

财经对话

# 资金不愿进场 市场难见起色

主持人 王晶

## 汪涛: 通胀现高点 政策不松动

8月CPI同比增速从7月的6.5%回落至6.2%，我们认为，从同比数据来看，今年年内通胀高点已经在7月出现。8月猪肉价格环比增速仅为1.3%，较7月的7.7%和6月的11%明显回落，未来几月，猪肉价格仍将是CPI最主要的驱动力。9月因为有一些节日因素，另外有一些产品价格还在上涨中，所以我们判断9月CPI可能跟8月差不多。随着“猪周期”的进行，我们预计猪肉价格将在2011年末及2012年初下降，预计四季度CPI会出现明显回落，年底可能到百分之4点多。

通胀虽见顶，但我们认为短期来说政策不会松动，因为CPI仍然在6%的高位以上，未来有可能还会受自然灾害、国际大宗商品价格等因素的影响。同时，中国的经济活动，不管是工业生产、房地产建设还是出口都比较强劲，所以，从经济形势来说也不支持马上松动货币政策，我们认为可能到年底政府才会再做出决定。

近来外围市场动荡，A股饱受冲击。我们认为，欧债危机未来存在继续恶化的风险。欧债危机在过去几个月不断恶化，最终解决方案仍然没有出来，市场上对目前欧洲政府救一救停一停的做法已经不是特别信任，最后的解决方案可能是重组债务、注资银行，最主要的是欧元区各国要达成一个财政上的协议，即怎样从根本上解决目前的局势。

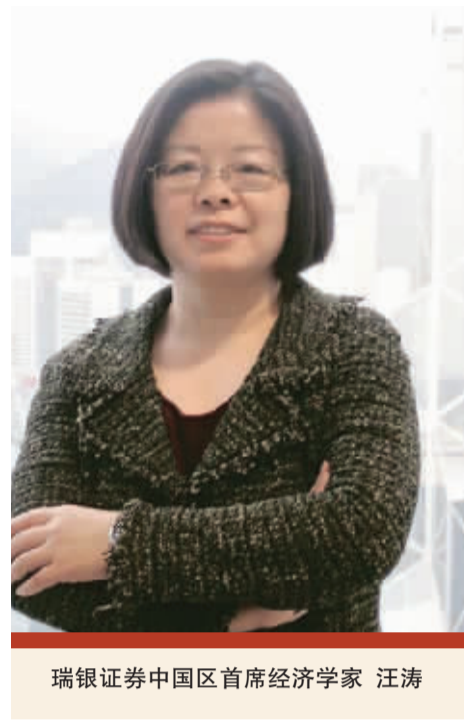
近日，外交部表示我国将会继续投资欧洲市场，我想这一方面是战略上的投资，另一方面，从投资的角度来说目前也是比较合适的机会。有外媒说中国可能会扩大购买欧债，我觉得寄希望于中国买更多的欧债来挽救欧债危机不太现实。

如果欧债危机继续恶化的话，对中国的出口打击可能会比较大，现在还没有反映出来。中国国内有比较强的内需，投资方面、重工业方面等也还是不错。目前来说，外围市场的风险对A股市场也是一个风险，只不过影响可能会稍微小一点。

## 王建强: 资金不愿进场 市场难言见底

虽然8月CPI涨幅回落，但并没有对A股产生明显提振作用，而外围市场又对A股造成冲击，不排除市场进一步下行的可能。即使股指近日

8月CPI虽有回落但仍高位，外围市场身陷债务危机泥潭，内忧外患下，A股能否hold住？弱市如何挖掘结构性机会？瑞银证券中国区首席经济学家汪涛认为，今年通胀高点已在7月出现，通胀虽见顶但货币政策并不会因此松动；融通基金深成指基金经理王建强认为，目前A股估值底已基本形成，政策底正在逐步形成过程中，而市场底还没有到来，中长期看，消费板块存在结构性机会；金元证券财富管理总部首席投资顾问厉磊认为，近期磷化工股虽逆势走强，但难以持续走出独立行情，也难以复制稀土板块曾经的辉煌。



