

2018:新旧动能转换下的守正出奇

(上接T01版)同时,棚改及因城施策等因素推动房地产销售与投资好于市场预期,为经济结构的转型提供了时间和空间。此外,从人民币打破单边贬值预期,到外汇储备在大减之后缓慢增长,到工业企业利润增长逾20%,再到财政收入自2015年来增长首次超过8%,大大缓解了刚性支出的压力,都可以看到,中国经济展现出良好的韧性和向好的态势。

2017年经济得以实现平稳增长,既是供给侧结构性改革效应的体现,也是“三驾马车”持续发力的结果,其中尤以消费和出口贡献为大。在2017年GDP增长中,消费端发挥了中流砥柱的作用。伴随实体经济回暖,第三产业景气度向好,就业市场的稳定也驱动了消费增长,城镇居民实际可支配收入增速企稳回升,已经接近GDP的增速。出口方面,业内专家认为,在经历了两年的负增长之后,出口增速创下近4年的最高水平,对拉动2017年经济增速的贡献较去年增加0.7个百分点左右。

展望2018年,未来一个阶段的经济工作主线是推动经济由高速增长转向高质量发展,预计2018年经济韧性仍将得到延续。

首先,全球经济整体处于新一轮复苏周期的背景下,外需将维持一定的支撑力度。摩根大通全球综合PMI指数就2017年一直高于荣枯线50,主要发达国家PMI更是稳步向上。全球制造业加速扩张,全球贸易呈现复苏态势,金融市场亦表现活跃。IMF预测,2018年全球GDP实际增长率为3.71%,将快于2017年。这一方面给中国经济提供了一个稳健增长的外部环境;另一方面有助于通过内部购买需求的增加,带动新兴经济体产业链的景气回升,从而推动新兴经济体的经济复苏。

其次,国内供给侧改革与环保限产仍将持续发力,经济结构持续优化。供给侧结构性改革仍将是2018年经济工作的重点所在,水泥、玻璃等过剩行业仍会将“去产能”进行到底。不过,随着改革方向从“去”字诀向“补”字诀转化,供应层面带来的PPI上行、企业利润改善将延续,但由于边际效应递减以及重心的转移,其对经济的提振作用或较2017年有所弱化,但增长质量则有望进一步提高,先进制造业的发展有望成为供给侧结构性改革的核心所在。

第三,财政政策保持基调不变,财政支出的重点或是精准扶贫、防治污染乃至美丽乡村的建设等;国有企业改革则将继续稳步推进,混合所有制有望继续成为国有企业改革的重要抓手,为2018年经济惯性上行营造良好的内部循环。

当然,“罗马不是一日建成的”,经济从高速增长向高质量增长转换不会一蹴而就,当前经济增长的主要动能并未发生本质改变,新周期、新动能仍需以时间换空间。而2018年经济运行当中尚存在一些不确定因素,需要引起投资者关注。

一是固定资产投资尤其是房地产开发投资方面的不确定性。随着未来房地产市场长效机制的建立,叠加限购、周期等因素继续发酵,房地产投资面临调整压力,地产销售逐步回落对投资的滞后影响亦将逐步显现。而中央经济工作会议进一步强调要防范和控制重大风险,对地方债务的控制不会放松,这意味着基建投资资金来源将

受到制约。

二是西方经济体加息周期的来临,会否导致国内利率攀升存在一定不确定性。2017年尤其是下半年,M2增速和社会融资总量的增速之间出现较大缺口,推动十年期国债收益率一度逼近4%。当前,经济运行已经从高速增长转为中高速增长,在此背景下,央行准确、及时地判断峰谷就显得越发重要。过去一段时间的严监管政策已经使得金融脱虚向实的工作取得积极成效,在当前通胀压力不大的情况下,政策利率维持不变是较好的选择。但美联储加息、缩表等政策又从外部加大了国内货币政策的不确定性。

三是通胀前景存在一定不确定性。2017年11月工业企业收入、利润增速双双下滑,意味着依靠价格上涨驱动的损益改善已现疲态,未来PPI将自高位回落已经成为市场共识。CPI将成为通胀走势的关键指标。国际粮价低企带来的食品类CPI指数的低迷,拉低了2017年的CPI。但2018年,深化粮食收储制度改革,让收储价格更好反映市场供求,扩大轮作休耕制度试点,市场认为这可能引发国内农产品价格的上涨,但鉴于国际粮价依然在低位运行,食品类CPI会上行仍然存在不确定性。

