

财经圆桌

# 激情燃烧2400点 “僵尸股”有望复活

本周沪指在2400点反复争夺，“拉锯战”何时见分晓？中国经济二季度能否探底回升？5月市场如何操作？本期财经圆桌邀请海通国际首席经济学家胡一帆、平安大华基金投资研究部总经理颜正华及华龙证券高级投顾文育高三位嘉宾，就此展开讨论。

## “U”型还是“L”型

中国证券报：一季度经济增长陷入近三年低谷，经济是否有望在二季度探底回升？本轮政策扶持力度远不及四万亿投资，经济是否真的具备探底回升的反弹动力？动力主要来自哪里？

胡一帆：我们判断经济会在二季度探底，原因主要还是来自于政策支持。我们认为从二季度开始，政府将在货币政策、财政政策两方面加大支持力度。

货币政策方面，二季度不仅会降低存款准备金率，利率单边减息的可能性也比较大。另外对中小企业可能会推出更优惠的放贷政策，其他金融市场的政策力度也会加大。

财政政策方面，预计二季度政策导向会集中以下三个行业：一是消费。我们认为政府将推出新一轮消费刺激政策，包括农村宽带下乡、城市的绿色电器补贴等，预计政策力度将比较大。二是基础设施建设，重点在高铁上。高铁自去年10月温州动车事件之后基本处于停工状态，今年预计投资5000亿元，到最后全年投资可能不止5000亿元。在此情况下，去年财发了两次债券，反响较好，预计今年还会比较大的力度。三是保障房建设。前段时间推进过一阵，但我们认为真正有力度的政策还没有出台，未来在这方面应该还会加大力度。

因此，在货币政策不断宽松、财政政策不断推进的情况下

下，二季度经济会慢慢见底回升，三季度可能逐步走高，四季度比较平缓，我们认为，三季度应该是今年经济最好的一个季度。

胡一帆：我认为中国经济在一季度已经见底。首先，目前工业增加值的月度增速只有11.3%，这是历史上第二次低于12%（第一次为2008年四季度）；其次，目前PPI只有99.7%，即使在2008年四季度时，PPI也是99.9%，工业企业效益大幅下滑。从已公布的上市公司一季报看，业绩同比下降幅度接近20%-30%，经济见底迹象非常明显；第三，一些辅助指标如M1减M2的增速差值也接近2008年的最低点，目前M1增速是百分之四点几，M2增速是百分之十三点几，两者之间的差值达到负百分之九，在历史上非常罕见，只有在经济活力、股市非常差的时候，M1减M2的增速才会达到这么一个极低值。

本轮经济探底回升的动力主要来自两方面，一是政策放松，二是市场自身的上升动力。我认为这与2009年四万亿是有显著区别的。2009年经济回升的动力主要靠政策刺激，而这一次我倾向于没有大的政策刺激，只是政策从以前过度紧缩到逐步放松而产生的回升动力，所以我认为今年的经济运行有可能呈现“L”型。

## 大幅震荡 构筑底部

中国证券报：经济见底、股

市见底与上市公司业绩见底三者间存在怎样的时间关系？A股后市运行格局如何？

胡一帆：按照成熟市场情况以及中国以往的规律，股市见底要比实体经济见底提前一些，如果经济在二季度下半季，比如5月底6月初慢慢见底的话，当政策开始慢慢释放时，股市会有一个提前的反应。在美国，一般是提前三个月左右，在中国这种反应可能会更快一点，二季度A股有可能从5、6月开始慢慢探底，二季度下半段开始往上走，预计三季度会走得非常好。而上市公司业绩底，要比股市见底缓一点，因为业绩释放与GDP相关度比较高。

中国证券报：你如何定性2132点以来的两波反弹？进二退一”格局会否反复上演？

胡一帆：今年以来的两波反弹，第一波从2130点到2450点左右，我认为是正常的春季攻势，也就是春节红包行情，随后在3月中下旬出现的一轮快速下跌，实际上是大家对一季度上市公司业绩的担忧，最近股市又回到2400点，我认为这次回升有着非常重要的意义，这意味着股市可能已经找到了真正的底部，而且这个底部的承接力非常之强。这个承接力主要来自两方面：一是市场利率下降之后，股市估值底部上升；二是市场对未来政策进一步放松的预期。

