

财经圆桌

市场瞭望

牛市迎中期调整 波动中攻防兼备

本周A股展开本轮牛市启动以来最大幅度最长时间调整，市场调整是否已经到位？强势板块能否恒强？投资者应该减仓观望还是进场抢反弹？本期财经圆桌邀请兴业证券首席策略分析师张忆东、申万宏源高级策略分析师谢伟玉和广发证券策略分析师郑恺，共同展开讨论。

中期调整启动

中国证券报：本周市场经历深幅调整，行情的调整是否接近尾声？

张忆东：首先，立足中期看此次调整的性质，这是此轮长期牛市的中期调整，标志着此轮长期牛市开始进入以震荡盘整行情为特征的第二阶段，该阶段是季度性的盘整、震荡。根据四月初兴业春季策略提出本轮长期牛市“三大阶段演绎论”，即“牛市—盘整市—牛市”，而不是持续单边“疯牛”，其中，2014年到2015年二季度的上涨是第一阶段，第一阶段的最高潮结束的特征是先后遭遇“小尖顶”式调整和“大尖顶”式调整；随后将是第二阶段，是季度性的调整、震荡；第三阶段又是持续数年的上涨。现在，行情已验证我们的预判，在5月初遭遇“小尖顶”式调整，很快又在6月下旬开始“大尖顶”式调整。

其次，立足于短期博弈角度，每次急跌暴跌市场恐慌之后都会出现反弹，这次也不例外。一方面，资金面扰动即将过去，通常货币市场季末压力最大时点发生在25号前后，7月初本轮融资面扰动将结束，有望迎来反弹契机。另一方面，社会财富向股市的配置积极性依然强烈，因此，当市场风险快速释放后，依然会有场外“抄底”资金参与反弹。考虑到此次调整对于投资者预期的强烈冲击，以及巨大的获利盘试图趁反弹获利落袋，因此，反弹的参与难度比上半年明显要大。

第三，暴跌结束并不意味立刻重新进入到“疯牛”暴涨阶段，“大尖顶”调整之后，市场较长一段时间将呈现指数箱体震荡，个股行情分化。虽然类似过去两周的急跌、深幅调整可能接近尾声，但是，大概率是牛市第二阶段“盘整市”才刚刚开始。在牛市第二阶段，是养精蓄

锐的阶段。战争的艺术在于劳逸结合、攻防有度，大规模阵地战之间需要适度的休整，休整阶段不适合贪战、恋战，更适合的是恰当的防御，等待局部战场的突破。同理，这轮伴随中国经济转型的全过程的“被利用”的牛市，是多层次资本市场的主力军，其中，创业板、中小板、三板以及主板公司的效率提升、产业升级，是牛市行情的主战场，但是，经历过去数周的持续上涨之后，牛市主战场相关的股价多多少少透支了乐观预期和产业前景，“大尖顶”调整之后，行情的驱动因素已经从“不断抱团取暖”的正向循环陷入“相互踩踏”的负向循环，暴跌之后将迎来股价和基本面预期的再平衡，市场经过季度性震荡、养精蓄锐，等待改革、创新、股权投资大繁荣所产生的成果，进而吸引海内外的投资者重新大规模入场。

谢伟玉：我们认为调整尚未结束。尽管周二周三打新资金回流带来市场短期反弹，但打新资金对存量股票的拉动非常有限，市场情绪对龙头和TMT、并购、触网等概念的追捧已降温，尚需新的强有力的催化剂来带动新一轮反弹。大方向上，无法找到强有力的牛转熊逻辑，只是阶段性休整，但是要警惕反身性作用。

