

中信建投研究发展部董事总经理周金涛:

库存周期双底形成 逆袭或延长至明年

□本报记者 费杨生

煤炭、有色及房地产等周期板块的大涨12日推升上证综指站上2100点。对于“周期逆袭”，中信建投证券研究发展部董事总经理周金涛认为，“周期逆袭”的现实基础是对下半年基本经济趋势的判断。本轮库存周期的第二低点一定会在今年三季度出现，而从种种迹象观察，这一低点就是7月。从9月开始，经济好转的现象可能会显露。短周期触底反弹已逐渐显现，市场对经济的预期可能由“反复”期进入“确认”期，周期逆袭或由间歇性逐渐进入持续性，早期需求弹性与上游行业的价格弹性可能逐渐显现。

他认为，周期逆袭有两种可能，一是按照周期自然演化而无实质性政策推动，逆袭的弹性最长阶段在3个月之内；二是如果政策能带来超预期的变革预期，这个过程可能延长到明年上半年。

近期，周金涛及其团队发表多篇报告，预言库存周期“双底”底部将最晚于6-7月出现，并坚决看多周期股，建议布局地产和上游。

“双底”已现 反弹可期

中国证券报: 多数研究机构认为，7月经济数据发出经济底部的信号。此前你预测第二库存周期双底最迟将在6-7月出现，这种大胆预测让你遭受了不少质

疑。从目前的经济指标来看，双底是否已出现？

周金涛: “双底”模式的第二库存周期一直是我们对经济周期和市场的判断。从目前数据来看，“双底”已经出现。“双底”的提出最早是在去年8月，主要是基于复苏的基础如通胀、生产成本和资金成本都不够低，第二库存周期不可能演绎经典的“V”型反转，而是“双底”波动模式向上。我们用工业产出缺口来描述经济周期的波动。单纯从产出缺口波动来看，去年8月是自2011年4月下行以来的最低点。这一低点的出现已经被去年的经济数据所验证。按照我们的研究，这一补库存阶段在今年一季度触顶回落之后，将在今年二季度末、三季度初出现第二低点，即目前我们看到的7月低点。

实际上，按照库存周期自身的演化，经济本来将在6月份靠近低点，但6月份的流动性危机对库存周期产生扰动，使得库存的调整在价量上都向更低水平靠近，这在客观上增加了未来周期反弹的弹性。7月工业增加值同比增长9.7%，较6月的8.9%显著反弹，远超市场预期；环比增长0.88%，创14个月新高。7月或最迟8月，工业增加值产出缺口必然会反弹。所以，从7月开始，短周期脱离底部，重回第二库存周期上升过程，这一过程至少会持续两到三个季度。当然，除上述积极因素外，短

期内房地产销售及投资、制造业投资、货币供给以及出口等经济动力仍未发生根本变化，但一些敏感的指标环比下跌放缓，一旦这些力量回升，短周期的弹性将加大。

中国证券报: 下半年和明年的经济走势将如何演绎？

周金涛: 本轮库存周期的第二低点在7月份出现。按照我们的研究，在7月份价格低点出现两个月之后即从9月份开始，经济好转的现象可能会显露，我们依然坚持对下半年乐观的观点，这一点与我们对通货膨胀的判断是相一致的，即仍有可能看到今年9月份之后的量价齐升。这也是我们在下半年的布局中不可能抛弃周期股的原因。下半年是增长有底、通胀有顶。

从我们周期理论体系的结论来看，明年与今年相比，其大概率特征是滞胀。在增长方面，今年的经济增速之所以能维持在7.5%以上，其根源还是房地产产业链的持续好转，而按照惯常的预期，房地产的销售抑或是开工增速明年一定会边际递减。这在客观上导致明年中期之后短周期和中周期的基本动力都不如今年。

在通胀问题上，市场必然存在极大分歧，但从通胀的结构性的角度来看，我们认为推动CPI上行的房租因素不会减弱，而食品因素必然回升。所以，我们有理由推测，与今年相比，明年价格上行的概

率偏大。

周期逆袭 布局上游

中国证券报: 基于这种对经济走势的判断，你连续在多篇报告中强调布局房地产产业链和上游，但多数机构对此分歧很大，特别是对上游并不怎么看好。在你看来，布局的意义是什么？

