

市场短期难破僵局

近期A股走势持续低迷，指数窄幅震荡成为市场一致预期，场内外资金观望情绪浓厚。机构认为，当前经济前景不确定性有所增加，A股仍将维持弱势格局，短期赚钱效应不大。A股要打破僵局，既要等待宏观政策前景逐步明朗化，也需增量资金进场参与。

市场短期僵局难破

中国证券报：近期A股持续低迷，指数窄幅震荡是否成为二季度甚至下半年常态？A股如何打破僵局？

朱睿：近期A股持续低迷，主要受两方面因素影响：一是“权威人士”强调结构性改革的重要性高于短期需求刺激，加上4月份信贷数据大幅低于预期，市场对政策预期从“中性偏宽松”转向“中性偏紧”；二是市场对美联储加息预期大幅修正。美联储公布4月议息会议纪要，对经济形势信心增强，纪要态度偏鹰派。会议纪要显示，一些委员担心市场没有正确评估美联储6月加息的概率。最新期货市场价格显示，6月加息可能性升至26%，7月升至53%，9月升至64%。美国加息预期升温使得美元指数走强，人民币贬值忧虑再起。

结合国内外形势，我们认为当前经济前景不确定性增加，未来市场的趋势性变化也取决于前两个因素的变化，即一是国内政策前景明朗化，二是市场对美联储货币政策意图理解清晰化。在此之前，股市有可能继续延续震荡格局。

李立峰：目前A股持续低迷，主要受制于货币政策由宽松转向稳健、人民币汇率存在贬值预期等条件制约。房价过快上涨，物价中枢重回2%，均对货币政策构成约束。今年美国仍存在1-2次加息，汇率波动冲击市场风险偏好。我们认为A股仍将维持“弱”的格局，赚钱效应不大，下半年前半段选择向下的可能性相对大一些。A股要打破僵局，取决于监管层态度转暖或宏观环境发生变化，利率、汇率等不构成制约风险偏好的因素。

康臻：二季度指数窄幅震荡应该是很确定的。目前管理层的主要任务是去杠杆，权威人士的

发声也代表着通过流动性宽松拉动经济应该不会持续，而美元加息的预期也让全球水龙头都有收紧的预期，资金面的紧张反应到股票市场上就是增量资金的介入非常谨慎，指数因而无法有大幅上行基础。随着指数连续快速回落，目前的恐慌情绪已得到很大缓解，国家队的持仓也大幅上升，降低了指数大幅下行的风险。这是造成指数上下两难、窄幅震荡的主要原因。

指数想要打破僵局，一定要有增量资金的参与，参与只有两种预期，一是市场有赚钱效应，二是股票足够便宜。我们看到刚上市的次新股往往表现非常好，经过若干个涨停以后，其估值已不算便宜，但仍受到资金追捧，原因就在于有赚钱效应。因此，打破僵局的成因应该是，利空消息比如6月中旬资金面大考得到充分释放，急跌就成为增量资金参与的理由。

从去年6月份调整至今已近一年，从时间维度上看，反弹已是一触即发。这个驱动因素，可能就是6月底资金面紧张被市场消化以后，大家发现其实市场没有自己想象中的悲观，增量资金的入市也将出现。

成长股仍占主导

中国证券报：在监管层严查壳炒作和并购审核趋严的环境下，概念股炒作是否已接近尾声？如何看待蓝筹股和成长股的后续行情？

朱睿：监管层重视金融领域好。我们认为A股仍将维持“弱”的格局，赚钱效应不大，下半年前半段选择向下的可能性相对大一些。A股要打破僵局，取决于监管层态度转暖或宏观环境发生变化，利率、汇率等不构成制约风险偏好的因素。

康臻：二季度指数窄幅震荡应该是很确定的。目前管理层的主要任务是去杠杆，权威人士的

关于蓝筹股和成长股的后续行情，个人认为当前市场面临的是系统的不确定性，无论蓝筹股或成长股均面临资金流出压力。蓝筹股估值合理但成长性一般，经济改善带动盈利增长的可能性较低；成长股估值较高，筹码集中，但成长性较好。我们建议从行业景气度和估值两个维度进行选股，优先配置行业景气、估值合理同时具备一定成长空间的优质公司。

