

## ■ 财经对话

# “吃饭行情”需待地利之机

□ 主持人 王晶

**屈宏斌:  
货币紧缩周期或终结**

9月CPI同比上涨6.1%，我们认为，未来几个月CPI会出现比较明显的下降，年底前有望降到5%以下，甚至接近4%，到那时基本可以认为通胀已经见顶回落。

我们认为，本轮货币紧缩周期基本已经终结，上次扩大准备金率缴存范围实际上就是今年货币紧缩周期的最后一击。长达12个月的紧缩周期终结意味着什么？是不是意味着马上进行反向操作？我们认为不会，这是一个认识上的误区，终结意味着不再从紧，但并不意味着会马上放松。四季度政策操作的力度可能由偏紧转向稳定，有可能出现局部政策松动，比如保障房建设、中小企业贷款等，但不会是反向操作或全面的政策松动。

随着这一轮紧缩周期的结束，A股能否迎来转机？如果从宏观政策基本面来讲，显然会对A股形成积极影响，过往我们也看到政策周期到达拐点以后都会对市场有一定影响，这是历史经验。从经济基本面来讲，虽然中国经济存在外围因素的不确定性，以及长达12个月紧缩政策后续还会有一些滞后影响，经济一定程度还会持续放缓，但这是一个软着陆，我认为中国经济出现硬着陆的风险比较小。

如果A股是充分、完全反映经济基本面的话，那么我认为A股目前的估值水平过高反映了中国经济硬着陆的风险，也就是说，未来中国经济硬着陆风险比较小，而A股目前的估值水平对此反映过度了。

我们认为，四季度政策将由紧转稳，甚至会出现局部松动，经济基本面是软着陆，8%-9%的经济增长还是比较不错的，今年下半年到明年都会维持这种状况。当然，市场并不是只反映经济基本面，如果考虑到外围市场的影响那就是另外一个问题了。

**袁季:  
超跌反弹 等待地利**

汇金增持四大行引起市场广泛关注，从本周二的表现来看，一方面说明市场非常重视汇金出手，出现了显著的高开，但另一方面也反映出跌不休的走势要一下逆转不是件容易的事，所以周二的高开低走既在情理之中又在意料之外。

## ■ 卷商点金指

## 持续反弹需非敏感性因素出现



□ 中原证券研究所所长 袁绪亚

周二A股放量上涨，周三延续强势格局，虽然周四周五大盘有所调整，但整个市场趋势尚在预期的估值修复中。参照汇金出手历史表现，业内普遍认为反弹高度在10%以上。

后市行情及市场风格的演绎大致有四条路径：一是周期性与成长性共舞，市场风格不明显——系统性机会增强，典型的牛熊行情；二是明显偏向周期股，市场风格分化明显——赚了指数不赚钱；三是市场弱势震荡，行情以题材、主题性投资为主——投资难度较大，选择个股是关键；四是周期股与非周期股内部分



汇金增持四大行后，A股一改颓势，在指标股带动下展开反弹。汇金出手能否引发今年“吃饭行情”？汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌认为，本轮货币政策紧缩周期已基本终结，但并不意味着马上放松，四季度政策力度将由紧转向稳定；广州证券研究所所长袁季认为，目前的反弹只能看做是超跌后的技术性反弹，今年的“吃饭行情”关键在于把握地利，在空头冒进、市场恐慌之际敢于出击，抓住那些基本面好、估值偏低品种的错杀机会；东莞证券银行业分析师邓茂认为，汇金增持短期对银行股具有较大刺激作用，其后续影响还要看汇金的后续动作以及经济形势的整体发展。



汇丰大中华区首席经济学家 屈宏斌



广州证券研究所所长 袁季



东莞证券银行业分析师 邓茂

我们认为，市场目前技术层面的反弹动力已经具备，一是市场本身就有反弹要求，二是各方面期待市场上升的意愿也是比较强的，一旦市场有一定的强势特征出现，资金就会寻求机会进行突破。但是市场目前的反弹只能看做是超跌后的技术性反弹，判断市场是否趋势改变还应考虑更多的因素，比如宏观调控的持续性以及影响的持续性、流动性的情况、欧洲危机等。

目前来看，我们更多认为在这样一个时间窗口市场的技术反弹要求与消息面契合，触发了比较强劲的短期反弹，但这种超跌后的大涨往往是出现在调整市当中，而在持续上升的趋势行情当中大涨却是相对少见的，回顾2800点以来，市场屡次出现大幅度当日上涨行情最后都没有能够扭转跌势，所以说对于趋势的改变

还需要更多的观察。

我们认为，在今年剩下的时间里，“吃饭行情”的关键在于把握地利，多头的着眼点应落在把握地利上，在空头冒进、市场恐慌之际要敢于出击，抓住那些基本面好、估值偏低又面临下行压力的品种的错杀机会。

现在三季报披露已经展开，在当前的宏观环境和市场环境下，我们认为三季度要掀起以业绩为主要线索的上升行情会面临较多困难。在经济增长减速的过程中，上市公司业绩会受到影响，不少机构持续调低了上市公司的盈利预测。

