

财经圆桌

左手蓝筹 右手成长

本周创业板和中小板在预期中冲高回落，而金融地产带动股指企稳回升。市场结构转换和个股分化背后的推动因素是什么？此消彼长，蓝筹是投资者最爱，还是成长不改心头好？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、国金证券研究所策略分析师陶敬刚以及海通证券研究所策略分析师荀玉根三位嘉宾，共同展开讨论。

流动性蜜月延续

中国证券报：目前，资金面是否仍旧充沛？

李慧勇：在春季报告中我们强调2季度仍然处于流动性的蜜月期，刚公布的4月新增外汇占款数据进一步验证了我们的判断。由于多国央行连续降息，国内外息差扩大以及人民币升值预期，大量国际资金跨境流入我国，使得2季度货币宽松格局延续，也使得货币政策处于较被动的境地。预计央行将更多地运用相对灵活的公开市场操作工具来进行调控。

4月新增外汇占款为2943.55亿元，当月新增外汇占款较上月增加580.53亿元，为2012年12月以来连续第5个月正增长。4月新增外汇占款延续了1季度增强强劲的势头。假设4月外商直接投资延续上月升势，以当月外贸对我国投资增速为5%计算，我们测算出4月份“热钱”流入307.19亿美元，比上月多增47.51亿美元，资金连续4个月跨境流入我国。

陶敬刚：在全球新一轮货币放水的初期，国内流动性还在改善，全球博弈下被动降息的预期也在升温。低利率环境对成长股的泡沫化进程构成支撑。目前无法判断这一逻辑结束的确切时间，但是需要关注逻辑破灭的触发因素：在流动性水平不断攀升的过程中央行被动收紧，并超出中性的水平；IPO的开启，导致股票供给迅速扩大，从而导致成长股估值风险的阶段性释放。

中国证券报：热钱持续涌入对我国货币政策有多大影响？
李慧勇：今年3月以来多个国家央行连续降息，使得我国利率相对于国际市场偏高。同时，人民币升值预期仍在持续，导致了部分国际资金跨境流入压力增大。

慧眼看市

经济持续弱复苏

□大摩华鑫基金公司

4月末M2余额103.26万亿元，同比增长16.1%，增速高于上月的15.7%；M1余额30.76万亿，同比增长11.9%，基本与上月相当。

4月社会融资总量达1.75万亿元，虽然环比上月减少了7900亿元，但需要考虑季末货币投放普遍增多的季节性因素影响；而4月份的同比增量甚至高于3月份的同比增量。

M2与社会融资总量同比均超预期，包括了企业中长期信贷、债券融资、信托融资和委托融资的企业中长期投资项目融资总额均大幅增加，目前已经处于历史高位，显示社会中长期资金得到支持。受到货币供给扩张的影响，市场资金利率目前维持下滑。

从外围环境来看，尽管美联储退出刺激政策的传言不断，但在美国失业率达到政策目标且通胀预期起来之前，预计美联储大规模退出QE的可能性依然较低。除美国外，日本、澳大利亚、欧洲和韩国等纷纷推出QE，外围流动性目前持续充裕。对国内市场而言，国际宽松将通过外汇占款等方式增加中国市场的资金流入。而中国央行重启央票回收流动性，降息预期打破，再加上中国利率水平明显高于全球其它国家，套利交易会吸引外汇热钱流入，从而进一步推动国内的流动性。

从国内政策来看，央行目前或面临两难局面。尽管央行在一季报货币政策报告中提到了“对信贷的总额控制”，但基于目前较为疲弱的经济环境，且强势的人民币走势，如果收紧货币供应则会导致人民币升值压力进一步增强，进一步打击出口产业；另一方面一季度经济增长较为疲弱，如果收紧货币，今年全年7.5%的政策目标可能就难以达到。当然，从

