

## 上海自贸区 利好本地 六大产业

民生证券

国务院近日正式批准设立中国(上海)自由贸易试验区。范围涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税区和上海浦东机场综合保税区等4个海关特殊监管区域,总面积为28.78平方公里。

上海自贸区的迅速获批表明中央经济改革决心坚定,结合新一届政府近期的政策幅度和频率,我们有理由对自贸区的政策力度和时间寄予较强预期。

国务院在批示文件中明确表示:建设中国(上海)自由贸易试验区,是顺应全球经济贸易发展新趋势,实行更加积极主动开放战略的一项重大举措。

上海自贸区的加速推进,也预示着经济改革步伐的加快。实际上,年初以来国务院陆续推出多条政策力推经济转型。7月份以来,中国也迎来政策密集发布期,国务院先后推出了放开贷款利率管制、中小微企业税收优惠、营改增试点扩大至全国、加快发展节能环保产业、促进信息消费、金融支持小微企业发展、宽带中国”战略、改革铁路投融资体制等一系列重要政策措施。

本次自贸区试点城市除了上海外,天津、广东等地也都跃跃欲试。除了上海外,浙江舟山、广州南沙等国家新区也提出了自由贸易试验区的设想。

上海自贸区方案获国家批准,主要原因在于上海金融方面的显著优势,而金融是自贸区成功与否的重要条件。2010年以来,中央陆续批复上海为国际金融中心、国际贸易中心、国际航运和国际物流中心,显示中央支持上海建设成为国际金融中心的姿态。

另一方面,国务院常务会议强调自贸区要扩大服务业开放。上海作为中国大陆的经济、金融、贸易和航运中心,其服务业在全国处于领先地位,同时其在产业结构、人才素质等方面在全球也都具有一定优势。

上海自贸区的建立不仅是政策支持,更是改革深化的体现。结合国外经验以及市场预期,我们认为自贸区在贸易、税收、金融和投资四大领域值得期待,其中金融看点尤为突出。结合国外自贸区发展范例,信息服务、地产、物流、国际贸易、金融、航运服务六大行业有望在自贸区建立或发展过程中受益。

**1、航运服务业将直接受益于上海自贸区带来的贸易提升。**国务院此前将上海定位为建设国际航运中心,大力发展船舶交易、船舶管理、航运经纪、航运咨询、船舶技术等各类航运服务机构,拓展航运服务产业链,延伸发展现代物流等关联产业,不断完善航运服务功能。由于法律、税收、金融等方面的短板,目前上海距离巴拿马、新加坡、香港等世界级航运中心仍有距离,尤其是港口服务业发展瓶颈较多。随着上海自贸区一系列政策的出台,尤其是港区一体化建立,上述限制或将被逐一扫除,上海航运中心将在未来获得新一轮发展。

**2、金融改革将是自贸区最大亮点。**利率市场化、汇率自由兑换,金融业对外开放、产品创新等或成为上海自贸区金融方面改革试点的重要内容。一方面,一定程度上的金融自由化是国际自由贸易区的普遍特点,另一方面,这也契合我国金融创新的大背景。

**3、四方面利好助国际贸易大发展。**首先,港区一体化的建立将简化国际贸易流程,缩短货物运转时间,增加贸易效率;其次是贸易成本降低;第三,离岸金融业务是自由贸易区的重要组成部分,现在离岸业务由于受到外汇管制、金融成本等方面影响,发展受到一定限制。自由贸易区成立以后,若实行园区内人民币可自由兑换、利率的市场化,这些因素将支持贸易做大;第四,降低外贸企业的汇率风险。

**4、政策和需求助推物流业加快发展。**物流作为自贸区的配套基础设施,在自贸区形成及发展的过程中将受到两股力量的助推:一方面来自于政策支持,另一方面物流行业的发展受到下游需求强烈推动。当前上海港虽然吞吐量位居我国首位,但鉴于其良好的港口条件,以及转口贸易在其中比例较小,仍然有着巨大的发展空间。尤其结合将来国际贸易在上海的蓬勃发展,物流行业后续需求不可限量。

