

北京圆桌

二季度 寻找低估值避风港

通胀压力持续上行，央行再次加息，本周A股却在以银行为首的大盘蓝筹股拉动下毅然收红。步入二季度，紧缩政策是否仍将继续，A股能否出现一波像样的上涨行情？本期圆桌邀请汇丰银行大中华区首席经济学家屈宏斌、安信证券首席策略分析师程定华和招商证券煤炭行业分析师卢平，围绕热点各抒己见。

屈宏斌 紧缩不能也不应该放松

央行此次加息是预期中的事，我们预计3月CPI可能高达5.2%，为了控通胀，政府在二季度仍将延续年初制定的紧缩政策，预计未来三个月内还有一次加息和两次上调存款准备金率。

对中国而言，抗通胀将是今年的首要任务。从目前的情况看，12月以来政府实施的一系列紧缩政策已初见成效，主要体现在两方面：一是银行的信贷增长和货币供应量增速开始放缓，目前M2增速已经低于16%，基本达到年初央行设定的目标；二是经济增速有所放缓，今年前两个月宏观数据显示经济出现初步放缓迹象，包括新开工项目投资和零售增速的下降，3月PMI上升幅度小于往年，预示着过热的投资需求已得到降温。这些都是好现象。为了抑制通胀，中国的经济增速必须放缓到可持续发展的水平。

但目前通胀压力仍未缓解，紧缩政策还应该继续，力度不能也不应该放松。如果放松的话，信贷很可能快速反弹，导致通胀失控。我们预计，在未来3到4个月的时间里，央行还会继续保持以数量型工具为主、温和加息为辅的政策组合和现有的调控力度。预计二季度还有一次25个基点的加息，存款准备金率可能会上调两次，央行还会继续增发票据，回收流动性。

如果紧缩政策执行顺利，下半年通胀压力将会得到控制，年底前CPI将回落至4%的水平，全年CPI有望控制在4.5%以下，GDP增速保持在9%左右。对于中国的经济发展来说，8%-9%左右的GDP增速和4%左右的CPI水平可以说是最佳组合，经济增速的适当放缓无需担忧。

目前最大的风险不是来自经济增速下滑，而是来自政策执行是否会受到干扰，例如，如果未来国际油价进一步上升，市场对全球经济和中国经济增长的担忧是否会影响决策层对通胀和经济增速的判断。

程定华 经济不悲观 估值不乐观

对于二季度行情，我们主要的判断可以概括为两句话：经济不悲观，估值不乐观。“低估值”是2011年最大的主题，预计蓝筹指数将维持区间波动，而中小盘股票将会出现趋势下跌。

首先，我们对于经济增长并不悲观。从拉动经济的三驾马车来看，消



嘉 宾：汇丰银行大中华区首席经济学家 屈宏斌（左）
安信证券首席策略分析师 程定华（上）
招商证券煤炭行业分析师 卢平（右）
主持人：中国证券报记者 钱杰

费增速下滑的趋势比较确定，不过，在收入增速稳定向上的情况下，我们预计实际消费增速下行趋势并不剧烈。从投资来看，尽管前景还不明朗，但一季度无论是基建、房地产还是私人部门的投资需求都比预期要好。在企业盈利能力和盈利增速保持高位的情况下，制造业投资启动迹象明

确。由于负利率水平不断扩大，预计二季度房地产投资下滑速度缓慢。在政府主导投资中，预计主要增量投资来自保障房、水利、城市轨道交通、民航基础设施建设和内河水运，2011年投资较2010年新增近8000亿元，政府投资增速约15%左右。

从外需来看，欧美等发达国家的

可持续复苏对出口构成支撑。因此，我们认为即便今年处于通货膨胀上升和政策紧缩周期，但对于经济增速的看法不宜过度悲观，预计全年的GDP增速仍将达到9.8%左右。

对于二季度A股的整体估值趋势，我们未敢乐观。在政策紧缩周期，资本市场估值将始终受到流动性收缩和资金成本上升的压制。观察全球股市在过去一年间的估值波动趋势，我们可以清楚地看到：越早进入加息周期的地区，估值向下的趋势越明显。

因此，在通货膨胀趋势没有改变，政策紧缩周期没有结束之前，我们预计资本市场的估值仍处于震荡下行周期，股票市场的上涨主要由盈利推动。在这种情况下，低估值大市值的股票以及PEG较低的成长股始终优于高估值小市值的股票。

从估值的历史区间来看，大金融板块和交通运输板块的估值处于历史底部区间；交运设备、建筑建材、煤炭、白电、零售、食品饮料、医药的估值处于历史估值中枢附近；其他行业的估值处于历史高位。二季度我们相对看好银行、医药和部分原材料板块（剔除一季度超配的有色板块，保留煤炭、建材）。

