

“供给侧改革”中看好周期股悸动

□融通中国风1号基金经理 范琨

2016年伊始,A股以钢铁煤炭指数宽幅震荡叠加明显放大的交易量表达着对供给侧改革的期许与疑虑。从新年第一个交易日到2月3日止,煤炭指数下跌15.7%,钢铁指数下跌27.38%,创业板下跌22.97%,中证500下跌26.35%,沪深300下跌20.97%。煤炭跑赢市场,钢铁则跑输。市场对供给侧改革将信将疑;相信供给侧改革对于最惨烈的煤炭具有救命稻草般的意义,疑虑一息尚存的钢铁行业改革阻力重重。当下的供给侧改革,更狭义点说是传统过剩产能的出清。

上世纪90年代末期,我们经历过一次卓有成效的去产能:纺织、煤炭行业在1999年-2001年间顺利降低了杠杆,恢复了盈利。煤炭甚至迎来了随后十年的黄金期。期间的“5·19”行情让大家记忆深刻:1999年5月至2001年6月,上证指数上涨97.9%、纺织服装指数上涨120.7%、煤炭指数上涨188%。

本轮去产能能否再一次“妙手回春”?首先,去产能将有助于改善行业的开工率,但需求下行周期中价格对开工率提升的弹性偏弱。上世纪90年代末,纺织业已经步入成熟期,虽然3年产能减少23%,盈利水平也只恢复了2-4个百分点,且长期维持。纺织业上市公司的股价除“5·19”行情有20%的超额收益外,再无突出表现。而煤炭行业产能缩减15%以上,然后受惠于2002年-2008年宏观经济高速增长,煤炭行业的利润伴随收入节节升高。2008年净利率水平高达15%。煤炭行业不仅在“5·19”行情中有明显的超额收益,后期表现亦不俗。

所以去产能后,关键在于行业未来发展潜力,若风凰涅槃,则辉煌有望。根据本轮产能去化目标,静态计算,煤炭开工率有望从81%提升至92%,钢铁行业开工率有望从70%提升至80%。开工率提升利好产业,但需求支



持缺位,价格向上的弹性必然微弱。需求上升周期中,企业看好未来产销上升,扩张资产负债表,一定程度富余的产能是为应对未来的需求。这个时候即使开工率60%、70%,价格趋势亦可能向上。富余的开工率制约上涨的高度,但是不决定上涨的趋势。而在需求下行周期中,企业对产销的预期缩减,主动出清存货与产能,合理的库存中枢不断下移,静态看80%、90%的开工率会是需求下行产能滞后调整的结果,预期未来开工率仍会继续降低,价格趋势可以是向下的。只有在一些关键节点上,开工率可以成为行业反转的条件,这是必要非充分条件。因此,考虑目前定价状况,资产的吸引力不足:ROA长期低于社会平均贷款利率的行业,PB水平高于1,除了流动性推波助澜的泡沫化,超额收益难以持续。

供给侧改革惠及现代服务业

□建信基金 陶灿

当下我国资本市场最火热的词莫过于供给侧改革,这个脱胎于年度经济工作会议的关键词引发了资本市场各种大讨论。

“供给侧改革”被概括为五个关键词:去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。初期,市场参与方认为以钢铁、水泥、化工为代表的产能过剩行业将一改过去顽疾,从过去越淘汰、产能越大的怪圈,转变为亏损产能淘汰出清,行业盈利触底回升的理想状态。但供给侧改革在现实的路径上可能依然充满挑战与困难。

在GDP核算的过程中,工业增加值是在工业产值基础上,匹配一个增值率算出增加值的。“去产能”、“去库存”是直接降低工业产值、库存投资的,对经济增长造成直接的负面压力,特别是现阶段政府对稳增长又有较为强烈的诉求。总体上讲,供给侧改革与短期的经济增长是矛盾的。再加上,地方政府官员惯性的GDP考核、产业工人的就业等掣肘,供给侧改革遇到的挑战与过去的产能宏观调控并无二致。

