

财经圆桌

券商点金指

# 磨底进行时 反转未可期

进一步缩量之后，市场仍在磨底。股指表现下跌不甘，上涨无力。究竟是什么原因绊住了股指的脚步？未来经济和市场是否都将继续下行？本期财经圆桌邀请巴克莱亚洲首席经济学家黄益平、国金证券策略分析师徐炜、东北证券机构销售总监冯志远三位嘉宾，就此展开讨论。

## 降息对稳增长更有效

**中国证券报记者：**对于当前宏观经济来说，最值得担忧的是什么？降息是否是合适的时点？

**黄益平：**我们认为，不排除近期出台降息等货币政策的可能性。内需疲软表明，进口增长近期可能依旧乏力，且7、8月出口将面临更大的阻力，出口将呈个位数增长。7月美国和欧盟市场出口增长率均下滑10个百分点以上，中国出口增长急剧减速，从6月的11.3%降至同比增长1%。虽然出货量全面下降，但这种减速动力主要来自美国和欧盟。

我们仍旧维持这样的观点：近期降息的可能性更大，降息实施起来比较简单，而且在提振需求及减少企业财务负担方面，降息作为政策工具比存准率相对更有效。

**反贱元素还不具备**

**中国证券报记者：**从宏观层面来说，当前采取什么样的措施对稳定经济更有效？

**黄益平：**对决策者来说，由于

来短期运营，并未进入到中期增长层面，非金融企业中长期贷款规模持续低迷。

**中国证券报记者：**对于下半年经济增长如何预期？

**黄益平：**鉴于7月份弱于预期的数据，我们已将2012年GDP增长预期从8.1%下调至7.9%，但仍然预期下半年会有逐渐和适度的恢复。

我们一直在强调两个主要风险：一是外部经济疲软，二是国内政策力度或效率缺乏。这两种风险都已显现。7月出口增长的急剧减速可能会促使货币政策出台，例如利率下调，我们认为这项政策比下调存款准备金率更有效。

因此，如果政府继续维持犹豫态度，对于GDP从“保增长”到“稳增长”的政策导向转变，基于人口红利的到来，在失业率并无明显提升的状况下，市场仍将面临较大的中期下跌风险。

**谨慎参与超跌品种**

**中国证券报记者：**本轮反弹似乎异常艰难，市场运行的内在主线是什么？有什么值得关注的特点？

**冯志远：**A股8月开始的一波反弹可以定义为超跌反弹，投资者试图等待超预期的政策利好出台，包括降息降准等等，但并未如愿。原因是政策处于两难境地，宽松的货币政策对实体经济并没有显著利好，反倒对处于调控中的房地产行业具有明显提振作用，这在前两个月可以明显感受到。同时，信贷需求伴随银行存款增速明显回落，长期和短期信贷并不匹配。

**徐炜：**在本轮反弹中价格成为主线，此次反弹中领先上涨的行业是：农业、化纤、细分化工品、有色、造纸等，均属于中上游的原材料行业。上涨的驱动力是价格信号，这些行业的价格在近期都出现了不同幅度的企稳反弹。把期货和股票市场作为样本看，期货市场自7月初以来大部分价格就已稳定略有反弹，股市则先在7月大跌，后在8月开始修复预期。股市找到的预期差正是原材料价格的表现。

**中国证券报记者：**现阶段是否存在可以参与的投资机会？

**徐炜：**价格主线的问题在于其不独立且不持续。所谓成本推动价格上涨的逻辑是不成立的，短期内提价如果需求跟不上，就



嘉宾：  
巴克莱亚洲首席经济学家  
黄益平(左上)  
国金证券策略分析师  
徐炜(右上)  
东北证券机构销售总监  
冯志远(下)  
主持人：本报记者 朱茵

是昙花一现，成本上涨的情况下利润增长根本得不到保证。而依靠价格上涨预期带动下游补库存，其实就是一锤子买卖。

回顾历史，对价格主线的投资往往是出现在繁荣期，但时间周期也是相对短的，因为会受到成本上升、需求下滑、货币紧缩等因素制约，在当前经济低迷状态下，缺乏需求支撑的价格主线持续时间会更短。

刘翔可以“单脚跳”至终点，却无法完成跨栏。市场基于一些原材料产品价格反弹构成目前单脚跳的反弹行情，但这种热点缺乏足够持续性，操作难度较大。

相比博弈价格反弹品种，我们还是建议关注超跌成长股如传媒、软件、零售。

此外，资本市场从来说就是谣言满天飞的市场。资本市场的魅力，很大程度也来源于这种谣言的力量——因为除了谣言，市场上还有很多很真实的信息，如何甄别信息的真伪，是投资机构能否成功投资盈利的关键。即便是被炒得沸沸扬扬的“浑水模式”始作俑者，也不是什么类似索罗斯、罗杰斯式的对冲基金，而是一个研究公司——浑水研究公司（Muddy Waters Research）。

