

反思当前市场三大流行观点

周金涛：周期性行业反弹已成“剩宴”

□本报记者 费杨生

以金融、有色、地产等板块为主引擎的本轮反弹将投资者推向牛市的美好预期中,市场开始流行这样的观点:业绩改善和主题概念将造就有色、地产、金融等周期盛宴,大象起舞,牛市不再是传说;部分产业去产能较充分,成为驱动此类周期股反弹的主要逻辑;经济周期向上拐点出现。

对此,中信建投证券研究部董事总经理、行政负责人周金涛在接受中国证券报记者专访时提出了不同看法。他认为,当前周期位置类似于2003年下半年至2004年1季度,但基本面远不及这一时段。无论从时间还是空间来看,强周期行业反弹或已过半。大宗商品价格反映除有色供给偏紧外,其他传统行业仍面临供给过剩压力,传统强周期行业的股价反弹与其说是供给端收缩,不如说是需求好转所致。经济周期难回扩张之路,2015年对经济、股市而言仍将是难熬的一年。

他认为,从周期运行的时间推断,四季度第二库存周期见顶之后,可能出现16个月左右的下行期,第三库存周期复苏时间将在2015年底到2016年年中,可能的“牛市”最大概率会到2016年开始。

再思考一:周期盛宴VS“剩宴”

中国证券报:7月以来,有色金属、非银金融、采掘、房地产、钢铁、汽车等强周期板块涨幅靠前,涨势迅猛。不少市场人士认为,在业绩改善和主题概念的共同推动下,这些低股价的周期股将迎来一波盛宴,应该为何未来一段时间的投资主线。对此,你怎么看?

周金涛:我们对中国的经济周期运动有长期的跟踪研究。去年底,我们提出,今年下半年将现本轮短周期的高点。在周期性质上,当前的周期反弹是2012年8月第二库存周期启动以来的周期延续,而不是新复苏的开始。无论是从受产能过剩制约的上游周期品行业,还是从已迎来中期拐点的房地产来看,当下的反弹都不会是一个大级别的反弹,基本面也绝没有迎来一个在供给端充分调整后的新周期起点。反而,四季度会出现本轮库存周期的高点,这是对近期的周期品投资至关重要的性质问题。

短期来看,我们认为早在今年一季度,经济的波段底部就已出现。在政策推动及经济惯性下,周期的向上运动能持续两个季度。在此期间,市场趋势是向好的,传统行业可能出

现业绩改善,会受到市场关注。因此,我们在6月初明确提出在大类配置上,股票>大宗商品>债券>现金;在具体行业上,关注业绩确定性较强的汽车、有色等业绩改善的行业。这些行业的最近市场表现验证了我们搭建的投资时钟对于策略指导的有效性。

在具体反弹幅度方面,我们也做了研究。从历史类似阶段来看,强周期行业反弹或已过半。本轮反弹在周期划分和市场特征上与20 02-2004年有类似地方。比如,库存周期复苏以来,上证指数不断创新低,上升后投资品表现突出,但行业基本面对特征没有太多可比性。2003-2004年确实出现由于需求持续好转而导致的产能紧张,但当前供给过剩,产能过剩特征仍未发生改变。所以,从弹性来看,在本轮库存周期反弹中,虽然当前货币环境好于彼时,但基本面远远不如彼时。自2014年5月以来,周期性行业普遍反弹了15%-20%,如果以2003年底到2004年1季度投资品行业反弹幅度为“天花板”的话,本轮周期品的反弹已过半。

中国证券报:如果按照你上述判断,目前周期品的反弹是“剩宴”而不是盛宴。难道这次又是昙花一现,未来周期品投资仍是漫漫熊途?

