

财经圆桌

券商点金指

是否降准需观望 二季度投资勿冒进

本周蓝筹股出现阴跌，沪港通给市场带来的刺激正在减弱。国务院决定对部分县域农村商业银行和合作银行进行定向降准，这是货币宽松的信号？市场基本面在二季度会有怎样的变化？本周财经圆桌邀请招商证券研发中心策略研究主管陈文招、广发证券宏观首席分析师黄鑫冬和世纪证券研究所资深分析师冯乐宁三位嘉宾，共同展开讨论。

是否降准仍需观望

中国证券报：本周国务院决定对农业进行定向金融扶持措施（定向降准）。如何看待后续资金面和宏观政策？

冯乐宁：从一季度经济数据反映出来的情况看，经济“三驾马车”走低在预期内，工业微观层面依然缺乏需求，特别是投资数据中，房地产的拖累因素令人忧虑。短期而言，我们认为并无降准的急迫性，但从长远来看，我们并不排除年内降准的可能。是否降准仍是管理层稳定经济的储备工具之一，尤其需要结合投资和出口等方面的表现进行综合考察。

总体而言，公开市场操作及组合工具的运用（如正回购、SLO、SLF等），仍是央行进行微调流动性的首要选择，而降准的开启仍会较为慎重，因为这会给市场带来更为宽松的信号，且不利于实体经济去产能化，不利于银行去杠杆，也不利于很多行业的资产重组或优化，如矿产、房地产等领域。

此外，降准窗口开启的时点，条件也是较为严格的，不仅要综合考虑多种经济因素，更需要观察市场利率水平是否持续高企。

黄鑫冬：我们认为短期内降准的必要性并不明确。从去年7月以来，银行间存量资金始终处于较为平稳的状态。2季度，只要外汇流入不出现明显逆转，并未不出现存量资金短缺局面。总体看，2季度经济运行基本平稳，政策处于观察期。资金供求关系处于平衡状态，资金需求主要为7000-8000亿的财政存款上缴，公开市场操作到期量即可满足该需求，此时还未考虑外汇流入的影响，因此银行间资金面将维持相对平稳。

中国证券报：二季度外汇占款情况如何？会给A股市场带来什么影响？

黄鑫冬：我们认为2014年外汇流入并不悲观。2月至3月，人民币进入快速贬值阶段，而2月份银行代客结售汇顺差达2805亿元。通过银行间资金投放和回笼轧差测算，3月份外汇流入规模仍然在2000-3000亿之间，因此人民币贬值并没有导致外汇流入转向。我们认为热钱很大程度上由境内企业跨境、跨币种资产负债配置导致，因此能够导致外汇流入发生逆转的主要有两个因素。其一是境内外、本外币融资成本差异明显收窄，其二是主管机构强力压缩外币和外币负债。

展望全年，境内外融资资本差异仍将维持，同时还有两股力量会驱动更多的外汇流入。首先资本管制存在逐步放松倾向，跨境担保管理办法修订、沪港通均是可靠的信号。其次，上海自贸区建设将在一定程度上盘活人民币外流和回流的循环圈。因此我们仍然认为2014年外汇流入规模应该维持与2013年相当的规模，大致为2.5万亿元至3万亿元。

短期刺激不可持续

中国证券报：由于稳增长预期和沪港通政策刺激，近期大盘出现一定反弹，但随后又开始阴跌。市场心态和逻辑有何变化？二季度应该采取怎样的投资逻辑？

陈文招：我们总结过去几次稳增长对市场的作用，发现市场对稳增长的反应越来越小，毕竟稳增长的措施越来越弱了。至于沪港通政策对市场的刺激也属于短期效应，不具有可持续性。

中国证券报：过去1年多成长股的大幅上涨是否已宣告结束？沪港通后，科技股会有怎样的机会？

陈文招：科技进步、新兴产业的崛起是大势所趋，但科技股和创业板现在的主要问题是估值太高，这一风险值得关注。沪港通后，香港市场的科技股会有

贵、业绩增长确定性高的行业，如电力设备、医药和食品饮料的一线龙头股票。

沪港通对大盘蓝筹股的影响是短暂的，原因是内地的利率水平明显高于香港，这意味着A股相对于H股有一定的折价是正常的，AH折价不可能完全消除。另外，大盘股多数位于周期性行业中，中期能否出现行情主要取决于经济基本面，而现在经济基本面尚未看到明显上行的可能。

冯乐宁：沪港通模式下，两地资金有望逐步打通，而预期的先行试点阶段，两地各自的投资规模非常有限，这也是两地投资者互相熟悉交易制度和规则、互相了解市场和数据的一个阶段，因而需要有这样的一个过渡阶段。我们认为在沪港通后，两地的市场估值可能很难达到完全被“拉齐”的状态。不过初期的试点阶段，由于规模和跟风效应，在某些两地同股的品种，会出现一些被“拉齐”估值的动作，但仍会有偏差存在，利用沪港通做套利，仍需要时间观察。