我们建议地产上半年维持波段操作，如果土地购置金额连续两个季度下降，通货膨胀趋势得到控制，在政策放松预期下，我们预期地产板块下半年尤其是四季度可能出现较高的绝对收益。

卢平 煤炭股行情值得期待

今年煤价上涨预期十分明确，但目前煤炭股受宏观调控影响估值大致在15-20倍P/E之间波动，尚未充分反映煤价上涨预期，一旦宏观调控预期放松，煤炭股将有较大的投资收益。

从供给来看，大秦线4月开始为期

30天、每天3个小时的检修，预计每天影响运煤20万吨。较低的库存将对煤价形成较好的支撑。二季度煤炭仍将维持淡季不淡的特征。

从需求来看，煤炭下游需求旺盛。按照国际经验来看，未来5-10年仍将是重化工持续的阶段。今年前两月，主要用煤行业保持了10%以上的增速，而未来三年3600万套，今年1000万套保障性住房的开工建设，也将极大程度的拉动钢铁、水泥和电力的需求，从而保证煤炭消费量的持续旺盛。

此外，较高的国际煤价将逐渐传导至国内，2009年起中国已经从煤炭出口大国转化为进口大国，国内煤价理应高于国际煤价。但以到岸价测算，目前动力煤长协比国际煤价折价72%，现货折价22%，炼焦煤长协折价49%，国内国际煤价接轨将推动国内煤价上涨。日本灾后重建还将继续推高国际煤价。

总体判断，十二五期间煤炭供求仍将处于偏紧状态，煤炭价格长期看涨。由于煤价上涨和煤炭公司产量的增长，煤炭行业今年业绩会有较好的表现。我们预计煤炭行业今年业绩将增长25%，一季度业绩增长28%。

市场对国内煤价上涨预期早就形成，但国内煤炭股的估值基本上在15-20倍P/E之间波动，目前影响煤炭股走势的最大因素是宏观调控预期。一旦宏观调控预期放松，国内煤炭股的估值将有较大幅度的提升空间。

因此，我们维持煤炭行业推荐投资评级，建议投资者关注三类股票：从煤种上选择冶金煤，优选价格上涨业绩弹性较大的公司；如冀中能源、潞安环能、盘江股份、西山煤电等。资产注入预期类公司；大有能源、冀中能源、潞安环能、盘江股份、国阳新能、开滦股份。一季报业绩可能超预期的公司：兖州煤业和潞安环能等。（分析师号：S1090208050203）

基金百脑汇

二季度市场将震荡上行



诺德优选30基金拟任基金经理 张辉

□本报记者 黄淑慧 上海报道

诺德优选30基金拟任基金经理张辉接受中国证券报记者专访时表示，在4月加息靴子落地之后，紧缩政策已经接近阶段性尾声，预计二季度市场会呈现震荡上行的走势，向上的几率更大一些。

中国证券报记者：您对于未来的通胀形势如何判断？政策紧缩是否已接近尾声？

张辉：即将公布的3月份CPI可能会比较高，而4月、5月的上升势头会相对放缓，预计6月份会是今年的高

点，下半年通胀则会呈现回落走势。从货币供应角度来看，CPI高点一般滞后于M2增速高点半年左右，而今年年初M2增速已经出现回落。当然，国际大宗商品价格目前还看不出有向下的趋势，输入性通胀的压力仍然存在。

此前市场预期还会有1-2次加息，4月5日的这次加息已经包含在市场预期里。在这次加息之后，我们判断，短期之内，紧缩政策已经到了一定的阶段，可能准备金率还会有一次上调。因此，这两天的市场也将这次加息视作利空阶段性用尽，因此低估值的大盘股仍在上涨。

中国证券报记者：为抑制通胀而采取的紧缩政策会不会影响到实体经济？这个因素有没有在目前的市场中得到反映？

张辉：此前市场比较关心由通胀所带来的紧缩政策，这方面的预期已经被市场所消化。现在市场的关注点转向了经济是否能真正筑底，特别是在目前周期类大盘股比较活跃的时候，

这些板块对经济的敏感度更高，特别是钢铁、水泥、有色、煤炭等上游行业。由于有此担忧，短期内趋势性行情还无法形成。

从PMI指数来看，虽然3月的数据相对2月环比上升，但经季节调整后仍是低于预期的，说明紧缩政策确实在一定程度上对实体经济产生了影响。但这是由政策主动性收缩带来，并非是实体经济的内在需求出现了问题，如果政策放松经济就能够向上，出现滞胀局面的概率偏小。如果经济继续向下，那么市场会更加关注政策紧缩力度的放松，乃至收缩政策的退出。