周金涛:从周期的性质来看,这确实是一场“剩宴”。按照我们的判断,四季度之后,本轮库存周期将见顶回落,而整个2015年,短周期都处于回落阶段。按照我们的研究,这个下行将叠加房地产周期下行,中国经济将进入3年来的最主要调整阶段。但对周期性行业而言,去产能和行业供需的调整早已成为共识,此时周期性行业短期的波动对投资的意义非常有限。我们需要研究的核心问题是,伴随房地产行业中期顶部的出现,中国房地产产业链上的周期行业都已出现产能利用率的顶部,并已经出现几年的产能调整。在这种情况下,我们应该如何研究产能高点之后的行业趋势与行业股票走势,期间行业趋势与股票走势是不是会出现分离,这是从策略角度研究周期性行业的主要问题。所以,虽然当前短期的周期性行业反弹是“剩宴”,但并不代表在未来产能深化调整期周期性行业没有投资机会。在当前的时点上,至少我们可以想到两个问题,一是产业整合的机会,二是估值修复的机会。

中国证券报:按照你的投资逻辑分析,怎么看本轮股市反弹的时间和高度?

周金涛:结合我们的经济周期分析、行业分析以及历史对照分析,从时间上看,本次短

周期反弹从5月份开始,将持续3-5个月。所以,乐观情形下,本轮股市反弹有可能持续到10月。从高度来看,自2000点开始,上证指数反弹15%-20%是可能的,即2300点-2400点可能是本轮反弹的高点。

再思考二:供给收缩VS需求好转

中国证券报:对于周期类行业的强势反弹,不少市场人士认为,供给收缩推动的价格上涨、业绩改善是最主要的原因。换句话说,这些行业的产能过剩问题得到了一定程度的解决。如何看待本轮周期股反弹的逻辑?

周金涛:供给收缩是部分行业的个案,并非普遍现象。根据我们的研究,本轮周期股反弹更多的是经济周期反弹、需求好转带来行业基本面的好转,供给的故事是个伪命题。

我们结合库存、价格和盈利分析后发现,目前煤炭、钢铁以及与房地产相关的建材、机械制造等领域需求相对不足,供给问题较严重,而受房地产行业影响较小的中游化工、高端设备制造业在需求景气度较高的背景下,产能过剩问题短期无需多虑。

在上游,有色金属行业产出缺口可能会在三季度企稳,在价格企稳回升的状态下已显现主动补库存的迹象,是上游行业中供需缓解最好的板块。需要看到的是,上游行业整体还没有摆脱盈利恶化的局面,即便是有色金属,其盈利也在6月刚刚转正。从一些短期指标来判断,上游行业的产能利用率如果想实质性好转,仍需下游需求不断释放。中上游的非金属制品、金属制品的产出缺口还没有出现好转迹象,目前尚处于将原材料转化为产成品的阶段,还没有进入主动补库存的阶段。化学原料与化学制品行业无论是从产出缺口、价格趋势、库存还是盈利来看,二季度已开始好转。从产出缺口的角度来看,交运设备、通信计算机和仪器仪表器在中游设备制造业中表现突出,这些行业已处于主动补库存阶段。通用设备、专用设备和电气设备也处于将原材料转化为产成品的阶段,能否向主动补库存阶段继续挺进仍要看需求的释放程度。

当然,随着投资和政策的惯性,随着需求继续向好,可能会看到更多行业进入补库存阶段以及产出缺口向上。对于我们对于短周期运行规律的理解,这种稳增长产生的经济复苏会维持到10月。

中国证券报:如果从更长期的角度来看,中国的产能过剩问题是怎样的一幅图景?

周金涛:从更长期的角度来观察,中国的产能过剩问题非常严重。首先,从资产周转率的角度来看,除医药、服装纺织、燃气和水等个别行业外,绝大多数行业的资产周转率在2011年2-3季度开始趋势性下降。这与周期的拐点相一致,也体现了周期向下从本质上来说就是需求不足的本质。其次,从资

产负债率来看,上游去杠杆不理想,助推产能问题恶化。最后,从固定资产投资增速的角度来看,煤炭和黑色等产能过剩行业依然处在对“反危机”时期过度投资的消化期;中下游设备制造业成为2012到2013年以来的投资主流,电气、交运、通信计算机、仪器仪表器在制造业投资整体下行明显的背景下地位开始上升;中下游的消费制造业同样处于较高的增速。

再思考三:拐点向上VS难返扩张

中国证券报:有色金属、房地产等强周期板块的上涨与人们开始按照周期复苏逻辑进行布局的投资思路吻合,反映了经济周期拐点上向的市场观点。你是否认为新一轮周期的起点已经开启?