央票重启、持续正回购以及外管局出台加强资本流入管理新规等，表明货币政策进一步放松的空间不大。结合当前情况看，增大利率和汇率弹性是方向，但这需要一个恰当的时机。在此之前，我们预计央行将运用相对更为灵活的公开市场操作工具，以保证货币供给处于合理水平。

荀玉根：在利率市场化的进程中，金融产品市场将会发生一些重要变化，或对证券市场影响深远。

一方面，各国在放开利率上限时，市场利率都出现较为一致的先升后降的情况，利率中枢下移对股市估值形成支撑。另一方面，随着利率市场化改革深入，金融市场资产由固定收益类资产向证券市场转移。利率市场化深化时美国家庭及非营利组织的金融资产配置开始加大对股票的投资，这种情况在韩国和台湾市场也出现。过去一年是我国利率市场化早期，理财产品、信托产品量价齐升，利率明显高于10年期国债收益率，股市估值受到抑制。当前固收类金融产品风险开始显性化，无风险利率参照将回归国债收益率。从去年年底来房地产、基建相关信托已经出现量价齐跌，8号文后理财产品发行规模也出现下降，未来收益率将进一步回落，这将有助于股市估值修复。

公司盈利弱改善

中国证券报：对五月份市场的总体判断是什么？

陶敬刚：我们认为复苏逻辑遇阻，表外流动性收缩，风险偏好下降，对市场维持谨慎看法，强调风险过大机会。

荀玉根：我们认为趋势不悲观。4月PPI数据同比低于预期，医药低于预期，缘于收入仅增长15%（此前稳定在20%左右），收入增长压力叠加下半年将进入各种招标阶段，行业负面压力显现。食品高增长主要由双汇带动，伊利增长低于预期，小食品低于预期的较多。

建议超配通信设备、景气反转、家电、电力低估值，预期中

反弹，再次显示复苏乏力，但市场表现平稳，显示市场对经济增长的预期已较低，悲观数据对股市冲击

有限。此外，利率市场化进程提速，从中长期对A股形成支撑。我们认为对于指数无需悲观，尤其是上证50为代表的大盘蓝筹PE已经比2012年中枢低近10%，有估值修复空间。

中国证券报：从上市公司的业绩改善情况看，有哪些值得关注的变化？

陶敬刚：上市公司2012年报及2013一季报可以看出，上市公司的盈利弱改善、分化更严重，中小板、创业板整体增速继续低于预期，但板块内分化大，龙头个股继续高增长。中小板、创业板2012年利润分别增长-9%、-5%；收入仍显示出成长性，分别增长15%、19%，远好于非金融7%的水平，但毛利率下滑、费用率上升导致净利润增速反而不及非金融整体。预期2013年上市公司利润增长7%，非金融、金融分别增长5%、11%。我们预计2季度非金融收入增速、净利率较1季度略有改善，3、4季度环比逐渐下滑。改善集中在少部分行业：金融、大额消费、地产及建筑装饰、汽车、家电）、新兴消费（消费电子、传媒、网络服务）及部分细分小行业，大部分行业继续惨淡。行业龙头普遍具有成本优势，定价权真正显现作用。

目前的热点板块中电子、传媒高增长；医药、食品低于预期。医药低于预期，缘于收入仅增长15%（此前稳定在20%左右），收入增长压力叠加下半年将进入各种招标阶段，行业负面压力显现。食品高增长主要由双汇带动，伊利增长低于预期，小食品低于预期的较多。

