

中美股市差异背后的原因

付浩

本轮经济危机始发地美国，其股市却远不像 A 股表现疲弱。标普 500 指数历史最高 1576 点，上周末收在 1385 点，比最高点只下滑 12%。由于美国经济复苏情况良好，股市仍有上涨动力。

2008 年，中美两国为应对经济危机，都采取了多种措施来拯救经济，其中一个重要措施就是大量释放流动性。内地推出的是“四万亿政策”，商业银行在 2009 年和 2010 年新发贷款近 19 万亿，M1、M2 同比大幅增长。进入到 2012 年中期，很多企业感觉经济下滑带来的压力甚至比 2008 年还要大。名义 GDP 增速不断下滑，M1 的增速也在低位，在这样的情况下，股市很难有表现。

而美国虽然也采用释放流动性的做法，但大量的流动性仍然只是在金融企业之间循环，并没有进入实体经济，美国企业采取的是破产、裁员等方法来应对危机，这样其后复苏虽然缓慢，但却很扎实。相比内地股市，美国股市则是花了三年时间，才翻了一倍。

两个经济体不同的应对危机方法和结果，导致了股市表现的差异。

（作者系易方达科翔、基金科瑞基金经理）

经济下行周期利好债券投资

郑可成

在目前的宏观经济背景下，下半年债券市场仍然能取得较好的表现，当然收益率可能与上半年相比有所下降。对债券市场来说，逐渐宽松的货币市场资金利率在下半年也将逐渐下降，这有利于债券市场的行情向纵深发展。

首先，宏观经济仍然处于底部区域，这一轮经济调整可能会持续相当长的一段时间。其次，债券市场是未来资本市场发展的主要方向之一，不管是从管理层还是从企业层面来讲，对债券融资发展的意愿都非常强烈。再次，目前的货币政策组合也会逐渐有利于债券市场的发展。

债券市场的各个子市场中，我们认为中短期限的信用产品目前仍然是最具有吸引力的一部分。第一，中短期限的信用产品的绝对收益率目前还比较高。其次，中短期限的信用产品的收益率波动未来会比较小，由此对基金净值波动带来的影响也比较小。再次，就我国债券市场发展的方向来看，中短期限的信用产品是众多发行人最乐于选择的一个期限品种。

（作者系华安稳固收益债券基金经理、华安安心收益债券拟任基金经理）



信用债短期有调整压力 中长期仍然看好

吴江

近期信用债出现显著下跌，尤其交易所部分公司债跌幅度较大。当前信用债的利空因素主要有以下几点。首先，从供需力量对比来看，下半年信用债供给或大于需求。其次，经济下行过程中，担心信用违约事件发生。再次，存在获利了结的因素，上半年许多机构已完成全年目标，纷纷减仓。

短期内信用债确实存在调整压力，经历大幅上涨后，信用利差处于历史低位，尤其是银行间的短融、中票。同时，我们不认为债券市场将转入熊市，前期看好债市的根本因素没有发生改变。

信用债的利空因素，将随着信用债的调整而动态变化。例如，从供需来看，当前的信用利差偏低，信用债供大于求，但如果利率上升一定幅度，供求关系可能发生改变。关于信用违约事件，我们认为暂时不会发生在债券上。更多的是对风险偏好产生影响，从而对估值和流动性产生影响。

（作者系农银货币、农银信用添利债券基金经理）



正向循环已不存在 房价短期难涨



李品科

近期房地产市场走势颇受市场关注：年初开始行业销量下跌趋势趋稳，北京、深圳等前期销量跌幅较大的一线城市回暖趋势更为明显。伴随销量止跌回升，部分一二线城市房价开始触底回升，随后部分一二线城市土地市场开始回暖，对房价反弹和政策加紧的预期重新开始撩动市场神经，但笔者认为仅从现阶段量价表现判断市场全面回暖还为时尚早。

