

多空论剑

区间震荡是主基调

本周市场振幅逐步收窄，成交量萎靡。私募人士认为，在市场逐步透露出企稳信号但仍然反复试探的过程中，为避免净值损失，将采取严控仓位、精选标的、滚动投资的方式应对。普通投资者宜谨慎选择市场热点，切勿追高。

□本报记者 徐文擎

短期市场信心较疲弱

中国证券报：本周主板、中小板振幅有逐步收窄趋势，成交量持续萎靡，这会对市场产生哪些影响？

杨玲：这说明A股正在缩量下跌，表明投资者情绪趋向稳定，市场逐步企稳，对于市场走势来说是向好信号。但是投资者的信心恢复尚需一定时间，因此成交量不佳、市场震荡都是正常现象。

刘天君：本周震荡收窄但依然缩量，显示市场动能和信心比较疲弱，距离市场人气回升、真正企稳还有一个过程。

中国证券报：创业板仍是上蹿下跳的局面，会和主板呈现跷跷板效应吗？

杨玲：从近期主板和创业板的走势来看，两者基本保持同步。大幅调整过后，创业板和主板经历了两周快速反弹之后，又处于震荡格局，我们判断未来主板和创业板不会呈现明显的跷跷板效应。未来大概率震荡向上，但是会步入个股分化的行情，前期受杠杆资金追捧的高估值而完全又没有业绩支撑的股票会失去投资者青睐；未来有业绩支撑、估值合理的好股票有望站上下波行情的风口。

刘天君：由于市场整体比较疲弱，创业板上蹿下跳只是相对活跃，原因一方面在于其不同于主板的投资逻辑，本身弹性较大，另一方面与资金炒作有较大关系。

中国证券报：如何解读央行本周关于“继续实施稳健货币政策，更加注重松紧适度”的表态？

杨玲：表明下半年央行继续实施宽松货币政策的立场没有改变。为了进一步支持实体经济发展，货币政策将持续宽松，在经济没有明确释放企稳信号之前，货币政策都不会转向，因此未来市场仍会有比较充分的支撑。

金牛操盘

出口比重高 个股迎重估契机

□金百临咨询 秦洪

近期A股市场趋势不甚明朗。但是由于证金公司等护盘资金的存在，让存量热钱有着较为充足的做多底气，新能源汽车概念股、次新股板块的崛起就是最好例证。出口比重较高的个股有望成为热钱关注的下一个对象。

一是因为我国经济发展趋势以及全球经济结构的变化。目前我国内需较为疲软，财政政策刺激效应出现递减态势，所以，我国经济下行压力仍然存在。但是，随着技术进步以及智能制造趋势的形成，全球制造业正在向发达国家转移，德国、美国等经济随之企稳回升。所以，对中国相关产品的需求也随之提升。比如纺织服装、磁性材料等中国特有的或者具有中国优势的资源初级加工品。

二是因为人民币汇率有进一步松动态势。近几个交易日，国际货币基金组织（IMF）推迟评估人民币纳入SDR的程序，这使得人民币汇率一度大幅回落。为缓解经济下行压力，我国可能会进一步利用货币政策和财政政策，货币发行量仍然处于快速增长趋势中，货币流动性过于充沛会影响人民币汇率。这对于出口导向型企业来说，无疑是一个利好消息，有利于市场热钱重新评估出口导向型的相关上市公司二级市场估值。

分析人士指出，我国出口导向型相关上市公司的产品竞争激烈程度较高，将影响这些上市公司价值重估的幅度，比如纺织服装类、化学原料药类上市公司。出口产品大多是初级产品，竞争相对激烈，盈利能力较差，仙鹤制药、天药股份等原料药上市公司的出口产品毛利率普遍不高。

这的确需要引起市场参与者关注，但是随着时间

裕的流动性。

刘天君：随着未来A股市场上机构投资者占比上升，投资者对基本面的要求会更加苛刻。央行最新的表态显示未来货币政策趋向更加灵活，有利于稳定市场预期，预计流动性相对充裕的状况不会发生变化。

