

财经圆桌

地方债黑洞摸底 下半年盈利仍不乐观

地方债“摸底”消息再起,利率市场化改革也加速推进,而上市公司发布的中报业绩快报显示盈利情况不容乐观。A股市场将走向何方? 成长股与蓝筹股之间的风格转换是否会出现? 中国证券报记者邀请了国信证券资产管理总部投资经理钟宇、长江证券首席策略分析师邓二勇、信达证券首席策略分析师王松柏三位嘉宾,围绕相关话题进行探讨。

摸底地方债不等同去杠杆

中国证券报:有观点认为,对政府性债务进行全面审计是去杠杆信号,请问您如何解读这一事件?

钟宇:此次政府性债务审计,是一次地方政府财务健康状况的全面体检。对新一届政府来说,尽快摸清地方的实际债务情况,对后续决策十分必要,也符合常理,但这并不必然意味着去杠杆。与压缩债务规模相比,其实规范融资手段、调整资金投向、合理化债务结构对管理政府债务的意义更为重要。促改革、调结构、保民生都是政府想做的事情,但一切的前提是经济增长不能低于可容忍的最低水平。政府“稳增长”的基调其实一直没变,只是在不同时期证券市场对此有不同的解读。同时我们也要看到,政府强调的也仅仅是守住底线,而不是以往的主动出击。对宏观经济作过度悲观和过度乐观的解读都是不合适的。

邓二勇:对比美日韩等国经验,去库存与去杠杆是经济见底的必要条件,而中国面临严峻的去杠杆压力主要集中在城投与地产,本次审计署梳理政府性债务,是去杠杆进程中的一个必然环节,虽结果并不一定乐观,但大方向正确积极,此次审计工作的展开以及后续政策规定的大概率出炉,将会使得地方融资平台债务的无序滚动从供给端得到抑制,同时加强了去杠杆的预期。

当前,市场仍存在下半年会更倾向于保增长的政策预期,此次审计工作的开展对于这一部分预期造成了一定的打击,在潜在生产力下滑的大背景下,实体经济增速继续寻底将是大概率,而转型调整则是嵌套在这一过程中,是以市场力量为主导、缓慢推进的,“转型”还是“经济稳健”对政府而言是一道二选一的单选题。

王松柏:此事透露出的信息主要有两点,首先是反映了中央政府对于地方政府债务的担忧,希

望通过审计摸底,将债务显性化;其次是中央对经济下滑的容忍度在提高,调控政策可能变化不大,主要以调控预期为主。当然,如果经济增速过快地滑出底线,就业出现较大的问题,可能会出台适度规模的刺激政策。

中央政府组织审计的目的主要是将问题暴露出来,并寻求解决方案,使在地方政府的融资风险可控的情况下发挥稳定增长的作用。在经济趋势性下滑的背景下,提出审计地方债务说明中央政府不是只顾及短期增长与就业,对于风险与长期的健康运行也十分重视。政策在短期稳增长与长期调结构之间寻求平衡,在增长、就业不滑出底线的前提下,以调结构为主。基于目前的情况,我们认为下半年会以调结构为主。

下半年盈利不乐观

中国证券报:目前上市公司正在密集发布中报,您对下半年的公司盈利状况有什么看法?

邓二勇:从业绩快报看,主板上市公司在不同业绩预告类型上多呈现消极变化,略减、预减的上市公司占比有所增加,中小板净利润同比增速的中枢呈现明显的下移,创业板业绩大幅变化的公司占比与上季相比有微弱幅度的增加,而略增与略减的占比回落相对明显,呈现两极化加重的趋势;分行业看,呈现积极改善的主要为消费端行业,上游采掘景气持续回落,中游制造业在一定程度上受益上游成本改善。结合对下半年的经济和通胀判断,预计下半年剔除银行后的市场盈利将延续下行趋势。

王松柏:中小板和创业板中报预报基本披露完毕,中期利润同比增速均小幅改善,不及预期,主板预披露尚不完全。由中报预披露的净利润区间平均值计算得到中小板和创业板中期利润同比增长分别为4.5%和2.1%,增速较一季度有小幅改善,但相比公司中期利润增速的一致预期分别

为8.2%和15.4%。

基于对下半年实际GDP增速小幅下滑、CPI温和上升、PPI跌幅略微收窄的判断,下半年上市公司整体盈利仍不乐观,以周期性行业为主的板块尤其如此,中小板、创业板受经济下滑的影响将相对较小,不过很难达到市场预期。目前,市场对中小板、创业板今年净利润同比增速的一致预期为33.8%和47.1%。

中国证券报:近日,前期涨幅喜人的创业板出现剧烈震荡,您认为接下来对以创业板为代表的成长股应采取何种投资策略?