周金涛:近期经济数据好转,经济向上“拐点”之声不绝于耳,但从我们对经济周期研究来看,当前经济的反弹只是延续第二库存周期的上升趋势,四季度是高点。

从“三期叠加”的经济背景来看,经济面临诸多结构性矛盾,例如,经济增长中枢下移、第三产业崛起,但在稳增长背景下,中枢下移被大大延缓,经济风险得不到充分释放;投资效率下降、高投资率与产能过剩存在矛盾;资产泡沫与工业通缩之间存在矛盾;城镇化边际效率下降、地产“拐点”隐忧与“中速增长”存在矛盾。在这样一个背景下,经济周期难以重回扩张之路。

根据我们的研究,全球经济周期出现温和扩张,2014年四季度到2015年一季度,全球短周期将相继见顶回落。对于中国来说,本轮中周期高点已在2011年达到。2012年以来,中国历期的投资增速回落即中周期回落,经济的波动更多表现为短周期波动。中国当前仍然是第二库存周期的上升期,但已接近尾声。从2012年8月到2014年6月已持续23个月,即便按照26个月的上升期,第二库存周期上升期也就持续到2014年的10月,那么接下来可能要经历18个月左右的第二库存下降期。也就是说,从2014年四季度开始,经济向下波动风险加大。

中国证券报:你的意思是在第三库存周期复苏阶段将迎来新的经济扩张和全局性牛市,这个时间点可能在2016年年中?

周金涛:本轮库存周期最大的特征是什么?前面提到,所谓“三期叠加”是官方表述,即增长速度进入换挡期、结构调整面临阵痛期、前期刺激政策消化期。在这样一个背景下,经济周期难以重回扩张之路。更大的可能是,在本轮反弹之后,经济重回下行之路。第二库存周期进入下降阶段,投资继续下行、房地产结构性衰退导致投资持续向下,经济增长中枢下降至6%附近,然后企稳。在这样一下行过程中,上一轮库存周期未能充分释放的经济风险在本次下行阶段得以充分释放,去产能相对比较充分。那么,第三库存周期复苏乃至扩张过程将迎来新的经济繁荣和全局性牛市,而在此之前,仍需要经历难熬的下行阶段。

从周期运行的时间推断,四季度第二库存周期见顶之后,可能会出现16个月左右的下行期。那么,第三库存周期复苏时间将在2015年底到2016年年中,可能的“牛市”最大概率会到2016年开始。

楼市或迎结构性“双松”

(上接A01版)福建省住房和城乡建设厅近日下发《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》强调,家庭购买改善性普通商品住房按首套房认定。购房人偿清购房贷款后,再次申请贷款购房,按首贷认定,即“认房不认贷”。金融机构在贷款首付比例和利率方面按照政策规定的低限执行。各商业银行要增加住房开发贷款供应,优先保障普通商品住房开发项目合理资金需求。

知情人士指出,为避免投机投资需求趁机入市,目前调整可能严格遵循“差别化”原则,即暂时不会对二套房及多套房贷款做出重大调整,但不排除未来在适当时候扩大调整范围。

四季度部分城市楼市或回暖

分析人士指出,与松绑限购相比,信贷政策对成交量的刺激作用更明显。如果类似的措施能够大范围使用,未来的市场交易量将明显提升。

事实上,在一系列松绑调控措施的刺激下,从7月以来,房地产市场出现回暖迹象。中原地产数据显示,7月全国40个重点城市的新建住宅合计成交1690万平方米,虽然同比降幅仍达到13%,但环比上升7%。

