

■微言大义 Word by Word

美国国债突破17万亿,到明年再讨论债务上限时,估计已经起了几万亿了。这是什么概念?假设美国3亿人,减去25%的年轻人,再减去25%的老年人,也就1.5亿能干活的,再减去失业的和交税的估计要40%。所剩下的,即便按1亿人计算,每人欠债也要17万;如果人均工资8.5万,不吃不喝也要至少工作两年来还债。

——美国奥本海默基金公司董事总经理 李山泉

日韩是二战后罕见的几个成功现代化的经济体。人均可耕地与我们相近,但农业现代化不是靠土地大规模向资本流转,而是靠农民进城平等变市民,并帮余下农民开展农村土地整理使农田条块化。他们转型中的一个共同点是坚持农地农有农用,严禁工商资本下乡寻租,市民符合条件可申请“归农”去真当农民。

——东南大学教授华生

不少经济学家喜欢否定华尔街、否定金融市场对人类的正面贡献,可希勒教授不同。一方面,他怀疑市场的理性有效,一辈子要证明股市价格经常离谱;另一方面,他又高度赞赏金融创新、金融市场的正面作用,也设计创新过一些金融衍生品,包括美国大城市房价指数并与芝加哥期货交易所推出相应期货与期权。

——耶鲁大学金融学院教授陈志武

法马和席勒的观点完全对立。前者是“有效市场”理论的奠基人,认为资产价格任何时候都充分反映了市场信息,不可能有泡沫。席勒则认为市场是非理性的,经常会产生泡沫。2008年金融危机之后,法马成为被指责对象,席勒成为明星。不久前席勒还撰文批评有效市场论。诺贝尔奖让他们共享,可谓对立统一。

——联合国经济与社会事务部全球经济监测中心主任洪平凡

银行不良贷款增长的压力可能延续到明年下半年,因为目前逾期贷款增长较快,未来被认定为不良的压力不小;两高一剩、外向型小企业和外贸等行业经营状况持续恶化;机械设备、造船和航运等行业受外部需求影响潜在风险开始显现。鉴于银行业目前体质尚好,资产质量总体稳定,明年不良率不过1.2%的可能性较小。

——交通银行首席经济学家连平 (陈春雨 整理)

在热闹中保持清醒

付娟

经历了9月份传媒股疯狂的上涨之后,近期市场热点纷呈,主题投资扩散,一些个股行情往往带出整个板块的投资机会。比如,020(Online To Offline)与国企改革激发了整个商贸零售板块的投资热情,自贸区主题刺激了交运港口板块的上涨,还有土改、林改概念下的农业股等。

传媒板块的赚钱效应,抑或是市场对互联网的学习热情,让各路资金也关注到了“触网”的传统行业,尤其是那些许久处于估值底部的板块大幅上涨,让这种热情迅速蔓延。同时,政策往往是股市表现的最大催化剂,国企改革“主题风生水起,越来越多的迹象显示上海的国企改革似乎已经箭在弦上,一般竞争性行业的改革期望高涨,包括商贸零售、食品饮料等。

我们并不否认这些新鲜变化对传统公司所带来的增量和改善,但是这种变化往往要么涉及体制的变革,要么涉及原有商业逻辑的重构,要么涉及及管理团队的构建和提升,所有的这一切并不会像股价跑得那么快。驾驭市场情绪,获取合适的收益,是每个投资人都要学会的,但是从长期来看,我们的目标是不断地去寻找那些能把梦想快速照进现实的行业或者公司。

当然,每一个板块的上涨都有它的理由。作为市场的参与者,我们永远都要保持敏感和勤奋,敬畏市场。在剧烈的波动中,虽然你的逻辑依然存在,但是市场变得噪音多起来,嘈杂起来,短期股价表现偏离了你之前的逻辑和价值判断,这时候最应该保持一种清醒和理性,这是一种修养。

