财经圆桌

僵局待破 二季度或有交易性机会

清明小长假后，市场暂别阴霾，股指能否就此走出震荡？政策僵局何时能破？本期财经圆桌邀请申银万国证券研究所首席宏观分析师李慧勇、东北证券研究咨询分公司机构策略部经理冯志远、东吴证券研究所首席策略师寇建勋三位嘉宾，就此展开讨论。

政策僵局待打破

中国证券报：一季度已经过去，经济增速调整已为市场所接受，但目前距离政策出手还有多远呢？

李慧勇：从数据来看，3月PMI53.1%，基本符合预期。不过这也不是一个太好的数据，PMI上升2.1个百分点，回升幅度仅仅比2011年高。PMI季节回升，但升幅低于预期，反映经济在调整，但仍是软着陆的事实。我们预计一季度经济增长8.4%，3月CPI上涨3.2%，与我们提出的“GDP破8、CPI破3”的政策出手的条件仍有距离，政策僵局仍有待打破。

冯志远：从目前公布的数据看，消费、投资、出口、信贷数据同时疲软，人民币汇率的宽幅震荡也与往年不同。我们认为，中国经济真正转变经济增长方式的时点已经到来，经济增速下滑是调结构必须伴随的痛苦过程，十二五规划对未来5年的经济增速预期是7%，这意味着经济增速下滑只是刚刚开始，远没有到结束的时候。但伴随经济增速下移，继续降准甚至降息等逆周期货币政策都是可以期待的，但这些政策的出台只是让过渡期变得平滑，而不是像4万亿元投资那样让经济增速逆转。

寇建勋：随着更多民生项目投资启动，宏观经济将逐步走出不利环境，市场悲观预期也将回归理性。一方面，政府将对经济进行适时微调，这意味着重点民生领域内的投资应该很快推进，这将对经济“稳增长”起到重要作用；另一方面，3月PMI指数高达53.1%，显示3月以后中国经济逐渐显现活力，这对投资者信心有较大的正面作用。而经济情况的好转是投资者判断未来市场好坏的关键指标，随着一季度经济数据逐渐公布，宏观经济将会支撑国内资本市场的上涨。

中国证券报：今年二季度能否迎来市场所认为的经济底？

李慧勇：目前市场力量主导的出口和房地产投资都在继续走弱，仅靠市场力量经济难以企稳。预计随着GDP增速越来越接近7.5%的容忍底线（破8），将倒逼政府启动稳增长机制；CPI涨幅回落降低管理层对通货膨胀的担心（破3），为政府稳增长创造条件，政策将通过降准、降息、加大开工重点十二五项目来对经济进行托底，促进经济底部企稳。

股指蹒跚阻力何在

中国证券报：小长假过后，市场为何一反疲态走出阴霾？

寇建勋：一是政策回暖，清明节期间，证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》，标志着管理层启动新一轮发行改革，对挤压二级市场新股泡沫具有正面意义。二是增加QFII和RQ-FII额度，为市场引入超过3600亿元人民币新增资金，提振了市场人气。三是温总理关于尽快出台预调微调措施的讲话，点燃了投资者对政策放松的预期。四是清明节期间主流媒体为市场创造偏暖的舆论环境。这些积极因素共同作用，一定程度上对冲了清明前市场下跌带来的负面影响，增强了投资者信心。

冯志远：管理层一直提示炒小炒新风险，但市场始终不予理会，因此，新三板的推行，放宽创业板上市标准，将极大程度地抑制投机的作用。在当前新股发行制度改革前提下，中小盘题材、概念股和缺乏成长性的中小市值股票将面临巨大的下跌风险，大小盘估值差也会在下跌中回归到合理水平。而蓝筹股也会在调整中逐步见底，但此蓝筹非彼蓝筹，蓝筹股将伴随着转型而重新定义，类似10年前的万科和中联重科一定会展现在投资者面前。

中国证券报：前期不仅是小盘股率先领跌，大盘股也失去抵抗。原因何在？

冯志远：一是今年以来最大IPO中信重工拟发行6.85亿股，二是工业企业利润27个月来首现负增长，同比下降5.2%。再者，目前关于养老金投资的领域依然不明朗，可转存定期存款和国债仍然是其主要投资方向。

我们认为，前期暴跌的深层次原因仍然是产业资本3月继续呈现净减持，而估值底尤其是中小盘的估值并未见底，市场对新三板的推出将影响目前的中小市值公司的估值体系的情绪进一步放大，经济底的延后且不确定导致对政策预期的弱化，催化了股指暴跌。

预期市场会进一步冲高，然后回落。回落的逻辑是，我们认为经济在二季度见底的判断并不靠谱。虽然未来经济存在硬着陆的可能性非常小，但持续缓慢的调整可能更有利于通胀、房价的充分调整。同时，在政策目标约束与财政货币政策适度宽松的作用下，经济将呈现调整放缓，经济见底的时间会进一步延后，甚至难以确定。

