

# 政策利好PK经济回落 季报靓丽股或成热点

政策利好PK经济回落,胶着行情如何破局?一季报大幕拉开,季报行情能否成为4月主线?本期财经圆桌邀请摩根士丹利大中华区首席经济学家乔虹、金鹰核心资源拟任基金经理冯文光和恒泰证券高级投顾王逸凡三位嘉宾,就此展开讨论。

## CPI反弹不改降准步伐

中国证券报:3月CPI小幅反弹,短期油价、菜价上涨,中长期水电煤气等资源价格上涨预期,未来通胀会否再抬头?二季度通胀水平如何?

乔虹:我们认为,通胀整体下行的趋势并没有改变,二季度通胀水平还会小幅下降。需要强调几点:一是3月份CPI小幅反弹,主要原因是春节因素等对于菜价短时间的上冲刺激;二是去年翘尾因素对推升3月CPI作用比较明显,但我们认为在经济增长并不是特别有利的情况下,通胀水平是向下的,而不是向上的;三是目前老百姓感觉物价水平比较高,这并不代表通胀高。通胀是物价水平的变化量,比如猪肉12元/斤,这是CPI篮子里面的一部分,是它的物价水平,但是从12元/斤涨到13元/斤就是变化量,这1/12的增长率叫做通胀,通胀和物价水平不是完全对等的。所以,我们认为,通胀是回落的态势,也就是说物价水平的变化量是往下的,但如果期望猪肉从12元/斤变成6元/斤,这就属于通缩或者物价水平向下,这是很难看到的。

中国证券报:3月CPI小幅反弹是否会延缓货币政策放松的步伐?市场普遍预期4月降准能否实现?

乔虹:货币政策不会因3月CPI小幅反弹而放缓。首先,货币政策是前瞻性的,管理的是通胀的变化,是控制变化趋势的,3月CPI只是一个暂时性的变化,通胀整体下行的趋势并没有改变。其次,3月CPI毕竟只有3.6%,跟去年6.5%相比还是下来很多,因

此还应该继续增强货币政策放松的有效性。

我们认为,4月会否降准跟通胀的关联不是特别大,主要是根据外汇流入和流出状况做决定。除了降准,向市场注入流动性还有多种方式,如公开市场操作等。我们认为二季度还有一次降准,预计在未来的一两个月之内,具体时间取决于外汇进出情况。

## 回调筑底 蓄势反弹

中国证券报:近日市场逐步止跌回稳,本轮回调是否已经结束?二次探底风险可否消除?

冯文光:从目前看来,我们认为本轮回调是筑底蓄势的阶段,还在构筑市场的右侧,接下来能否形成大级别的行情,还需进一步验证。我们认为构筑右侧后向上走的概率偏高一些,创新低的可能性较低。二季度后半期,在对下半年经济数据和政策出台预期的重建过程中大盘有望企稳。

王逸凡:3月份CPI虽然出现了一定反弹,但只是偶发性因素,我们预计从4月开始,CPI依旧能保持不超过4%的水平,PPI虽然同比依旧不理想,但是环比回升了0.3%,所以我们认为二季度PPI触底反弹的可能性非常大,企业的毛利润由一季度的下滑趋缓可能变成二季度的环比回升。因此,我们认为本轮调整是投资者对经济担忧过度和技术调整要求等双重因素造成的,不是市场的二次探底。

在资金市场上,从银行间同业行业拆借率来看,中长期的拆借率已经明显回落,未来还有回落的可能。随着经济触底回升,股

市未来仍有向上的机会。

中国证券报:由于政策利好与经济回落相互博弈,行情在摇摆胶着,未来行情破局的关键因素是什么?何时才能形成突破?

冯文光:判断后市行情的最重要变量还是经济数据和政策容忍度,主要体现在工业增加值、政府投资项目、信贷和CPI等内在的重点指标。我们认为在政策底和经济底部出现之后,接着就是上市公司盈利底部的出现。市场底是先于以上三者出现的。所以,想要靠分析判断市场的拐点是不可行的,底部是市场力量自发形成的。

根据经济形势和市场走势,我们认为经济在下半年见底的概率较大,因此在投资策略上,我们倾向于二季度前半期以防御为主,采用中等仓位,行业选择以防御为主,同时逐渐开始精选确定性成长和政策支持的成长股进行左侧交易。

中国证券报:沪深两市上市公司一季报披露大幕已经拉开,季报业绩能否成为4月行情主线?看好哪些行业?如何避免雷区?

