

磨底进行时 反转未可期

进一步缩量之后,市场仍在磨底。股指表现下跌不甘,上涨无力。究竟是什么原因绊住了股指的脚步? 未来经济和市场是否都将继续下行? 本期财经圆桌邀请巴克莱亚洲首席经济学家黄益平、国金证券策略分析师徐炜、东北证券机构销售总监冯志远三位嘉宾,就此展开讨论。

降息对稳增长更有效

中国证券报记者: 对于当前宏观经济来说,最值得担忧的是什么? 降息是否是合适的时点?

黄益平: 我们认为,不排除近期出台降息等货币政策的可能性。内需疲软表明,进口增长近期可能依旧乏力,且7、8月出口将面临更大的阻力,出口将呈个位数增长。7月美国和欧盟市场出口增长率均下滑10个百分点以上,中国出口增长急剧减速,从6月的11.3%降至同比增长1%。虽然出货量全面下降,但这种减速动力主要来自美国和欧盟。

我们仍旧维持这样的观点:近期降息的可能性更大,降息实施起来比较简单,而且在提振需求及减少企业财务负担方面,降息作为政策工具比存准率相对更有效。

徐炜: 从7月数据可以看出,消费在低位运行,出口明显下滑,唯一还算比较稳定的是投资。但投资的结构并不令人满意,基建投资改善十分缓慢,地产投资进一步下滑,超预期的是制造业投资还在扩张。制造业中汽车、机械设备的投资增速很高,但需求其实早已下滑,很难看到可以持续的力量。

此外,地产投资与地方投资是需求的两大关键。地产销售7月淡季不淡,但新开工再次下滑。统计数据显示,7月土地购置大幅下降,其他数据虽然指向拿地环比有所改善,但同比仍然很低;地产商半年报说下半年着力保竣工推盘,新开工还在观望中。地方政府近期虽然推出各种计划,但财政收入下滑,卖地并无明显改善,空有计划资金面上却是捉襟见肘。从资金层面看,当前的货币投放主要是被居民用来买房和企业用

来短期运营,并未进入到中期增长层面,非金融企业中长期贷款规模持续低迷。

中国证券报记者: 对于下半年经济增长如何预期?

黄益平: 鉴于7月份弱于预期的数据,我们已将2012年GDP增长预期从8.1%下调至7.9%,但仍然预期下半年会有逐渐和适度的恢复。我们一直在强调两个主要风险:一是外部经济疲软,二是国内政策力度或效率缺乏。这两种风险都已经显现。7月出口增长的急剧减速可能会促使货币政策出台,例如利率下调,我们认为这项政策比下调存款准备金率更有效。

反转元素还不具备

中国证券报记者: 从宏观层面来说,当前采取什么样的措施对稳定经济更有效?

黄益平: 对决策者来说,由于出口仍占到GDP的30%,而且是劳动密集型行业,出口放缓可能更令人担忧。如果出口继续恶化,未来几个月就业形势会更加严峻。因此,决策者可能更倾向于采取一系列广泛的和有行业针对性的措施,以稳定经济增长。广泛的措施可能包括对投资项目和宽松货币政策的额外支持,例如下调存款准备金率。行业针对性的措施可能包括增加出口退税和对出口商给予贷款支持。

冯志远: 从宏观层面看,工业增加值、房屋新开工、进出口和信贷等多项前瞻性指标同时显示内外需维持疲弱态势,即便在通胀显著回落的背景下,央行对货币政策放松的节奏仍十分谨慎。虽然7月债券融资规模增加较快能够弥补贷款不足的影响,但笔者认为其并不具有可持续性。受制于银行存款增加缓慢,债券发行规模的上升已经导致短融、中票

和企业债等信用债利率开始回升,因此寄希望于债券发行规模飙升来弥补贷款增量不足的可能性不大。而从长期看,M2增速从前几年的20%以上回落到14%,外汇占款的持续减少,货币供应的长期拐点已经到来,再寄希望于流动性推动的行情并不现实。

“18大”后政府对于转型会有更加迫切的愿望,创新驱动替代投资、出口驱动的前提是必须挤出房地产泡沫、地方债务泡沫,同时,4季度资金面更加趋紧,还有大小非解禁高峰到来等诸多不利因素,在这种背景下,3季度反而会有超跌反弹的机会。在未来相当长的时期,A股最大的机会可能不是来自国内经济好转带来的投资机会,而是国内经济、体制结构改革带来的转型期机会,美国转型用了20年,日韩跨越中等收入陷阱用了15年,中国呢?