把握交易性机会

中国证券报：目前看，哪些政策将对市场形成比较大的影响？

寇建勋：一是新股发行改革政策，如果这一政策能得到有效落实，将会遏制“新股热”现象，降低新股价格，从而降低市场定价水平，提高市场参与价值；二是货币政策取向。货币政策在很大程度上决定了经济中的流动性，如果货币政策形成好转预期，将会非常有利于后市运行；三是资本市场自身建设，也将对后市运行带来比较大的影响。比如融资融券推进速度、QFII和RQFII扩容、多层次资本市场制度建设和金融产品创新等。我们认为二季度的政策环境将会显著好于2010年和2011年二季度的政策环境，四月不会像前两年那样出台大规模调控政策，更多预期应该是政策放松的信号，因此市场不会出现前两年二季度大盘见顶的走势。

中国证券报：一季度银行股业绩表现不俗，但为何市场对银行担忧不减？如何看待上市公司年报业绩行情？

冯志远：截至3月30日，全部A股已经披露年报公司为1239家（其中金融服务类公司27家），披露业绩快报的公司为780家（其中金融服务类16家），从已知业绩的2019家上市公司看，整体上实现了近12.88%的同比增长，其中：金融服务类增速为22.04%，非金融类增速为4.64%。从单季度业绩情况看，全部A股第四季度业绩同比增速为-6.17%，非金融类上市公司为-18.33%，金融服务类第四季度实现同比增速为9.43%。在经济探底过程中，上市公司整体业绩也将进一步回落，预计2012年一季度非金融类上市公司整体业绩增速将继续回落5%-10%。银行股最多也是交易性机会，趋势性机会依然看不到。

中国证券报：二季度机会将来自哪些领域？

寇建勋：投资者可以从“三条主线”把握二季度投资机会。一是市场风格主线。我们把最近几年表现较好的二季度板块和行业进行梳理，旅游、医药板块存在超额收益的机会；二是业绩主线，关注年报、季报业绩预增上市公司，特别是那些在经济增速下行背景下业绩仍能平稳成长的行业；三是政策带来的交易性机会。中国经济转型需要以新能源、新材料、信息技术等行业的接力，不排除二季度国家推出新能源汽车、新一代信息技术等领域的重大支持政策，投资者可以坚持自下而上策略，从中选择具备技术优势和成长优势的公司。

券商点金指

紧跟主题投资步伐

□东方证券研究所首席策略师 邵宇

我们预测2012年GDP增速将下降至8.2%左右，全年CPI同比降至3.8%左右。二季度，国内出口增速将降至11%，而城镇固定资产投资增速将降至20%，这是因为货币政策放松的节奏明显滞后，政府对房价调控的态度异常坚决，未来房地产市场出现深度调整的风险在加大。国内外经验显示，房地产市场的调整对宏观经济有重要影响。

但我们认为房地产调控带来的投资下行是一个可控的着陆过程，而外需萎缩带来的出口下滑是预期中的中长期现象，加上偏紧的流动性，中国经济的短期下行趋势已经非常确定。二季度或是经济最为困难的时期。

当前在通胀下行的过程中，PPI比CPI下跌更快，上游和中游遭遇更大的产品价格压力，景气将低于下游行业。成品油、煤炭、钢铁、化肥、汽车等生产资料的订单和库存统计显示，中游行业的需求在减少，库存在积压。

1-2月，工业企业累计营收同比增速从前期的27.2%骤跌至13.4%，利润同比增速则从前期的25.3%跌至-5.2%。企业营收的骤跌只在2009年一季度出现过，当时从2008年四季度的24.1%跌至-3.1%。根据我们调研，由于对经济前景悲观，春节后企业经营活动恢复缓慢，居民消费能力相对低迷，基建和地产开工也不旺盛。

今年1-2月，工业总产值累计同比大幅下滑至15.6%，其中，重工业增速14%，两年来首次低于轻工业增速的19%，也是10多年历史上第二次出现，上一次是在2009年初。由于重工业的弹性远大于轻工业，当经济周期向下时，重工业的反应最强烈。不同的是，2009年的重度萧条有强力刺激政策，而目前的适度衰退暂时看不到政策放松的迹象。在接下来的两个季度里，如果没有强力政策出台，轻工业增速快于重工业的情况可能仍将持续。如无重大政策变化，制造业景气将继续向下游聚集。

由于企业营收减少，企业下调盈利预测是大概率事件。

截至3月26日，已有328家上市公司公布2011年报数据，没有公布年报的上市公司中有近1200家公布了业绩预告，结合部分大盘股的业绩预测，我们对各行业2011年的盈利增速作出预测。

