

# 弱市关注政策主题投资

8月汇丰中国制造业PMI初值回到枯荣线之上,这是否有利市场从光大事件中走出  
来?未来市场热点将聚焦何处?本周财经圆桌邀请国泰君安证券策略分析师时伟翔、瑞  
银首席中国经济学家汪涛和海通证券宏观分析师姜超三位嘉宾,就此展开讨论。

**外围下跌拖累**

**中国证券报:** 汇丰PMI重回枯荣线上, 但为何市场还是顾虑多于乐观?

**姜超:** 8月汇丰PMI由上月47.7升至本月50.1,四个月以来首次处于荣枯平衡线之上,显示制造业景气回升, 就业指标也有所回暖。政策微调致经济短期回升, 但由于融资增速正逐步下滑, 且领先经济1个季度, 意味着经济回落大约在冬季。新订单指数大幅反弹而新出口订单下滑, 反映内需好转外需有反复;生产指数较7月大幅回升2.6个百分点, 与发电和电力耗煤高频数据处于高位相匹配。原材料库存回升且向上穿越产成品库存, 但后者低于50,意味着补库存尚不明显。购进和产出价格均升至50之上, 意味着PPI环比可能由负转正, 也与生产资料价格止跌回稳匹配。8月汇丰PMI由上月47.7升至本月50.1,4个月后重新回到荣枯线之上,出现反季节回升,显示制造业景气有所回暖。分项指数中,生产、新订单、就业对汇丰PMI产生正向拉动。

**中国证券报:** 9月美联储削减量化宽松的预期正在逐步增强, 而近日外盘新兴市场如印尼出现大跌,这意味着什么?

**姜超:** 资产表现差异,可能蕴含投资者对于各国经济增长中的分化、不同种类投资市场支撑动力差异的看法。对于新兴市场,我们依然较为谨慎,因为其经济增长放缓明显,且由于美债利率走高,抬升全球利率中枢。因此从风险收益比来看,发达国家将更有吸引力。

其一,今年以来,新兴市场增速放缓明显。一方面,内需不振, 韩国、中国台湾和印度的PMI均呈现环比走低,7月中国台湾、韩国制造业指数仅为48.6和47.2;从工业生产来看也是如此, 印度国内连续两个月出现

## 关注政策变化

**中国证券报:** 政策方面有什么变化? 毕竟投资者希望看到明显提振市场信心的变化。

**汪涛:** 过去几周政府出台了多项以“稳增长”为重点的微调政策措施, 市场反应总体较为积极。其中,关于推进铁路和城市轨道交通投资的措施是意料之中的——这短期内有助于促进投资、消化过剩产能(例如钢铁等),长期则有助于改善效

率、提高生产率(并减少污染排放)。促进信息消费的政策旨在通过放开管制来促进消费和服务业的发展, 这看起来也是一个全方位的政策。仔细来看,我们认为这一政策可能会先对电信和相关设备投资起到积极影响, 但行业管制的放开和消费需求的提升可能还需一定时间。我们和市场所有人一样,都预期即将召开的十八届三中全会将公布一系列综合性的改革计划。

**时伟翔:** 政府的政策方向具有可选择性,这种选择对制度进行重构,以适应新的经济社会的发展,但这种选择对经济会产生较大反作用。从年初以来小盘风格的行业集中在通信、电子、服务、高端装备等可以看出,市场对行业生命周期中将具备快速成长能力的行业进行了重点投资。而政府的政策安排将带来基于政策选择的格局之变。随着中国改革举措的逐步明晰和展开,对经济社会发展格局的预期将逐步加强,投资机会也将出现。我们认为,随着各项改革方向的明确、工作重点的提出和对中国经济的认识加深,年初讨论的新型城镇化作为一个格局之变成为弱势下主题投资的总括。站在未来几个月内的角度看,新型城镇化将从年初的讨论,过渡到各项工作的逐步展开。

**海通证券宏观分析师 姜超**

## 短期市场难反弹

**中国证券报:** 市场是否消化了光大事件的消极影响?

**时伟翔:** 短期内市场仍然面临较高不确定性。风险认识在市场大幅波动后短期内大幅放大,A股之前由于通胀预期恢复产生的反弹被迫中断。短期市场中可能仍然存在来自基金面的积极因素, 但A股市场整体反弹很难持续。通胀预期将推动周期板块存在一定的相