结构化行情精选标的

中国证券报：近期将采取怎样的投资策略？

杨玲：此次大幅调整并没有动摇牛市基础，未来大概率是震荡向上。看好消费板块。消费股是兼具业绩支撑和想像空间的真成长股。通过此次大幅调整，价值投资必将回归，未来有业绩支撑、估值合理的股票将重新受到市场青睐。在价值投资标准下，消费板块将脱颖而出：第一，消费板块内多数行业业绩迎来拐点，传统消费触底反弹，新兴消费业绩进一步爆发，现在是介入的良好时机；第二，消费板块前期涨幅较小，本次又经历了错杀，估值相对偏低，价值洼地的效应明显。

刘天君：近期我们采取了严控仓位、精选标的、滚动投资的投资策略，重点把握以下几类相对确定的投资机会。第一，短中期套利，抓住封闭基金、分级基金折价明显且市场相对低迷时的交易机会；第二，陆续复牌过程中尚未达到合理价位的个股或短期非理性下跌的长线优质个股；第三，景气度处于高位且具备中短期催化剂的个股，重点投资医药、传媒、农业、航空等行业。未来一段时间，我们将坚决控制仓位，稳中求进，在控制净值下行风险的前提下严格选股，积累绝对收益，逐步提升净值。

中国证券报：怎么看下半年行情？

杨玲：短期来看政府托市已经基本取得成功，但是投资者信心恢复尚需一定时间，市场大概率将呈现震荡向上的格局。虽然我们认为牛市格局不变，但是上半年的普涨行情将一去不返，后市会步入个股分化的行情，有



上海泰阳资产管理有限公司
总经理 刘天君

目前贯彻三条投资策略：短中期套利，抓住封闭基金、分级基金折价明显且市场相对低迷时的交易机会；陆续复牌过程中尚未达到合理价位的个股；景气度处于高位且具备中短期催化剂的个股。

星石投资管理有限公司
首席策略师 杨玲

后市会步入个股分化的行情，有业绩支撑、估值合理的股票有望站上下波行情的风口。从板块上看，估值相对合理且处于业绩拐点的消费板块是最值得关注的板块，未来一段时间内有望成为市场热点。



业绩支撑、估值合理的股票有望站上下波行情的风口。从板块上看，估值相对合理且处于业绩拐点的消费板块是最值得关注的板块，未来一段时间内有望成为市场热点。

刘天君：在消化掉融资盘风波带来的恐慌

阶段之后，下半年市场整体走势可能呈现区间震荡，结构性机会值得挖掘，个股呈现较大的分化局面。从中期来看，支撑牛市的中期核心因素仍然尚未根本性动摇，改革与创新、宽松货币政策、社会资金入市的大逻辑仍然存在。

谈股论金

在转型中寻找投资机遇

□晓旦

多空双方还在近期低点缠斗，市场情绪仍未转为乐观，特别是近期公布的经济数据不尽如人意，使得人们对股市的投资前景感觉茫然。不过，认真解读最近的经济数据，也许会对股市投资给出一些头绪。

7月官方公布的PMI为50.0%，较6月回落了0.2个百分点，位于制造业收缩与扩张的临界点。而财新PMI数据较为悲观，7月终值为47.8%，低于6月的49.4%，也低于7月初值48.2%，连续5个月处在收缩区间。

7月PMI指数的下滑，虽然有一定季节性因素，但主要原因还是经济结构失衡没有根本改观，产能过剩

困扰着经济。很多传统制造业部门产品技术落后，缺乏市场竞争能力；而一些保护主义措施，使得产业调整进行缓慢，在整体上拖累了经济增长。例如，从PMI分行指标看，7月官方钢铁PMI数据为41.0%，虽然呈现回升态势，但仍大幅低于整体PMI水平，需求偏软。产能过剩是现在拖累中国经济增长速度的主要原因。

不过，PMI行业间结构性的差别正反映了中国经济结构调整的趋势。在传统制造业部门PMI持续处在收缩区间的同时，一些新兴行业持续保持良好的发展势头。在加快结构转型升级政策的作用下，高技术制造业增速持续加快，企业活力增强。7月官方PMI数据中，

