

# 经济复苏乏力 弱市机会看两端

端午节后市场出现大幅波动，沪综指跌破年线，大盘蓝筹股表现低迷。经济增长前景如何？流动性紧缩风险会否持续？大跌之后是否迎来抄底良机？风格偏好是否重回小盘成长股？本期财经圆桌邀请长江证券首席策略分析师邓二勇、国泰君安宏观研究员汪进和东方证券销售交易总部产品设计主管魏颖捷三位嘉宾，就此展开讨论。

## 经济回升力度继续减弱

记者：5月份经济数据整体偏弱，如何看待经济复苏前景？是否出现新的风险？

汪进：5月工业增速环比回落，反映经济增长低于预期；发电增速回落远快于工业，表明能源消耗下降，经济结构转型并拖累经济增长，但下游的稳定也使得我们对经济增长不用过分悲观。考虑到目前投资、消费、出口依然稳定，在低通胀背景下货币政策不会紧缩，预计经济增速平稳，但回升力度减弱。5月CPI显著低于市场预期，目前食品价格持续上涨的因素并不存在，而非食品价格更无涨价压力。我们预测全年CPI为2.8%，今年三季度以前将维持在3%以下。目前通胀持续维持低位，并不会给政策调控带来压力。PPI走弱受中上游产能过剩拖累，与短期需求变化关系不大，中上游走势仍将持续弱于下游。在调控背景下，我们认为短期内推出保增长政策的概率较低，基于此下调PPI年均值至-1.1%。

魏颖捷：5月经济数据给人的总体印象是“经济反复、通胀温和”。从固定资产投资、工业增加值以及消费数据来看，经济复苏后劲不足，但仍处于可控范围。5月PMI环比略有好转，更多是由于1-5月社会融资总规模大幅扩张的滞后效应。PPI数据反季节下跌，跌幅创2011年来5月最大跌幅，显示以工业为代表的传统行业仍严重的产能过剩。

在5月经济数据公布的当天，管理层重申此前定调的经济改革事项，再一次明确了政策信号，即在经济数据低于市场预期背景下，改革仍是首要任务。因此，在未来几个月，宏观环境将在经济反复、政策偏中性、微观经济低景气中煎熬，经济数据很难有大的起色，政策层面也不会有大刀阔

斧的干预措施，更多是依靠结构化的改革、微观经济的自我调整来消化大周期的波动。

## 流动性或好于预期

记者：进入6月，流动性预期趋向谨慎，紧缩压力有多大？会否持续？

魏颖捷：二季度以来，对于流动性紧缩的预期是导致市场疲弱的根源之一，但从实际情况来看，流动性或许要比预期的要好很多。5月新增信贷回落至6674亿元，但1-5月社会融资规模已达9.11万亿元，比去年同期多出3.12万亿元，流动性并未实质收紧，更多只是对银行表内部分的收紧，这种收紧幅度相比融资总规模很有限。在金融多元化的背景下，影子银行等非银行金融体系的造血功能依然旺盛。在社会融资总规模大跃进的同时，经济数据依然低迷，超额流动性流入实体经济不明显，不排除流向债务平台的可能。再结合审计署公布的地方政府融资余额数据，未来半年都是地方政府的偿债高峰期，偿债周期中收紧流动性会加大系统性风险，因此流动性紧缩的压力或有限。与其说流动性收紧预期会对经济和股市带来压力，不如说偿债周期的不确定性会增加市场对于经济和股市的负面预期。

汪进：我们认为，短期流动性危机未必持续。外汇资金流入放缓、季末货币需求上升均使得短期货币市场资金紧张，仅为短期流动性危机，但央票发行利率稳定显示央行不会引导利率上行。低通胀背景下，央行不会加剧当前流动性短缺状态。季末资金需求结束后，货币市场利率或仍将下行，长债发行利率下行也显示融资成本并未提高。随着货币增速与经济的关系脱离，观察货币政策方向的工具由数量转向利率；未来央行将认可货币增速小