**5、区域地产受益于自贸区带来的土地升值。**上海自贸区面积有限,仅28平方公里,在上海良好区位优势、经济基础和国家政策支持的背景下,上海自贸区发展前景无限。这使自贸区土地愈加珍贵、寸土寸金,显著增加自贸区及周边土地价值。对于在上海自贸区内部有土地储备的企业来说,土地价值的提高将带来短期和直接的利益。

**6、信息服务将受益于海关监管方式的转变。**在自贸区贸易自由化推出以后,自贸区货物分散和实物监管方式有望转变为统一的海关货物状态监管方式,这也是国际大型自贸区的普遍做法。鉴于当前信息化基础的薄弱,未来海关监管系统升级空间巨大。

## 9月A股进入“维稳季” 机会与风险共舞

证券时报记者 汤亚平

即将过去的8月,A股市场走势明显强于外围股市,A股一改过往“跟跌不跟涨”的劣习,甚至走出局部的独立行情。这一方面得益于市场对三中全会政策利好的新预期,另一方面中国经济出现了积极变化和更明显的企稳迹象,经济有望保持7.5%左右的增长。但对于前期涨幅过大的个股和板块而言,9月应该进入收割季节,对于缺乏业绩支撑、纯概念炒作的个股要加倍小心。

### 9月不明朗因素犹存

A股之所以在全球股市中独善其身,有人说是汇丰采购经理人指数(PMI)预览值走好引起的,有人说是汇金增持消息所致。但毕竟过去3年A股走弱的时候远多于走强的时候,现在单看这一个月的走势未免有些太儿戏了。投资者应高度关注以下几点:

其一,东南亚股市进入熊市。据国外媒体报道,多数经济学家预计美联储将在9月份的政策会议上正式缩减购债规模。受美国量化宽松(QE)政策即将退出影响,东南亚股市相对于全球股市正以12年来最快的速度下跌。随着外资连续第三个月减持,该地区基准股价指数也跌入熊市。

MSCI明晟东南亚股票指数本月已经下挫11%,自5月8日触及的今年高点更回落21%。该指数8月份跌幅比MSCI明晟世界股票指数多9.1个百分点,这也创下2001年4月以来两者间的最大差距。

其二,A股能否独善其身仍不明朗。近期A股可谓处于多事之秋,光大乌龙事件余波未了,外围股市又风声鹤唳。在美国QE退出及A股新股发行(IPO)重启这两只靴子均未落下的前提下,在东南亚股市进入熊市背景下,断言A股独善其身时尚尚早。三季度只剩最后一个月,上证指数前8个月仍下跌约7%。2444点以来,大盘整体方向还是在往下的。

### 收获季 机会与风险并存

进入9月,对个股而言,说“金九银十”并不过分。目前来看,个股与板块有三个明显的特点。

**特点一:题材股“揭竿而起”。**上海自贸区概念个股高烧不退,华贸物流、陆家嘴、上海物贸、浦东金桥、锦江投资、上港集团、浦东建设等9个股连续6天涨停,

龙头股上港集团和锦江投资已经连续7天封死涨停板。这得益于自贸区概念后浪推前浪。天津、重庆两个地域性板块个股因自贸区概念刺激全线走高,且自贸区概念炒作蔓延至交通设施板块,该板块大连港、天津港等连续两天涨停。

**特点二:创业板“秋收起义”。**创业板是率先发起“秋收起义”的板块,但本周已有明显退烧。盘面显示,沪市第一屏连续两个交易日有几十只个股涨停,涨停个股数超过深市,且清一色的题材概念股,过去这样的风景线只有在深市创业板股中出现。相反,深市连续两天仅有十几个个股涨停,而且只有一只创业板股票天舟文化在其中。可以说,创业板整个板块呈现万绿丛中几点红的现状。这是前段时间所没有过的。应警惕创业板秋收引发的蝴蝶效应。