陶敬刚：在5月行情中，TMT行情最为突出。自去年12月以来的反弹，涨幅居前的十大行业中，仅有食品、汽车相对传统，其余均为TMT、环保、军工、医药等



国金证券研究所策略分析师
陶敬刚

海通证券研究所策略分析师
荀玉根

主持人：本报记者 朱茵

（继）和水务 估值过高、与稳定的业绩增速不匹配）。

市场风格会否转换

中国证券报：近期A股小幅反弹，最显著的是5月以来创业板指数加速上涨逾10%，而近期金融地产也略有表现，市场风格是否会转换？

荀玉根：我们的配置坚持“舍中间、执两端”。继续看淡投资品，重点看好金融、地产、汽车等低估值蓝筹，持有有业绩支撑的龙头成长股。

陶敬刚：在5月行情中，TMT行情最为突出。自去年12月以来的反弹，涨幅居前的十大行业中，仅有食品、汽车相对传统，其余均为TMT、环保、军工、医药等

新兴成长行业，传统投资驱动的周期品以及传统消费股表现显著落后。行情分化已经成为现实。

究其原因，商业周期的弱化导致了传统周期、消费行业盈利和估值弹性的弱化，行业轮动减弱；具备长期投资价值和赚钱效应的板块越来越少，主要集中在全球产业链的电子、新能源、内需爆发的医药、传媒、移动互联、政策驱动的环保、军工、通信等板块，这些板块个股主要在创业板和中小板中。

从2012年12月4日至2013年5月9日，涨幅超过50%的个股有511只，其中308只出现在创业板和中小板，两板共1058只个股，命中率30%，主板公司仅202只个股共1405只，14%）；涨幅超过

100%的100只个股中，60只出现在创业板和中小板中。

进一步分析，成长板中的个股盈利分化同样惊人。创业板与中小板整体盈利分别为-10.8%、3.7%，并无显著成长性，但创业板市值前50大公司去年四季度和今年一季度盈利分别增长28.1%、28.4%，中小板分别增长-6.1%、7.8%。因此，成长板尤其是创业板中的最优质公司无疑具有非常强劲的盈利增长。一方面，市场确实培育了新一批的优质公司，如同当年的苏宁、茅台、万科，这是新一轮经济周期的代表和中长期投资的标的；另一方面，一些伪成长公司股价可能水涨船高，被市场给予了不可思议的市梦率，从而酝酿了股价回调的风险。

中国经济的弱复苏现实，很大程度上也被大宗商品价格的持续低迷印证了——包括原油、基础金属等主要大宗商品价格，并没有像前几个经济周期中、随着中国经济走出低谷而反弹。国际货币基金组织最近公布的《世界经济展望》报告，更是把2013年全球贸易的增速预期调低至3.3%，只稍高于2012年2%，远低于2011年5%的实际水平。

要知道，这是在世界上最大经济体——美国已经实现经济强劲复苏的背景下，做出的全球贸易的悲观判断。对于外向型的中国经济来说，全球通货膨胀并不可怕，而贸易增速的低迷无疑是致命的，因为“四万亿”后遗症的过剩产能无处消化，对于习惯追求高投资收益的中国投资者，国内市场除了房地产泡沫外，似乎已无从下手。

于是，始自2012年四季度的、由于银行表外流动性扩张推动的经济复苏，并没有引发全社会私有部门的投资扩张，除了包括PMI在内的宏观经济再次探底，就业形势也变得极其严酷，因为最难消化新增就业人口的私有部门，并没有扩张的动力。屋漏偏逢连夜雨！经济复苏受阻，偏偏赶上了全球央行降息潮——过去一个月间，包括欧元区在内的全球十多个央行纷纷降息，把反应迟钝”的中国央行晾在了半空，可谓进退两难。

我认为，中国央行并不需要烦恼，因为中国经济的活力尚存，即使是在去产能的经济艰难复苏阶段，依然有本币升值的预期，这并不全是坏事情。以1997年东南亚金融危机为例，新型经济体只有在本币被高估的普遍认同下，才会发生崩盘式的资本外逃。中国应该顺势而为地利用热钱，解决国内经济的结构性问题。

从长远利益出发，新一届政府必然会摒弃凯恩斯主义依靠政府开支拉动经济的路数，因为中国各级政府的实际负债水平已经引起国际评级机构的高度警觉，政府举债扩张既低效又浪费。相反，通过推进市场化、培育中小企业创造力、拉动就业和投资，已经成为各界对于经济可持续发展的共识。这种典型的“新古典供给学派”的落脚点，就是要给经济体降息、减税、压缩政府债务，进而达到社会生产力的不断提高。