由于判断今年的经济运行是“L”型，还没有明确的反转迹象，所以我认为股市目前是在构

筑大底，接下来可能是大幅震荡筑底的过程，到今年三季度之前，我认为这个底部区间可能在2250点-2800点之间，二次探底的可能性较低。

文育高：沪指从2132点反弹至2478点，期间涨幅为16%，照历史规律来看，尚难定性为趋势性行情，应为强势反弹，不过从个股的涨幅来看，本轮反弹所带来的个股结构性机会仍然是不错的。

从技术角度分析，沪指真正的压力在去年11月初市场开始破位下跌的区域，位置在2500点附近，累积了大量套牢筹码，在接近这一区域时，市场将面临较大压力，目前来看反弹仍可能继续，结构性机会依然存在。

## 市场风格虚实转换

中国证券报：目前蓝筹股与题材股各领风骚，你更看好哪一类股票？如何挖掘有价值的投资品种？

胡一帆：买股票主要是买两个回报：一是上市公司的分红回报，二是资本市场的资本利得。过去蓝筹股之所以涨不起来，因为从这两个方面都得不到回报，所以蓝筹股逐步沦为“僵尸股”，但现在，我认为蓝筹股非常具有投资价值。首先，虽然这些股票过去曾经是“僵尸股”，但是它的估值已经非常低，相比美国、香港等成熟市场，它们的价值是显著偏低的；其次，这些公司目前面临特别好的契机，即分红税减免政策，如果分红税减免政策在未来3-6个月内能够推出的话，那么这些公司的价值就会被激活。这是价值投资的机会。

此外，市场还有一类投资机会，就是利用股价在二级市场的大幅波动去赚取资本利得，这是赚投资者情绪波动的钱。一般来讲，如果一只股票股价走强，我们分析它未来能否上涨，可以从



嘉宾：  
海通国际首席经济学家  
胡一帆(左上)  
平安大华基金投资研究部总经理  
颜正华(右上)  
华龙证券高级投顾  
文育高(下)  
主持人：王晶

以下四个纬度进行分析：一是公司基本面是否发生变化，如果基本面明显超预期，可以积极参与。二是如果公司基本面并没有好转，但是股价还是连续走强，我们就要引入第二个纬度分析——政策预期是否发生改变。近期热炒的金融改革概念股就是典型代表，政策先行，最后行业的业绩自然也会体现出来，所以对政策的超前研究也是非常重要的，这种机会也是可以积极参与的。三是如果前面两个因素都没发生变化，这个时候要研究流动性是否发生改变。因为货币政策的变化、市场利率的变化，最后将导致市场上某些板块走得特别强，有些板块走得特别弱，这是我们要积极研究的市场变化。四是如果前面三种因素都没发生变化，那么就要关注投资者预期是否发生变化。在经济周期变化的不同阶段，行业表现有所不同。比如目前经济处在衰退末期，有可能会迎来复苏初期，很多行业在这个阶段表现特别强，如非银行类金融和地产。

我个人更倾向于第一个纬度的研究，把握基本面好转带来的投资机会，进入五月，市场风格有望由“务虚”转向“务实”，对于后三个纬度的投资比例不宜过大。

文育高：随着4月底年报和季报披露完毕，业绩因素作为刺激股价的边际效应将递减，从近期市场热点和资金面的活跃度来看，投资者可把握以下两个主线：一是主题投资。深圳重大金融创新、国际板、新三板等，尤其是金融改革概念，浙江东日带来的短线赚钱效应使得炒作范围继续扩散，后期仍值得重点挖掘，如海西、内蒙古鄂尔多斯、横琴、滨海新区等。二是低估值大蓝筹板块。二线地产、煤炭、有色、券商等。此外，国民休闲纲要将出台，可适当关注旅游板块的投资机会，短线快进快出是近期主要投资策略。

## 保资瞭望台

### 银行高利润不是坏事

□海康人寿投资部经理 刘思恩

银行股最近一、两年的低调走势，让很多所谓的价值投资者十分窝火。但平心而论，这两年持有银行股的人也没啥可抱怨的，毕竟在偏熊的震荡市里，银行的股东们损失相对较小，有些还有点盈利。