李立峰：在监管趋严的环境下，概念股炒作将阶段性受到冲击，但就此判断其接近尾声过于绝对，最终趋势还是取决于市场整体的风险偏好。在下半年市场风险偏好仍处于回落的环境下，我们认为高估值纯主题概念股将面临调整压力。市场弱势环境下不排除有反弹，若反弹，首选我们倾向于成长股，大盘蓝筹股是用来防御的。

康臻：随着监管趋严，投资者对并购重组的理性认知加强，纯概念和纯讲故事的模式，可能在下半段行情中逐步被真成长所替代。但壳资源的炒作，不一定就是一个句号，比如顺丰、圆通这类优质公司的借壳上市，依旧会给真正的壳资源带来投资机会。

未来市场反弹仍是小市值成长股占据主导，蓝筹股可能仅是一些脉冲式机会。原因在于，蓝筹股的拉升需要大量的增量资金，在目前成交量的背景下，是没办法持续的。最有可能脱颖而出的是真正的成长股，小市值品种将受到增量资金的青睐。因此，市场仍是成长股占趋势主导，蓝筹股靠超跌反弹。

布局超跌优质股

中国证券报：在存量资金博弈的情况下，哪些板块或热点值得关注？

朱睿：震荡市的特征往往是估值回落，同时个别行业出现盈利改善。在这种背景下，估值合理、有稳



大摩华鑫基金宏观策略研究员 朱睿

国金证券首席策略分析师 李立峰

国信证券投资顾问 康臻

主持人：本报记者 张莉

定盈利增长和成长空间的白马成长股有相对优势。当前比较关注稀土永磁、新能源汽车、饲料养殖、白酒、石油石化等板块。

市场近一个多月的调整几乎将一季度中旬以来的涨幅消磨殆尽，市场疲态尽显。市场频繁震荡磨底，对投资者的操作也是莫大的考验。着眼于长期收益率，我们更需要多一份耐心和坚持。历史总是惊人地相似，在市场狂热时期盲目进入市场，投资者心理将承受考验，而市场低迷时期介入并坚守，则较大概率可以获取较高的长期收益率。投资者可以择机布

局估值被错杀、未来成长确定的优质个股。

李立峰：在存量资金博弈的情况下，我们倾向于选择符合产业趋势，景气度高的行业，主要集中在智能汽车、无人驾驶与Tesla产业链上，涉及的板块为汽车、三元材料、电机、充电桩等。数据显示，一季度特斯拉共生产新车1.55万辆，比上季度增长10%。一季度向全球客户交付新车1.48万台，同比增长近50%。特斯拉一季度在中国市场销量创新高，同比增幅达到300%。投资者需要深入研究，跟随行业高景气度，深挖具有稀缺

资源的受益标的。

康臻：目前市场分为两个阶段，第一阶段6月中旬之前，仍然是存量资金博弈；第二阶段就是6月中旬之后可能规避流动性紧张对大盘造成的冲击。而这次急跌过后，或许，会迎来一波真正的反弹。

操作上建议重点关注成交量，在量能没有有效放大前，仍然定义为存量资金博弈阶段，上涨难有持续性，需及时获利了结。可以选择一个涨幅不大的热点，比如互联网金融，均线附近买入底仓，涨了择机了结，跌了分批次加仓，反弹就减持加仓品种。

名家连线

李慧勇：人民币贬值压力逐步释放

□本报记者 倪铭娅



李慧勇
申万宏源首席宏观经济学家

通过前期人民币中间价的有序下调，我认为央行已经部分释放了人民币贬值的压力

5月以来，受美联储4月议息会议鹰派发声等影响，美元显著走强。截至25日，美元已由4月底的93.0482大幅升至95.3895，升值252%。央行也顺势连续下调人民币中间价，25日央行大幅下调人民币兑美元汇率中间价225点至65693，创下2011年3月来新低。

申万宏源首席宏观经济学家李慧勇在接受中国证券报记者采访时表示，尽管5月以来美元走强，但与8·11和年初时相比，5月以来离岸和在岸人民币的价差已相对温和。这也使得5月以来央行下调人民币中间价的背景与前两次相比有显著差异。并且，在央行有序引导人民币中间价下调之后，5月25日人民币在岸价和离岸价的价差仅有18个基点。这也意味着，人民币贬值压力已得到有序释放。