同策咨询研究部总监张宏伟认为,从大中城市短期市场表现来看,尽管短期内大多数城市产销比高企,部分城市出现大幅降价的现象,但这样的现象不会持续太久,预计到四季度,由于6月底M2同比增速回升至14.7%,银行信贷环境会定向宽松,银行信贷对于首套自住需求的支持会逐步得到体现,房贷利率将从“点式”优惠到实质性下降,信贷紧缩的局面将在四季度逐步得到改善。预计四季度供求关系较合理或供不应求的城市房价将首先步入平稳上涨的通道,比如合肥、南京、南昌、苏州等。

总体来看,信贷环境、政策面与市场面变化将促使今年四季度楼市基本面逐渐好转。

非居民用存量气价
每立方米上调0.4元

发改委12日通知,决定自9月1日起将非居民用存量天然气门站价格每立方米提高0.4元,居民用气门站价格不作调整。其中,化肥用气调价措施暂缓出台,待化肥市场形势出现积极变化时再择机出台。

此次价格调整后,政府对受到调价影响的出租车等行业进行补贴,对于供热和发电企业,将通过理顺供热和发电价格,由地方政府给予适当补贴。对于个别确有困难的企业,将给予适当气价优惠等。

受下游需求影响,目前化肥行业成本压力较大。此次暂缓调整出台化肥行业的天然气调价措施,目的是给化肥企业一个缓冲周期。

2013年7月10日,发改委将2011年开始试点的“市场净回值”的定价机制向全国铺开,将非居民用气分为增量气与存量气区别对待,从而大大缓解了我国进口天然气的亏损压力,对下游用户的影响也控制在有限范围内。按照规划,到“十二五”末,天然气门站价有望存量、增量双轨合一,天然气价格基本调整到合理水平。

发改委宏观经济研究院价格所研究员姜润宇认为,如果没有去年7月的天然气价格调整,今年中俄的天然气进口谈判很难存在议价的基础。天然气价格改革的目标是市场化,最终目的是通过合理的价格杠杆,充分利用国内、国际两个市场资源,最终达到保障天然气价格市场供应的目的。(王颖春) (相关报道见A10、A13版,更多内容见中证网专题http://www.cs.com.cn/xwzx/xwzt/201408trq/)

上周A股新开账户
环比增0.04%

中国证券登记结算有限责任公司12日公布,上周沪深两市新增A股开户户数131443户,环比增加0.04%。上周参与交易的A股账户户数1335.53万户,环比减少4.72%。(李超)

辜胜阻:农民工市民化
成本应三方共同分担

全国人大财经委副主任委员、民建中央副主席辜胜阻12日在中国政府网举办的在线访谈中表示,对于农民工高度集中的地区,仅靠地方政府财力很难完成农民工市民化的任务。综合而言,应当是政府、企业、个人三方共同分担农民工市民化的成本。

他表示,此次户籍制度改革涉及户口、居住证、个人信息管理等多个方面,是一场全方位改革,与户口配套的一系列政策如教育、医疗、就业、财政、金融等不下十项。中央政府和地方政府要分担任务。在农民工高度集中的地区,必须由中央政府的转移支付来支持农民工市民化。在养老方面,应当有相当一部分靠企业,农民工自身也要承担一部分。因此,应当是政府、企业、个人三方共同分担农民工市民化的成本。(赵静涛)

浙江自贸发自还地方债
获AAA评级

浙江省自贸发自还地方债将于19日招标,浙江省财政厅12日公布地方政府债券信用评级报告。中债资信评级报告认为,浙江省政府主体信用风险极低,2014年浙江省政府债券纳入省公共财政预算,偿还有保障,评定本期债券信用等级为AAA。此前已发行或披露发行文件的广东、山东、江苏、江西、宁夏、青岛六地自贸发自还地方债均获得AAA评级。(赵静涛)

金融期货行情解读

期指高位盘整

12日,A股小幅低开。现货方面,公共交通、文教休闲领涨,保险、银行领跌。沪港通的测试逐步推进,短期大盘高位盘整后继续上冲的概率加大,沪深300指数2500点或是反弹高点。

