

财经圆桌

# 上涨逻辑仍在 国企改革具配置价值

站在2240点附近，市场能否延续上涨之势？当前经济的不确定因素是否在减弱？本周财经圆桌邀请瑞银证券中国首席经济学家汪涛、国泰君安证券策略分析师乔永远和东北证券研究咨询分公司策略研究经理沈正阳三位嘉宾，共同展开讨论。

## 市场上涨逻辑仍在

**中国证券报：**市场上涨态势能否延续？

**乔永远：**我们认为支持A股估值改善三大逻辑并未改变。一是限购放开下地产基本面的改善。二是资金环境的有效改善（无风险利率中枢进一步下移）。三是博弈空间明显较年初放大。牛市不仅是在延续，而且牛势逼人。热点切换带来市场预期的波动时间可能将非常短暂。我们重申对“上证综指目标位在2400点”的判断，认为三季度是股市难得的“蜜月期”。在未来1-3个月内经济平稳运行、改革稳步推进的情形下，贴现率将维持下降趋势，A股估值进入新一轮扩张区间。

**沈正阳：**从近期市场以及经济等方面数据来看，市场继续大幅回升的逻辑有所弱化但还没有逆转。目前一系列数据，使得该系列逻辑在短期内出现弱化。

首先，7月信贷数据以及产出数据疲弱，出口数据也未能带动国内产出的改善，而汇丰PMI超预期回落，进一步弱化经济回暖预期，投资时钟又阶段性地向“类衰退”摇摆，这种“类复苏”“类衰退”之间的摆动将是经济新常态(GDP7% -8%)下的常态。

其次，近期香港金管局并未再投放货币，而安硕A50和南方A50两大ETF申购趋缓，对权重板块的拉动作用边际弱化；同时，美元指数强势上行、美国10年期国债利率的强势上涨，使外资拉抬A股的逻辑也出现弱化。最后，国企改革乃至土地改革，这是一个大逻辑，不可否认，将是未来新常态格局下潜在大牛市的逻辑所在，而非以往信贷投放——经济回升的老逻辑。但是这一改革逻辑是有预期和时效联动的，两者之间存在时差，且市场也会随着

**乔永远：**我们认为7月经济和信贷数据进一步强化中长期做多A股的逻辑。7月数据的指向意义有待进一步观察，但低信贷数

## 锚定效应影响投资

**□大摩华鑫基金公司**

2002年诺贝尔经济学奖得主卡纳曼曾经做过这样一个实验：他们设计了一个只会出现10和65两个数字的轮盘，每转一次轮盘，便请参与者回答问题：“联合国中，非洲会员国的数量占所有会员国的数量的比例最有可能是多少？”按理说，轮盘的数值不会对答案有什么影响。但实验结果却惊人的发现，轮盘转到10时，答题者的平均答案是25%，转到65时，平均答案是45%。也就是说，一个与问题毫不相关的数值居然影响了被测试者的答案。

上述实验描述的就是锚定现象(Anchoring effect)，它被卡纳曼记录并发表在当年的《科学》期刊上，这也是他最重要的学术文献之一。锚定现象的含义是：人的决策会受到毫不相干的所谓第一印象或第一信息影响，就像沉入海底的锚，把人们的思想固定在某处，并产生认识上的偏差。

锚定效应普遍存在于我们的生活中。商场中顾客与店家的讨价还价，店家一开始就报出很高的价格，一定会或多或少的影响顾客的心理预期，使得最终成交价偏高。而一些聪明的顾客也会最初砍价砍得很低，反过来影响店家，最终降低成交价格。

在证券市场，锚定效应无时无刻不在影响着我们的投资决策。这其中的“锚”，就是证券当前的市场价格。换句话说，证券市场存在“价格粘性”，当我们无法判断新信息对证券价格的真实影响时，一个最好的方法就是去参考它现有的市场价格，并在此基础上加上一定的比例。

更具体一点，假如上市公

司中报披露的真实营收总量和利润增长已经达到了2800点水平时，我们的反应总会是慢一拍，因为我们习惯于站在现有的指数点位2200点上，去估计大盘的涨幅，是2300,2400，还是2500？这种行为模式的普遍性，决定了2200点这个实际存在的锚，一定在或多或少“拖累”着指数迅速上涨到合理点位。投资者总记得最近的指数点，而忘记了四年前的3000点，忘记了在那个时候，上市公司的盈利情况和盈利预期可能大大低于当前水平。除非分析师不厌其烦地撰写分析文章，提高“3000点”甚至更高点位在大众媒体上出现的频率，潜移默化地挪动投资者心中的锚，反过来影响市场的真正价格水平。说得通俗一点，“喊3000点的人多了，指数的点位自然就上去了。”

锚定效应的另一个推论是，当有真正的利好消息到来时，股票价格总是“犹豫不决”地慢慢才涨到位。这使得很多做“事件驱动”的策略得以形成。

我曾经问过一些在海外市场做“事件驱动”的朋友：“利好消息公告后资金才进场，那时还有机会吗？难道股票价格不会在恢复开盘后就一步涨到位？”答案是，在海外市场，基于事件的投资机会很多，虽然也有一些案例会发生亏损，但大概率上仍有正收益。