中国证券报记者：基于上述判断，您对于二季度的行情作何判断？目前二强一弱的风格特征会不会进一步延续？

张辉：通胀超出预期的可能性相对较小，而经济筑底的概率较大，只是大家对于经济能否很快回升还有疑惑，考虑多方面因素，预计二季度会呈现震荡上行走势，向上的几率更

大一些。

目前，中小盘的估值水平仍然偏高，从2010年年报来看，不少公司的业绩低于预期，估值仍有消化的余地。二季度，预计市场还是会更多关注大盘股。

当然，一些业绩好的、经得住估值考验的中小盘股票，在被错杀之后，下一步仍有走强的可能。可能在下半年，一些中小盘股票将有表现机会，但中小盘股票的机会肯定不会像去年那样呈现板块性行情，个股间会出现比较大的分化。

中国证券报记者：在这样一个市场中，您看好哪些机会？

张辉：我对三方面的机会比较看好：一是低估值加上景气度，比如说机械等行业能较好地体现经济转折点，如果经济筑底回升，类似行业能迅速受益；二是资源品，从国内经济转型和国际行情趋势来分析，其估值还有提升空间，特别是中国有比较优势的品种；三是一些有确定业绩保障的中小盘股，这需要深度挖掘。

欧洲 滞胀还是通缩



□国都证券 许维鸿

2.6%，欧元区3月通货膨胀率再创金融危机后的单月新高！鉴于欧元区整体通胀水平已连续四个月超过2%警戒线，欧洲央行将维持近两年的主导利率上调。另一方面，葡萄牙10年期主权债收益率超过8%，融资压力巨大，继希腊、西班牙之后，再次引发国际金融市场的恐慌。如果欧洲央行此时加息，市场担心会压垮南欧国家的公共财政，引发实体经济的通货紧缩。面对如此纷繁复杂的形势，欧洲央行应该何去何从？

我认为，25个基点的小幅度加息不会对通货膨胀有实质作用，更不会引发欧元区整体的通货紧缩。相反，欧元区货币政策回归中性，有利于欧元区经济结构的调整，有利于欧元作为全球储备货币的地位提升。当然，在加息时间表的安排上，需要尊重市场的反应，特别是南欧各国主权债务的融资节奏。

首先，欧元区是全球化经济的一部分，金融危机中不能独善其身，在全球经济强劲复苏的大背景下，要出现独立的通货紧缩也是不可能的。本轮经济衰退的特征，就是由于发达国家房地产泡沫破裂，进而带来的实体经济剧烈震动，表象就是银行体系的流动性剧烈变化。金融危机中，欧美联手为银行体系注入大量流动性，并通过财政政策扩张拉动就业，已经取得了效果，例如美国的失业率已经走出低谷。因此，调整超宽松的货币政策，在大方向上是没有问题的。否则，货币泛滥的副作用就会显现，通货膨胀的阴影已经出现在广大新兴市场国家，并且蔓延到欧元区。

其次，欧元区是一个整体，货币政策属于宏观经济范畴，不能由于个别国家的情况，影响整个货币联盟区域的宏观政策。宏观政策的优势恰恰就是一视同仁、简单明确！也只有明确的宏观政策信号，才能最大程度地减少市场的不确定性，因为微观经济具体商品的价格制定，需要依赖市场这只无形的手，政

府干预具体定价，往往是越帮越忙。在加不加息的问题上，欧洲央行应该明确其决策依据，并且坚决执行，从而树立威信，给市场以“定心骨”！

再次，欧元是一个刚刚产生的货币，利率和汇率形成机制还不完善，本轮金融危机中遭遇了很多指责，也是正常的。如果读者有兴趣，可以检索过去两年间很多所谓的经济学家对欧元的质疑，真的可以作为武侠小说之类的成人童话来看。从最早的“欧元崩溃论”到“欧元兑美元跌破平价”，欧元的悲观预期从未停止。我并不期待欧元成为理想的“完美货币”，但是欧元区作为一种创造性的货币联盟，大方向是没问题的，欧洲央行能否摆脱民选政府的短期诉求，坚持独立的货币政策，是欧元区作为国际储备货币、树立信用的关键！