被浑水研究报告触发停牌、摘牌的中国概念股，其所被揭露的作假行为，又有哪一个是莫须有的呢？

可见，发生在A股市场的谣言击垮公司股价的行为，实在算不上什么高明的“浑水模式”，没有深刻的行业、公司研究作为依托，揭露的负面消息也没有真实性可言。如果很多人感慨中国市场做空手段的升级，倒不如感慨中国资本市场实在是太缺乏研究支持了——投资者对股票本身的价值犹如瞎子摸象，随便有点头风花草动就一窝蜂买卖、交易，让造谣者浑水摸鱼、从容进退。

如何避免A股市场的浑水摸鱼？很多专家建议缓行“转融通”等做空产品的推出，我不赞成这种做法。恰恰相反，我觉得做空手段的推出，正是改变A股投资者不理性投资行为模式的催化剂，是改变中国资本市场不合理游戏规则的必然路径。

特别是个人投资者，股票的买卖是个人财富的重要决定，必须要有对投资标的理性的价值判断。对投资机构更是如此，一个试图投资持续成功的金融机构，必须有持续的专业研究的支持。股指期货、融资融券、“转融通”等做空手段，可不是为散户预备的，而是为专业的投资机构预备的。对于被市场高估的股票或其他金融资产，投资机构利用做空手段果断卖出，是资本市场价值发现功能的保障，是“双腿走路”必不可少的一条腿。

因此，本轮A股市场浑水摸鱼的做空手段，不仅不是乌龙谣言满天飞的误打误撞，而是做空者准确利用A股投资者偏听偏信、研究支持不足的弱点，利用市场低迷的情绪，提前布局后散布谣言，实现了做空获利。这与传统的靠小道消息散发上市公司意外利好、以实现做多获利，其操纵市场的逻辑方式基本一样，只不过方向不同而已。

## 关注制度红利

□辛华

广发内需混合增长基金经理陈仕德认为，目前A股底部特征明显，是比较好的介入时机，而值得把握的，就是不断显现的结构性机会。

### 结构性行情凸显

7月A股创3年新低，市场情绪悲观到极点：成交量方面，上海市场已经创下两年来交易金额的新低；估值方面，目前沪深300的估值接近10倍，这样的估值水平甚至比上证指数2005年在998点、2008年在1664点的估值水平还要低。

陈仕德认为如果外力没有发生改变，目前A股可能很难改变自身的运行趋势。但从长远来看，目前的这个区域是一个比较好的介入区域。

中国的短期问题是产能去库存，而中长期来看产能过剩没有办法解决。因为产能的时间比较长，特别是水泥、钢铁、汽车这些严重过剩的行业，即使经济企稳，没有三五年甚至十年的时间是难以完成的。表现在市场上，其短期ROE(净资产收益率)回升不会特别明显。

陈仕德认为，下半年将是一个结构性的行情，相对看好消费领域，看空制造业。

消费品从中长期角度来看，是不错的选择，比如医药、白酒。但是短期的话，要警惕其估值是否还有吸引力。对于制造业，也不是一概而论，有些企业在经济下滑的情况下，业绩逆势而上，比如格力，这样的优质企业还是值得关注的。

## 中证之声

### 成本上涨+需求掣肘

## 饲料 景气将筑顶回落

□本报记者 顾鑫

上半年房地产行业表现抢眼，在今年两次降息和降准以后，购房成本不断下降，房地产龙头企业的盈利、交易量都非常理想，甚至比2010年和2011年都好。未来预期将有一两次降准和降息，这将对房地产市场有正面的促进作用。但交易量的上涨也会使价格上涨，这与政府的调控政策相悖，因此政府对房地产管控不会放松，限购也不可能取消，除非房价明显地往下走。下半年经过调整以后这个行业的确定性还是比较强的。

### 关注制度红利

金融危机以来，中国股票市场的表现之差，仅次于欧洲“重灾区”和金砖四国中的俄罗斯，中国股市的表现已过度反映了市场对经济的担忧。这样的“过度反映”也使得两次的降息降准犹如杯水车薪。陈仕德认为，下半年将有一些变化，这个变化可能会打破市场僵局。

