穿越牛熊，追求资产全面回报 基金代码：050022 销售机构：各银行、券商及博时网上直销 基金投资需谨慎
博时回报灵活配置混合基金10月10日起全面发售
博时基金 BOSERA FUNDS
www.bosera.com
wap.bosera.com
95105568 博时一线通

宏观与微观不确定 A股短期难现明显反弹

华安基金公司首席投资官尚志民、兴业基金公司投资总监王晓明对话A股市场走势

编者按：近期，受国际国内经济负面因素的影响，A股市场走势低迷，创出了年内新低，这是情绪的因素，还是基本面已经变坏？A股市场是正在筑底，还是未来将经历一个较长时期的调整？我们采访了实力派的投资精英——兴业基金公司投资总监王晓明、华安基金公司首席投资官尚志民，他们就相关问题进行了深入的剖析。

证券时报记者 杨波

情绪因素不是根本原因 海外形势只能算催化剂

近期，受国际国内经济负面因素的影响，A股市场走势低迷，是海外市场的影响、情绪的因素，还是基本面已经变坏？

王晓明：目前A股市场的低迷，绝对不只是情绪的因素，资金面、情绪的因素都不是根本问题。海外方面，2008年各国应对金融危机采取的刺激政策，并没有真正解决危机，只是让危机延后，目前的欧美危机其实是2008年次贷危机的延续。美国经济比较市场化，处理得相对好一些，欧洲的问题要严重一些，大家担心希腊等国会退出欧元体系，欧洲的苦日子可能还在后面。在各国都急于增强自身竞争力的情况下，可能会出现竞争性贬值，总体上，全球的再平衡需要一段漫长的时间，世界经济可能进入一个相对的衰退期。但海外经济形势对A股市场的走势只能算催化剂，不是根本原因。

尚志民：近期市场的低迷是国内外经济环境恶化背景下，基本面受损与情绪波动的叠加效应所造成的。短期而言，情绪波动的因素影响所占比重更大。欧债、美债问题导致出口和世界经济面临下行风险，国内较长时期持续的紧缩已经开始显现效果，后续的通胀、楼市都面临拐点，正向着调控的预期方向前进，但同时不可避免会付出经济增速放缓的代价，由此引发对企业盈利下滑的担忧。目前在外部经济环境动荡的挑战和冲击下，尤其是金融市场的传导效应和高效的资讯传播作用下，A股市场的悲观和恐慌情绪上升，导致市场不断走低。

通胀将回到合理水平 资金面会放松情绪会恢复

CPI会否逐步走低？预期宏观政策会否放松？

王晓明：虽然目前CPI依然很高，但政府治理通胀的决心很大，控制通胀现在成了政府的第一要务，因为通胀既影响民生和稳定，对经济的长期发展也非常不利，未来，通胀必然会回到一个相对合理的水平；另一方面，大宗商品近期普跌，输入型通胀压力降低，外围经济环境不好，政府也会担心过紧会影响实体经济，资金面肯定会放松，市场情绪也会恢复。

尚志民：8月份CPI有所回落，预计9月份CPI可能会有所反复，货币政策短期内有可能仍将保持谨慎，市场预期10月份开始通胀有望呈现不断的同比回落的态势，相关数据需要到11月份才能明朗，如果货币政策有所调整，11月份有可能是重要的时间窗口。同时，在经历了8、9、10三个月的观察后，欧债问题的解决方式、国内的通胀形势、增速下滑对企业盈利的影响、政策是否放松以及微调的方式与形势等重要问题也会更加明朗化。

底部形态较难以把握 现在还不是最困难的时候

目前市场成交大幅萎缩，市场是否已见底？未来会平稳筑底，还是可能出现一个恐慌性下跌的过程？

尚志民：当前市场正在寻底和筑底过程中。底部形态比较难以把握，因为后续的内外部变化因素和政策变数较多。再次提供一些思路：如果后续政策有所微调，则有助于底部的早日形成和右侧的出现。在政策不做调整的情况下，底部将依赖于市场自发完成，则底部的构筑形态可能具有不确定性，大概有两种方向：第一种是平稳筑底，这是最理想的形式。按照传统经验，近期成交量的急剧萎缩、不断创地量，市场做空动能的衰竭，在当前低估值背景下，继续做空意愿退潮，市场转向长期价值投资，通过较长时间的弱势震荡构筑平台式的底部。

第二种可能方式是市场在悲观和绝望中再次杀跌，估值中枢再下台阶。主要驱动力是后续还将面临来自外围环境继续恶化，以及国内紧缩持续下的众多恶性事件的不利影响，比如民间高利贷导致的“三角债”坏账、楼市拐点到来后的价量齐跌带来的烂尾楼与坏账、房地产与投资的双降对投资、经济增长、就业的不利影响等等。在这些不断的坏消息打击和影响下，不排除市场由悲观转为绝望而再次系统性下跌。这两种情形都是在保持紧缩政策不作任何调整的前提可能的发生情景。

