

财经圆桌

蓝筹股或存机会

本周国家统计局公布上半年经济数据，经济形势仍不容乐观。而A股市场也出现大起大落的过山车行情。经济形势将如何变化？股市是否还有机会？本周财经圆桌邀请渣打银行大中华区研究部主管王志浩、平安证券首席策略分析师王韧、中投证券资产管理部投资经理王坤三位嘉宾，就此展开讨论。

经济形势不容乐观

中国证券报：本周国家统计局公布数据显示，2013年6月，全国居民消费价格总水平同比上涨2.7%。上半年，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨2.4%。与此同时，6月全国工业生产者出厂价格同比下降2.7%，环比下降0.6%。如何解读这一数据？对经济复苏的形势作何判断？

王韧：上半年CPI走势显示物价水平整体稳定，PPI走势则显示工业产生持续低迷，PPI-CPI裂口持续扩大的趋势显示出上半年整体经济增长较为低迷。展望下半年，经济需求的持续低迷预计仍难有显著改善，虽然随着基数效应的影响PPI-CPI裂口将有所收窄，但收窄幅度相对有限，量价水平的持续下行将对微观企业盈利带来较大冲击。

王坤：从CPI和PPI价格数据，以及最新公布的相对疲软的贸易数据来看，二季度经济不景气程度有进一步加深。虽然经济复苏形势较为严峻，但从政治经济学角度看，转型一般要走中间路线，所以也无需太担忧休克式疗法的冲击，经济下滑会有下限保证。

王志浩：从一系列宏观经济数据来看，经济虽然增长乏力，但增长的动力依然平稳缓和，没有充足的的理由认为经济增长开始减速。

短期内需求存在以下积极的推动因素：首先，信贷增长仍然支持经济增长。有观点认为监管部门可能会降低社会融资总量增速，但在2014年之前应该不会传导至实体经济活动；其次，工业企业利润增长恢复到接近12%左右；再次，房地产行业逐步复苏。

房屋销售保持良好势头，不过同比增幅可能降低。比较令人担心的是新开工项目。此外，美国经济复苏。美国是中国第二大出口市场，对全球需求增长有最大的溢出效应。

也有一些不利因素，如家庭收入增长缓慢、消费者信心回落、库存周期恶化；欧元区持续衰退；人民币持续升值；中央政府明显更偏重长期经济增长模式改革，不会对短期经济增长疲弱做出应对等。

我们认为中央政府不会向市场发出任何货币政策放松的信号，除非就业状况出现恶化。

流动性不会太紧

中国证券报：上月底，市场资金出现了罕见“钱荒”，而监管部门一再强调金融资源配置要“用好增量、盘活存量”。如何判断今年下半年的流动性？

王韧：我们预计流动性极度宽松的局面将在6月“钱荒”之后有所退潮。首先，在美国退出QE的背景下，国际资金流向逆转将推动下半年外汇占款趋势性下降，央行净投放对冲和稳定人民币币值的努力虽能部分减轻其对国内市场流动性和资金利率的冲击，但却无法扭转下半年流动性退潮的大趋势；其次，金融去杠杆的短期影响虽然已经过去，但此次冲击之后，金融机构的头寸管理将更加谨慎，进而将影响后续的市场资金供给；再次，下半年通胀水平虽然不高，但中枢将较上半年有所提升，也将制约货币政策的宽松空间。因此，我们判断下半年流动性稳中趋紧将是大概率事件，但鉴于实体经济的资金需求依然疲软，资金成本的大幅上升仍很难出现。

王坤：下半年流动性取决于央行态度。监管部门一再强调金融资源配置要“用好增量、盘活存量”，意味着流动性不可能收得太紧。如果央行收紧流动性导致存量资金链断裂，就意味着允许违约，允许银行坏账，允许经济硬着陆，这是很困难的。如果不动荡，仅仅只是针对抑制增量的话，则银行的行为会变得谨慎，供给相对来说会好一些，但市场对资

金的需求可能会掉得更快，M1、M2和社会净融资增速呈现收敛态势。虽然相对6月会有宽松，但整体流动性宽松格局肯定会弱于前5个月。

王志浩：目前，新一届政府的经济政策已略见雏形，其以短痛易久安的思路日渐清晰。此前的“钱荒”释放出明显信号，即银行需要提高流动性管理水平，放慢理财产品发行步伐。决策层另一个明显的目标在于引导资金流入经济中更具生产性的部分，虽然这不能仅仅通过货币政策来实现。若银行间市场利率持续紧张，可能导致整体信贷增速放缓。

在流动性方面，央行牢牢掌控着局面。央行不太可能大范围实行宽松政策，虽然在紧急状态下会出手以避免出现系统性危机。在当前的新环境下，决策部门仍然希望能够确保经济增长达到7.5%，不排除政府可能采取措施积极支持增长的可能性。

