

牛市逻辑未发生根本动摇

□旭诚资产总经理 陈贊

任何一个牛市，都不会是空中楼阁。也不会有任何一个牛市，是在一路上涨中见顶的。牛市中的回撤，也许比熊市来得更有杀伤力。也只有经历过严峻的考验，才能称得上是真正的牛市。

一轮被冠以“改革牛”的持续上涨行情，就此开启了轰轰烈烈的居民大类资产配置的序幕，数千亿计的M2向权益类市场转移，甚至一度被市场寄予厚望，在储蓄搬家的呼声中，在赚钱效应的不断强化中，证券新开户数一路攀升，大量新股民就这样进入了A股市场。在他们眼里，既然是牛市，就理应是一直上涨，下跌不属于牛市，更何况是如刚刚开启的三季度的首月这般惨烈的下跌，但错的不仅是他们。

本轮牛市的逻辑，其实宏观层面的东西一直都不会有太大的方向性变化。由于今年上半年多项力保GDP的政策出台，国内主要经济指标均呈现企稳运行的状态，这一点，主要是从去年到今年管理层对宏观面态度和操作层面所进行的一些细节调整而形成的。调整的依据，仍是经对经济形势所作出的前瞻性判断，主要的区别在于：2014年经济增长总体目标定于7.5%，但仍给予其一个弹性的空间，允许适当向下浮动，从而使国内经济政策导向偏重于“调结构”为主，最终GDP增长率统计为7.4%，基本符合预期；而2015年的经济增长目标则定于7.0%，虽然同比向下的调整空间有限，但态度上不会再容忍弹性和再度向下的浮动，以至于7.0%成为今年所必须确保的目标。在这种



态度的转变下，今年上半年的宏观政策倾向于“稳增长”，重大投资项目再度成为经济抓手。而在国内产能仍处过剩的背景下，“走出去”成为既能扩张重大项目，又能对冲富余产能的最佳路径，“一带一路”的出现，是当前国情和时代发展相结合的正确决策。但是投资口径的扩张对经济发展的副作用也是不得不考虑的，前车之鉴就是2008年的4万亿，虽经济成功保8，但所遗留下来的后遗症直到今天仍未消除。

经过2年多的梳理，“影子银行”、“融资平台”、“两高一剩”、“房产泡沫”四大遗留问题已经

慢慢消化和治理，困扰中国经济多年的根结已经找到解决路径并逐步改善，现在绝不能再重蹈覆辙，不然前面的努力都将付诸东流。这样落实到操作层面上，也就面临着既不能再度扩张本就处于超发状态的M2，但为了保证固定资产投资力度又要保持流动性不会出现全局性的断层，一方面要增加新的大型投资项目，另一方面又要压制房地产卷土重来，同时在投资驱动主导下又要保持创新驱动发展的复杂局面，办法只能是在国家政策引导下撬动民间力量，用社会资金服务实体经济，用资本的力量完成稳定经济局面的大计。因此才

有了盘活存量，才有了国企改革，有了“资金流入股市就是支持实体经济”这句话。从这点来看，牛市的宏观逻辑并没有发生根本动摇。

一方面当资金脱离效率不高的制造业，通过资本市场流向符合未来经济发展方向的新兴产业，本就是市场资源配置功能的体现，但制造业的过快萎缩也对稳定经济产生了不可忽视的影响；另一方面，当年囤积在银行资产负债表外的社会游资，在整顿影子银行时没有被完全清理，此刻又以另一种方式进入到资本市场中，配资业务的野蛮生长，使金融行业去掉的杠杆却加在了资本市场上。当然，这是和慢牛走势相违背的，资本市场本就是宏观改革中的一个环节，牛市是为全局性改革服务的，但股市的过快过热上涨，则可能产生本末倒置的效果，因而对资本市场的降杠杆，抑制过快上涨的股市行情，从技术层面进行调控是极为必要的，这是对于这次暴跌的性质判定，即降杠杆下的牛市回档而非泡沫破灭后的熊市。最终在国家队强力干预下稳定了市场局面，股市得以重回既定轨道之中。