最后需要强调的是，锚定效应是一种基于广泛人群共同行为特征的统计现象，事件驱动策略的合理性也只能存在于大样本中。为了实现这一概率上的胜利，我们一定要分散投资，扩大事件样本的容量。这也是几乎所有量化投资策略所必须坚持的方法。

**中证之声**

## 房地产中期业绩滑坡

**□本报记者 于萍**

楼市低迷对房企业绩的影响在中报里开始显现。目前披露中报的74家A股上市房企上半年业绩同比下降36.2%，12家披露三季度预告的公司中也仅有5家预增或扭亏。尽管有越来越多的城市开始放松限购，短期内刺激了部分城市的成交，但楼市整体偏弱局面并未得到真正改变，三季度房企仍然通过以价换量方式加快项目周转和回款。

**中报业绩下滑**

作为国民经济的重要产业，我国房地产经历了快速发展，上市房企整体业绩曾保持两位数的增速。但是自今年始，上市房企的业绩增长步伐明显放慢，中报甚至出现下滑。同花顺FinD数据显示，截至8月22日，两市共有74家上市房企披露中报。这些房企上半年共实现营业收入1771亿元，同比增长11.32%；实现归属于母公司股东的净利润190.67亿元，同比下降36.2%。而2013年同期，上市房企的业绩同比增幅曾达308%。

锚定效应的另一个推论是，当有真正的利好消息到来时，股票价格总是“犹豫不决”地慢慢才涨到位。这使得很多做“事件驱动”的策略得以形成。

楼市低迷对房企业绩的影响在中报里开始显现。目前披露中报的74家A股上市房企上半年业绩同比下降36.2%，12家披露三季度预告的公司中也仅有5家预增或扭亏。尽管有越来越多的城市开始放松限购，短期内刺激了部分城市的成交，但楼市整体偏弱局面并未得到真正改变，三季度房企仍然通过以价换量方式加快项目周转和回款。

**值得注意的是，在区域经济及政策的带动下，一些布局热门地区的房企上半年保持良好业绩增速。从已经披露的中报看，华夏幸福的盈利规模已经超越招商地产，仅次于万科而位居次席，公司上半年实现净利润23.01亿元，同比增长30.06%。华夏幸福主要围绕京津冀地区，发展产业新城的业务模式。同样，广泛布局京津冀、长三角区域的荣盛发展，在上半年也取得了23.42%的业绩增幅，公司净利润规**

模达到13.81亿元。

### 楼市预期尚未转暖

受销售结算期影响，房企财务报表中披露的业绩与当期实现的销售存在滞后。但从目前市场情况看，楼市的成交量价并未出现好转。目前已知12家房企率先披露三季度业绩预告，仅有5家业绩预增或扭亏。金融街预计前三季度实现

净利润6.72亿元至8.73亿元，下降幅度为35%至50%；滨江集团则预计实现净利润4.77亿元至7.15亿元，下降幅度为40%至60%。

尽管“金九”传统销售旺季未到，但如果从目前的销售情况看，要完成年初制定的全年销售目标压力越来越大。目前已知28家房企公布前七月销售业绩，其中7月合计为84.357亿元，较6月份下降35%，也低于5月水平。28家房企中，仍有11家公司7月销售业绩出现同比下滑。

由于楼市持续低迷，越来越多的城市加入限购松绑大军。受此影响，7月全国42个主要城市累计成交面积环比上涨9.6%，同比下降12.2%。虽然限购政策逐步松绑，短期内可以释放部分被压制的需求，但由于各地并未放松差别化信贷政策，且不少放松限购城市本身仍面临较大的库存消化压力，因此楼市低迷态势短期难以得到根本性扭转。

在市场下行、销售承压的同时，

土地市场也由热转冷，底价成交成为近期土地市场的写照。统计显示，今年前八个月20大标杆房企合计拿地仅1825亿元，较去年同期下降38%左右，且单月土地购置额度连续锐减，近三个月仅在百亿元规模徘徊。

在全年销售业绩以及资金周转压力下，8月开发商加大推盘速度，北京商品住宅供应量大幅增加。开发商的销售策略也在转变，如加大不限购、商住产品以及优质改善型项目的供应量，对于直接与自住房形成竞争关系的刚需盘则降价促销，以争取各层次的购房客。

总体来看，当前楼市预期已经发生改变，这对开发商的定价策略产生直接影响，预计未来二三线城市下调开盘价格的项目将有所增加。市场在三季度仍将维持以价换量。在多地相继放松限购之后，个别商业银行开始恢复首套房优惠利率政策，而信贷政策的放松将对楼市需求释放产生刺激作用。因此，后续市场走势及预期也将依赖信贷的变化。

