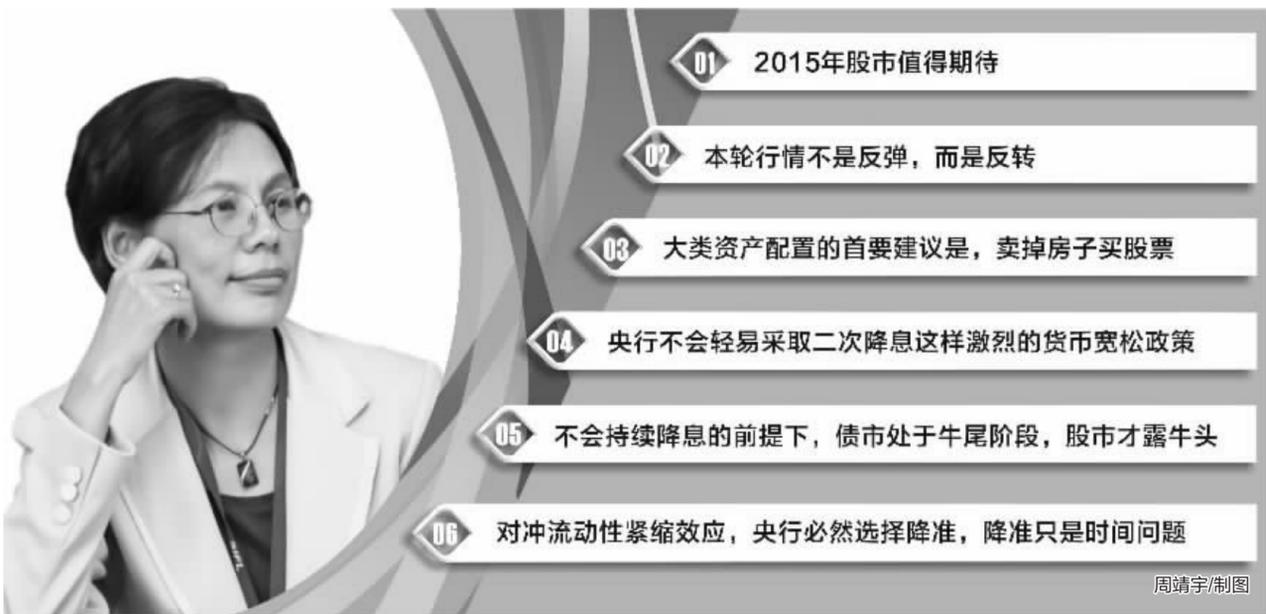


国泰君安首席经济学家林采宜:

中国股市大反转基础坚实



证券时报记者 梁雪

央行上周五突发降息,本周沪指一鼓作气冲上2600点,多方代表国泰君安再次成为市场关注的焦点。

回顾今年4月初,上证指数徘徊于2100点,市场一片悲观,国泰君安策略团队抛出“A股将有400点大反弹”观点,市场哗然。股市昙花一现后重新步入低迷,嘲讽声中,国泰君安坚持看多,A股也迎来飙升,赢得市场一片掌声。

股指飙升的同时,各方疑虑也在增加。我国经济增速能否支撑股指上涨?中国股市的上涨逻辑在哪里?未来影响市场的因素有哪些?近期各国汇率竞相贬值,黄金石油大跌,美元进入上升通道、国内降息,这些错综复杂的宏观变化,对投资者意味着什么?在国民财富快速增长之际,应该如何配置资产?针对这些市场关心的问题,证券时报记者采访了国泰君安首席经济学家林采宜。

经济转型带来A股反转

虽然国内生产总值和工业增加值还在下行,但增长质量开始提升,所以从整体经济运行的情况来看,中国股市具备迎来可持续性牛市的基础。至于股票估值,在盈利见底之后逐渐复苏只是时间问题。

证券时报记者:近期A股出现明显上涨,您如何评价本轮上涨的基础?中国经济形势和企业盈利是否发出了好转信号?