因此,如果政府继续维持犹豫态度,对于GDP从“保增长”到“稳增长”的政策导向转变,基于人口红利的到来,在失业率并无明显提升的状况下,市场仍将面临较大的中期下跌风险。

谨慎参与超跌品种

中国证券报记者: 本轮反弹似乎异常艰难,市场运行的内在主线是什么? 有什么值得关注的特点?

冯志远: A股8月开始的一波反弹可以定义为超跌反弹,投资者试图等待超预期的政策利好出台,包括降息降准等等,但并未如愿。原因是政策处于两难境地,宽松的货币政策对实体经济并没有显著利好,反倒对处于调控中的房地产行业具有明显提振作用。同时,信贷需求伴随银行存款增速明显回落,长期和短期信贷并



不匹配。

近期市场的另一个特征是“实空”频现,随着融券业务的正常开展,张裕、中信、苏宁电器频频遭到卖空打压,继股指期货可以做空指数后,个股同样可以做空。因此A股市场只有做多才能赚钱的投资理念彻底被颠覆了。在失去流动性推手的情况下,宏观基本面和上市公司基本面才能决定未来A股的走势。

从固定资产投资、工业增加值、消费和进出口等几大关键数据来看,宏观经济仍处于下行之势。这决定了A股的反弹并没有得到经济基本面的支持,而仅限于政策预期和超跌反弹两个层面,如果本周末依然没有政策信号出现,下周市场不排除会再创新低。

徐炜: 在本轮反弹中价格成为主线,此次反弹中领先上涨的行业是:农业、化纤、细分化工品、有色、造纸等,均属于中上游的原材料行业。上涨的驱动力是价格信号,这些行业的价格在近期都出现了不同幅度的企稳反弹。把期货和股票市场作为样本看,期货市场自7月初以来大部分价格就已稳定略有反弹,股市则先在7月大跌,后在8月开始修复预期。股市找到的预期差正是原材料价格的表现。

中国证券报记者: 现阶段是否存在可以参与的投资机会?

徐炜: 价格主线的问题在于其不独立且不持续。所谓成本推动价格上涨的逻辑是不成立的,短期内提价如果需求跟不上,就

是昙花一现,成本上涨的情况下利润增长根本得不到保证。而依靠价格上涨预期带动下游补库存,其实就是一锤子买卖。

回顾历史,对价格主线的投资往往是出现在繁荣期,但时间周期也是相对短的,因为会受到成本上升、需求下滑、货币紧缩等因素制约,在当前经济低迷状态下,缺乏需求支撑的价格主线持续时间会更短。

刘翔可以“单脚跳”至终点,却无法完成跨栏。市场基于一些原材料产品价格反弹构成目前单脚跳的反弹行情,但这种热点缺乏足够持续性,操作难度较大。相比博弈价格反弹品种,我们还是建议关注超跌成长股如传媒、软件、零售。

关注制度红利

□辛华

广发内需混合增长基金经理陈仕德认为,目前A股底部特征明显,是比较好的介入时机,而值得把握的,就是不断显现的结构性机会。

结构性行情凸显

7月A股创3年新低,市场情绪悲观到极点:成交量方面,上海市场已经创下两年来交易金额的新低;估值方面,目前沪深300的估值接近10倍,这样的估值水平甚至比上证指数2005年在998点、2008年在1664点的估值水平还要低。

陈仕德认为如果外力没有发生改变,目前A股可能很难改变自身的运行趋势。但从长远来看,目前的这个区域是一个比较好的介入区域。

中国的短期问题是去产能去库存,而中长期来看产能过剩没有办法解决。因为去产能的时间比较长,特别是水泥、钢铁、汽车这些严重过剩的行业,即使经济企稳,没有三五年甚至十年的时间是难以完成的。表现在市场上,其短期ROE(净资产收益率)回升不会特别明显。

陈仕德认为,下半年将是一个结构性的行情,相对看好消费领域,看空制造业。消费品从中长期角度来看,是不错的选择,比如医药、白酒。但是短期的话,要警惕其估值是否还有吸引力。对于制造业,也不是一概而论,有些企业在经济下滑的情况下,业绩逆势而上,比如格力,这样的优质企业还是值得关注的。