短期房价不存在持续上涨动力

随着预期改善，刚需回暖有其可持续性，但结合高库存和政策性因素，房价在短期内并不存在持续上升动力。

首先，近期房价上涨有结构性因素。除市场回暖影响，近期改善性需求的入场也是统计上房价出现明显上涨的重要原因。由于 2011 年下半年预期转向，市场上高端产品成交低迷，价格基数低，所以近期高端产品成交量的上升对统计上的房价影响较大，而事实上这些高端楼盘售价和前期相比并无提高，甚至略有折扣。

第二，市场整体库存仍然维持高位。10 月前后的庞大新推盘降低房价压力。根据国泰君安统计，现阶段 15 个主流城市平均可售量同比上升幅度为 25%，相比 2010 年 4 月低点上升 76%，市场库存仍然维持高位，高库存压力下努力销售去化回笼资金仍是现阶段地产商的主要任务。另外从新

开工历史数据和行业历来推盘规律分析，今年 10 月前后市场将迎来一轮推盘高峰，届时在激烈的竞争压力下，房价的压力会逐步下降。

第三，差别化信贷条件下历来房价上涨的最大推手——房价正向循环已不存在。在投资性需求可以享受高银行杠杆时，投资偏好一旦形成趋势具有正反馈效应，但在目前差别化信贷条件下，即使不考虑限购的因素，投资性需求的杠杆运用能力也被大大削减，房地产投资的吸引力因而明显降低。

第四，政府仍有诸多手段限制价格上涨幅度。如果在未来房价出现持续上涨，政府可能启动的行政手段包括：①启动地方房价问责制，其结果是高端楼盘获得预售证的可能性大大降低，至少统计上出现房价上涨的结构性因素大大减少，减少涨价预期；②直接通过临时性喊话扭转涨价预期；③地方政府重新祭出限价政策，由于中小地产商资金链普遍偏紧，对去化有较高要求，限价政策可以取得不错效果。

第五，单从北京万柳地王现象并不能说明地产商信心恢复。①从总量上讲 2012 年上半年土地出让收入同比减少 27.5%，土地市场仍处于较为冷清的阶段；②目前土地成交溢价率上升基本是一二线城市，尤其是一线城市为主，北京、上海作为国际性大都市，具备无与伦比的人口和资源吸引优势，部分地块的确具备不可复制的资源优势，是开发商资金回流加快后拿地的首选区域，一线城市土地成交活跃并不代表整个市场；③最为先行和反映地产商投资信心的新开工指标持续下探，6 月单月同比下滑达到 16.3%，因此，房地产投资下半年持续低迷的可能性很大。

中长期地产行业将回归平稳增长态势

一般来说，一个中长期内的房地产牛市必定是中期内需求大于供

给造成供给相对紧张、适龄购房人口的快速增加和持续的城镇化等因素单独或者共同作用造成，同时来源于居民财富配置的投资性需求会放大地产生熊市切换间的周期性波动。综合未来以上因素的变化趋势，笔者认为未来我国房地产市场将回归平稳增长态势。

（一）中期内供需结构（中性）1998 年房改所形成的制度红利造成的中期内供给紧张，是过去十年地产牛市的启动因素。以 1998 年国务院出台《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》为标志，中国进入住房商品化时代，中央推出的一系列商品房制度建设和改革包括预售制度、土地招拍挂制度等，创造了一个市场化的房地产行业。被福利分房制度压制了数十年的我国居民的住房需求从此开始全面觉醒，意味着已经累积了相当长时间的居民财富在短期内会在房地产市场上出现井喷式的释放，而地产供给在中短期内是缺乏弹性的，因而行业中期供给相对紧张局面开始形成，客观上这也是房价上涨初期最重要的推动力量之一。