瑞银证券中国区首席经济学家 汪涛



融通基金深成指基金经理 王建强



金元证券财富管理总部首席投资顾问 厉磊

再度跌至前期低点也并没有完全消化利空因素，宏观调控以及货币政策持续紧缩，对实体经济产生的影响还有待观察，预计在三季度末或四季度会出现一些具体表现。同时，从目前A股市场对资金的吸引力来看，我觉得并没有出现方向性变化，未来A股市场可能还会比较艰难。

我个人认为A股估值底已经基本形成，政策底正在逐步形成过程中，主要是包括存款准备金率扩大缴存范围的影响逐步在消化，预计9月底、10月这部分因素将会逐步被市场消化。而最难确认的是市场底。我认为，观察市场发生变化的最关键的因素是资金，如果市场能够吸引场外资金进场，那么市场底有可能到来，可是现在市场成交持续低迷，场外资金没有进场意愿，所以我认为，市场底还没有到来。

场外资金是否会进场，主要观察两个要素：一

是紧缩的货币政策是否发生转向，二是民间资本流向是否发生变化，比如银行理财产品以及民间借贷市场高利率产品对资金的吸引力是否减弱等。现在房地产调控范围进一步扩大，一些二、三线城市在房地产限购范围内，进一步效应会使一部分资金流向股市，但我认为，资金的挤出效应是一个长期的过程，股市的吸引力关键还是看整体估值水平和分红率。

近期市场成交持续低迷，地量是否意味着地价现在还很难下结论，但从资金吸引力的角度来看，如果没有新的不利因素叠加爆发的话，当前位置应该具有一定的支撑力，不排除短期反弹的可能。

今年以来市场走势疲弱，但结构性机会一直都有，比如上半年的水泥股，下半年的白酒股，另外，一些日常消费品以及纺织服装、磷化工股的表

现也不错。如果从挖掘结构性机会的角度来看，最近消费板块有所回调，我认为消费板块有些个股可以介入，中长期看会获得比较好的收益。

从机构资产配置的角度看，选择金融、地产这类资产作为组合的稳定核心是没有太大风险的，而像消费类的资产如通讯、家电、医药以及部分中小板、创业板的次新股则可以作为进攻性品种。从个人投资者的角度出发，在这个位置上选择个股可能不是一个很好的时机，配置一些金融资产权重比较高的指数化产品或主动性产品会是比较好的选择。

## 厉磊: 磷化工难成稀土第二

A股中的磷化工股自8月来备受资金关注，股价集体逆市走强，此番磷化工个股上涨的推动力

大行看市

## 人民币国际化需兼顾离岸与在岸市场



西班牙对外银行首席经济学家 艾西亚

本报记者 吴心韬 北京报道

西班牙对外银行首席经济学家艾西亚在接受中国证券报记者采访时表示，2008年延续至今的金融危机导致市场对主要国际货币信心受损，同时为人民币国际化创造良好契机。但是人民币国际化过程并非一路坦途，中国当局需要在兼顾资本流入的同时理顺人民币国际化进程，以及在更广泛地推进人民币国际化的同时，更加稳定地发展在岸人民币市场。

### 人民币国际化道路艰难

中国证券报记者：近期，人民币国际

化进程有加快迹象，您如何评价人民币国际化的时机选择与发展进程？

艾西亚：在我看来，至少有两个原因可以解释为何人民币国际化的进程提速。第一，主要国际货币的进世界发达经济体，在此次延续至今的全球金融危机中受到严重影响，这为人民币进一步国际化提供了良好的契机。

其次，更为重要的是，中国对于国际货币，尤其是美元，有着巨大且不断增长的敞口。中国自1998年以来保持着经常账户和资本账户的“双盈余”，积累了超过3万亿美元的外汇储备。尽管巨额的外汇储备和持有的海外资产，都可以成为应对金融危机时的安全储备，然而过多的储备也会带来严峻的挑战：持有外汇储备的成本很高，并且需要良好的管理以避免外汇储备遭受损失。

