

# 金融改革打造A股牛市传奇

证券时报记者 汤亚平

牛市来了。许多人不知道它从哪里来,又到何处去;有人甚至不承认它的存在。关于牛市,我们到底知道些什么? 实际采访中才发现,很多时候,我们对牛市的崇拜远远超越了对它的认识。

本周,狂奔的牛市终于放慢了脚步。在金融股的引领下,A股慢牛格局渐趋成形。

## 中美股市走势背离五年

2009年以来的后金融危机时期,美股牛了5年,A股则熊了5年。上证指数至少4年半时间在2000点附近徘徊,相比之下危机发源地的美股不仅填平了金融危机造成的低谷,三大股指还分别创出其历史新高。

许多人想不通这是为什么? 原来与“救市”的技术性方法有关。我们4万亿刺激计划,全部投入了实体经济,甚至没有拿一分钱像美国那样“补金融大窟窿”。虽然成功抵御了金融海啸的外部冲击,经济复苏见效快,特别是阻止了失业潮,但是由于不是通过市场配置资源,这就不可避免出现了重复建设、资源浪费、产能过剩、投资效率低等问题,尤其是地方债融资平台被放大的问题。据中国审计署的调查显示,截至2013年6月,地方政府整体的债务余额约为17.89万亿元。由地方政府出资设立的基础设施投资公司,全国约有7170家。

美国则将金融体系注入巨资,以及斥资救房利美、房地美,相反政府不直接救实体经济,甚至对“美国500强”第7名的安然公司也见死不救,任其破产。尔后的几年,美国坚持循序渐进推行几轮量化宽松QE政策,让资本市场直接融资发挥更大作用。与此同时,资本市场逐渐激活,2009年4月,道琼斯指数最低探至7483点,但到2014年4月,道琼斯指数高达16457点。这5年间,正是美国遭遇严重金融危机、实体经济遭受严重冲击的时候。通过搞活股市,提振国民信心,并实施金融救助,使经济转衰为兴。美国金融经济危机时对待股市的态度和逻辑表明,有效激活股市被纳入下行预期管理的思考体系里是多么的重要。

反观中国股市,前几年市场对国内经济下行形势的疑虑一直困扰着A股走势,而且没有意识到,A股的空头肆虐甚至恶性演变,是可以反过来成为国内经济安全运行的某种显著负累。中央新一届领导集体重视金融改革,把有效激活股市纳入下行预期管理,同时将依法治国上升到国家治理和社会管理的国家战略高度,从根本上提高了投资者信心,改善了市场对中国经济和股市的预期。

