

# 2015 无人看空的股市 有多少不确定性?

## 欧洲经济“寒冬”冻不住 圣诞跨年消费热情

纵观欧美等国金融危机以后的表现,都是经济去杠杆、金融加杠杆,在宽松货币政策的保驾护航下,迎来了股债双牛,历史经验表明利率下降是股债双牛行情的基石。

问题是,回头看 2013 年末,又有多少人预测到了 2014 年股债双牛波澜壮阔的行情,既然年初不存在牛市的一致预期,那么目前一致预期实现的概率又有多大呢? 在一个缺乏看空声音的市场,不确定性是在上升还是下降呢?

目前从我们接触的投资者情况来看,无论是股票投资者还是债券投资者,对于 2015 年的股市无一看空,或者不表达看空的观点,基本上都被目前气势如虹的行情惊呆了。如果大妈都成了股神,如果专业知识都成了负担,如果投资变成了勇气,似乎能够比拼的就只有胆量了。

■ 姜超

### 利率不确定性:不降反升

在降息之前,我们写过一篇报告《有一种降息,出来之后利率就上去了》,当时是针对“融十条”无效、判断会降息。不料却一语成谶,当晚政府就祭出了降息大招,而且自降息以来,利率全面飙升,目前银行间 7 天回购利率已经持续一周维持在 5% 以上,创下 2014 年 2 月以来新高,又勾起了关于 2013 年钱荒的难忘回忆。而债券市场的中低评级企业债利率平均比降息之前上升了 100bp,而部分股份银行 3 个月理财产品收益率重新回到了 5.5% 以上,意味着降息之后银行贷款利率打折基本成为奢望,因为 5.6% 的贷款基准利率都不够银行理财保本。

利率下降是本轮股债双牛行情的基石,如果利率不降反升,而且迟迟居高不下,不确定性是在上升还是下降呢?

### 货币不确定性:脱实向虚

我们接触的一些投资者都是从实业转过来的,感觉各个都是股神,普遍采用杠杆配资,通常操盘都是数十亿级别,买的都是银行等大蓝筹。掐指一算,短短 3 个月已获得不菲收益。试问在这样的赚钱效应之下,还会有谁有心思老老实实干活? 如果大家都不想做实业了,银行的钱都借给谁了呢?

纵观历史,历次牛市的产生都是银行资金入市,最早是通过券商使用国债拆借资金入市,后来是老百姓把存款蚂蚁搬家入市,而本轮则是杠杆配资、融资融券、理财等各路人马蜂拥入市。从银行角度看,目前实体经济坏账率不断上升,而资本市场一片欣欣向荣,与其贷款给实体经济,还不如做配资。

问题是,如果货币持续脱实向虚,金融市场自我循环,不确定性是在上升还是下降呢?

### 物价不确定性:通缩时代到来

目前通胀水平持续低位运行,PPI 已连续 33 个月处于负值区间。而 11 月的 CPI 只有 1.4%,PPI 只有 -2.7%,加权平均在 0% 以



文拒绝承认其属于政府债务。问题是,作为当地最大的城投公司,如果其债务均不被纳入地方政府债务,那么到底哪些有资格被纳入,哪些没有资格?

按照我们的理解,在 43 号文等系列规范地方政府债务的文出台后,未来政府债发行师出有名,并受预算法规范,而经济活动的融资应交给市场,即发挥市场配置资源的基础性作用。那么对存量债务的处理办法是不是应该及早确定,给市场一个明确的方向。

两起城投黑天鹅事件最终都以发行取消为收场,那么问题来了,未来一年是地方政府债务和城投债的到期高峰,如果城投债的身份始终得不到明确,发行受阻,而市政债、PPP 等规模又没有及时扩张,万一哪家城投借新还旧出了问题怎么办? 如果政策天鹅频出,那么不确定性是上升还是下降呢?