从短期驱动因素看，规范融资融券和场外配资对市场影响尚未结束，越来越多券商限制信用账户投资单一股票的比例，从这一点来讲，难言调整已近尾声。

从货币政策看，周三放松存贷比、周四重启逆回购，确实带来流动性边际改善，不过由于反身性，市场正在自我强化形成货币政策不再宽松的主流偏见。

从微观流动性来看，过去两周，客户保证金连续下滑，合计减少16亿元至225亿元。不过，上周因为新股申购，银证转账增加154亿，但本周恐怕有所

减少，另外，基金发行规模和融资能力均不及前5个月。

因此，在形势并不明朗的情况下，不要抢反弹，控制仓位为宜。这次牛市途中的震荡调整幅度可能确实不能用历史经验来衡量，即便调整超过20%，或者调整时间超过3个月，也不要丧失牛市信心。

郑恺：短期市场多空胶着，但我们认为行情调整已近尾声，对伞形信托等场外配资的规范和清理长期来看有利于股市健康发展。截至目前，我们认为在经济未见明显企稳信号之前，通胀与房价仍在下行阶段，这使投资者对货币政策继续宽松的信心依然存在，牛市格局的“供需均衡”也暂时没有被打破，因此市场在短暂的宣泄之后将重回上涨态势。

精选国改概念股

中国证券报：本周市场风格发生明显改变，国企改革概念股一枝独秀，军工、钢铁、采掘和电力等板块明显防御性较强，这种风格是否具有持续性？

张忆东：防御性的板块在中短期至少将收获相对收益。首先，从短期博弈的角度来看，电力、钢铁、军工、能源、“中字头”央企等相关的国企改革概念股基本上属于中大盘价值股，年初以来涨幅相对少，获利盘多杀多的“踩踏”风险也相对小。其次，从中期改革逻辑来看，国企改革的确能够提升效率，实现产业升级，值得自下而上深入淘金。但是，国企改革概念股是鱼龙混杂，不能够只是因为是国企或者道听途说而盲目投机。我们认为市场风格将趋于均衡，且会有一定持续性。风格趋于均衡并非因为大股票的逻辑多么完美，而是小股票选股的成功率在下降。我们认为不会出现“风格切换”，只有持续性的“均衡”。因为股市流动性供给边际放缓，推动大票行情不容易，而小股票并没有完全丧失投资机会，仍有40%的公司处于100亿以下，新股发行每月约50家，次新股股票池不断长大，自下而上的基金经理仍能够从中找到新的投资方向。

郑恺：展望三季度，国企改革

的可能，小市值公司铁定转型。

谢伟玉：国企改革确实是未来一段时间的重要主题，但回调时防御板块跑赢高beta的成长股是很正常的事；未来反弹时，代表中国结构转型和产业升级方向的新经济的成长股将再度崛起。我们认为市场风格将趋于均衡，且会有一定持续性。风格趋于均衡并非因为大股票的逻辑多么完美，而是小股票选股的成功率在下降。我们认为不会出现“风格切换”，只有持续性的“均衡”。因为股市流动性供给边际放缓，推动大票行情不容易，而小股票并没有完全丧失投资机会，仍有40%的公司处于100亿以下，新股发行每月约50家，次新股股票池不断长大，自下而上的基金经理仍能够从中找到新的投资方向。

郑恺：展望三季度，国企改革

1+N政策已经有部分出台，后续可能会继续有持续政策催化，因此板块有望成为近期的主题热点。而9月中国将举行抗战胜利70周年大阅兵，结合国际形势，军工行业有望出现脉冲式行情。煤炭行业估值迭创历史新低，而机构接近零配置，我们认为三季度资源品价格企稳回升是大概率事件，届时煤炭行业将迎来估值修复。因此，国企改革、军工是值得关注的主题，煤炭行业是传统行业中值得期待的板块，但是我们认为这种风格并不能成为长期引领市场的大主题，贯穿牛市的仍是符合转型背景的成长股。

控制仓位 攻防兼备

中国证券报：市场大幅调整之时，投资者应减仓观望还是逢低布局？

张忆东：暴跌之后的反弹以

及之后的盘整市，并不适合普通投资者特别是“新手”参与。对于专业投资者，暴跌之后，中期应该更注重攻防兼备，仓位不必太激进，短期可适度提升仓位参与反弹，但需要密切保持仓位的灵活。反弹中可以关注“超跌的生态型成长股”+“国企改革标的”。