我们也认识到,从中长期来看,供给侧改革对经济结构调整、增长方式的转变具有极其重要的意义。供给侧结构是和之前的需求侧结构是匹配的,过去的三十年,我们主要通过凯恩斯主义需求侧管理来推动经济增长,具体地讲,投资拉动、消费打底,出口调节。投资主导的需求结构,需要投资品为主导的供给侧结构,所以转变经济增长方式,改变投资主导的结构,也必然导致供给侧结构发生变革。

供给侧从被动改变到主动调节,是有经济运行的本质原因的。良好的经济运行,强调的是实物和货币的双向良性循环,而我国经济的核心症结在于工业部门的实物产出,并不能满足居民部门的需求,有效供

给不足,但部门供给过剩,居民手中的货币无法顺利返回企业部门。主动地调节供给结构,本质上是能够增加有效供给,满足需求,实现实物与货币的良性循环,提升经济增长质量。

主动调节供给结构的手段有多种。激进式的关停僵尸企业,实现产能出清是理想状态,这种做“减法”的措施会遭遇诸多挑战,比较可能的现实路径下,通过控制产能新增、合并老产能来提高市场集中度是大概率方式。而这种方式的调整,导致行业盈利的回升可能是一个比较漫长的过程,而资本市场预期在此存在偏差。有意思的是,年初的时候,很多人看好供给侧改革,看好过剩行业的股票时,都将着眼点放在过剩行业经营较差,甚至到了不得不改的地步,但转瞬间,2016年1月份信贷数据公布之后,看过过剩行业股票的逻辑,又立马变成了行业经营改善上面来,这其中预期的波动与反复值得玩味。

2016年1月份的信贷规模偏大,有很多人认为投资会再度拉升,但如果把具体数据对比一下,就会发现经济增长继续依赖投资的难度有多大了,2008年的全社会固定资产投资总额17万亿,2009年1月投放1.6万亿信贷,对投资拉动显著有效,但到如今,2015年全社会固定资产投资总额已达57万亿左右,此时的单月2.4万亿信贷对投资的边际拉动已经很小了,只是从绝对规模上显得比较大而已,当然不可否认的是绝对规模上也是超市场预期,不过就此幻想投资的再度拉升,进而大比例押注周期行业景气回升是值得商榷的。

供给侧改革的五个关键词,如果说前四个是做“减法”的话,那第五个就是做“加法”。补“短板”补的是战略性新兴产业和现代服务业的结构性不足。如果前四个能实现“债权保值”的话,那第五个则是“股权增值”。前四个的“减法”措施会让部分利益方

然而,去产能出现在经济阶段性企稳的时点却让我们心动。经济长周期增速放缓,但放缓的过程不会一步到位。2015年11月中旬至今,工业品期货价格开始陆续触底反弹,并带动现货价格随后触底,M1与M2的倒差显示经济活动的活跃度在提升。我们认为企业对于经济的预期在好转,这种预期来源于各个子行业的感受,经济减速过程中,微观企业会不断调整自己的经营杠杆,去锚定新的经济增长中枢,短期产能库存调整到某个位置后,企业会尝试在这个位置再库存,试错。这个时候如果叠加政策助力,容易形成短库存周期和政策共振。周期行业或会迎来一段难得的晴天。最近不甚成功的相似记忆在2014年年中,彼时为应对经济下滑,2月起政策定向刺激加码,基建增速从18%恢复到22.5%,叠加外需恢复,PPI连续5个月回升,到2014年8月周期股股价短期集中爆发。但是在行业产能库存去化中,周期反弹时间、空间均有限。

当下类似的场景重现,却有乐观的理由:前述实体企业预期的回暖使得我们推测行业有再库存的冲动。截至2015年12月累计基建投资增速为17%,1月天量的信贷数据加上银行草根调研,我们大胆推测此次基建上调的潜力比2014年中期大。房地产新开工2014年中拖累明显,目前房地产经历了一年库存去化,政策不断强刺激,可以预期房地产投资边际改善。落到投资,钢铁煤炭如前述,盈利弹性不大,但A股超高的换手率和高度散户化的特征使得主题类投资的交易性机会长存,钢铁煤炭在当下更大的价值在于此。其他的周期行业中,不乏经历一轮惨淡的下行周期后,凭借优异的管理和正确的战略依然岿然屹立,估值合理的公司。经历周期小阳春,这些公司业绩会大放异彩,风险收益比合适,现时,这也是融通中国风1号关注的投资方向。