从目前的估值来看，由于盈利增速被高估，指数估值存在一定程度的低估。上证指数2011年的估值水平为11.72倍，而2012年为9.95倍。而我们根据目前已公布的年报数据推算出当前的估值水平分别为12.29倍和11.2倍，表明当前市场估值并不如大家设想的便宜。

在2012年年度策略报告中，我们建立的核心测算表中分为极度悲观、中性偏悲观、中性和极度乐观。根据最新盈利预期，我们预计2012年上证全年的盈利增速为9.72%，基本上属于中性偏悲观情景。

今年的市场波动变化大致体现为上下上的N字形态。全年的长期机会体现在两个领域：流动性改善的初期，主题投资将格外活跃；通胀下行中，下游行业有更稳定的基本面。

从市场角度看，上市公司2011年年报和一季报陆续推出，失望大于惊喜，业绩下滑将导致分析师下调盈利预测，进而压迫估值。市场高于基本面的部分将会持续面临回调压力，并且很可能超调，因为市场的弹性远大于实体经济。

因此，配置上我们建议全年紧跟主题投资步伐，中期看好中档大众消费、医药和科技类，同时在一季度和三季度波段操作周期品种。二季度可以弹性配置地产和券商，中性部分来自公用事业与交运；轻度防御部分来自大消费，深度防御可以选择保险和银行。

中证之声

文化传媒 风景这边独好

□本报记者 张洁

宏观经济减速，文化传媒产业却是“风景这边独好”。

去年10月，十七届六中全会提出加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱产业，点燃了文化传媒产业投资热情。随后，一系列产业扶持政策的密集出台，让文化产业顷刻间变身为各路资本竞相角力的新“战场”。浙报传媒的借壳上市，拉开了新一轮文化传媒企业上市高潮。

业内人士认为，在国家政策的积极导向下，2012年文化产业中的细分行业将有不同程度的表现，其中影视、广告、互动新媒体将继续保持高速增长，而出版企业的转型升级也将在新兴产业发展契机中获益。

影视“蛋糕”诱人

近年来，煤、矿、房地产商等资本大鳄纷纷爆出涉足影视行业，影视行业资金充裕而资源稀缺，不断推高的版权、制作、发行等成本，却无法阻止资本投入的热情。

2010年中国国内电影票房收入首次突破百亿大关，成为市场热点。电影院的建设也随之进入一个持续增长的时期。资料显示，电影院的建设在“十一五”期间增长超过了60%，2010年末全国电影院数目达到2000家，预计2012年末这一数字将达3370家。

值得注意的是，不少房地产商不炒房产炒影院，其中最具代表的是即将冲刺IPO的万达影院。第一创业最新的研究报告指出，银幕增长推动电影公映数量和票房增长，2011年电影院数量比上年增长35%，银幕数量达9000块，比上年同期增长43%。这为2012年全行业整体票房的增长奠定了基础，也预示着2012年电影院之间的竞争将会加剧。

电影投资主体持续增多，推动影视投资升温。2010年底电影投资主体比“十一五”末期增加了近一倍。但投资过热也带来产业风险，未来行业整合将加剧。

跨行业结合成为当下投资趋势，颇具盛名的时代华纳影城和迪士尼乐园的成功结合，成为业界效仿的案例，我国从2011年也开始投入建设一批类似的电影文化产业园。

新媒体“势不可挡”

受益于影视产业蓬勃发展，视频网站成为新媒体中获益最明显的分行业。宏源证券分析报告指出，视频网站对影视剧需求巨大，因为影视剧是吸引用户流量的主要来源。资料显示，电视剧播放量在优酷月度总播放中所占比重已超过75%，且呈上升趋势，此外，为形成差异化品牌特色，搜狐视频等网站现已试水度假版权独播模式。

分析人士认为，未来视频网站将进入拉锯战，越来越多的网站或尝试独播模式，势必推动网络版权价格上升，这对版权分销商乐视网来说，无疑是利好。乐视网2011年年报显示，网络视频版权分销的收入为3.56亿元，占整个营收的比重将近六成。

此外，视频网站自制小成本电影有望为新媒体注入新血液。这对于长期难以收回投资的小成本电影和无法通过院线渠道播放的影片，无疑是一个新的途径。我们预计2011年全国非院线获得的版权收入有望达到10亿元。

由于网络视频广告受到广告主认可，网络视频广告市场快速增长，视频网站购剧支出有上升空间。优酷、土豆等主要视频网站的广告主数量均呈较快增长态势；相对于电视广告，网络视频广告具有显著性价比优势，且对15岁至40岁的主力消费人群渗透度高。预计未来3年网络视频广告市场将保持40%以上的高速增长。

传统出版获“新生”