高技术制造业PMI为54.8%，连续3个月上升，持续处在扩张区间。消费品相关制造业7月PMI也处在扩张区间，为51.0%，这是因为随着城乡居民收入增长，消费品相关制造业保持平稳增长，消费对经济增长的推进作用在增强，这些都与整体PMI水平，需求偏软。产能过剩是现在拖累中国经济增长速度的主要原因。

与经济结构转型方向一致的趋势还反映在非制造业商务活动指数继续回升，7月官方非制造业PMI为53.9%，比6月回升0.1个百分点。财新服务业PMI则表现出更大升幅，7月财新服务业PMI跳升2个百分点，升至53.8%，并且因为服务业PMI的上升，使得财新综合PMI（包括制造业和

服务业）为50.2%，中国经济活动的总量处在扩张水平。服务业从新订单、就业等各方面都全面向好，交通运输、互联网、卫星传输、软件信息技术服务等行业增长明显，这与制造业PMI的疲软形成了对照。

虽然经济增速在放慢，但是在产业结构调整的背景下，中国经济发展中的机遇不是少了，而是多了。这些机遇包括，在传统产业中进行兼并重组的机遇，产品升级换代的机遇，在新兴产业中建立新的生产业态、消费业态的机遇，创新机遇等，他们一定会反映在股票市场中。现在股票市场的调整正好提供了机会，投资者可以从容选择良好标的。

投资感悟

成本套利是未来投资主题

□中秦

本周市场成交量大幅度萎缩，预示底部有望出现，三季度行情值得看好。从市场运行主题来看，短期内可以关注“成本套利”股，即目前市场价格与某些购买者成本之间存在较大空间可供套利。

大股东高位现金增发完成，目前严重被套的个股，股价猛涨时，不少公司大股东急切地推出现金增发方案，当时的增持价格几乎是现价的1倍以上，大股东的真金白银被严重套牢。此时，投资者可以博弈一下，买入后获得100%以上的收益需要的只是时间，这就提供了套利机会。但是，笔者相信有些大股东看错了形势、看错了价值，最终将被套牢，如何选

取这些标的就显得非常重。在大股东现金增发深度套牢的板块里，首先应该选取那些国资委为大股东的公司，国资的钱是国有资产，不是随便便可以流失的，那些选择在股价已经低于发行价还是义无反顾掏钱买股的国资不是傻瓜，这类公司值得密切关注。还有一些是具有特殊背景的长线买家参与增发的个股，这些机构善于把握长期价值，历史投资收益率很高，跟他们一起甚至以更便宜的价格买到货，未来收益率很大。而那些高位进行增发，大股东参与度很少的公司，也许套利难度较大，最终可能就是一个大泡沫的破灭。

管理层和职工持股股被套的公司。在市场高位，除大股东增发外，更多

的公司进行了管理层或者员工的股权激励，不少员工持股计划应运而生，但是很不幸，他们在高位严重套牢，这类公司也是不错的套利标的。在这类持股计划中。由于职工普遍没钱，大部分都是做了结构性杠杆，在股价暴跌时，这类杠杆面临风险，而大股东为了员工利益不严重受损，拖累工作积极性，肯定会想方设法维护股价，比如推出优厚的分红以及并购方案，这个过程其实这就是我们套利的过程。笔者建议可以好好研究这类公司的职工持股计划资金的筹措方式，找到那些对股价上升愿望最迫切的公司进行套利。

维稳资金增持短期被套公司。市场各方面协力解决流动性困局，从证金公司到各集团公司、大股东都

断增持上市公司股票，但是有很多先期救市的资金目前严重套牢。市场在非理性时期是可以制造出供远大于求的局面，导致股价非理性下跌。但是在市场逐步恢复之后，非理性因素逐渐减少，股价恢复起来也很快。从历史上看，托市资金最终将获得巨大收益。所以，作为一个长期的套利计划，跟随这些救市资金的特别是证金公司的资金动向，抄他们的底，或许是个非常好的套利模式。

对某些特定投资者买入成本的套利逻辑建立的基础，是这部分资金最终能解套甚至获利。但是作为市场中一员，特定投资者也可能亏钱，只是概率小一些。套利并不是百战百胜，要做好出现损失的心理准备。

