

财富圆桌

沙里寻金 七月翻身在望

□本报记者 叶涛

本轮调整迄今已月余,破净股、低价股大量现市,上市公司纷纷回购自救,跌出估值底的个股和板块比比皆是。然而,流动性结构性分化格局下,7月市场能否如预期否极泰来?当前泥沙俱下,如何见微知著把握热点方向,才能吹尽黄沙始到金?本期邀请平安信托投资副总监魏颖捷和信达证券高级策略分析师谷永涛共同探讨。

A股走势边际向好

中国证券报:您如何看待7月市场流动性状况?央行定向降准启动后,对股市会有哪些影响?

谷永涛:2018年以来,我国十年期国债收益率已经从年初的4%左右下降至目前的3.5%附近,反映出流动性处于整体宽松过程中。然而,目前市场担忧在于,金融市场的流动性宽松,能否推动实体经济层面流动性好转。此次央行的定向降准,用意也在于推动实体经济流动性,通过债转股处理实体经济信用风险,以及定向支持获得融资难度较高的中小企业。

以银行间回购加权利率分析金融体系流动性,虽然受到六月份季节性因素冲击,但整体依然保持稳定。但在实体经济层面,信托产品的预期收益率,以及贷款加权平均利率在2018年仍然是整体抬升趋势,反映出企业获得贷款的难度在提升,融资成本上行。对比2018年以来市场流动性的变化,央行定向降准之后,对资本市场流动性宽松的边际影响较小,更应关注实体经济融资情况,是否在定向降准之后出现明显好转。

魏颖捷:7月流动性仍将延续总量充裕、结构趋紧的分化特征。紧信用和严监管对于中小企业的再融资压力暂时看不到拐点,而以银行间回购利率为代表的金融体系流动性依然处于宽松格局。

央行定向降准鼓励释放了三层含义,首先是引导银行资金流向小微企业和债转股,配合金融去杠杆和缓解结构融资矛盾;其次是为了对冲国际形势不确定性,降低未来发生局部冲击的风险;再次是对去年开始的金融去杠杆的阶段性肯定,未来信用紧缩的边际力度可能进入拐点。映射到A股上,由降准引发的流动性预期对于无风险利率是一个逐步下行过程,对于估值中盘是一个正向引导,对于业绩弹性大的中小盘成长股是一个利好。5月以来创业板指数表现优于上证已经开始体现这种预期的变化。但目前流动性的结构性矛盾和外部不确定性上制约了A股风险偏好的反弹,加之由流动性结构矛盾所引发的局部风险仍存,因此短期降准等信号对A股处于中性状态,未来边际向好的局面可期。

内生性反弹的动力有望释放

中国证券报:结合当前市场环境分析,您认为7月股市整体运行特征是什么?有哪些因素在朝着积极方向变化?

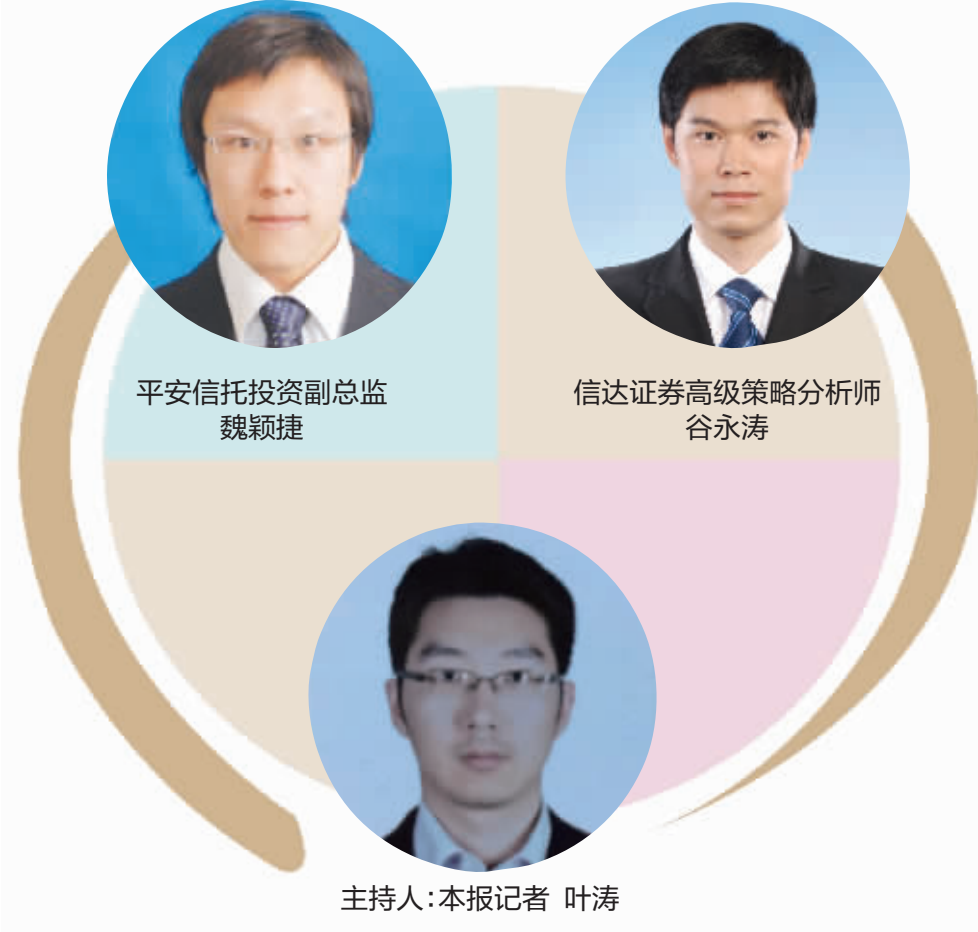
谷永涛:目前影响市场方向的因素,主要来自自中长期我国宏观经济的走势,以及国际市场环境下的进出口状况,而影响短期市场波动的因素,则是对市场流动性的担忧,例如随着指数的波动,部分产品面临资金赎回压力。从近期公布的PMI数据来看,7月份宏观数据或依然偏弱,目前市场情况也反映了这种担忧,例如周期股普遍调整幅度较大。但经济韧性依然较强,下半年基建投资或将企稳回升,资本开支带来的制造业投资周期仍有持续力度,建议关注宏观数据对市场的边际影响。