钟宇:今年以来,以创业板为代表的成长股和新兴行业,涨幅持续领先于周期股和传统行业,深层次原因是中国经济的模式转型和结构调整,因此不宜以简单的板块轮动或者概念炒作来看待。在其他经济和政策因素不变的情况下,成长股涨势的终结可能在下列情形下完成:一是市场对经济复苏的预期重启,二是政府推出类似四万亿的经济刺激计划,三是出现系统性的金融风险。在此之前,成长股的调整更大可能是上涨过程中的正常调整,应该继续精选个股,逢低吸纳。当然,成长股也会出现分化,但这不足以带来整体市场风格的切换。

王松柏:在风险逐渐上升的情况下,成长股将会分化。长期看,TMT、医药、环保等成长股是经济转型的方向,也是资源配置的重点,业绩持续高成长的个股应长期持有。短期看,盈利反转和经济结构转型是推动以创业板为代表的成长股的主要因素,宏观经济趋势性下滑导致的周期股盈利持续下滑、资金流向由传统周期转向成长则是推动成长股涨势的被动因素。由于估值溢价过高,成长股的风险大幅上升,如果业绩跟不上,可能面临一定的下行风险,中报、三季报将持续证伪。

银行股仍具不确定性

中国证券报:随着利率市场



长江证券首席策略分析师 邓二勇

国信证券资产管理总部投资经理 钟宇

化的快速推进,您认为应该如何看待以银行为代表的蓝筹股的投资机会?

邓二勇:当前利率市场化的推进对于市场的影响中性偏空,一方面该项政策对于银行业长期的盈利确实存在压制,另一方面该项政策在预期之中,影响偏小,在经济中周期下滑和社会去杠杆的背景下,在未来相当一段时间内,依然是以成长主导的市场,其中低估值只是波段机会。

钟宇:利率市场化短期看对银行盈利有负面影响,长期来讲将促进银行业的优胜劣汰。在消除了盈利泡沫的担忧之后,未来银行的估值水平可能会提高,但平均利润率会下降。以银行为代表的蓝筹股更多的是与宏观经济景气周期相关,整体趋势性投资机会的来临,还将取决于投资人对中国经济前景的判断,目前看

还有较大不确定性。

中国证券报:有观点认为,“钱荒”现象将重现,您如何预测接下来几个月的流动性?对市场会有什么影响?

王松柏:6月份“钱荒”实质是利率市场化推进过程中中小银行快速扩张表外和同业资产造成银行体系资金结构性紧张的结果。虽然不排除月末和季末缴存等冲击造成银行间资金价格短期波动的情况出现,但资金价格再次上升至前期高点的可能性较小。市场层面上,资金价格的波动对股票市场的影响不在于改变了市场实际资金供需状况,而在于改变了投资者的心理预期。

邓二勇:“钱荒”之后,央行将会适度干预,维持资金面的稳定,工具上以逆回购或者定向工具为主,降准概率较低,但从最新的逆回购利率来看,央行试图引导三

季度资金市场利率水平较上半年有所抬升。我们认为,四季度资金利率再起波澜的风险较大,流动性最宽松的时刻已经过去,资金成本中枢相对有所提升,将进一步压制企业盈利。流动性收紧会加大市场调整压力,尤其是对中小板、创业板更为明显,将进一步加剧成长股的筛选,推进市场更加向一线成长股集中。

钟宇:“钱荒”现象既有外因,也有内因。外因是QE退出预期导致的资金外流,内因是银行系统长期的期限错配,大背景是央行货币政策的微调。短期内上述因素都难以彻底改观,因此接下来的几个月里流动性中性偏紧的局面还将维持,不排除极端情况下再次出现“钱荒”。资金紧张对市场的影响肯定是负面的,但是经过6月份的“预演”,“钱荒”对市场的冲击应会越来越弱化。

余文龙:

国债期货将成“钱荒”背景下债市避险工具

□本报记者 朱茵

自6月份以来的钱荒并没有缓解,这一危机如何防范和化解? 申万策略分析师余文龙认为,随着国债期货的推出,银行等机构可以有效避险。

记者:银行季末考核、财政存款上缴年年都有,但今年半年末的资金压力尤为凸显是什么原因?

