

近期，欧美股市走势强劲。本周，美股三大指数纷纷创下新高，标普500指数已连涨六周。同时，受部分经济数据提振以及“硬脱欧”风险降低影响，欧洲股市重拾升势。美股站在历史高位，经济衰退阴云似有所消散，这下半年已三次降息的美联储面临十字路口。

周三周四，美联储主席和多位官员相继发言，传递了一个信号——目前美联储对经济前景持乐观态度，只要经济按照现有轨迹运行，当前的货币政策是适宜的。分析人士预计，美联储今年大概率不会再降息，2020年或“按兵不动”。后降息时代，大类资产或面临新一轮“排位赛”。



新华社图片

海外市场回暖

本周，标普500指数盘中一度站上3100点，纳斯达克指数盘中一度站上8500点，道琼斯工业指数盘中也一度站上27800点，均创历史新高。美股三大指数已连续六周收获阳线。同时，欧洲股市也重拾升势。

美银美林对全球基金经理最新月度调查显示，投资者结束观望，纷纷涌向股市。调查显示，11月初全球经济乐观情绪升至18个月以来高点。美银美林策略师称“多头又回来了”，投资者对全球经济衰退担忧削减，对“错失良机”的担忧升温，人们加大对股市和周期性股票的敞口。

Northern Trust首席经济学家卡尔表示，情况远没有两个月前那么险恶了，“美国方面数据显示我们并没有站到悬崖边缘。”美联储顺应预期实施降息，企业盈利和部分经济数据显示韧性，国际贸易形势回暖，美国经济并未陷入衰退等因素叠加，提振市场情绪，美股站上历史高位。

据FactSet最新数据，截至上周五，九成标普500成分股已披露三季报，其中75%盈利超预期，超出五年平均水平。分析师称美股牛市得到靓丽财报支撑。

也有业内人士表达隐忧，称企业盈利超预期是因为市场预期降至很低。FactSet数据还显示，标普500成分股三季度预计整体盈利增速仍为负数，国际业务敞口大的公司业绩下滑尤为严重。公用事业、医疗保健等五大行业板块业绩同比上涨，能源、原材料等六大行业板块业绩同比下降。瑞银集团首席策略师特拉汉表示，过去50年，每一次熊市都伴随标普500成分股公司业绩下降。

后降息时代 大类资产面临新一轮“排位赛”

□本报记者 薛瑾

降息或“刹车”

就在美股热情高涨之时，掌握全球流动性阀门的美联储也有新动向。本周，美联储官员在华盛顿参加两场听证会，美联储主席鲍威尔先后在国会联合经济委员会听证会和众议院预算委员会听证会上发表陈词。

鲍威尔一如既往地看好美国经济增长前景。他表示只要经济仍在当前轨道上运行，当前的货币政策就是适宜的，不太可能很快调整利率。

“只要有关经济的最新信息大体符合我们对经济温和增长、劳动力市场强劲、通货膨胀接近2%这一对称目标预期，那么当前的货币政策立场就可能是适宜的。”他说，“当然，如果出现导致前景变化的情况，需重新评估形势变化，我们将作出相应反应。”

美联储副主席克拉里达表示，鉴于美国经济处于或接近充分就业和价格稳定状况，现在是执行和反思美联储政策框架的绝佳时机。美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯表示，美国经济表现良好，货币政策适宜，同时他也强调“视数据而定”的座右铭，“如果前景发生重大变化，我们将调整货币政策以支持我们最大的就业和价格稳定目标。”

今年7月以来，美联储连续三次降息，在不到

四个月时间里，累计将联邦基金利率下调25个基点。根据美联储官员最新证词，利率“三连降”后或按下暂停键。虽然鲍威尔拒绝说“是否会按兵不动直至2020年”的说法表态，但市场人士预计美联储很可能在明年“大选年”罕见地不对利率作调整。

虽然股市走高、政府和企业债务持续增长，但鲍威尔并没有看到“泡沫”破灭威胁。他称接近万亿美元的政府预算赤字暂不会带来危险，金融市场也没有出现显著累积的杠杆。

数据显示，美国联邦预算赤字2019财年已跃升26%，达9840亿美元，为七年来最高。有分析指出，自特朗普上任以来，美国联邦赤字已膨胀近50%，预计2020年将超过1万亿美元。鲍威尔称“联邦预算处于一条不可持续的道路上”，这最终可能会限制其应对经济低迷的能力。