王逸凡:业绩炒作历来就是资本市场不可或缺的热点,我们认为今年一季报非金融类上市公司的业绩总体可能不会太靓丽,因此部分公司靓丽季报可能成为资金短期追逐的热点。从一季报预增的情况来看,投资者可重点关注:部分业绩预增的房地产股;景气度有所复苏的电子信息软件板块;由于调价因素,部分预增的食品饮料股;一些细分领域的特种机械股。

而在业绩雷区方面,建议投资者可以追寻年报的蛛丝马迹,



如果年报里面披露的公司2011年四季度业绩单季环比回落较快,甚至单季度亏损,这样的企业应重点回避,比较典型的代表就是钢铁。对于中小板和创业板中部分中高价股也应当谨慎,一旦业绩不佳,投资者应当及时回避。

## 核心资源彰显成长动力

中国证券报:近日权重蓝筹股护盘有功,带领大盘止跌回升,后市如何挖掘领涨品种?有哪些投资机会?

冯文光:今年,我们依然采用“个股+主题”的投资模式。如果今年的行情像我们预判的,有一定的热度、强度和持续性,我们将继续投资以下几个主题:包括水利、优势资源、非常规能源、军工、新能源汽车等。

我们研究了中国股市过去涨幅比较好的股票,发现它们都具有一些共同的特点:要么是具有很强品牌资源,要么具有行业领先的技术资源,要么具有稀缺性的自然资源,要么具有强势的渠道资源等。市场强势下跌的时候往往泥沙俱下,很多股票被错杀。这中间有一些好的股票,能够在下一个多头阶段成为市场领涨的标杆。所以,在这个阶段,不要忙着去抄底,而是必须加大研究力度。如果这时候能把这些股票挑出来,对以后的投资成绩贡献是巨大的。

王逸凡:四月份我们对市场总体的看法是一个震荡构筑短期底部的时期,指数上下的空间可能都不大,不排除2300点是震荡的中轴线,我们对后市行情偏乐观。因此从中线角度来看,四

月由于受到季报影响,市场反复震荡反而是为后期的上涨做准备,对于中线操作来说,是一个良好的建仓周期。

从建仓板块来看,我们认为应当首先考虑确定性比较大的板块:一,基于新三板推出只是时间问题,因此有孵化器概念的高新园区类上市公司值得关注,财务良好的优质地产股亦可关注;二,新经济的发展速度较为迅速,电子信息软件板块值得重点关注,其中三网融合、移动支付、云计算、物联网、智能电视等消费电子等股票可重点考虑;三,部分高端装备制造、新材料、生物基因。四,未来发展广阔的低空领域板块。五,短线投资者还可针对后期宏观政策变化的相关板块做适时调整,如煤炭、基建等。

## 保资瞭望台

# 买不买银行股

□海康人寿投资部经理 刘思恩

最近,关于金融行业尤其是银行的重要消息接踵而至。首先是三月底,国务院决定设立温州市金融改革试验区。随即在四月初,温总理讲话表示中央要打破少数大银行的垄断。这个消息让近期表现低迷的银行股雪上加霜。虽然之后媒体披露汇金在一季度增持了几个大行的股票,但显然象征意义大于实际意义,市场依然表现出对银行股悲观的态度。

笔者以为打破大银行垄断是大势所趋,但对于中短期市场的影响,看法则稍有不同。笔者认为的两个主要观点是:首先,金融若真的开放,短期内受打击最大的并不单单是银行股这个板块,而是整个债券和股市;其次,现有银行股的高利润短期内不会明显削减,中长线而言,银行股至少不会成为市场中投资价值较差的一族。

金融业开放的实质内容,是允许除了中大型银行之外的民间金融机构进入存、贷款市场,也就是他们可以合法地以高于大银行的利率水平进行吸储、放贷。虽然民间金融的信用风险会远大于大型商业银行的水平,但与之相比,他们至少是从地下浮出水面,成为一种合法的投融资渠道。

此前曾有报道说温州的地下钱庄利率高达50%以上,我们姑妄听之,且保守地认为这次试点后,有一批合法的民间金融机构会以30%左右的利率水平进行融资和放贷,而他们的坏账率在10%左右(这个水平已相当不低了)。那么,如果我们有能力参与几十个这样的民间放贷项目,最终的回报率有17%,远高于现在上市的资质最烂的债券收益率。