供需结构在中期内出现的重大变化通常是由重大的制度变革所引起，随着地产行业政策规范化和市场化，而制度重大变革造成的供需结构变化在未来出现的可能并不大。

（二）适龄购房人口的增加（中性）适龄购房人口的快速增加是过去十年地产牛市的支撑性因素。适龄购房人口是地产需求的直接来源，而过去十年我国适龄购房人口呈现快速增长态势，一个重要的指标就是在进入 2000 年后我国结婚人数的迅速增加，由于始于 1981 年的小婴儿潮在进入 21 世纪后开始进入适婚年龄，中国的结婚率（年结婚人数/总人口）从 2002 年的 1.235% 快速上升至 2010 年的 1.851%，在传统的买房结婚观念下，结婚率上升意味着庞大的房地产刚性需求的释放。

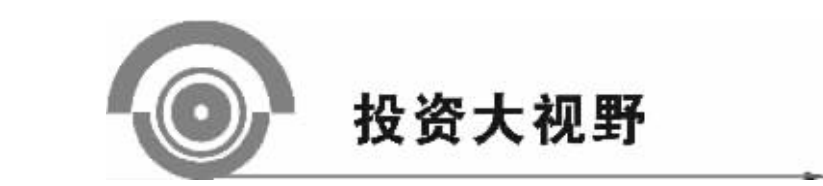
始于 1981-1991 年小婴儿潮的人口红利在未来将逐渐褪去，事实上从 2010 年开始我国的结婚率指标的增长就已经开始逐渐放缓，这对未来

地产需求的增长会造成一定不利影响。但另一方面，我国家庭小型化趋势仍将持续，目前我国的户均人数为 3.04 人左右，而日本 05 年和美国 08 年该指标分别为 2.55 人和 2.67 人。具体到美国户均人口的历史变化趋势来看，户均人数在 2.8-3.5 区间内变化最为剧烈，所以中国家庭小型化的趋势在未来仍将持续。综合两方面的因素我们对未来适龄购房人口的变化趋势做出中性评价。

（三）快速城镇化因素（中性偏多）城镇化是普遍认同的中国房地产市场需求的最大推动力量。2001-2011 年间年均 1.4% 的城镇化率增加它意味着年均超过 600 万套的住房需求，这是中国房地产市场最大的需求推动力量。

未来城市化率将呈现减速上升态势，给予中性偏多评价。城市化率不会无休止增长，未来的增速也不会是过去历史的简单平均和回归，基于两方面的理由我们判断中国将维持较快城市化率的进程，但其速度将逐渐放缓。

结构上看我国二三线城市还有相当的城市化率向上空间。笔者选取了部分一、二、三线城市 2007-2009 年的城市化率情况进行了测算，结果显示，我国一线城市城市化率水平在 2009 年就已经超过了 87.8%，未来上升空间已较小；而二线城市和三线城市在 2009 年末的城市化率水平分别为 61.62% 和 59.2%，对比一线城市 87.8% 的水平，未来仍有相当的上升空间。总体上看大国经济在城市化率超过 50% 后，城市化速度开始放缓。综合比较美日法韩等国的情況，当城市化率超过 50% 之后，大国城市化率速度开始放缓（如美国），城市化率速度的绝对值也较低（如美、日）；而小国的城市化率速度得到保



A 股仍将震荡筑底 保守策略低仓为宜

证券时报记者 杨丽花

上周，A 股再创新低，沪指创近三年来新低。A 股未来走势如何，宏观经济何时见底，应采取何种投资策略？证券时报记者就此采访了博时基金宏观策略部总经理魏凤春、广发策略优选基金与广发消费品精选基金经理冯永欢、融通内需驱动基金经理周珺、南方基金首席策略分析师杨德龙。

A 股将持续震荡筑底

证券时报记者：近期股市不断创出新低，原因何在？您如何看待市场短期走势，是短期底部已近还是仍未见底？

魏凤春：经济增速放缓，加上上市公司中报业绩下滑，导致投资者情绪悲观。对未来短期市场走势依然保持谨慎态度。

周珺：中长期经济增长动力的缺失和短期市场对房地产出现二次调控的担忧导致市场不断创新低。我们倾向于经济在数次降准和降息后逐渐恢复。但若经济复苏之前，以房地产为代表的资产价格先行大幅上涨，对中国经济而言将是又一次沉重打击，届时需重新评估市场前景。

