

财经圆桌

# 二八难换挡 周期股反弹或熄火

本周以银行、汽车为代表的周期板块相继走强，一度导致小盘成长股快速杀跌，市场风格短暂切换。周期股在短暂走强后，后市行情如何演绎？市场是否会重现风格转换？本周财经圆桌邀请南京证券研究所所长周旭、华泰证券研究所投资策略分析师孙立平和平安信托高级产品经理魏颖捷三位嘉宾，就此展开讨论。

## 二八风格难转换

**中国证券报：**本周以银行股、汽车股为代表的传统周期股相继走强，一度导致小盘成长股出现杀跌，市场能否出现二八风格转换？

**周旭：**我们认为短时间估值收敛下的二八风格转化有可能，但很难使市场风格出现根本变化，主要原因是，一方面经济基本面不支持二八风格转化，当前中国仍处在经济转型期的关键时期，传统周期股诸如有色、煤炭等品种都未看到基本面明显见底的标志，而银行、地产等品种也面临坏账风险、货币政策收紧等多方面制约，市场不具备中期走强的基本面基础；另一方面，资金面也不支持风格转化，年后资金利率尽管相比节前出现明显边际改善，但银行间1个月拆借利率及回购利率依然维持5%以上的相对高位，可见资金面总体依然相对紧张，而权重周期股要持续启动需要较大资金。后市盘面表现出来的更多是主板与创业板齐涨共跌的走势，而非二八风格转化。

**孙立平：**虽然市场短时间内出现明显的大小盘切换，但是从市场运行的基础来看，发生大规模的“二八”转换可能性并不高，原因在于：首先，目前经济基本面不佳，市场做多的空间和时间不足，市场的短期上升依然是对前期快速下跌的修正，也是对深化改革的正面期待。指数真正的上升空间有限，因此权重周期板块的表现难有大的空间。其次，市场依然资金不足。新股IPO启动后，对资金有一定影响，加上实体经济流动性并不宽裕，市场流动性也未能达到支持权重周期性板块持续上升的力量。第三，周期性板块基本面一般。周期性各板块依然面临不同的困境。银行面临着利率市场化和互联网金融的冲击，钢铁、有色金属以及煤炭等需求不足、产能过剩。加上美国QE规模减少，大宗商品价格长期走低，也将对周期性板块造成不利影响。

**魏颖捷：**周期股走强的催化剂是经济悲观预期阶段性出清的产物，同时小盘股年初以来涨幅巨大，在乐观预期达到极致后会有技术调整要求。今年上半年，二八切换的概率较低。周期股中期反转的临界点尚未到来，而以创业板为首的成长股目前正处于亢奋期，上半年进入中期调整的概率较大。银行、汽车等周期股代表的是上一轮经济周期的核心驱动力，在经济进入发展模式切换周期，传统行业面临产能过剩、ROE回归、新兴产业冲击等几大中长期压制因素，周期股的盈利增速将进入中期回调阶段，估值中枢下移是一个长期过程，上一轮投资中周期股动辄20倍、30倍的估值水平无法维系。未来传统周期股的投资机会主要来自两方面，一是以西方成熟市场估值为代表的

股息率，二是悲观预期集中释放的修复型机会，类似于2012年底的情况。而目前周期股的业绩并未充分反映经济模式切换的预期，只有当周期股的报表充分反映出转型所带来的冲击后，周期股才有中期机会。

## 周期股反弹难维系

**中国证券报：**后市周期股行情会如何演绎？市场是否会出现周期板块轮动现象？周期股轮动出现的条件是什么？

**周旭：**市场目前并不具备周期板块轮动走强的基础，周期股轮动一方面是基本面出现明显见底迹象，供求出现明显边际改善，这需要周期性品种在环保约束、资金成本约束等多重制约下，产能出现明显收缩，或者在转型潮流下，行业产能向新兴产业、海外实现成功转移；另一方面是流动性环境的支持，利率市场化大趋势下，近几年以来，市场的流动性向银行理财产品、一二线城市房地产聚集，A股的吸引力不足以吸引大量资金入市。鉴于周期性品种要启动需要大量流动性支撑，因此，周期股轮动需要相对宽松的流动性环境：首先，货币政策总体要维持相对宽松格局，其次，银行理财产品以及房地产行业的资金吸引力下降，A股相对吸引力提升，亦或是养老金入市提振A股市场。