两地存在的各种差异，不会令市场表现为简单的趋同，今后适度的折溢价现象仍会存在。预期两地估值会在“趋近—偏离—趋近”中不断反复调整，而这一过程完全是依靠市场行为和交易习惯的磨合来达成。可以肯定的是，沪港通有利于提升A股市场蓝筹股的市场地位，对科技股高估值泡沫也有一定的挤压效果。

中国证券报：过去1年多成长股的大幅上涨是否已宣告结束？沪港通后，科技股会有怎样的机会？

陈文招：科技进步、新兴产业的崛起是大势所趋，但科技股和创业板现在的主要问题是估值太高，这一风险值得关注。沪港通后，香港市场的科技股会有

更大的版图，如“京津冀发展规划”、“丝绸之路经济规划带”、“上海自贸区规划”、“晋陕豫金三角发展规划”等。从今年一季度的投资数据来看，虽然固定资产投资增速进一步放缓，但其中的基建投资数据已经出现改善的拐点，表明政府稳增长的推动正在逐步见效。随着后期稳增长措施的逐步落实，其对经济拉动的显著性将会提升，有利于我国二季度经济及后期市场的稳定。

冯乐宁：“稳增长”措施对冲我国经济放缓，稳定二季度市场将起到一定的作用，如中央积极部署和加大对“棚户区改造”和中西部铁路建设对推动基建将起到效果；而中央逐步推动的区域经济发展规划，也令稳增长



广发证券宏观首席分析师 黄鑫冬

世纪证券研究所资深分析师 冯乐宁

主持人：本报记者 梅俊彦

一部分受到国内投资者的青睐，A股科技股会受到一定程度的负面影响。

基本面+政策红利

中国证券报：近期，京津冀一体化和国资改革成为最火热的投资主题，京津冀对中国经济会有什么影响？投资者应该如何抓住机会？国资改革会不会走出堪比去年自贸区的行情？

陈文招：京津冀一体化和国资改革都属于政策带来的投资主题，主题投资往往具有短暂、快速的特征，而政策效用或改革效果往往需要较长时间才能体现出来。国企改革属于存量改革，自贸区属于增量性质的改革，通常存量改革会难于、慢于增量改革。建议投资者认真分析上市公司基本面，以基本面为主要投资依据；若基本面不错，再加上政策因素的推动，这种投资是最好的。

个打破壁垒的行业，很多要引入有实力的民营资本，这需要时间。目前广东、江苏、浙江很多地方都提出了各自的国企改革方案，覆盖面比较大，需要投资者深挖和了解来抓住机遇。

陈文招：京津冀一体化和国资改革都属于政策带来的投资主题，主题投资往往具有短暂、快速的特征，而政策效用或改革效果往往需要较长时间才能体现出来。国企改革属于存量改革，自贸区属于增量性质的改革，通常存量改革会难于、慢于增量改革。建议投资者认真分析上市公司基本面，以基本面为主要投资依据；若基本面不错，再加上政策因素的推动，这种投资是最好的。

国企改革也好，京津冀一体化也好，都是一个长效机制，阶段性操作之后，相信如果有战略投资者愿意介入，会遵循比较合理和市场认可的投资方式。在国企改革的过程中，大家看到一个

指数自然回落规律

□大摩华鑫基金公司

几乎所有指数的编制规则中都有这样一条：“凡有成分股除息（分红派息），指数不予修正，任其自然回落。”举例来说，假如A银行是某指数的成分股，权重为5%，现价为10元。今天A银行要大比例分红，每股分1元，分红完成后，股票价格为9元，投资者另收到1元的税前红利。对于投资者来说，相当于从左口袋到右口袋，没有任何损失。但该指数却会因为这次分红而下跌。参照指数编制规则，A银行的股价从10元降为9元，跌幅为10%，乘以5%的权重，若假设其他成分股价格不变，指数的跌幅为0.5%。通过以上的例子我们发现，指数会随着成分股现金分红的行为而自然回落，现金分红比例越高，指数回落的幅度也越大。

指数会自然回落的事实或许将颠覆我们的许多观点：

其一，面对即将到来的分红季（一般集中在每年的6月、7月），上证综指和沪深300指数将承担较大的回落压力。有券商分析师预测，今年沪深300指数成分股现金红利发放率在25%-29%之间。而上证综指的分红率则可能更高。根据Wind统计，去年上交所所有上市公司分红金额为5949亿元，约相当于年底16万亿总市值的3.7%。如果今年上交所的蓝筹股仍维持这么高的现金分红比例，那么全年分红造成的指数跌幅将超过80个百分点，其中分红季的影响应当在50个百分点以上。正因如此，我们也不难理解为什么当前股指期货大幅贴水了。目前，指期6月份合约较现货贴水幅度超过50个指数点或2.4%，9月份合约贴水超过65个指数点或3%，基本上与预期的现金分红率一致。

