

## 二季度市场有望迎来第二波上涨

市场正在遵循“政策底—流动性底—估值底—盈利底—经济增速底”的经验过程,当前时点可能正处于盈利底。二季度有望对“经济增速底部”进行证实或者明朗化预期,该过程将伴随投资者对市场右侧的进一步确认。我们认为,市场的机会大于风险,存在第二波上行的条件与可能。

当前,市场整体估值合理。中小盘股票的绝对估值稍高,但动态估值合理,在新股定价改革背景下,后续将面临一定的估值下行压力。行业间估值差异仍然较为明显。消费、TMT的绝对估值和相对估值稍高,但与其盈利的确定性或高增长匹配,仍在合理范围。周期类大盘蓝筹的估值较低,在面临复苏反弹时具有更高弹性。

二季度市场有可能迎来今年上半年重要的第二波上涨。其积极因素主要包括以下三个方面。第一,欧洲经济继续衰退,但美国复苏预期一如既往。第二,一季度GDP增长率的快速回落有望加速国内刺激政策的出台。第三,制度红利有望持续释放。当前各项制度建设在紧锣密鼓和稳步推进中,包括资源价格改革、金融改革、行业制度创新等。

(华安基金)

智诚相伴  
INSIGHTFUL PARTNER  
华安基金  
HuaAn Funds  
客服热线: 40088 50099  
公司网站: www.huaan.com.cn  
手机基金买卖: wap.huaan.com.cn

## 经济回落趋势收敛 政策预调微调力度加大

徐莉

4月13日公布的2012年一季度国内生产总值(GDP)增速为8.1%,远低于去年四季度的8.9%,主要原因是1、2月经济的大幅下滑。但从月度来看,以工业为代表的经济走势在3月回升明显。从三大产业看,增速在一季度均有下滑,第一产业下滑幅度最大。

2012年3月固定资产投资增速为20.4%,低于1、2月21.5%的累计增速,3月投资增速回落的幅度低于市场预期,且从行业角度看投资增速回升动力不足。

信贷方面,3月新增人民币贷款10112亿元,远高于市场此前8000亿左右的一致预期,并创14个月新高。但从信贷投放结构来看,居民部门短期贷款攀升异常,需求或主要来自个体商户的周转经营。企业部门贷款有所增长,显示决策层有意通过信贷的投放而促进经济增长,但期限结构进一步短期化,暗示借贷主要为了满足流动性需求,而政策对企业中长期投资意愿的刺激力度有限。

(作者系农银中小盘股票基金基金经理助理)

农银汇理权益类基金  
绝对收益近两年列第3  
来源:海通证券《基金管理公司权益类基金绝对收益排行榜》截至2011年12月30日  
基金投资有风险

## 寻找具持续内生性增长能力的公司

冯波

在我国经济增速放缓的背景下,以外延式扩张作为企业利润主要驱动力的增长模式受到挑战。在新的经济环境下,什么样的公司利润增长更具持续性,我们应该给什么样的公司更高的估值,这些都值得我们思考。

过去10年麦当劳的股价翻了四倍,大幅战胜道琼斯指数。以中国企业的标准而言,麦当劳的增长速度并不快。最近五年收入增长大多在个位数,外延式的店铺扩张仅为2%以下。但它的店增速相当稳定,大多在5%以上,在收入增长并不快的情况下,费用率持续下降,营业利润率等都持续稳定地上升。这些都表明公司主要以内生性增长为主,经营效率在不断提升。

在行业增速放缓的环境下,企业竞争格局也将不断恶化,竞争者对存量市场的争夺将越来越激烈,这些都对企业的管理能力提出了更高的要求。我们可以预见,在这一过程中,很多行业的集中度将迅速上升:粗放的、缺乏核心竞争力、具有内生性增长能力的公司将逐步被淘汰,精细化管理的、具有内生性增长能力的市场占有率将大幅提升。

(作者系易方达科汇、行业领先基金基金经理)

# 经济下行中定向宽松政策可望发生



梁嘉

毫无疑问,中国经济增长仍处于减速通道,尽管官方年初已下调增长目标,但有一个令人担忧的问题是:如果出现持续前高后低式的增长态势,并引致从实体经济部门到金融体系的全面悲观预期,终非国家之福。虽然国内诸多经济问题是政府所能控制的,但全面悲观所引发的人民币汇率波动、资本外逃、资产价格向下起调乃至通缩却很难控制。当然,上述描述仅是一种可能,并非必然。在理性预期背景下,一种更具现实性的情况是相应的政策调整会在经济硬着陆之前发生。

### 亮点缺乏或致经济失速

今年一季度经济表现可谓平稳,但实体经济表现无法掩盖前瞻者的焦虑:中国经济增长的真实亮点何在?一方面,决策者很难再度通过巨额投资或信贷投放刺激投资者信心。即便还想如此做,但金融部门已经过高的