幅回落，而利率决定的融资成本走势才决定货币政策方向。此外，政策也从防通胀、防资金过度流入转向防通缩、防资金流出。

邓二勇：本身银行间流动性就存在季节性，每年年中、年末资金利率就容易大幅波动，大家近期对于流动性的担忧，主要是政府加强了对虚假贸易的监管。由于经济将不断向下，因此我们预计未来银行间整体的利率中枢将向下，从这点上看，流动性应该较为宽松。这种流动性宽松的原因是经济去杠杆不断深化背景下，企业部门对于资金需求的不足。宏观经济不佳的背景下，市场的风险偏好将增加，资金也难以流入股市，股市难有好的表现。

## 投资机会抓两端

记者：如何看待A股未来走势？当前是否是抄底时机？

魏颖捷：本轮市场调整的最根本原因是预期与现实的错配，主要由创业板高速增长预期与微观经济实际运行数据的错配、市场对于政策的预期与实际政策信号的错配。创业板等小盘股是今年A股的人气指标，但从实际运行数据来看，至少现阶段所谓的成长股并未体现出与市盈率相符的成长性，离“中国梦”更是相去甚远。纵然未来小盘股中会跑出伟大的公司，但三季度小盘股经历了数据的证伪后，将进入价值回归周期，即中期调整。而主板市场估值低，系统性风险有限，对于传统行业的悲观预期都基本兑现，即使短期内这些行业看不到起色，但进一步下跌的动能有限，更可能进入到一个再次筑底的过程，关键词是“熬”。伴随着传统行业的去库存和淘汰落后产能，低估值的公司在三季度应该是个不错的抄底时机。

邓二勇：本轮调整最本质的原因还是经济基本面持续低迷。



长江证券首席策略分析师 邓二勇

东方证券销售交易总部产品设计主管 魏颖捷

国泰君安宏观研究员 汪进

主持人：本报记者 李波

我们一直认为自去年三季度中国经济的弱复苏是衰退过程的中继，5月的数据进一步印证了这种观点。企业盈利预计在未来还将持续向下，流动性也出现了紧缩的迹象，加快了股市的调整，同时IPO重启也增加了投资者的担忧。在宏观经济明确复苏前，A股整体机会不大。我们判断本轮上证指数将挑战前期低点，未来A股的投资机会将是结构性的，我们明确看好优质的成长股。日韩等国在转型期的经验也证明了优质成长股能够穿越转型，持续增长。

记者：未来可能的投资机会存在哪些板块和品种？

魏颖捷：未来可能的投资机会主要在两类，一类是传统周期行业，基本处于景气底部，落后产能淘汰对于此类上市公司是利

好，加之本身股价和估值都处于历史低位，符合巴菲特“烟蒂股”的投资逻辑。这两年草甘膦、电池等传统行业就是此类投资逻辑的代表。另一类则是消费股，在当前经济周期，唯一可以抵御周期型波动的机会，若三季度市场出现调整，此类品种不仅抗跌，而且自身修复能力较强，具体到细分行业，一些医疗服务业和具有独家品种的医药股可以重点留意。低估值蓝筹股在四季度应该有机会，一是利空已经充分解读，无论从空间上还是时间上，基本都已经反映到股价上，而且在新一轮经济谷底背后，率先起来的往往都是那些具有规模和垄断效应的大型国企，而非成长企业。从这个逻辑判断，低估值蓝筹股价的表现会先于业绩底和经济底。若我们