回顾2018年上半年的市场表现可以发现,A股主要指数和行业指数,整体呈现出估值回落、业绩上升的格局。考虑到2018年十年期国债收益率下行,即无风险利率下降,那么估值下降反映出投资者提升了风险偏好,风险溢价大幅上升压制了估值。业绩的改善形成对指数的支撑,随着半年报的陆续披露,这种预期有望得到验证。

在经济去杠杆的过程中,信用风险或仍将逐渐暴露,对风险偏好和估值的压制仍然存在,因此,市场在中短期仍然处于估值脱虚、业绩向实的过程中,即过高估值的个股和板块调整压力较大,业绩较为扎实、现金流和资产负债表比较健康的企业有望获得市场资金青睐。

魏颖捷:从静态估值维度,A股已经处于历史低位,其中创业板已经与2014年三季度持平。7月而言,反弹应该是A股的主基调,最有利的因素在于利空基本出清,如外部环境复杂性、存量风险的释放、资管新政对于存量杠杆的进一步规范、信用风险及商誉减值对于业绩的冲击等,一旦上述利空因素出现好转或者实际冲击低于预期,市场内生性反弹的动力就会释放。

同时,全球范围内摩擦上升对于内部政策的预期逐步转变有利于A股风险偏好恢复。6月白马股开始出现补跌也是一个迹象,机构抱团白马相当于对冲不确定性的“看跌期权”,随着白马的松动,往往预示着阶段性底部的临近。综合看,基本面、流动性预期、风险偏好都在向有利于A股的方向发展。



看好后期+高β小盘股

中国证券报:您认为当前投资者应该如何配置大类资产?对A股而言,投资机会在哪里,以及策略是什么?

谷永涛:在整体偏弱的宏观背景和市场假设下,重视偏防御的后周期消费行业。根据Wind的一致预期数据进行统计,除家用电器外,申万一级行业中大消费行业2018年的营收增速均好于2017年,反映行业景气度处于上行过程中,建议配置估值合理、业绩增速较强、现金流状况良好的消费细分行业,食品饮料中品牌食品,纺织服装中的轻奢女装和中高端家纺,商业贸易中的中端百货,休闲服务中的有限服务型酒店。

宏观数据显示黑色金属冶炼及压延加工业,与非金属矿产品制品业的工业增加值出现背离,且前者工业用电量攀升较快,对用电量增加值的贡献率最高。黑色金属加工业反映出部分中游制造业的改善并非传统需求拉动,关注钢铁行业新需求对板块的拉动效果。此外,目前市场对于宏观经济的预期过于悲观,若悲观预期有所扭转,则基本面良好的周期股有望强势反弹,尤其是供给侧改革推进效果较好的钢铁、煤炭行业。

魏颖捷:下半年权益配置比例可以采取越跌越买的策略。按照简单统计,3000点以下持有新发偏股型和股票型基金一年的收益率约35%,持有两年收益率超过50%。相比于是否配置而言,更重要的是选择配置的方向和比例,其中在市场下跌过程中可以针对指数ETF采取倒金字塔的建仓策略,在规避个股风险的同时,可以获得平均收益。