### 美元不确定性:持续升值?

截至 12 月 23 日美元指数已经正式突破 90 的关口,而上一轮亚洲金融危机的出现即是在美元指数突破 90 以后发生。

从最新联储 FOMC 会议纪要来看,未来相当长一段时期保持低利率的字眼已经被删除,取而代之的是对货币政策正常化保持足够耐心的表述,但不管耐心与否,15 年美联储加息已是不可争的事实。而随着美国加息日期的临近,无论汇市还是商品市场,都已经出现了明显的调整。

如果把美元升值比作大杀器,那么究竟是暴跌还是暴涨以后的市场更有抗打击能力? 美元加息、升值已成趋势,那么不确定性是在上升还是下降呢?

### 不确定性上升,无风险利率趋降

引用一个小伙伴的话,说最近不敢看空股市,因为谁也不知道中国股民的力量有多么强大,但是只要手里有股票仓位,总觉得不踏实。过去是看国内的经济数据觉得不安全,现在连带着俄罗斯等国外的数据也很不安全,在基本面没有改善的情况下,股市就一直涨,怎么办呢? 他需要给自己买个保险,比如说国债。最近国债期货的表现之所以如此强劲,或者正

是市场不确定性在大幅上升的表现。

我们认为,随着经济去杠杆的深入,不确定性会继续上升。长期来看,作为无风险利率的国债利率必然会继续下降,近期国债利率曲线甚至出现倒挂,亦充分反映出长期国债、国开债等的投资价值。

而新政府的核心理念是共同富裕,未来收入将取代 GDP 成为核心目标。而随着人口老龄化,劳动力稀缺意味着其居民收入分配占比趋升,而资本过剩意味着资本回报率长期趋降,零利率是长期趋势,因而央行最终仍将放水。

### 没有股债轮动:只有股债双牛

在这样的背景下,或许所谓的大类资产轮动,即所谓的今年债券牛市结束,股票牛市开始,可能不会发生。过去之所以存在大类资产轮动,源于经济加杠杆,经济持续复苏。而纵观欧美等国金融危机以后的表现,都是经济去杠杆、金融加杠杆,在宽松货币政策的保驾护航下,迎来了股债双牛,历史经验表明利率下降是股债双牛行情的基石。

观察美国去杠杆经验,在次贷危机之后,由于房价持续下跌,美国企业和家庭部门经历了去杠杆过程,但与此同时政府通过加杠杆来对冲经济下滑。而在金融市场,我们观察到金融部门加杠杆,体现为股市、债市的同时上涨,而美联储的零利率政策以及量化宽松则为金融加杠杆提供了资金来源。

### 直接融资放开之日,即是央行放水之时

只不过在央行放水之前,首先需要打通资本市场与经济之间的渠道,亦即需要完全放开直接融资,让金融反哺经济。

资本市场的繁荣来之不易,更需要加倍呵护。如果不放开融资而只是单纯的放水,脱离实际经济的支撑最终只会演变成金融大泡沫。但是如果放开直接融资,就可以让经济受益于宽松货币政策,也能让资本市场的繁荣有支撑而更能持续。

而除了放开融资之外,还有一点很重要的是要引入债务违约,如果都像超日债一样保持刚兑,那么过高的利率也难以下降。最新版的公司债券注册制中引入投资者分类制度值得肯定,以后高收益债以及垃圾股的将只能是合格投资者,有钱可以任性,但是也要接受违约的后果。

因此,从短期来看,市场不确定性在上升,利好国债等安全资产。而从长期看,无论是融资的放开还是违约的引入,都需要货币政策加大宽松力度来保驾护航。我们坚信货币宽松属于短期延后而非拐点,股债双牛行情会经历波折,但长期看金融泡沫大时代依然值得期待。

(作者系海通证券宏观首席分析师)