上半年房地产行业表现抢眼

在上半年房地产行业表现抢眼,在今年两次降息和降准以后,购房成本不断下降,房地产龙头企业的盈利、交易量都非常理想,甚至比2010年和2011年都好。未来预期将有一两次降准和降息,这将对房地产市场有正面的促进作用。但交易量的上涨也会使价格上扬,这与政府的调控政策相悖,因此政府对房地产管控不会放松,限购也不可能取消,除非房价明显地往下走。下半年经过调整以后这个行业的确定性还是比较强的。

关注制度红利

金融危机以来,中国股票市场的表现之差,仅次于欧洲“重灾区”和金砖四国中的俄罗斯,中国股市的表现已过度反映了市场对经济的担忧。这样的“过度反映”也使得两次的降息降准犹如杯水车薪。陈仕德认为,下半年将有一些变化,这个变化可能会打破市场僵局。

近日,胡锦涛主席在干部研讨班上谈到中国的经济转型、社会转型。其中无论是分配制度、土地制度抑或户籍制度,这些大的改革是时候下决心推进了,这些顶层设计的改革,包括未来改革的取向,都值得关注和留意。如果有大的动作,市场也将迎来一波新的契机,A股市场的机会或在中国社会的变革中。

无数历史经验表明,别人“恐惧”时“贪婪”是智慧之举,在经济转型时期,股市的上涨或许只缺一个政策契机,比如1999年的5·19行情,而下半年的契机可能就是这样的。

中证之声

成本上涨+需求掣肘

饲料 景气将筑顶回落

□本报记者 顾鑫

从上半年业绩预告和已经公布的中报数据看,饲料行业取得了普遍增长。展望三四季度,行业景气可能将筑顶回落。由于豆粕等生产成本上涨,同时,下游畜禽养殖行业的低迷形势正逐步往上游传导,饲料企业向下游转嫁成本难度加大,未来业绩走势并不乐观,不过水产饲料或许可能会走出独立行情。

上半年普遍增长

按照申万行业分类的10家饲料企业中,有9家已经披露业绩预告,业绩与上年同期相比均有所好转,要么扭亏,要么预增。其中,新希望预计业绩增幅达到80%~130%;唐人神预计业绩增长90%~120%。

新希望的业绩增长有一定的特殊性,公司2011年11月完成重大资产重组,六和集团、六和股份和新希望农牧等公司纳入公司合并报表后,公司销售收入和利润大幅增加。唐人神业绩变动的原因是,公司加强市场开拓,同时加强内部管理,降低原料采购及产品成本,适时进行产品价格调整,提升了盈利能力。

目前,已经有四家饲料公司公布了半年报,其中,海大集团、通威股份、金新农业绩实现同比增长,天邦股份业绩实现扭亏。分季度数据看,四家公司第二季度的业绩与第一季度相比均出现好转,其中,通威股份、天邦股份一季度业绩亏损,二季度均开始发力。

饲料企业业绩好转与销量快速增长密不可分。金新农中报显示,今年上半年公司饲料销量同比增长超过30%,远高于去年同期14%左右的增速水平。这主要是由于下游生猪存栏量提升带来饲料需求提升,公司销售投入加大和销量模式改变推



动产品销售,哈尔滨、上海和长沙等地产能释放缓解公司产能瓶颈。

成本压力加大

上半年饲料行业的业绩强劲增长势头正受到成本上涨的挑战。随着低价原料库存的消耗和粮食价格上涨带来的生产原料价格上升,饲料行业面临的成本压力正越来越大,一些小企业已经不堪重负,大企业尽管还能维持较高的开工率,但产品利润空间也受到压缩。

今年以来,由于美国、南美、俄罗斯等国家和地区陆续遭遇大旱,我国近期又爆发了罕见的虫灾,全球粮食产量预期明显下调,而大豆、玉米、小麦等粮食的价格明显上涨,国内粮食价格虽然总体相对更为稳定,但大豆、豆粕与国际市场联动较为密切,而本来处于供需平衡状态的玉米市场在遭遇虫灾之后也變得微妙起来。

6月以来,由于美国、俄罗斯等国受到恶劣天气影响,玉米、大豆及

小麦等重要农产品的产量均出现明显下降,国际农产品价格随之大幅上涨。CBOT玉米1212合约6月初至今的累计涨幅已经超过50%,大豆及小麦主力合约的累计涨幅也都超过25%。饲料的蛋白原料,豆粕价格从年初至今涨幅已接近40%。