谢伟玉：建议投资者减仓观望。绝对收益投资者仍然建议控制仓位，不要急着抢反弹；相对收益投资者可以利用震荡积极调整结构，同时也需要控制仓位。如果低仓位布局的话，一定要寻找确定性最强的标的和防御性强的板块，如业绩持续好转的航空板块、确定性较强的地方国企改革标的。

郑恺：我们对市场仍旧保持乐观，建议可以逢低布局，传统行业看好煤炭和机场（收益互联网+传统行业），新兴行业看好互联网、软件、医疗、环保。



□皮海洲

最近A股市场走出一波本轮牛市启动以来最惨烈的暴跌行情。上证指数从6月12日的最高点5178.19点跌到6月26日的最低点4192.87点，累计下跌了985.32点，跌幅高达19%，不少个股的跌幅达到30%以上，很多投资者在这波暴跌行情中损失惨重。

出现这种暴跌的走势，其实是很正常的。虽然说本轮行情一直被称为是牛市行情，但实际上，即便是在牛市行情之中，虽然行情总体是向上发展的，但并不排除阶段性下跌行情甚至是暴跌行情的出现。可以说，暴跌行情也是牛市行情的重要组成部分。比如，在上一轮牛市行情中，就有著名的“5·30”暴跌行情。当时的指数从2007年5月29日收盘的4334.92点，经过随后5个交易日的暴跌后于当年6月5日跌到最低点3404.15点，上证指数暴跌了930.77点，跌幅高达21.47%。

这种牛市中的暴跌行情也并非是A股市场的专利，哪怕就是美国这样成熟的股市，牛市中的暴跌行情也并不少见。如美国的本轮牛市从2009年3月启动以来已长达6年多的时间，堪称标准的慢牛行情。但这种慢牛行情也不排除暴跌行情的出现。如2010年5月4日到6日，道琼斯指数三天暴跌11.50%，同年6月21日到7月2日，道琼斯指数再次暴跌9.24%。又如2011年7月22日到当年8月9日，道琼斯指数的最大跌幅达到了16.76%。可以说，每隔几个月，这种暴跌或大跌行情就会在美国股市里上演一次。因此，暴跌行情在牛市上演也是很正常的事情。

之所以牛市会出现这种暴跌走势，其原因也是不难解释的。因为在牛市行情中，市场总体是向上的，所以投资者对收益的预期也会很高。如果只是小幅下挫，根本就洗不出投资者所持有的筹码。而如果没有有效的洗盘的话，投资者的浮筹洗不出来，这就会为后市行情的发展积累较大的风险。所以要洗筹，就必须有急跌与暴跌，让投资者恐惧，这样才能洗出浮筹，让股票换手，达到为后期上涨积累力量的目的。因此，可以说，牛市行情就是伴随着暴跌行情的出现，而走出来的，没有暴跌行情也就很难有真正牛市的持续上演。

正是基于暴跌行情与牛市行情这种相辅相成的关系，所以，投资者有必要从近期的股市暴跌行情中吸取教训，以便尽可能地回避股市暴跌的风险，争取最大程度上保住牛市的成果，争取更好的投资收益。那么，就最近的暴跌行情而言，投资者应该吸取哪些教训呢？个人以为，至少有这样三点是投资者应该铭记的。

一是“别人贪婪我恐惧”。牛市由于赚钱效应，最容易让投资者变得贪婪起来。投资者赚了还想赚，收益翻番了也不满足。哪怕市场上风险警示的声音不断，投资者也总是置若罔闻。如本轮行情涨到5000点，指数早就翻番。而个股的风险也已很大。但投资者仍然看多后市，6000点、7000点甚至万点，对市场风险视而不见。正是在这种市场环境下，暴跌终于到了。所以，总结本轮暴跌行情的教训，投资者最应该明白的就是“别人贪婪我恐惧”的道理。