林采宜:我认为本轮行情不是反弹,而是反转。

我们最近做过一个专项统计,在27个行业板块中,除了煤炭、食品饮料、轻工制造、纺织服装等8个板块外,其他19个板块的销售净利率已于今年二、三季度见底,企业盈利触底并逐渐恢复反弹。

这一统计佐证了我提出的“股市的估值和企业的长期发展趋势相对应”的观点。如果估值底部是盈利底部,股市将有牢固的上涨基础,这也往往是股市一波大牛市的开始。企业盈利见底,意味着去产能化进入后半程的同时,经济出现了结构性的改善。虽然国内生产总值和工业增加值还在下行,但增长质量开始提升,所以从整体经济运行的情况来看,中国股市具备迎来可持续性牛市的基础。

如果再加上政府大力度推行的一系列制度变革,特别是鼓励资本市场的市场化改革,2015年股市值得期待。

证券时报记者:您目前最看好哪类资产?看空哪类资产?关于大类别资产配置有哪些建议?

林采宜:我目前最看好的是权益类资产,看空的是房地产。如果你手上有多的房产,就赶快把房子抛掉。

中国人口的路易斯拐点大约在2014年或2015年左右到来。从刚需

角度来看,2013年中国的房地产已经出现拐点;从人口结构的变化和目前房地产市场的潜在供给规模来看,这一下行周期至少维持8年,要持续到2020年以后。根据国家的人口统计数据推算,2013年到2020年,中国适龄结婚人口将从1300万对降到800万对。在刚需持续下滑的前提下,房地产商拿地和在建工程的数据却显示,房地产供给的持续增长短期内难以逆转。因此,未来5-8年内,房地产供过于求已成为一种不可避免的现实。

虽然中国政府的新型城镇化规划提出,未来若干年实现3个“亿人”的目标,但农村转移到城镇的人口工资能不能买得起城市的房子?如果农民工的工资能买得起上海陆家嘴的房子,陆家嘴的房价要跌到什么程度才合适?所以看待刚需的时候,最好以城镇人口作为基本依据,而不是把农民工转移人口作为乐观的预期。从投资的角度来看,建议降低房地产类的资产品种配置比例。至于股票估值,在盈利见底之后逐渐复苏只是时间问题,也因此,我对于大类资产配置的首要建议是,卖掉房子买股票。

降准只是时间问题

降息未必给实体经济带来实际好处,因为市场真正的利息是基准利率加上金额利差,也就是风险溢价。在经济下行的环境中,部分行业的风险溢价在扩大,降息不会必然导致企业融资成本降低。

证券时报记者:本次央行宣布非对称降息后,市场预测未来可能还有持续降息,对此您持怎样观点?降息将对2015年的债市走向产生怎样的影响?

林采宜:对于市场预测的后续二次降息,我持否定态度。我认为,央行短期内再次降息的可能性不大,但是降准的可能性较大。降准的逻辑是:调整信贷存比口径,如果把非储蓄类金融机构的同业存款变成一般性存款,商业银行上缴准备金要增加1.5万亿元~2万亿元,这会对市场产生流动性紧缩效应。央行要对冲这种紧缩效应,必然选择降准,所以央行降准只是个时间问题。

此次降息对实体经济产生的冲击有限。在我看来,本次降息最大的好处不外乎两点:其一,地方债平台的债务压力减少;其二,对贷款购房者而言,信贷环境会宽松一些,降低了房贷成本。

然而,降息却未必给实体经济带来实际好处,因为市场真正的利息是基准利率加上金额利差,也就是风险溢价。在经济下行的环境中,部分行业的风险溢价在扩大,降息不会必然导致企业融资成本降低,而且企业融资贵、融资难本身并不是央行规定的贷款利率所导致的。事实上,贷款利率早就市场化了,在一个完全市场化的信贷市场,降息本身作用有限。