我认为三季报上市公司业绩增长会逐渐分化，强周期行业和一些中小企业所受的影响比较大突出。我们现在更为关注的是，除了年内能增长之外，下一年增长是否确定。如果说业绩不增

长，即便估值低，机构可能也不愿意买入，如果说成长性很好但估值较高，机构也不敢大笔参与。所以我们在选择公司或品种时，除了2011年的业绩水平，更加关心的是2012年的业绩情况，目前机构真正应该思考的是2012年的布局。

从较长周期来讲，市场机会总是在下跌过程中积累和酝酿出来的，面对这样一个持续大幅度调整，我们对市场未来的重大机会是持积极态度的。就近期市场而言，“黎明前的黑暗”是最难熬的，在市场出现比较明朗的机会前，建议耐心等待更好的地利之机。

**邓茂:**  
**汇金增持短期利好银行股**

最近民间借贷潜藏的风险逐渐浮出水面，

民间借贷资金究竟有多少比例来源于银行，这一数据很难估计，主要是部分企业及个人套取银行资金从事高息放贷。从民间借贷资金用途看，由于银行信贷额度的紧缺，不少中小企业在融资结构上既有高息民间借贷又有银行贷款，若企业资金链断裂或倒闭，这部分银行贷款有可能形成不良债务。这一渠道可能是民间借贷风险传导至银行系统的主要途径。目前温州地区出现的问题更多在于过度举债和过度投机，对银行体系产生系统性风险的可能性不大，更多的是心理上的冲击。值得警惕的是未来中小企业的经营问题，若这部分企业违约率攀升，银行不良率也势必上升。

我们认为，银行业三季度仍然保持持续增长，加息后贷款重新定价效应进一步贡献银行净利润，预计三季度上市银行净利润同比增长在35%左右。

与大盘指数相比，银行股今年市场表现跑赢大盘，在大盘持续低迷之下，银行股的防御性比较突出。投资者对银行的担忧还是来自资产质量的不确定，银行业承担了国家宏观调控的成本，地方政府债务风险、房地产等是比较集中的领域，而这些问题的出现和化解需要经历一个过程。一方面银行股估值水平代表了投资者对银行股较为谨慎的态度，但银行与大盘的表现对比来看，也显示银行股较高的安全边际。

汇金历次增持被认为是市场见底的重要标志之一，原因在于汇金地位超然、特殊、市场影响力巨大，汇金本次出手增持银行股，政府层面释放稳定市场的信号明显，短期内对上市银行股价具有较大刺激作用。一直以来对中国银行业资产质量的质疑不绝于耳，汇金对国有银行的支持有助于银行业稳健经营，维护市场信心，形成有利的政策预期环境。但其后续影响还要看汇金的后续动作以及经济形势的整体发展。

 广州证券有限责任公司  
GUANGZHOU SECURITIES CO., LTD.

特 约 刊 登

## 金融危机双胞胎——坏账与通胀



□ 国都证券研究所 许维鸿

通货膨胀问题是宏观经济研究的重要领域，而恶性通货膨胀是宏观经济研究假设中最坏的情况，传统理论认为，货币的严重超发会引起恶性通胀。广受诟病的美联储量化宽松政策，被很多人解读为美元的大量超发，但是为何没有引起美国的恶性通货膨胀？欧洲主权债务危机使得欧洲央行不得不大量注资金融体系，会不会引发欧元区恶性通货膨胀？

要回答以上两个问题，首先要厘清欧美金融危机中“坏账”的性质。无论是美国次贷危机中的各种金融衍生品，还是欧洲主权债务危机中南欧各国国债，归根结底都是借债人无力偿还债务的金融证券化的体现，都是虚拟财富的蒸发，本质是一样的。

而且，欧美坏账问题的爆发，都是以系统性的金融机构资产负债表的恶化作为传导，导致实体经济的流动性不足，投资欲望下降，引发实体经济的衰退。美国第一轮量化宽松政策，就是针对系统性的金融机构的救助，欧元区还没走到这一步。

欧洲央行之所以没有通过印钞机来解决银行体系的信用问题，有两个原因：第一，欧元不同于美元，没有国际货币的资质信用，没办法像美国一样把冗余的流动性以及引发的通货膨胀“散发”给新兴市场国家。对于相对封闭的欧元区来讲，坏账和通胀宛如一对孪生兄弟，超发货币正是这对“宝贝”的催产良药！

第二个原因更加晦涩，欧洲央行如果过早救助银行体系，在战略上不利于欧元区的建设。欧元区成员国间缺乏统一的财政政策协调和制约机制，主权债务危机正好可

以把慵懒的政治家调动起来，改革欧元制度的缺陷。欧盟、欧洲央行、德法首脑、IMF（国际货币基金组织）的政客们，像走马灯一样游走在南欧诸国，推进这些国家的经济改革，所凭借的正是手里的欧元救助能力。退一万步讲，即便是没有这场金融危机，现在为南欧国家开的改革清单，也是对欧洲经济大步的逐步的进步。