12日,国债期货主力合约TF1409合约收报92.696元,较上个交易日的结算水平出现小幅度下跌,尾盘跳水较明显,三个合约成交超2000手。当天央行进行200亿元14天正回购操作,全天资金利率未出现明显上升,但银行间市场资金利率特别是7天、14天利率尾盘有一定幅度上升,可能是受周三新股发行资金冻结影响。近期期债连续阴跌。在央行货币宽松谨慎的情况下,似乎有推动期债下行的动力,但持续性有待观察。(首创期货 刘会勇)

2014—8—12 金融期货交易统计表					
沪深300股指期货行情					
品种	成交量	持仓量	开盘价	收盘价	前结算价
IF1408	593,424	76,221	2,262.0	2,265.8	2,258.6
IF1409	10,685	78,344	2,371.6	2,373.6	2,364.8
IF1412	7,541	18,073	2,389.0	2,388.2	2,381.0
IF1503	1,4514	5,1574	2,412.4	2,413.8	2,406.2

5年期国债期货行情					
品种	成交量	持仓量	开盘价	收盘价	前结算价
TF1409	1,368	4,993	92.660	92.696	92.782
TF1412	710	3,274	93.679	93.273	93.238
TF1503	14	23	93.964	93.764	93.816

沪深300股指期货仿真交易主要合约情况表					
品种	成交量	持仓量	开盘价	收盘价	持仓量
IC1408—C—2300	831	10.2	13.99	13.722	12270
IC1408—P—2300	524	2.3	7.88	4.823	6882
IC1408—C—2350	17.8	-0.8	-25.64	17.21	2734
IC1408—P—2350	10.2	2.8	37.84	15.09	6306
IC1408—C—2150	215	-7.3	-3.28	14.12	13114
IC1408—C—2200	1163	-3.2	-2.68	11.00	7820
IC1408—C—2250	160.8	-6.8	-9.48	9.08	9403
IC1408—C—2100	265.2	-4.8	-1.49	9.89	3873
IC1409—C—2100	280	-11.6	-3.98	20.80	6024
IC1409—P—2100	5.1	-3	-37.04	8.20	7499
IC1410—C—2100	216.6	-4.9	-3.21	1.41	140
IC1410—C—2150	4.8	-12.4	-16.38	1.18	189
IC1412—C—1900	284.0	-6.4	-2.20	2.522	11310
IC1412—P—1900	5.8	-1.3	-19.12	33.0	13104
IC1503—C—1900	535.9	-27.6	-4.90	7.0	141
IC1503—C—2200	0.3	-75.1	-99.60	77	35

硬件稳定 + 系统成熟
北大资源创新运营新文化社区

□ 于萍

2014年,房地产市场风云突变,“拐点”、“寒冬”、“崩盘”等词不断刺激着开发商们的神经,楼市政策与市场的自发性调控,让越来越多开发商逐渐认识到“躺着赚钱”的时代已经一去不返。

正如北大资源集团CEO方瀛所说“行业格局正被打破,开发商需要洞察市场新的需求,走出一条创新之路。”如果说,拿地盖房模式是房地产行业1.0版本,那么注重业主居住需求、生活体验或将成为房企2.0时代的重点方向。

对此,不少业内人士认为,在经过几十年快速发展后,我国房地产理念正在发生变化。新的地产开发环境不仅对开发商能力提出要求,也考验着房企资源整合、房屋建设、物业服务等“硬件+软件”的综合实力。如果把社区比作一台电脑的话,要想稳定而流畅的运行,就必须有稳定的硬件和成熟的系统,而不是具备涵盖建设规划、服务运营、资源植入的综合开发能力,正逐渐成为“未来型”房企的鉴定标准。

探索新型社区开发模式

随着新型城镇化“以人为核心”的提出,国家政策逐渐以民生、民权为导向。社区作为最贴近居民生活的环节,越来越受到众多开发商的追捧。事实上,当前已经有众多房企开始以社区生活服务商为方向发展。如世茂的“云服务”平台、花样年探索“彩生活”电子商务模式、绿城研究“园区服务体系”增值服务整合、万科酝酿让员工转型当小老板经营自持社区商业、合生创展打造“全配套生活体系”、绿地建设“智慧城镇”及“平台型企业”等,各大房企各出奇招,希望率先实现突围。