经过这样一轮下跌，虽导致了不小的损失，但也将潜在的风险提前暴露并且大幅释放，更起到了风险教育的效果，对于今后资本市场的正确定位和认识纠偏都是正面的意义。股灾虽然惨烈，但任何事物都是两面性的，在负面影响逐步消除之后，未来正面作用将更加持久。实际上，资本市场的发展壮大，除了一路呵护，也只有经历一个又一个的考验才能成长起来。

震荡市债基值得关注

□招商证券 宗乐

上周五是7月最后的一个交易日，仍未能以红盘高收结尾。全周来看，沪指跌10.00%，深成指跌8.46%。两市合计成交58047亿比上周减少了9832亿。在管理层的救市措施带动下，七月中旬市场曾经有过一段明显的反弹。但上周一A股的表现却未如市场预期，一天之内大跌8.5%，创下8年以来的最大单日跌幅。指数走势是六月中急挫以来的二度探底。

总结全月，上证指数重挫14.34%，下跌614点，指数更创下6年来最大的单月跌幅，“五穷六绝七翻身”之言没有应验。在管理层倾力救市，A股由千股涨停、千股停牌，再转至千股涨停，市场反复波动的极端行情可见一斑。

数据方面，最新公布的中国7月官方制造业PMI为50.0，较6月份的50.2有所下降，生产、订单等主要分项指数也有所回落。另一个主要着重于调查中小企业的由Markit公司编制的采购经理人指数则录得48.2，较六月份下降了1.2个百分点，创2014年4月以来的15个月新低，连续第五个月低于50的荣枯线。两个数据表现都比较疲软，反映目前的经济情况并不稳定，下行压力依然存在。

虽然6月份出口1.17万亿元，增长2.1%，贸易顺差2842亿元，扩大45%，但如果把2015年上半年的数据加总来看，我国进出口总值11.53万亿元，比去年同期下降6.9%，远低于官方希望年内进出口增长约6%的目标。

再看看通胀的情况，受去年基数较低、猪肉等价格恢复性上涨等因素影响，2015年6月份全国CPI同比上涨1.4%，比5月回升了0.2个百分点。全国物价涨幅回升，多数省份物价涨幅也出现反弹。在上半年一系列的稳增长政策出台后，预期下半年政策效果将会逐渐浮现，物价走势亦将会回升至2%左右的水平。

今年以来，稳增长、促经济的政策不断出台。管理层希望通过全面降准等措施来增加银行可贷资金及货币供给，为企业提供金融支持。效果上看，4月至6月金融机构新增贷款逐月增加，分别为7079亿元、9008亿元和12791亿元，上半年人民币各项贷款新增6.56万亿元，同比增加5371亿元，显示降准效果已逐步显现，银行放贷意愿上升对实体经济的支持逐步加大。信贷提速的另一证据也可以在M2增速中反映出来。数据显示，6月份M2回升至11.8%，离全年12%的目标已经不远。可以看出，货币政策效力正在显现。

A股本轮升市由去年首次降息开始引发，央行降息后市场对中国的基本因素感到乐观，投资者认为中国的资本市场正在开放，各种改革陆续出台，一带一路、互联网+、环保新能源等热点接踵而至。随着股市持续向上，股价逐步脱离了基本因素，投资者开始以杠杆式的投机活动来参与股市，结果导致融资余额不断攀升。但是这样的股市其实十分脆弱，任何的风吹草动都可以让股市大幅下跌，继而造成多米诺效应。6月中旬至今大市已下跌了30%，市值蒸发超过3万亿美元，跌幅惊人。

目前A股市场所面对的问题是信心不足。投资者经历过6月中以来的指数大幅急速下调后，投资信心和对风险偏好已经很难回复到之前的水平。连番下挫后，市场需要的是一个长期的疗养期，所以在未来的一段时间里市场的交投都会变得相对淡静。预计8月股市仍然是以震荡市格局为主，而且还会维持一段较长的时间。在这段时间里，有国家队的支持，指数会以震荡为主，大幅下挫的可能不大。

在央行宽松的货币政策导向下，二季度债券市场呈现大幅陡峭化的行情。4月份，在经济数据较弱、央行意外大幅降准的刺激下，债市出现普遍性上涨，1-10年国开债陡峭化下行60-50BP；5月中旬，债券收益率曲线呈现非常明显的陡峭化，1年期品种下行80BP左右，3-5年期品种下行20-30BP，10年期品种则上行8BP左右。在流动性泛滥的过程中，个券之间分化明显，一些高等级信用债出现10BP左右的利差缩窄，而在信用风险持续暴露的过程中，不断有一些高收益个券发生大幅的收益率上调。