●结构调整将导致经济运行呈现“J曲线”状态。结构调整之所以难度较大,就是因为其具有不破不立、破字当头、立其中的特点。

●关于经济滞胀的说法或许将再度流行。事实上,货币因素、总需求因素、大宗商品价格推动因素都将导致未来一个季度内出现低于3%的物价涨幅。

●人民币汇率的渐进式升值将对中国经济体系和经济运行构成必要的保险机制。

货币存比和前期大项目投资占压过多中长期贷款已使得快速的投资增长难以为继。另一方面,决策者不太可能对资产价格的管制实施某种程度的放松,根本原因固然在于此事关政策承诺的可信度,但直接原因还在于实体经济缺乏亮点。

无论政策收紧还是结构调整,在可预见的短期都将出现经济失速。经济失速,一是企业利润、投资和融资成本暂无改观可能。二是结构调整将导致经济运行呈现“J曲线”状态。结构调整之所以难度较大,就是因为其具有不破不立、破字当头、立其中的特点。既然是破字当头,则相当部分(落后的)产出能力将在未来消失,但什么是先进的、高附加值的产业?我们正面临相当大的技术路线风险和市场风险。所谓技术路线风险是指我们找到的某些“先进”行业最终可能被证明在技术路线上是错误的,比如当前的电池动力取代内燃机在节能上的

自欺欺人——电池不是仍然来自矿物能源发电?所谓市场风险是指蜂拥而至的投资可能在瞬间导致这一行业出现市场饱和,结局是从一开始就出现产出回报无法抵补投入成本。因此,即使我们对结构调整充满信心,其对经济增长的影响或将呈现先下降而后增长的态势。

### 经济滞胀说法或难成立

3月份以及即将过去的4月均出现超过一年期存款利率的通胀水平,关于经济滞胀的说法或许将再度流行。事实上,除非出现严重的自然灾害或战争等供给或需求冲击,无论是货币因素、总需求因素、大宗商品价格推动因素都将导致在未来一个季度内出现低于3%的物价涨幅。

首先,通胀预期很难在未来半年中真实显现。通胀预期取决于货币发行,在实证研究上,虽然广义货币M<sub>2</sub>与通胀的现实关联更为紧密,但通胀预期更多地与狭义货币M<sub>1</sub>具有正相关关系。今年3月末,我国M<sub>2</sub>

余额89.56万亿元,同比增长13.4%,但M<sub>1</sub>余额27.8万亿元,同比仅增长4.4%。这反映出居民储蓄意愿在回升,而通过投机性资产持有以规避通胀风险的动机在下降。虽然当前仍可能存在对农产品的炒作,但无论资金规模还是对产品价格的上抬能力都远低于2009-2010年的情形。

其次,总需求不支持通胀持续走高。近忧是可选类消费不景气,远虑是不知何时才能真正推出中国版的国民收入倍增计划,均构成了在可预见的2012年底前很难呈现总需求的真正旺盛。而所谓的“致乱致死”恶性循环之所以不断重演,是因为总需求波动总是因投资所致,投资旺盛则泡沫化,投资萎缩则硬着陆。因此,当前投资处于低迷期,消费增长乏力,PPI等上游物价均处于低迷期,CPI的反抽最多是昙花一现。

### 定向宽松政策可望发生

如果经济存在失速可能,且通胀呈现下行态势,则以下思考就具有必要性:第一,是否有必要针对实体经济部门降低其融资成本,具体而言是能否降息。第二,经济失速背景下中国将面临怎样的潜在风险,具体而言是否会出现资本外逃。



## 投资大视野

# 金改股短炒见尾声 非银行板块长期更受宠

证券时报记者 李活活 方丽

近期,温州被国务院设为金融改革实验区,深圳金融改革透露了深圳与香港可开展双向跨境贷款、年内成立深圳前海股权交易所等重大举措,A股市场因此掀起一波“金改股”行情。如何看金融创新和改革,哪些板块将受益?本期圆桌论坛邀请汇丰晋信动态策略、低碳先锋、科技先锋基金经理邵曦咏、海富通收益增长基金经理牟永宁,大成基金非银行金融行业研究员张钟玉共同探讨。

### 金改股需区别对待

证券时报记者:“金改概念”到底是“炒地图”式的题材炒作?还是能真正服务于实体经济、通过相关上市公司的实质性改变带来投资机会?

邵曦咏:从近期推出的一系列重大金融创新措施看,中国正迎来金融创新与改革的战略机遇期,相关概念股如“小贷公司概念”、深圳前海新区概念”以及证券板块表现十分抢眼。对于这些“金改股”需区别对待,仔细甄别,区分金改是否能对业绩产生实质性的影响。从温州金融综合改革来看,核心是疏导民间资本的合理、合法流通等,小贷公司以及村镇银行成为解决民间借贷的重要途径。对相关参股小贷公司的概念股,需具体区分其对利润的贡献程度,同时应考虑公司本身的成长性。从深圳金融改革来看,这对非银行板块有正面影响。

牟永宁:金融创新对于国家的经济结构转型具有重要意义,影响深远。但金融改革是一个渐进的过程,在我国面临的经济形势和外部环境仍具有较大不确定性时,金融创新的步伐和试点将比较慎重,相关上市公司短期受益程度应该有限。