(作者系农银汇理研究部副总经理、农银消费主题、农银中小盘股票基金经理)

机构看传媒娱乐板块

板块牛市或结束 手游将一“手”遮天

证券时报记者 刘明

今年以来,传媒娱乐板块成为市场追捧的宠儿,股价一路高歌猛进。不过,近期以天舟文化、光线传媒、华谊兄弟等为代表,该板块遭遇大幅调整,这究竟是技术性回调,还是板块牛市已经结束?该板块目前的基本面能否支撑股价持续上涨,估值是否偏高?该板块未来还有哪些投资机会?就此,证券时报记者采访了海富通中小盘基金经理程霖、华润元大基金投资管理部总经理李湘杰以及广州创势翔投资公司研究总监钟志锋。

三位受访者均对传媒娱乐板块投资拥有丰富经验。Wind资讯最新数据显示,程霖管理的海富通中小盘今年单位净值增长率为30.73%,在336只同类基金中排名第89;海富通上半年持有华谊兄弟、掌趣科技、华策影视、乐视网等,并重仓持有华谊兄弟。李湘杰曾是台湾基金经理“金钻奖”的获得者。钟志锋所属的创势翔投资公司上半年成功投资掌趣科技、乐视网,不过已于6月份减持这两只股票,该公司旗下创势翔1号是今年阳光私募界最大黑马,最新数据显示,该产品以107%的年内收益排名列阳光私募行业第一。

板块阶段牛市结束

证券时报记者:对于传媒娱乐今年的强势上涨和近期的剧烈回调,您怎么看?

程霖:板块牛市可能已经告一段落,直接原因就是估值太高。不过,细分到子行业,股价的调整可能也是机会,如手游行业近年来翻倍增长,投资者可以借机寻找实实在在的有业绩、成长性确定,或未来将进一步有刺激性事件发生的个股,做中长线投资。

李湘杰:传媒娱乐板块今年的强势上涨是有基本面支撑的。例如今年前三季度电影票房163.4亿,基本与去年全年持平。今年上半年,中国游戏市场销售收入338.9亿元,较去年同期增长36.4%,而移动互联网游戏同比增速最快达119%。在中国经济增速放缓的环境下,传媒产业基本面的高成长是今年以来强势上

涨的主要原因。

近期的剧烈回调主要有两个因素,一是今年以来传媒板块涨幅过大,二是市场传闻首次公开募股(IPO)重启将对流动性产生影响。我们判断传媒行业未来的高速增长是可持续的,因此近期的回调并不影响与改变产业的中长期发展。

钟志锋:今年传媒娱乐板块的强势上涨及近期的回调,都与龙头华谊兄弟有关。今年创业板的行情助推了华谊兄弟的大涨,华谊兄弟也带动了传媒娱乐板块的活跃。

但近期华谊兄弟的新电影《狄仁杰2》表现并没有市场预期的火热,此前《西游降魔》等电影让市场预期较高,加之前期涨幅已经过高。华谊兄弟近期出现两个跌停,整个传媒娱乐板块随之回调。

板块成长性现分化

证券时报记者:基本面方面,从已经预告的业绩情况看,传媒娱乐板块前三季度仍保持较好的成长性,这种成长性能否持续?

钟志锋:经过今年的爆发式上涨,传媒娱乐板块个股估值明显偏高,如果只是靠企业的内生式增长,难以支撑现在的股价,市场更多地预期收购、并购等外延式增长带来的机会。

程霖:今年前三季度,行业里有些公司成长性不错,有的则较差,其中成长性出色的,四季度有望持续,例如手游。今年市场关注的成长股热点中,既符合国际上最前端创新

潮流的发展方向,又顺应国内经济转型中的新发展需求的领域之一就是手游。

李湘杰:传媒娱乐板块的成长性是可以持续的。未来两到三年,中国电影票房有望维持30%以上的增长。网络游戏行业未来也将保持稳健增长,其中手游有望维持50%以上的增长。另外,随着中国网络及智能机的普及,网络视频、网络购物等产业将持续高速增长。

估值判断存分歧

证券时报记者:虽然板块整体业绩维持较高增长,但股价上涨幅度更大,基本面能否支撑动辄翻倍的股价增长?您对该板块的估值怎么看?