学过投资基本原理的人都知道,如果市场上存在较低风险的固定收益投资产品,那么原有债券和股票的估值就会大幅下降。比如一个还有十年才到期的债券,假如到期收益率是5%,而现在市场认为这种债券的合理收益率应该是10%,那这个债就要跌三成左右。在类似假设前提下,股票的波动就更大些,按照教科书的估值模型,股价一般要被腰斩。

当然,以上说的只是短期的、局部的情况。长期来看,全社会的实体经济不可能维持20%以上的利润率,所以高利贷不可能成为常态的投资对象,大多数违约率低的债券,收益仍将在5%或以下。所以说,民间金融若进一步深度开放,可能会造成短线的巨大冲击,但长线而言,实体资产和金融资产的估值依然在合理范围内波动。

同样的,大银行受到的冲击也没有想像得那么大。大银行的资本实力、网点、客户资源,以及背后的各种隐形资源,都决定了它们不可能在短期内丢失大量的市场份额。换句话说,如果现在银行股的超低市盈率、市净率是不可靠的,那么同样的逻辑,对其他股票也是同样存在的。任何市场份额大、利润率高的公司,都可能被市场规律和行政规律压缩利润空间,它们也会像银行一样,最终碰到高利润率无法维持、高财务杠杆需要巨大的再融资来降低的问题。

所以,我不敢说买了银行股肯定会赚钱,但是我基本相信,从长线角度,现在用接近一倍的市净率去做大银行的股东,不会让你亏得比其他股票更多——如果大家都是锁定五年不卖出的话。

## 中证之声

## 成本居高不下

# 钢铁业难改低盈利格局

□本报记者 于萍

由于下游需求放缓、粗钢产量持续增长,我国钢铁业面临产能过剩的严峻挑战。再加上铁矿石成本居高不下、钢材价格震荡调整,钢铁业盈利空间受到挤压,全行业徘徊在盈亏边缘。业内预计,2012年我国钢铁需求将呈现低速增长,行业低效率运行的状态难有明显改观。