银行股平静的走势背后，其实有很多不平静的话题。最耐人寻味的是，不少银行股的市净率逐步向1倍靠拢，而市盈率更是史无前例地跌破了5倍。要知道这毕竟不是某些重组股偶尔利润大幅增加导致市盈率走低，而是超大市值的一个群体长期稳定地维持畸低的市盈率。这种现象，在笔者的印象中只有在1996年大牛市发端前夕的深圳股市出现过。

银行股股价被市场压制的理由很多，早些时候是增发圈钱导致市场资金供应不济，最近又有人认为是银行的垄断利润不可持续，不可能长期维持高利润率去剥削实体经济。不过，笔者虽认为打破大银行的垄断是大势所趋，但长期来看，中大型银行的市场份额很难被小型和民营金融机构明显抢夺。至于整个以“存、贷”为盈利模式的金融行业，其利润率更是会长期稳定地维持下去——除非这个市场又回归到计划经济体制。

这里有必要提一下最近陈

武教授发的一个很有趣的微博，大意是：经过对清朝一千多起民间借贷引发的命案统计，其中

57%是债主被打死，只有36%是债

务人被打死。这个统计和以前有

些文艺作品描绘的情形有差异，

但是实际上大家仔细想想，还是

和大家的实际生活常识、经验相

吻合的——银行干的买卖，靠民

间、个人的力量，是要冒很大风

险的，这种风险往往是再高的利

息也难以弥补的。

让我们举个现实点的例子：

现在银行五年期存款利率为5.5%，折合复利连5%都不到。但是，如果有亲戚要买房但被银行“限贷”，于是问你借50万，五年后还款，每年利息8%，你会很乐意地去替代银行给他放贷吗？反过来，如果是你自己要买房，你是愿意向银行借商业贷款，还是去问亲戚借同样利率的人情债？

所有的金融业务，包括存贷款、人寿和财产保险、证券投资等，如果大多数人都明白千得不如专业大机构好，那么后者的垄断利润，很可能就是合理的、长期的。如果没有大银行的“垄断”，银行出现危机后背后也没有非市场化的力量去拯救，我们可以想象会出现什么样的局面：

短期内中小和民间金融机构会大幅提高存款利率和贷款利率，但贷款坏账率也会大幅提高，中小金融机构破产也会在几年内大幅增加，普通老百姓和企业可能会变得既不敢去小机构存款，也不敢向他们贷款，而大得肯定倒不掉的大银行们，此时会笑呵呵地压低存款利率，吸储，抬高贷款利率放贷。

因此，不管是发达国家还是

发展中国家，不管奉行极端自由的市场经济，还是政府干预较多

并默许寡头垄断的经济，银行等

大型金融机构的垄断利润，貌似

从来就没低过，银行股也永远是

股市中不倒的重要蓝筹代表之

一。这是经济运行的客观规律，也

是经济管理者的主观愿望。

从商业伦理来说，人们一般会

下意识地反对垄断，也会反对

非实体经济长期拥有的过高的利

润率。但是，银行的垄断和暴利，

实际上对社会的危害未必甚于石

油、矿产、公路、甚至酒精饮料和

烟草。所以，如果我们看得市盈

率三十倍甚至五十倍的其他垄断

行业，那为何要看坏市盈率五倍

的银行呢？

## 大行看市

### 5月或下调存准率

□本报记者 吴心韬 厦门报道

野村集团研究团队近日上调了今年中国经济增长预期，由8.2%提高至8.4%，野村中国首席经济学家张智威在野村中国投资年会上接受中国证券报记者专访时表示，中国今年可能两次下调存款准备金率，其中一次会在5月。上调中国经济增长预期主要是对中国投资增速的上调以及外需情况的可能好转，而对今年调降存款准备金率的预测是因为近期中国银行体系内的流动性有趋紧的趋势。