钟志锋:目前的股价,很大程度是建立在对外延式增长的预期上,但目前市盈率在50倍左右,意味着市盈率相对盈利增长比率(PEG)为1.25,参考海外相关公司估值,并考虑到中国经济放缓的大背景下市场对于成长股的偏好,我们认为目前的估值处于合理的范围,近期的回调也适度修正了之前过高的估值。

程霖:就像前面所提到的,板块的牛市效应可能结束,回到深挖个股的时代,有点像2008年、2009年的电子股时代。投资要关注上市公司的成长性,寻找未来的行业龙头。

李湘杰:预计主要传媒公司明年的盈利仍将维持40%的增长,而目前的市盈率在50倍左右,意味着市盈率相对盈利增长比率(PEG)为1.25,参考海外相关公司估值,并考虑到中国经济放缓的大背景下市场对于成长股的偏好,我们认为目前的估值处于合理的范围,近期的回调也适度修正了之前过高的估值。

手游增长空间巨大

证券时报记者:作为符合经济转型方向的行业,长期来看,传媒娱乐板块还有多大发展空间,还有哪些投资机会?

李湘杰:长期来看,传媒娱乐板块还有很大的发展空间。比如电影市场,2012年美国电影票房达108亿美元,约670亿人民币,中国只有171亿人民币,而中国有超过13亿的人口,美国仅有3亿人口。

再比如手游市场,假设未来10亿的智能机用户中,20%为重度游戏玩家,这2亿用户拥有3%的付费率和300元的月ARPU值(每用户平均收入),对应市场规模在220亿元左右。同时,70%的用户可能是轻度休闲游戏的玩家,这7亿用户拥有35%的付费率和6元的月ARPU值,对应市场规模在180亿元左右。二者相加,约400亿元。而今年手游市场预估在80亿的市场规模,可见还有很大的成长空间。

另外,移动互联网、云计算服务、物联网应用、数字内容服务和电子商务等信息服务产业,未来还有很大的成长空间。

程霖:总体来说,传媒行业是符合国家经济转型方向的。从海外经验来看,部分行业细分领域在经济转型中会得到发展,例如日本、韩国,动漫、影视剧被大力扶持,行业规模、地位大幅提升。至于中国,影视领域的发展除了国家政策的支持以外,还需要其他方面的配合,未来前景仍有待观察。而目前可以看到的较确定的行业发展机会

在手游,既符合国际上最前端创新潮流的发展方向,又顺应国内经济转型中的大众消费需求。

相比过去的端游、页游,手游呈现极快的发展速度,其中最关键的原因就是智能手机普及带动移动互联网用户基数的猛增,以及互联网用户消费习惯的改变。并且今年在手游并购中不少涉及对赌协议,至少反映了公司对于业绩成长的信心。而影视领域的增长可能会面临困难,银幕数量已经好多年快速增长,供给增速迅猛,而票房并没有相匹配的增速。

钟志锋:我们更看好产品在大众生活中能够接触到、看得到的公司,这样便于体验式的调研、草根式的调研。例如影视、手游,我们可以通过自己的观影、手机游戏的试玩来体验公司产品。

IPO重启短期有冲击

证券时报记者:如果IPO重启,新的投资标的增多,是否会对传媒娱乐板块造成一定影响?