针对个股方面,成长股短期优于白马。小盘成长2014—2015年外延式扩张后的商誉减值压力、2016—2017年无风险利率上行下的杀估值,已经历深幅调整。在6月以来的下跌过程中,整体相对抗跌。在博弈反弹的过程,小盘成长的高β特征往往能够带来超过市场的涨幅,方向上不妨从负债率、行业、估值三个维度出发,在新兴产业如医疗设备、信息软件、工业自动化等行业中选取负债率相对较低(货币资金可以覆盖流动负债)的公司,同时估值处于历史同向低位。此外,对于风险偏好较低的策略,可以关注可转债,其债性在对应正股探底的过程中可以提供安全边际,同时内含的看涨期权价值也能够分享正股反弹时的收益。

淡季不淡 水泥板块估值修复

□本报实习记者 吴玉华

昨日,水泥板块率先走强,板块内多只个股高开,其中,冀东水泥、金隅集团收盘涨幅均超过5%,水泥指数上涨1.37%。在此之前水泥板块的多只个股公布的中报业绩预告预喜。分析人士表示,半年报披露窗口期将至,水泥基本面持续超预期,低库存、短淡季充分支撑行业盈利上行,中报业绩可期,加上现金流充裕,同时估值有望进一步修复。严控新增产能总基调不动摇,环保助力供给收缩后市继续可期。

水泥板块公司中报预喜

目前全国多地正在实施错峰生产工作,对水泥价格又形成了进一步支撑,由此呈现出“淡季不淡”的局面,多家水泥企业销售毛利率也普遍高于去年同期。

在已经公布中报业绩预告的几家公司来看,业绩普遍预喜。7月4日,福建水泥发布公告称,预计今年上半年的净利润与上年同期相比,将扭亏为盈,实现净利润2.25亿元左右。扭亏原因为报告期公司商品销售量价齐升,对比上年同期,商品销量增长近23%,水泥(含商品熟料)均价上涨约38%,商品毛利率提升23个百分点左右。

同时,在7月5日冀东水泥和四川双马发布的业绩预告中也显示业绩向好。冀东水泥预计实现归属于上市公司股东的净利润4.8亿元—5.3亿元,同比大幅扭亏为盈,公司表示,报告期内,受益于“京津冀协同发展”国家战略的推进以及水泥行业“供给侧结构性改革”的积极影响,公司核心区域水泥市场秩序持续改善。在水泥和熟料综合销量同比略有降低以及原燃材料价格上涨等情况下,公司水泥和熟料销

售价格及营业收入与上年同期相比增幅较大,毛利率同比大幅提升。四川双马的业绩预告显示,预计公司2018年1—6月净利润为2.85亿元—3.05亿元,上年同期为5003.09万元,同比增长469.65%—509.62%。

分析人士表示,今年“淡季”随着水泥行业产能控制力度的不断增强以及产业链条的加速收缩,有望出现“淡季”不淡的情况,多家水泥企业销售毛利率也普遍高于去年同期,价格中枢有望维持高位运行。

估值有望进一步修复

从水泥价格上来看,上周全国水泥市场价格震荡下行,环比跌幅为0.28%。价格下跌地区主要是安徽、福建和河南等地,幅度10—30元/吨;报价上涨的是贵州遵义,幅度为30元/吨。

另一方面,限制水泥行业的错峰生产从过

程端控制熟料产量,对比近年来错峰政策,错峰范围拓宽、时间加长、执行变严等新情况不断加速熟料库存走低,水泥价格随之上涨。此外,近期各地政府频繁针对矿山、水泥产能出台管理方案调整。

天风证券认为,本轮水泥周期的延续,前提是需求维稳和持续有效控制供给端,整治空气污染、臭氧层保护、长江水质治理并非阶段性“动机”,绿水青山轻易可逆的自然属性决定环保常态化。上到国家下到地方政府,多项文件或举措中传达供给侧力度持续强化。半年报披露窗口期将至,水泥基本面持续超预期,低库存、短淡季充分支撑行业盈利上行,中报业绩可期,加上现金流充裕,同时估值有望进一步修复。严控新增产能总基调不动摇,环保助力供给收缩后市继续可期。

投资非常道

一个理性乐观主义者的 大局观

□金学伟

上周用“平减指数”描述了20世纪70年代前后美股大震荡背后的经济原因——一轮康德拉季耶夫式的宏观调整周期。

用“平减指数”不用GDP增长率,是因为美国经济早已度过了外延扩张式增长。一方面,增长的质量远比数量重要;另一方面,其经济增长率虽然也呈周期性波动——大约10年左右一个谷底,但在平均增长率上已无显著的数量级差别,用增长率来比较,无法看出其增长的质量和实际周期状况。