近日，胡锦涛主席在干部研讨班上谈到中国的经济转型、社会转型。其中无论是分配制度、土地制度抑或户籍制度，这些大的改革是时候下决心推进了，这些顶层设计的改革，包括未来的改革的取向，都值得关注和留意。如果有大的动作，市场也将迎来一波新的契机，A股市场的机会或在中国社会的变革中。

无数历史经验表明，别人“恐惧”时“贪婪”是智慧之举，在经济转型时期，股市的上涨或许只缺一个政策契机，比如1999年的5·19行情，而下半年的契机可能就是这样。



动产品销售，哈尔滨、上海和长沙等地产能释放缓解公司产能瓶颈。

### 成本压力加大

上半年饲料行业的业绩强劲增长势头正受到成本上涨的挑战。随着低价原料库存的消耗和粮食价格上涨带来的生产原料价格上涨，饲料行业面临的成本压力正越来越大，一些小企业已经不堪重负，大企业尽管还能维持较高的开工率，但产品利润空间也受到压缩。

今年以来，由于美国、南美、俄罗斯等国家和地区陆续遭遇旱灾，我国近期又爆发了罕见的虫灾，全球粮食产量预期明显下调，而大豆、玉米、小麦等粮食的价格明显上涨，国内粮食价格虽然总体相对更为稳定，但大豆、豆粕与国际市场联动较为密切，而本来处于供需平衡状态的玉米市在遭遇虫灾之后也变得微妙起来。

6月以来，由于美国、俄罗斯等国受到恶劣天气影响，玉米、大豆及

小麦等重要农产品的产量均出现明显下降，国际农产品价格随之大幅上涨。CBOT玉米1212合约6月初至今的累计涨幅已经超过50%，大豆及小麦主力合约的累计涨幅也都超过了25%。饲料的蛋白原料，豆粕价格从年初至今涨幅已接近40%。

原料价格的快速上涨将成为挤压饲料企业利润的重要因素。从4月-7月来看，大多数饲料企业维持了较好的盈利水平，下一步要维持盈利水平必须控制产能，牺牲销量，否则就需要采取薄利多销的策略。

### 关键看下游需求

在饲料企业成本上涨的同时，还要看下游的需求，如果下游行业形势好，成本上涨并不会成为利空因素，反之，如果下游行业不景气，对饲料的需求不旺，那么饲料企业转嫁成本的能力将明显受压。

目前畜禽养殖行业依然不景气，这一状况很可能持续到年底甚

浑水摸鱼

靠研究



□许维鸿

最近一周内，张裕A和中信证券先后被莫须有的谣言“攻击”，甚至葡萄酒行业的很多专家都出来辟谣，众口一词地谴责低水平的谣言，顺便感叹A股市场的环境实在低迷。中国股票市场的分析师，则把这个做空手段联系到美国资本市场对中国概念股的“浑水(Muddy Water)模式”做空，大有阴谋论满天飞的意思。

其实，资本市场从来就是谣言满天飞的市场。资本市场的魅力，很大程度也来源于这种谣言的力量——因为除了谣言，市场上还有很多很真实的信息，如何甄别信息的真伪，是投资机构能否成功投资盈利的关键。即便是被炒得沸沸扬扬的“浑水模式”始作俑者，也不是什么类似索罗斯、罗杰斯式的对冲基金，而是一个研究公司——浑水研究公司(Muddy Waters Research)。

被浑水研究报告触发停牌、摘牌的中国概念股，其所被揭露的作假行为，又有哪一个是莫须有的呢？

可见，发生在A股市场的谣言击垮公司股价的行为，实在算不上什么高明的“浑水模式”，没有深刻的行业、公司研究作为依托，揭露的负面消息也没有真实性可言。如果很多人感慨中国市场做空手段的升级，倒不如感慨中国资本市场实在是太缺乏研究支持了——投资者对股票本身的价值犹如瞎子摸象，随便有点头风草动就一窝蜂买卖、交易，让造谣者浑水摸鱼、从容进退。

如何避免A股市场的浑水摸鱼？很多专家建议缓行“转融通”等做空产品的推出，我不赞成这种做法。恰恰相反，我觉得做空手段的推出，正是改变A股投资者不理性投资行为模式的催化剂，是改变中国资本市场不合理游戏规则的必然路径。

特别是个人投资者，股票的买卖是个人财富的重要决定，必须要有对投资标的理性的价值判断。对投资机构更是如此，一个试图投资持续成功的金融机构，必须有持续的专业研究的支持。股指期货、融资融券、“转融通”等做空手段，可不是为散户预备的，而是为专业的投资机构预备的。对于被市场高估的股票或其他金融资产，投资机构利用做空手段果断卖出，是资本市场价值发现功能的保障，是“双腿走路”必不可少的一条腿。