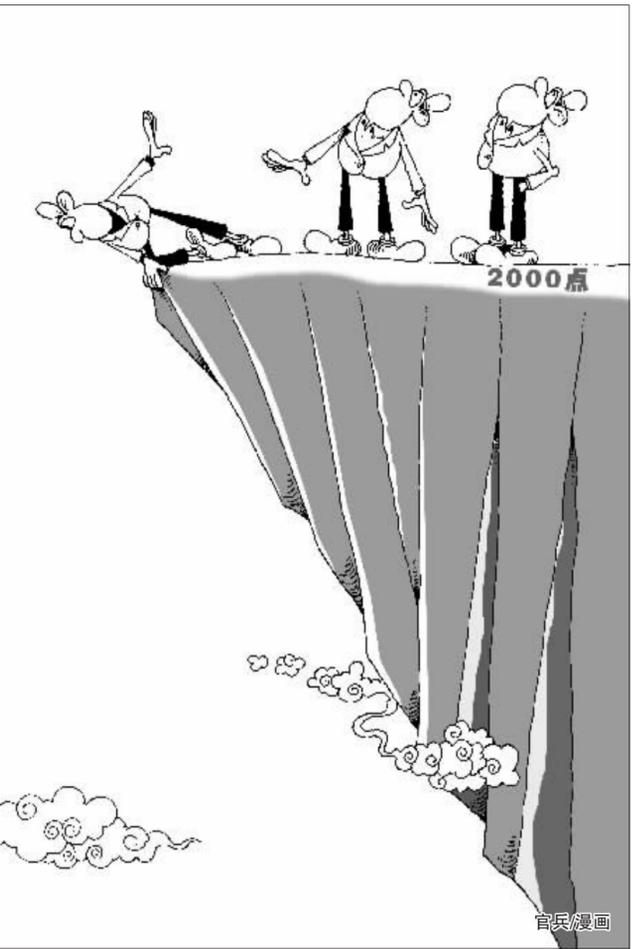


唐立

你看或不看，跌都在那里。-3.96%，这就是上证指数在十八大期间的实际表现。11月6日开幕的十八大掌声不断，只可惜不解风情的A股依旧清秋冷落。不过，习惯了魔幻主义的多头显然不甘心就此回归现实，“后十八大”行情已开始上演。

当然，绿意浓浓的A股也并非“先善可陈”，“美丽中国”的惊艳绽放就令一众投资者为之竟折腰。十八大报告首次提出“努力建设美丽中国”后，一些嗅觉灵敏的市场资金捕捉先机，迅速掀起甚是火爆的炒作行情。本周伊始，美丽中国概念股即争红斗艳，蒙草抗旱早拉涨停，巴安水务、创业环保、天立环保、铁汉生态等相关个股也延续前一交易日的强势而集体大涨。

不过，好花不长开。看上去很美的“美丽中国”概念，却随着获利资金尤其是机构的出逃，很快就凋谢



官兵漫画

了。本周三，“美丽中国”概念股跌多涨少，一度联袂涨停的十余只个股仅剩福建金森和华宏科技留守残局。显然，光有游资爱“美”是不够的。“美丽中国”不是三五天就可建成的，只有善于把握机会的人，才能不断地提高自己的审美“能力”。

若要为本周的市场寻找一些重要的关键词，笔者认为“放”字是一个不错的选择。本周最大的单日跌幅发生在周二，当天沪指大跌1.51%，基本上为后半周的走势定了调。而周二领跌的行业主要是房地产和券商，两者分别重挫4.05%、3.72%。其中房地产板块逾九成个股出现了不同程度的下跌，42只个股的跌幅甚至超过5%；而券商板块的19只个股则干脆全线尽墨。

有意思的是，这两个板块的暴跌都源自一个“放”字。住建部部长在十八大记者招待会上的一句“房地产市场调控政策现在还没想放松”，再次成为了房地产板块的“紧箍咒”。与此同时，业内传出监管层将放开券商最低佣金下限的消息，令仍在靠天吃饭的券商雪上加霜。从市场的实际表现来看，放与不放，结果都是一个“跌”字，这无意中也将房地产和券商联结成了一对难兄难弟。