冯永欢：股市不断创新低，是由于企业盈利增长乏力，目前还看不出明显的盈利预期改善的迹象。

杨德龙：在经济面不断下滑的背景下，市场难以走出下跌通道，未来一段时间仍将延续探底。展望 8 月，考虑政策放松的力度可能逐渐加大，经济下滑趋势有望放缓，A 股市场可能维持震荡筑底走势。

经济何时见底未可知

证券时报记者：前期市场预期宏观经济会在三季度见底，但目前普遍认为三季度仍不能见底，您怎么看？企业盈利何时见底？

博时基金宏观策略部总经理魏凤春：在看不到太多积极信号的情况下袁可更加保守一些袁仓位保持在较低水平
广发策略优选基金与广发消费品精选基金经理冯永欢：目前还看不出明显的盈利预期改善的迹象
融通内需驱动基金经理周珺：整体融资成本需下降到 6% 以下袁才能刺激制造业投资回暖袁还需 2-3 次降息
南方基金首席策略分析师杨德龙：本次经济见底后将呈现 L 型走势

魏凤春：经济何时见底，难以预测。企业盈利虽然在三季度有改善的积极因素存在，但整体上，工业企业盈利增速可能仍会维持负增长，考虑产能收缩将对企业盈利形成支持，我们估计四季度企业盈利实现正增长的可能性较大。

周珺：在年初一波短期补库存之后，由于中国经济一些结构性瓶颈的存在，经济复苏力度低于资本市场和实业的共同预期，因此在信贷需求和生产方面都出现再去库存的过程，从而拖累了宏观经济见底的时间。企业盈利见底更多取决于 PPI 能否尽快环比提升，按照市场一致预期，PPI 应该在 8、9 月份开始环比提升。

冯永欢：三季度经济如果可以见底，就可不必悲观。企业盈利，主要还是要看欧洲市场，看出口何时好转。如果出口不行，现在的投资很有可能变成新的产能过剩，企业仍然无法实现盈利。

杨德龙：在外需不确定性较大的情况下，经济增长动能的恢复主要依靠内需拉动。近期“稳增长”政策对经济的拉动作用到底如何还有待观察。我国宏观经济增速可能会在三季度见底，但盈利见底会延后一到两个季度。本次经济见底后将呈现 L 型走势。

下半年降息可期

证券时报记者：7 月 CPI 可能跌

破 2%，会否很快出现第三次降息？如果降息，对经济的刺激作用有多大？股市会否反弹？

魏凤春：在 9、10 月份或将迎来第三次降息。但降息对经济只会有限改善的效果，股市如果有大规模的反弹，应该不是因降息而起。经济确定性好转情况下的企业盈利回升，才是决定股市上下的根本力量。

周珺：目前存在降息的可能。降息真正目的在于降低社会总体融资成本，以刺激内生性的投资需求。根据过往经验，整体融资成本需要下降到 6% 以下，才能逐渐刺激制造业投资回暖，这还需要 2-3 次降息。

冯永欢：现正处降息周期，下半年至少会再降息一次。一次降息对经济的刺激作用不强。股市反弹，政策刺激，需要一个累加的过程。只能说降息是经济增长的必要非充分条件。股市反弹，需要需求真正起来，特别是外部需求起来才行。

杨德龙：下半年可能会再次降息，但降息对于经济刺激作用并不会很大。决定市场的核心要素依然是经济及中长期的政策路径，后市仍将震荡探底。我国经济回升幅度将决定市场反弹高度，预计降息后会有反弹，但反弹高度有限。

魏凤春：如果只是着眼三季度，前期比较抗跌的行业板块，如农林牧渔、餐饮旅游、食品饮料、医药、电力及公用事业等，还可以继续关注。另外，传媒和广义上的国防军工因政策利好，也会出现结构性的投资机会。