资产重新排序

不管美联储继续降息与否，如今全球已不可否认地进入一个低利率环境，一些地区如欧洲、日本甚至在“负利率”中且行且探索。

总统特朗普对负利率羡慕不已，多次指责美联储降息不力且不实行负利率，限制美国经济增长和美股走高。对此，鲍威尔明确表态，负利率在美国当前经济持续增长、劳动力市场强劲和通货

膨胀稳定的经济环境中不合适。

长城证券固定收益首席分析师吴金铎表示，庞大的财政赤字和不断扩大的国债规模使美国政府利息支出不断增长。虽然鲍威尔已多次强调不会让美国名义利率陷入负值，但从美国当前核心PCE数据来看，美国已接近实际负利率。

据记者不完全统计，今年以来全球已有30多个央行降息，全球进入低利率时代，全球资产和经济格局面临重构。

中国人大人民重阳金融研究院研究员刘英认为，尽管降息可以刺激股市，迫使银行提供贷款，长期有助提振经济增长，但降息和负利率对资产管理有利有弊，短期负利率或削弱银行盈利，长期则影响存款意愿。

有分析人士指出，2020年利率走低、流动性宽松仍是主旋律，配置贵金属和部分权益资产可能更稳妥。

一家大型机构投资经理表示，低利率市场环境下，贵金属有稳赢潜力。今年上半年黄金涨势喜人，在大类资产中光芒耀眼。尽管美联储暗示暂停降息，但黄金市场仍不以为然。由于地缘政治和经济忧虑加剧，带动黄金作为避险资产的需求。

权益资产也可受益。上述投资经理认为，低利率市场环境，有利于提高权益市场估值，特别是那些成熟稳定行业高股息个股将显著受益。

投资非常道

只有价值是不行的

□金学伟

股票是什么？

股票就是筹码。没错。只有把钱换成筹码，你才能参加赌博游戏，这是从赌博角度讲的。

从博弈角度讲，一个没有筹码的人是没有资格与别人博弈的。

但这不是股票的本质。股票的本质就是公司，买股票就是买公司。

有人说我就做个短线，赚个差价，要考虑公司干嘛？

不错。但怎样才能赚到差价？当然是股票要涨。股票不涨，甚至跌，那就不仅赚不到差价，反而要贴差价。

股票怎样才会涨起来？当然要有人买啊，而且不是买一点点，要大买特买。如要涨得长，还要不断有人跟进。否则，就只是一哄而散，脉冲一下，就像市场中的很多脉冲股。

什么样的股票才能吸引不断有人大买特买？这就和公司的基本面有关了。只有公司基本面具备优势，股票才会受人追捧。所以即便做差价也是在买公司，只不过中间隔了一层股票，才常常让我们一叶障目，不见泰山，只看到股票，没看到公司。聪明的投机者总是和长线投资者站在一起的，史泰米亚这一观点具有普遍真理。

股票价格是对公司基本面的考察，可粗可细，取决于我们的习惯、偏好以及投资体系。作为一般策略性交易，对公司基本面只需把握好几点就行：价值、成长、题材。

题材，本质上也属公司基本面范畴。如果说，价值和成长反映公司“做得怎样”，那么，题材就反映公司“做什么、有什么”。股谚道：“做什么比做得怎样更重要”。这句话道出了股市真谛。

同样1元的每股收益，利润增长也相同——至少在一个阶段内，但A公司股价50元，B公司只有10元。产生这个差异的根本原因就是它们做的东西不同。所以题材这些东西，也属于公司基本面范畴。

广义的题材是指“公司做什么、有什么”。做什么”就是主业属于哪个行业。对不同行业，市场有比较恒定的估值标准，这就是价值不能用一个标准去套，不能把价值问题看作是按市盈率或市净率高低，排队坐，吃果果”。

狭义地讲，题材常常表现为概念和潮流。比方说，炒5G了，和5G相关的股票就火起来；炒工业大麻了，和大麻搭上边的股票就飞上天了。

这时，题材就产生了一种驱动力，我把它称为“市场驱动力”。但这种驱动力归根到底还是和公司基本面有关。首先你得有这东西，市场才能炒。

同样有这东西，“有”的程度不同，炒起来的效果也不同。就像前期区块链，有的涨停，有的涨停打开就完了，有的打开后又几个涨停板，其中的决定因素就是“有”的程度。所以题材虽属市场驱动力，但归根到底，还是公司基本面决定的，是公司基本面和市场潮流相契合的产物。