央行为何要引导人民币中间价下调？李慧勇认为，一是适当引导人民币贬值可以促进出口，缓解经济下行压力；二是人民币的贬值压力仍待释放，这是连续下调人民币中间价的深层原因；三是顺势引导人民币贬值，可在美元走强前争取更多自主权。“通过前期人民币中间价的有序下调，我认为央行已经部分释放了人民币贬值的压力。”李慧勇表示，这也使得一旦美联储加息预期再起，美元重归强势之后，人民币面临的贬值风险以及资本外流压力得以部分缓解。

值得关注的是，近期央行引导的人民币有序贬值对市场的影响也比较温和。李慧勇表示，8·11汇改以及年初汇率超预期快速贬值，均引发市场恐慌和资本大幅外流，对国内流动性产生冲击，国债收益率快

速上行，股市大幅下跌。5月以

来，人民币兑美元汇率虽有显著贬值，但国债收益率却呈现出震荡走势。5月中旬以来上证综指也呈现震荡走势，跌幅并不明显。原因在于，5月以来央行连续下调人民币中间价，很大程度上属于顺势引导的有序贬值。因此，市场的反应也比较温和。

“尽管如此，人民币仍面临贬值压力。”李慧勇说，一方面人民币高估的成分仍待释放，另一方面经济仍面临下行压力。短期来看，6月人民币仍将面临一定贬值压力，一是英镑和欧元在美元指数中的占比接近70%，英国脱欧公投的风险或使英镑和欧元走低，美元将被动升值；二是尽管我认为美联储6月加息的可能性并不大，但是6月的议息会议可能为之后的加息提供前瞻指引，并释放出一些偏鹰派的信号，同样将使美元走强。届时，人民币仍将面临贬值压力。

精彩对话

中国证券报：尽管一季度全国经济稳中向好因素增多，但基础还不够牢固，经济下行压力仍然较大。如何研判下半年经济形势？

李慧勇：展望下半年经济形势，首先要明确当前经济的主要矛盾。这也是日前权威人士所提出的，要通过抓主要矛盾来看当前经济形势。当前经济的主要矛盾是经济增长下行压力加大和通货紧缩压力。尽管一季度经济增速达到6.7%，超出预期，但这个数字是稳增长、货币宽松的结果，并不是经济自然触底回升。基于这一判断，我们就可以理解4月份经济指标回落是正常的，民间投资不足、企业中长期贷款萎缩、外

需未好转等也都是正常的。

但从近期高频数据看，一些经济指标回落的同时，高炉开工率连续且大幅上扬，同时煤炭运价也显著走高，这显示出供给侧改革正在加快推进，成为经济回落中的一抹亮色。另外，5月农产品价格同比较4月继续走低，显示通胀有所回落。国内钢材、动力煤、水泥等价格均较4月有所改善，显示PPI跌幅有望进一步收窄。

总体上看，今年经济保持6.7%左右的增长是能够实现的。需要指出的是，如果认为经济形势不错，甚至可以提前退出守底线政策，那么今年经济可能会出现前高后低、总体回落的态势。我相信政府会坚持守住底线、加速转型这个方略，加快推进改革，保障经济平稳运行。

中国证券报：在经济面临下行压力的背景下，下一步调控政策是否会有变化？

李慧勇：在经济面临下行压力和加快结构性改革背景下，财政政策更具优势，其作用也会更大一些。要通过更有力的财政政策，加大新基建投资，弥补民间投资不足，稳定经济增长。

在货币政策方面，我认为，下半年货币政策要灵活有度，会更宽松。除了要保持13%左右的社融增长外，如果下半年美联储加息、资金外流，央行将通过降准降息等手段应对可能的冲击。另外，要通过相对宽松的货币政策为民营企业“过冬”创造条件。通过大力发展直接融资市场尤其是债券市场替银行分忧，避免风险集中于间接融资。同时，通过注资等方式提升银行经营能力，化解坏账压力。

