

多空论剑

外围影响不再隔靴搔痒 蓝筹股存修复空间

本周在外围市场影响下，市场持续调整，中小板、创业板调整幅度较大，而主板在沪港通即将推出的时段并未有积极表现。私募人士表示，沪港通正式开通后，外围市场的影响会变得更加直接。沪港通不仅在资金面上给A股带来影响，甚至会在估值结构、投资风格等方面给A股带来一定影响。

□本报记者 黄莹颖 游沙

将受外围市场“传染”

中国证券报:近期美股跌幅较大，而去年以来A股创业板与美股相关板块关联度较大。美股调整主要受哪些因素影响，这会给A股造成哪些冲击？

李云峰:原油价格暴跌，投资者对加息提前的担忧，使得近日美股跌幅较大。最主要的原因是投资者对全球经济增速放缓的担忧。但我们认为，尽管投资者有理由担心全球经济放缓，然而美国GDP正在以高于趋势水平的速度增加；随着大部分公司在10月底之前发布三季报，预计企业回购活动会恢复。美国的低利率还将维持一段时间，股市出现深度调整的可能性不大。

美国股市下跌会给A股带来一定压力，但这并不影响市场利率下行和改革预期继续推动A股缓慢上行。

钟志峰:一直以来，A股都是一个相对封闭的市场。外围走势对其影响主要是在心理预期层面的一种累积效应，短期直接影响不大。像之前A股走熊的几年，美股就一直在创新高。所以跌的时候也一样，直接影响不大，也许哪天A股突然大跌找原因时，才会有评论把之前外围疲弱作为理由之一。沪港通开启后，外围影响会变得更加直接。这是我们等到沪港通开通后才判断下一阶段走势的主要原因之一。

中国证券报:即将运行的沪港通会给市场带来哪些影响？

李云峰:沪港通运行以后，首先有利于两地投资者跨境投资，投资者的投资渠道和工具都将实现多元化，投资需求可以得到更好满足，提升市场的活跃度。未来沪港两市股票的定价会更市场化，新投资者的引入会为A股市场带来更合理的估值水平。

政府似乎对经济下滑的接受程度有所提升，传统行业面临去产能化困境，宏观经济短期难言改变，但四中全会上提出的改革措施可能超预期。我看好四季度行情。

钟志峰:四季度最大的影响因素是沪港通，开通运行后对市场的实质影响将决定我们之后的策略。

中国证券报:从估值的角度看，哪类股票更值得投资？（比如低估值蓝筹？还是仍然保持高成长的高估值创业板个股？）

李云峰:真正的成长股始终是值得投资的好标的，成长性稍弱的蓝筹股由于市值较大，一直以来存在股指偏低问题。随着沪港通开通，以

股票的定价会更加市场化，新投资者的引入会为A股市场带来合理的估值水平。

钟志峰:沪港通不仅在资金面上给A股带来影响，甚至会在估值结构、投资风格方面给A股带来一定影响，我们暂时对沪港通影响持中性观点。还是如上面所说，沪港通开通后是否有投资机会，得观察其真正影响后再作判断。

从之前的情况来看，沪港通是这轮行情启动的触发点之一，但是根本因素还是宏观经济企稳和国企改革。得益于蓝筹股估值修复，市场的悲观预期有所减弱。蓝筹股直接引爆了A股行情，沪港通推出以后，A/H股价差会被填平。但对于蓝筹股，由于低估值长期存在，上涨的可能性比较大。市场对此已经有一致的预判，所以就有了这波行情。但是当这一预期已经部分“落实”，估值修复的动力会有所减弱。

蓝筹股存修复空间

中国证券报:今年四季度有哪些因素变化会影响市场走向？你对市场有哪些总体判断？

李云峰:市场利率下行。资金成本过高是实体经济难以承受之重，通胀仍在低位运行，这些都为利率进一步下行提供了空间。如果四季度利率水平能继续走低，会对股市起到正面作用。