中国在实体经济和金融市场方面已具备一定条件，以推进人民币成为国际货币，或者至少在亚洲范围内成为重要的区域性货币，关键的问题在于人民币的国际化进程是否可以非常顺利地实施。我认为，在岸人民币市场需要与离岸

人民币市场一起共同发展。一个简单的方法是允许非中国居民在中国资本市场进行人民币贷款。这将是“熊猫债券”筹资方式的一种延伸，另外还包括外国公司在上交所进行IPO。

中国证券报记者：相比美元和欧元等货币的国际化历程，人民币国际化将面临哪些困难和挑战？

艾西亚：人民币在国际化进程中具有其独特性，像美元、英镑和日元等主要国际货币，其国际化最初都是由在岸市场发展起来，而不像人民币国际化那样倚靠离岸市场的发展。中国很困难和持有困难的道路，原因很简单：人民币仍属非自由兑换货币。但对对中国来说非常有利的一点是，可以在香港这样一个活跃和庞大的金融市场推动人民币的国际化。

人民币国际化的时机也是要考考虑的问题。为应对人民币升值预期所带来的资本流入，中国应采取相应措施鼓励更多的资本流出而非流入。事实上，在离岸人民币的使用上，80%的跨境人民币贸易结算来自货物的进口结算，出口结

算仅占20%，且更多为对中国的外商直接投资而非中国的对外直接投资。换言之，人民币国际化实际上鼓励更多的资本流入大于流出。

### 人民币国际化有利于新兴经济体

中国证券报记者：人民币国际化对亚太、欧美以及其他新兴经济体意味着什么？

艾西亚：只要能够进行资产多元化配置，那么世界其他国家都会发现人民币的崛起是一件令人鼓舞的事件。但是那些需要融资的国家，特别是欧洲和美国，人民币的崛起将给他们带来更多的竞争。

人民币国际化过程中获益最多的应该是新兴经济体，因为他们多数为净债权国，拥有较大的外债规模。我们认为，新兴经济体的外债很快会从美元资产和欧元资产中转移，转而购买人民币资产。

同样，人民币国际化将影响到欧洲，尤其是欧元。第一个可能将对欧洲产生较为积极的影响，欧洲将部分美元资产转移至人民币资产，进行多元化从而获得估值收益。第二种可能将对欧洲产生更加负面的影响。同样的多元化外币资产模式，从西方国家货币（不仅仅是美元）转移至人民币资产，可能会减少市场对于欧元资产的需求，尤其当欧元区经济最需要这样的需求之时。

一定是好事。相反，如果大众消费品能够在质量品牌之上增加生活方式乃至精神内涵方面的品牌意义，大众品牌可能在保持销量上行，由中峰走向肥尾而成为肥尾中的最大奇异的值时，单品价值还在上升，而且其无形的品牌壁垒还在提高，对企业而言无疑是件大好事。

国内酒类品牌中，茅台通过控量报价的方式逐年涨价，已经逐渐由大众品牌成长为酒中的奢侈品牌，其“国酒”的品牌价值也日益提升。相应地，在股票表现上也是一枝独秀，成为资金追捧的焦点。而在其他消费领域中，还缺乏这种由大众消费品中走出来的奢侈品牌，这也是由当前中国平均消费水平乃至消费意识，尚未达到相应标准所决定的。随着消费水平的提高，对消费品品牌除质量要求之外的其他内涵诉求的提高，大众消费品企业在竞争中当然也需要考虑其品牌经营的附加价值问题。如果能有大众品牌从行业竞争中脱颖而出成为奢侈品牌，无疑也将在A股市场中一骑绝尘。这将是挖掘A股品牌消费的一个重要方向。