原料价格的快速上涨将成为挤压饲料企业利润的重要因素。从4月~7月来看,大多数饲料企业维持了较好的盈利水平,下一步要维持盈利水平必须控制产能,牺牲销量,否则就需要采取薄利多销的策略。

关键看下游需求

在饲料企业成本上涨的同时,还要看下游的需求,如果下游行业形势好,成本上涨并不会成为利空因素,反之,如果下游行业不景气,对饲料的需求不旺,那么饲料企业转嫁成本的能力将明显受压。

目前畜禽养殖行业依然不景气,这一状况很可能持续到年底基

至明年初。在这段时间内,饲料企业必须牺牲一定的利润。今年以来,由于猪肉价格下跌,养猪利润空间不断缩水。近期,猪肉价格有所企稳,但是,养猪亏损的情况并未出现改观,在一些地方,猪粮比价已经跌破6:1的盈亏平衡点。

除了用于畜禽养殖的饲料,还有用于水产养殖的饲料,这两者的基本面并不完全一致,未来的走势也可能出现差别。相比之下,水产养殖行业的周期性波动不如畜禽养殖那么明显,因而相关饲料品种如海大集团、通威股份的业绩可能会更为稳定。

近10年来,因污染、过度捕捞等原因,水产品的消费需求更多地依赖于人工养殖。我国水产饲料的理论需求量应达到3400万吨以上,但实际上2011年我国水产饲料产量仅为1540万吨,工业饲料普及率仍然偏低,未来拓展空间巨大。此外,海外市场空间数倍于国内,相关公司有望进一步做大。

券商点金指

“浑水摸鱼”靠研究



□许维鸿

最近一周内,张裕A和中信证券先后被莫须有的谣言“击垮”,甚至葡萄酒行业的很多专家都出来辟谣,众口一词地谴责低水平的谣言,顺便感叹A股市场的大环境实在低迷。中国股票市场的分析师,则把这种做空手段联系到美国资本市场对中国概念股的“浑水(Muddy Water)模式”做空,大有阴谋论满天飞的意思。

其实,资本市场从来就是谣言满天飞的市场。资本市场的魅力,很大程度上也来源于这种谣言的力量——因为除了谣言,市场中还有很多真实的信息,如何甄别信息的真伪,是投资机构能否成功投资盈利的关键。即便是被炒得沸沸扬扬的“浑水模式”始作俑者,也不是什么类似索罗斯、罗杰斯式的对冲基金,而是一个研究公司——浑水研究公司(Muddy Waters Research)。被浑水研究报告触发停牌、摘牌的中国概念股,其所被揭露的作假行为,又有哪一个不是莫须有的呢?

可见,发生在A股市场的谣言击垮公司股价的行为,实在算不上什么高明的“浑水模式”,没有深刻的行业、公司研究作为依托,揭露的负面消息也没有真实性可言。如果很多人感慨中国市场做空手段的升级,倒不如感慨中国资本市场实在是太缺乏研究支持了——投资者对股票本身的价值犹如瞎子摸象,随便有点儿风吹草动就一窝蜂买卖、交易,让造谣者浑水摸鱼、从容进退。

如何避免A股市场的浑水摸鱼?很多专家建议缓行“转融通”等做空产品的推出,我不赞成这种做法。恰恰相反,我觉得做空手段的推出,正是改变A股投资者不理性投资行为模式的催化剂,是改变中国资本市场不合理游戏规则的必然路径。

特别是个人投资者,股票的买卖是个人财富的重要决定,必须要有对投资标的理性的价值判断。对投资机构更是如此,一个试图投资持续成功的金融机构,必须有持续的专业研究的支持。股指期货、融资融券、“转融通”等做空手段,可不是为散户预备的,而是为专业的投资机构预备的。对于被市场高估的股票或其他金融资产,投资机构利用做空手段果断卖出,是资本市场价值发现功能的保障,是“双腿走路”必不可少的一条腿。

因此,本轮A股市场浑水摸鱼的做空手段,不仅不是乌龙谣言满天飞的误打误撞,而是做空者准确利用A股投资者偏听偏信、研究支持不足的弱点,利用市场低迷的情绪,提前布局后散布谣言,实现了做空获利。这与传统的靠小道消息散发上市公司意外利好,以实现做多获利,其操纵市场的逻辑方式基本一样,只不过方向不同而已。