供求是水，股价是船。股价这条船上还有三台发动机，其中有一台叫题材。这台发动机冲程很大，但质量不过关，很难发动，还爱突然熄火。弄不好还会突然爆炸，船毁人亡。

与此相反，那台叫价值的发动机驱动力很小，开不快，风浪稍高一点就开不动了。但它质量稳定，任何时候都不会熄火，可以给你一个最低水平的安全保障。

还有一台叫成长的发动机，它的冲程没题材大但比题材稳，稳定性不如价值高但驱动力远比价值高，是无敌舰队的指定发动机用品。

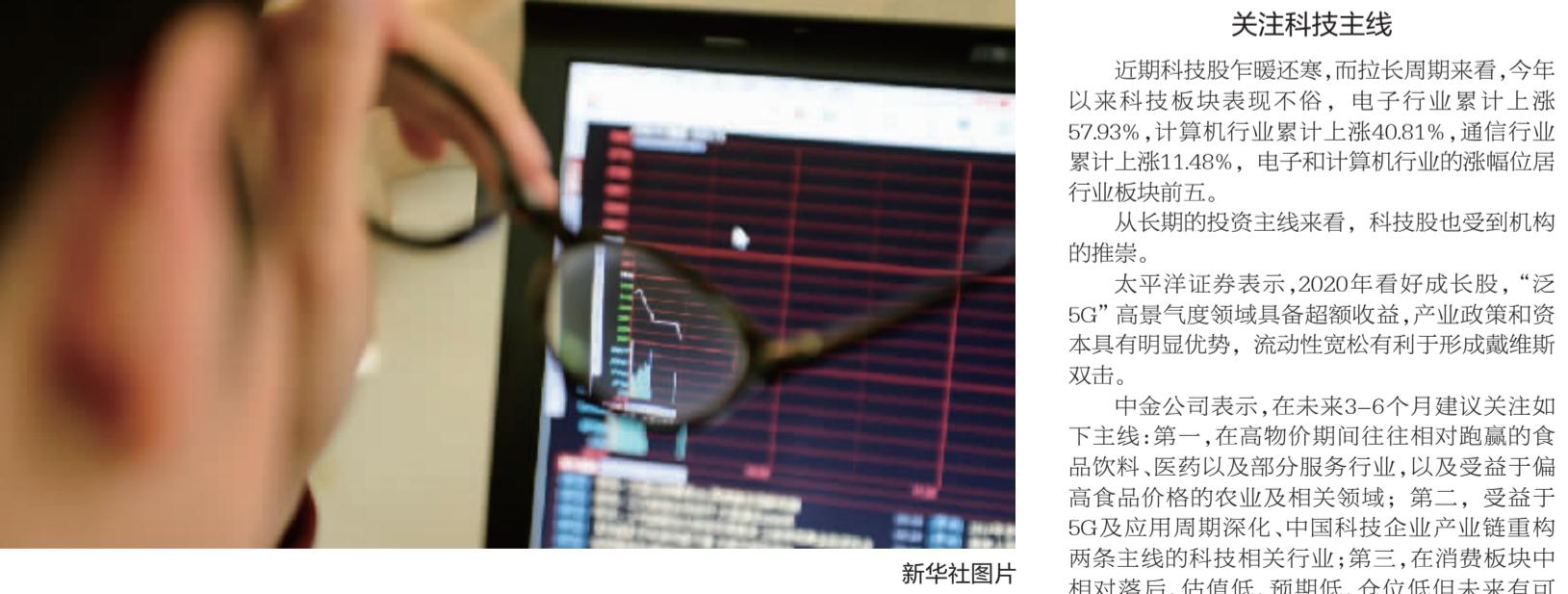
所谓基本面评估，其实就是对这三台发动机检查、验收。验收合格，这条船我要。验收不合格，这条船我不要，就是如此简单。

外在的、走势层面的分析评估，也是需要的。它有时是给我们提供一个旁证，这条船行驶得不错，确实是条好船；有时是给我们一个信号，现在流行什么；有时则是提醒我们：这条船已摆好架势，要起航了。

弱鸡有时也会摆出一副要决斗的架势，如果船本身不行，架势摆得再好，又能怎样？

股票价格，任何时候都是价值、成长、题材、供求这4个要素的综合性反应。个股如此，大盘其实也如此。一轮牛市，总是起于价值，兴于增长，热于题材，伴随供求。如果增长不强，题材不兴，供求不旺，再不合理的价值也会一直合理下去。

科技股乍暖还寒 把握结构性机会



新华社图片

□本报记者 吴玉华

本周A股震荡下跌，上证指数周跌2.46%，深证成指周跌2.50%，创业板指周跌2.13%。科技股乍暖还寒。昨日两市有部分科技股如北京君正、韦尔股份、圣邦股份等创历史新高，同时有不少个股表现低迷，结构性行情显著。分析人士称，短期应控制仓位，关注结构性机会，中期可继续逢低布局绩优科技蓝筹。