王晓明：从成交量看，现在已下降到1000亿，但也许还不是地量。以前最困难的时期，股票市值一万多亿，成交量降到50亿，按这个比例，现在股市总市值十几万亿，是过去的10倍，成交地量应该在500~600亿左右。

宏观与微观面临不确定性 短期市场难现明显反弹

为什么市场在大幅调整之后，大家的预期仍不乐观，决定A股走势的根本原因是什么？

王晓明：决定A股走势的，是国内经济形势的变化，现在，宏观与微观都面临相当的不确定性，至少在明年换届前，这种不确定性都存在，因此，短期内市场不太会出现像样的明显的反弹。现在跟2008年很不一样，当时政府传递给市场的信息非常清晰，政府振救经济的手段也非常简单，就是财政、货币政策双管齐下，加大投资力度，但这种手段救得了一时救不了长远。2008年以后，房地产持续存在泡沫，在做房地产、炒股票、借贷都很容易赚钱的情况下，资金肯定不会流向实业。因此，当时的救市政策一方面延缓了经济转型的进程，另一方面，大量的货币发行造成了现在的通胀。

尚志民：影响股市的因素很多，包括宏观经济周期、宏观政策与要素条件等，这些因素会落实到企业盈利及其增长，主导市场运行的长期方向。中短期而言，流动性、市场情绪是重要因素。流动性预期与市场情绪有交叉，市场情绪简单说来是市场信心。在当前内外部环境恶化、国内仍面临高通胀和紧缩环境下，市场信心受到较大打击。

中国经济转型 必将经历一个痛苦过程

王总刚才提到了宏观经济的不确定性，请谈谈您对宏观经济的具体看法？

王晓明：未来，中国经济转型势在必行，经济增长将很难保持过去那么高的增速，而且一定要经历一个很长很痛苦的过程。

具体来看，未来几年，投资肯定不可能维持过去那么快的增速，房地产投资增速肯定下来，机械投资也会下降，在目前的货币政策环境下，不太可能通过提高杠杆刺激经济，政府使用投资的手段刺激经济始终有一个极限。出口方面，从数据上看，今年前几个月还可以，但企业纷纷表示挣不到钱，在高通胀高工资的情况下，即使有订单，企业赚不到钱也不大愿意再接订单，因此，预期出口增速在四季度有回调的压力。消费方面，社会消费品总额的增速，比GDP增速高一点但不多，消费没有加速启动的迹象。经济转型将是一个漫长的过程，消费是收入的函数，改变没那么快。过去我们所使用的货币政策、财政政策都是着眼迅速拉动经济，但要拉动消费，需要运用改变收入分配结构、税收结构等长期手段，产生效果需要相当的时间。

从对紧缩政策的担心 转到对企业盈利的担忧

对于A股市场来说，是否上半年是看政策，下半年看上市公司盈利？上市公司盈利下滑的负面预期是否已在股价中体现？

王晓明：不容回避的是，微观预期的不确定性正在增强，现在，大家已经从对紧缩政策的担心，转到对经济、对企业盈利层面的担心。从中报来看，扣除金融、石化全体上市公司利润平均增速为23%，已经有所下降，而有研究机构把今年全年的利润增长调到了16%，这意味着下半年，上市公司的盈利将大幅度下降。值得关注的是，从结构上看，中小企业的利润增速低于平均水平，资金成本高外围环境变化等，中小公司盈利在相当一段时间可能会减速。

尚志民：当前的股价下跌已经对企业盈利下滑做出了初步的负面预期，但该预期是不够清晰和完备的，可能事后验证发现当前的市场反应是不足的，或是过度的。当前市场已经开始对三、四季度的经济增速、通胀和企业盈利进行调整，但这个过程才刚刚开始，且未形成共识。对明年的经济增长、通胀以及企业盈利还未做出明晰的判断。影响未来宏微观要素的很多变量还在变动和不明朗中；特别是重要经济体当前对相关危机和挑战的应对策略、政策讨论与选择还在进展过程中，宏观经济与A股市场的走势还有很大不确定性。

结构性泡沫未完全消化 中小股票调整期会很长

王总刚才提到了中小企业的盈利问题，中小股票是否已调整到位？或者还需要再经历一个风险释放的过程？

王晓明：市场上的结构性泡沫还没有完全消化，小市值高成长预期的股票，估值仍然偏高，原来的股价包含了过于乐观的预期。从盈利来看，未来这类公司盈利增长的波动性将比较大，还有一批公司业绩成长可能达不到预期，股价会继续处在挤水份的过程。有些中小企业不只是不能达到乐观预期，平均水平都可能达不到，加上这些股票盘子较小，流动性很差，过去存在资金博弈的因素，现在退潮，调整周期会很长，不可能一步到位。相反，大股票经过反复杀跌，相对来说倒是有一种市场化的平衡。