政府似乎对经济下滑的接受程度有所提升，传统行业面临去产能化困境，宏观经济短期难言改变，但四中全会上提出的改革措施可能超预期。我看好四季度行情。

钟志峰:四季度最大的影响因素是沪港通，开通运行后对市场的实质影响将决定我们之后的策略。

中国证券报:从估值的角度看，哪类股票更值得投资？（比如低估值蓝筹？还是仍然保持高成长的高估值创业板个股？）

李云峰:真正的成长股始终是值得投资的好标的，成长性稍弱的蓝筹股由于市值较大，一直以来存在股指偏低问题。随着沪港通开通，以

沪港通运行以后，首先有利于两地投资者跨境投资，投资者的投资渠道和工具都将实现多元化，投资需求可以得到更好满足，提升市场的活跃度。未来沪港两市股票的定价会更市场化，新投资者的引入会为A股市场带来更合理的估值水平。

创势翔投资研究总监
钟志峰

昭时投资执行合伙人
李云峰

四季度最大的影响因素是沪港通，其开通运行后对市场的实质影响将决定我们之后的投资策略。沪港通不仅在资金面上给A股带来影响，甚至会在估值结构、投资风格等方面给A股带来影响。我们暂时对沪港通的影响持中性观点。

及股市赚钱效应逐步扩散，未来蓝筹股存在估值修复空间。

钟志峰:从估值角度看，当然是低估值股更值得投资。但是估值跟业绩一样，是一个不断变动的因素，现在的估值低并不一定意味着以后就会提高。所以在我们的理念中，更侧重挖掘那些以后估值能上涨的板块及个股，而不是现在估值低的标的。

中国证券报:近期政策层面对房地产有诸多松绑举措，这会对房地产行业带来哪些影响？房地产板块未来会如何演绎？

李云峰:从需求端来讲，政策释放了一些之前被压制的改善性需求。由于银行存款成本较

高，银行贷款利率大幅松动的可能性极低，更多是一种政策态度，对于购房者而言恐怕难以形成实质性利好。在供给端方面，开发商库存较高，银行融资支持的MBS和金融债等政策落地尚需时间，预计房地产短期内不会出现大幅反弹，市场回暖尚需时日。

钟志峰:近期的地产松绑政策，实际上就是从行政向市场的回归。有利于通过松绑一部分改善型住房需求入市，从而短期影响供求关系，进而希望达到刺激整体行业的目的。对于地产板块来说，短期当然是利好，但对中长期来说影响不大，地产行业是涉及到改革及整个国民经济的全局性问题，其长期走势非单一松绑政策所能左右。

回顾了上述观点后，我觉得有必要推荐一篇报告，这是我近期看到的最有价值的一篇策略报告：如果重回“5·19”，我们该如何应对？是由广发证券提供的。

文章比较了目前的市场特征和1998年至2001年的市场，认为非常类似。

“5·19”前后基本面趋势和股市持续背离。受员工下岗以及出口减速的影响，1999年中国GDP从一季度的9.1%逐季下滑至四季度的6.1%，此后经济陷入低位震荡，直到2001年四季度开始宏观基本面环境才出现明显改善。但股市却从1999年5月19日开始上涨，直到2001年6月14日见顶，这期间大盘共上涨了111%。

“5·19”前后A股市场和海外股市持续背离。纳斯达克指数在2000年3月见顶回落，“科网泡沫”破灭，海外股市先后进入熊市。但A股却在此后走了一年多的独立行情。

“5·19”前后国内政策和海外政策明显不同步。随着美国经济的复苏和通胀回升，从1999年下半年开始到2000年上半年美联储连续6次加息，流动性明显开始收紧。但国内由于经济数据低迷，反而在1999年6月10日将存款利率从3.78%下降至2.25%，此后货币政策持续宽松。

“5·19”前后是第一轮国企改革的深化期，政策面和官方舆论均呵护股市。

“5·19”前后小票、主题概念是贯穿始终的热点，各类资本运作手段层出不穷。“5·19”行情之后直到2001年6月股市见顶，市场热点始终是各类题材股和概念股，并且很多牛股背后都有“庄家”身影。

从以上“5·19”行情特征中，我们可以在当前的市场中找到很多共通点：比如今年的基本面和股市也是脱钩的；国内股市以及政策面和海外刚好相反；当前也是新一轮国企改革的深化期；政策和舆论对股市也是百般呵护；小票和主题概念被市场疯狂追捧；最后，今年市场上很多资本运作的案例让我们隐约看到了之前的影子。