# 车市增速放缓 日系车市场份额持续下滑

近日,中国汽车工业协会发布了我国 2014 年 11 月汽车销量数据。该数据显示,11 月我国汽车销量仅比上月及上年同期有小幅增长,同比增幅低于上月。前 11 个月我国汽车累计产销增速继续回落。11 月汽车销售 209.09 万辆,比上月增长 5.2%,比上年同期增长 2.3%。1-11 月我国汽车销量分别 2107.91 万辆,比上年同期增长 6.1%,增幅比上年同期减缓 7.4%。

其中,自主品牌乘用车市场占有率环比和同比均呈小幅提升是 11 月数据的亮点。而日系品牌的表现则最令人担忧。与上年同期相比,1-11 月,日系乘用车市场占有率依旧下降,其他外国品牌呈一定增长。

盛世之下,汽车经销商的日子却越发难过。由于车市增速回落需求放缓,汽车经销商出现了库存高企、经济效益下滑以及大面积亏损的状况。

据悉,鉴于汽车流通环节形势比较严峻,汽车销售价格倒挂日益严重以及产销体制不合理等现状,中国汽车流通协会近日已向工信部、商务部递交了《关于汽车流通环节经销商库存高企,引发大面积亏损的报告》(下称《报告》),接下来该协会将组织汽车经销商与厂家面谈,共同商讨建立公平竞争的汽车市场机制。

### 日系危机

日系汽车的市场占有率从 2010 年开始,至今已连续 4 年下滑,尤其经历 2012 年 9 月“钓鱼岛事件”后更是元气大伤。2013 年,凭借各种营销手段以及不断推出新车等措施,日系汽车的销售量出现大幅反弹,表现出强势回归的态势,令各日系厂商对 2014 年抱有较高期望。

然而,根据威尔森 9 月份的市场监测数据显示,2014 年前三季度,丰田、日产、本田的年度目标完成率分别为 66%、63.6% 以及 53.7%。而在盖世汽车研究院的数据中,从前 11 个月累计销量看,马自达的 16.1% 增幅最大,丰田也有 12.2%,这两家企业今年全年有望实现同比增长。日产前 11 个月累计销量

同比增幅低至 1.7%,全年销量维持增长存在风险。本田则同比下滑 1.4%,12 月若不能发力则可能不及 2013 年。

鉴于此,盖世汽车研究院认为,日系车原先预计 2014 年在华销量总计达到 400 万辆,但迄今完成仅八成左右。从各家车企目标和完成率看,都需要在最后一个实现惊人同比增幅、创下历来在华月度销量新高。因此,日本车企 2014 年在华目标可能会出现集体跳票的结果,总销量 400 万辆也可能将最终梦断。

除去政治等外部因素外,多年来日系车企对中国市场的保守态度以及本地化能力不足被认为是日系车如今陷入困境的主要原因。在造车一事上,日本人具有匠人精神,从产品层面上来看,日系汽车产品的竞争力具有相当的优势。但在产品引入和市场推广方面,日系车却在近几年内一直没有跟上时代的脉搏。

以新雅阁为例,新雅阁是业界公认在中高级车中品质最好的车,很多指标甚至超过了迈腾,但是它很难再摆脱日系品牌在中高级车的命运。这正是因为市场发生的深刻变化,已经远远超出了营销决策者的预期。新雅阁在上市之初只推高配版的做法给浮躁的车市留下了新雅阁价格过高的印象,在产品价值方面,广本也并未给消费者进行合适的沟通和讲解。导致 2014 年广本不得不官方调整新雅阁的售价,而这则进一步打击了雅阁品牌本身的含金量。

再以雷克萨斯为例,作为日本汽车企业最有竞争力的品牌,在所有豪华品牌都纷纷在华国产以抢占中国未来豪华车的增长点

时,雷克萨斯在中国却一直以各种理由不进行国产化。在这种情况下,雷克萨斯要想获得更好的表现将会变得非常艰难。

很显然,上述的种种都在很大程度上限制了日系车的发展,并最终导致了其今天的销量下滑。但是,值得注意的是,在蛰伏之下,日系车也在等待着重新崛起的机会。

汽车行业专家张志刚认为,从中国汽车市场发展的历史看,日系汽车品牌在很长的时间里其实都是占据外国品牌的第一大市场份额。因此,随着中日关系的缓和,中国汽车市场消费者对于日系汽车品牌的反应就会回暖,日系汽车市场份额将逐渐出现回升,至少不会再继续恶化。