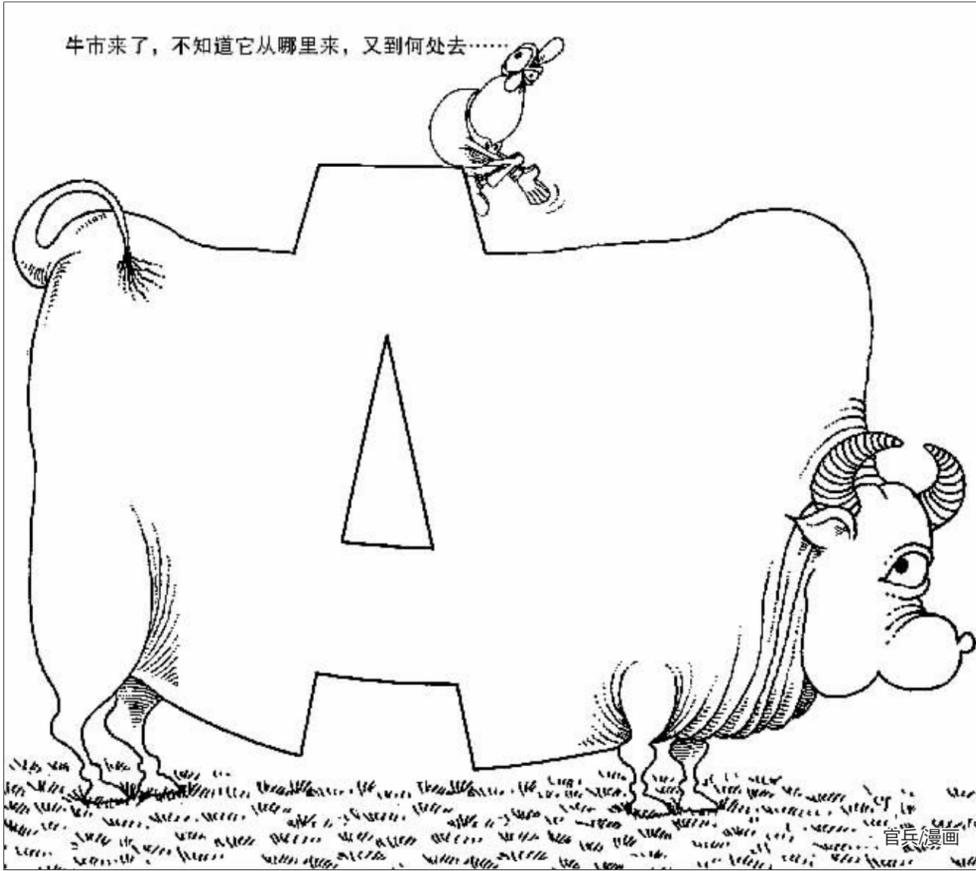
于是,投资的大逻辑已经形成:国家应该重视资本市场,

资本市场融资发展起来了,可以降低整个政府和企业部门的负债率,释放出新的投资扩张能力;资本市场好了,国有资本可以减持一部分,充实社保基金;老百姓社会保障好了,也取消费了,推动经济向消费驱动型转型,获得国有资本充实后的社保基金可以拿出更多的钱投入股市,形成一个良性循环。

## 金融“三剑客”脚步放慢

去年第四季度,金融股板块上涨103.25%,央行降息以后的两个月涨幅达73%。金融指数最高达1608点,距离2007年大牛市高点时金融指数1896点不到300点,只剩下约20%空间。事实上,自去年12月9日金融指数创下1608点的6年新高后,上证指数就一直高位横盘,牛市开始放慢脚步。

毋庸置疑,金融“三剑客”中,银行股低估值是显而易见的。横向比较,2014年大部分时间银行板块的市盈率通常维持在4倍左右,属于典型的低估值品种。即便经历了年底这波强势上涨,银行板块的市盈率(PE)也仅为6.12倍,在28个申万一级行业中估值最低。纵向比较,美国银行平均市净率1.5倍,好的银行在3倍甚至4倍以上,PE平均在17倍,而我国银行盈利能力很强,净资产收益率ROE 20%,是美国银行业平均水平



的2倍,但是估值还只是在1倍市净率,6倍市盈率。

保险公司是典型的负债经营行业,杠杆高达10倍。随着投资渠道全面放开,险资收益率不断提升,在高杠杆的撬动下,保险股充分受益;另一方面,险资体量大,目前4家上市险企投资资产规模约8万亿,其中10%配置权益类,即8000亿元,投资收益率每上升10%,盈利就增加800亿元。

券商股年报业绩有望大幅提升。去年12月的交易量、两融盘都较11月大幅上升,且股债双牛,自营固收也当喜获丰收,相关机构预计12月份行

业净利润环比涨幅50%~60%,18家上市券商净利润超过80亿元。

虽然金融“三剑客”各有优势,有再领风骚的动力,但A股要走出有史以来最长的牛市,慢牛是必然的选择。只有摒弃疯牛、抑制快牛,防止指数大起大落,A股牛市才能走得更久更远。

美国股市的牛市都是慢而长,每一年涨幅并不大。无论是上世纪90年代的10年牛市,还是最近连续5年的上涨,都是慢牛,年涨幅大部分不超过20%。道指2013年全年上涨26.5%,2014年全年累计上涨7.5%。长期关注中美股市走势就会发现,美股一周的涨幅甚至不

