

多空论剑

降息预期兑现 做多热情慢半拍

时隔三年半，央行首次降息，市场预期终得兑现。利好突然到来，市场却不为所动，是什么原因拖累大市？未来市场的做多热情还能否被激活？

□本报记者 周少杰

降息是买入机会

中国证券报：央行降息能否带来机会，本周五市场高开低走是否预示着投资者偏好采取利好兑现、落袋为安的策略？

崔军：降息虽然是重大利好，但市场不涨反跌，主要原因是投资者对银行利率市场化做出过度反应，周五市场，银行股的整体表现就充分体现了这一点。投资者银行利差缩小，进而影响银行业绩。

中国证券报：对于央行降息作何解读？

崔军：央行降息恰逢其时。市场对于此次降息作了错误解读，认为降息是为对冲5月恶化的经济数据而来。实际上，在欧美债务危机愈演愈烈的情况下，欧美国家新一轮的量化宽松的货币政策或将出台，不少新兴经济体已经或者开始启动降息举措，央行在这个时间节点上出台降息政策，正是对应全球宽松的货币环境。降息本身就是利好，市场下跌反倒是买入机会。

中国证券报：全球量化宽松对A股有何影响？

崔军：在全球量化宽松的背景下，全球资金必然要流向具有暴涨潜力的资产。从目前看，A股估值已经到了底部，整体估值甚至低于美国股市，因而，A股将会是受国际资本青睐的资产。未来，随着QFII额度进一步放开，国外资本进入中国股市，将进一步推升A股估值。

中国证券报：央行降息，外围股市转暖，A股为何不涨反跌？

康浩平：在弱市背景下，市场信心羸弱，对于任何信息都做出负面解读。例如此次降息，大家认为降息预示5月经济数

据并不好看。实际上，A股不涨的原因并不是经济基本面出现问题，而是投资者信心严重不足。

中国证券报：投资者信心不足，是否意味着A股未来仍然有下跌风险？

康浩平：总体上，市场风险不大。一方面，A股估值已经到了相对较低水平，“估值底”早已显现；另一方面，随着央行降息预期兑现，“政策底”也已出现。随着后续降息、降准等一系列宽松政策出台，投资者信心将逐渐恢复，市场将重新燃起做多的激情。

中国证券报：市场会不会出现类似2008年底的行情？

康浩平：后市操作需要观察政府所确定的经济增长目标。在“稳增长”的基调下，不排除政府通过经济刺激政策，促进经济需求。不过，政府未来再走大规模投资建设的老路可能性不大，更大的可能性是集中在对战略性新兴产业的扶持上。

中国证券报：哪些板块会面临机遇？

康浩平：在经济转型升级的背景下，高端服务业和新兴产业都将面临大发展的机会，金融租赁、消费、电力、智能终端产业等板块将有所表现。例如，小米手机近期销售火爆，对智能终端产业链上的各上市公司形成利好。未来，随着移动互联网发展，智能终端将有更大的业绩提升空间。

降息表征意义更大

中国证券报：央行宣布降息，这一事件对市场影响多大？

高开宇：调节基准利率是央行货币政策的工具之一，央行此次降息的表征意义大于实质意义，表明货币政策的松动。实际上，影响股市估值水平的市场利率早已有所下降，如同业拆借利率、民间借贷利率等，都出现不同程度下降，这些

都反映资金价格在不断下降。况且，降息预期已在一季度市场的上涨行情中提前体现，对于后市的实质性影响不大。

中国证券报：降息能给市场带来更多的资金，流动性改善会引起市场估值的变化吗？

高开宇：如前所述，市场利率的变化已经体现了流动性改善，但影响市场估值水平的其他因素并没有改变。一方面，宏观经济持续低迷，迟迟未见底部；另一方面，上市公司基本面没有改善，盈利下滑。在股价不变的情况下，每股收益下降，估值水平仍然偏高，对资金

吸引力不足。

中国证券报：贷款利率下调将降低企业融资成本，进而促使企业经营改善？

高开宇：降息行为并不能为市场提供更多有效的信贷资金。目前存在的问题是信贷结构性失衡。所有银行都是“嫌贫爱富”，银行更愿意将钱贷给大型企业，而亟须信贷资金的中小企业仍面临融资难题。央行降息释放的流动性真正到达亟须资金的企业仍有一个过程，并非立竿见影。另一方面，现在多数企业贷款并非直接用于经营、投资，企业短期融资是用于偿付前期贷款，改善财务状况，

谈股论金

长线客已到从容选股时

□晓旦

由于市场的视线聚焦在疲弱的经济数据和欧债危机引发的恐惧上，即使国际市场出现大幅反弹，甚至央行意外降息0.25个百分点，也没能改变A股市场走软的格局。

但对于投资企业的投资者来说，现在是个机会，可以比较从容地选择心仪的上市公司。

在实体经济增速进一步下滑的大背景下，一系列低于预期的经济数据抵消了投资者由政策利多所引发的投资冲动，这是可以理解的。人们往往想起几年前那次经济回落。同样的经济增速下滑，同样