周珺：就下半年整体而言，看好除白酒以外的泛消费品，如医药、旅游、传媒、环保等。短期而言，市场消化完地产的负面因素之后，看好库存水平降低后、旺季新一轮补库存预期下的投资品反弹。

冯永欢：现在还不到加仓的时候。杨德龙：从结构上来看，偏好沪深 300 为代表的蓝筹板块，而对于创业板和绩差股要尽量规避，特别关注金融、先进制造业、品牌消费等板块的机会。

倾向保守低仓策略

证券时报记者：在目前的市场背

势（如韩国），甚至会持续到城市化率超过 70% 之后。中国是典型的大国经济，2011 年末城市化率已经超过 50%，加上未来土地财政模式的改革，通过征用农民土地使其“被动城市化”的情形会逐渐减少，城市化率速度放缓是必然趋势。

（四）投资性需求因素（中性偏空）富裕阶层资产配置向房地产的流动是 2005 年后地产牛市的重要推动力量之一，也是 2005 年后房价暴增的主因。在 2001 年加入 WTO 后，我国富裕阶层开始逐渐壮大。国内投资渠道受限严重，资产配置需求旺盛，使得房地产的金融属性变得越来越强。同时伴随着 2007 年中期以后工业企业利润的拐点开始向下，结合 2008 年中央政府应对金融危机进行的流动性释放，大量民营资本开始流入非实体经济，房地产需求和流动性的关系开始发生质变。

虽然中短期内“两限”政策仍将持续并挤出大部分投资性需求，但长期来看投资性需求仍是总需求的有效组成部分之一，给予中性偏空评价。虽然在中短期内“两限”政策几乎没有退出可能，但在目前经济下滑的大背景下，在稳经济中的重要性也日益凸显，这就意味着政策持续加码的可能性也已经极小，虽然投资性需求在行政性的两限的压制下仍然没有释放的可能，但是最重要的预期和信心已经开始缓慢修复。从长期来看，调控的目的并不是也不可能完全消除房地产的投资属性，调控的真正目的是改变由投资性需求主导市场造成房价无休止上涨的局面。从这个意义上讲，长期来看当房地产市场回归平稳后，房地产的投资性需求仍将是房地产有效需求中稳定的贡献力量。

（作者系国泰君安研究所房地产行业研究员）

■微言大义 Word by Word ■

定位决定地位，格局决定结局：最好的竞争格局是“月朗星稀”，就是一家独大，其它竞争对手都不成气候。次优的是“一超多强”，彼此有竞争，但老大的优势明显。再次的是“两分天下”和“三足鼎立”。最差的就是“百舸争流”的高度竞争行业。——南方基金投资总监邱国鹭

两次非对称减息，看似对银行业是沉重打击，为此大量机构减持。大盘在这期间又下跌近 200 点。然而，有银行股股价却超过利率调整前水平。估值与公司治理差异是因？——上海市人大代表李迅雷

一些银行经营转型陷入尴尬境地。一曰“转型绑架”，数年如一日将人财资源大规模投入零售业务，迄今未获预期的真金白银的回报，食之无味又弃之不舍，不情愿又抽身不得。二曰“转型陷阱”，锲而不舍地耕耘中间业务并持续投入大量资源，而今却遭遇前所未有的大力度合规调查，未曾料到会如此深陷困境。——交通银行首席经济学家连平

理论上来说，在税负重的情况下，如果民间投资回报率高于国债利率，政府就应该减税，改为通过发行债券弥补财政支出。这样好比用政府的高信誉来为民间投资的发展提供支持。我国真的到了该减税的时候了。——兴业全球基金管理公司副总经理徐天舒

我国债券市场可能爆炸性发展，前几日遇美国某最大资产管理公司合伙人，他介绍了美国八十年代资本市场的情况，一为遏制通胀不断收紧银行信贷；二是股市长期低迷；三是各类债券产品大发展，有效弥补了银行信贷的短缺。我国未来数年情形与此十分相近。——中信证券董事总经理徐刚（陈春雨 整理）