

新常态下的攘外安内

“新常态”在2014年更趋显著,一是对外硬态度和主动策略,争取国际政治经济事务中更大话语权和更重要角色;二是对内加强中央集权以提升中央权威和执行力,通过新型稳增长政策兼顾短期增长和中期转型。攘外安内对中国未来的经济、改革乃至资本市场都会产生深远和重大影响。

王洋

2014年的一个流行词是“新常态”,习总书记5月指出“我国发展仍处于重要战略机遇期,我们要增强信心,从当前我国经济发展的阶段性特征出发,适应新常态”。新常态在西方国家一般指金融危机之后经济恢复缓慢而痛苦的过程,这在中国也非常明显。中央对经济形势提出了“经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”的三期叠加判断,这既是对经济新常态也是对政策新常态的表态,即经济内生动力不足,经济政策刺激式微。

这一经济的新常态并非新现象。市场,包括我们近一年已经对此充分讨论。我们还需要脱离短期经济和市场的幅波动,从更宏大和广阔的视野去考察时代的变化。一个是新的全球一体化时代的来临,和美国在危机之后政治和经济上的主导地位的再次确立和加强;一个是中国依然保持快速的经济增长,试图在成功经济平稳转型的同时实现大国复兴的梦想。

两种新常态

考察十八大以来新一届领导人的施政方略和国家战略,可以发现两种“新常态”在2014年更趋显著,一是对外的强硬态度和主动策略,争取国际政治经济事务中更大的话语权和更重要的角色;二是对内维稳的“新常态”,

通过反腐加强中央集权以提升中央的权威和执行力,通过新型的稳增长政策兼顾短期增长和中期转型。概而言之,攘外安内。这将对中国的经济、改革乃至资本市场都会产生深远和重大的影响。

就中国对外新战略而言,2014年的军工和信息安全等主题行情都是在资本市场的映射。而从战略分析的角度可以得到更深层次的推论,军工具有长线投资机会,而不再是惯常的短期炒作。成立国家安全委员会,把国家安全上升到首位,无论是金融还是产业资本都在降低对外资的依赖性,去IOE(指IBM服务器、Oracle数据库、EMC存储设备)持续展开,产业结构的升级重组、经济实力的增强,会更加重视民族工业企业,这将是未来结构调整的趋势,高端装备制造和通信、互联网等领域的领军企业,都有望得到国家战略层面的支持。中国在世界金融货币体系中谋求一席之地,经济政策更加强硬独立性,如今年采取的人民币汇率贬值策略,不再唯美国马首是瞻;国家领导人的多次出访,都在积极推进人民币与其他货币的直接兑换、交易和清算安排,人民币国际化随着中国外交的长袖善舞不断取得新的进展;近日中国倡导成立的金砖国家开发银行,更有望在未来分担西方发达国家主导的世界银行和国际货币基金组织(IMF)的作用。

就对内战略而言,对内维稳、整顿吏治的过程如火如荼,这意味着短期改革的落地可能低于预期,但另一方面,也为未来的改革推进营造了稳定的环境和坚实的基础。一个例子是近期的公车改革,力度可谓前所未有;此前的公务消费治理,更是重拳出击,所向披靡,对GDP消费的影响至今未完全消化。事关经济转型的一个重点是国企改革,从这个逻辑而言,2014年

截至目前的国企改革还只是预演阶段,在去年三中全会后欢欣鼓舞的市场人士不必因此而悲观失望或降低预期,更有力和更广泛的改革还在绸缪阶段,相信未来必将有极大的推进。

对内的经济维稳也将是常态。其含义是,第一,不会完全放弃经济增长而强推改革,只能寄希望于逐渐降低增长目标和提高对结构调整阵痛的容忍度;第二,新型的稳增长政策希望兼顾增长和结构调整以及改革,因此增强了针对性、灵活性,行政化、微观化色彩也更重,但能否达到预期目标还需要实践检验。我们不认为行政化的结构性政策能够替代市场自我调整的作用。但在这种情形下,经济增长可能在相当长时期内上下有界,从而导致资本市场缺乏基本面引导的大趋势性变动;经济波动幅减小,而且受政策干预影响较大,在一定程度上偏离了原有的规律性。从市场结构看,大盘蓝筹股多属于上个经济周期的主导行业而在新时期面临挑战,有下行压力但仍维持一定利润增长,其波动往往只是