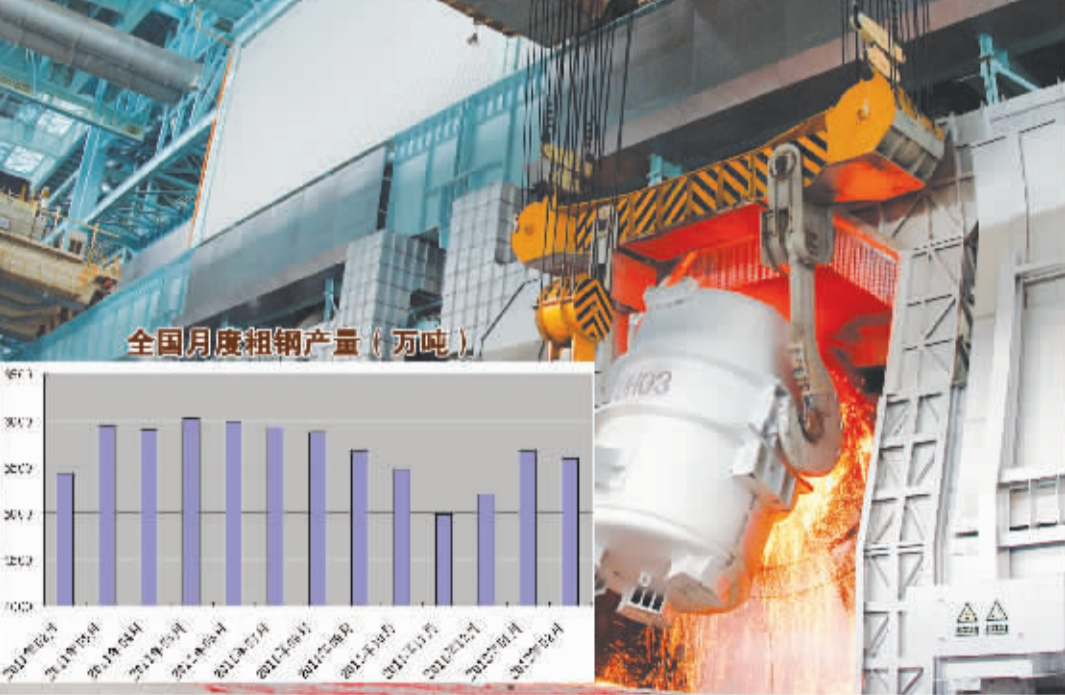
## 钢铁需求低速增长

随着工业化、城市化的快速推进,我国对钢铁产品的需求持续增长,钢铁业经历了发展的黄金期。中国钢铁工业协会数据显示,2001年-2011年期间,我国钢产量从1.52亿吨增加到6.82亿吨,年均增长达到13.37%;同期的铁矿石进口量从9231万吨增加到6.86亿吨,年均增长为20.6%,不过铁矿石进口价格也从27.2美元/吨上涨至163.84美元/吨,年均增长了17.6%。

与钢铁产量快速提升相比,我国的钢铁需求量已经进入平稳发展期。根据《钢铁工业“十二五”发展规划》的预测,到2015年,国内粗钢导向性消费量约为7.5亿吨;我国粗钢需求量或在“十二五”期间进入峰值弧顶区;最高峰可能出现在2015年至2020年期间,峰值约7.7亿吨-8.2亿吨。

受宏观经济影响,2011年下半年以来,我国钢铁生产和消费呈现前高后低走势。进入2012年,经济发展的不确定因素和风险依然存在。在全球经济增速下降的大环境下,业内普遍预计,2012年国际钢材市场和国内钢材市场需求增速将减缓。

中钢协人士表示,2012年我国保障房建设持续推进、产业结构调整加速是行业运行的主要有利因素,而房地产调控和外需



不振将影响行业未来发展。预计2012年国内钢材消费将维持低速增长,比2011年增长3%-4%左右。

由于需求增长乏力,行业产能依然过剩,近几年我国钢材市场总体呈现“旺季不旺、淡季很淡”的局面。受此影响,钢铁企业持续徘徊在盈亏边缘。

根据中钢协的统计,2011年大中型钢铁企业的销售利润率仅为2.42%。同比降低了0.59个百分点。这与同期全国工业利润增长25.4%、主营业务利润率6.47%相比存在明显差距。今年1月份,钢铁业的销售利润率更是下滑至-0.89%,已陷入全行业亏损状态。

业内人士认为,由于需求增速放缓、钢材成本上升、钢厂控制产能,未来钢价仍会维持震荡格局,大幅上涨的动力不足。从全年看,钢铁行业亏损局面有望缓解,

但盈利空间依然有限,钢铁业低效率运行的状态难有明显改观。

## 铁矿石价格波动频繁

我国作为全球最大的钢铁产品生产与消费中心,以及全球最大的铁矿石进口国,带动了全球铁矿业的繁荣与发展。然而,受进口铁矿石价格居高不下的影响,国外铁矿业的高额利润与我国钢铁业微利状态形成了巨大反差。

2011年,我国进口铁矿石6.86亿吨,再创历史新高,同比增长10.9%,平均到岸价格同比提高了27.6%。进口来源地涉及68个国家和地区,但主要来自澳大利亚、巴西和印度。

今年以来,受国产铁矿石增产、进口铁矿石增加、库存居高不下等因素影响,铁矿石价格呈现小幅波动。3月末,国产铁精矿价格为1010.77元/吨,比2月上涨

1.76%;进口铁矿石粉矿到岸价格为138.97美元/吨,比2月上涨0.55%。业内预计,2012年铁矿石价格波动将更加频繁,全年均价有望维持在145美元/吨左右。

值得注意的是,随着矿山陆续投产,铁矿石供应量有望在未来出现增长。必和力拓投资8.22亿美元在澳大利亚纽曼东北地区的矿山预计年产1700万吨,将于2012年下半年正式出矿。力拓计划实施的产能扩建项目则预计从目前2.22亿吨的产能增加到3.33亿吨。

业内人士指出,当前我国国产铁矿供应能力正在不断提升,同时,全球铁矿石供应能力也大大加强。随着全球和国内在建项目逐步投产,铁矿石供应能力将进一步提高,相对于铁矿石的低成本,矿价应存在一定的下降空间。