因此，无论是从减压人民币升值预期的“燃眉之急”，还是从经济转型升级的“长远之计”，央行都应该借着全球降息的“时间窗口”降息。当然，传统商业银行体制内的降息，对于降低中小企业融资难的问题，只是小打小闹。希望能够通过降息，并以更多的措施，扶持中国的多层次资本市场的发展，以振兴A股市场为龙头和契机，真正盘活社会的存量货币资产。

券商点金指

从外贸数据到降息窗口



□许维鸿

A股市场未来一段时间的核心看点，将是央行如何应对全球降息热潮。如果央行意外降息，无疑将启动一轮新的系统性行情——A股作为人民币资产中最具有弹性的投资标的，势必引发国际投资者的追逐。

尽管很多人都不认为，中国央行会跟随全球央行进行市场注入流动性，因为中国经济体内巨大的金融体系坏账风险，加之对房地产泡沫的担忧，使得政府在2013年一直试图收缩全社会的金融杠杆。更重要的是，政府一直把通货膨胀水平跟基准利率水平挂钩，中央银行担心一旦降息，会把物价上涨的责任揽到自己头上。

我认为，这些担忧在人民币持续面临升值压力、外汇占款不断增加”的问题面前都应该让路。2013年前四个月的外贸数据让很多人疑惑，特别是四月份的进出口增速高达15%，远超出市场预期。其实，这种统计数据异常的背后，是内地和香港间的“异常贸易”——外贸企业通过虚报外贸数据或者频繁换汇，以达到把外币资金流入内地的目的。

外贸数据只是表象，其背后是人民币利率水平相对较高，进而带来的汇率持续升值的预期。尽管人民币资本项目下并未全面实现可兑换，外管局也一直严防死守各种热钱的流入，但是通过外贸手段的各色“内鬼”企业，却让外管局防不胜防。这也就是为什么我们从去年四季度以来，一直提醒投资者理性看待中国的外贸数据变化，不对经济复苏程度进行误判。

中国经济的弱复苏现实，很大程度上也被大宗商品价格的持续低迷印证了——包括原油、基础金属等主要大宗商品价格，并没有像前几个经济周期中、随着中国经济走出低谷而反弹。国际货币基金组织最近公布的《世界经济展望》报告，更是把2013年全球贸易的增速预期调低至3.3%，只稍高于2012年2%，远低于2011年5%的实际水平。

要知道，这是在世界上最大经济体——美国已经实现经济强劲复苏的背景下，做出的全球贸易的悲观判断。对于外向型的中国经济来说，全球通货膨胀并不可怕，而贸易增速的低迷无疑是致命的，因为“四万亿”后遗症的过剩产能无处消化，对于习惯追求高投资收益的中国投资者，国内市场除了房地产泡沫外，似乎已无从下手。

于是，始自2012年四季度的、由于银行表外流动性扩张推动的经济复苏，并没有引发全社会私有部门的投资扩张，除了包括PMI在内的宏观经济再次探底，就业形势也变得极其严酷，因为最难消化新增就业人口的私有部门，并没有扩张的动力。屋漏偏逢连夜雨！经济复苏受阻，偏偏赶上了全球央行降息潮——过去一个月间，包括欧元区在内的全球十多个央行纷纷降息，把反应迟钝”的中国央行晾在了半空，可谓进退两难。

我认为，中国央行并不需要烦恼，因为中国经济的活力尚存，即使是在去产能的经济艰难复苏阶段，依然有本币升值的预期，这并不全是坏事情。以1997年东南亚金融危机为例，新型经济体只有在本币被高估的普遍认同下，才会发生崩盘式的资本外逃。中国应该顺势而为地利用热钱，解决国内经济的结构性问题。