对收益, 但短期内实现绝对收益概率较小。

**汪涛:** 虽然我们预计7月份经济活动的好转趋势会在未来几个月里持续, 并且维持三季度经济环比增速将出现反弹、全年GDP增速达到7.5%的预测, 但市场可能会继续对国内经济存疑, 尽管极度悲观的情绪已有所消退。

**中国证券报:** 未来成长股是否还能反弹?

**时伟翔:** 成长板块仍将继续回调,或将调整到九月中旬。资金价格上涨和通胀预期继续对成长板块估值形成压力。弱市中主题投资我们有以下几个方向:一是以上海自贸区批复为代表的新型城镇化将使得地方政府的工作重点明晰,改革方向确立。结合全球自

贸区的发展格局, 上海以综合自贸区为目标, 通过高效完善的物流运输体系、自律高效的政府管理和自由开放的政策逐步将上海的经济带入新的增长阶段。我们认为上海自贸区未来的建设模式和经验, 具有很大的可复制性。将引领中国新层次的政府改革和对外开放。物流、金融、高端服务等将最先受益于自贸区改革性质的新型城镇化发展。

二是7月以来的各次国务院会议上, 推出了一系列有利于结构调整和经济增长的举措。深化了新型城镇化的内涵和投资方向:购买公共服务、有效投资(智慧城市、地下管道、地铁轨道交通、保障房、通信网络、环保节能)。对新型城镇化建设的投资方向、投资主体等

进行了指导。城市内有效投资将受益于新型城镇化的投资结构变革。

三是以人为本是新型城镇化的核心,通过户籍制度改革、农村土地流转和宅基地确权、房地产长效机制、地方融资机制等举措, 使得新型城镇化的配套改革举措逐步明晰, 消费升级将得以持续, 而受益于新型城镇化改革的群体的消费活力的释放也将带来商业模式、重点行业的投资性机会。

弱势格局下, 政策逐步推出带来的经济社会发展格局之变, 将可以在新型城镇化的框架下做综合性理解, 新型城镇化的内涵将逐步深化和清晰。我们认为市场在接下来一个阶段将逐步反映格局之变下的主题型投资机会。

## 板子不该打在量化投资上

□刘钊

8·16乌龙事件”发生以后, 很多人把矛头指向量化投资, 认为是程序化交易导致事故的发生。对此,我有不同的观点: 板子不该打在量化投资身上。

首先需要强调的是,量化只是一个工具, 它依托人的思维逻辑, 将人的投资决策过程进行了精确的描述并写成程序。不能因为可能出现错误代码而否定程序化为提高工作效率、加快决策所作出的巨大贡献, 也不能因为量化决策的单次失误而忽略人类主观决策可能出现的更大偏差,事实上,下错单这种事, 更容易发生在人为投资操作的过程中。

8·16乌龙事件”的确发生在程序化套利交易过程中, 但无论是交易型开放式指数基金(ETF)套利, 还是期现套利, 都是一种相对成熟的业务模式, 在国内市场上运作已久。套利交易的存在, 为股票市场、ETF基金市场、股指期货市场提供了很好的流动性, 增大了市场容量。如某人想操纵一个市场的资产价格, 将要面对其他几个市场的反向压力。因此, 套利的存在降低了市场被操纵的可能性。8月16日11点5分股票市场率先被大单拉起后, 受到股指期货市场和ETF市场的抑制, 上涨的速度实际上有所延缓。那段时间,期货市场一度大幅贴水, 即是股指期货压制股票市场的表现。其后的11点8分至11点16分,股票市场回调, 期指贴水才逐渐转为升水。

易触发了大量跟风盘, 推动市场第二轮非理性上涨。我认为,那波上涨由主动型投资者驱动的可能性更大。当时网上充斥着各种为市场大涨寻找的利好解释, 如大盘股T+0传闻、优先股传闻等。事后来看, 这些传闻当然都是错的。但在事发当时, 谁都不能排除市场确有利好的可能, 相信有很多机构和散户都在那几分钟里抢单入场。当然, 也不能排除有很多程序化交易在那一段时间触发了开多仓的指令。程序化交易是对人类投资思维决策的模拟, 是对市场历史交易特征的总结和归纳。从历史上看,A股存在暴涨后连续上涨的案例。在当时的环境下, 一些主动型投资者和一些程序化交易指令同时追涨, 这都是有可能的。也就是说, 11点16分以后的那一波上涨, 极可能是投资者在面对市场突发暴涨而又没有取得完整信息情况下, 一种正常的应急反应而已。

