



□许维鸿

不同于大学里的经济学研究，金融市场的研究工作必须以对资产价格预测为目的。

其实，在预测未来的金融资产价格走势上，谁都不能百发百中。就像过去一段时间强劲反弹的A股市场，鱼龙混杂的股市“黑嘴”们纷纷唱多，可惜市场稍有利空消息，这些墙头草往往会迅速翻空，让普通投资者不知所措。

在我看来，股市反弹的节奏并没有被打破；相反，宏观经济疲弱的数据和走势，恰恰印证了股市反弹的基本逻辑。虽然，那些无端被期冀的“宏伟”牛市不会出现，但是大盘蓝筹股在未来两个季度，应该还是以温和反弹为主基调，毕竟现在A股指数依然处在“安全区域”。

在没有实现注册制以前，中国的股票市场还是一个以“投机”为主的市场，不具备成为整个宏观经济晴雨表的实力基础，最多也就是个“社会资金面”的晴雨表。因此，当中国宏观经济大起大落之时，A股价格走势往往不能与经济同步，而是与股票市场的资金供给“正相关”。

当前的中国，由于政府主导的投资得到国有银行体系的支持，低成本的储蓄资金流入了低技术附加值的工业和房地产，造成了以钢铁为代表的低附加值产能过剩，而房地产的局部过剩库存也是毋庸置疑的现实。因此，中国被迫成了世界主要经济体中，唯一一个执行正利率货币政策的国家，目的就是用高利率预期扭转低附加值投资的盲目扩张。

一年多来，金融体系内的资金成本上升是全方位的——直到今天，“发展混合所有制”是重头戏。引入混合所有制，提升国有企业经营活力和成长性预期等，大大增加投资者对国企蓝筹股的关注度，如深纺织（000045）的偏光片项目就是其迈出战略转型的决定一步。我们认为发展混合所有制在很长时间内都是市场热点。

货币杠杆效应日积月累，结果是大多数城市的房地产销售价格齐跌，连续两年的“金九银十”不及预期，虽然符合政府宏观调控的目标方向，但是房地产行业的硬着陆也是政府所不能接受的。于是，中央政府开始松绑商业银行房贷的监管，而各个地方政府早就忍耐不住了，忙不迭地取消各种限购政策，“失尺度”地鼓励百姓买房子，甚至个别地方不惜动用税收进行补贴，带动房地产行业触底反弹的市场预期。

可惜在我看来，目前政策面对商业银行和住房公积金的松绑，不足以扭转利率高企的现状；另一方面，率先放开限购的城市，往往是刚性需求不足地区，难以带动百姓房产投资的热情。房地产行业要想回到一个投资常态，带动经济和就业，还需要更多的政策积累，需要多一些时间消化当下的库存和预期“负能量”。

好在各级政府的“武器库”里还有库存——虽然地方政府用税收补贴买房子的办法真是不“讨喜”，但是在中央银行手里，降息和降准这些重量级的手段，还是A股市场期待已久的。而且，如果不能把资金成本想办法压下来，全国范围内的房价重回稳定目标恐怕无法在短期内达到。换言之，靠房地产市场本身去库存，没个两三年怕是难让房价企稳，也就是回到房屋售价每年涨幅跟CPI相当的幅度。

可见，在未来一到两个季度里，房价在政府的细心呵护下，会走出触底反弹的“微笑曲线”，背后的推手正是逐渐宽松的货币政策，这对紧跟资金导向的A股市场无疑是有利的。毕竟，银行间市场国债收益率曲线的长端，已经高于货币市场利率，这对整个宏观经济的投资预期都是不利的。在板块结构上，随着临近年末，以保险公司、证券公司自营和私募基金为代表的机构投资者，往往倾向于向袋袋为安策略，那些年度涨幅过大的题材股，也许会成为减持的主要对象。

高位震荡 半仓操作

沪指临近2400点关口遭遇多重考验，面临外围市场波动、三季报业绩证伪以及沪港通利好兑现等压力，后市会否陷入阶段调整？投资者是坚守还是减仓？本周财经圆桌邀请瑞银中国区首席经济学家汪涛、世纪证券高级投顾宋志云和民生证券高级投顾丁德武三位嘉宾，就此展开讨论。

半仓操作 落袋为安

中国证券报：9月CPI同比上涨1.6%，创近四年半以来新低，PPI同比和环比跌幅双双扩大，且同比连续31个月负增长。目前内需不足、产能过剩依然是制约经济增长的主要问题。未来政策是否会进一步放松？

