

北京圆桌

市场底部已探明一半

房地产泡沫、地方政府融资平台风险尚未完全消除，一定程度上增加了市场担忧。阳光保险集团资产管理中心首席经济学家温永鹏认为，随着政策微调效果显现，流动性将进一步好转，如果不出意外，明年资本市场的总体表现有望好于今年。华宝信托副总裁王波认为，当前2300点是底部水平，反弹高度将取决于政策力度与未来探明经济底过程中出现各类状况的组合。交通银行金融研究中心副总经理周昆平认为，在货币政策整体操作空间不大的情况下，应发挥财政政策的定向调节作用。

温永鹏：
明年市场表现有望好于今年

2011年对资本市场的参与者来说是痛苦与煎熬的一年，股债双熊市场格局令绝大多数投资者颗粒无收。至三季度末，62家公募基金公司累计亏损2510.74亿元，而全市场64家基金公司的资产总规模已缩水至2.13万亿元。侧重长期投资的保险机构也出现大规模的浮亏，分析师估计，人寿、平安和太保前三季度累计浮亏600亿元。



嘉 宾：华宝信托副总裁、投资总监 王波（上）
交通银行金融研究中心副总经理 周昆平（左）
阳光保险集团资产管理中心首席经济学家 温永鹏（右）
主持人：中国证券报记者 高改芳

一定的吸引力，同时也具备一定的安全边际。

王波： 市场底部已探明一半

我认为A股的止跌上涨，必须经过构筑政策和经济双底才能夯实。

目前通过汇金增持，监管单位换帅，货币政策定向微调预期，以及传言中的社保与保险资金的积极筹划入市等情况来看，政策底信号已经显现。

我一直反对前期市场不少多头的

一个观点，即认为许多个股估值已低于上证1664点的水平，从而得出市场悲观过度的结论。我觉得当前市盈率低于历史水平并不代表便宜乃至得出底部结论。此中存在一个重要变量是，目前全股市市盈率所对应的实际利率水平的问题。

经典理论告诉我们市盈率是市场利率的倒数。当前市场实际利率大体有几种情况：对于相对有充足保障措施的高利贷而言一般在18%~20%左右，100万起步的信托产品收益率为

8%-12%，10万起步的银行理财产品大概在5%-7%之间，个人房贷利率水平目前是4.75%-7.5%之间，交易所交易的信用债收益率水平也在8%-12%左右。那么模糊地大体认为市场的平均实际收益率水平在7%-9%之间。而以10月28日收盘计算，上证指数平均PE为14.08倍，沪深300指数为13.19倍，中证100指数和180价值及成长指数均不到12倍，大体在对应区间内。低于10倍的是各种金融类指数，所以今年金融板块出现了大幅度的相对超额收益机会。

因此，政策底的积极意义在于向市场发出信号：货币政策不会继续收紧，社会资金紧绷程度已经处于顶部区域。这意味着A股市场外在由实际利率所要求的市盈率水平不需要再降低了，这是当前支撑2300点的最重要的内在因素。从这个角度而言，中小板与创业板承受的压力比较大，唯有依靠未来业绩大幅度增长以降低自身PE水平。今后中小板创业板个股分化将趋严重，在大小非解禁前后极有可能出现业绩变化的分水岭。

内在估值水平能否提升取决于上市公司业绩，因此市场还需要经受经济底的考验。从公布的季报来看，上市公司三季度业绩的环比趋势并不乐观。

未来经济将面临三重考验：一是外部欧美债务问题的综合影响，二是内部短期的资金链紧绷问题，三是内部的长期问题，即房地产行业出现拐点后对经济增长的长期影响。即使最悲观的研究员，目前也未将全市场盈利增长水平调为负值，这就意味着只要市场实际利率水平不再意外走高，当前上证指数2300点左右所对应的估值不会再次恶化。