如A股一天的涨幅,美股一月的涨幅甚至不如A股一周的涨幅,美股一年的涨幅甚至不如A股一月的涨幅。可是,美股牛市周期长,有的长达十几年,而A股牛短熊长,笑不到最后。

从板块指数看,A股近年有所谓结构性牛市说法。2013年的战略新兴产业行情,创业板出尽风头,大涨82.73%,而同期上证综指下跌6.75%、深证成指下跌10.91%。2014年,上证综指累计涨幅52.87%,深证成指累计涨幅35.62%,而同期创业板指只涨12.83%。美股三大指数虽有表现不一的时候,但大体上牛熊周期运行是同步的。

## 新牛市的六大驱动力

证券时报记者 汤亚平

### 新“国九条”催生新牛市

去年5月9日,国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(“新国九条”),被市场称为新牛市的起点。投资者是这样描述的:在一个常规的、波澜不惊的股市交易日收盘后,一则重磅政策消息《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》横空出世。新“国九条”正式浮出水面,进入人们的视野。这意味着在经济发展新常态下,作为首个从顶层设计上对中小投资者保护的纲领性文件,“新国九条”奠定了股市未来牛市的制度基础,它所催生的新牛市才真正开始起步。

### 无风险利率下行是牛市核心驱动力

所有机构对2015年投资的宏观研究报告及深度研究报告中,对A股牛市的描述都指向无风险利率下行。中国社科院发布的《经济蓝皮书:2015年中国经济形势分析与预测》指出,无风险利率下行会带来风险资产价格上升。利率下行,会使得人们重新考虑自己的资产配置,风险资产会获得更多青睐,从而导致风险资产价格上升。这将成为2015年股票市场牛市格局的核心驱动力,是股票价格提升的内生影响因素,会成为2015年股票市场牛市格局触发器。

### 混合制改革增强新牛市底蕴

去年7月28日,混合所有制在金融

行业的改革,从股权多元的交通银行率先破冰。混合所有制有助于完善公司治理,降低银行股的风险溢价,进而推高银行股股价。事实上,重磅消息传出仅两周,银行板块整体累计上涨超过10%,平均市盈率4.8、市净率0.97,有7只银行股摆脱“破净”。

业界普遍看好政府自上而下推动金融企业混合所有制改革决心坚定,为了保障国有资产不流失,银行股股价至少达到1.1倍净资产以上,才可以引入新的投资者。相比现在行业0.8倍的2015年市净率,30%以上的股价低估是银行混合所有制改革的重大障碍,30%以上的股价空间也是银行股未来一年必然的价值盛宴。

### 沪港通融资融券提升资金面预期

沪港通自2014年11月17日启动以来,整体呈现北热南冷的态势,资金持续净流入A股,尤其青睐金融板块。港交所每日披露的十大成交活跃个股榜,主要以中国平安、中信证券、招商银行等金融股为主。截至2014年12月30日,已有17只个股龙虎榜出现沪股通专用席位身影,其中有6只券商股,1只银行股。其中,中信证券尤其受到沪股通资金青睐,3次登上龙虎榜。沪股通总额度余额至30日收盘增至2253亿元。2015年1月5日A股开市,两市融资余额报收10295.83亿元。业内人士预计,两市融资余额达万亿将成为新常态,高市值可能达到两万亿。

### 存款保险制度利好资本市场

长期以来,居民把银行存款当做是无风险的,也就是说,国家为银行承

担了隐性担保。存款保险制度的推出,就是明确告诉存款人,存款是有风险的。这有助于居民转变资产配置行为,在当前房地产市场长期趋势向下的背景下,居民更可能倾向于金融投资,从而有利于资本市场。截至2014年10月底,我国金融机构人民币存贷差为32.3万亿元。而此前截至2014年6月底,居民储蓄存款余额(季调)达到47.5万亿元。