文章还列举了“5·19”后期的一些特征：小盘股始终强于大盘股，没有发生风格转换；以科网泡沫破灭的时间为界，“5·19”行情上下半场的强势特征是有明显不同的——在科网泡沫破灭之前，传媒、电子、计算机等科技类行业容易出牛股；而在科网泡沫破灭之后，汽车、医药等偏消费类的行业更容易出牛股。

文章认为，基本面和海外因素对A股市场的影响不会太大，最重要的是政策环境。需放下风格转换的纠结，配置重心仍应是成长股，但应警惕概念类成长股回调。

大量引述这些观点，是因为它和我的观点非常相近。尤其是把当前市场和当年“5·19”后的市场相对比，正是我们曾经说过的“衰退性繁荣”，当时我们举的就是1999年到2001年的那轮牛市。

但世上没有两片完全相同的树叶，现在与“5·19”的不同之处也是十分明显的。当时整体上还处在经济大扩张周期中，传统产业还有很大扩张空间，受到各级政府扶持促进，科技股即使在美国，还只是处于从0到1，最多从1到10的过程，国内更是不成气候。但现在，整体的经济状况已进入大的减缓周期和产业更新阶段，传统产业的扩张空间已经丧失，新兴产业正在书写从1到10的历史，政府扶植和促进的重点已转到这些产业上。尽管投资这些股票会有很大收益，但至少投资成功后会有很大收益。因此，经过回调后，市场应会重新回到一些小型成长股和新兴产业股上来，只是在个股选择上要更加精细。

（作者系上海金耕信息运营总监）

财经观潮

美联储加息在望 央行难言降息

□利可资产 潘伟杰

收放的主要途径，央行主动的货币政策仅是作为对冲基础货币之用。如今随着国内经济增长中枢将趋势性下移、人口红利的消失、强势美元等原因，人民币的升值预期已逐渐走弱，强势美元的复苏令人民币贬值压力若隐若现。随着贸易顺差以及外汇占款的增量出现趋势性下行，传统的货币政策传导机制开始出现变化，外汇占款重要性减弱，央行货币政策的健全需要在传导机制中担当更大作用，但却受制于国内外环境，迟迟未建立有效的货币政策传导机制。

今年10月，美联储就将结束购债，而市场普遍预期明年6月美联储将开始首次加息。尽管各国呼吁美国在加息操作上应谨慎行事，以避免操作的外溢效应对各国经济造成影响，然而今年11月至明年春季，是属于美联储的经济观察窗口。如果美国经济在美联储结束购债后会出现稳步复苏的态势，不排除美联储将在明年上半年之中某个时间节点提前加息。

如果美联储提前执行加息操作，造成的影响并不会是所谓的最后一只靴子落地，各国恐怕难以从容应对美联储加息政策所带来的大范围资金波动。目前新兴国家和欧洲各国经济弱势难改，同时各自都在实施极度宽松的货币政策。并不是说美国的经济状况呈现强势的复苏迹象，而是相比美国而言，其他国家的经济状况实在糟糕，各国的一些微小扰动极易造成国际资本流动。

中国目前亦面临严峻挑战，国内经济面临稳增长和调结构双重压力，希望央行全面降息甚至降准的呼声不绝于耳。但央行在货币政策操作上比较谨慎，只愿意尝试结构性的货币政策。这其实是迫于无奈，一方面国内货币政策传导机制并不完善，另一方面美联储的加息箭在弦上，国内外环境都将削弱央行货币政策的实施效果，政府或许应该考虑加快财税改革步伐，同时借力财政政策和货币端才能真正实现稳增长和调结构的目标。

前些年由于中国经济持续高速增长、中国长期的贸易和资本双顺差、改革开放等因素，人民币对美元几乎是处于单边升值的情况。在以前货币政策传导机制中，外汇占款顺理成章成为国内基础货币