A股就这么沉睡了吗

□刘思恩

5月10日以来，A股就像生了一场大病后情况有所稳定，但接下来虽然没有走向病危却也没有从病床上蹦起来，而是进入了两个多星期的“酣睡”状态。指数震荡的空间就在狭窄的两、三个百分点内，成交量却迭创新低。哪天若有利好，指数涨个2%必被打压下来；反之，若有利空则势必引发一场小型的恐慌杀跌到了箱体底部，马上又被神秘的场之手托住，缓缓回升。次数多了以后，出勤再卖力的股民，也懒得去做高抛低吸了。

股市成交量直线跌落，投资者投资、投机热情跌到冰点。盘中交易时间大家不看盘不传内幕消息，而是打电游、打扑克、聊八卦。这种情况历史上出现过无数次，老股民并不担心股市会就此一睡不醒，反而是盘整缩量越久，信心越足。股谚云“无量非头但近头，地量非底但近底”。如果股市像十几年前那样处于和外部的世界割裂的状态，有经验的投资者先看技术指标和市场心态，就猜得到市场基本跌无可跌，很可能现在就处于一个大型的底部区域。只要买进股票，输时间不输钞票。

但是现在的股市不同以往。一则，股市早就和海外股票市场以及国内各种金融产品之间有了传导关系。自己关起门来闭关修行，打坐养息，万一外面地震了，还是要吓得丢盔卸甲逃命的。二则，股市这个病人，似乎并不是自己自发的进入这种“睡不醒”的状态，而是想起床时，又被人摁回床上，打一针镇静剂，继续睡；而当病情似乎要转为恶化时，又被一针小剂量的吗啡，刺激得睁开眼睛兴奋个把小时。在这种奇异的生活方式下，很难想象这个病人在失去“呵护”后会变成什么样子。

更令人担心的是，以前股市崩盘后，虽然有人担心过市场会被关掉之类小概率事件，但毕竟相信股票依然是企业最需要的融资方式，把股市重新搞得热起来，符合市场各主体利益，所以大多数人对理性和感情上都相信股市会重振雄风。但现在，市场里企业主体种类繁多，在资本市场的玩法也千奇百怪，游戏规则允许的金融工具又不止股票一种，所以大家不敢用以前的老经验去判断新问题。

何况，中国A股从来就是全世界换手率偏高的市场。即使市场没崩溃，但如果以后大多数股票的成交量越来越低，那对许多以股票为业、以股票为生的人来说，这市场就相当于“睡死”过去了。

允许我岔开股票话题，拿债市新情况做个类比。十年前能发债券融资的大多是央企国企大块头。市场对其的信用评价几乎类似政府债务。每当个别企业碰到兑付危机时，总有情理之外意料之中的“失火”从天而降，把投资者和企业救上岸。否则标杆一倒，其他国企再想发债就没那么容易了。

但最近市场味道有点不对了：一是发债主体丰富多彩，阿猫阿狗都能融资，国企民营荤素不拘；二是融资工具的创新速度迅猛，传统公开市场发行和交易的企业债反而占比下降，大企业喜欢发债权、信托等“非标”，小企业小作坊则靠把高利贷包上PtoP之类的新外套；三是发债人对违约变得不再羞答答，甚至积极主动。最近竟然还有财务质量不错的主体，连利息壮要求提前还款、降低票息、改变股东主体和资产构成。所以，如果再出现2011年的信用危机，或者2013年的流动性危机，投资者未必敢用以前的惯性思维去乐观抄底。

以债市的变化来类推股市，也是一样。“缩量是底”的前提是：A股是企业唯一的权益类融资工具，A股也是机构、大户、散户们唯一可以参与国民经济大潮流、分享中小企业成长果实、改变自己人生命运的途径。事实上这个时代不可能存在。在金融创新的前大背景下，股权投资、海外投资和融资、债转股等许多新生事物方兴未艾，对A股产生着各种好和不好的影响。

站在个人投资者和中小机构投资者角度，我们希望股票、债券这种标准化产品未来能成为投资品的主流。因为只有公开市场的产品，才是准入门槛低、信息披露规范可靠、市场博弈相对公平的品种。而非标准化产品、私募产品，天生就只应成为投资市场的配角。如果市场确实在进行着完全公平透明的博弈，且制度建设者也在努力促成这样的博弈，那我对A股市场重新活跃起来，还是有信心的。