尚志民：中小股票未来将面临较大的分化。有些未达预期的中小股票在经济下行、估值调整的过程中有可能继续面临下行压力；而一些富有生命力的企业（主要集中于战略新兴领域）能够抵御经济周期的波动并体现出高成长性，有可能实现长远的发展，相应的股票市场也会给出正面的反映；当然这个过程可能受到市场情绪波动的影响有所曲折。

估值是一个很大的范围 不能与2008年简单比较

现在，股市的估值已跌至2008年底的水平，这是否意味着A股市场已较具投资价值？

王晓明：现在的宏观背景、货币政策背景与2008年都非常不一样。2008年中国本身并没有大的问题，银行信贷质量很高，居民的资产状况也很好，但救市政策的力度比较大，到现在，政策上操作的余地已经很小。当时政府迅速振救经济，迅速放松货币，银行非常积极地给地方政府放贷。现在地方政府城投债利率已经提高到11%，说明基本面状况跟两三年前完全不一样了。即使政府放松信贷鼓励给地方融资，也不会有那么多钱出来了。我们产生危机的根源跟拯救危机的方法类似，都是增加杠杆，个人增加杠杆借贷消费造成危机，拯救危机是政府增加杠杆刺激投资，现在，政策可以作为的余地很小了。

这几年我们也在反思，2008年4万亿拯救政策启动太快，迅速投资当中必然包含低效投资，需要比较长的时间消化。中国金融体系已经越来越市场化，已经有较强的风险意识与风险控制能力。比如云南城投债一出事，有一些银行立即停止贷款，现在银行只会锦上添花不会雪中送炭了，今后政策必然会更加往市场化的方向去走。

另外，估值有一个区间，跟宏观、利率、情绪有关，现在，可以说有相当部分行业跌到了估值的下端，风险比较小，但不代表一定有配置价值，还要看它的盈利预期，如果盈利预期恶化，估值就可能继续下降。香港很多企业房地产企业的股票NAV跌到了0.2，说明估值是一个很大的范围，不能用一个简单的指标来看，如果宏观、行业、企业趋势向下，6倍市盈率也可能是高。

王总刚才提到金融机构的市场化，在如此低的估值下，银行股是否已具备投资价值？

王晓明：银行的确在不断市场化，今年信贷比较紧，银行通过发行理财产品，扩大了净息差，所以今年银行增速很高。但银行今年也走到了极致，明年存款贷款规模都会降下来，当然，银行股估值已经很便宜，令人担心的是未来银行增速会大幅度下降。另一个担心是坏账，如果中国经济出现两三年的调整，地方政府出现违约坏账的可能性较大。

未来会有一两年困难期 控制仓位控制持仓结构

在目前的市场中，倾向于采取什么样的投资策略？

王晓明：我们必须清醒认识到，未来会经历一两年的困难时期，我们的策略很简单，一是控制仓位，二是控制持仓结构，不能对一些成长类的个股太乐观。目前的市场，结构上仍存在不合理的地方，很多股票还有杀跌空间。现在的情况是，权重股跌幅不大，指数的跌幅也不大，但个股可能会跌很多，做好持仓结构的调整，风险要小很多。

尚志民：我的策略是，保持适当的仓位，审慎灵活的调整资产配置结构，以有效应对当前动荡与充满变数的复杂市场环境。

看好消费与部分制造业 蓝筹股具备长期投资价值

如果经济与股市都将经历一个调整期，应该到哪里去避寒？

王晓明：我们对中国经济的长远发展仍存乐观预期，关键是要找到在经济转型中不会有大的波动、相对受益的行业，消费、部分产业升级的制造业值得看好。中国经过过去三十年改革开放，一些企业具备能力成为全球性的制造企业。比如化工，目前全球精细化工仍然垄断在几家大的企业手里，但中国的企业会逐渐侵蚀它们的份额，产业升级还是有亮点可以看。

尚志民：不少大消费股票和低估值的蓝筹股目前已具备长期投资价值。消费符合经济结构转型的需要，且中国正进入消费升级的黄金时代；低估值的蓝筹当前的估值水平已经进入有吸引力的投资区间，有些甚至已经开始吸引产业资本的入场。

在大环境复杂的背景下 投资者需要多一些耐心

对于普通投资者来说，应该如何应对目前低迷的市场？请给投资者一个建议。

尚志民：对于普通投资者而言，面临下行的市场首先需要保持谨慎和适当的仓位水平。另外，通过多做研究分析，自下而上精选个股，选择具有长期发展潜力并且未来业绩表现持续良好的优秀公司，进行长线布局。当然，在经济大环境较为复杂的背景下，需要一些耐心。