我认为央行不会轻易采取第二次降息这么激烈的货币宽松政策。从目前的经济环境来看,降息的直接作用是推升资产价格而不是促进实体经济复苏。而在不会持续降息的前提下,债市已经是处于牛尾阶段,而股市才露出牛头。

沪港通重大意义何在

沪港通倒逼中国资本市场的游戏规则必须与海外接轨,打通了沪港两个不同市场的资金池和产品池,并将促进两地券商业务能力的提高、服务和研究能力的提升。沪港通将推进人民币国际化。

证券时报记者:沪港通在一波三折中终于开闸,您怎么看沪港通的意义和影响?沪港通对我国证券市场业务、制度建设将会带来哪些影响?

林采宜:沪港通是中国资本市场的自贸区,意义重大,最大的意义不是单日交易量给沪股增加了多少增量资金,而在于以下几个方面:

首先,沪港通倒逼中国资本市场的游戏规则必须与海外接轨,打通了沪港两个不同市场的资金池和产品池。比如,投资者将资金存在国泰君安,可以买港股,也可以买沪股、深股。产品池和资金池的打通,会使得两个市场的T+0制度、收费制度、涨跌及停牌制度等逐渐趋同。如此一来,在制度层面,沪港通会直接促进中国资本市场监管的完善,监管规则也将随之逐步国际化。沪港市场互通必然产生制度竞争,交易所本身的定价能力、定价效率、收费机制等也都面临制度竞争。

其次,沪港通将促进两地券商业务能力的提高、服务和研究能力的提升。两地市场将出现一个更广泛的交流——对内地投资者提供港股的研究,而对香港投资者提供A股研究。实际上,这就是要求券商提升研究能力和服务能力。从市场层面来看,两地市场股价将加大波动的关联度,A股的估值也会逐渐与国际水平接轨,A股纳入国际指数的概率也就大幅增加。

第三,沪港通将推进人民币国际化。此前,人民币的国际化停留在作为贸易清算货币,主要通过各国央行签订人民币互换协议的方式。尽管香港之前有熊猫证券,但人民币金融投资产品较为有限,人民币的离岸市场一直无法扩张,香港人民币业务做了10年才有1万亿元规模。沪港通打通了离岸人民币市场的投资渠道,带来更丰富的人民币金融产品,投资者可在香港购买内地的金融资产。未来,打通了基金和债市的投资渠道,将出现基金和债券的互换交易。离岸人民币作为投资工具,功能将逐渐凸显和发挥。

上海要成为国际金融中心,最重要的是投资者、融资者、游戏规则的国际

际化,形成中国在国际市场的定价能力,这才是国际金融中心的核心表现。因此,沪港通对于推动上海金融中心的国际化建设,意义重大。

股权融资将成主流

在多元化的资本市场,盈利与否和估值都将不再是靠监管负责和背书,监管层更加关注的是企业能否如实对投资人进行信息披露。加快注册制进程,对中国未来的经济发展具有巨大政策意义。

证券时报记者:在央行宣布降息前几天,国务院会议突然再次强调“要加快企业上市的注册制进程”。与此同时,证监会支持证券化不仅拓宽至租赁债权,还从主板市场延伸到新三板市场。银监会也有类似政策出台。有市场观点认为,这是我国在加强银行信贷风险管控的同时,有意推升杠杆。对此您如何解读?