受损,实施难度大,“债权保值”的角度是从解决僵尸企业现金流循环,降低信用风险来理解。第五个的“加法”意味着加快七大战略新兴产业、现代服务业的发展,依赖于政府放松对这些行业的垄断与管制,让民营资本进入,增加有效供给。从这点上,政府有意愿也有能力,其他参与人也能受益。并且这些短板行业普遍需求旺盛,行业规模较小,有进一步加大杠杆,实现快速增长的潜力,这种增长潜力最终会以成倍数的方式,使得行业公司的股权增值。所以,从中长期,补“短板”行业在资本市场上有着更加持久的生命力和成长性。这也是我们更看好现代服务业的原因。

从供给侧改革看新三板改革



□中科沃土基金董事长 朱为绎

在去年11月10日召开的中央财经领导小组第十一次会议上,习近平总书记提出了“供给侧结构性改革”概念:“在适度扩大总需求的同时,着力加强供给侧结构性改革,着力提高供给体系质量和效率,增强经济持续增长动力。”笔者认为:供给侧改革对新三板市场而言,就是要提供更优质的新三板企业;增加更多的做市商;改善投资者结构。

提高新三板挂牌企业的质量

提高新三板企业的质量可以从两个角度出发,一曰准入;二曰退市。从准入角度出发,2015年11月20日证监会发布《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》,11月24日,全国股转系统公司发布了《全国股转系统挂牌公司分层方案(征求意见稿)》,这两份文件的发布标志着新三板进入新的发展时代——分层时代。在分层时代,创新层准入标准远高于创业板的标准。分层时代与传统时代的主要区别是全国股转系统从过去的跑马圈地进入到精耕细作,从重视新三板挂牌企业的数量到重视挂牌企业的质量。从退市角度出发,新三板分层方案(征求意见稿)中,并没有提到退市制度,但是从股转系统的新闻发布会上,我们知道股转系统将制定终止挂牌细则,鼓励主动退市、严格执行强制退市,建立常态化的退市摘牌机制。笔者认为,新三板未来很多公司将因融不到资、无人做市、长期没交易而主动退市,再加上股转系统的强制退市,新三板市场每年或保持20%的退市率,通过不断的循环提纯,最后留下的主要是优质公司,新三板将成为全球最大的交易所。

增加做市商数量

截至2月22日,新三板挂牌公司5756家,做市公司1323家,做市商数量88家。新三板挂牌公司数量从2013年底的1300多家增加了4400多家,增加了3倍多,而做市商的数量没有得到增加,新三板做市商明显供不应求,特别是分层方案(征求意见稿)发布后,供需矛盾更加突出,新三板挂牌企业为了得到做市商的垂青不得不贱卖,就算是做市后也没有交易,做市企业有苦说不出。其实,这是很简单的经济学知识,解决供求矛盾的办法只需要增加做市商数量即可。套用供给侧的专业术语就是“从供给、生产端入手(增加做市商),通过解放生产力(调动市场参与主体的积极性),提升竞争力促进经济发展(因为垄断只会产生低效、产生腐败,竞争才能推动做市商的健康发展)”。笔者曾经说过,新三板市场大部分地方都是市场化的,唯独做市商资格没有市场化,做市商本身没有过错,但不好的做市商制度把好人变成了坏人。

改善投资者结构

目前新三板投资者主要包括500万元门槛的个人投资者和私募产品。投资者结构非常不合理,新三板流动性陷入了低谷,僵死股从协议股票泛滥到做市股票,越来越多的新三板优质企业逃离新三板,纷纷发布IPO辅导备案公告。监管部门也意识到有关问题,证监会在2015年11月20日提出:“坚持全国股转系统以机构投资者为主体的发展方向。……研究制定公募证券投资基金投资挂牌证券的指引,支持封闭式公募基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券”。鼓励公募基金、社保、年金、合格境外机构投资者参与新三板。在明确暂不降低投资者门槛的基础上,引入更多的机构投资者有利于增强新三板的流动性,为新三板注入源源不断的资金。

截至目前,分层方案正式稿还没有公布,做市商扩容和公募基金入市还看不到影子,新三板的供给侧改革任重道远。