周金涛: 在当前的国际经济关系博弈中，中国并不处于主动地位，美国下半年的经济趋势、QE退出进程以及美元走势都是国内经济政策必须考虑的外部因素。我们判断美国仍处于复苏的进程中，三季度将是重要的复苏是否会加速的观察时点。国内政策将是典型的“守住底线、控制风险”状态，这个状态也包括守住增长的底线。因此，我们对政策有几个基本的看法，其一，按照我们对短期经济走势的判断，7月份保增长的压力将达到今年的边际高点，此时博弈政策是一个最合适的时间点。其二，守住底线应该是重要的增长目标，所以，政策对冲经济下滑是完全有必要的，而基本的对冲手段现在来看除了部分结构性投资之外，房地产的市场化调控将是一个重要方法。我们一直认为中国本轮房地产周期已经逼近高点，此时调控市场化是大势所趋。同时，所谓使泡沫刺破是一种理想主义的观点，化解矛盾才是大道。从这个逻辑看，如果下半年

有经济的反弹，有政策的变化，地产是不二选择。

按照周期的演化规律，此时可能进入全球上游的短期筑底阶段。虽然从趋势上来分析，我们自2011年之后就不再看好上游的长期趋势。QE退出和美元升值也对上游的价格形成压制，但按照我们对世界经济复苏节奏的判断，我们认为，随着下半年美国复苏趋势的明朗、欧洲经济的触底和中国三季度经济反弹的到来，上游存在价格超跌反弹的机会。现在看来，可能农业和化工更具弹性。这实际上可能是全球复苏需求传导的结果。上面这些判断都是源于去年我们对全球周期的判断，即今年是世界性的短周期复苏之年，这些进程都必将最终对上游价格产生向上推动，所以，布局上游是一个全局问题。

中国证券报: 在你看来，周期逆袭能走多远？

周金涛: 在我们的研究体系中，我一直强调，唯有拐点和趋势是不可预测的，而弹性和程度是不可预测的，所以，逆袭有两种可能。一种可能是按照周期自然演化而无实质性政策推动，那那个逆袭的弹性最长阶段就在3个月之内。另一种可能是，适逢十八届三中全会的关键政策期，如果政策能够带来超预期的变革预期，会对库存周期的预期产生正面影响，从而使这一过程可能延长至明年上半年。

农行确认授信助力上海创新转型发展

银行紧跟经济结构调整步伐 节能环保、城镇化等领域信贷有望发力

□本报记者 陈莹莹 任晓

农业银行与上海市政府日前签署全面战略合作协议。农行授信将助力上海市政府控制的投资公司建设迪斯尼乐园等重点国际旅游和度假项目，同时支持与建设上海自由贸易区相关的城市改造和升级工作。农行未透露具体授信金额。

分析人士表示，为贯彻落实《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，商业银行下半年有望加大力度支持符合经济结构调整和转型的行业，主要集中在先进制造业、新兴产业、文化产业、节能环保和城镇化建设等方面。同时，随着欧美经济复苏，中国对外贸易将得到改善，相关的出口信贷投放也将随之增长。

信贷支持城镇化

农行称，已于6日晚与上海市

人民政府签署全面战略合作协议，支持上海四个中心建设，助力上海创新转型发展。根据协议，农行将在上海城镇化建设、自主创新、战略性新兴产业和自主品牌建设、科技企业和小微企业发展、文化产业发展、上海国际旅游度假区等重点区域建设、公共服务和宜居城市建设等领域加大金融支持力度，并进一步完善金融体系，积极参与上海自由贸易试验区建设，加大金融创新和资源聚集力度，助推上海经济社会的持续健康发展。

工商银行表示，下半年将继续深挖市场中的潜力需求，特别关注节能环保、提升产业技术装备水平等领域的需求，特别关注实施“信息惠民”工程、教育、医疗等民生领域的需求，完善适应这些行业发展规律的信贷政策，创新适应这些领域客户发展需求的产品。工行还将采用增量安排、存量调整及研究发行债券等方式，

支持符合条件的大型城市棚户区改造、旧城(城中村)的城市改造等项目。

农业银行表示，将抓紧改进和创新城镇化建设专属信贷产品箱，出台针对不同类型城镇化的综合金融服务方案。农行近期出台《中国农业银行城镇化建设信贷政策指引》，这是农行针对城镇化建设领域出台的首个综合性信贷政策，明确了支持城镇化建设的信贷策略、基本原则、支持重点、信贷产品、客户准入、资源保障和针对性的风险管控措施。