券商点金指

## 雷曼兄弟三周年祭



国都证券研究所 许维鸿

整整三年前，美国第四大投资银行集团——雷曼兄弟 (Lehman Brothers Holdings Inc.) 正式申请破产，引发了全球范围内的金融海啸，很多悲观者甚至拿美国1930年的大萧条来比之。今天，当我们回顾过去这三年国际经济和全球金融市场，值得总结和唏嘘的实在太多。而且，这轮金融海啸的余音未止，愈演愈烈的欧洲主权债务问题，正是美国次贷危机的延续。

本轮金融危机所引发的经济萧条，是人类历史上第一次由于虚拟经济的泡沫带来的全球性的实体经济大滑坡。而2010年欧美股市的强劲反弹，却似乎和那些过分悲观的经济学家开了个大大的玩笑，各国政府、特别是新兴市场政府的财政刺激计划，迅速把全球产出拉回到增长的轨道。于是乎，今年初的股市充满了乐观的情绪，纽约股票交易所甚至请来芭蕾舞演员，庆祝金融危机的阴影散去。

而事实上，金融危机并没有完全过去，凯恩斯主义的功劳在于缓解危机的破坏力，但是却拉长了危机的周期。进入2011年，如果说日本由于地震引发核泄漏，对全球股市的影响是阶段性的，那么欧洲主权债务危机升级所带来的欧美股市的暴跌成为中长期趋势的拐点。欧元区的结构性缺陷，终于以美国次贷危机为导火索，成为资本市场的重磅炸弹！有趣的是，对美国次贷危机总爆发的三周年祭奠，确定南欧国家哀鸿遍野。

南欧国家的债券收益率，反映的是南欧各国财政健康程度，反映的是南欧企业居民收入水平。虽然欧元区作为整体，无论是经常性贸易，还是资本项目投资，都是一个平

衡健康的经济体，但是欧元区内部的差异化，一直是经济学界争论的焦点。差异化的经济引发了生产要素的流动，推动了不发达国家生产力的进步，提高了南欧国家的生活水平，这是欧元的功劳，也带来了不发达国家财政改革的压力。

从希腊政府出现债务重组风险开始，南欧国家的债务问题，并没有明确的根本解决思路，这也就是为什么时至今日，希腊等国家的融资成本依然居高不下，而且还牵涉到意大利。从经济学角度，解决南欧国家的经济问题，不能套用传统的凯恩斯主义扩大需求的路径，因为南欧国家的问题并不是总需求不足，而是总供给出现了问题，也就是投资不足、个人工作意愿下降。因此，单纯“输血式”的依靠德法等国的救助，是远远不够的，唯一的办法是政府在财政紧缩的同时，通过降低企业所得税、减少劳动福利以鼓励私人部门进行投资。

当然，这种标准的供给学派“经济药方”，是一服异常难服的苦口良药，需要有魄力、有能力、善沟通的一群执行者。在欧盟层面，南欧国家的问题牵涉到欧洲一体化的进程，需要树立坚定统一的信念——欧洲一体化过程中出现的问题，只有通过进一步的一体化行动才能解决。而在希腊等南欧国家，政府自身的改革需要承受的压力会更大，打破既得利益集团和不合理的劳动福利制度，需要高超的政治智慧。值得期待的是欧洲人民的“妥协精神”，毕竟这些国家经历了数百年的战争洗礼，经历了欧元带来的福利增加，应该懂得为子孙利益作必要的当代牺牲。

相比于雷曼兄弟破产引发的全球资产价格动荡，欧洲主权债务问题的影响小得多，对全球股市的影响更多的还是心理层面。如果非要找蝴蝶效应式的连锁反应，其传导机制无非外外贸和汇率，已经连续低迷的波罗的海航运指数、加速升值的人民币汇率，对个别行业的上市公司确实有实质影响，建议投资者参照2008年6月到2009年6月的行业分化走势，适度缩小投资即可。

广州证券有限责任公司  
GUANGZHOU SECURITIES CO., LTD.  
特 约 刊 登