### 地方债锁定存量银行业迎来拐点

2015年1月5日是财政部规定上报截至2014年底地方政府存量债务余额的截止日。其实,这对银行股来说是大利好。许多人至今不明白为什么银行股去年10月开始逐渐走强? 因为对银行来说,国务院43号文是银行坏账担忧预期改变的重要分水岭。10月2日,国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发43号文),全面部署加强地方政府性债务管理。10月8日,国务院印发《关于深化预算管理制度改革的决定》(国发45号文),根据新修订的预算法部署进一步深化预算管理制度改革的具体措施。

这两个被称为“改变中国”的文件,对地方债务使出杀手锏:一是锁定存量,堰塞湖不能扩大;二是纳入预算管理,财务公开。这等于宣布银行预期最坏的时候已经过去。银行估值被杀到4~5倍最核心的理由就是市场对银行的坏账非常担心,现在投资逻辑不是看它的坏账,而是看它的估值修复。2015年开始,银行业将进入有毒资产出清阶段,银行股近年低估值的根源将得到缓解,行业迎来拐点性投资机会。

■高兴就说 | Luo Feng's Column |

## 估值洼地轮流转 掘金折价H股正当时

高兴

多年来,笔者一向有个不正确的观点,那就是估值无用论。熊市不用看估值,低了还能更低,根据估值去抄底,总会被套一次又一次;牛市不用看估值,高了还能更高,根据估值去抛股,往往卖在主流浪的底下,拿估值来做空在牛市可能更悲剧。

不过,只有一样是可以拿估值来比的,那就是在不同市场的同一只股票。比如A股和H股,由于所在市场赋予的估值不同,价格便也不同,这就有了AH股溢价率。

今年初夏,李克强总理在博鳌宣布沪港通政策时,A股还是全球的估值洼地——不管是从恒生指数市盈率,还是AH股的溢价率来看,A股大盘股主流品种显著低于港股主流品种,而港股的估值又比美股还低。这就不难理解,沪港通政策一经宣布,立即成为A股市场最热门的话题,并直接化为各种股票的催化剂。

沪港通政策宣布之时,恒生AH股溢价指数还是低于100的。这意味着A股整体价格水平高于H股,期间甚至一度跌到88;现在已经没人提AH股溢价指数了——本周五该指数收盘是128.49,意味着A股整体价格水平比H股高出28%。

这种差异在于整体市场的牛熊底色。沪港通开通前,港股追随美股,处于牛市通道;当时A股处于熊市通道,上证指数在各主要市场指数中是“全球最熊”;下半年,特别是11月降息以来,上证指数处于明显的牛市趋势,市场表现逆转为“全

球最牛”,而港股市场下半年属于牛皮市,恒生指数上下窄幅震荡。

不管价格是否围绕价值做怎样的波动,大部分时候,洼地总会有机会,只是受制于大市,不知风何时起。沪港通开通了,内地投资者也可以多看看H股。A股市场上一些板块的领头羊,如果因为价高了怕追高买了心不安,H股或是一条路径。

以这一波牛股为例,煤炭股的龙头之一兖州煤业,其A股自央行降息后上涨66%,目前股价14.73元;其H股同期涨幅为7%,目前股价6.72港元(折合人民币5.38元);同样一家公司,A股价格是H股的277%,即使A股后市价格涨势有限,H股奋起直追的空间颇为惊人。这类A股板块龙头,H股超低价的还有中国远洋、中国中冶、中国交建等。

一些在这波牛市中累计涨幅还不小、AH股差价较大的品种,也是市场关注点,背后逻辑是如果A股后市大涨,其H股后市想象空间较大。比如通信设备行业一直没能成为A股热点,中兴通讯A股2014年全年上涨不到四成,跑输大盘,A股对H股的溢价率是37%。如果今年开通深港通,或者通信设备行业补涨,作为龙头股的中兴通讯A股一发力,在溢价率不拉大的情况下,H股空间较大;如果A股没能大涨,H股靠缩小溢价率,也有可观的上涨空间和下跌安全垫。