#### 经济二季度开始反弹

中国证券报：野村为何将今年中国经济增长预期由此前公布的8.2%提高到8.4%？楼市疲软是野村考虑的最大风险点吗？

张智威：今年第一季度中国经济增长率仅为8.1%的情况下，政策放松已经体现，比如铁路新开工项目的上马，我们预计二季度投资会有一定提升。其次，进出口的情况比我们之前想象的要好一些，如部分欧洲先行指数最近有一定提升，因此从中国出口前景来看，二季度出口会有一定反弹。最重要的一个原因是野村中国领先指数显示，中国经济活动在去年11月已经见底，目前已连续四个月正增长。我们预计中国经济增长会在二季度开始反弹，增速由一季度的8.1%分别上涨至8.2%、8.4%和8.7%。

房价回落对中国经济的冲击，我们将之当作一个风险点，但我们认为风险不是特别大。中国整体房价会有所下降，但不是跳崖式的下跌。

另外，二季度保障房投资力度会加强。我们做过推算，整个全年的房地产投资增长在16%，其中非保障房投资增长在10%左右，保障房的增长在25%-30%之间。保障房投资增长在非保障房投资低增长情况下起到了非常大的对冲作用。

中国证券报：你预测央行今年将有两次降准，这种预测基于何种考虑？你对人民币汇率如何预期？

张智威：依据于目前看来4月流动性还不错，但近日我们看到流动性有趋紧的趋势，如果5月还是这种情形，央行有可能降准。但降息的可能性比较小。

我们预计人民币今年升值2.4%，人民币对美元即期汇率到今年底将达到6.15的水平。未来两三年人民币升值幅度不会很大，这主要因为中国的经常项目盈余在下降，预测其占GDP的比例将在今年降至2%以下。

#### “金改”或成突破点

中国证券报：中国经济短期和中长期风险在哪里？有哪些应对之策？

张智威：短期风险在于通胀抬头，我们预计中国通胀率9月会反弹至4%以上，达到4.5%，之后几个月将维持高位。中长期的最大风险是改革力度不够，导致中国潜在增长率走低，出现滞胀风险。今年这种风险不会太大，但到明年如果政府还未推出改革举措的话，这个风险就会越来越高。

我们所指的改革包括财政改革、企业和个人的减税、利率自由化和鼓励民间资本等。如果这些改革进行缓慢，那么潜在经济增长率就会较慢。

中国证券报：2012年被视作中国经济转型之年，经济增长方式发生变化，内需将成为经济增长的主要动力，这种转变成功的关键在哪里？哪些数据和指标能够确认经济转变实现突破了？

张智威：金融改革能够起到挺大的作用，比如利率自由化，如果成功的话，市场利率变高，投资会自动下来，消费会更高一些。简单来说，存款利息上去，能提升消费，存款利率上去，公司投资会下来。每项改革都有成本，如果得大于失就应该去做。金融改革最近在提速，如温州改革试点、人民币汇率波幅加大和打破银行业垄断等。

从数据来看，我们认为从占GDP的比重来看，如果消费能够超过投资，这可以是一个转折，当然这需要几年的时间。服务业占比也是一个可以考量的指标，比如北京的服务业占三大产业的比重在70%，部分城市已经出现这样的迹象。还有城乡居民收入的减少也是比较健康的状况。

中国证券报：如何看待欧债危机？对中国经济有何影响？

张智威：如果说欧洲发生大事，对中国经济来说未必是一件坏事情。如果出现2008年的情况即出口大幅下滑，政府会推出新一轮经济刺激政策，对中国短期经济增长会起到很大的推动作用，当然这一政策长期副作用也是非常明显的。

整体来说，野村的经济研究团队认为欧债危机恶化到2008年全球金融危机的程度是小概率事件。今年欧洲经济将小幅度衰退，对中国不会产生太大的负面影响。另外，中国外贸目的地的多元化也有效地对冲了欧债危机的影响。



阳光e理财·首发  
理财夜市 20:00~24:00 限额抢购  
电子渠道（网银、网站）专属高收益理财产品

#### 温馨提示

1. 早准备：您若是首次购买我行理财产品，请一定记得提前到我行网点签约理财哦。
2. 收益高：产品收益率高于柜台渠道同期销售产品。
3. 时间长：2012年4月27日至5月2日，每天20:00至24:00，额度有限，售完即止。
4. 渠道多：本产品可在网银、网站（阳光营业厅）渠道购买。

Bank 中国光大银行

共享阳光·创新生活