二是“别人恐惧我贪婪”。如果说牛市会让人变得贪婪的话，那么暴跌行情会让人变得恐惧起来。尤其是股市接连大跌，面对财富一天天的大幅缩水，投资者的恐惧感会更加强烈。而在这个时候，成熟的投资者应该逆势而行，在别人恐惧的时候变得贪婪起来。如在本轮暴跌中，不少投资者感到绝望，但来自香港的投资者却在6月19日、23日两天通过沪股通渠道接连抄底。

三是主动回避高杠杆资金。虽然说杠杆资金是双刃剑，股票上涨时可以给投资者放大收益，股票下跌时给投资者放大损失，但投资者还是应该主动回避杠杆资金尤其是高杠杆资金。尤其是在股市风险大增的情况下，更应主动去杠杆。因为这种高杠杆资金一旦操作错误，就会让投资者前功尽弃，之前所有的努力都付之东流。

货币政策难收紧

中证之声

□摩华鑫基金公司

进入六月下旬，七天回购利率从2%左右，上升至2.5%上方，甚至有单日超出3%。资金面紧张如期而至。14天协存率达到4%以上。

资金面紧张伴随着几项事件叠加。首先，上周新股申购，申购资金300多亿元，达到今年以来最，冻结资金五万亿以上。其次，半年末是银行存款考核时点，揽存压力增加提升资金需求。第三，央行MLF未续作，本月到期的MLF总规模约6700亿元，至少部分不续作。据传是由于当前3.5%的利率不够有吸引力，银行主动要求不续作。此外，货币政策预期上似乎也发生微妙变化，根据央行研究局首席经济学家马骏团队发布的《2015年中国宏观经济预测》，下半年GDP环比增速会比上半年略有回升。经济触底回升预期加强。

近期经济数据确实出现企稳迹象，但仍待观察。主要是房地产成交和一线城市地产价格上涨，但从库存情况看，并不同于2011年和2013年的火爆行情，从销售增长到投资增加仍需时日。我们认为经济至多是L形底，而不是U形反弹。

对未来的货币政策的判断，我们认为货币政策不会收紧。一是目前企业融资不畅，信贷增长缓慢，尽管多次降息，但中小企业贷款上浮较多仍未有下降，稳增长仍需要宽松的货币环境。二是短端货币收窄，会提高债券和货币市场利率，债券是企业融资成本的引导和最直接反应。三是地方债发行未结束，后续规模较大，地方债发行是稳增长资金来源的重中之重，而银行是主要买盘，需要宽松的银行间资金环境以保证发行。

货币政策更可能从全面放松向定向宽松转变。一方面，地产销售转暖是重要信号，意味着前期连续降息降准起到效果，市场预期发生改观。经济下行的加速度放缓，货币宽松节奏也应有变化，尤其是考虑到前期大幅的降准。另一方面，从国际形势看，美国正处于加息周期，也许就在今年，资金流动压力对宽松政策构成限制。外汇占款企稳转正，银行超储处于历史较高水平，也降低了降准的紧迫性。

目前，货币政策的重心是刺激信贷和融资增长，如定向降准，再贷款等方式保护地方债发行。总量政策前期宽松较快，其节奏有放缓的可能性，但仍远未到收紧的时刻。

地产企业中报业绩可期

□本报记者 李香才



新华社图片

按照惯例，大型房企每个月月初都会公布上个月的销售情况，从今年前5月销售情况来看，大型房企的销售普遍较好。如果6月销售延续5月的高增长态势，大型房企今年上半年的销售比较乐观。

根据国家统计局发布的5月70大中城市房价走势以及中国房地产指数系统百城价格指数统计，5月一线城市的楼市明显回暖。需要注意的是，回暖范围已开始扩大，南部经济较发达地区的部分三四线城市房价出现抬头迹象。