农行表示，已重新梳理和整合支持城镇化建设的12类信贷产品，既包括城市基础设施建设等传统产品，又针对城镇化进程中出现的“城中村”改造等新内容创新相应的信贷产品，同时围绕“人的城镇化”突出对新市民、新农民就业和消费的信贷支持，明确城镇化建设的信贷支持区域和业务重点，并根据不同信贷

产品的风险程度确定了差异化的准入标准，同时对不同类型的城镇化配套相应的信贷策略和信贷产品。

国家开发银行董事长胡怀邦在该行二季度工作会议上明确，该行下一步重点将助力实体经济发展，并在促进新型城镇化建设发挥主力作用。该行将优化资源配置，加大对重点领域支持力度，积极稳妥地支持新型城镇化发展。近期国开行与河北省政府签署合作备忘录，以开发性金融支持河北省推进新型城镇化建设。

出口信贷有望增长

近期美国经济复苏强劲，瑞银、高盛等机构认为全球经济下半年有望重拾增长动能。投行人士表示，中国有望成为全球经济复苏的潜在受益者，随着欧美经济复苏，中国出口情况将得到改善，相关的出口信贷投放也将随之增长。

高盛高华证券发布的研究报告称，中国有望成为全球经济复苏的“潜在受益者”。尽管中国的GDP对净出口的依存度已降低，但从2000年以来，中国出口与全球经济的相关性仍高达84%。美欧仍是中国两大出口目的地，占总出口的16%和15%。随着全球经济复苏，中国出口将在未来几年改善。

银行业人士认为，下半年出口行业尤其是长三角、珠三角等地区出口企业的有效信贷需求将有所回升。商务部研究院院长霍建国认为，虽然当前国内通胀压力有所缓解，但成本等压力仍是外贸企业竞争力的主要困扰，尤其是民营企业和小微企业出口的压力很大。他建议，优先保证出口企业信贷安排，保证有订单的出口企业得到信贷支持，中国进出口银行可以尝试根据出口企业的外销规模安排授信额度。

大力拓展小微企业直接融资渠道

(上接A01版)适当放宽创业板市场对创新型、成长型企业的财务准入标准，尽快启动上市小微企业再融资。建立完善全国中小企业股份转让系统(下称“新三板”)，加大产品创新力度，增加适合小微企业的融资品种。进一步

扩大中小企业私募债券试点，逐步扩大中小企业集合债券和小微企业增信集合债券发行规模，在创业板、“新三板”、公司债、私募债等市场建立服务小微企业的小额、快速、灵活的融资机制。在清理整顿各类交易场所基础上，将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系，促进小微企业改制、挂牌、定向转让股份和融资，支持证券公司通过区域性股权市场为小微企业提供挂牌公司推荐、股权代理买卖等服务。

进一步建立健全非上市公司监管制度，适时出台定向发行、并购重组等具体规定，支持小微企业股本融资、股份转让、资产重组等活动。探索发展并购投资基

金，积极引导私募股权投资基金、创业投资企业投资于小微企业，支持符合条件的创业投资企业、股权投资企业等发行企业债券，专项用于投资小微企业，促进创新型、创业型小微企业融资发展。

分析人士指出，接下来资本市场有望迎来组合拳，包括新三板扩围、放宽创业板相关准入门槛、允许创业板再融资、推进并购等资本市场关注已久的措施有望落地。

创新网络金融服务模式

实施意见提出，积极鼓励金融机构为小微企业全面提供开户、结算、理财、咨询等基础性、综合性金融服务；大力发展产业链融资、商圈融资和企业群融资，积极开展知识产权质押、应收账款质押、动产质押、股权质押、订单质押、仓单质押、保单质押等抵质押贷款业务；推动开办商业保理、金融租赁和定向信托等融资服务。鼓励保险机构创新资金运用安排，通

过投资企业股权、基金、债权、资产支持计划等多种形式，为小微企业发展提供资金支持。充分利用互联网等新技术、新工具，不断创新网络金融服务模式。

实施意见提出，积极发展小型金融机构，打通民间资本进入金融业的通道，建立广覆盖、差异化、高效率的小微企业金融服务机构体系；推动尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行、金融租赁公司和消费金融公司等金融机构。