判断年底和明年经济会有所起色，下半年低估值蓝筹就可能提前启动。而且调结构伴随的是传统行业的产能淘汰和进一步集中，对于蓝筹股是利好。

邓二勇：从行业配置的视角来看，我们遵循两条思路。首先是低估值的板块，包括地产、汽车和金融行业。这些板块的估值较低，盈利增长稳定，部分金融股的票息率超过了3年存款利率。在中国经济不硬着陆的情况下，这些板块具备防御的价值。另一条思路就是追逐优质的成长股。“中国梦”追逐的更多是高品质的生活，我们在这个思路下推荐“新五朵金花”：医药、环保、新传媒、电子和大众消费。这些行业都是受益于经济转型，容易走出伟大企业的行业。

## 保资瞭望台

# 新股新玩法

□海康人寿投资总监 刘思恩

端午长假，好多机构估计都在加班研究新股发行制度改革的征求意见稿。有经验的股民都知道，新股一级市场绝对是个不可错过的盈利渠道。

新股停发一段时间之后又恢复发行，在刚开始的一段时间里，打新股更加是大概率稳赚不赔。2009年那次恢复发行就令人记忆犹新，当时最大的政策利好是每股票账户只许申购1000股，这种模式对超大机构最不利，对一千万到一、两亿资金规模的中小型机构和个人大户最有利，而对迷你小散户，虽说不是特别利好，但也不失公平，至少提供了一个比买彩票更有盼头的投资机会。很可惜，我个人很喜欢的这个规则，很快就被“革”掉了。

每次的新股发行变化，背后都有一定的价值观基础。而新制度本身是对是错，是进步还是倒退，其实都是无谓的争论。我个人有几个基本的判断和观点：一、新股的发行价和二级市场定位，应该完全市场化；二、新股发行中既不能刻意保护机构也不能刻意保护小散户；三、新股上市套牢二级市场首日买入者、套牢一级认购者甚至完全发行失败，都不是坏事，甚至是好事……

有利益偏向的政策，必然不可能不让任何一方诟病。比如新规则中要求，发行两年内减持价格不得低于发行价。其实新股发行价格高，只是对每股资本公积有直接好处，对上市公司有直接利益，但对急于套现的老股东没有直接好处。老股东随行就市地减持股份，这本来就是老股东的权益，不能说损害其他人的利益。至于一级市场定价畸高，这显然不是上市公司单方面的责任，承销商、询价中抬轿子的机构、二级市场的接盘和炒作者，都是利益圈的一环，都有责任。新发行规则看似压低了发行价，但只能说是用一种非市场化的、僵硬的手

段干预发行价格，对上市公司自己 and 那些不想减持的老股东是一种损害。比如，某公司想上市，合理IPO定价是20元，但公司的某大股东因个人原因必须在上市后两年内兑现一部分股权，他就要设法刻意把发行价压到15元或更低以确保他能卖股票。何况，新股上市可能一下子就跳到20元或更高，想减持的老股东照样按他满意的价格减持，但大多数的二级市场投资者并没赚到钱。整个流程中，得到“制度红利”的只是一小部分一级市场中中签或配售到新股的投资者。

另外，新制度为何强调配售时公募基金和社保优先？优先照顾社保基金这没问题，但公募基金为何优先于封闭基金、分级基金，以及其他众多的机构投资者呢？如果认为公募基金的投资能力高于其他机构投资者，这显然有违公平原则。纵观近二十多年的新股发行历史，其间看似有各种形式的保护新股认购者的制度，但这些制度说到底最终还是要确保新股发行成功。要确保绝大多数新股发行成功，这个逻辑本身就是值得商榷的。笔者以为，从市场化角度来说，不妨纵容新股发行价畸高，漠视新股套牢大批二级市场投资者，彻底打破“新股每次上市必有溢价”的观念，把新股上市首日二级市场惨烈的风险转移到一级市场，让发行者、承销商和认购者都彻底参与到纯市场化的博弈中，让其对自己的行为负责。

但是证券市场的制度，不可能只考虑市场本身的利益和价值判断。确保大多数的公司发行成功，这件事本身也许有超出证券市场之外的意义。另外，不管作为机构投资者经理还是个人投资者，我们不必理想主义地希望政策制定者和我们的理念和价值观是一致的，甚至有时有明显缺陷的游戏规则，不也是我们赚钱的重要来源吗？