余文龙:首先,外管局明确打击虚假贸易的态度使得银行外汇占款下降,央行又不同于以往“央妈”姿态,没有进行公开市场操作维稳利率,以“盘活存量”的强硬态度示人。银监会8号文之前,随着季末理财产品陆续到期,银行可用自营资金对接理财账户,而今年,银行只能更多地依赖同业往来对接理财账户,但随着各家银行资金普遍紧张,银行间终于见证了隔夜利率30%的历史高位。

记者:银行同业杠杆抬升,而银行间又缺乏流动性是推高短端利率的主要原因,未来如何通过金融工具避免和防范这一风险?

余文龙:在这种资金紧缺、拆借回购利率大幅波动的情况下,银行等金融机构不惜一切代价为获得资金而遭受损失。国债期货将为机构提供有效的做空机制,将成为机构控制利率风险的一种有效手段。“钱荒”的危机在未来可以一定程度上被防范,不必要的损失可以避免。

记者:国债期货的作用有哪几方面?
余文龙:一方面,如果没有国债期货,当机构需要资金的时候,利用抛售债券进行资金回笼的代价相对较高,而且也面临重新配置时收益率下降的风险,形成低卖高买的不利局面。而增加国债期货这一手段后,由于国债期货的交割月为季月、最后交割日刚好为季月的第三周,当期货与可交割现货价格趋于收敛时,持有期货的空头头寸,相当于持有一份利率看涨期权,通过交割对自身最有利的债券可以一

定程度上弥补在不利位置上抛售债券回笼资金的损失。

另一个更重要的方面,是可以利用国债期货进行交叉套期保值,部分对冲短期利率波动带来的风险。从国债期货的合约设计上来看,剩余期限在4-7年的附息国债都在可交割券范围内,由于名义标的券票息率为3%,因此在实物交割时,机构偏向于使用较低票息且剩余期限为7年的国债进行交割。

记者:在利率衍生品市场上,现有的工具是否还远远不够?

余文龙:国债期货目前市场上唯一一款标准化的场内利率衍生品,国债期货的重新问世,意味着机构即将拥有成本更低、流动性更好的产品,来满足自身对资金的有效运用。已有的利率互换虽然也具有对冲利率风险的功能,但其场外交易的特点,使得机构可以更迅速有效地将风险进行分散,随着各机构承受利率风险能力和意愿的不同,实现市场的自动调节。

六月资金利率大幅波动以来,贷款利率下限又被放开,虽然短期内不会有太大的影响,但无疑使利率市场化又向前迈进一步。此番央行同步进行利率市场化改革和发展利率衍生品市场,姿态已经相当明确且坚定;坚持盘活存量,未来更多依靠市场自主调节。在这样的背景下,有效的做空机制的推出将成为利率风险管理的主要手段之一。对比海外经验,国际上主要金融市场都首推中长期利率期货品种,根据市场接受程度陆续推出短期类品种。随着即将到来的5年期国债期货合约的推出,未来标的与波动更大的期货品种的问世将指日可待,届时,如同六月的“钱荒”将会得到更有效的防范和掌控。

■ 中证之声

管材表现突出 建材还将发力

□本报记者 张泰欣

本周建材板块表现分化明显,7月29日至8月1日,申万建材板块整体涨幅为1.58%,其中管材涨幅突出,为7.71%,新型建材涨幅为2.95%,表现超出大盘,而水泥、玻璃等细分行业涨幅弱于大盘。分析人士认为,本周以来管材板块的表现更多的是估值压力的释放,随着淘汰落后产能的加码和供需的改善,建材板块还将有不错的表现。