的需求不足，同样的库存增加，对大多数上市公司来说，这种经济形势会吞噬它们的利润，也必然影响它们的市值。

不过，简单地将现在的形势与2008年的情况相比并不可行。现在经济下滑的速度相对缓和，就业状况没有出现明显恶化。一些经济数据，如官方公布的5月PMI为50.4%，虽然出现下滑，但仍保持在荣枯线之上。这种下滑仍在社会经济生活可承受范围之内。

面对实体经济疲软，政府推出的“稳增长”政策措施，旨在防止经济增速出现加速下滑，防止经济增速跌破调控底线。有人将此与2008

投资感悟

产业资本尝试抄底 助力反弹行情出现

□中秦

最近一直密切关注市场，6月仍可看多，所以不妨轻松些，聊点资本市场新现象。

本周四看财经新闻，南航获大股东注资停牌。其实，近期类似的大股东注资、整体上市的案例悄然增多，如太工天成、中国国航、广州药业、白云山、农产品、深深宝A、天威视讯、京能热电、*ST西轴……这些现象都显示近期大股东注资动作频繁，其中不乏大手笔的整体上市，这让我感到，似乎随着股价下跌，很多原本困难的事情变得简单，原本没有利润的事情变得有利可图。更深层的含义是，以国有资产为代表的产业资本开始接受资本市场的价值体系，认可了股票价值。

从大股东的注资行为来看，最终一定有利益推动，把相对优质的资产注入上市公司，最终换来的是股权。对应相对价值稳定的拟注入资产而言，股价是个非

常敏感的杠杆，低价格意味着获得更多的股票、股权，也就获得了更多控制力和未来利益。因此，目前市场相对低廉的股价让不少大股东有了资产注入的意愿和欲望，为日后的注入行为埋下伏笔。

从最近一系列的注资行为来看，国资背景的大股东居多，而且相对出手阔绰，有些直接就是用现金买股票。这一行为可以表明，以国资为首的产业资本开始认可部分公司股价，对目前市场的估值水准予以认可，这有利于引导更多的产业资本谋划买入相对低价的股票或者进行较大规模的资本运作。或许在未来一段时期内，民营资本也会加入到这个行列中来。

重组新规的不断推出，让借壳类重组显得异常困难，资本游戏基本走到尽头。在退市制度震慑下，不少大股东似乎乘着目前重组新规还未完善，突击对旗下垃圾公司重组或者注资，以防真的进入退市程序，那损失就大了。而国有体系下的垃圾公司更有拯

救的话说就是拆东墙补西墙。

中国证券报：你认为真正有效刺激经济的政策是什么？

高开宇：正如多数经济学家所论述，政府应该发挥财政政策的作用，不仅仅是给予创新型企业财政补贴——这种措施并不能提供真正需求，反而可能造成部分行业出现产能过剩。更应该使用税收手段调节供需关系。通过给企业减税、给个人减税，降低企业成本、减轻个人税负，从而刺激企业生产积极性和个人消费冲动，促使社会总供需的平衡。

投资非常道

今年A股或创历史最小波幅

□金学伟

2012年的股市也许是20多年来走得最为飘忽、也是波幅最小的一年。自1月6日2132点低点来，上证综指已3次冲过2430点这一自2008年1664点以来所形成的多空均衡点，但3次均无功而返；随后又3次回到2300点以下。将近半年时间，大盘创下波幅仅为16%，仅为此前波幅最小的1998年的一半。

这种上去以后下来，下来以后又上去，两头都无法突破的走势，原因有如下几点。

一是市场规模。2009年以来，沪深股市一直有一个规律：每当两市流通市值超过20万亿元后就会形成阶段性顶部；每当流通市值跌到17万亿元后就会形成阶段性底部。其绝大多数时间内都在18万亿元上下波动，以目前市场规模来说，与此相对应的就是上证综指2330点到2340点之间。

二是股市的资金存量与增量。近两年来，沪深股市的资金存量始终保持在约1万亿元的水平，虽然外围还源源不断地有资金流入，但流入的资金量很快就被新增上市公司和解禁市值吃掉，使市场的资金存量相对流通市值的比例始终小于6%。而从过去两年情况看，大盘维持强势盘整的条件是资金与流通市值比达到6.5%左右，出现趋势性行情的比例应该达到8%。由于规模已今非昔比，过去只要有上千亿元甚至数百亿元资金流入股市就能掀起大波澜的时代已一去不复返。

三是全球经济与金融形势影响。估值、供求、预期是决定股市走势的三大要素。在供求相对不足情况下，良好的预期是股市上涨的必要条件。只有形成利好预期，形成多空携手，一致看涨局面，行情才能顺利展开。而欧债危机以及全球经济下滑严重影响了沪深投资者对后市的预期。