林采宜:加快首发上市(IPO)的注册制进程,对中国下一个阶段的金融市场格局和整个产业经济,有非常大的意义。如果说过去10年,中国经济的高速发展是靠人口红利、银行信贷扩张来支撑,那么未来10年,中国经济发展将主要靠资本市场的深度繁荣和多元化。

当下企业只能在沪深两交易所上市,到了资本市场高度繁荣之时,不同企业可以找到不同的地方挂牌融资,也就是我们所说的多层次资本市场。企业甚至可以通过网络信贷(P2P)、众筹等多元渠道来获得资本和实现股权融资。中国企业负债率较高与金融市场结构和融资方式有关,如果说过去10年中国经济增长是建立在债权融资的基础上,那么下一个10年,中国经济将以股权融资为主,而股权融资的前提是资本市场的高度繁荣和多元化。

这也就是要加快企业上市注册制的核心意义所在。在多元化的资本市场,盈利与否和估值都将不再是靠监管负责和背书,监管层更加关注的是企业能否如实对投资人进行信息披露。换言之,加快注册制进程,对中国未来的经济发展具有巨大政策意义。

资产证券化本身是给银行卸包袱。经济调整转型的过程中,形成了大量的不良资产,准不良资产,以及流动性非常差的资产,银行如何盘活和消化这些不良资产,需要通过资产证券化的手段,将不良资产和流动性差的资产转移到证券市场,扔给那些寻求资金期限和风险偏好相匹配的投资者,从而实现分散风险的目的。

商业化运作的风险无所不在,最可怕的是系统性风险。而消化风险有两个办法:其一是时间,其二是分散风险。那么,资产证券化就是把风险从商业银行体系转移出来,转向到更多元的资本市场,在相似杠杆率的情况下,降低系统风险爆发的概率。

财经早茶 | Financial Teas |

新型卖方研究:心动还是价格动?

证券时报记者 游芸芸

“股票就是故事!”国泰君安研究所所长黄燕铭近日一席言论把一些市场人士整懵了。有人惊呼“精辟”,有人抱怨“故弄玄虚”,还有一些人想起国泰君安多年前发布的一篇风水学报告,道出一句,“卖方研究真是越来越玄了”。

纵观黄燕铭近一年的主要观点,其“色法和心法相结合的一个过程”理论基本可以概括为“投资心理学”:例如“股票价格不是客观事件的反映,是人们内心世界的反映”、“证券投资到最后,是用我的心去感知别人的内心世界的过程”、“你对投资的本质问题要有一个非常深入认知和理解。所有的金融投资问题只有一个办法去学,就用你的心灵去感悟”等等。

尤其当他说出如绕口令式的句子——“所有利率都是无风险利率,但所有利率其实都不是无风险利率,无风险利率只是人的一个内心感知的”时,很多人都崩溃了。

在唯物主义为主导的社会价值观里,谈心学、尤其是唯心学让很多人找不到真实之感,如同“由心出发,最终回归内心”这句话要落地操作层面的投资决策和步骤,实在是件困难的事。

事实上,人类投资活动从一开始就是一个不断探索心学的过程。这从西方投资理论所提出的“投资行为学”流派近年在国内投资界的盛行可见一斑;行为背后呈现的是人类心理活动,弄明白了投资人的心理,就能最大可

能地看清市场的心理预期趋势,从而做出相应判断。

无数人所崇尚的投资名言“别人贪婪的时候保持恐惧”,就是建立在心与心博弈基础上的理论。遗憾的是,巴菲特的投资原则如此简单,却难以做到。那么,为什么所有人都知道的道理却很少有人能真正运用?

借用黄燕铭的“开花故事”——“树上的花开了,实则是心里的花开了”。树上花的状态是心的投射,决定价格的涨跌是人心而非价格和相关数据本身。看似一群人的心理活动决定了事物的状态,最终关键因素仍是自己的心理状态。