也许对于日系车来说,最大的杀手锏在于即将在国内大规模推广的混合动力技术。数据显示,截至 2014 年 9 月底,丰田混动车的全球累计销量已经突破 700 万辆。目前,在日本,丰田每卖出两辆车中就有一辆是混动车。日系品牌期待着,混合动力能够像大众的“TSI 加 DSG”一样,重塑日系车在中国的品牌形象。

### 经销商难题

日系车的表现仅是 2014 年车市现状的冰山一角。虽然从整体销量上来看,车市仍是正增长的状态,但在越来越激烈的竞争之下,行业发展的隐忧也正在逐渐暴露出来。

12 月 1 日中国汽车流通协会发布的《2014 年度 CAD 汽车经销商满意度调查结果》(以下简称《满意度调查》)显示,2014 年仅三成汽车经销商盈利,有 40% 经销商月平均

库存超过 2 个月。而近期有媒体报道,宝马在华经销商迫于压力而集体“逼宫”,向宝马申请 60 亿元人民币的额外返点,进一步折射出汽车经销商在当前所遭遇的困境。

对此,中国流通协会新晋秘书长肖政三表示,目前整个汽车产业链正逐步恶化。不少汽车厂商不顾市场环境变化,依旧按照计划经济、卖方市场进行生产,直接导致经销商库存压力不断升高,近七成经销商面临亏损。

据悉,近日,多家宝马经销商已联合将一封请愿信函呈递至宝马大中华区总裁兼首席执行官安格,提出多项要求,包括获得人民币 60 亿元的额外返点以及制定目标应同经销商协商等条款。而 2014 年之内,坊间更是传出“宝马经销商亏损 2000 万不算亏”的传闻。对此,有消息称,宝马中国也做出了快速反应。双方最后达成的结果不到 60 亿,按照经销商销量占比进行分配。

据悉,新的办法会对汽车厂家强制压库、搭售车型等不合理行为进行约束,但品牌授权制度不会改变。业内普遍认为,新办法给予了经销商更大的话语权,重新平衡汽车厂家和经销商之间的关系,政策变化将在一定程度上改善中国汽车流通秩序,促进汽车市场均衡发展。

国药准字 H46020636

## 快克

复方氨酚烷胺胶囊

请在医生指导下  
购买和使用

**海南亚洲制药股份有限公司生产**  
**海南快克药业总经销**

临近岁末,欧洲经济仍然处于疲弱状态。然而,经济“寒冬”并未冻住欧洲人的圣诞消费热情。

“管它危机与否,总有一些东西法国人不会放弃,比如肥鹅肝。”法国肥鹅肝名牌 Delpeyrat 负责人多米尼克·迪普拉信心十足地说。

据了解,该公司每年 30% 至 40% 的肥鹅肝销量完成于圣诞节到元旦期间,2014 年也不例外。而据法国媒体披露,2014 年圣诞节期间,法国另一大食品品牌旗下的肥鹅肝销量预计将增长 5%,三文鱼销量将增长 10%,这些可谓对经济严寒的显著逆袭。

为了抓住消费潮的商机,各大超市和商店使出浑身解数,打折赠礼且不说,一向最难妥协的营业时间也有了较大松动。圣诞节,法国知名化妆品零售商旗下的店铺营业时间延长到晚上 8 点,奢侈品商店、玩具商店也无不增加营业额而推迟打烊。

