

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城农村商业银行和合作银行进行定向降准,这是否是货币宽松的信号? 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紧迫性,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(如正逆回购、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,因为它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,然而2月份银行代客结售汇顺差达2805亿美元。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,境内外融资成本差异仍将维持,同时还有两股力量会驱动更多的外汇流入。首先量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?2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。经济基本面和流动性是影响市场的基本因素,站在当前时点,我们认为2季度应该保持谨慎,不可冒进,我们建议关注估值不



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
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何影响?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?
冯乐宁:“稳增长”措施为对冲我国经济放缓,稳定二季度市场将起到一定的作用,如中央积极部署和加快对“棚户区改造”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

展开更大的版图,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。

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

调结构 不能依赖“打鸡血”



中银国际证券 黄海勇

一季度宏观经济数据公布后市场多空分歧加大,多头逻辑是在底线思维下,片面地把利空当利好,再次博弈政府出台刺激措施“打鸡血”。降准准、加杠杆、增加“核高基”投资等中国版QE,以“保就业”、“稳增长”。

笔者不否认“稳增长”的重要性,但目前经济并没有失速,只是在“求质不求量”的调结构过程中,社会融资规模5.6万亿元和新增贷款3.01万亿元均创历史次高水平,也显示货币相当宽松,借鉴过往降息、降准经验,除非满足4个条件:利率大幅上行、资金持续外逃、CPI负增长、PMI持续低于荣枯线,否则全面降息、降准难有实施依据。

改革开放以来,我国凭借独有的人口红利、独特的征地制度,在刚性兑付的背景下叠加货币乘数效应,通过房地产“巨能盖”为代表的“铁公基”投资,实现高速增长的神话。繁华过后,公路建设遇到“下台阶”,铁路建设遭遇“天花板”,突显的是巨大的产能过剩。在“保就业”的底限思维下,化解产能只好着眼于刚性兑付加杠杆的房地产“盖中盖”、本币外升内贬、房价螺旋式上升,货币超发刺激消费驱赶GDP增长,但居民收入水平远赶不上房价上涨,劳动者剩余价值逐步被房价吞噬的“物贫资富”模式催生经济泡沫。

面对庞大的整体经济规模,随着收入水平和投资缺口的收敛,当外汇占款供给水平下降,导致有限资金更愿意配置绝对收益更高的资产。由于刚性兑付使得债务扩张缺乏硬性约束,土地财政支撑的房地产高回报引发强劲融资需求又提高风险偏好,野蛮扩张背后的供需矛盾推高市场利率。经济下行只会增加“惜新还旧”的信用风险。

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,需靠事件引发的“次债危机”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,局部信用风险随着超日债、中诚矿产信托等事件的暴露而显现,阵痛期的结构转型难言见底。

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往利益者“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匹配作用,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“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,增加风险防范,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波动性,对投资者的专业性和抵御风险的能力也要求更高了。

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,那么全年因分红造成的指数跌幅将超过80个点,其中分红季的影响应当在50个指数点以上。正因如此,我们也不难理解为什么当前股指期货大幅贴水。目前,期指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

能过分苛责上证综指近10年都不动。2011-2013年的3年里,上交所所有上市公司的分红率分别为2.4%、3.5%、3.7%(注:均以年度累计分红金额除以年底总市值计算,数据源于Wind),而在过去10年里,累计分红率高达23.5%。如果按复利计算,10年里现金分红对上证综指的影响超过26%。考虑到管理层对分红的鼓励,上市公司的分红意向增强,现金分红的比例还会逐渐升高,指数所承受的回落压力还会加大。因此,在综合比较各类投资回报率时,如果仅以上证综合指数的涨跌幅作为股票投资回报率的替代,实际上是有所低估。更客观的比较,应该加上每年的现金分红比率。

其三,既然指数会自然回落,那么投资组合跑赢指数就不能叫本事。以沪深300指数为例,如果完全按照成分股的种类和权重构建投资组合,一年下来,至少应该比指数多赚一个现金分红。2013年市场上主流的沪深300ETF较沪深300指数的超额收益大概是2%-3%左右,基本上与沪深300指数的分红率等同。其他以沪深300指数为比较基准的投资组合,在宣传业绩时也请考虑指数分红的情况。有人也许会问,指数这样的编制规则是不是有问题?会自然回落的指数,能真实反映股市的投资需求吗?一个官派十足的答复是,国际金融市场的指数都是这么编制的。而掰开来看仔细琢磨,指数,特别是蓝筹类的指数,其实更多地反映了对应股票的资本价值,蓝筹股指数的变动也主要因股市的资本利得的变化而变动。以债券来说明,如果债券的票面利息与市场需求收益一直相等,债券的价格是不会变动的,只有当票面利率相对于市场利率更高,它的价格才会被升。同理,只有当这些股指的分红率超过市场需求的同时,风险条件下投资回报时,股票价格才会被看好,对应的指数才会上涨。

□中证之声

楼市分化加剧 房企销售压力倍增

□本报记者 于萍

去年房企销售和业绩双双增长,而这种势头正随着楼市“降温”有所改变。由于销售下滑、库存高企,楼市分化正在不断加剧,不少房企一季度销售出现明显下滑。同时,由于结算收入增幅放缓,房企一季度业绩释放的动能也有所减弱。当前,楼市预期正在悄然变化,房企未来的销售压力已经明显增加。

业绩增幅放缓

由于房企销售和结算收入之间存在时间差,因此房企当期销售情况并不完全计入当期业绩。从目前的数据来看,不仅仅是一季度业绩增速下降,由于一季度销售额下滑,也将影响到房企未来的业绩释放能力。

同花顺iFinD数据显示,目前A股上市房企中,已经有53家房企披露了一季报、业绩快报或预告,其中有35家公司业绩出现亏损或同比下降,占比超过六成。已经披露一季报的5家房企净利润均出现不同程度下滑。其中,招商地产一季度实现净利润7.55亿元,同比下降6.82%;大名城实现净利润5716.71万元,同比下降15.52%。从目前来看,多数房企由于结算收入下降或毛利率下滑,导致净利润出现负增长,这也在一定程度上显示出房企业绩增长的疲态。

与业绩相比,一季度房企的销售情况同样不容乐观。数据显示,目前已经有33家房企公布了一季度销售业绩,其中有16家房企的销售额出现下降,多家房企3月份的销售增幅也有所放缓。包括保利、金地、华润、合生创展在内的多家房企一季度销售额出现同比下滑。其中,保



CFP图片

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52163万平方米,比2月末增加了766万平方米。其中,住宅待售面积增加492万平方米,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住宅销售比为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月下半月下跌了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2013年土地市场成交火爆,房企普遍采取快速周转的经营策略,这就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。