其二，随着分红率的提高，指数向下回落的幅度是逐年升高的，明白这样一个事实，我们也不

中证之声

楼市分化加剧 房企销售压力倍增

□本报记者 于萍



利地产1-3月实现签约面积217.71万平方米，同比减少23.66%；实现签约金额280.71亿元，同比减少8.73%。

对于房企而言，销售额是未来业绩释放的基础。当达到结算条件时，将计入房企净利润，体现为房企的盈利能力。正是如此，销售额增速放缓，将对未来房企业绩释放的能力产生直接影响。

销售压力加大

在信贷环境仍未得到改善的情况下，由于销售下滑、库存高企，房企未来的销售压力正在不断加码。

统计局数据显示，3月末商品房待售面积为52163万平米，比2月末增加了766万平米。其中，住宅待售面积增加492万平米，全国楼市整体库存出现增长。3月份，一线城市新建商品住宅销售面积比10.5%，相比2月份9.3%的数值出现较大增长。事实上，自2013年3月份以来，存

销比就步入了缓慢攀升的通道。仅从北京市场来看，目前住宅库存重新回到6万套以上，已经达到2013年9月以来的库存高点。库存的不断攀升，是楼市“降温”的真实写照。据伟业我爱我家市场研究院统计，2014年4月上半月，北京市住宅成交总量为5271套，比3月下旬下跌了41.3%，比3月上半月下跌了27.3%。4月上半月北京市新房、二手房成交量均出现较大幅度调整。

除节假日因素外，在一季度市场成交低迷影响下，楼市观望情绪正进一步加剧，部分原计划入市的需求采取继续观望态度，加上信贷政策依旧偏紧、贷款审核更趋严格、利率优惠取消等因素的制约，改善人群和刚需人群购买力有所下降，市场对楼市的看涨预期已悄然变化。

从供给端来看，由于金融体制深化的重点

导致将有很大一部分去年拿地的项目在未来陆续进入供应。仅从北京来看，合计有近40个项目将在4月入市，其中大部分为中低端商品房住宅项目。4月北京楼市供应集中释放，这一供应规模也有望创下2013年来的新高。在市场成交渐趋低迷的情况下，供给量持续上升将给房企销售带来更多压力。目前有不少房企已经采取降价跑量的方式加快周转，这也将进一步改变楼市的整体预期。

总体来看，由于楼市分化加剧，三四线城市的“降温”幅度更为明显。在资金面趋紧的情况下，这些地区的房企出现调整的可能性越来越大。特别是部分库存严重、新增人口放缓的城市，销售难度将更为明显。相比之下，布局在一二线城市的房企所面临的压力仍小得多，万科等大型房企的业绩仍然处于稳定增长的态势，这就使得房企间的分化更为明显。

野蛮扩张”的经济体有赖于信贷、货币宽松以及资金价格的持续上涨，如果这些基础发生逆转，就会出现资金链断裂，雷曼事件引发的次贷危机就是前车之鉴。好在管理层已经意识到金融风险防范的迫切性，2013年末明确地方官员举债考核措施，约束地方投资不计成本的冲动，银监会加强影子银行监管，央行调整银行信贷资产结构，回购利率下降增加资金供给，使得社会融资成本下行。2014年是城投债、信托、理财产品的兑付高峰期，局部信用风险随着起日债、中诚矿产信托等事件的暴露而显现，阵痛期的结构性难题见底。

笔者认为，改革不能再回到单方面依靠“打鸡血”政策刺激的老路上，不能寄希望于土地财政模式的既得利益者“壮士断腕”。过往经验显示，所谓改革也只会沦落为再度依赖房地产“新盖中盖”，内生性改革阻力重重。

反思我国经济失衡的根源在于资源配置的扭曲，市场无形的手并没有在生产要素和资本之间发挥决定性配合作用，要恢复市场的主导地位，眼下资本项目开放已成为当前金融体制深化改革的重点。

欧元之父蒙代尔认为，本国货币政策的独立性、汇率的稳定性、资本的完全流动性不能同时实现，最多只能同时满足两个目标。独立的货币政策是毋庸置疑的选择，当前存款利率放开、上海自贸区、B股转板、沪港通、加大汇率浮动等政策落地，无不体现了完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化”的顶层设计。在利率和汇率都可以自由浮动的情况下，央行通过资本流动影响汇率水平，利率和汇率的相互作用可以起到促进稳定和放大作用，达到资本自由流动，减少行政约束，优化对外资产负债表结构，改善资源配置效率，化解产能过剩、增加风险管理，减少野蛮扩张，实现金融哺育实业，促进经济良性增长。

随着资本项目谨慎、有序的逐步放开，对于金融市场而言，将增加投资渠道，流动性的冲击会加剧市场竞争，对投资者的专业性和抵抗风险的能力也要求更高了。