实施意见强调，继续坚持“两个不低于”的小微企业金融服务目标，在风险总体可控的前提下，确保小微企业贷款增速不低于各项贷款平均水平、增量不低于上年同期水平。同时，进一步清理规范各类不合理收费，是切实降低小微企业综合融资成本的必然要求。

业内人士认为，实施意见首提“充分利用互联网等新技术、新工具，不断创新网络金融服务模

式”，反映出监管层已经意识到互联网金融对于解决小微企业融资难、降低小微企业融资成本的重要作用。

平安陆金所副总经理楼晓岸认为，互联网金融的业务定位与传统金融不同，是商业银行间接融资、资本市场直接融资之外的第三种融资模式。互联网金融真正使金融走向中小企业和金融消费者，特别是融资困难的中小企业，提高金融产品的可得性，同时让金融消费者有大量的投资渠道。

作为小微企业最大的资金“提供方”，实施意见也从目标、总量等多方面予以明确。招商证券银行业分析师肖立强认为，在经济结构调整和转型升级背景下，近期金融和财政政策支持小微企业发展的力度明显增加。在利率市场化趋势下，资产端定价能力成为重要优势，未来小微业务仍是银行主要业务转型方向，早布局的银行有先发优势。

7月银行理财产品量价齐跌

□本报实习记者 梅俊彦

“钱荒”之后，7月银行理财产品市场恢复平静。普益财富报告显示，7月国有商业银行和股份制商业银行理财产品的平均预期收益率环比下降，区域性商业银行产品的平均预期收益率变动幅度不大。非保本浮动收益型产品的市场占比有所下降。

预期收益率回落

普益财富统计数据显示，7月共有116家银行发行3301款个人理财产品，发行数量环比下降0.84%。就发行主体而言，股份制商业银行占比30.32%，环比下降8.21个百分点；城市商业银行占比31.66%，环比上升1.70个百分点；国有商业银行占比28.45%，环比上升3.64个百分点；农村商业银行占比6.30%，环比上升1.67个百分点；农村信用社占比0.06%，环比下降0.18个百分点。

就预期收益率而言，7月国有商业银行和股份制商业银行发行产品的平均预期收益率环比下降明显，区域性商业银行产品的平均预期收益率变动幅度不大。其中，股份制商业银行发行产品的平均预期收益率为4.61%，环比下降0.23个百分点；国有商业银行为4.43%，环比下降0.17个百分点；城市商业银行、农村商业银行和农村信用社环比涨跌幅不超过0.07个百分点。

普益财富表示，“钱荒”之后，银行间市场资金面紧张形势得到

缓解，货币市场利率明显下降，主要投资债券和货币市场工具的银行理财产品预期收益率有所回落。

保本产品增加

普益财富统计数据显示，7月发行的银行理财产品投资期限进一步趋向短期化，半年以下期限产品占比明显上升。

其中，6个月至1年期(含)期限产品发行383款，市场占比下降0.83个百分点至11.60%；1年以上期限产品发行40款，市场占比下降0.80个百分点至1.21%。在6个月以下期限产品中，除1个月以下产品市场占比下降外，1至3个月3至6个月的产品市场占比分别上升0.69个百分点、1.84个百分点。

7月非保本浮动收益型产品共发行2243款，市场占比下降2.49个百分点至67.95%；保本浮动收益型产品共发行699款，市场占比上升1.41个百分点至21.18%；保证收益型产品共发行359款，市场占比上升1.08个百分点至10.88%。

某银行理财业务人士表示，保本保收益理财产品在银行的统计口径中可视作储蓄，此前银监会发布的8号文“主要影响非保本浮动收益型产品，所以保本型产品的发行数量有所上升。一位银行业分析师指出，旨在规范银行理财产品投资非标准债权资产的8号文”出台以来，已过去一个季度，其影响已基本被市场消化，银行理财产品正在向更加安全和规范的方向发展。

全国股份转让系统专栏

全国股份转让系统挂牌公司如何融资

目前，《全国中小企业股份转让系统挂牌公司定向发行备案业务指南》已经颁布实施，挂牌公司可以依照该指南的规定实施定向发行，并履行备案程序。

全国股份转让系统将不断完善其他证券品种业务规则，丰富融资品种，拓宽挂牌公司融资渠道。

一、简化定向发行核准程序

《非上市公众公司监督管理办法》和《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》等法律法规对挂牌公司定向发行已经作了原则规定。为适应中小企业融资“小额、快速、按需”的融资特点，全国股份转让系统落实简政放权、放松管制、加强监管的工作要求，简化了定向发行核准程序，并对符合豁免申请核准要求的定向发行实行备案制管理。