**孙立平：**周期板块轮动的条件是市场整体环境转好，也就是说经济基本面持续增强使市场出现持续上升行情，我们认为市场目前并不具备这样的环境。从已经公布的1月经济数据看，官方和汇丰PMI均出现较大幅度下滑。虽然出口数据有一定提高，但不会改变经济整体走向。由于2月份有春节因素，客观上我们认为经济还有继续下滑的可能，但不会出现大幅度波动。因此，A股市场在现有基本面条件下，出现更大幅度行情的可能性不大，目前周期板块行情的可持续性并不高，更难以出现周期性板块轮动的情况。我们认为金融等板块可能继续保持相对强势，在创业板回调阶段对大盘人气和方向进行支撑。市场在完成震荡整理后，权重股仍将保持小幅震荡攀升的状态。

**魏颖捷：**后期周期股将继续维持震荡平衡状态，悲观预期已经释放但中期估值修复和预期反转的节点尚未到来，仍将处于上有预期压制、下有估值支撑的“夹板”状态。周期股出现一轮中期行情的条件至少是落后产能淘汰取得明显成效、国企体制改革进入深化阶段，但从目前煤炭等要素供需情况看，这种催化剂并不明显。从报表上看，如果周期型行业的季度业绩环比两个季度改善，是一个值得关注的技术信号，目前市场仍在等待上述信号的明确。



华泰证券研究所投资策略分析师  
孙立平

平安信托高级产品经理  
魏颖捷

主持人：本报记者 徐伟平

## 关注转型周期品种

**中国证券报：**银行股和汽车股已相继爆发，后市还有哪些周期品种值得重点关注和布局？

**周旭：**后续周期股反弹也将呈现明显的结构性特征，我们认为基本面未见底的诸如煤炭、有色仍不具备较大的反弹空间，只是有色中的诸如稀土永磁等新兴材料有望迎来结构性反弹行情。此外，年报业绩依然有望较佳的中小银行、一季度大概率业绩超预期的水泥板块，部分涉及自贸区、市政建设等的房地产股，仍有可能获得一定的估值修复空间。

**孙立平：**我们建议从两条思路来把握周期股反弹机会。第一，把握年报公布阶段的投资机会。整体市场的上升空间有限，个股普涨的阶段不会很长。但是，对于业绩能够持续高速增长的公司，市场给予的溢价相对较高，周期板块中的此类品种通常也是不错的投资标的。第二，紧跟改革政策走向。在“两会”之前，很多政策会逐步推出，市场涌现出的新热点，尤其涉及到热点题材的周期股

值得关注，投资者对于这类热点要敢于出击。

**魏颖捷：**近期银行股异动多少是受“涉足互联网金融”的绯闻带动，汽车股的反弹则是借了特斯拉的热炒，这种由消息面带动的上涨往往缺乏持续性。从中期投资来看，后期值得关注的周期品种仍是与实质转型相关的品种，涉及的行业主要有水电、稀有金属、数字家电、军工、医药消费。其中，水电是受益于清洁能源推广和节能环保的政策导向，盈利稳定且现金流充裕；稀有金属中如锂、锗等都是新材料、新一代储能技术的核心原材料，与大宗商品关联度有限，处于高景气周期；数字家电则是顺应智能家居的趋势，由传统白电起步逐步拓展到娱乐、健康消费的白电类公司值得留意；军工则是受益于当前强军强国背景，由于军工大多拥有中航、兵器工业等集团背景，每年都有不错的事件驱动型机会；医药消费是A股传统的白马行业，由于医改限价等因素的影响，2013年表现一般，目前一些具有独家品种和首仿药品的公司已经具有估值优势，延续慢牛的机会较大。

## 行业透视

### 关注两条投资主线

**□大摩华鑫基金公司 王建立**

2014年上半年，我们认为经济增长持续放缓和无风险利率中枢上移的趋势不会改变，这也给企业盈利能力带来较大冲击。在经营成本逐渐攀升的条件下，企业将缺乏投资意愿，需求端的弱势或将持续，过剩产能去化情况将给传统产业带来较大影响。由于此前4万亿投资带来的阵痛犹存，社会对CPI波动较为敏感，预计政府依靠大规模投放货币来拉动经济的可能性较小，货币政策将长期维持稳中偏紧的态势。

地方债务问题。对地方政府的观点，目前市场上分化较为严重，一种观点认为中央政府负债率较低且对地方政府有债务救助责任，因此地方债务状况并不严重，仍处于正常区间；另一种观点则认为地方债务增信主要依托于土地，集中度高，且政府投资方式较为粗放，投资回报率较低，投资收益无法覆盖融资成本。

