

财经圆桌

市场步入筑底期 静待方向选择

沪综指自8月26日创下2850点低点后，近期基本在3000点至3200点的区间内窄幅波动，呈现横盘整理态势。成交量萎缩一方面显示做多动力不足，另一方面预示空方暂时无力打破均衡再度向下杀出更多空间。在震荡市中，题材热点出现快速轮动，投资者应该如何进行操作，具体布局哪些品种？本期的财经圆桌邀请到万联证券研究所所长傅子恒、申万宏源证券研究所理财研究部联席总监钱启敏和银泰证券策略分析师陈建华三位嘉宾，就此展开讨论。

市场步入筑底期

中国证券报：近期股指在3100点至3200点区间震荡，且成交额继续萎缩，这是否意味着大盘进入筑底格局？后市行情走向如何？

傅子恒：如果从6月12日沪综指5178.19点的高点算起，A股先后经历了两次下跌，其后也经历了两次区间横盘波动。上一次股指的波动区间基本为3500点至4100点，中值位为3800点，时间横跨7月8日至8月20日。而此次大盘在3000点附近的横盘与前次相比不可同日而语：一是经历两轮大幅回落之后，市场做空动能得到了较为充分的释放，股市泡沫受到大幅挤压，一批个股进入安全估值区域，具备了长期投资价值；二是驱动市场下跌的“去杠杆”行动接近尾声，政策面出现积极变化，主要表现是一刀切式的违规资金清理方式有所优化；同时，宏观经济数据指标依旧低迷，GDP增长全年“保7”目标压力较大，需要宏观经济政策加码方能实现，市场的政策预期有所好转；三是场外资金面宽松，房地产市场的投资空间因房价过高而不再具备吸引力，A股市场只要预期改善，场外资金有积极入场的动机，而违规资金清理之后，一部分“场外”资金将会以合规方式转入场内。所以，综合各种因素来看，6月下旬之后，市场最凌厉的下跌阶段已经结束，股指进入真正筑底阶段。

钱启敏：短期市场维持震荡整理格局，上下两难。一方面，随着清理配资临近尾声，目前点位的主动性抛压减弱。而大盘从5100点下调至今，已经有45%的累计跌幅，不可谓不大，形态上也出现两波探底，因此看反弹的呼声较高。另一方面，缺乏明确的利好预期和抓手推动行情持续上涨。比如去杠杆和清理配资后，增量资金在哪里？没有资金的推动，行情怎么涨？反映在盘面，就是屡次反弹尝试都缺乏成交量配合，表明看多的人多，做多的人少，这是一个很大的障碍。宏观经济数据持续低迷，PMI等数据迭创新低，投资者对基本面预期较为谨慎，也无法刺激行情持续反弹。从本周走势看，行情冲高回落，反复拉锯，表明市场做多意愿不足，反弹空间有限。后市或许要防止久盘必跌的再现。当市场一而再、再而三的反弹努力不能见效，加上近期全球金融市场、大宗商品市场较为动荡，因此要警惕是否会

出现不进则退、再次考验3000点支撑的可能性。尊重市场、关注量能，继续相对谨慎。

陈建华：伴随近期A股的缩量企稳，沪深两市将构筑阶段性底部。随着市场环境的改善，后期沪深市场有望逐步展开反弹。但拉长时间轴看，A股维持区间震荡是大概率事件。支撑短期A股企稳并向上的因素主要来自以下几方面：一是连续调整后市场做空动能已在很大程度上得到释放，这从两市持续萎缩的成交量上可以得到较好的体现；二是随着时间推移，管理层清理配资对市场的冲击将进一步减弱，尤其是在大部分账户以改用合法交易方式进行清理的情况下，其带来的负面影响将逐步弱化。

创业板超跌反弹

中国证券报：本周创业板指数表现良好，成长军团的反弹势头较强，这种赚钱效应会否逐渐扩散？

傅子恒：从投资策略来看，由于市场人气低迷，多方并没有力量即刻掀起上升波浪，场内资金依旧遵循大跌之后博取反弹的操作思路，在控制仓位的前提下谨慎参与对小盘股的短线反弹；而许多小盘成长股下跌幅度较大，由于距离上方密集成交区有一定空间，一旦有资金介入，即会表现出较好的操作弹性。成长股的上涨也反映出有各类资金对该类品种进行价值再挖掘的思路动机，这类资金带有更多自发性，已不是上一轮横盘区间中“救市”资金以向市场注入流动性为目的的被动买入操作，间接反映出一部分投资者不再惧怕大盘下跌的心态。只是目前看来，各类资金的这种挖掘操作较为谨慎，盈利扩散效应显然需要市场人气持续凝聚，而人气持续聚集则需要政策层面的继续加码，需要不断聚集扭转市场弱势预期的正能量。