无论如何, 量化投资不应该成为被责难的对象。真正需要关注的, 是使用量化工具的投资人的投资逻辑, 他们是否真正客观评价了投资风险和操作风险, 是否为了赚取更多利润而完全忽视符合合规操作等必要性前提。量化是一把双刃剑, 真正问题的不在于刀本身, 而在用刀人的动机、能力以及对用刀制度的监督与控制。**作者系摩根士丹利华鑫基金数量化投资部总监, 大摩多因子股票、大摩深证300增强基金基金经理)**

□中证之声

## 水泥价格稳步上涨 产能过剩掣肘发展

□本报记者 于萍

8月底水泥行业将迎来传统旺季。由于库存量下降,水泥价格在近期已呈现稳步上涨态势,水泥企业业绩有望得到改善。不过总体来看, 严重的产能过剩问题仍将制约着行业的未来发展。

### 库存下降价格企稳

近期部分地区水泥价格在淡季出现上涨,超出市场预期。限电所引发的库存下降、下游需求回升等因素成为此次水泥涨价的直接因素。

数据显示,8月中旬,全国水泥P.042.5价格上升至343元/吨。其中,江西和苏北等部分地区价格上涨10元-30元/吨不等,北京、辽宁和贵州等地价格则回落10元-20元/吨,其余地区价格总体平稳。

整体来看, 今年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的最低水平。6月底,全国P.042.5散装水泥价格约294元/吨,去年六月底同期价格则为317元/吨。此后水泥价格开始明显回升。8月以来, 江西南昌市场水泥价格累计上调50元/吨达到380元/吨,较去年同期高出约110元/吨。

价格上调主要源自下游市场需求改善以及企业库存偏低。受部分地区限电因素的影响, 一些水泥企业生产线在此前出现停产检修, 导致市场供应下降。据了解,8月中旬以来, 水泥熟料生产线已陆续恢复生产。随着限电用电基本解除, 供给端的影响已被市场逐步消化。因此, 未来水泥价格能否继续上涨, 将取决于需求释放的程度。

目前,地产、基建投资仍保持



CFP图片

良好态势,这意味着水泥需求增速还在小幅提升。数据显示,7月公路固定资产投资同比增长了12%,增速虽然环比6月下降5个百分点,但仍然保持较快增长态势。与此同时,7月房地产投资同比增长21%,环比6月上升了2个百分点,也保持快速增长态势。受此影响,今年1-7月, 全国水泥累计产量为13.06亿吨,同比增长9.6%;其中7月水泥产量为2.12亿吨, 同比增长9.1%,增速环比6月上升0.3个百分点。

### 去产能化迫在眉睫

除了利好因素, 环保等产业政策也成为影响行业发展的关键。虽然近期水泥价格出现好转,但由于严重的产能过剩及污染问题,水泥行业仍处于相对萧条期,化解过剩产能问题仍有待解决。

相关数据显示,2012年我国新型干法水泥熟料的产能约为15.88亿吨,行业实际产能过剩比例约为16%。分区域来看,东北、中南和华

东地区的产能过剩程度都在10%以内;而华北、西南和西北地区的产能过剩问题则相对较为严重,产能过剩比例都超过了30%。

可以看到, 当前我国水泥行业的产能过剩不仅使行业经济效益下滑, 市场恶性竞争加剧, 也对行业结构调整和企业转型升级带来了阻碍。

仅从上市的水泥企业业绩来看,受制于上半年水泥价格维持低位,相关企业的业绩并不乐观。目前已有10家水泥类上市公司披露中报, 整体实现营业收入562.74亿元, 同比增长20.82%;实现净利润47.76亿元, 同比增长0.12%。10家公司中, 有7家上半年业绩同比下滑。其余未披露中报的9家公司中, 还有3家预计业绩下降或亏损。在业绩增长的公司中, 祁连山的净利润同比增幅达到314.46%, 宁夏建材业绩增幅达到441.75%, 海螺水泥净利润则同比增长了4.89%。

作为传统制造业, 水泥行业

需求总量正一步步逼近饱和点, 这意味着行业内企业的竞争将加剧, 企业效益难以得到释放。因此, 遏制重复建设、抑制产能过剩、加快企业重组、强化节能减排等, 成为水泥行业维持可持续发展的关键所在。

今年以来, 中国水泥协会在化解产能过剩问题上不断发力, 提出了《加快推进水泥行业企业兼并重组实施方案》(草稿), 同时还提出《调整水泥资源综合利用税收政策的建议》及《碳交易方法化解水泥产能过剩的政策建议》等, 各项措施“多管齐下”, 意在加快产业结构调整, 化解产能过剩压力。