部分科技股创新高

昨日，两市震荡下跌。上证指数下跌0.64%，报2891.34点；深证成指下跌1.01%，报9647.99点；创业板指下跌1.05%，报1674.78点。

昨日两市个股多数下跌，下跌个股家数达2949只，跌停个股数达22只。从行业板块来看，申万一级28个行业仅有钢铁行业上涨0.34%，其他27个行业悉数下跌，跌幅最小的是银行业，下跌0.05%，农林牧渔、建筑装饰、建筑材料跌幅居前，分别下跌2.91%、1.72%、1.67%。周四明显回暖的科技板块昨日也出现调整，通信、电子行业跌幅均超过1%，计算机行业下跌0.84%。

从概念板块来看，昨日电子竞技、稀土、南北船合并等板块涨幅居前，鸡产业、猪产业、光刻胶等板块跌幅居前。

从本周行业表现情况来看，申万一级28个行业仅有食品饮料和电子行业取得周度上涨，分别上涨0.15%和0.07%，其他26行业均周度下跌，跌幅最小的医药生物行业下跌0.84%，25个行业周跌幅超过2%，家用电器、休闲服务行业周跌幅超过5%。

昨日东晶电子、亚世光电、精研科技、北京君正等科技股涨停，而近期持续强势的惠威科技、佳禾智能跌停，瀛通通讯跌逾9%，漫步者跌逾7%，强势科技股杀跌严重。而在昨日强势科技股杀跌之时，也有部分科技股创下历史新高，如北京君正、圣邦股份、深南电路、韦尔股份等，同时兆易创

压力。测算结果显示，2020年A股资金净流入规模较2019年继续提高，或达5000亿元。2020年居民资金有望加速入市，助推市场上行。

太平洋证券表示，2020年新兴资本市场将受益于美、欧、日扩表，全球开启宽松潮。国内货币政策宽松，将利好银行、地产等指数权重板块修复估值，叠加成长5G产业链业绩加速增长，形成戴维斯双击，利好股指。

兴业证券表示，整体来看，2020年市场以中枢逐步震荡抬升为主，投资者应把握结构性机会。在这一过程中可能因为“滞涨”担忧、外部环境等预期变化对市场造成短期冲击，将给投资者提供买点机会。而在国家重视、居民配置、机构配置、全球配置等“四重奏”指引下，真正属于中国的权益时代有望正式开启。

新时代证券表示，2020年A股可能会出现2010年以来第一次戴维斯双击。

关注科技主线

近期科技股乍暖还寒，而拉长周期来看，今年以来科技板块表现不俗，电子行业累计上涨57.93%，计算机行业累计上涨40.81%，通信行业累计上涨11.48%，电子和计算机行业的涨幅位居行业板块前五。

从长期的投资主线来看，科技股也受到机构的推崇。

太平洋证券表示，2020年看好成长股，“泛5G”高景气度领域具备超额收益，产业政策和资本具有明显优势，流动性宽松有利于形成戴维斯双击。

中金公司表示，在未来3-6个月建议关注如下主线：第一，在高物价期间往往相对跑赢的食品饮料、医药以及部分服务行业，以及受益于偏高食品价格的农业及相关领域；第二，受益于5G及应用周期深化、中国科技企业产业链重构两条主线的科技相关行业；第三，在消费板块中相对落后、估值低、预期低、仓位低但未来有可能积极变化的行业，如家电、汽车等。另外绝对低估值、大市值的金融板块在物价走高的阶段可能也有相对收益，对上游原材料维持偏审慎看法。

招商证券表示，从科技周期和政策周期角度看，明年的市场风格可能将回归均衡或偏小盘风格，叠加新技术进步周期，并购有望重新活跃，TMT板块则有望表现较好。

兴业证券表示，看好大创新，尤其是硬科技。中期，5G建设和应用的时间窗口下的国产化替代浪潮，共同带动科技和创新类产业腾飞，大创新板块业绩有望持续释放。看好进口替代和5G相关的产业链的细分领域，包括产业链的网络基础（5G网络设备、网络部件、5G终端），产业链的核心硬件（半导体设备、锂电池设备、激光精密加工、机器人等），产业链的关键应用（云计算、自主可控、新能源车），产业链的技术开拓（军工）。

股票价格，任何时候都是价值、成长、题材、供求这4个要素的综合反应。个股如此，大盘其实也如此。一轮牛市，总是起于价值，兴于增长，热于题材，伴随供求。如果增长不强，题材不兴，供求不旺，再不合理的价值也会一直合理下去。