前5月销售捷报频传

万科A披露，5月公司实现销售面积165.1万平方米，销售金额206.7亿元。1月-5月累计实现销售面积707.1万平方米，销售金额847.6亿元。翻查2014年同期数据可以发现，万科A今年5月销售面积同比增长34%，销售金额同比增长42%；1月-5月累计销售面积同比增长9%，销售金额同比增长4%。值得注意的是，今年1月-5月销售面积同比增速超过2014年7%的水平，但是销售金额同比增速远低于2014年16.2%的水平。

保利地产5月实现签约面积136.45万平方米，同比增长39.35%；实现签约金额175.32亿元，同比增长43.46%。今年1月-5月，公司实现签约面积392.79万平方米，同比增长2.76%；实现签约金额503.90亿元，同比增长3.64%。

招商地产2015年5月实现签约销售面积29.55万平方米，同比增长72.10%；签约销售金额56.57亿元，同比增长120.03%。1月-5月，公司累计实现签约销售面积111.10万平方米，同比增长9.90%；签约销售金额154.76亿元，同比增长8.03%。

金地集团5月实现签约面积35.05万平方米，签约金额44.83亿元，同比分别增长65%和71%。1月-5月累计实现签约面积121.15万平方米，累计签约金额144.4亿元，同比分别增长27%和14%。

首开股份披露，2015年1月-5月，公司共实现签约面积392.79万平方米，同比增长4.9%；签约金额96.3亿元，同比上升21.9%，销售回款81.2

亿元。从已公布5月销售情况的房企来看，只有新城B股今年前5月的销售情况不乐观，其今年1月-5月累计销售面积约56.64万平方米，比上年同期减少2.32%；累计销售总金额约59.09亿元，比上年同期增长1.36%。

中期业绩抢眼

对比这些房企公布的5月销售情况同比增幅以及前5月销售同比增幅，不难发现5月同比增幅远高于前5月的同比增幅。而如果这些房企6月销售延续5月的高增长态势，有望带动上半年销售同比增长。

从国家统计局发布的5月70大中城市房价走势看，与4月相比，70个大中城市中，商品房价格下降的城市有43个，

上涨的城市有20个，持平的城市有7个。从环比情况来看，商品住宅成交价格的回涨主力仍为一线城市，不过楼市回暖范围已开始扩散。5月商品住宅价格下降的城市减少5个，更多的城市进入价格平稳甚至上涨周期。5月北京、上海、广州、深圳4个一线城市新建商品住宅环比普涨，4个城市环比涨幅为3.0%。从细分来看，最高涨幅仍然由深圳蝉联，由4月的1.8%上升至6.7%，而北京涨幅则由0.8%上升至1.4%，以深圳为代表的一线城市率先进入价格上涨周期。

根据中国房地产指数系统百城价格指数统计，2015年5月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10569元/平方米，环比由跌转涨，上涨

0.45%。同比来看，全国100个城市（新建）住宅均价与2014年5月相比下跌3.73%，跌幅较上月收窄0.73个百分点。2015年5月十大城市住宅均价为19148元/平方米，环比上涨0.99%，涨幅较上月扩大0.87个百分点。十大城市中，除杭州环比下跌0.43%外，其余城市均上涨，深圳、上海涨幅居前，分别上涨2.68%和3.22%。

过去几个月里，中央层面推出一系列的楼市宽松措施，包括减息、下调存款准备金率和降低二套房首付比例，各地也积极出台住房公积金贷款利率调整政策。经过多次降息，公积金利率已处于历史低位。剔除保障房自住，目前北京可售纯商品住宅只有50551套，这一数值也是最近一年来的最低点。

三是主动回避高杠杆资金。虽然说杠杆资金是双刃剑，股票上涨时可以给投资者放大收益，股票下跌时给投资者放大损失，但投资者还是应该主动回避杠杆资金尤其是高杠杆资金。尤其是在股市风险大增的情况下，更应主动去杠杆。因为这种高杠杆资金一旦操作错误，就会让投资者前功尽弃，之前所有的努力都付之东流。