张钟玉:面对复杂严峻的国际经济形势,中国可以通过金融系统改革来提高资本配置效率,从而扩张经济增长空间,对抗国内经济硬着陆风险。随着金融创新改革的不断深入,不仅会给相关上市公司带来历史性的发展机遇,对未来自来中国经济发展的模式和方向也会产生深远影响。

### 金融改革与经济转型一致

证券时报记者:请分析一下各地金融创新改革密集出台的宏观原因和政策背景。

邵曦咏:目前我国金融行业存在的问题有:(1)间接融资比重过高,直接融资比重过低;(2)在通过银

行渠道的间接融资中,垄断和国有的成分过高,竞争和民营的成分不足。(3)资本市场的深度和广度欠缺。金融集中对大型企业、国有企业、垄断企业服务,但对中小企业、民营企业、创新型企业、科技企业等最需要资金支持的最能代表国家未来发展方向的企业服务力度有限。通过日前一系列金融创新改革,都希望借此来改善国内的金融生态环境,为经济的稳定健康发展作出持续贡献。

中国正处在金融改革的重要阶段,“十二五”规划也明确提出加强对金融市场化建设,其中利率市场化、汇率自由化、以及资本市场账户开放都是未来金融改革的重要环节。

牟永宁:温总理曾经指出,我国金融领域还存在一些突出问题和潜在风险。推进金融改革创新密集出台,长远来看是为了加快金融转型升级,并通过金融改革促使金融更好地服务实体经济。

张钟玉:在目前的宏观和政策背景下,金融创新改革的出台是对我国过去金融体制不合理之处的改变,也是对未来长期经济发展模式的探讨摸索。

证券时报记者:有观点认为,金融创新改革同当下的社会经济结构转型是一致的,您怎么看?

邵曦咏:应该说金融创新改革同经济结构转型是一致的。金融创新改革有助于:(1)提高效率;(2)加大对“三农”、“小微”企业的扶持力度;(3)促进多层次资本市场发展更好地满足高科技企业、创新型企业的资金需求,这也是符合国家发展战略新兴产业、高端装备制造政策等经济结构转型目标的。另从经济结构转型目标来看,金融创新改革促进了小企业、民营企业的发展,可能会加重社会低附加值产出以及高污染的问题。

牟永宁:在一定程度上具备一致性。在中国经济转型和发展遭遇瓶颈的大背景下,金融改革创新的核心理念在于以消除金融抑制来促进金融资源的优化分配,理顺实体与虚拟经济的发展关系,推动人民币国际化,最终目标在于实现利率与汇率形成机制的市场化。这些将有利于改变不合理的要素分配结构,并为转型中的中国经济增长提供强大动力。金融创新是当前经济发展方式转变和产业转型升级,解决实体经济企业融资

汇丰晋信基金经理邵曦咏:相对于缺乏明显业绩改善的“金改股”,更看好非银行板块,特别是券商板块。此外,保险、其他如租赁、信托等也会享受到政策红利。

海富通收益增长基金经理牟永宁:长期看,开展金融改革创新有利于推进养老保险税收优惠政策的实行,对保险业构成利好。同时,券商行业也将受益。

大成基金非银行金融行业研究员张钟玉:信托、典当、租赁公司将在温州金改中受益更多。深圳金融创新将给券商、创投等带来新发展机遇。

## 招商基金赵龙: 地产板块中长期看好

招商优势企业基金经理赵龙表示,房地产业短期将震荡,看好其中长期表现。

赵龙表示,现在房地产股是一个资本博弈的问题,短期将震荡且持续一段时间,但估计不会出现大跌的情况,尤其看好地产板块中长期后市表现。背后的支持因素在于预期经济政策将会放松,市场利率预计将下调,而由利率下调带来的流动性边际改善,市场将有充分流动性。他还预期地产股整体调整将至明年。

(方丽)

## 汇添富王珏池: 信用债有望延续前期涨势

汇添富信用债基金经理王珏池判断信用债涨势有望持续。他表示,未来经济如仍处于疲弱状态,利率产品走强,信用债也将随之上涨;若经济在政策推动下复苏,信用利差收窄,信用债相对利率产品更具优势。据此市场分析,相关信用债基金将受益,并且投资信用债基金“纯度”越高,受益度也越高。

(张哲)

## 浦银安盛陈士俊: 市场中期走势不必悲观

正在发行的浦银安盛中证锐联基本面400指数基金拟任基金经理陈士俊表示,由于信贷数据远远低于预期,PMI数据出现下滑以及政策放松力度远未达市场此前预期等因素,对市场继续看涨的信心造成较大负面影响,所以3月市场出现大幅调整。短期来看,市场可能依然呈现震荡,但市场中期走势不用悲观,一方面资金价格持续下行推升估值,另一方面经济回升也将支撑盈利见底回升,从长期来看,这也恰恰为投资基本面400指数提供了合理估值下较好的市场机会。

(程俊琳)