□谈股论金

国际市场秋风来

□晓旦

忽如一夜秋风来，欧美股市指数像落叶一样飘落。

欧美股市的大幅下挫源于投资者对经济前景的担忧。欧洲的情况比较糟糕，欧元区的经济前景黯淡，欧元区再次陷入衰退的风险在增加。作为欧元区经济增长的主要贡献国家，德国最近公布的经济数据不容乐观。德国8月工业产值下降4%，降幅远超过此前人们普遍预期的1.5%。另外，7月工业生产总值增速从9%向下修正至1.6%。最新公布的欧元区CPI终值数据为同比增长0.3%，远低于欧元央行设定的2%通胀目标，仍然徘徊在5年来的最低位。以至于有人担心，明年欧元区的CPI会降为负值。面对这样的局面，国际货币基金组织预期，欧元区陷入通缩的概率为30%，明年陷入衰退的概率接近40%。

美国的经济数据也出乎人们预

料的糟糕。最新的美国9月零售销售、9月PPI和10月纽约联储制造业指数均不佳。

9月零售销售一改前期的增长态势，转而下降了0.3%；PPI数据月率下降0.1%；10月纽约联储制造业指数由前值27.54跌落至6.17。面对如此的经济数据，全球经济前景再添阴霾，欧美股市接连下挫，连续5年上涨的美国股市终于停住了不断创新高的脚步。

中国的最新数据也是喜忧参半。9月进出口金额同比增长均超出市场预期，但从历史长期水平来看仅做到平稳增长，并未出现明显的较大波动。今年前三季度外贸进出口逐季好转，出口增长，一方面是由于美国经济在今年以来的良好表现，外需增加拉动了我国出口增长；另一方面，内地对香港的出口金额在三季度有明显反弹。由PMI数据看新出口订单指数也处在扩张区间，说明外贸出口对经济增长具有明显的

推动作用。

9月CPI继今年4月之后，再次回到“1”时代，同时创下56个月新低，达到1.6%。9月PPI下降1.8%，比上个月的降幅又有所扩大，至0.6个百分点。面对价格的这种趋势性变化，降息的预期重新燃起。

利息作为资金的价格与CPI、PPI的趋势性变化密切相关。从CPI的角度看，降息尚未有紧迫性；而从CPI的变化趋势看，降息已经有了可行性。从PPI的角度看，已经形成了通货紧缩的局面，而且尚无改观迹象。从最近国际大宗商品价格的走势看，油价大幅下挫，煤炭、铁矿石、钢材的价格也在走低，PPI下降的局面近期难以扭转，在这方面降息已有迫切性。此外，资产价格也在下跌，房价下跌已经具有趋势性，这增加了降息的砝码。

近日，A股市场的腰杆要比欧美市场硬一些。在政策预期的支撑下，A股向下调整空间不会太大。动力，一旦投资者开始动摇，市场就很

快。欧美市场的牛市终结和下跌将促使资金向新兴市场流动。从资金的流动角度看，欧美市场的牛市结束意味着更多的流动性得到释放，面对趋势转变的欧美市场，这些钱更希望进入没有表现的未来看涨的新兴市场。

在这些新兴市场里面，中国市场是明显具有投资价值的，估值低，经历了长期调整，这些都成为了海外资金抢筹的基本原因。在欧美市场释放的流动性逐步输入的带动下，A股市场将从中受益，中期存在较大机会。我们从上次A股大牛市可以看出，正是欧美市场逐步见顶回落的过程中，A股市场在人民币升值的背景下出现了史无前例的大牛市，而这次A股市场正经历着混合所有制改革和中国经济转型的大背景，未来能否出现大牛市就看市场资金的理解了。

短期欧美市场走弱会打击A股投资者信心。不管怎么说，欧美市场作为世界资本市场的领导者，其投资取向和价值基础是有指标作用的，如果短期欧美市场出现暴跌，显然会影响投资者的持股信心。本周几次欧美市场的单日暴跌都造成A股大幅震荡，投资者的持股稳定性明显下降，虽然几次大幅下挫都没有真正造成崩盘，但是筹码松动是很明显的。股市的稳定性与持股稳定性是分不开的，越多的筹码借售就会极大增强市场上涨的