估值水平的应激性和适应性修复;新兴产业在市场占比不高,估值就很容易炒高,其波动不仅取决于真实的经济转型的预先反映,也取决于投资者行为。纠结于政策的松紧调整和经济的上下起伏,或者根据传统的周期理论分析,对投资的指导意义就削弱了。

2015才是真正的经济改革年

市场对于7.5%的增长目标,有很长时间的分歧;对于7%经济增长的预期,则有很强的惯性。在两会公布7.5%的增长目标后,市场仍然把解读的重点放在“左右”而不是“7.5%”。我们多次强调,左右并非2014年独有,在以往8%和7.5%增长目标时期也曾经多次使用。市场预期和现实的反差及其修正,市场对于改革的热情逐渐回归理性,对于新一届政府的施政方略的认识也逐渐清晰。对政策的认识和判断,说到底,还是对于现实经济问题和错综复杂的内外矛盾之下的政策选择的客观分析。

大国复兴和经济转型的背景下,金融变革只是其中的一小部分,但已经对资本市场产生巨大冲击。从金融变革的角度,随着融资结构的转变,金融自由化在利率、汇率、金融市场结构等多个维度的推进,中国的全球和人类资产配置的时代已经开启。2014年人民币的超预期贬值,加快了多元化外币资产的配置进程。A股只是一种选择而不是仅有的选择。从经济转型的流动性环境,整体的流动性是趋于收缩的,房地产下行带来的财富效应在减弱,并由此导致企业的货币利润增速放缓;从经济周期的资产配置时钟而言,在经济衰退期股市缺乏吸引力,债市相对更强;从企业资产证券化和直接融资发展的角度,未上市公司和上市公司的价格和容量存在巨大落差。股市进入一个存量资金博弈的疲惫期。2014似乎是平静的,但静水之下有激流。经济短期的企稳回升并不能改变中下移未完成的趋势;预计2014之后中国经济仍有下行风险,而稳增长政策将更加难以决断,为了更好实现调结构和转型的目标,2015年有必要进一步降低经济增长目标到7%。当经济继续下行,各种矛盾会更加突出,这会创造改革的客观条件;四中全会之后,对内政治维稳进入制度化安排也将有助于改革的推进。2015或将是真正的经济改革之年。经济和资本市场也将更充分、更真实的享受到改革的红利。

(作者系中信建投证券宏观分析师)

■客官别急 | Easy Investment

吃着哈密瓜品味“估值”



证券时报记者 朱凯

掌握市场价格的短期起伏涨跌,博取利得收益,至少目前来看仍是股民们最主要的盈利手段之一。估值是什么?价格,可以看作是估值的一种外在体现。

其实,投资过程,就是一个理解价格形成、变迁及发现其规律的过程。日常生活中,似乎有很多“价格发现”的机会。

比如,每逢春节,我们一家都会去附近一个农贸市场大采购,水果、干果、零食买一大堆回来,价格上会实惠很多。上个礼拜,又去这个农贸市场买水果,我发现哈密瓜卖3.5元一斤,由于平时很少亲自去买,不了解行情,于是就买了两个中等个头的,花了不到40元。

归途,由上海外环往中环方向经过一个大卖场,人流密集的路口有一辆大卡车,满是装着哈密瓜的小箱子。一个小伙子叫卖:25元一箱,30斤!25元一箱,30斤!

下车询问,从这个价格算下来,一斤也就是1块钱不到。

有一天下班我从地铁口出来,看到路边堆满了与上次卡车上大小相仿的一箱一箱哈密瓜。两个小伙子,其中一个貌似少数民族,在拼命叫卖。我上前询问价格,原来也是3.5元一斤。对方没有主动说是整箱卖,可能是按斤零售吧。我想,农贸市场卖得也挺贵!