A股牛市路途长远,如果有时震荡行情持股艰难,在内地与香港市场逐渐打通的大环境下,靠折价的H股扛一扛震荡,不失为一个保守策略。

## 低油价利好两类A股

杜长春

近年来一直维持在100美元/桶附近的国际原油价格自2014年6月下旬步入下行通道,国际原油期货价格从2014年内高点至年底累计跌幅均已达50%以上。

国际原油价格持续下跌供需层面的改变影响较大。原油供给近年来稳中有升,OPEC不减产的同时,美国页岩气开采技术的进步引发了能源革命。需求端却持续疲弱,中国需求增速逐步放缓,美国能源结构巨变,减少了对石油的依赖。

国际原油价格的大幅下跌,将对国内相关行业产生较大影响。我们认为,短期油价下跌将直接利好成本主要为原油的相关产业,如航空、航运、石油化工等行业,相关上市公司包括中国国航、东方航空、南方航空、中国远洋、中海集运、万华化学、浙江龙盛,从中长期来看,若原油在相对低位维持一段时期,也常常会引发能源行业的并购浪潮。

从国内航空公司披露的年报数据来看,航空燃料成本占总成本比例约为40%。而2013年国际原油平均价格维持在100美元/桶以上。2015年1月航空煤油进口到岸完税价格每吨4795元,而2013年12月份进口航空煤油到岸税后价格为7085元/吨。假设2015年国际原油价格保持在55~75美元的区间,航空燃料成本则可能下降30%~40%,航空相关上市公司业绩将直接受益于成本端的下降。

中国远洋集装箱运输及相关业

务在2013年燃油支出费用为105.82亿元,燃油成本占集装箱及相关业务营运成本的比例为24.62%,而2012年为28.9%。中海集运2013年船舶及航程成本中燃油支出为88.62亿元。在同等运量的情况下,国际原油价格下跌将大幅减少航运相关上市公司营运成本。

此外,挺价能力较强的石油化工相关公司将受益于产品价差扩大。原油作为石油化工的基础原料,与相关产品的生产成本有极强的正相关性,在产品价格未有大幅波动的情况下,生产成本的降低将有利于石油化工相关公司提高毛利润,进而逐步改善经营业绩。

根据油价传导的顺序,首先利好化工产业链偏向下游消费端,次之利好中游行业,利好农药、油漆、染料、轮胎等以石油产品为原材料的相关细分行业。从目前国内化工市场来看,上市公司中可以关注受益于低油价的细分产业龙头,如万华化学(MDI)、浙江龙盛(染料)等。

从历史来看,每轮油价大幅下跌常常会引发能源行业的并购浪潮。1998年,英国石油公司以交换股票方式兼并阿莫科石油公司,法国道达尔兼并了比利时石油公司,而埃克森和美孚两大巨头合并为埃克森-美孚公司。短期的低油价将给我国石油行业上市公司提供海外的并购机会,未来随着油价的逐步回升,也可能会提高公司的业绩弹性。

(作者系东北证券分析师)

### 订阅《百姓投资》微信

最鲜活的资讯 最及时的动态  
最深入的前瞻 最实用的工具

《百姓投资》是由证券时报市场新闻部汇集众多知名财经记者和金融专业人士精心打造的财富资讯平台,致力于成为您身边触手可及的从业宝典和投资秘籍,欢迎订阅分享!

- 订阅与分享:
1. 打开手机通讯录,点击右上角“添加”按钮,然后输入号码“baixingtouzi”,点击关注即可;
  2. 您还可以通过扫描二维码;
  3. 点击右上角,可发送给朋友或者分享到朋友圈;
  4. 如果不好,请告诉我,如果不信,请转发给您朋友。