下半年行情要看政策

中国证券报：最近一段时间，市场连续出现大跌。本周一更是跳空低开，大跌2.44%。如何判断今年接下来的行情？

王坤：新一届领导提出的“新四化”中，只有信息化是新增内容，这表明信息化已被提升至国家发展战略高度。目前只有股市在有效地反映这个转型的新方向。在转型升级的方向下，机会肯定会在出现新领域，下半年应该还有机会。

王韧：下半年市场取决于流动性退潮与改革预期涨潮之间的双向博弈，向下空间取决于PPI和资金利率，在两者均回到去年最差情况的悲观假设下，预计上证指数可能回到去年低位，短期反弹只能来自于资金利率的触底回弹和政策预期的边际改善，向上

渣打银行大中华区研究部主管
王志浩平安证券首席策略分析师
王韧中投证券资产管理部投资经理
王坤

主持人：本报记者 杜雅文

行股即使估值很低，但仍缺乏系统性作多理由，仍然只有阶段性的防御价值或交易性机会。

王坤：

中国上市银行市盈率低

于国际平均水平，原因在于现在银

行的市盈率隐藏着两个不确定

因素，一是经济下滑后可能会出

现坏账；二是利率市场化后的不确

定性。我认为利率市场化不是坏事，即使出现存贷利差缩小的情

况下，金融机构也可能通过以量补价

的形式增加贷款投放，弥补利差减

少带来的损失。未来一旦市场化将

面临客户和银行之间的双向选择，

在擅长的领域中强者肯定会走出

来，并且比现在还要好。所以以银

行股为代表的蓝筹股下半年肯定

还有投资机会，机会主要在经济下

行的趋势得到有效控制之后，或者

政策出现放松之后，就像本周的反

弹一样。

王韧：对于中国银行业而言，未

来仍存在两大风险需密切关注：

一是利率市场化对银行传统业

务的冲击，在净息差持续收窄

与经济增速系统性下行背景下，

大部分银行的业绩增速将开始步

入低速增长阶段；二是伴随经济

增速不断下行，银行潜在坏账风

险未来将逐步显现，并制约银行

股估值的系统性回升。估值本身

是资金配置的结果而非原因，银

行股即使估值很低，但仍缺乏系

统性作多理由，仍然只有阶段性的

防御价值或交易性机会。

王志浩：中国上市银行市盈率低

于国际平均水平，原因在于现在银

行的市盈率隐藏着两个不确定

因素，一是经济下滑后可能会出

现坏账；二是利率市场化后的不确

定性。我认为利率市场化不是坏事，即使出现存贷利差缩小的情

况下，金融机构也可能通过以量补价

的形式增加贷款投放，弥补利差减

少带来的损失。未来一旦市场化将

面临客户和银行之间的双向选择，

在擅长的领域中强者肯定会走出

来，并且比现在还要好。所以以银

行股为代表的蓝筹股下半年肯定

还有投资机会，机会主要在经济下

行的趋势得到有效控制之后，或者

政策出现放松之后，就像本周的反

弹一样。

王志浩：对于中国银行业而言，未

来仍存在两大风险需密切关注：

一是利率市场化对银行传统业

务的冲击，在净息差持续收窄

与经济增速系统性下行背景下，

大部分银行的业绩增速将开始步

入低速增长阶段；二是伴随经济

增速不断下行，银行潜在坏账风

险未来将逐步显现，并制约银行

股估值的系统性回升。估值本身

是资金配置的结果而非原因，银

行股即使估值很低，但仍缺乏系

统性作多理由，仍然只有阶段性的

防御价值或交易性机会。

券商点金指

李慧勇：四季度QE退出概率大

□本报记者 朱茵

本周市场因美联储主席伯南克讲话而波动，申银万国研究所首席宏观分析师李慧勇表示，今年QE退出依旧是大概率事件，时间大约在四季度。此外，新兴市场因通胀而被迫加息，但发达市场则按兵不动。

李慧勇认为，伯南克在美国经济研究局(NBER)举办的“美联储100年”演讲和问答环节中，表态偏鸽派，意在安抚市场，重新关注金融市场稳定，并将之列为与通胀、就业同等重要的目标，并认为金融市场出现了巨大的风险，如紧缩，需要继续监控，这说明美联储希望减少QE退出对金融市场的冲击。

伯南克传递的重要信息包括：一是6.5%的失业率门槛不会自动触发加息。即使失业率跌破6.5%，只要中长期通胀预期不超过2.5%，美联储仍可能维持低利率时间；二是失业率的计算很可能低估了美国就业市场的疲软程度。关于这一点，我们一直认为美国劳动力市场存在与过度低、失业期限过长的结构性问题，只要更多人重新找工作，劳动力参与度上升，将导致失业率难以有效下降。这也是我们认为QE退出晚于市场预期的重要原因。