如果说，以上三个因素是大盘难以有效突破2400点的主要因素，那么，下列三个因素则是大盘难以出现大幅下跌，尤其是跌破2132点的决定性因素。

首先是估值。目前，沪市A股平均市盈率为11倍，深市为31倍，两者加权平均不到16倍。虽说中石油、中石化受国际油价下跌以及美国乙烯成本大幅下降影响，会有一定程度下降，银行股的利润增幅预计也会有较大幅度下降，但是从股价与长期平均盈利水平比较角度看，即便有所下降，这一估值水平也是站得住脚的。因为从投资角度说，当经济不景气时，股票理应有更高的市盈率，当经济处于景气周期时，我们反而应给股票更低的市盈率。中国经济的基本面好于欧美股市的表现却比欧美股市差得多，其中的原因之一就是股票的估值，欧美投资人更看重股价与长期盈利水平的比较，而A股投资人则更看重当前。

其次是市场成本。对市场平均成本最简单的揭示就是移动平均线，以笔者常用的均线系统来说，目前上证综指45天线在2366点，90天线在2369点，180天线在2366点，2300天线在2359点。也就是说，2365点是市场中长期平均成本所在。20年来，我们从来没见过从中期到超长期平均成本如此高度地集中、高度地黏合。这一状况决定了大盘上行会受到平均成本牵引回拉，下跌也会受到平均成本牵引而回升。当平均成本高度一致时，股价自然就会缺乏弹性。根据笔者对中外股市的研究，当平均成本处于这种状态时，股市不会出现大幅下跌，因为一旦下跌，就是一轮大波段，其级别至少会和3186点到2132点相等。如果这不可能，那么跌破2132点也不可能。

其三是年均值测算。用年均值来把握大市的波动轮廓，要胜过其他工具。我们不妨做这样的技术测算：2005年上证综指年均值是1162点，2007年涨到4642点，随后大盘回调。虽然2008年最低曾到达1664点，但年均值并未调整到位，因此，其后三年继续调整。到去年为止，上证综指年均值已下跌到2466点，等于上涨点数的0.625倍，可说已基本到位，如果2012年的均值还会继续下跌，那就是2322点，它既是1162到4642点的三分之二回调位，也是4642点的二分之一位。

在上述两方面因素制约下，2012年股市从最悲观角度说只有一种可能：围绕2320点上下折腾，创下有史以来上证综指的最小波幅。

作者系上海金耕信息运营总监

□本报实习记者 常仙鹤

本周，经过连续下跌调整，上证综指失守2300点关口，市场信心受到打击。不过，期间受房地产调控放松消息以及端午效应影响，房地产、电力煤气、农林牧渔等板块走强。广东乾阳投资管理有限公司董事长何辉认为，6月市场仍将维持震荡下行态势。但鉴于目前A股估值已处于历史低位，加上降息带来的流动性改善，市场或将在三季度迎来拐点，因此当前宜提前布局低估值成长股。

中国证券报：央行降息会不会带来变化，怎样看6月市场走势？

何辉：市场短期可能还会继续向下调整，利空的现实可能会暂时击败政策的预期而取得行情的主导权。一方面国内经济数据欠佳，另一方面从外围市场来看，6月上半月，欧债危机形势仍将继续恶化。虽然央行提前降息，但在预期之中，震荡的格局可能不会马上改变。

中国证券报：你对即将公布的5月经济数据有何预期？会对后市产生什么影响？

何辉：当前受美元汇率上升影响，国际大宗商品价格大幅下挫，同时国内需求持续疲软，通胀风险进一步降低，5月CPI有可能降到3.1%左右。而CPI的再度下行可能就意味着股市上行时刻的来临，历史上4次经济下行周期中，有3次在下行末期出现股市上行。具体来看，除2002年通胀回落周期股市持续下跌外，1996年、2005年和2008年均CPI底部出现市场反弹，可见，通胀下行末期股市往往可能取得正收益。通胀风险的降低也将继续带来政策的实质性宽松，对股市是利好。

中国证券报：也就是说市场可能会迎来拐点？

何辉：是的。从国家信息中心的数据来看，虽然综合反映宏观经济运行情况的指数仍在下滑，但反映未来经济变化的先行指数从2011年12月以来已连续小幅反弹。在先行指数的构成指标中，除固定资产投资本年施工项目计划总投资增速略有回落外，其余5项指标均保持小幅回升态势。随着政府相关政策的逐步实施，先行指数回升势头将强化。结合宏观政策面的改善，先行指数在去年11月已形成转折，一致合成指数的拐点将在三季度出现，即经济或于三季度见底，因此我们对中长期走势持谨慎乐观的判断。

中国证券报：如果经济出现拐点，股市好转，哪些板块和品种值得关注？

何辉：投资和出口已然放缓，消费升级将成为政府拉动经济的增长点，消费行业的政策红利会不断释放。因此，大消费板块



何辉,广东乾阳投资管理有限公司董事长。



崔军,陕西创赢投资理财公司董事长。在全球量化宽松的背景下，央行降息恰逢其时。投资者没有必要对浮动利率作出过度反应。降息就是买入机会，越跌越要买。



高开宇,武当资产管理有限公司投资总监。央行此次降息表明货币政策松动，但降息预期提前体现在一季度市场涨幅中，对后市影响不大。政府应该发挥财政刺激作用，通过降税刺激有效需求。