总之,创业板指数创出历史新高后,阶段性动荡不可避免。更多资金会发现,中小板和主板的概念股、重组题材股获得补涨机会。

### 蓝筹上演“维稳”大戏

我们说“维稳”大戏,不是过往的被动维稳,而是可能采取进攻性防御。

其一,管理层重振投资者信心。有人说,A股之所以在全球股市中独善其身,真正原因还是因为管理层对光大乌龙事件的严肃查处。尤其是月末,证监会认定光大证券异常交易构成内幕交易、信息误导、违法证券公司内控管理规定等多项违法违规行为。对光大证券和相关责任人员采取行政处罚措施,没收光大证券违法所得8721余万元,并处5倍罚款,罚没金额总计5.23亿元。这对A股市场重振投资者信心、9月走出独立行情打下了基础。

其二,机构大举买入蓝筹股的交易型开放式指数基金(ETF)。华泰柏瑞沪深300ETF半年报显示,截至6月30日,机构投资者比例为86.21%,相对去年底的84.57%进一步提升。其中,中央汇金投资有限责任公司为该基金第一大持有人,持有份额达8.07亿份,占上市总份额比例高达11.30%。该基金2012年年报中并未出现汇金公司身影。

与此同时,国投瑞银沪深300金融地产ETF于8月28日至9月11日期间发行,整个发行期仅两周时间。该基金公司人士表示,金融行业尤其是银行业资产质量的压力缓解,有利于行业恢复性上涨。而房地产市场的表现与房地产销售的预期呈现出明显的相关性,随着三季度末政策的放松,房地产成交量有望再度回升。

机构对蓝筹ETF青睐,是否意味权重蓝筹将王者归来,目前很难判断,但权重蓝筹继续充当维稳的角色是必然的。



官兵/漫画

## 从市值角度看待创业板高估值

郑莹

在经历了连续两周的回调后,上周创业板指数再度拉开大幅序幕。本周前两个交易日,创业板指数连续创出历史新高。

在市场普遍期待创业板个股掉头向下,大盘蓝筹股重新崛起的时候,创业板指数却始终维持相对强势。面对大多超过50倍市盈率的创业板个股,很多投资者都难以理解,为什么这些新兴产业股票在涨到50倍、60倍甚至上百倍市盈率的时候,还能维持强势,还会有机构投资者买入。

抛开泡沫炒作的成分先不谈,我们姑且相信,存在即是合理。那么合理背后一定有个逻辑,对于专业的投资者来说,面对新兴产业的高估值,以道德审判的角度去批判泡沫是毫无意义的,最重要的是找到新兴产业能持续强势的逻辑。接下来的问题就是,你愿不愿意相信这个支撑上涨的逻辑,或者说,你判断市场上是不是会有更多的投

资者认同这种逻辑。如果是,那么你就可以买入,或者,新兴产业就能维持强势。

首先,面对有成长空间的新兴产业,在专业投资者的估值体系中,最重要的其实不是市盈率,而是市值。市值概念包括两个层面:一个是行业的整体市值空间,二是上市公司的单体市值。如果行业的整体市值有很大的成长空间,但某个市值非常小的公司市盈率高达数百倍,如果单纯从市盈率角度来看,就会得出估值大贵的结论。正确的应该是以市值角度判断估值水平。

我们可以看到,今年涨得非常好的新兴产业股票,都是预期行业空间比较大,而单体市值非常小的公司。

举个例子来说,近期受益于国务院、工信部等出台的促进信息消费、建设宽带中国等政策的信息产业板块持续上涨,如果看市盈率,毫无疑问目前信息产业上市公司市盈率都偏高。但从市

值角度来看的话,根据国务院的《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》,到2015年,信息消费规模超过3.2万亿元。目前信息服务和信息设备行业所有上市公司的总市值近1.8万亿,加上上海上市的公司总市值也不到2万亿。信息产业上市公司的市盈率都比较高,但从市值角度看,目前的估值还是较为合理的,预期都得到了充分反映。

理解了应该从市值角度去给新兴产业估值,接下来的逻辑演变是,行业整体的发展空间能否在单体公司的实际业绩上得到验证。如果是,那么维持强势是顺理成章的;如果不是,那么市值就有重新估算的必要。在业绩上,证实或者证伪,是新兴产业接下来必须要面对的一道门槛。