## 中证之声

# 地产板块料承压

□本报记者 张泰欣

6月13日市场大跌，其中地产板块跌幅达4.13%，成为下跌的主力。地方债传闻、房产税的出台、地产投资增长乏力等成为近期主导地产板块的主要干扰因素。虽然从地产公司的经营业绩看，目前并无压力，但如果政府从更为长远可持续的角度出台相应的调控政策，那么地产板块还将承担较大压力，地产市场调整可能就此进一步拉开。

分析人士认为，目前是进行地产调控的良好时机，如果能够在财税、制度方面有所作为，对于中国地产市场的健康发展将起到重要功效。

5月房地产行业运行数据各项指标同比增速均比4月回落：前五月全国房地产开发投资累计同比名义增长20.6%，增速比1-4月份回落0.5个百分点，单月投资同比增速环比4月的增速回落3.8个百分点；前五月房地产开发企业房屋累计施工面积同比增长16.0%，增速比1-4月份回落1.2个百分点，单月施工面积同比增长环比4月的增速回落15个百分点；前五月房屋累计新开工面积增长1.0%，增速比1-4月份回落0.9个百分点，单月新开工面积同比增速环比4月的增速回落16个百分点。从这些数据可以看出，地产投资的拐点在5月已经形成，未来地产投资如果没有出台利好措施还将保持缓慢下滑的态势。

形成这一结论的依据有如下几个：

一是经济内生的发展规律所致。在经历了多年投资驱动的地产发展模式后，投资超速的增长需要一个回调。反观近

十年来地产投资增速，平均水平为25%，而目前的下滑正是对前期投资增速过度的一个后续反应。在前几年透支化的地产投资增长之后，内在的规律使地产投资增长有一个缓慢的调整。

二是目前各地投资模式的不可持续性。从目前审计署公布的地方融资平台规模和风险数据中可以看出，地方政府的投资动能在衰减，虽然目前积累的风险可控，但是在经济持续下滑的态势下，如果出现局部违约现象，则会引发系统性风险，对于融资平台中的地产项目而言，在前期建设基本到位的情况下，后续的资金安排将决定着项目的成败，如果还是继续原有的投资模式，则其对投资人的预期回报可能难以超出预期。

第三，可以看到，目前多数类型的城市房价依然在高位，而消费群体和意愿的麻木已经持续较长时间，高房价的代价必定会引发更多的危机，因此，当前暂时的房价缓和也使得未来投资的意愿有所下降。

在地产投资继续保持下滑的态势判断下，调控政策可能会如期而出，其中包括在几个月以来房地产市场的实际表现便是对政府喊话调控的最好回应。只有进一步加强市场化的



新华社图片

机制改革，在制度方面有所创新和变革，才能更好地解决房地产市场的问题，如果只是简单地重复过去的手段，地产市场的顽疾只会越来越大。

要解决地产市场的发展难题，首先要明确调控的目标，是为了打击富裕群体、限制投资，还是为了更好地改善民生，满足中低收入者的需求。在目标明确后，才能更好地制定相应的调控措施，政府会采取较为谨慎的态度，并且会采取逐步试点的方式。

可以看到，市场已不会接受过去那种喊话式的调控，今年以来房地产市场的实际表现便是对政府喊话调控的最好回应。只有进一步加强市场化的

反馈，才能更有针对性地制定好政策。可以看出，目前出台的措施更多的是控需求，而在有效供给方面无所作为，房地产的供应不是简单的供地计划就能解决的，如何有针对性的供给而不被寻租，需要各方努力。

第三，房地产市场改革需要进一步升级，在1998年实施市场化改革后，目前中国的房地产市场发展已经十多个年头，自2008年次贷危机以来，房地产市场的发展更是结合了新的内涵，如果只是坐享1998年改革红利，而未在住房制度、土地制度上有所突破的话，改革将裹足不前，只有大胆尝试，小心推广，才能更好的验证政策的成效。