2018年是中国经济结构重塑的开局之年,宏观指标大概率将维持总体平稳,金融去杠杆将在防范风险的前提下有序推进,财政政策或有保有压,货币政策亦将维持稳健中性的基调。从长周期来看,中国经济L型趋势并未改变,但新时代下的供给侧结构性改革成果值得期待,短期内即便增速有所波动也需理性看待。

金融监管:资本市场新变量

“严监管、防风险”这两大关键词贯穿了2017年始终。纵观2017年全年的金融监管动向,叠加十九大相关表述来看,守住不发生系统性风险的底线的重要性已经上升到前所未有的高度。可以预见的是,强监管将成为未来数年的政策选择,金融去杠杆将成为资本市场健康稳定发展必须经历的“阵痛”。因此关于监管的话题,就成了资本市场绕不开的重要话题,也是资本市场未来几年面临的新变量。

在过去五年中,大资管业务快速膨胀,业务、产品、结构和通道创新层出不穷,跨部门、跨行业进行监管规避和套利。2017年国务院金融稳定发展委员会成立,国家对金融统筹监管和监管协调进行了顶层设计。随着该委员会的成立,各金融监管部门相继发布一系列严厉政策,致力于化解资管领域金融风险。

近年来,金融杠杆扩张最激进的时期在2015年,当年伴随着银行同业存单、同业理财的放量,金融杠杆快速增加,与同业、资管、表外活动高度关联的银行股权及其他投资科目也出现了高速增长。2016年末以来的这一轮金融去杠杆,旨在针对银行负债端同业的收缩、资产端非信贷业务的强监管,以及表外理财纳入大资管的统一监管规范。它使得同业负债比例较高、前期加杠杆较为激进的中小商业银行面临较大调整压力,同业链条的收缩促使资金自中小银行和非银金融机构回流到大行之中。

展望2018年,考虑到中小银行存款增长

缓慢,并对同业存单依赖较重,负债端压力仍将是制约银行发展的达摩克利斯之剑,乃至将成为金融市场的核心矛盾。同时,“资管新规”的出台表明金融去杠杆已经扩大到资产端,资管机构或主动或被动地进入了“缩表新时代”。

短期而言,面对金融机构在严监管背景下的缩表,几乎所有领域的资产都将受到冲击,2018年可能出现结构性的“资产荒”。非标资产规模增速目前快速下滑,利率债及其他流动性较好的债券在2017年遭遇大幅调整,或是资管新规正式落地前的一次影响力预演。

权益类市场方面,资管产品本身的清退和赎回,以及到期能否平稳过渡,都将考验金融机构的实力和监管层的智慧。例如杠杆运用较为集中的股票、银行理财资金重点配置的股票,在业务收缩的过程中,若不能有效协调沟通,很可能造成资产的集中抛售,从而对股票价格带来冲击。

此外,监管严格的准入限制也将抑制资金进入权益类市场的欲望,使得成交难以放量。首先,强监管背景下,股市杠杆水平上升受限,2018年融资金额将进一步大幅上升受限。其次,私募和基金专户规模2018年仍将在监管压力下缩水。第三,险资配置股票的比例或维持在13%左右,举牌A股将受到约束;第四,银行理财产品规模已经出现下降态势,这一趋势将在监管政策不放松背景下短期难以逆转。

不过,考虑到监管层就过渡期的设置给予了充裕的调整时间,并不是一刀切,市场人士认为,资管的持仓大概率不会出现集中甩卖;同时,分级基金等产品为了减少冲击成本,会尽量平滑交易,减少对市场的冲击。此外,新规允许普通理财入市(经批准),银行理财资金低风险偏好特征决定了其将选择业绩稳健、分红较高的蓝筹股,这将在一定程度上对冲去杠杆带来的资金流失。

从长期来看,去杠杆、打破刚性兑付对于金融乃至实体行业的健康发展有着基石般的行业重构作用。强监管将全面清理中国的影子银行和非标通道等金融乱象,使得金融资本真正脱虚入实,满足实体经济需求。同时,金融机构也将进入降杠杆、降规模、降错配以追求安全性的资金要素、社会资源的再分配过程,从而降低金融市场的潜在风险。

A股:市值溢价弱化

早在2014年那一轮牛市启动之际,“中字头”的狂飙突进,“两桶油”的罕见涨停等等现象,无不表明价值投资已在萌芽。经历了2015年年中的大幅回调到2016年的重建之后,“以大为美”的格局进一步得到彰显,并在2017年表现最为极致。2017年就是一个双面镜,一面是“漂亮50”的狂欢,一面是“要命3000”的悲鸣。所谓“物极必反”,这一极端现象或在2018年出现修正。