后来在淘宝网上搜索“哈密瓜”,发现不同品种或不同产地的哈密瓜,价格差别之大令人咋舌,貌似很难建立一个完美的估值模型。一种号称日本一个从香港某商家发货的哈密瓜,每500克单价到了120元!而按照销量由高到低的前十位排序来看,相应的单价约在5元至23元之间。

这样说起来,3.5元一斤也不算贵。我隐约记得,号称25元一箱(30斤)的纸箱子上印着“伽师瓜”字样,与在地铁口那边卖的或许是同一品种,但为何价格却是天壤之别?

通过“全国农产品商务信息公共服务平台”,我查询了新疆维吾尔自治区7月30日的哈密瓜行情,基本上每公斤(1000克)价格在2.5元至3.5元之间;北京各大批发市场,哈密瓜每公斤的价格在2.4元至7.2元不等;广东汕头地区,每公斤价格约在2.5元至5元之间。

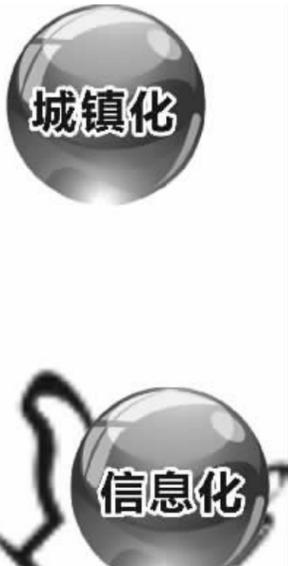
大致比较下来,哈密瓜原产地的价格总体偏低一些,而产地之外地区的售价,与运输距离远近并无直接正向的关联,区别可能仅在于品种之贵贱或销售商家的其他成本等。

拉回来说说投资吧。股票的估值到底是什么?一般来说,判断一只股票的价值,可以依据投资者的预期回报率、企业盈利能力、企业资产价值等多个方面。而由于“玩”股票的始终是单个复杂的人,因个体性格不同,股票估值的影响因素也会愈发复杂。

包括买哈密瓜在内,投资股票与日常购物其实非常相似——有人倾向于选择“价格背书”,在同样类型的东西面前,他会选择性价比更高的去买,那或许意味着品质更佳;有人更看重“卖家背书”,会去有信誉保证的场所如大商场、大超市买,那或许意味着把关更严;也有人喜欢对商品的性能参数作深入比较,然后选择价格不一定最贵,但性价比最高的东西去买……可谓见仁见智。但对于依赖第三方背书的消费者而言,如果他也是证券、金融投资者的话,我想他无疑是属于懒惰型的。单就投资而言,我个人更欣赏研究者,更敬佩斤斤计较的那一类。

股票的价值,是体现于其在一定时间内带给交易者的价格上涨的幅度。同时,股票价值的体现,还与其对买入时机的选择有关。尽管基本面良好,但市场缺乏信心,没有资金追逐,相应的股票自然也难有价格回报;而时机一旦来了,就无论什么股票都会涨,即所谓“风口上猪也能飞”。就像打新股一样,只要中了签,若干个涨停板就在等着你,完全与个股的基本面无关。

最后要说,不管是赚钱还是暂时亏钱,只要投进去的是闲钱,你的心情也就不会因涨跌而时刻揪紧。这样,你就是最终的赢家!



流动性、基本面和情绪如何共振

邵宇

市场要获得一定量级的行情,一定是来自于多种因素的共振,经常提到就三个方面,第一就宏观经济。宏观经济现在可以看到是逐渐企稳;第二个方面是流动性。流动性,大家反复提到沪港通,沪港通可能会带来增量资金。另外最近整个市场流动性宽松,不光是利率下行,还有国开行上万亿定向宽松货币的投放。最后一个当然是情绪提升,也就是大家风险偏好的一个提升,这个可能是来源于改革预期的提振,例如混合所有制改革,比方说交通银行的混合所有制方案发布,或者来源于大型券商例如申万宏源的并购,还有就是“打虎”反腐行动取得重大进展,从而降低改革阻力,这都会导致投资者的风险胃口有所上升,所以在这三个因素共振下能够市场走出一定量级的行情。