财经观潮

经济稳中回升态势已现

□利可资产 潘玮杰

随着定向发行1万亿元专项金融债的消息明朗化，下半年依靠积极财政政策的大规模基础设施建设走到台前。许多市场人士对此报以较大担忧，特别是对如此规模的基础设施建设到底能对目前中国经济起到多大作用，有效性到底有多大。这种担忧显得有些多余，下半年中国经济增速的稳中回升态势已经显现，适当的扩张性财政政策发力是相当必要的。

近两年来，财政政策在整个宏观经济政策中的重要性有所下降，这主要受到三方面因素影响，一是控制整体债务水平的考虑，二是新的政府预算体系的建立，三是地方政府积极性的下降。时至今日，这三方面因素都得到了解决，特别是整体债务水平和地方政府的因素。

如何客观、理性、全

后，没有现成案例可供参考，成为中国经济政策制定者面对的一个棘手问题。

中国经济发展一直处于追赶状态，然而一个经济规模成为世界第二大经济体的中国，已经不可能再参照别国经济发展的路径，整体债务解决方案就是面对这样的情景。区域不平衡最终由中央统筹发行地方债，期限不匹配最终用期限较长的融资方式替代短期融资，债务置换方案非常成功。

在债务负担减轻、期限可以匹配的情况下，依然放弃长期资本积累的原有模式，在新模式尚不成熟的时候，这样的选择显得不太明智。适度增加财政支出的力度，继续加大有效的资本积累规模，对提高经济增长质量有相当大的好处，而适度的尺度把握可以按照经济增速可持续性和名义GDP的规模来考虑。

另一个重要因素，地方政府积极性，中央政府在过去几年一直致力于建立一整套新的地方政府考核体系，但受制于地方和中央税收和其他收入的改革迟迟没有启动，新的考核体系没有基本财政收入保障，核心问题一直没有办法解决。今年上半年启动的财税体制改革正是为了解决这一问题，这一制度问题的解决需要较长时间，重新梳理基层财政收入支出体系是一件耗时较长的工作。但已经明确的部分可以先行，比如基础设施投入的分摊比例，这将对下半年经济增长起到切实的支撑作用。

整体而言，目前中国经济规模是有能力承担期限匹配、投入有效的债务，并将这部分债务转化成长期的资本积累和经济发展成果。断然放弃这一模式与盲目扩张债务规模一样，也是不理性的表现。

北京万博兄弟资产管理有限公司首席策略分析师李敬祖日前接受中国证券报记者采访时表示，波动率收窄同时成交量逐步缩小，意味着前期杠杆资金已经进入出清的尾声，盘中也许还有一些震荡和调整，但调整没有形成大范围的恐慌性抛盘，意味着市场的风险偏好正在逐步回到常态。后市也将还会有一些波动，但大的调整阶段已经过去，市场进入一个相对弱势的平衡状态。

对于创业板近期大幅波动的走势，他表示，无论是主板还是创业板，后市都会有分化，创业板不一定会与主板呈现跷跷板效应，反而主板和创业板的结构化行情都会来临。经过前一轮大幅调整，市场整体估值水平已有明显回落，但部分股票估值仍偏高，也有一些业绩较好的公司被错杀，所以未来分化不是主板和创业板的分化，而是估值泡沫与基本面是否相匹配的分化。当基本面或企业发展不能支撑高估值的时候，泡沫必然会破灭。

他还提到，本周央行表态将“继续实施稳健货币政策，更加注重松紧适度”，可以解读成货币政策进入到一至两个月的观望阶段，需要下一轮的观察。这对于市场短期内的反弹过高的过热题材，不建议过多配置。而国企改革一直是本轮行情里最受关注的题材，在被错杀之后不少有业绩支撑的品种值得关注，建议投资者多去关注上市公司基本面、注重选股而非跟风操作。

目前，万博兄弟资产管理有限公司采取的整体操作思路是守住价值端，一类是金融服务价值端，以银行、保险为代表的蓝筹风格是稳定市场的中流砥柱；另一类是消费型价值端，这类股票有着充足的现金流，值得拥有。他提到，在分化的市

场行情中，谨守价值股会带来比较好的投资回报。

另外，可以适当选择成长属性比较好、创新改革方向明确、上半年财务报表比较突出、弹性比较大的公司。