随着时间推移，我认为欧洲央行的量化宽松和对银行体系的注资已不可避免，其对金融市场的冲击需要投资者未雨绸缪。其实，如果我们回顾过去两个月国际资本市场，对于欧元和欧洲资本价格，市场已经进行了深度调整——欧元兑美元从1.44一带急挫到目前的1.35附近，甚至在十一长假期间险些跌破1.30整数关口；另一方面，欧洲的银行屡屡因信用降级，股票价格更是惨不忍睹。

我认为欧元区的问题在于如何避免货币超发引起的恶性通货膨胀，由于地域间成本差异，欧元区的通胀问题十分复杂。理论上讲，以希腊和德国为例，希腊的坏账如果以德国（或者债务持有者）的财产减记为代价，那么不会引起两国的通货膨胀；相反，如果希

腊的坏账以欧洲央行印钞抵消，那么引起欧元贬值带来的输入型通胀会冲击两国，但是不足以形成恶性通胀，而希腊竞争力不足的本质问题能否引起本国资本价格（包括人力成本）的下降，还有待观察。

如果没有统一的货币，希腊可以通过本币贬值的方法，使得其相对成本降低，包括本国的劳动力价格，进而提升出口竞争力，弥补国际收支的赤字。这个方法在历史上被意大利等国家屡试不爽，不失为经济周期的一种调节。但是，欧元的使用让南欧诸国丧失了主动贬值本币的手段，过低的融资利率又短期弥补了国际收支的问题，才酿成了现在这种充满不确定性的未知可能。

南欧的坏账已然“呱呱坠地”，我们期待的是“下一胎”既不是恶性通胀，也不是通货紧缩。

## 股市中期有望迎来上涨



□ 本报记者 朱茵 上海报道

虽然对市场整体看法并不乐观，但东方证券资产管理有限公司资深投资经理吴铁认为，股市中期有望迎来新一轮上涨，当前投资者可以逐步入市了。

中国证券报：有反弹，也有数据出台，你对市场的看法有转变吗？

吴铁：对于基础证券市场，目前市场的看法比较悲观，理由主要是认为四季度经济的滑坡将逐步显现出来，而CPI在高位徘徊，货币政策暂时无法放松。从流动性的情况看，由于基数的原因，四季

度同比CPI会有比较明显的下行趋势。即使从环比情况看，由于大宗商品普遍下跌，仅仅靠食品价格指数，CPI很难连续维持在高位。

另外由于民间借贷形势的恶化，政府已经开始着手对小微企业的定量宽松，这实际已经是对过紧的货币政策的一个调整。房价已经逐步开始走软，这也给政府调整货币政策提供了空间。对于境外形势，目前市场对希腊将会违约的情况已经预期非常充分了，未来这一事件对股市的实际冲击不会很大。

中国证券报：经济增速仍在下行，股市的投资机会什么时候到来？

吴铁：我们的看法是，对于10月是逐步开始布局入市的时候。根据我们对2005年、2008年等类似底部情况的分析，在此一区域未来产生超额收益的主要行业是可选消费品（如汽车、房产、家电）、国家政策最鼓励行业等。在上涨初期，相对收益最大的可能是前期调整最充分的板块。

中国证券报：在前几天的上涨之后，

是否还会有持续利好支撑股市？

吴铁：这样的上涨需要得到实质性消息的支撑。今年以来，估值和盈利的双重压力导致市场疲弱：一是通胀上升使得货币政策持续紧缩，实体经济流动性严重不足，导致市场估值水平大幅下降；

二是在政策调控和外需疲弱背景下，经济增长放缓迹象逐渐显露，导致市场上调企业盈利预期。今年三季度以来，市场在短暂反弹后继续下行，并一度接近去年2319点附近的底部区域。10月12日，上证指数放量大涨3.04%，除汇金增持外，还有两条消息触动市场敏感神经：一是国家着手解决温州民间信贷问题；另一条是佛山取消恢复限购的政策反复。其中，前一条将给市场资金面缓解的憧憬；后一条增加

了地产政策不再收紧的想象空间。

中国证券报：通胀见顶与估值见底是否将成为股市上涨的前提条件？

吴铁：目前的经济状态类似2004年和2008年的“迷你综合”版，即紧缩调控叠加

外需疲弱。我们判断未来一段时间，经济增速更可能类似2004年一样缓慢回落，而不会出现类似2008年的剧烈调整，经济前景也许并不如市场预期的那么悲观。

此外，估值和盈利并不存在继续大幅下调的空间。从估值方面看，受翘尾因素下降、输入型通胀压力减轻、生猪存栏回升和经济疲软等因素影响，通胀见顶并逐步回落的概率较大，进而减轻政策压力并降低名义经济对资金的吸纳、流动性环境可以得到阶段性改善，因此估值见底回升的概率较大。从盈利方面看，尽管市场对盈利增长的预期较为悲观，但考虑到当前制造业库存水平不高、外需前景和房地产企业现金流情况均好于2008年，因此经济大幅回落可能性较低，盈利增速下调空间不大。

综合判断，我们认为当前市场对盈利增速回落的预期过于悲观，同时忽视了流动性环境改善对估值回升的推动力。我们认为，市场尽管短期仍可能持续震荡，但中期将迎来新一轮的上涨机会。