而中国经济因为后发,过去几十年一直在补工业化和基础设施建设这门课,其经济增长还在外延扩张阶段。波动的方式和增长率的高低本身就能体现它的周期状况、各周期间的差异;另一方面,增长的质量虽然也重要,但更关键的是这种增长能否持续下去。

分析1953年—2017年我国的GDP增长率,可以看到我国经济波动方式的演变。在1976年之前,我国经济呈典型的古典式波动:周期性特征明显,起落幅度很大,时常在2位数增长和负增长之间来回。而1977年后,虽然波动幅度依然很大,周期特征仍很明显,但每次调整都只体现为增长率的下降。波动方式从古典式波动向增长型波动演化。

古典式波动的一般成因有三:经济基础比较脆弱,无论在厚度还是广度方面;外延(投资)扩张在经济增长中的占比很大,这和企业一样,过多依赖外延扩张容易发生增长的突然中断;政府在经济活动中扮演的角色以及可资调控的工具、手段。

前两个原因带有普遍性,无论过去的西方还是我国的经济。后一个则有很大区别,对西方来说,是政府对经济的放任自流,导致企业个体的高效率和社会经济整体无序之间的矛盾。

就像杜兰特说的,近100年人类社会的进步是资本主义和社会主义互相学习结果。对西方来说,其经济波动方式从古典式走向增长型是引入了政府对经济的适度干预,其关键节点是1932年罗斯福当选及其推行的罗斯福主义和以1933年发表《就业、利息和货币通论》为标志的凯恩斯主义诞生。

罗斯福主义在最初几年曾遭到美国政治精英、经济界和企业界人士的几乎一致反对。他的主张:经济不仅是经济问题,也是道德问题;政府应该帮助经济重振,帮助处于困境中的人们,和重商主义、自由资本主义传统不符,被扣上“布尔什维克主义”帽子。

而中国经济波动方式的转变则相反,一方面重心转移,一方面则是向西方学习,从计划经济体制转向更多地利用市场,搞市场经济。

但是,有两个因素没有消除。一是经济起飞阶段本身具有的对固定资产投资过于旺盛的需要,这跟“要想富,先修路”是一个道理;二是一哄而上,一哄而下。所以,尽管经济总体上已转变增长型波动,但波动的幅度依然偏大,仍带有较明显的古典式波动痕迹。

但无论对历史,还是对未来发展,笔者始终是一个进步主义者,抱持一种理性乐观主义态度。

首先,中国经济发展的不平衡和层次的丰富多样,为中国经济提供了较大回旋余地,增强了经济韧性。这个观点,我在2013年—2014年市场悲观、对中国经济和股市前景缺乏信心时强调过。当时很多人都不以为然,但一两年后,它就成了主流观点。现在的情况要比当时更严峻些,国内外的环境也发生了较大变化,但基本格局没变。要知道,这也是中国经济底盘的组成部分。

其次,后发国家有后发劣势,但也有后发的优势。其最大优势是,不需要像先行国家那样,一切都是在黑暗中摸索。很多路前人已经走过,提供了丰富多样的范本,成功或者失败的经验教训。尤其在产业结构调整和产业更新升级这一块,一切都靠盲试,才能找到正确方向——美国二十世纪七八十年代那轮宏观经济调整之所以特别痛苦、特别艰难,原因就在此,漫无方向,漫无头绪。而东亚各经济体能创造经济奇迹,很大程度上是因为从一开始就有明确的方向和目标。

改革开放40年来,中国的产业结构其实已在不知不觉中浓缩了世界100年的产业发展成果。最初,像上海这样的城市,纺织业还属支柱产业之一,其中有相当部分是上世纪二三十年代的支柱。其后是承接——承接世界产业转移;招揽——招揽先进产业;学习和模仿先进经验、先进生产技术;追赶和再创造。回头再看看,中国的产业结构和40年前相比其实已进步了几个世代,这就是一种后发优势——可以基本上靠对现成东西的承接、吸收、学习,完成大部分产业升级和更新任务。

总之,虽然宏观周期性调整不可避免,但只要坚持改革开放,坚持与世界为友为善的立国之策,有个准确的符合自己国情、符合世界格局潮流的定位,发挥好中央和地方两个积极性,处理好顶层设计和群众首创精神的关系,不好高骛远,不贪大求全,在这轮宏观调整中完成产业结构调整,并非非分之想。

至于股票市场,笔者认为从6124点来的这轮大调整,在时间结构上已过了中点,目前正处在它的下半场。