不过,在2018年经济由高增速向高质量转变的背景下,A股上市公司的盈利增速或较2017年有所放缓。同时,在西方经济体加息背景下流动性偏紧概率较大,市场仍是存量博弈的环境,叠加严监管的政策氛围,2018年的A股整体依然乐观,但难有趋势性牛市,仍以结构性机会为主。

2017年,价值投资者抱团热捧的“漂亮50”在估值上已经透支了未来的业绩增长预期,相关股票筹码出现松动,而一些中小市值股票在经历了一轮又一轮的调整后估值与价格已经位于历史低位,向下动能减弱,且配置逻辑中市值溢价已经趋于弱化,业绩溢价抬升,市场面临投资风格上的二次选择。

2018年大概率延续2017年的价值投资惯性,白马龙头依然有望获得青睐,但二线蓝筹表现或优于涨幅已大的一线蓝筹。对于中小市值股票而言,需要关注前期并购业绩承诺期后商誉减值风险何时出清,在2017年业绩承诺压力和商誉减值风险大幅释放之后,2018年此类风险已经逐渐缓解,同时政策层面也需要关注并购政策是否有所松动,若能则有助于改善创业板盈利预期。整体而言,目前市场氛围仍偏向于蓝筹,风格暂时难以切换。不过,蓝筹股估值修复行情趋于弱化,而部分中小盘个股估值趋向合理。所以,后期市场分化不会像2017年这样极端,将趋于平和。

除了从市场风格上遴选股票之外,基于政策方向的布局更考验投资者是否具有高屋建瓴的眼光。十九大报告指出,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾;这表明经济运行中不平衡、不充分的领域存在投资机会。同时,十九大报告指出,加快建设制造强国,加快发展先进制造业,推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合,在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能。支持传统产业优化升级,加快发展现代服务业,瞄准国际先进水平提高水平。促进我国产业迈向全球价值链中高端,培育若干世界级先进制造业集群。

十九大报告将创新作为建立现代化经济体系的“战略支撑”,强调加快建设创新型国家,在提升增长质量成为重要的发展方向之际,未来政策倾斜的重点领域将是上述有望形成经济新增长点的板块。结合财政扶持情况看,未来财政和准财政资金会重点支持高端制造业、新兴产业、军工制造等国家战略产业和中央主导的大型项目。从政策确定性角度出发,先进制造业、互联网等新兴产业以及医疗、环保等领域值得着重布局。

从改革层面看,目前正在进行并成效显著供给侧结构性改革,将会深入推进,且在上游原材料行业已经取得阶段成果之后,继续向中下游延展,尤其是国有资本占主导地位的上中游行业。与供给侧结构性改革齐头并进的,还有国有企业改革。2018年的国企改革投资机会需关注两条主线:一是产能过剩行业的兼并重组。继煤电油气领域之后,重型装备制造、钢铁、汽车、有色等领域依然值得期待,上述行业经过兼并重组提升行业集中度,有望进一步改善企业的盈利,从而映射到相应上市公司的股价之中。二是新一轮的国企改革将围绕上市公司开展资本运作的趋势越来越明确,国有控股上市公司作为潜在混改平台值得重点关注,尤其是护城河较高、占据垄断地位,业绩有保障的国有控股上市公司,优势地位将得到进一步巩固,从而推高其估值。

十大猜想

(上接T01版)

流动性紧平衡

2017年银行体系流动性又松又紧、时松时紧、松紧难辨。

2017年12月召开的中央经济工作会议指出,2018年积极的财政政策取向不变,稳健的货币政策要保持中性,管住货币供给总闸门;今后3年,要打好决胜全面建成小康社会三大攻坚战,首先是打好防范化解重大风险攻坚战,重点是防控金融风险。以此来看,2018年,宏观经济政策将保持连续性,货币政策难以放松,货币总闸门难以放松,金融监管加强的态势难以放松,这基本决定了央行流动性管理不会放松。

在央行把牢流动性总闸门、外汇流入减少的情况下,2018年金融机构超储率仍难有显著回升,流动性水平仍将有限,再加上财政收支、监管考核等季节性、临时性因素继续产生扰动,流动性短时波动可能还会有不少,流动性分层的现象仍将存在。不过,中性的政策框定了流动性波动范围,央行仍会提供托底支撑,闸门难松,紧亦有度。紧平衡将是2018年银行体系流动性运行的主基调。

政策利率继续上调

2017年,美联储加息3次,人民银行3次上调公开市场操作利率。从市场利率走势上看,人民银行虽未采取传统“加息”的做法,但释放的政策信号已经足够明确,效果也足够明显。2017年,货币市场代表性的7天期回购利率运行中枢上行约80个基点,无风险债券收益率整体上行100