李湘杰:IPO的重启对于稀缺的成长股确实会有一定的影响,但是目前已经上市的公司几乎都是细分板块中的龙头公司,而龙头公司拥有的资源在行业中都是最好的,也反映在龙头的公司成长性是高产业平均的。此外,在未来还有很大的市场空间之下,同行的上市也有助于产业的进一步做强做大。综合来看,IPO的影响仅是短期的情况。

钟志锋:IPO应该会有一些的冲击,但还是要看IPO重启的时间以及具体改革方案,如果批量打包发行,一次发行很多,还是会有很大冲击。另外,IPO能否抑制高溢价、高市盈率发行也值得关注,如果发出来的依然是高市盈率甚至比现在市场标的估值还高,那对现在股价还会有提升;如果能抑制高市盈率发行,肯定也会拉低现有标的股价。

程霖:IPO重启势必会对新兴行业造成一定影响。首先是杀估值效应,会引发整个创业板估值下沉,但历史上IPO开开停停也有很多次,长期而言不会影响真正的成长股股价上涨,对市场只是波动性影响。其次,IPO重启意味着资金会有更多优质选择。此外,新兴行业都会有自己优胜劣汰的方式,例如兼并、收购,因此不必过于忧虑。

银行理财资管对非银金融机构的挑战

证券时报记者 孙晓辉

银行理财资产管理计划已是大势所趋。不少人担心其将对券商、信托及基金子公司的通道业务形成极大冲击,但笔者认为,银行理财资管计划不会对非银金融机构的发展产生“灭绝性杀伤力”。

发展规模会受限制

如果银行理财资产管理计划试点成功,是否意味着传统银行理财产品步伐将放缓乃至以后被完全取代?答案应该是否定的。从目前见诸报端的几家试点银行推出的理财资产管理计划看,关于债权类资产部分,只允许投资理财直接融资工具。

华泰证券认为,传统理财产品的步伐不会放缓。首先,传统理财产品能够将许多仍受多项银行监管限制的房地产和基建项目证券化。其次,理财产品到期后可转化为存款,而资管计划是开放式的。此外,资管计划的定价交易方式仍有待观察,尤其是在某个债权直接融资工具由一家银行的资管计划投资,并不牵涉其他交易时。

在一些券商看来,由于理财资管计划直接对接企业融资需求,企业融资成本降低,且更加便捷,资管计划高速增长很容易提升已处高位的企业杠杆水平,因此其发展规模会受到一定程度的限制。

竞争力有待验证

目前推出的几款试点银行资管

计划,在产品设计上借鉴了券商资管与基金公司产品的理念,在净值核算、信息披露、流动性管理等方面与券商资管产品类似。产品模式从之前的以预期收益率为核心转向以净值披露为核心,盈利模式从之前的赚取点差收入为主转向以管理费

和业绩报酬收入为主。广东某券商资管部总经理表示,工行资管计划起点为10万元,与之前证券公司大集合一样,但其投资范围横跨货币市场、资本市场及信贷市场,远超大集合的投资范围。若将其界定为公募产品,但其投资范围远超过公募基金,且不受证监会监管。若将其界定为私募产品,但其投资人数并不符合私募产品两百人的人数上限要求。这反映了在资管混业经营的情况下,监管套利情况日益突出,迫切需要统一监管规则。也有业内人士认为,银行理财资管计划很多问题亟须厘清,比如,资管计划的法律关系定位究竟属于信托关系还是委托关系?资管计划是否可以作为债权或股权投资的法律主体?理财资金除了放贷外,是否涉及股权投资?直接融资工具如何定价?

另有一业内人士担心,投资者初期面对理财资管计划时,基于谨慎心理,很可能会更关注此类产品的风险,不会轻易将资金投入。此外,如果收益率和其他同样投向债券和货币市场工具的产品差异不大,其竞争优势或大打折扣。

计划,在产品设计上借鉴了券商资管与基金公司产品的理念,在净值核算、信息披露、流动性管理等方面与券商资管产品类似。产品模式从之前的以预期收益率为核心转向以净值披露为核心,盈利模式从之前的赚取点差收入为主转向以管理费