我们认为，地方债务问题总体可控，但风险在逐渐提升。由于政府投资的不经济性，导致资金投向结构存在一些问题，例如在公用事业、石化、煤炭、钢铁、有色等国有资产占比较高的传统行业，普遍地出现了资产负债率的提升，而在国有资产比重较低的行业，加杠杆并不明显。而传统行业由于产能过剩情况已经较为严重，因此投资回报率极低。新兴产业供给不足，却无法获得投资支持。因此，地方债务问题已不仅仅是研究政府兑付风险的问题，而更多是一种经济发展模式的问题，好在政府已意识到这一现状，因此在十八届三

中全会中提出大力推动市场化改革，提高存量资金的利用效率，这不仅有利于经济的长远发展，也在一定程度上有助于地方债务的消化。

房地产对股市的影响。房价经历多年的上涨后，部分地区已经出现泡沫。由于房价与货币的关联度较高，因此对房价走势的判断取决于对未来货币政策的判断。此前我们已经提到，由于产业结构调整的需求较为迫切，以及对通胀水平的顾忌，货币政策预计将维持稳中偏紧态势。在缺乏货币支持的情况下，房地产市场的上升空间有限，投资者依靠房地产投资获取较高收益的难度在加大。假如房地产市场的投资吸引力下降，那么对股市而言，可能能够吸收一部分资金从房地产市场转移出来，对股市资金面将有一定程度的利好。

目前，宏观经济处于转型调整期，在利率市场化前期阶段，利率的上升趋势明显，改革政策相对密集。在这种情况下，市场缺乏整体性牛市的基础，预计仍将是结构性行情为主。

在这种情况下，我们的投资将主要关注两条主线：一是新兴产业的投资机会。我国经济结构化的进程仍在继续，新兴产业的发展实力是未来国家竞争力的重要组成部分，符合社会、经济发展的趋势，因此是国家大力支持的方向。而新兴产业对科技、人才、资本等方面的要求较高，上市公司借助资本市场的融资渠道，具备资金和管理优势，发展前景广阔。二是市场化改革带来的投资机会，包括国资国企改革、土地流转、竞争性行业的去垄断化等改革措施，会带来一系列的改革红利。

## 中证之声

### 低空开放脚步渐近 今年或迎通航“最好时代”

**□本报记者 汪珺**



新华社图片

《低空空域管理使用规定》将对低空空域如何划设、如何使用、如何管理等作出具体规定，明确全国低空空域划分为管制、监视和报告空域，实施分类管理，未来全国的监视和报告空域比例有望大幅提升，由过去呈孤立分布状态变为“局部连成一片”的态势；在监视或报告空域范围内，通航飞机可实现“点对点”报备飞行，无需申请批复。

可以预见，国内许多目前是管制空域的地区将变为监视空域或报告空域，使得过去零星分布的监视和报告空域能够“连通”，通航飞机可以实现跨区域连续飞行。这也意味着，“到2015年实现全国范围内低空空域全面开放”从空域角度将基本实现，接下来要进行的是基础设施的配套建设，如建设通航机场，绘制航图，安装监视、通信、导航系统（包括地面设备和机载设备）等。待这些配套基建完成后，通航飞机就可以在连成片的监视

或报告空域内基本实现全国范围内的报备飞行。

## 开启通航“最好时代”

2011年被誉为中国的“通用航空元年”，从国家“十二五”规划纲要至各地通航规划，均释放出发展通用航空的强烈政策信号。2012年年底，通航政策开始密集出台，如《通用航空发展管理资金专项管理办法》、修订后的《引进通用航空器管理暂行办法》等，但这些政策被业内人士认为“隔靴搔痒”，尚未触及制约通航产业发展的核心问题——空域。

2013年11月，《通用航空飞行任务审批与管理规定》的出炉被认为是通航产业真正注入了一剂强心针，意味着军方在空域以及通航审批权限等方面“放权”的破冰，为后续实质性通航政策的出台打开想象空间。因此，在“到2015年实现全国范围内低空空域全面开放”的政策时点要求下，包括低空空域管理使用规定、

低空空域划分办法、通用航空机场建设相关标准等在内的更加细化、更具操作性的政策、法规等都有望在2014年集中发布。

政策“锅盖”掀开，预计将首先引发基础设施如机场、空管等建设热潮。在此过程中，机场地面设施以及空管监视、导航、通信设备提供商将最先受益，如机场地面设备及配套龙头威海广泰、空管自动化系统产品领域的川大智胜、ADS-B系统建设能力位居国内前三的四川九洲（主要是其收购的九洲空管）、民用雷达整机及配套产品研发生产商四创电子、国睿科技等。