汪涛：内需滑坡、通胀下行表明政策有必要进一步放松。央行和银监会已于9月30日放松了房贷政策，这是本轮回调以来房地产政策最明确、最重要的放松。短期内，放松房贷应会多少有助于提振市场情绪，助推房地产销售，从而在一定程度上改善开发商和地方政府的财务状况。但我们认为下一步的政策选项包括：降低首套房贷首付比例、加快上马一批重大基建项目、加快推进有利于释放增长动能的改革等。

中国证券报：本轮大盘反弹幅度已接近20%，目前面临外围市场波动、三季报业绩证伪以及沪港通利好兑现等压力，后市会否陷入阶段调整？投资者是坚守还是减仓？

宋志云：近期A股市场走势相比港股及欧美股市，显现出较强抗跌性，遇利空不跌反涨，显示出市场人气相当旺盛。实际上，始于今年七月的这一轮反弹行情的一条主线就是改革创新、简政放权。如果说十一届三中全会后的全面改革开放被形容为“摸着

石头过河”，是在浅水区，那么现在的改革则是在“没有石头可摸的深水区”行进，是深化改革，是触及现有利益者的变革，因此，市场投资者才寄予莫大期望，各种改革题材基本上都受到市场的普遍炒作。接下来，市场要等待的就是政策落实以及改革力度是否与市场预期相匹配。另一个热点就是沪港通，沪股通的开通无疑对沪市低价、低估值大盘蓝筹股带来利好，一些低价国企大盘蓝筹表现非常抢眼，但美中不足的是银行、地产板块整体按兵不动，值得深思。

谈到三季报业绩因素，由于不用审计，其对大盘及个股的参考价值一般会低于半年报及年报。从技术面看，沪指已逼近2400点整数关口，调整压力越来越大，但在正式调整前，估计还会有一个上冲2400点的过程，其主力品种有可能就是金融与地产。因此，操作上建议对前期涨幅不大的品种仍可暂时持有，而对涨幅过大又没有业绩支撑的股票尽量落袋为安，半仓为宜。

丁德武：短期看沪综指在周线有效跌破2346点支撑位的情况下，预期或有调整到2280点附近的可能：一是一线蓝筹（上证50）形态不尽如人意；二是前期表现火爆的军工板块近期一致性减弱并出现分化；三是防御性的医药板块一波行情形成因素（沪港通、人口老龄化、经营业绩、埃博拉病毒和登革热疫情的蔓延以及季节因素的流感病患等）复杂，可持续性值得商榷；四是两轮强势逼空行情之后对前期获利盘消化、整固；五是随着A股市场高位震荡、风险暴露，市场对融资盘获利回吐的担忧逐步升温，需要警惕融资融券对A股市场助涨助跌的“双刃剑”作用。六是外围市场波动特别是美国科技股大幅下跌，对主板及创业板TMT等个股影响较大。

地产股反弹高度有限

中国证券报：近期房地产利

好频频，各地方政府纷纷取消限购政策，央行“认贷不认房”新政落地。这些利好政策能否扭转楼市预期？房地产行业会否重新回暖？地产股能否走出新一轮上涨？

宋志云：本轮反弹行情中，银行、地产这两大板块涨幅相对滞后，没有太好的表现，而在政策面，房地产利好消息却是不断。虽然救市举措相当明显，为何房地产板块不为所动？我个人认为，这跟市场对楼市未来走势预期有关。现在房价太高已是不争事实，未来房价逐步下跌，特别是三四线城市房价下跌将是大概率事件，政策放松的目的是为了盘活在房地产市场的巨量资金，让这块资金流动起来。现在的问题是，流向哪里？我个人认为，股市是其中之一。国人投资有买涨不买跌的习惯，除刚需外，投机型买房资金只会出不会进，因此，楼市新政难以扭转市场对楼市预期。长期看，只有当楼价接近投资者心理预期时，楼市才会回暖。至于地产股，我个人认为该板块后期会有反弹，但高度有限。

中国证券报：沉寂已久的医药股近期走势强劲，经历长期调整后医药股估值不贵、涨幅不多、业绩增长预期明朗，在大盘高位盘整资金恐高情绪蔓延背景下，是否应该加仓医药股？细分板块中看好哪些品种？