# A基VS股票

□张翔

近日贵州茅台发布了2011年年报,并宣布了每10股派发现金红利39.97元的分红方案。从派现的绝对值来看,茅台堪称A股“分红王”。但如果按208元股价计算,其股息率不过是1.9%。如果进一步考虑到10%的红利税,则投资者实际到手的股息率仅有1.7%。如此低的分红回报率,与茅台的价值投资典范形象相比确实不太相符。

当然,在不少投资者看来,茅台的成长空间还很大,股价上涨动力十分充足,不必过于看重现金分红。不过,对于追求稳定现金回报的投资者来说,这微不足道的回报率不仅远低于通胀水平,甚至也低于一年期定存利率。

事实上,股息率偏低一直是A股投资者长期以来的困惑所在。沪深300成份股中股息率能超过1年期定存利率的公司不超过十分之一,而且沪深300整体股息率绝大多数时候也是低于2%。

如果低风险投资者对A股市场的现金回报率已经失望,而且也不愿在股价涨跌中搏杀差价收益,那么现在已经有了新的选择——A基,即分级基金的A类份额。如果将其理解为优先股的话,其股息率可超过7%。

分级基金整体看其实就是一只普通基金,但内部区分为A、B两类份额,分别赋予不同的风险与收益特征。就主流分级基金而言,A基是低风险品种,获取较为稳定的收益,一般是相比1年期定存利率上浮3或3.5个百分点,而B基从A基借来资金实现杠杆化收益,不仅要向A基支付利息,而且基金的管理费用和托管费用也由B基包揽。也就是说,分级基金使得普通投资者也可以参与本来门槛较高的融资业务:A基持有人融出资金,收取利息,B基持有人则融入资金,在承担一定融资成本的同时实现了杠杆操作。

由于条款存在细微差别,分级基金的种类较多,我们这里重点探讨的是符合以下特点的某一类A基:1、未设到期日,缺点在于无法以净值赎回A基,但同时也提供了以较大折价买入A基的机会;2、A基与B基配对后可以与母基进行转换,配置转换机制加大了A基的波动性,这虽然不利于A基市值的稳定,但也同样提供了低价介入的机会;3、母基金应该是被动投资,最好是投资于弹性较好的股票指数,由于指数弹性好,B基受高风险投资者追逐而使得溢价率较高,因而A基也会出现相应的折价;4、每年均进行一次定期折算,定期折算将当年应得的利息收入转换为母基,投资者赎回母基即可实现现金收入;5、从安全性考虑,分级基金的条款设计应确保A基净值的绝对安全,B基净值的任何波动都不应对A基带来不利影响;6、为降低利率风险,应该是每年或每半年调整利率的浮动利率品种。

根据笔者观察,目前有7只A基符合以上特征,在目前的利率水平下,若按现价买入,其约定年收益率可达到7.7%-7.9%(这里简单地用约定年利率除以现价),较具吸引力。此类品种在本质上可以理解为永续债券,也可以理解为优先股。如果投资者不在乎短期市值的反复波动,特别是在较长时间内也不急于收回资金,那么买入后长期持有将是不错的选择。即便未来官方利率下调,其约定收益率也会远高于大多数低风险投资品种。

值得一提的是,此类A基中部分品种也是极度看空后市的投资者的较好选择。正是低点折算机制使得A基持有人拥有了一份看空期权。简单而言,若股票市场遭遇极端不利的“黑天鹅”事件,B类份额的净值出现大跌,一旦跌至安全阈值(0.2元或0.25元),则进行低点折算,折算后A基所对应的大部分净值可以转换为母基。这有点类似于封闭式基金的到期套利,投资者本是以折价买入,但可以按净值拿回现金。投资者可关注B基净值离安全阈值较近的A基品种。

投资此类A基,其风险因素主要是以下三方面:一是A基市值波动无法避免。虽然约定收益率的存在决定了下跌空间有限,而且市值波动也不影响约定利息收入,但对于投资期限较短的投资者来说,市值波动可能会对投资收益带来明显拖累;二是每年分红收益以母基兑现,投资者可尽快赎回母基,以现金形式获取红利,但投资者在持有母基的较短时间(一般为两天)内,可能会承受A股市场波动的影响。但一般情况下母基金净值波动幅度有限,对红利影响不大;三是利率波动风险。但正如前文所述,利率上升机制与折价机制决定了A基与同时期的固定收益品种相比仍将具有明显优势。