## 券商点金指

# 日本之忧



□许维鸿

半个月前，我在微博中发表了对日本所谓“超宽松货币政策”的隐忧，质疑“安倍经济学”。而现实中，过去一个月来日本股市的巨大波动，从一个侧面反映了国际投资者在两种逻辑间的抉择。安倍的所谓货币超宽松经济学，将日经225指数从4月初的12000点整数关口，刺激到5月22日的15627点高位，一个半月涨幅高达30%。但是，从5月23日日经225指数暴跌至今，短短20个交易日，就把这30%的涨幅基本蚀光。如此看来，是不是国际投资者信心尽失了呢？

安倍晋三所谓的经济学，无疑是一场赌博，安倍是拿日本的经济稳定作为筹码在赌博。要知道，安倍接手管理的日本，是经济发达国家，是全球居民收入最高的国家之一。日本企业、日本产品在世界市场上有相当正面的品牌和竞争力，日本居民的生活水平也让世界各国羡慕。

但是，由于国内经济开放程度低，过去三十年，日本未能很好地利用全球化趋势，加之资产泡沫破裂带来的通缩后遗症，日本经济在二十一世纪不像欧美等国那样有活力。经济缺乏活力，政治家自然难以稳定连任，一定程度上倒逼安倍走出“超级宽松货币”的“险棋”。那么，日本的货币超宽松为什么不像美国或者欧洲那样奏效呢？其给日本经济带来的不稳定体现在哪里呢？

我认为，日本经济之所以没有融入全球化大潮，跟货币政策的关系是不大的。换言之，就算日元再超发，也难以改变日本企业本土投资不足的顽疾，本土生产成本高企，PPI跟日元利率的关系不大；另一方面，老龄化的日本社会，消费升级早已完成，稳定的甚至是萎缩的国内消费市场，使得消费信贷潜力有限，CPI也跟日元利率关系不大。

当然，超宽松货币政策使得日元贬值、使得日本变得“相对便宜”，理论上还是可以加速国际投资流入；日元贬值使得进口产品变贵，通货膨胀预期增加，从理论上也可以提升消费——当然仅仅是理论上，因为高度封闭的日本消费和物流体系，消费对于通胀预期的粘性，远远高于政客的预期。毕竟，货币宽松和汇率干预，不是安倍晋三的发明，历任日本政客早已多次应用，其经济学上的边际效应极低，日本实体经济早已对此“审美疲劳”。

日元在全球外汇储备中的比重逐年降低，正是拜超级宽松货币政策所赐。据国际货币基金组织（IMF）统计，在1999年初，全球外汇储备中日元资产比重超过6%，而到了2007年底、美国次贷危机前，只剩下不足3%，日元离国际主要货币的目标越来越远。好在由于2008年美国金融体系崩溃，全球对美元的信心降低——截至去年底，日元在全球外汇储备的比例又稍微回升至4%。但是可以预料，这种回升态势，会随着安倍晋三的超级宽松货币政策赌博而停止，日元在全球的金融地位甚至还会下滑。

更为急迫的是，日本通货膨胀预期增强，所带来的国债收益率上升，使得持有日本国债的国际投资者账面损失巨大。据法国外贸银行首席经济学家Patrick Artus判断，全球投资者持有的日元债券共计38.2万亿美元，是2002年13.8万亿美元的近三倍。安倍经济学带来的平均2%的预期收益率上升，将给整个国际资本市场带来巨大的账面计提，甚至意味着日元债券的危机。

当然，中国股市的暴跌和日本的赌博关系不大，主要是自身经济体内坏账的临界点，引发市场资金惶恐和短期融资成本上升。如果非要找国际市场的原由，那么泰国、印度等南亚、东南亚国家的资本外逃，更应该引起中国投资者的注意。