从建材市场的价格看,本周全国水泥市场平均价格与上周相比持平。价格出现上涨的区域主要是浙江和广西部分地区,价格上涨10-20元/吨;价格下跌的区域主要是江西南昌,主导企业低标号水泥下调30元/吨。整体来看,长三角沿江熟料价格二次上调时间超出之前预期。据了解,8月份浙江省所有熟料生产线仍将会因限电而停产10天;江苏苏南地区生产线也会有三分之一停产检修,因此进入8月份华东部分地区水泥价格也有望被推高。而伴随着价格的波动,全国水泥库容比本周也环比下降1.4个百分点至67.7%,较去年同期低7.6个百分点。分区域看,华东、华南地区库容比环比下降4.4、2.2个百分点,西南地区环比提升1.3个百分点,其余区域保持稳定。

当前水泥价格的变化趋于平稳,而水泥基本面的情况依然并将继续受制于经济的弱复

苏,这种趋势的变化来自两方面:经济回升信号的出现、行业基本面生态转好的迹象,在这之前的估值修复都将是短暂而平缓的。而本轮淡季价格上调并非是由需求或供给的持续性改善带来的,在政策面未出现进一步导向之前,尚难修复行业估值,而对短期业绩的影响仍需关注近期的价格变化。事实上,更应关注的并非是短期因限电扰动产生的价格变化,而是这一上调是否意味着存量过剩并未如想象般严重,但仅就目前来看浙江全面停产已过半,价格仅上调一次仍是略低预期的。

整体而言,水泥、玻璃等建材行业目前还未找到拐点的信号,而新型建材和管材最近的表现,可能是更多与估值的修复有关。对于未来园林、新型建材板块的表现,其投资机会更多的源于确定性成长带来的预期差与估值修复。装饰、园林是建筑工程各板块中业绩确定性最高的子板块之一,预计未来2年上市装饰园林企业的业绩CAGR仍能维持在30%以上,同时装饰、园林企业订单透明度较高,月度新签订单及大订单情况是跟踪行业与公司景气度的核心指标。国五条“对板块的影响已逐渐消化,新型城镇化建设、棚户区改造以及“美丽中国”等政策预期将对板块下半年产生正面催化。

对于水泥、浮法玻璃等传统建材板块的表现,预计短期内均难获得趋势性的超额

收益机会,但是水泥板块的估值已处历史低位,若出现脉冲式行情建议关注西北地区的水泥股。普通浮法玻璃的边际供需关系下半年仍难以有效改善,建议重点关注下游为消费电子的电子玻璃领域。但是从中期来看,目前传统建材板块的低估值可能为长线的布局打下了较好的基础。此外,从基金的半年报也可以看出,目前多数基金也开始建仓建材股,其中重仓的股票有26只,新型建材的占比达到了70%以上,如果未来板块有较稳的预期,这些低估的品种无疑有着较

好的爆发力。

展望3季度建材板块行情,由于一般而言6-8月水泥价格出现季节性下跌的压力较大,预计三季度水泥价格总体以平稳为主,中部和西北地区价格可能有个小幅回落,出现大幅下跌的可能性不大。9月初,伴随着销售旺季的到来,建材价格上涨幅度或受制经济增长放缓。总体而言,如果国内经济增长势头继续放缓以及下半年流动性仍然偏紧,则9月初旺季水泥需求可能难以出现强劲的反弹,从而导致水泥价格的涨幅以及公司下半年盈利表现不及预期。

光大永明投资连结保险
投资单位价格公告

本次评估日期:2013年7月25日至2013年7月31日

投资账户名称	7月25日		7月26日		7月29日		7月30日		7月31日	
	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价
稳健型投资账户	1.7622	1.7277	1.7620	1.7275	1.7614	1.7268	1.7622	1.7277	1.7636	1.7291
平衡型投资账户	1.7763	1.7415	1.7753	1.7405	1.7629	1.7284	1.7529	1.7186	1.7594	1.7249
进取型投资账户	2.6289	2.5773	2.6184	2.5671	2.5950	2.5441	2.5752	2.5247	2.5761	2.5256
指数型投资账户	0.7993	0.7837	0.7972	0.7815	0.7865	0.7711	0.7888	0.7733	0.7941	0.7785
货币市场投资账户	1.1806	1.1574	1.1811	1.1580	1.1812	1.1580	1.1815	1.1584	1.1818	1.1586