而拥有北京大学与方正集团背景的房地产开发商北大资源集团,则在近年来专注于“新文化社区”这一新型社区模式的研究。这一模式基于北京大学的新文化传统,旨在通过资源整合,将教育、医疗、文化等民生服务植入社区,这些资源将分别通过“北大医疗健康管理中心”的社区全科医疗、远程专家会诊、健康档案管理等核心服务,和“新文化中心”的北大讲堂、北大书院、资源家体验区、志愿者之家等空间设置集中体现。

不仅如此,北大资源还凭借方正集团的雄厚网络技术搭建了融合教育、健康、金融、物业等服务于一体的“资源家”专享社区服务网络平台,“资源家”的搭建不仅是“新文化社区”战略的延伸,也将帮助北大资源实现资源服务线上线下的结合。

据介绍,“资源家”一期上线搭建了“商城”、“教育”、“健康”、“物业”、“楼盘”、“悦读”、“理财”、“便民”、“免税店”、“专享区”十大频道,将通过网络平台实现社区生活服务24小时全天在线和优质资源跨地区实时共享。

“‘资源家’的创建初衷是希望通过互联网,植入北京大学和方正集团的资源,并通过平台让居民看到、摸到、享

受到这些服务。”“资源家”开发团队的负责人、北大资源集团副总裁、商务运营部总经理余兰表示,“资源家”并不是电商,而是跨界营销、资源整合的生活服务平台。

与其他开发商通过互联网做云服务不同,通过平台卖服务,将网上采购服务的概念与北大方正既有的资源进行整合才是北大资源搭建这样一个平台的初衷。“‘资源家’模式是一种创新的服务模式,最初公司只是单纯想为客户做附加值的服

务。但是当平台用户规模扩大后,其他产业为了拓展营销渠道就会与‘资源家’对接。这其实是用互联网的技术让产品渗入社区的渠道,公司也自然形成了自己的盈利模式。”方瀛坦言。

据了解,北大资源目前开发项目达到30个,未来入住人口大概25万。公司每年项目扩张速度较快,服务客户基数大,这也为“资源家”平台的发展提供了基础。

“把北大、方正集团的资源优势搬到线上,这还仅仅是第一步。未来公司会寻找更多战略伙伴加入到资源库中。”方瀛表示,“资源家”未来的服务对象,并不局限于北大资源社区,可以对全国所有社区辐射,实现全覆盖。

打破资源整合壁垒

文化、教育、医疗、金融等资源上的优势,是北大资源能够开创商业模式的基础。但如何将这些资源利用起来,同样考验其作为开发者的整合资源能力。

自2009年北大资源明确思路,提出“资源整合型城市运营商”的战略定位。几年时间内,北大资源地产年签约额已由6亿元增至2013年的70亿元,全国土地储备9000余亩,持有项目30个。2014年,北大资源的签约额目标定为100亿元,正式跨入规模企业的门槛。

与其他品牌房企相比,北大资源集团依托北京大学和方正集团,在探索社区文化建设新模式方面具备一定先天资源优势。“整合能力决定着房企能否做大做强,‘新文化社区’和‘资源家’做为一种全新的商业模式,是整合资源的良好平台。”方正集团董事、总裁、北大资源集团董事长余丽表示,在方正五大产业中,IT有着三十年发展历史,金融、医疗分别有十年发展历史。北大资源虽然是方正集团所有板块中最年轻的,却在资源整合及业务拓展方面起着关键作用。

“在与地方政府的谈判中,北大资源集团更愿意与北大和方正旗下教育、文化、金融、IT、医药等兄弟团队一齐上阵,根据商业模式分别测算,最后通过整合做到整体平衡。”余丽坦言。

业内专家认为,当前开发商越来越重视社区文化建设。北大资源在教育、医疗、IT方面的资源优势,有望在打造新文化社区的过程中获得快速发展。在国家政策的引导下,房企正在由单一输送房屋住宅的模式逐步向社区服务的方向转型,这也将成为房地产行业未来变革的一大趋势。