**保资瞭望台**

## 牛市里的老问题



**□海康人寿投资部总监 刘思恩**

从7月21日开始到本周，股市正好涨了一个月，虽然感觉这一个月市场很热闹，但指数其实只涨了8%。中国股市，即使是在熊市年，期间反弹20%也很常见，所以不涨个50%以上都不好意思进牛市的历史里。很多股市参与者，赚出个平均利润率的本领都没有，却喜欢纠结于是否身处牛市、指数能否翻番之类的老套问题，实在是把投资当娱乐活动，缺乏增加财富的迫切感和保护财富的责任感。

以下，我列举几个牛市里常被别人问到的问题，说一下我的看法。请注意我只是理一下思路，而不是得出结论。股市里永远没有结论，像混乱而美丽的宇宙，没有造物主的统一规划建造，而是靠无数混乱无序头脑发热的交易实践，最后构筑出一波波澜壮阔的行情。

第一，指数到底还有没有上涨空间？这个问题是最流行的也是最无谓的。周围很多人在讨论能否突破2500点，但不知道这10%的指数空间能带来什么实质的财富？即便像某知名券商在本周号称的那样指数到5000点，也不过是个翻倍多大的行情，一部分股市高手在今年初的小盘股行情或最近一个月的矿产或军工股行情里，早就赚了翻倍，何必去等指数辛苦爬到5000点呢？反之，如果指数真到了5000点，相信目前积极参与的股民，很多也就赚一半的行情而已，甚至有一成左右的人亏钱，历史历来如此。我建议把这个问题换个说法——市场还会不会有持续的增量热钱参与？如果有热钱，即便指数高位整理，市场就充满机会，值得天天盯盘天天找黑马；如果成交量不放大，那早晚热钱一个个退场，市场重回死寂。

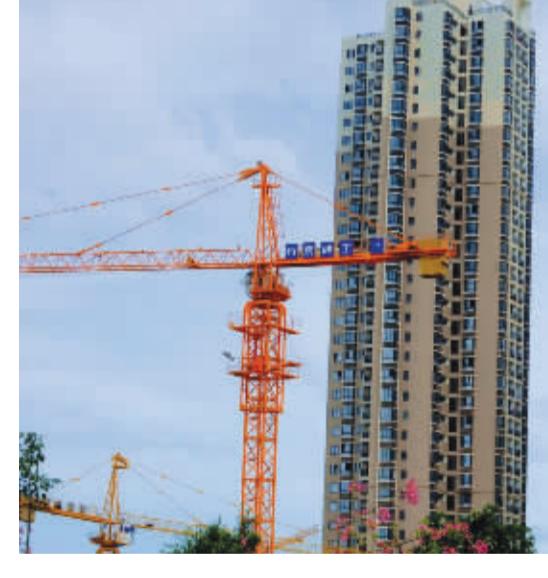
第二，买已经涨很多的领涨股还是众望所归的主流板块、抑或是别人不注意的补涨股？这个问题每个人的能力不同立场也不同。从后验的角度看，一波牛市必然有明显超过指数的领涨股票，这类股票回头看，跌得少涨得快，操作性价比极高。但这都是后验角度。从先验的角度，即便专业股民和大机构，也未必能准确找到这些股票。如果只是机械地找涨幅最高的那些股票买进去，很多时候就变成悲剧一场。

如果看得准大方向，大多数人还是买主流蓝筹股甚至索性买ETF指数基金，能吃到一波牛市80%以上的涨幅就是很不错的成绩，眼高手低的新股民务必记住这点。当然，买滞后的冷门股等补涨也是一个思路，尤其是8月底中报披露以后，是一个较长时期的业绩真空期，基本面雷相当一段时间不会爆发，此时业绩平平的股票反而容易被大炒一把。

第三，买了股票是捂住不动、短线来回吃差价或是频频换股？这个问题与投资理念、个人性格有关。我喜欢参与快速上涨的股票，有些人以为我乐观激进，但其实相反，这是我比较悲观多疑性格的反应。我认为捂股不动，把命运交给别人是很不舒服的，而利润来得越快越安全。在市场热钱多的牛市里，赚快钱的机会多，何乐而不为？而且追涨的人都敢于杀跌，而自以为掌握基本面相信价值投资的人，喜欢死捂不动或越跌越买，所以价值投资者的市值波动很可能比短线投机者更大。而在震荡市和熊市，如果你确实有能力有信心去挖掘有基本面支撑的好股票，那自然是捂股不动为好。

第四，踏空了怎么办？这个问题的出现频率估计在牛市里会非常高，甚至可以排名第一。很多人买股票后套牢两年都还不改色，但踏空一个星期就睡不着觉，心浮气躁血压升高，回家还要骂老婆孩子生气。这种怕涨不怕跌的心态，估计是归功于我们长期以来对股市长线价值的教科书教育。

其实我自己身上也多少有点这毛病。我后来给自己开了几剂药方：用少量的资金买入高折扣的B股、封闭式股票基金、一部分有折价的分级股票基金进端等。平时要求自己，不管大盘大涨，这部分资产都不要去动它。如果大盘持续大涨，你可以逐渐卖出这些资产，但最少手里必须留20%的仓位；如果又进入熊市，市场一边跌，你可以一边买入，但永远不要超过可投资资产的70%，除非你想好以后不玩A股了，只投资于这些打折货。



新华社图片