钱启敏：本周创业板表现较为活跃，不少个股有20%以上的涨幅。从原因看，一是前期创业板超跌严重，创业板指数从最高4037点下跌到1779点，跌幅达55%，其中股价打对折甚至打两三折的也不是个案，因此一旦出现反弹，其力度较大；二是创业板中有不少是新兴产业公司，例如互联网+、电子信息、生物医药、高端制造等，符合经济转型和民众创新的发展方向，在传统行业去库存、压产能的当下，容易受到机构资金关注；三是创业板公司

体量小、市值低、股价弹性高，与机构资金规模较为对接，容易受到包括游资在内的短线资金青睐。但是从本质上讲，近期创业板的活跃以超跌反弹为主，游资短炒痕迹明显，基本面仍明显高估，尚未到估值合理、可以中长线持有的阶段。目前创业板的平均市盈率有70多倍，在目前已经预告三季报业绩的1029家公司中，预增预盈的比例约60%，其中有79%是中小板公司，创业板并非成长军团主力。因此从操作的角度看，高弹性、快进快出、短线为主是纪律和前提。

陈建华：近期沪深两市企稳运行，创业板表现明显好于沪深主板，后期这一格局料将延续，成长股引领反弹并逐步向外扩散，预计将是未来一段时间A股的主要特征。6月中旬高点下跌以来以创业板为代表的成长股跌幅远超沪深主板，从技术层面看其具备更强的反弹动能，反弹行情中成长股领涨是一种必然。

需要强调的是，在沪深两市依然缺乏趋势性机会的情况下，反弹后个股出现分化将不可避免，具备业绩支撑的优质成长股有望胜出，但伪成长股将面临进一步调整的压力。

静待市场选择方向

中国证券报：在震荡市中，题材热点出现快速轮动，投资者应该如何操作，具体布局哪些品种？

傅子恒：近两周以来，上海国企国资改革预期概念股、迪士尼概念板块、杭州亚运会概念板块以及军工、互联网信息概念股等均有表现，一些个股走出了持续强势上涨的行情，这对凝聚市场人气具有积极作用。但这类品种相对较少，缺乏明显的板块集群扩散效应。同时，题材热点轮动速度较快，加之大盘股表现相对较弱，市场少量热点的轮番表现无法拉动指

数走出明显上涨行情。综合来看，在当前盘局阶段，我们依旧建议保持短波段操作思维，把握市场脉动，以少量资金参与超跌成长股的反弱，中期稳健的投资者可积极对潜力品种进行布局，静待市场选择新的突破方向，寻找可操作的个股机会。

钱启敏：主板市场走势纠结，创业板超跌反弹，建议投资者，一是要控制仓位，没有必要全仓进退，过于激进者尤其不能满仓加杠杆；二是关注超跌小票，注重高弹性，往往跌得越深，反弹力度越强，但节奏上要与股价表现同步，不要股价是“左脚”，你出“右脚”，股价出“右脚”，你反出“左脚”，而且要以短线为主，见好就撤；三是可关注一些题材类品种，例如中报高送转目前还没有实施的，员工持股或定向增发目前深度被套的，国家队重仓介入后深度被套的，以及有国资改革、资产重组预期的品种。

陈建华：当前A股市场的反弹将有一定持续性，相关机会值得投资者把握。近期由于部分板块个股的反弹行情已率先



万联证券研究所所长 傅子恒

银泰证券研究所策略分析师 陈建华

申万宏源证券研究所理财研究部联席总监 钱启敏

主持人：本报记者 徐伟平

□ 市场瞭望

“一带一路”下 中阿资本合作路径



□ 许维鸿

“一带一路”是A股市场持续追踪的热点投资主题，而中国与阿拉伯国家的资本市场互联互通，更是被国内外投资者所期待。我刚刚受邀参加了在宁夏举办的第二届“中阿博览会”，深深地感受到了中国和阿拉伯国家的金融机构，尽管在合作路径上还处于摸索阶段，但是对合作前景兴趣浓厚。

合作的基础是真实的需求。从阿拉伯国家投资者特别是石油美元角度，2008年美国次贷危机之后的经济周期演变，使得其投资理念发生了巨大的变化——原本收益稳定的欧美金融市场，先后经历了美国衍生品去杠杆和欧洲主权债务危机带来的资产贬值——新兴市场诸国中，唯有中国具备足够的经济体量和增长前景来承接石油美元分散投资的需求。

反观中国经济，最近有很多所谓的经济学家忧心忡忡于宏观经济减速，其实我们更应该担心的是经济增长质量问题。归根到底，中国完全不必妄自菲薄“7%上下”的经济增速，因为这已经是全球规模经济体中最快的了。只要中国经济增长的质量不断提高，就对包括中东投资者在内的国际投资者具有吸引力。而经济增长质量的提高，离不开包括沪深交易所、区域股权市场、新三板市场等多层次、直接融资机制的形成，急需建立多样化、长期投资理念的投资者结构——中东石油美元之所以得到欧美货币当局的青睐，原因也在于此。