大的战略方面明确了，最后还需要在战术上进行把握。到今年年底，希腊的公共债务将达到GDP的155%，超过3500亿欧元，过去十年翻了一倍。葡萄牙和爱尔兰也好不到哪里去，在“主权债务占GDP比例”的增速上甚至有过之。相对于这些小体量经济，更为严峻的是欧元区第四大经济体——西班牙，房地产泡沫后潜在增长率低下、居民实际购买力萎缩、国际竞争比较优势不足、“再工业化”前景黯淡、城市银行坏账问题依旧。拉美债务危机的经验告诉我们，所有这些问题的解决，不能仅仅依赖政府和国际货币基金组织，需要市场的力量。因此，欧洲央行加不加息，并不是解决南欧国家问题的关键，但是可以在一定程度上缓解市场的紧张情绪。

正如法国著名经济学家阿尔图斯（Patrick Artus）撰文指出的，“欧元区面临的并不是通货紧缩的风险，而是大宗商品价格上涨和自身经济特征带来的滞胀风险，实际工资水平的下降会成为关键的因素”。联系到中国的经济问题，当我们不遗余力地调控各种微观商品价格、用低效率政府投资挤出民间投资的时候，有没有想过居民实际工资收入降低带来的滞胀风险呢？

免责声明：本版文章仅代表作者个人意见，不代表作者所在机构立场，亦不构成投资建议。

券商点金指

人民币升值为A股估值修复伴唱



□中原证券研究所所长 袁绪亚

A股经过近两周的震荡整理后重新回归估值修复的反弹通道。大盘突破3000点后，市场认识与投资操作策略有所谨慎，因为通胀、经济、资金这三个影响股市运行的最重要因素仍存在很大的不确定性。从影响次序看，4月通胀水平将成为市场短期走势的分水岭；二季度经济数据将左右股市中期运行格局；而资金情况与上述两个因素变化紧密相关，属于一个助涨助跌的变量。

除这些变数外，随着人民币升值

趋势的打开，又为行情的演绎平添了一份新的变化因素。目前人民币对美元汇率已创汇改以来的新高，且随着美元指数底部尚未企稳，欧元飙升对美元产生压力的前提下，人民币升值预期可能还会强化。近期人民币升值加快的势头正在展现，年内或近期升幅超出预期将成定局。

人民币升值对A股市场影响是显而易见的，也是有史可鉴的。早在2005年下半年汇改初期，人民币升值伴随股权分置改革，就为当时极为低迷的A股市场带来欣喜。而在2007年行情疯狂的时候，人民币升值带来的境外热钱与储蓄大搬家成为A股上涨的有力推手。2010年虽然政府出台调控房地产的严厉举措，市场行情遭到政策无情打击，而外资则借道人民币升值悄无声息地潜入A股市场，并在2010年的下半年发动了估值修复的反弹行情。

目前人民币升值恰逢其时。一是美元指数处于底部震荡阶段，给人民币升值的汇率比价留出相当空间；其

次，从3月中国进出口的数据预测看，进出口数据将超出预期，贸易逆差将会达到220亿美元以上，可以减轻人民币对冲外汇顺差的部分压力；第三，中国进入加息周期，而在今年上半年物价压力有增无减的背景下加息的可能性极大，鼓励进口与吸引外资进入中国新兴产业也为资金流入带来变数；第四，在欧洲央行宣布加息后，美联储尚未启动加息机制的过程里，正是中国央行实施汇率调整的好时机。3月初，国务院和央行就曾指出，在管理通胀预期中将会采取多种手段并用的方式，以便更有效地稳定和控制物价，其中包括利用汇率手段抑制通胀等。从国内外经济、金融形势看，当前正是启动汇率手段抑制流动性和调控物价的较好时期。

当然，在一个经济周期处于巩固复苏的阶段里，货币升值对出口的公司面影响较大，相关出口的行业和公司的业绩将面临冲击。结合中国经济的外部依赖性较强、外向型中小企业承

担着较大的就业重任的实际看，每当提及人民币升值，就会有人与压制就业，不利于社会稳定等联系起来。随着中国经济逐渐摆脱外部依赖，提倡靠内需增长刺激经济以及出现用工荒的时候，这些问题将迎刃而解。人民币升值已不是谈虎色变的话题。

另一面，目前实行较快升值将会抑制大宗商品，特别是原油价格的疯狂攀升。这对抑制输入性通胀是有积极意义的，只要输入性通胀得到抑制，由上游原材料价格上涨所造成的成本推进通胀也就失去源头，后期的通胀预期将会弱化，这正是利用汇率手段管理通胀预期的要义。

结合汇改以来人民币升值与市场行情的关联看，一方面升值为外部资金流入带来预期，利好证券市场的资金供求关系；另一方面，人民币适时升值也为当期A股估值提供有力支撑。在我国A股行情表现较好的阶段里，人民币升值与行情的正相关联是不言而喻的。