随着配套设施的不断完善，通航制造、运营、培训等环节将随后受益，包括通用航空器制造类公司，如哈飞股份（中航工业唯一直升机制造平台）、伊立浦（直升机、无人机制造）等；通用航空运营公司如中信海直（海上直升机运营）；通用航空维修、培训公司等，如海特高新（通航飞机维修、培训）。

## 券商点金指

### 央行流动性调控底线



□许维鸿

金融业对宏观经济的研究有两个主要目的或者说两条主线。一是试图预测经济周期的拐点以及突发经济危机的可能性，以博取资产价格逻辑突变所带来的“暴富”机会；二是在经济的正常周期变化中预测资本市场的资金面和投资者情绪，以博取资产价格周期与宏观经济周期之间关系的“差价”机会。这两项工作范畴，对于2014年中国经济和资产价格的预测都具有重要意义。

首先，经过多年对经济增长底线的强行要求，中国经济已积累大量不良资产，经济硬着陆的风险巨大。对于全球投资者而言，2014年世界经济最大的系统性风险，就是中国经济的突然失速带来的恐慌，大宗商品价格正是这种担心的体现。如何通过分析中国宏观经济体内的系统性风险，避免黑天鹅事件对资本市场的冲击，是中国货币管理者肩负的基础调控底线。

从十年以上的长周期角度看，由于经济体内的牌照资源和资金资源持续倾向国有部门，实业投资效率越来越低，使得“国进民退”的经济结构缺乏持续发展的内生因素——这就像经济得了“慢性病”，危害巨大。因此，新一届政府迫切需要解决的就是在国民财富的分配中，尽快解决消费动力不足的问题。

从三到五年的中周期角度看，由于2008年次贷危机后政府推出了“四万亿”投资计划，各个地方政府对债务规模的无节制扩张，使得周期行业的产能过剩具有明显的政府主导特点。始自2011年下半年的“去库存”过程，伴随的是周期股票的整体下跌和资源类资产行情的一路下行。过去一年多，国内各大卖方研究机构普遍期待2013年有一个制造业“补库存”的拐点出现，以昭示中国A股指数的拐点。可惜，除了2013年三季度初PMI库存指数略有反弹，整体上并没有出现生产企业补库存，由此造成煤炭和金属行业股票的直线下跌不回头。

从一到两年的短周期角度看，中国央行的货币政策并没有完成2013年全年M2增速13%的目标，实际13.8%的广义货币增速不但没有带动实业投资复苏，反倒让房地产价格继续高涨。当然，所谓“稳健”的货币政策口径实际上是从紧的——全方位的市场利率持续提高，让债券投资者在2013年几乎颗粒无收，几次收益率曲线倒挂让杠杆放大的固定收益基金经理损失累累。毕竟从经济本身考虑，高的货币市场利率可以挤出结构性的低效率产能和投资欲望，但是为了维持经济运行的相对平稳，央行在2014年也许会延续2013年的纠结。

总之，2014年的中国经济真可谓“屋漏偏逢连夜雨”，多个经济周期的叠加要求央行不得不坚守持续从紧的政策取向，试图化解地方政府债务风险和国有企业转制增效，使得中国成为国际主要经济体中唯一一个“正利率”货币政策的国家。中国的资产价格周期也再次跟国际市场发生偏离，2014年初欧美股市连创新高，而中国这边则是“股债双杀”。值得讨论的是这种货币市场利率倒挂的时间还会持续多久？不同债券标的的收益率上升是否有拐点错位？

我认为，从中国经济的整体利益出发，开发性金融的融资利率高企是最不能持续的，国开行债券收益率的率先下行也许最值得期待；其次是地方政府的融资成本回归可持续的空间，以给接近20万地方政府“借新还旧”的空间；最值得投资者担忧的应该是以信托为代表的影子银行融资利率高企，工行和中诚信托的30亿煤炭信托“刚性兑付”风波，已经给市场敲响警钟，中国金融信用史上第一笔债券衍生产品实际违约很有可能发生在2014年。

回到中国宏观经济的整体政策，对信用理财产品刚性兑付一定程度的容忍，使得央行的流动性调控底线成为改革开放以来最宽松的。因此，股票市场的整体流动性环境，恐怕比2013年还要严峻，唯一可以宽慰的是周期股深度下跌已经隐含了这种负面预期。自上而下的系统性机会，除了传统的新兴产业和医疗产业，高铁的投资扩张和新丝绸之路经济带主题也许是少有值得期待的领域。