丁德武：最近，多个研究机构的观点和基金换仓调仓的行业个股一致指向医药板块，其原因是：“沪港通”开启港人对中药板块的期待，人口老龄化将提升相关医药行业经营业绩，部分医药股存在补涨，埃博拉病毒和登革热疫情蔓延以及季节因素的流感病例增加。从盘面资金流向看，资金也确实流入了部分医药股。但个人以为医药板块一波行情形成因素复杂，可持续性值得商榷。生物制药等个股存在短线炒作机会；中药个股少、缺乏联动性，并且其存在使用区域、人群和没有



国际标准等软肋，同时缺乏生物制药成长性想象空间，可当作中线配置。

关注结构性机会

中国证券报：近期如何操作？看好哪些品种？

宋志云：9月CPI持续低位运行，为政策调控提供了空间。近期央行宽松政策持续加码，年内已连续三次下调正回购利率，未来降准、降息的可能性将进一步提升，给股市带来利好。同时，大盘蓝筹股的低估值也封杀了大盘持续下跌空间，但经济的不景气又在一定程度上制约了主力机构资金参与热情，外加大盘经过连续上涨后短期上升空间有限。因此，大盘短期有调整要求，但不改中期向好趋势，后期市场仍将是局部行业 and 个

股的结构性的机会，并分布于中游制造业和下游消费行业，操作上，可重点以结构调整、改善民生和深化改革为主线进行布局。

丁德武：指数关键点位在过去的几个交易日中没有跌破，市场在小区间（2346-2370点）找平衡，处于艰难的方向选择中。高抛前期大幅上涨同时目前在高位震荡的个股，保持五成仓位可进退。

其一，关注环保板块：治理雾霾，根本出路是能源发展转方式、调结构，重点是降低煤炭消费，大力发展清洁能源。核电、风电以及近期国家重金投入的水电；新能源汽车和汽车尾气排放治理；脱硫脱硝的排放治理等环保个股如凯美特气（002549）。农村城市化和城市户籍制度的实施：相关

的医疗、卫生、教育，特别是城乡人民的食品安全的安排落实。

其二，“防御型”消费类板块个股值得配置，如海南椰岛（600238）。随着阿里巴巴在美国成功上市、国内物流业的逐步成熟和人们消费习惯的形成，全球化物流相关产业公司值得期待，如铁龙物流（600125）。

其三，在年初的政府工作报告中明晰了国企改革的方向及路径，“发展混合所有制”是重头戏。引入混合所有制，提升国有企业经营活力和成长性预期等，大大增加投资者对国企蓝筹股的关注度，如深纺织（000045）的偏光片项目就是其迈出战略转型的决定一步。我们认为发展混合所有制在很长时间内都是市场热点。

债市短期波动不改长期向好

□大摩华鑫基金公司

九月中旬以来，债券市场迎来一波快速、迅猛的牛市行情，受央行政策和市场操作的影响，市场投资者反映热烈。在9月16日央行宣布通过SLF向银行注入5000亿元资金之后，债券市场利率债收益率应声大幅下行，其中十年期国债收益率短短三个交易日就由4.26下行至4.03，下行幅度高达23BP。一时间，债券市场牛气冲天，在利率债的带领下，长端信用债收益率也跟随快速下滑，虽然下行幅度不能与十年期国债和十年期政策性金融债相比，但是投资者交投活跃，一扫9月上旬多头犹豫不决的气氛，市场做多决心异常坚定。

9月18日，央行在日常公开市场操作中，将100亿元的14天正回购利率从3.7%下调为3.5%，这是央行在续7月份下调正回购利率之后，再次下调利率，并且降幅从10BP扩大至20BP，向市场传递非常明显的价格干预意图，叠加之前几天的SLF操作，市场投资者认为央行已经从数量和价格两个方面对现行货币政策进行方向性的调整，宽松的货币政策呼之欲出。

债券市场在央行引导下，已出现一波幅度不小的“牛陡”行情，由于下行幅度过大，市场不可避免的面临回调局面，因此短期来看，市场波动的可能性逐渐加大，投资者做多的热情需要经济基本面和资金面的进一步配合，部分获利丰厚的投资者获利了结的心态也会对行情波动推波助澜，特别是临近年末，考虑到今年以来债券市场涨幅巨大，落袋为安的心态可能会加剧市场波动。

从长期角度分析，货币政策和资金面的宽松、经济基本面的预期恶化以及通货膨胀CPI下行，仍是推动未来债券市场走势的主要因素。今年以来，从央行等管理层的态度和公开表述分析，“预调微调”政策可能仍是未来相当长时间内的政策选择，大规模降息降准等货币政策工具短期内难以出现，在“三期叠加”和以“调结构”为主要手段的调控政策下，经济周期的底部不可避免地被拉长，但是经济周期的尾部风险则可能得以避免。