展望未来，在经济依然较弱、通胀较低的情况下，央行维持宽松的货币环境是较大概率的事件，因此这段时间里投资者可以适当关注债券基金，甄选那些操作灵活、信用识别能力强、长期业绩稳健优秀的债券型基金，获取相对确定的投资回报。此外，在这段时间里基金投资者还应密切跟踪经济和政策动向，在宏观经济基本面发生变化时根据市场情况及时调整基金组合的大类资产配置，获取更高收益。

港股迎来难得的投资窗口

□博时基金股票投资部国际组
投资总监 张溪冈

6月份以来A股的暴跌对海外市场尤其是香港股市造成了很大的震动。A股和港股的投资者情绪短期内难以很快回复到之前的水平，需要一定时间的修复。但是，一分为二地看，港股在经历了6-7月份的大跌之后，又将迎来比较好的投资区间。

关注美国加息时点

近期A股剧烈震荡，从6月中的高位5178点调整到7月初最低的3373点，调整幅度达到了35%。如此剧烈的调整，在短期内对市场情绪的冲击相当大。政府使出各种办法强力救市，但由于A股市场中以散户为主导的套牢盘过重，场外新增资金不足以弥补出逃资金，大市将很可能走出一段较长时间的震荡行情。

在本轮伴随A股的下跌中，港股由于没有跌停板的限制，也没有各种非市场手段的救市措施，相对而言比A股跌得更透。截至7月底，香港恒生指数已经跌到11倍市盈率，恒生国企指数已经跌到8倍市盈率，已经接近历



史低位，未来的下跌空间也相对有限。

从宏观上看，希腊债务危机已经暂时得到缓解，欧元区的经济正在企稳。我们更需要关注的风险是美国，因为美国何时加息对全球市场的影响恐怕要比希腊债务危机更大。然而，在通胀维持低位、全球争相降息的大环境下，美联储可能对加息会更加谨慎。此外，随着下半年深港通即将推出，估值更低的香港中小盘股票对国内投资者非常有吸引力。

因此，在经历了6月至7月的大跌之后，港股已经跌出了价值洼地，未来将迎来较好的投资时间窗口。具体到行业上，“互联网+”、环保、医药等行业增长空间仍然较大，仍然充满机会，我会着重在这些行业挖掘港股的投资机会，争取为持有人带来更好的回报。

三维度掘金港股

对于新兴行业，比较注重其想象空间。想象空间大的行业，才更有可能出现牛股。对于传统行业，更注重寻找基本面与市场预期之间的差异，同时衡量成长与估值的匹配。如果一家公司的业绩成长性超出市场预期，同时

它的估值相对偏低，就是我们要寻找的好的投资标的。当然，做出这些判断都需要进行大量的调研与研究。

笔者专注港股和海外投资已经十多年，注重基本面分析，算比较典型的多元化投资风格。对港股投资机会的把握，笔者的体会是：“基本面、成长空间、时机”，三者缺一不可。

基本面和成长空间是互为支撑的。每个行业特点不同，要了解各个行业以及影响基本面的核心因素，由此来判断行业

的想象空间，行业增长空间大，才可能找出好股票。选股时，要看它是不是龙头，在行业内有没有竞争优势。而在筛选个股时，要看估值是否与成长匹配。

精选个股，要把握基本面变化与市场预期之间的差异。基本面变化与市场预期之间的差异分为两类：第一类是基本面好转程度超出市场预期，提前布局常常收获颇丰。第二类是基本面恶化程度低于市场预期，即公司的基本面虽然在恶化，但没有市场预期的那么差。逆势买入也可能获利丰厚。当然，如果基本面好转不达市场预期以及基本面恶化超出市场预期，股价就会下跌。

除了精选个股，还要关注交易时机，要注重催化剂，一旦上市公司有催化剂，股价往往具有爆发性表现。这些催化剂包括宏观政策的变化、重大收购与合作、新业务、新订单、供需变化、市场风险偏好、产品变化、成本变化、技术革新、管理层变化等等。做投资，需要对各种催化剂有敏锐的嗅觉，结合过往投资经验和教训，才有可能更好地抓住投资机会。