个基点左右。美联储预测2018年还将上调基准利率3次。2018年人民银行会否继续上调政策利率,尤其是会否上调存款基准利率值得关注。

预计2018年美联储将继续加息和缩减资产负债表,未来可能会有更多央行加入加息的阵营,对我国货币政策仍会形成一定制约。从稳定汇率的角度考虑,未来人民银行仍有动力跟随美联储上调政策利率。另外,在“双支柱”调控框架下,适度上调公开市场利率,也可呼应防风险和去杠杆,避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷。

不过,货币政策会否进一步收紧,仍取决于经济运行和通胀形势。按目前市场一致预期来看,2018年中国经济将稳中趋缓,经济增速出现加速上行或者失速下行的概率均较低,通胀受关注程度上升,但风险还有限,为避免对实体经济造成的影响太大,预计人民银行仍将慎对加息。

调整公开市场操作利率,既可防控汇率贬值和资本流出,又符合防风险和去杠杆的政策导向,且释放的政策信号不会过于强烈,可能仍是货币当局优先考虑的做法。当前公开市场利率与回购市场利率价差较大,也为央行随行就市地上调公开市场利率提供空间。

衍生品创新步伐提速

2017年,在服务实体经济大旗的指引下,期货市场创新步伐加快,白糖期权、豆粕期权作为首批商品期权率先问世,桶纱期货、苹果期货年内也相继挂牌交易。2018年,在防风险和实体经济经济的引导下,预期期

货市场创新步伐将进一步提速。

权威人士此前表示,将以市场需求为导向,继续丰富期货、期权品种,构建日益完善的品种体系。他着重提到纸浆、红枣、20号标准橡胶、2年期国债、生猪、尿素及铜期权品种。此外,筹备多年的原油期货已进入上市前最后冲刺阶段。

另据中国证券报记者了解,各家交易所还积极储备了不少品种。如不锈钢期货品种,以及棉花、PTA(精对苯二甲酸)期权,航运期货品种,以及玉米、铁矿石等品种期权等。

“保险+期货”模式完善

当前,我们正在推动农业供给侧结构性改革,在此背景下,通过农业风险管理保障粮食安全、保护农民利益,具有重要的现实意义。大商所首创了“保险+期货”模式,引起社会各方的广泛关注。

2018年,“保险+期货”试点的路径将进一步完善,运行模式更为完善成熟,“保险+期货”的外延和内涵更为丰富。一是参与试点机构开始尝试“收入险”,对农民的保障力度更强。二是引入大型企业集团,探索打通粮食销售渠道。龙头企业承诺对于投保的品种,按照事先约定的基差,农民可以自主选择售粮的时机和价位,同时企业在期货市场进行套期保值操作,锁定基差风险。这样一来,价格保险与粮食销售实现了无缝对接,也将农业风险管理体系推向更深层次。三是引入商业银行,依托“保险+期货”向有融资需求的农户发放贷款。该试点将现有的“保险+期货”升级为“保险+期货+银行”模式,对进一步丰富金融机

构服务农业产业做了有益探索。四是地方政府支持力度明显加大,为财政资金进入探索路径。

黄金原油价格重心上移

2018年,在美元继续走弱概率上升、OPEC(欧佩克)进一步延长石油减产期限以及潜在的地缘风险的支持下,国际黄金、原油重心有望双双上移,金价中枢预计将涨至1350美元/盎司,油价则在60美元/桶上方维持高位震荡。

美国加息和税改的利空已经出尽。2018年上半年,美国在放松监管、基建计划、医改等政策的刺激下,经济大概率复苏,市场信心良好,预计黄金价格将维持宽幅震荡。9月加息与否是重点,中期选举大概率对特朗普不利,在政策推进艰难缺乏新刺激的情况下,市场情绪可能会改变,届时金价或会迎来上涨。此外,伴随着美国继续战略性收缩,美元继续走弱的概率上升,而金融风险和地缘风险也将在2018年继续支撑贵金属。预计全年金价将维持震荡缓慢上涨,价格中枢上移。

作为8年来OPEC首个减产协议执行的年份,2017年的油市备受市场关注。11月,OPEC进一步延长减产期限利于油市加速平衡,唯一不确定因素是美国产量,美国原油产量受资本支出、单产效率以及成本抬升等因素,产量增速放缓。需求端上,在全球经济整体向好的前景下,将提振需求增长,市场去库存化将延续,全球原油市场供需格局或由供给宽松向紧平衡转变,2018年国际油价重心或将维持高位震荡。(本报记者 叶涛,黎旅嘉,张勤峰,王姣,马奕,张利静)