但是国际金融市场不能持续动荡，长期动荡和恶性暴跌将直接冲击A股市场。

正如2008年金融危机那时的情况一样，如果欧美市场进入真正的危机，A股市场不可能独善其身。一旦欧美市场出现急跌，其对全球估值的冲击将是致命的。现在世界经济产业链非常密切，类似苹果产业链这样的公司上下游关系普遍存在，一旦某个产业链受到冲击，A股整个板块都将受损。这几年，A股中的牛股基本都与欧美的新经济和新科技有关，不管是真正的盈利还是讲故事，一旦欧美股市的泡沫破裂，A股的泡沫将被破灭得更快。

目前，A股市场随着欧美市场的见顶预期产生了明显波动。但流动性正在增加，未来对市场的影响是积极的还是负面的，需要中长期不断观察评估。

短期看，一些防守型板块受到市场关注，比如黄金、医药等，这些板块个股近年来涨幅有限，估值便宜，或许会在四季度取得不俗表现。

从9月22日美股拉出第一条阴线起，我们就做了如下评价：美股进入中期调整，并强调这是5年来首次将“中期调整”用在美股上。自那以来，美股的累计跌幅已超过8%。尽管有高盛报告称，这是一次8%左右的回撤，但我认为，报告的理由非常牵强，基本上是“经济增长，股市就上涨”的老套套，美股的调整之路应该还会延续。

从技术层面看，美股在此番调整前，其周线级别的动量指标已出现了4次顶背离，最后一次背离的MACD表现非常疲乏。而在过去的5年中，虽然美股也不乏周线级别和月线级别的调整，但调整之前的动量表现都还可以。尤其从2011年10月标普1074点以来，它的每一次回调都不会低于前一个分形波段的低点。这两相印证，表明这只是一个上升趋势中的回撤，回撤的主要动力来自获利回吐。而本次调整，不仅之前的动量指标极弱，也跌破了前一分形低点，表明这不是一次普通的回撤，至少大于2011年5月那次调整。

美股调整会对沪深股市产生什么影响，影响到什么程度，这是大家关心的。先回顾一下我们近几周讲过的一些观点。

原始方向的任何3次小变动，都有可能是一次较大的变动。”这是我上周引用的一句股谚。看一下5日K线（因周线经常受节假日影响，有时会短到1个交易日，因此我们有必要设置一个5日K线）：8月2248点，是一次小变动；9月2347点，也是一次小变动。有过两次小变动后，10月的2391点出现的小变动，就有可能会变成一次较大的变动，也就是调整的级别会高于前两次。但由于本次行情还没有出现过一次月阴线，因此，较大的变动很可能只是月线上出一条阴线，其技术含义可视为2270点突破后的一次回撤确认。

在个股和操作策略上，近几周强调的主要观点有3个：将操作重点从赚快钱转到赚本分钱上来；有些概念股的炒作似乎已有些过头；A股供求关系突破，不仅会对大盘产生积极作用，也会对个股产生重大影响，一些传统低估值股票，以及有特定概念题材做催化剂的大盘股将有机会摆脱相对弱势。本周似乎也在一定程度上印证了这些结论：前期炒得较高的概念股和题材股纷纷回调，而一些传统的股票表现较好，南车北车借助特定题材做催化剂，银行股借沪港通预期，也都有过或大或小的表现。

回顾了上述观点后，我觉得有必要推荐一篇报告，这是我近期看到的最有价值的一篇策略报告：如果重回“5·19”，我们该如何应对？是由广发证券提供的。

文章比较了目前的市场特征和1998年至2001年的市场，认为非常类似。

“5·19”前后基本面趋势和股市持续背离。受员工下岗以及出口减速的影响，1999年中国GDP从一季度的9.1%逐季下滑至四季度的6.1%，此后经济陷入低位震荡，直到2001年四季度开始宏观基本面环境才出现明显改善。但股市却从1999年5月19日开始上涨，直到2001年6月14日见顶，这期间大盘共上涨了111%。

“5·19”前后A股市场和海外股市持续背离。纳斯达克指数在2000年3月见顶回落，“科网泡沫”破灭，海外股市先后进入熊市。但A股却在此后走了一年多的