另外利率走廊式的调控方式也决定了“去产能”和“去杠杆”是一个相当缓慢的过程，从上市公司的资产负债率指标可以验证，企业部门的杠杆率仍在不断上升，过剩产能的出清仍遥遥无期。因此，长期来看，未来债券市场持续走强的机会仍然很大。

房企前三季盈利存忧 四季度好转

□本报记者 于萍

年初至今，上市房企业绩逐级下滑，一季报及中报时净利润均出现同比负增长。从目前披露的三季报及预告来看，房企前三季度的盈利水平仍不容乐观，很可能继续出现同比下降。不过随着近期央行房地产信贷政策的松动，楼市预期正在发生悄然变化，市场成交量出现回升迹象，房地产四季度预期正在回暖。

三季报业绩或下滑

下半年楼市逐步进入观望深水区，开发商的营销压力渐增，费用支出处于高位。再加上房企毛利率率短期内难有明显改善，使得房企前三季度净利润或延续同比下降的态势。

今年以来，上市房企的整体业绩增幅呈现逐级下滑态势。一季度A股房企归属于母公司股东的净利润同比下降6.38%，中报时同比下降幅度扩大至8.9%。统计显示，目前共有51家A股房企披露了三季度业绩预告，预减及预亏的公司家数共有29家，占比近六成。如果按照各家公司净利润预计变动的中值计算，剔除不可比因素后，44家房企前三季度净利润同比下降超三成，业绩表现并不乐观。

从三季报披露安排看，“万保招金”四大龙头房企大多集中在10月末披露。目前仅有天健集团、渝开发、大名城等五家房企披露了三季报。渝开发、运盛实业前三季度净利润分别同比增长102.85%和147.57%，其余几家公司则出现不同程度的同比下降。

结算项目较少或尚未到结算期是不少房企业绩下滑的主要原因。天健集团三季报显示，三季度公司实现结算面积1.63万平方米，同比下降40.52%。

通常情况下，三季度及四季度是



新华社图片

房企结算高峰期。自2003年以来，A股房企在三季报的业绩一直保持同比增长的态势。2013年三季报时A股房企业绩同比增幅为26.7%。不过从当前趋势看，2014年上市房企三季报整体业绩很可能延续年初至今同比下降的态势，这将成为2003年以来首次出现三季报净利润同比负增长，创下十二年来的增速新低。

总体来看，主流房企净利润有望在三季报保持15%-20%的增速，已经披露三季报预告的荣盛发展、中天城投、首开股份等房企均保持业绩增长。相比之下，业务主要在三、四线城市的中小房企则面临库存积压的压力，应提防房价下行带来的资产减值冲击。

四季度预期略回暖

十一假期前央行一纸文件宣告

房地产信贷政策出现松动，受此影响，此前悲观的楼市预期开始回暖。

统计显示，受信贷新政和北京市调整普通住宅标准两大利好影响，北京楼市已表现出向好迹象。10月上旬北京市二手房市场新增房源比9月同期增长近两成，市场新增客源比9月同期增长了近一成。

在政策带动下，当前市场供求层面和买卖双方的情绪已经出现微妙变化，最明显的特征是二手房门店来访量有所增加，说明有意向购房的人群正在增多，这将是未来成交量回升的基础。部分地产中介提供的数据也显示，近期二手房买卖合同签订量较9月同期有所提升，成交均价也出现小幅反弹。

值得注意的是，房企预期也在发生改变。仅从土地市场看，从9月开

始，包括万科、远洋等多家房企已经连续出手拿地。9月20大标杆房企合计拿地金额达到173亿元，已是半年来的高点。特别是一线城市土地市场整体成交仍保持活跃。今年前9个月，北京、上海、广州、深圳四大一线城市合计土地出让金为3671.16亿元，与2013年同期基本持平。

万科在近期更是表示，随着市场景气实际好转，四季度开发商推盘量会扩大，销售会有明显起色，同时四季度有望看到房价软着陆。

总体看，伴随央行信贷政策调整，四季度行业销量和政策面都将好于前三季度。随着后市各地信贷政策细则陆续出台，改善型需求将逐步入市，带动10月成交回升。除了小部分三四线城市库存积压过于严重外，其他城市有望全面止跌。