和业绩报酬收入为主。广东某券商资管部总经理表示,工行资管计划起点为10万元,与之前证券公司大集合一样,但其投资范围横跨货币市场、资本市场及信贷市场,远超大集合的投资范围。若将其界定为公募产品,但其投资范围远超过公募基金,且不受证监会监管。若将其界定为私募产品,但其投资人数并不符合私募产品两百人的人数上限要求。这反映了在资管混业经营的情况下,监管套利情况日益突出,迫切需要统一监管规则。也有业内人士认为,银行理财资管计划很多问题亟须厘清,比如,资管计划的法律关系定位究竟属于信托关系还是委托关系?资管计划是否可以作为债权或股权投资的法律主体?理财资金除了放贷外,是否涉及股权投资?直接融资工具如何定价?

另有一业内人士担心,投资者初期面对理财资管计划时,基于谨慎心理,很可能会更关注此类产品的风险,不会轻易将资金投入。此外,如果收益率和其他同样投向债券和货币市场工具的产品差异不大,其竞争优势或大打折扣。

去通道化不是坏事

信托、券商资管及基金子公司的通道业务本质上是钻制度的空子,并非长久之计。从长远发展考虑,对上述机构而言,银行理财资管业务并非仅仅意味着竞争。招商证券理财产品部总经理易卫东表示,目前证券公司资产管理规模中,有90%属于通道业务。银行资管计划推出初期,因为受额度控制,其对通道业务影响并不显著。但随着此项业务的推开,银证通道业务规模将受到挤压。但东方证券认为,商业银行资管业务试点短期对券商影响有限。按照目前万分之三至千分之二的费率,即使券商完全退出通道业务,对其营业收入的影响小于1%。

长城证券李程文认为,银行资管计划会对信托、券商资管及基金子公司的通道业务产生冲击,但银行的企业文化决定了银行更倾向于做低风险投资业务,固定收益类资产投资是其主要优势。短期内,券商在资本市场上的主动管理能力、信托在实业领域项目的投资等,银行难以逾越。



投资大视野

华润元大杨凯玮:

四季度可配置债券

华润元大基金固定收益部总经理、华润元大现金收益货币基金拟任基金经理杨凯玮日前表示,由于国内金融市场受政策面影响较大,而央行未来在此方面不会有太多宽松政策,这会抑制债市的发展,预计今年四季度债券利率可能处于较高位置。近期,短融等债券品种的利率也比较高,四季度有必要配置债券。最新公布的9月份居民消费价格指数(CPI)上涨3.1%,高于市场预期。杨凯玮认为,未来CPI还会上涨,一方面由于去年CPI基数较低,

天治基金秦海燕:

短期市场风险不大

上周沪深300下跌1.72%,中小板下跌1.76%,创业板下跌2.17%。天治核心成长与天治品质优选基金经理秦海燕认为,短期市场风险不大,但要关注市场交易量和情绪的变化,中长期仍然看好符合产业升级和经济结构转型方向的行业和个股,选择三季报超预期和明年业绩成长相对确定的个股,赚估值切换的钱。

秦海燕表示,国庆节之后,传媒股出现了调整,主要是因为前期涨幅过大,获利盘太多,估值过高,下跌消化高估因素。而此前炒作的自贸区主题也有所回落,市场热情有

另一方面,猪肉等食品价格未来可能还会上涨,因此,预计央行不会有太宽松的政策出台。

杨凯玮还表示,目前是货币基金较好的建仓时点。货币基金主要投资于存款、回购和债券三类资产,存款占比大约在30%以上,部分货基可能高到50%。今年上半年,上海银行同业拆放利率较低,目前,受资金面紧张的影响,利率有所上升,新货币基金在此时投资较长时间的存款,有比较高的存款利率。(刘明)

些退潮。秦海燕表示,倾向于在科技

和通信(TMT)、环保、光伏、消费品行业中精选个股,也看好机械行业中符合产业、产品升级的公司,对于国有企业管理有望改善的公司也会持续关注和跟踪。(吴昊)