从三四季度的发展来看, 水泥行业未来还将面临基建地产需求端释放的压力, 原材料成本风险也将影响水泥企业的盈利空间。特别是环保政策的落实, 将在短期内加重水泥企业的成本负担。整体来看, 水泥行业还未能完全走出萧条局面。

□保资瞭望台

## 量化交易非奇技



□海康人寿投资部总监 刘思恩

上周光大证券乌龙交易事件引发大家对两个新生事物的反思, 一是量化投资, 二是电脑程式化自动交易。这两个概念常有交集, 也容易引起混淆。广义地说, 人脑进行的大部分投资决策, 多少都有量化理由, 所以都可以叫量化投资。但狭义的量化投资, 一般有以下几个特点: 采用了比较高级的数学和统计学工具、采集的数据极度海量、决策中感性部分少而更多靠固化的数量模型、虽然不保证完全的量化精确, 但是有相当大的概率支持, 等等。量化投资的相关统计、计算、判断、反应, 往往是人脑无法处理的, 所以要借助电脑进行分析、决策和交易。所以量化投资又往往和电脑程式化自动交易联系在一起。

不过, 我对量化交易一直抱比较排斥态度, 虽然不是全盘否定, 但至少认为量化交易不能和基本面价值分析或纯投机博弈那样, 提升到一种独立的投资理念和策略的高度。而某些证券或基金机构为量化交易创建一个独立的部门, 或作为一种理财产品的唯一盈利模式, 我以为是基础不稳不得长命的, 尽管所谓的成熟金融市场如美国也有这样的现象。

按我的理解, 归纳目前市面上集中常见的量化投资模式, 看看他们背后有没有理性的理念和逻辑支持。

量化辅助技术分析, 据说可以克服人性弱点和情绪化影响, 靠一些数量化的技术指标的指导, 决定买卖时点。但技术分析本身就有伪科学之嫌, 再用量化手段辅助, 好似电脑算命代替瞎子算命。

量化辅助基本面分析。这往往是先设计一个选股模型, 其中一般包括了許多财务指标, 然后用这个模型在大量的上市公司中选择。我以为这个手段针对个体不很可靠, 但针对群体有一定意义。指数化投资就是一种常见的典型量化投资, 主要依据是市场权重, 但也可以根据静态市盈率、市净率、综合财务增长指标等等设计。这时, 电脑在统计和增加组合分散度这种“低级别体力劳动”上显然干的比人工好。当投资者对某个新兴市场非常看好, 但对具体微观公司又不熟悉时, 很值得一试。

量化策略套利。最近最多见的是卖空大盘指数, 做多和大盘关联度小的中小板和创业板股票。但这本质仍是人为主观的价值判断、热点判断、基本面判断。其实只要这个策略的假设前提不变, 普通人投资者也可以模仿这种策略。比如在2012年可以简单做空期货、做多创业板指数, 最后盈利估计和那些量化基金差不多。

及时寻找无风险或低风险套利。最近很热的高频交易、ETF套利等, 原理上都可归为这一类。但是低风险高收益的东西不会长命, 就像路边树上的甜苹果肯定不会幸存。时间长了, 这种套利机会肯定越来越少, 而行业里投入的资源却越来越多, 最后肯定变成低风险低收益, 甚至高风险低收益。

综上所述, 我认为创造出明显的低风险高利润的量化投资, 要么是骗局, 要么局部临时有效、长期必失效; 创造出低风险低利润的量化投资, 经常存在, 但往往缺乏包装成理财服务的业务意义, 因为手段简单成本偏高, 委托人做不如自己去; 而主观判断部分很少, 主要做简单重复体力劳动的量化交易和电脑辅助交易。

当然以上只是一家之言。否定热门行业的终极意义, 本身就是不讨巧的。想当年某些知名电视财经节目里, 居然还有教人选彩票号码的节目, 坚持多年后终于销声匿迹。股票的技术分析盘, 至今也还生命力旺盛, 而量化投资作为一种更高级的奇技淫巧, 生命力可能会更强些。

至于电脑程序辅助交易引起的重大失误, 这是另一个话题。抛开IT和风控等技术问题不谈, 低级错误本身是一种永远无法被消灭的市场行为。若换人来操作, 也会因为脑溢血、拉肚子、头疼等导致决策或下单出现低级错误。金融市场本来就没有精确答案, 也没有完美的解决方案。只不过, 骑马的年代, 交通事故导致缺胳膊少腿, 而高铁飞机时代, 一个交通事故就会引发几百人的死伤。