法国银行卡组织的数据同样反映了法国消费者圣诞购物热情之高。该组织统计显示,12 月 6 日,法国消费者刷卡购物额达到 3725 万欧元,创下 12 月份至今法国人单日刷卡消费之最,比上年同期增长 9.6%。

法国《回声报》认为,尽管经济低迷影响到法国民众的钱包,但人们希望痛痛快快地过年的心情不会改变,人们普遍觉得平时可以俭省,但过年还是要大方。

事实上,法国人在 12 月份圣诞季大手笔消费早已成为一个根深蒂固的习惯。德勤会计师事务所统计表明,在法国如按销量计算,将近三分之二的肥鹅肝、三分之一的香槟和玩具都是在 12 月份卖出的。

英国国家统计局 18 日发布的数据显示,2014 年 11 月英国零售销售额同比上涨 6.4%,是自 2004 年 5 月份以来的最大同比涨幅。和 10 月份相比较,11 月销售额增加 1.6%,同样好于市场预期。

除了实体店销售的火热,英国电商也将迎来圣诞消费热潮。据网络支付服务商 Sage Pay 发布的预测报告,2014 年圣诞英国网络交易额将达到 130 亿英镑(约合 200 亿美元),比上年同期大幅增加 18%。

消费开支一直是欧美发达经济体增长的最重要动力。因此,为了促进经济复苏和长久增长,鼓励民众消费始终是宏观经济领域一个重要话题。

从微观领域来看,企业和商家也应当更为深入准确地捕捉消费者的心理,挖掘消费动向,从而及时抓到商机。商家应当思考的是,经济收入或许是一个有弹性的概念,特别是在金融支付手段日益丰富的现代经济中,即便在经济低迷时期民众也可以在一定程度上保持消费,拥有品质生活,这对消费者和整个经济来说也不失为一个良性循环之举。

从欧美经济发展,特别是美国经济在经历金融危机重创之后,近来由消费动力增加促使经济重拾升势的经验来看,经济繁荣时期,消费动力不可缺;经济低迷时期,消费动力更不可缺。这就是消费的理由!

(韩冰 吴心韬 何瑛)

## 美国百年老店感受 “圣诞经济”新变化

圣诞前夕,记者来到位于纽约曼哈顿海诺德广场的梅西百货商店,这家足足有十层半的百货商店是梅西百货的全美旗舰店,在 1902 年建成时被誉为“世界上最大的商店”。

2014 年圣诞购物季,梅西商店的促销如火如荼、线上线下合作紧密锣鼓……梅西百货这样的美国传统零售商正创造着全新的“圣诞经济”。

在梅西百货一层,记者看到,无论是化妆品、箱包还是服饰的商区,红底白字的折扣广告随处可见,“折上折”的标签贴满了柜台,不少品牌的收银处排着长队。

梅西百货的客服经理托德说,每年的感恩节和圣诞节串起了从 11 月到 1 月初的节日消费,几乎所有的商品都打折,我们在此期间每天接待七八万顾客,全天 24 小时营业。

据了解,加强打折力度和延长营业时间是為了应对电商网站带来的冲击。美国全国零售商联合会最新的报告显示,在 2014 年的购物季期间,预计有 44% 的美国人在网上购物,商家的在线销售将比上年同期增长 8% 到 11%,达到 1050 亿美元。

与百思买、塔基特等“年轻的”美国连锁零售商一样,梅西百货在官网上推出了“就近取货”的服务。托德介绍说,顾客在网站购物后,可以选择到附近的梅西百货商店取货,商店专门设有“网络取货处”,顾客既能节省运费,又能尽快拿到想要的商品,十分方便。

2014 年起,身处中国的顾客也可以加入到梅西百货的节日消费中。据了解,梅西百货公司与阿里巴巴旗下的支付宝合作,推出面向中国顾客的“海外直购”。顾客点击进入梅西百货的官网后,选择中文版本的网站,便可以使用支付宝完成商品结算,体验支付、物流的“一站式”服务。

(李静)