因此,在这个高点上,投资者若要进行新兴产业的投资,一定要围绕行业空间、单体市值,以及实际业绩三个角度去选择,详尽分析,理性决策。

(作者系从容投资联合创始人)

### ■ 高兴就说 | Luo Feng's Column |

## 此时谈美股见顶尚为时太早



罗峰

美股会不会见顶?这个看起来像是假命题——世界上没有永远上涨的股市。聊这个话题,源于最近关于美股将来一段时间可能不再走牛的观点多了起来。所以,美股会不会见顶,咱们说的是会不会由牛转熊,更具体地说,是今明两年会不会逆转。毕竟,数年后的市场几人看得清呢。显然我没有一眼看透美股跨期一年

以上行情的功力。

认为美股要见顶的观点,主要是从估值和市场风险角度出发。比如赫斯基基金提出,当下美股被高估,处于超买状态,用标准普尔成分股的股价对比十年来加币通货膨胀因素后的企业平均年盈利,认为美股在估值方面还没有达到2000年的泡沫水平,但接近2006年、2007年的水平。

当然,另有一派观点是美股还要走牛。瑞士信贷亚洲区首席经济学家陶冬前段时间有个在网上流传较广的报告,大概意思是抛售中国资产、买进美国资产。主要理由是,中国经济未来一年半的主题是各行业去杠杆,3年内可买到远比现在低的资产价格,目前在中国也难以找到投资机会;在欧美各大经济体中,美国经济的复苏迹象最为明显。陶冬说在中国有一套以上房子的人士应套现,资金出海投资美股、美

房,乃至日本商业物业;美元进入长期升值轨道,美房仍是一辈子难见的大底。

对股市的看法向来是一千个人有一千个哈姆雷特。比如估值看空的观点,即便是价值发现型投资者或有效市场论者也明白,行业潜力和公司潜力的奥秘,高估值的个股往往比低估值的上涨空间更大(当然下跌空间往往也大)。而且在科技股上套用估值,经常会与实际的市场走势发生很大偏差,这在近年科技创新风行的美股上更是如此。

从经济趋势角度看多的观点,大致和陶冬类似,认为美国经济复苏趋势进一步确认,将推动美股继续走强。但也可以这样看,美股是否找到投资机会;在欧美各大经济体中,美国经济的复苏迹象最为明显。陶冬说在中国有一套以上房子的人士应套现,资金出海投资美股、美

又与经济形势直接挂钩,今年更是明确了对应就业率等参数的“上下限”。所以,今年每次经济数据出来,都会出现两种判断,即经济好转到底会让股市跌还是涨,基本上股市担忧货币政策转向要多于经济数据的波动。

一般认为,随着经济好转,美联储将提早结束量化宽松,不再通过二级市场买入金融资产,这对股市来说,相当于失去大量超级廉价的资金——这意味着支撑大牛市的主要动力被抽走。于是,今年美股主要指数走势频繁出现的一幕是:当经济数据佳时,股市往往走低;当经济数据欠理想时,股市反而回升。

再回到美股会不会见顶的问题上来。道琼斯指数8月初创出15658点的新高,本月一直高位整理。自2009年3月以来的这波涨势能持续到什么状态,我很难猜测。不

过有两个角度可以作为观察的对象:

一是目前美股肯定有泡沫,正是因为有泡沫,所以牛市不会很快结束,大泡沫的破灭总是积累到非常大的程度才能破。一个持续了四年多、股指上涨了140%的超级大牛市,无疑是大泡沫,小泡沫在一般力气拿捏下可以破灭,大泡沫则只有在泡沫变得异常大,最终逆转的情况才会破灭。因为趋势的力量总是大得惊人,越要逆转大趋势,就越可能反复,即使泡沫破灭,也不会是一朝一夕的事情。

二是从标普500成分股的股息率来看,即使美股出现调整,也不会很大。标普成分股中超过半数公司的股息率高于10年期美国国债,有两成多个股的股息率高于的30年期美国国债。在资金回流美国的背景下,股市将会是很多投资者的选择标的之一。

因此,从目前来看,美股见顶,还需时间。