从长远利益出发，新一届政府必然会摒弃凯恩斯主义依靠政府开支拉动经济的路数，因为中国各级政府的实际负债水平已经引起国际评级机构的高度警觉，政府举债扩张既低效又浪费。相反，通过推进市场化、培育中小企业创造力、拉动就业和投资，已经成为各界对于经济可持续发展的共识。这种典型的“新古典供给学派”的落脚点，就是要给经济体降息、减税、压缩政府债务，进而达到社会生产力的不断提高。

因此，无论是从减压人民币升值预期的“燃眉之急”，还是从经济转型升级的“长远之计”，央行都应该借着全球降息的“时间窗口”降息。当然，传统商业银行体制内的降息，对于降低中小企业融资难的问题，只是小打小闹。希望能够通过降息，并以更多的措施，扶持中国的多层次资本市场的发展，以振兴A股市场为龙头和契机，真正盘活社会的存量货币资产。

中证之声

工程机械 表现难超大盘

□本报记者 张泰欣

2.5万亿元，社会融资规模余额同比增速经历2月短暂回落

后，3月份加快至22%。这表明，工程机械行业整体面临的宏观环境不乐观，未来工程机械板块整体将较长期处于弱复苏的通道中。

从上市公司的数据看，8家龙头企业一季度销售收入同比平均下滑17.0%，其中，产品结构决定各公司收入下降的幅度。

分析人士认为，在没有边际利好消息的影响下，工程机械板块的整体抗风险能力或加强，弱复苏中，板块整体难有超越市场的表现。

1—3月工程机械下游相关行业采矿业、建筑业、交通运输、仓储和邮政业、房地产业、水利、环境和公共设施管理业投资增长喜忧参半。其中，铁路投资累计同比增速继续复苏，道路投资快速增长，带动1—3月交通运输业投资累计同比增长22.0%，较1—2月份上升6.3个百分点；房地产业投资累计同比增长24.1%，较1—2月下降2个百分点。相关行业合计投资累计同比增长23.0%。从资金面来看，3月份社会融资规模创历史新高，达

今，由于下游需求复苏低于预期，且市场对于库存、融资租赁等问题有所担心，工程机械板块整体跑输大盘，其中，安徽合力、山河智能、三一重工股价跌幅较小；中联重科H股跌幅达到30%。市场对板块的担心更多的来自政策的不确定性，和对部分公司业绩持续性的担忧。

5月份以来，以挖掘机为代表的土方工程机械终端市场大幅回暖，但尚未在二级市场有所反应，分析人士认为，这主要是与下游投资关联度较高的水泥价格、重卡销售等回暖趋势并没有挖掘机那么明显，导致市场对下游投资的进展以及可持续性仍处于观望之中。

通常，挖掘机以及重卡反应用时点要略早于水泥价格的市场反应，而重卡又因为有40%左右的需求在物流领域，与投资的关联度相对较低，因此回暖趋势同样没有挖掘机那么明显。

分析人士认为，虽然近期

已经出现一些好的迹象，但是从一季度整体表现和4月宏观数据看，宏观面并不支持工程机械的持续性回暖，或许5月份以来的销售数据是暂时性的。不过从4月底以来市场的表现看，更多的是估值修复的要求，而真正的底部需要投资底部确认后才可达成。综合以上因素，5月份工程机械板块可能更多地受制于政策、需求的压力，而从公司层面上，财务数据可能较难有好转，因此在产业和公司两个层面上，都难以出现扭转预期的情况，因此板块整体很难有大的反转。

相对于其它板块，工程机械可能是较为安全的一个。目前，金融、地产等强周期行业面临的政策风险较大，消费板块也面临持续性不足的约束，这些板块在未来市场调整中面临的不确定性较大。相比之下，工程机械已经进行了一轮较大的调整，目前的安全边际较高。

光大永明投资连结保险投资单位价格公告

本次评估日期：2013年5月9日至2013年5月15日

投资账户名称	5月9日	5月10日	5月13日	5月14日	5月15日
买入价	卖出价	买入价</			