既然中阿资本合作符合双方的战略利益，战术上的路径选择就显得迫切，而宁夏无疑有其优势——作为中阿博览会的永久举办地，自2010年起宁夏已连续成功举办三届中阿经贸论坛和两届中阿博览会，中阿经贸领域实体经济的快速增长给金融合作创造了基础，至少在相当多的潜在领域，例如跨境金融租赁、产业直接投资基金、跨境债券融资、两地互设金融机构等，都有现实合作意义。

在我看来，资本合作领域宁夏自治区政府最应该积极推进的是在海湾石油国家通过发行债券进行融资，阿拉伯资本进入中国市场追求相对安全边际收益的潜力巨大。

第一，在宁夏自治区各级政府及融资平台，通过以“Sukuk（苏库克）”为代表的债券创新模式发债融资，引入石油美元，应用于基础设施等领域的开发性金融，比如说高速公路、高速铁路、旧城改造等；第二，是宁夏自治区内以能源领域为代表的大型民营企业，自治区支持境外发行企业债引入中东石油美元，促进宁夏的产业转型升级；第三，是私募基金（PE）产品发行私募债券，投资于宁夏的现代农业领域，例如驰名中外的宁夏滩羊——在过去三年，很多国内外食品企业一直试图打造宁夏的滩羊品牌，将高端清真食品卖到阿拉伯国家。虽然宁夏已经没有了十年前在食品领域的国际性价格比较优势，但是宁夏的羊肉品质是世界级的。未来在阿拉伯地区的清真食品竞争中，宁夏要摆脱以往“低价格、中品质”的层次当中。

因此，中阿资本合作应以现代金融框架推进，不仅仅局限于传统的商业银行和保险业，而是要拓展到现代投资银行业，以金融资产的主动定价能力，吸引阿拉伯投资者，助力中国企业转型升级、扩展阿拉伯市场。例如上文提到的、具有广阔前景的清真食品行业，就应该诞生在中国上市的跨国大公司。

除了股权合作，宁夏作为新丝绸之路经济带地缘和文化优势省份，更应该抓住这个难得机遇，积极鼓励各级政府平台和民营企业，通过债权跨境融资——借鉴近两年我国香港地区和中亚哈萨克斯坦等国成功发行“苏库克”债券的案例，通过跨境金融创新，以私募债权等筹资形式，对项目进行专业化整合，并直接针对海湾地区银行进行项目路演，走出中阿金融合作的新路径。

去伪存真进行时

□ 大摩华鑫基金公司

年中以来，汇率冲击一直左右着资本市场的美元加息、人民币贬值与资本外逃，逐渐成为一些人的预期。

但美联储自今年以来，多次探讨加息无果。上周9月议息会议是重要的加息时点，但最终又一次推迟。从市场表现看，有几个方面值得注意。

第一，全球风险资产在加息前经历了较长一段时间的方向选择，而议息会议后整体回调，主要发达国家股市均出现明显下跌。第二，以原油、金属、矿石为主的工业品价格在8月新兴市场需求危机过后出现反弹，但近期总体以震荡为主，而在议息会议后又同样集体下跌。第三，黄金价格在议息会议前后连续三天向上突破，而美债收益率在加息预期下经历一段时间走高后，再次出现回落。

加息预期落空，并没有带来风险资产的报复性反弹，也没有带来同为避险资产的贵金属的此消彼长。究其原因，经过近几个月市场反复纠结，已经充分反映了美国可能加息的预期，但现阶段并不是连续的加息周期。因此，加息落空后，加息预期又延迟到12月。市场预期与之前并无太大变化。

人民币汇率将取决于其内因，即国内经济基本面情况。从投资、工业的趋势

来看，三季度可能成为全年经济底部，即比二季度再下一台阶。同时货币政策大概率继续保持宽松，以支持宏观经济稳增长政策。

市场正在逐渐“去伪存真”。目前市场面临的整体环境特征包括以下几个方面：一是市场从6月中旬开始调整，已经累计下跌约48%（WIND全A股指数），蓝筹股估值已低于历史均值，但中小市值个股估值还说不上“便宜”；二是宏观增长低于预期；三是政策虽然在发力，但到目前为止效果并不明显，后续可能还有继续作用的空间；四是在政府大力干预之下，汇率表面稳定但潜在的贬值预期仍在萦绕；五是虽然国际环境的不确定性随美联储宣布暂不加息有所缓解，但并未完全消除；六是市场大幅下跌之后，监管环境在起变化，有逐步收紧趋严的趋势；七是目前需要更积极、实质的行动来提振市场有关改革的预期。

综上，市场很有可能处于“去伪存真”的过程之中，在经历几个月的大幅下跌后，市场可以依靠自身的力量正常运行。但此时投资者信心已经受挫，成交量高位大幅萎缩，市场很可能进入一个较为复杂的寻底阶段。我们对未来的行情既不宜过度悲观，同时也需要对市场寻底的复杂性有所准备。