数字阅读习惯逐渐成为主流，数字出版模式逐渐替代传统出版模式。分析人士认为，对于平面媒体行业的上市公司来说，短期内通过数字媒体来实现大规模的营收仍比较困难。但是，发展数媒是目前各家公司的重中之重。

业内人士表示，在“十二五”的初期阶段，在投入巨大而收入有限的情况下，出版传媒类公司要关注数媒业务发展的风险。另一方面，上市的出版公司在数媒阶段不容忽视的优势就是内容版权优势。

据了解，2011年是平面媒体转企改制的重要收官之年，截至目前全国已有1600余家非时政类报刊出版单位转换了“企业身份证”，3000多家国有新华书店和10万多家国有印刷单位完成了转企改制，581家出版单位基本完成转企改制。

平面媒体的并购整合以及板块扩容成为最大看点。规模较大的企业在整合中最有优势成为行业内的航母级企业。

预计2012年中国报纸整体广告收入增长将会略高于GDP增速。未来中国报纸市场的增长有两个重要推动因素。一是城市化，二是消费的增加。中国报业由于涉及到新闻内容，因此行业门槛很高。现有市场中的优秀者将占有长久的优势，其市场份额将上升并带来利润的增长。

光大永明投资连结保险
投资单位价格公告

本次评估日期：2012年3月29日至2012年4月4日

投资账户名称	3月29日		3月30日		4月2日		4月3日		4月4日	
	买入价	卖出价	买入价	卖出价						
稳健型投资账户	2.0012	1.9620	2.0036	1.9644						
平衡型投资账户	1.9387	1.9007	1.9410	1.9030						
进取型投资账户	2.3981	2.3511	2.4281	2.3805						
指数型投资账户	0.9296	0.9114	0.9344	0.9161						
货币市场投资账户	1.1198	1.0979	1.1199	1.0980						

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

对冲交易正当时

□许维鸿

对于一国的金融生态，衍生品交易是必不可少的一环。投机者和套利者通过衍生品交易，“填平”不同期限、不同公司、不同行业的定价“不合理”差距，使得金融市场的定价功能更加完备。在中国，衍生品交易还有着更大的历史使命，那就是促进利率市场化的发展。

最近的博鳌论坛，诸方学者激辩中国利率市场化的路径设计，但集中在以银行为主体的自上而下监管层面。

笔者认为，中国的利率市场早已形成，民间融资的定价机制已经运行多年，所缺乏的除了正式的认可，更重要的是交易工具的完备，即金融衍生品的交易手段。我们已经熟悉的股指期货交易，在定价中对于利率期限结构的依赖，就远比股票现货市场重要得多。

对于投资者，金融衍生品的丰富给套利交易和对冲交易带来了更多的盈利机会。可以说，机构投资者和个人投资者的博弈，只有在金融衍生品成为“常规武器”后，才能真正成为平等的竞争！而且，以往不法机构通过信息不对称而获利的“鸡鸣狗盗”，只有对冲交易才能予以制衡和化解。

2012年一季度的宏观经济运行，正如我们去年年底所预测的，是一个产能持续收缩、货币政策逐渐放松、财政政策暂时观望的过程，上市公司盈利预期不如去年。

好在股票市场在2011年底已经充分下跌，留给2012年上半年的更多还是箱体震荡，结构性的价格再分化。唯一值得股民担忧的，是这种不温不火的“牛皮市”，还要持续多长时间？

其实，牛皮市也有赢利的渠道，那就是通过对冲交易，寻找结构性的投资机会。国外发达金融市场早已经运行多年的“多-空头组合策略（Long-short Strategy）”就是一个成熟的模式，也是国际对冲基金（Hedge Fund）中最常见、规模最大的基金品种。通过主动性的策略判断和被动性的程序化交易，投资者可以结合“做多、做空”股票或行业。这种策略已经被反复验证，最适合预期分歧的“牛皮市”行情。

A股市场的转融通机制已经箭在弦上，各大证券公司的融资融券业务也已经渐入佳境，加上市场走势处于持续震荡中，此时开始A股对冲交易可以说是正当时。具体在操作上，针对两融业务和转融通业务对客户资金量的要求，笔者认为证券公司应该迅速设计客户化、针对性强的理财产品，利用现有的行业、公司研究优势，结合程序化选股模型，帮助股民“试水”做空交易，在震荡市场中盈利。

投资者所期盼和呼吁的，是监管机构对于这种金融创新的认同。在中国金融发展历史上，有过债券期货引发的系统性金融风险，美国次贷危机又给衍生品交易蒙上了过度投机的“坏名声”。

但是，没有一个成熟的金融衍生品市场，利率市场化也就无从谈起；没有一个成熟的金融衍生品市场，人民币国际化的梦想就不可能实现。才显峥嵘的本土人民币股票对冲交易，正是中国金融强国的坚实起点。