因此，当前2300点是底部水平，反弹高度将取决于政策力度与未来探明经济底过程中出现各类状况的组合。从现在到2012年春节前，将是较好的时间窗口，这段时间指数有望反弹到2600~2800区间；如果政策给力的话，不排除通过两阶段方式试探3000点，当然股票供应将随时会给反弹热情与节奏泼冷水。

周昆平： 发挥财政政策定向调节作用

为了规范政府的融资行为，缓解商业银行政府融资平台贷款风险，10月20日，财政部颁发了《2011年地方政府自行发债试点办法》，上海市、浙江省、广东省、深圳市成为地方政府自行发债试点。这是中央推进地方政府阳光财政、阳光融资的一个重要措施，也是里程碑式的改革和进步。

由于国际经济复苏趋缓，我国经济增长目前也有放缓迹象。因此，宏观经济政策需要在防通胀和保增长方面实现平衡。在货币政策整体操作空间不大的情况下，发挥财政政策的定向调节作用是比较好的选择。保障房建设是未来经济增长的一个重要驱动因素，而资金来源成为能否完成保障房建设的关键问题。在货币政策基调不变、信贷规模总体控制的背景下，给予地方政府一定的自主发债权，拓宽其资金来源，可在一定程度上保证保障性住房建设目标的完成；同时也可推动经济增长，是积极财政政策的一种具体体现。

启动地方政府自行发债的意义在于：进一步拓展政府融资渠道，改善地方政府融资模式；地方政府直接发债，可以将债务的发行与支出纳入政府预算之中，有效避免目前地方政府通过政府融资平台盲目举债行为；为地方政府今后自主发债进行试点探索，进一步规范政府融资行为；发行地方政府债券可以缓解地方融资平台的偿债压力，明后年将是政府融资平台贷款还款的高峰期。尽管这次地方债总规模比较小，在改善商业银行政府融资平台贷款质量方面的作用有限，但开启了解决地方偿债压力的一种新途径；有利于丰富我国债券市场的产品种类。

尽管目前市场对推出地方债褒贬不一，有人认为对此前深受地方政府融资平台贷款问题困扰的银行带来实质性利好，也有人认为是地方政府融资的一种变相“借新还旧”方式，引发市场担忧情绪。但总体来说，地方债的制度要比平台贷款更为市场化、更加透明，是里程碑式的改革和进步。

保资瞭望台

大行情的周期



口海康人寿投资部经理 刘思恩

最近和一个朋友聊股票，他冷不丁来了一句：2008年后，已经三年多没有像样的牛市了。我愣了一下，细细想来，不由得感慨起来。这个朋友是半生不熟的股民，入市五年，赶上了从1000点到6000点的超级大牛市，也遭遇了2008年的特大熊市。有过这种经历的投资者，涨一倍的牛市在他眼里也是毛毛雨——诸如2009年的绝地反弹翻倍行情。

相比之下，我这个老而不朽的投资者，越来越小家子气，最近几年一直在寻找一些赚10%~20%的机会，比如2009年下半年的新股、今年的高折价封闭式债券基金、分级债券基金等。其实长线而言，再好的股市里年均能赚20%已经很爽了。加上个人的正常收入积蓄后的追加投资，持续个20年到30年，这个投资者在退休时至少应该是个经济富裕的中产阶级了。当然，很多做股票的朋友志不在此，而是有更远大的野心，那就道不同不相为谋了。

不过，这个朋友说到三年多没大牛市了，让我进而想起牛熊市的周期问题。笔者是1994年开始接触股票的，回头看看这十七年，直感每隔四年左右会有一次大牛市。比如1996年的特大牛市后，过了四年才又有一波很“爽”的单边牛市。而2001年做头后，又要熬四年才等到2005年的股灾行情。

为什么会正好有这个四年的间隔呢？当然，很多人喜欢用经济周期之类的理由去解释，但我

场重新审视中国科技产业的前景和应用。因此，以神8发射并与“天宫”对接为契机，市场还将演绎科技股成长性估值的神话。中国正在考虑将进口贸易上升为国家战略，新能源汽车等推出时间可能会超出市场预想，软件等新产业政策