现在中国宏观经济的特点就是它的弹性还是很小,例如去年整个行情,风格差异很大,如果是做小股票,能赚很多,但如果是做大盘股,就没有太多系统性收益,市场上开玩笑说,如果你去讨论基本面,就输在起点了,但回过头来看,这种现象也就证明了整个宏观经济是缺乏弹性的,所以大部分的市场机会还是以结构化为佳,但这并不排斥在目前时点,对可能过度悲观的预期进行估值修复或者重新发掘价值类标的或者是蓝筹的一个投资机会。

中国现在面临的问题主要是三个断层的问题。第一个断层,主要是来自于增长。以前的增长模式很简单,就是一个GDP锦标赛,搞投资,特别是大量房地产投资或者各种各样的基础设施建设就可以了,

现在GDP锦标赛可能正在慢慢变成一个改革的锦标赛,传统动力源没有了。而且在国家治理模式方面可能马上有重大变革,比如说负面清单、权力清单,8月份可能要过的新版预算法,还有一些其他制度性的配合,这都使得原来GDP锦标赛都跑不起来了,决策层也很清楚,所以派出了督导组,使得得有政令或者政策能够得到彻底的贯彻和执行,这样才能使得第一个断裂带得到一定程度的弥合。

第二个断裂带是改革的断裂带,三中全会给出的改革蓝图确实非常性感,但在实际执行中,可以分成快的和慢的改革,比方说金融市场化是最快的改革,它包括利率市场化、汇率市场化。最近的这次国务院常务会议强调进行有序的利率市场化改革,可能也就是意识到在改革之间,如果配套顺序或者是配套不够紧密的话,可能会有风险释放,所以要快的改革稍微慢一点,让慢的改革能够迎头追上。特别是财税改革、资源要素价格改革还有混合所有制的改革,能够追上比较快的金融改革,才能形成合力,提高改革的协调性,共同产生的效益能够起到一个一加一大于二的效果。

最后一点,也就是全球化的断裂带,以前中国生产、美国消费,其他资源国提供大宗原材料的模式,我们叫做全球化的3.0版本。现在看起来,2008年大危机以后,3.0的版本实际上就崩溃掉了,美国正在尝试地变成一个三合一的制造国、消费国跟资源国,同时用高标准的跨太平洋伙伴关系协议(TPP)来使得新兴市场第二次加入WTO。这种情况下必须去找到一个新的解决方法,我们称之为全球化4.0,所以最近发生的一系列事件,包括金砖银行设立在上海,推出中

国版的马歇尔计划等,可能都是全球4.0的一些表征。

这些新增长点的形成,毫无疑问都需要一个较长的磨合过程。海外投资者比较简单,因为是全球配置,所以主要看GDP就行了,一看中国这盘菜比印度或者是比其他新兴经济体还要好,就开始配了。我们自己生活在其中,觉得其实际经济增长已经不是最重要了,改革权重最大。改革它是一个中长期过程,但是市场总是跑在前头的,做投资就是做预期跟预期差的,所以如果决策者能够不断地释放重大的改革信号,市场的情绪就不断得到提升,比方说现在做的财税体制改革,真正成为一个公共财政法案的雏形,现在做的混合所有制改革,真正把大型国企给它彻底混合了。而户籍改革真的取消了户口。这样的节奏会不断激励市场情绪,我们判断到年底之前,可能还会有大概五六十项重大的改革措施不断地释放出来,这对国内投资者情绪会不断形成新的正面激励。

因此我们觉得现在市场反弹,主因是流动性逐渐充沛,特别是海外对中国经济复苏的预期在增强,比方说海外看国开行一万亿PSL,就是一个量化宽松。因此他们愿意把更多的风险资本配置到中国,加上沪港通,就又打通了一个流动性补充的增量渠道,所以这个时候,整个的估值修复就变得顺理成章,也就是流动性也会变得充裕,所以建议不要太多关注题材股,而把目前的精力放在这一轮的蓝筹引导的估值修复上去,但是放到一个完整周期看,我们的基本配置中一定大量存在着“新三驾马车”,分别是深度城市化、大消费升级以及人民币国际化相关的一些主要的收益标的上,而做到战略和战术的相应配合。(作者系东方证券首席经济学家)



彭春霞/制图