人们普遍认为,投资是“我”和市场其他群体心理博弈的过程。实则是自己和自己博弈的过程,或者说是一个心理再建设的过程。

在了解别人的心理变化之前,重要的是真实地了解自己。解决“何为贪婪何为恐惧”之后,才能认清自己”何时是贪婪,有没有过恐惧”,进而发现“何时该抉择何时该收手”。

对于大多数人而言,这个心理建设过程的确很长,耗时可能超过黄所长所悟的20年。如果等不了,可能很难在市场无数次诱惑面前泰然处之,更难收获心中的预期。

论语中的“君子务本,本立而道生”说明同样的道理:投资先找对正确的目标,同时挖掘出达到此目标的基本决定性条件,继而踏上正确的路径,方能最终成功。

企业债审批网络系统下月将启动

此前,业内对监管层或针对企业债发行要求进行“更新”的猜测,即将变为现实。

昨日,在国家发改委财金司组织全国各地发改委进行的视频会议中,明确指出企业债审核网络系统将于12月1日正式启动。同时,规定每周五下午3点以前预约下周一、周二提交纸质材料申请,申请成功后,系统发送预约号。

上个月发改委就已暂停受理企业债的发行申请,不少业内人士都认为暂停原因可能是因审核细则需要调整。

一位接近监管层人士表示,从下周三开始,原有办公地点四平饭店不再接受企业债发行申请。”据

知情人士透露,这意味着企业债发行从预审到办理结束的整个流程都可实现网上查询,更能体现监管层阳光审批、政务公开、主动服务。

企业债审批网络系统启动后,不会改变省级发改委预审职能。”上述知情人士称,初期系统只是检查材料完备性,初审合格后,工作人员会电话通知政务大厅工作人员接受材料,但并不等于正式受理。而项目是否符合受理要求,则需要相关工作人员进行再审核。此外,会议中还对近期企业债审核政策进行了详细介绍。

据了解,未来发改委将鼓励重点项目、好项目、好企业发债,主动提高审批效率。(张欣然)

火爆市场点燃两融激情 中小券商无钱可融陷尴尬

证券时报记者 张欣然

两融火爆的当下,券商“钱袋”告急俨然已成常态,中小券商缺钱情况就更为突出,有的中小券商甚至一度出现无钱可融的状态。与缺钱的中小券商相比,招商、国信等大型券商的“钱袋”则相对富足。

中小券商额度告急

“十一”过后,两融市场表现尤其抢眼,两融余额单个交易日平均增长超50亿元。截至11月26日,融资融券余额迭创新高,突破8000亿元。而今年年初这一数据仅为3465亿元。

A股走势向好,投资者热情高涨,成为激发两融余额飙升的重要原因之一。“长城证券投顾服务部副总经理刘航灵表示,业务量的激增已让不少券商陷入资金不足的困境,有些中小券商两融客户甚至一度出现无钱可融的情况。

目前公司额度十分紧张,已将固收、量化等业务放缓,将更多资金让渡两融。”另一中小券商经纪业务人士透露。

两融市场的高度繁荣正对券商的现金管理能力提出更大挑战。我们需要解决的是供需两端的问题。”深圳某小型券商经纪业务负责人称,类贷款业务的发展使得券商对资本的需求不

断增大,尤其是一些中小券商,因此他们迫切需要通过多渠道融资。

有了较为富足的资金进行融资,就等于有了利差和利润,因此,就算缺钱券商也会首先想尽办法补充资本金。”上述中小券商经纪业务人士称。

两融规模急剧膨胀,确实给券商带来了丰厚利润。前三季度,19家上市券商仅两融利息收入就达112亿元,同比增80%。两融为券商带来的远不止利息收入,通过这一业务获得的佣金收入大大弥补了券商的佣金下降损失。

多渠道融资

虽然无钱可融只是少数案例,但券商忙着扩大自己的资本规模却是普遍现象。数据统计,仅今年11月份以来,数十家券商公布的各类融资规模就已接近1200亿元。

融资融券等类贷业务势必将成为券商未来利润的主要增长点,非常需要资本储备。”华南某大型券商经纪业务人士称,更何况其他业务也要消耗资本,因此各券商纷纷募资扩充资本金,以求抢占行业制高点。

整体而言,现在各家券商都很缺钱,流动性处于紧张状态。这一方面说明行业正处于大发展阶段,另一方面也说明整个行业规模还不能满足市场需求,需要进一步充实发展。