全国股份转让系统依据《暂行办法》的规定，对定向发行的申请及主办券商推荐文件进行审查，出具审查意见。中国证监会按照《暂行办法》的规定，对符合核准情形的定向发行申请进行核准，在二十个工作日内做出准予或不予行政许可的决定。根据《暂行办法》的规定，对于定向发行后股东人数累计不超过200人、或者12个月内发行股票累计融资额低于公司净资产的20%的两类情形，豁免申请核准，采取事后备案的方式。挂牌公司在发行完成后的5个工作日内申请备案，如果备案材料齐备，合法合规，即可完成备案。对符合条件的定向发行实行备案制管理，切实降低了挂牌公司的融资成本，提高了融资效率。

二、新增股份不作强制限售

全国股份转让系统尊重公司自治，对定向发行的新增股份不强制限售，由企业自主决策。在发行方式上，为了适应中小企业快速、按需的融资特点，《管理办法》规定了“储架发行”制度，

挂牌公司可以通过一次核准、一年内分期发行的方式募集资金。为了便于公司灵活选择融资时间和融资金额，相关制度对每次发行间隔也不作强制规定，公司可以“小步快跑”的方式实现按需融资。在发行定价上，为了确保定价的公平，探索现有股东与新投资者在发行定价上的博弈制衡机制，在保护股东权益的基础上，挂牌公司可以通过询价等方式确定发行对象和发行价格，也可以与特定发行对象协商谈判，确定发行价格。定价结果完全由市场机制产生。在认购方式上，为了更好地兼顾灵活多样的投融资目的，发行对象除可以用现金认购外，还可以用其他非现金资产认购。

三、建立以投资者适当性为基础的防控体系

《管理办法》对挂牌公司定向发行没有设定财务指标等硬性条件，只需要在公司治理、信息披露等方面满足法定要求即可进行定向发行。全国股份转让系统公司降低了融资准入门槛，简化了审核程序，同时建立了以投资者适当性为基础的防控体系。根据规定，参与认购的投资者人数和投资者适当性应当符合相关要求，从而确保投资者具备必要的风险识别能力和承受能力，防止风险外溢，预防系统性风险的发生。

四、确立以信息披露为核心的监管理念

全国股份转让系统对定向发行不设财务指标等硬性条件，避免为挂牌公司作信用背书或替代投资者进行价值判断；而是引导挂牌公司规范披露信息，如实揭示风险，满足不同类型的公司和投资者的多元化投融资需求。主办券商进行相应的尽职调查并发表意见，把好推荐关，当好“看门人”；其他中介各司其责，投资者在充分获取信息的基础上自主决策、自负盈亏。(全国中小企业股份转让系统供稿)

全球市场 | WORLD MARKETS

股票市场	最新	涨跌
沪深300指数	2352.79	+66.78
上证综合指数	2101.28	+49.05
深证成份指数	8356.73	+210.77
创业板指数	1161.87	-10.65
香港恒生指数	22271.28	+463.72
恒生国企指数	9928.04	+328.58
道琼斯工业指数	15398.76	-26.75

全球财经指数

期货市场	最新	涨跌	债券货币	最新	涨跌
连豆1401	4401	+30	上证国债指数	138.44	+0.04
沪铜1311	52460	+900	中证全债指数	146.82	-0.12
NYMEX原油	105.51	-0.46	欧元/美元	1.3289	-0.0046
LMEX3个月期	7305.50	+30.50	人民币/美元	6.1665	+0.0003

本表截至北京时间 8月12日 22:30



台湾遴选4G运营商

台湾通讯传播委员会NCC12日对4G运营商进行面试，台湾之星、新建、亚太电信、远传电信、台湾大哥大、中华电信、鸿海集团7家公司参加面试。

NCC表示，将在15日公告审查结果，接下来面试过后的运营商将抽签，决定在某一间竞标室进行模拟竞标和竞标。

按计划，26日进行模拟竞标，9月3日展开竞标。此前台湾运营商争夺5张牌照，竞标达180个回合，耗时19天。此次4C牌照竞标预计耗时会超过1个月。竞标结束后，运营商必须提交运营计划书，经审查通过后才能开始建设。(台湾《经济日报》供本报专稿)