关于房地产的话题，可谓说不完道不尽。本周，有媒体报道称，国内首批房贷将迎来清款大限。该消息一下子成为人们热议的话题。报道指出，从本世纪初我国迎来第一批住房

贷款热潮至今，首批房贷将迎来清款大限，首批房贷族也将迎来集体还清房贷的日子。不可不提的是，这10年期间，由于房价大规模上涨，当年的房产已经增值了几倍甚至更多，于是有人以为，首批房奴应该都很幸福。笔者不知道事实是否确实如此，但可以确定的是，长期偿债压力的滋味到底如何，只有房奴最清楚。

如果说首批房奴都很幸福，那么首批非房奴的失落将在所难免。但笔者想说，非房奴者大可不必为此过分伤心费神，毕竟幸福和失落之间的距离，不能霸道地以一套房子的长宽高来衡量。要知道，在泡沫危机屡屡被提及的今天，不是每一个人都能当成功房奴的，而每一个房奴的背后也不见得都备着一个“收烂尾楼”的。

最后想说，上任一年多的证监会主席郭树清，本周首次坦承，监管层对股市下跌负有一定责任。众所周知，一年多以来，密集出台的股市政策犹如模糊，却始终未能将A股“糊上墙”。绵绵跌势之下，郭主席第一次表态，对于中国股市不正常的大起大落，监管机构需要承担一定的责任。如此担当虽然不大可能为股民挽回些什么损失，但话里包含的态度对股民以及股市而言，毕竟不是件坏事。

知错能改，善莫大焉。如果连认错的气都没有，改又从何处说起呢？而当前股市建设最需要的就是改，推行更多的市场化的改革。

## 私募看市：2000点难获支撑 抄底还需经济明朗

证券时报记者 吴昊

昨日，上证指数最低一度跌至2001.73点，距离2000整数关口仅一步之遥。同时市场人气低迷，沪市连续三天的日成交金额都在400亿元以下。多位接受证券时报记者采访的私募表示，宏观经济是否能在今年三季度见底并不明朗，目前还是以观望为主，投资者对于上证指数2000点的支撑不可期待过高。名禹资产董事长王益聪表示，上证指数2000点不会有太大支撑，

2000点只是投资者心理意义上的整数点位。目前中小板和创业板指数已经在加速下跌的过程中，说明市场重心还在下移，下跌的趋势没有发生改变。

深圳普邦恒升投资总经理陈文涛也认为，讨论上证指数2000点的支撑已无意义。最近应该将关注点放在宏观经济方面，这也是当前市场的最大分歧所在。目前市场中看空情绪比较浓，虽然A股整体估值水平较低，但也找不到全面上涨的理由。而一旦宏观经济出现大

幅下滑，股市还会加速下跌。

王益聪认为，影响投资信心的国内因素主要有三个：第一，虽然近期宏观经济数据回暖，但持续性有待观察，经济增长中枢的下移，增加了经济前景的不确定性，使得投资者信心不足。第二，临近年底资金面偏紧，停放数月的新股或将开闸，都会对市场流动性产生影响。第三，经济层面的维稳政策或将减弱，政策面将进入真空期。

王益聪还表示，外围股市的下跌将对国内股市形成拖累。具体来

看，欧美股市的大跌有两方面的原因：第一，欧债危机处于焦灼状态，且有逐渐深化的可能。第二，美国面临“财政悬崖”风险，此问题需要反复博弈，而博弈的过程充满不确定性，对风险资产来说会造成较大冲击。这两个方面的负面作用才刚刚开始。

不过，陈文涛则表示，上证指数跌破2000点后，继续下跌的空间不会太大。今年三季度国内经济已经见底的概率较大，目前市场利空已经出尽，四季度不排除会有降准或降息的

可能。若没有新增的利好因素，沪指也会维持震荡格局。

陈文涛还表示，现在国内各行业的增速多数有所下降，部分周期股的走势需要等待宏观经济的明朗，而医药、食品饮料等以内需为主的行业值得关注。

上海一家中型私募研究总监透露，其目前仓位在两成以下。他表示，目前在投资逻辑上应以规避风险为主，强周期和非周期类个股都没有太大价值，应该自下而上寻找一些跌幅较大的与经济转型相关的产业。