光大永明人寿保险有限公司 全国统一咨询热线 Hotline: 95105698
Sun Life Everbright Life Insurance Co., Ltd. www.sunlife-everbright.com

光大永明人寿
SUN LIFE EVERBRIGHT

券商点金指

中国西部的财富故事



□许维鸿

本周在银川出差,拜访了宁夏自治区政府的一些职能部门,探讨了很多金融创新的话题,特别是伊斯兰金融的未来。银川的发展远远超出我的想象,或者说颠覆了我对内陆开放、陆权金融的很多最初的想法,迫使我开始深刻思考西部地区带来的投资机会。

作为一直围绕A股二级市场的研究者,我的研究覆盖范围一直是上市公司业绩和预期,研究区间为三到六个月,服务对象是以公募基金为代表的机构投资者。随着中国特色的资本市场结构化矛盾加剧,A股市场持续低迷,很多中国证券机构的研究走入了死胡同,可以说让绝大多数的证券公司研究部门陷入经济学意义的“囚徒困境”之中。

中国现有上市公司的系统化结构,根本不支持广义上的宏观经济学“自上而下”选股;而儒家商业道德约束,又让精细的行业公司“自下而上”举步维艰——作为信息不对称的散户,脱离了低成本的“自上而下”选股武器,进入A股市场就像是盲目的赌徒,落入“散布局”的赌场,必然是十赌九输、惨败而归!因此,很多尚存良心的证券研究者,一直在探索系统性的“自上而下”方略,以服务弱势的散户群体。可惜,路又在何方呢?

回到宁夏题材,随着内陆开放特区的批准,恐怕对A股散户来讲,未来五到十年,中国西部题材是最可以被借鉴的选股思路。其实道理也简单,中国的东南沿海生活水平早已超越英赶美,物质丰富程度让很多传统发达国家咋舌。如果在追求东南沿海的高速发展,资本投入的边际效应实在太差,上市公司的ROE(资本回报率)必然向下走;反观西部地区的发展水平和生态状况,值得投资的项目可以说是遍地都是,土地资产为代表的升值使得企业资本迅速膨胀。

当然,简单未必必然失败!东南沿海的发展思路对于自然生态系统脆弱的西部,往往是不适合的;虽然从经济学资产价格膨胀的角度,有相当的对比性——回首中国改革开放三十年,东南沿海走了一条典型的“增量资产货币化”的路径,商业银行得到了资产爆炸式的发展,资产规模翻了几十番。随着东南沿海进入“存量资产证券化”阶段,投资银行也就是证券公司走到了资产升值的前沿,然而中国的利率市场化前卫军,却是由银监会监管的信托公司。

因此,当我们站在迅猛发展的内陆开放前沿——宁夏,西部地区财富故事的路径也逐渐清晰。笔者认为,在西部中心城市,如银川、重庆、兰州、西宁、喀什等地,东部地区的城市“集聚效应”还会发生,以土地为基础的房地产价格上涨,会带来新一轮的财富效应。金融杠杆使得区域内的生产要素向中心城市聚集,一切都似曾相识,唯独预防城市病需要西部地区未雨绸缪。

另一方面,西部脆弱的生态系统,使得发生在东南沿海的城市群概念,财富外溢效应,很难再在西部复制。商业银行撤兵成兵的打法,在西部的生长空间并不大;加之西部是站在东南沿海的“肩膀”上发展,技术进步、资产扩张速度也使得商业银行力所不及。这些都是西部需要站在更高的视野、更新的指导理论,来建设发展的根本考虑。

以国家开发银行为代表的国家队,一直是西部基础设施建设的重要力量,至于进一步市场化,我看不用着急,中央政府的转移支付和凯恩斯主义还有五到十年的“腾挪空间”。而对于A股市场的散户而言,西部上市公司选股思路还有一个“老套路”阶段——追着政策走、追着投资走、追着资金走,这些散户“三板斧”在西部还能练一阵子。

往小了说,这是中国散户大概率挣钱最后一轮机会;往大了说,也是中国计划经济主导市场发展的最后一片土壤。随着中国西部以往的西部边防重镇,演变为市场经济改革开放的前沿,高速铁路引领的新时代丝绸之路,再次成为世界经济发展的新引擎,传统计划经济的遗老遗少,终会被埋葬在西部大漠灿烂的夕阳中。