目前市场整体认为，QE退出方向明确，但方式和时点仍有异议。李慧勇预计，QE退出时点可能仍是今年第四季度，方式是先确定到期本息和不再继续投资，并逐步减少国债购买量，然后再停止MBS购买量。他认为QE退出的基准情形是今年四季度，而非市场预期的今年9月，概率约为70%宣布QE减码，明年彻底退出，因为参与度上升将导致失业率居高不下，就业率失

复苏仍有一定不确定性。这一基准情形提前的概率为20%，其前提条件有两条，一是如果7、8月非农就业保持在20万人以上、失业率连续下降；二是美国经济呈加速复苏迹象，那么美联储可能最早将于今年9月18日宣布减少QE购买规模，直至失业率降至7%以下，但会考虑经济和就业的复苏情况而做灵活调整，并加强沟通策略。

基准情形推后的概率为10%，其前提条件一是金融市场出现大幅动荡，股市下跌和房地产市场下滑导致居民财产减少，从而抑制消费和投资；二是月均非农就业跌至16万人以下，失业率居高不下，那么美联储可能推迟QE退出的时点至今年12月18日甚至明年一季度。

值得关注的是，7月11日，印尼和巴西央行宣布加息50个基点，将一年期基准利率分别上调至6.5%和8.5%，而且均为连续第二次上调。巴西、印尼等新兴市场均上调基准利率，但由于前期美联储宣布QE退出时间表，使得外资撤出新兴市场资产，而卢比、巴西雷尔均出现较大幅度的贬值，另一方面结构性调整导致通胀居高不下，从而使得新兴国家纷纷加息。而发达国家并无通胀之虞，经济也不再下滑，因而逐步使货币政策恢复正常化。

李慧勇表示，由于预计美国QE减码将在4季度宣布，导致外资撤出新兴市场，而通胀已越发成为制约新兴市场经济发展和社会稳定的顽疾，因而新兴市场不能一味通过加息来控通胀，需要转向货币总量控制，将辅以一系列切实的产业调整政策和财政政策来增加供给、调节经济结构，类似于20世纪80年代的“里根经济学”，以帮助新兴市场渡过难关。

中证之声

三星未达预期 苹果重拾希望？

□本报记者 李少林

设备的发展则推动了市场对NAND闪存芯片的需求，三星是全球主要的DRAM和NAND供应商。

有分析师指出，三星手机业务的增长放缓似乎比预期中更严重，而令人失望的业绩也再次证明了市场的观点，即三星智能手机业务的增长正在放缓。

但市场分析师并不认为，三星智能手机业务未达预期是苹果对其发起了有效的反击。实际上，三星智能手机遭到的阻击来自中国手机制造商。

在中国这个全球最大的手机市场上，来自本土的制造商华为、联想、中兴等在中低端智能手机市场对三星发起了强有力地挑战。以华为为例，这家全球最大的通信设备商曾经通过与运营商捆绑，成为全球最大的功能手机制造商之一。近几年，华为在智能手机市场发展迅猛，其推出的具有更高性价比的智能手机抢占了苹果、三星在中国的市场份额。全球最大的个人电脑制造商联想同样



CFP图片

在智能手机领域获得飞速发展。

目前，上述两家本土企业在智能手机市场的地位仅次于三星。联想集团的领导层近期还披露，公司已经制定了两年内在中国市场超越三星的目标。

相比于中国本土手机制造商的雄心勃勃，苹果、三星则出现收缩态势。近期，美国投资研究公司WedgePartners分析师发布报告称，预计苹果公司将在下半年削减iPhone订单。

根据预计，苹果公司将在下半年中把所有iPhone机型的产量缩减20%，此举很可能是对全球高端智能手机需求增长速度放缓作出的回应。预测称，下半年苹果公司iPhone生产量为9000万部到1亿部，低于原本预期的1.15亿部到1.2亿部。

与此同时，有消息称，三星将首次削减智能手机零部件的订单，而高端市场增量空间缩小与产品创新乏力被认为是其削减零部件订单的主要因。这也是该公司

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7月4日至2013年7月10日

投资账户名称	7月4日	7月5日	7月8日	7月9日	7月10日
稳健型投资账户	1.7665	1.7319	1.7673	1.7327	1.7670
平衡型投资账户	1.7780	1.7431	1.7741	1.7393	1.7772
进取型投资账户	2.6207	2.5693	2.6193	2.5679	2.5973
指数型投资账户	0.7945	0.7789	0.7958	0.7802	0.7