■微言大义 Word by Word

忍耐与等待乃唯一抉择

尽管市场估值水平显得越来越有吸引力，但频创新低的股指，反映了投资者对不触及市场根本矛盾的单纯维稳思维的排斥。虽然轮流下挫的股价体现了覆巢无完卵的惯性，已经湮没了价值灵光，但面对悲观的经济数据，又不得不承认市场逻辑具有其不容忽视的理性。忍耐与等待乃唯一抉择。

——诺德基金总经理 潘福祥

僵尸”公司

喜欢暴富、不劳而获、通过伤害其他股民而不是通过企业成长或分红的博弈方式炒股，使中国股市中出现了相当数量的 僵尸”公司 （上市以来业绩没什么增长，也没什么分红的公司）。大量此类公司的存在是拖低中国股市整体回报的重要原因。什么时候这些股票大量退市了，中国股市的长期回报可能就会出现明显改善。

——广发基金副总经理、投资总监 朱平

一个经济学常识

在消费与投资两者之间，消费无法拉动经济增长，投资是经济增长的必要条件。这是经济学常识，看一本宏观经济学教科书就行。在这两者之外，还有其他因素决定经济增长，例如，中国的改革开放政策。

——联合国经济与社会事务部全球经济监测中心主任 洪平凡

寻求平衡点

从本质上看，美国 QE3、欧央行购国债以及日央行向市场放水，都是前期宽松货币政策的延续，有助于稳定预期、推动世界经济复苏，但也将推高大宗商品价格并对美元构成贬值压力。未来要关注由输入性因素、投资需求转旺和猪肉价格上涨等带来的通胀压力。货币政策将在控通胀与管理资本汇率波动间寻求平衡点。

——交通银行首席经济学家 连平

中国也应跟着美国 宽松”?

美国量化宽松，中国也应该宽松的观点是没有道理的。我们应该担心的是美元贬值流动性过剩资本重新流入大宗商品价格上涨带来的通胀的压力，国内再印更多的钞票会加剧通胀的压力。再说国内货币政策已经宽松，第二季度 13.4%M2 增长>10.36%的名义 GDP 增长，适度宽松非常明显。前瞻性应对流动性有必要。

——银河证券首席经济学家 左晓蕾

城市化与房地产开发

我在莫干山会上讲了几个观点。

一是城市化的本质就是农民进城变市民。人往高处走，农民自己已经选择了去处并已工作多年。因此城市化的主体是几亿农民工及其分居的家属。土地制度改革的核心是把地方政府、开发商和城郊农民在城市化过程中的不当收益拿走，转移给城市化的主体和真正功臣即农民工及其家属。

其二要颠覆中国特色的房地产开发模式，学习国际成功经验，地价公示，房地分离，组建金融合作社使合作建房成为主导形式。开发商拿地不付款，预售房时由购房者直接付地款给土地出让方，交房时再给开发商单独交建房钱。这样建房竞争的开发商必大增。土地无法贪腐谋利，住房就会如工业品一样质优价廉地建造。

——燕京华侨大学校长、经济学家 华生

（陈春雨整理 小标题为编者所加）

A股将长期维持较低估值水平

薛冰岩

当前的中国股市正在发生深刻而持久的变化，市场正在回归其正常的估值水平。在可预见的未来，市场极可能将长期维持较低的估值水平，整体市盈率在 8 倍至 15倍之间波动，市净率在 1 倍至 2 倍之间波动。过去 20 年中国股市的高估值现象将一去不复返。

A股估值居高不下

随着中国经济增速的减缓和证券市场制度的重大变革，A 股传统的估值体系将遭遇重大挑战。在过去绝大部分时间里，相当一部分股票的估值高得离谱，尤其是 2009 年创业板开板以来，中小市值个股估值水平达到前所未有的高度。据笔者观察，A 股估值居高不下，有如下几个原因：

一、A 股供给量长期不足。

过去 20 年，在绝大部分时间里，中国的证券化率低于 100%，A 股并未给居民提供足够多的优质的投资标的。在 A 股供给量长期不足的前提下，水涨船高”导致整体估值水平偏高。

二、畸形的新股发行制度。

核准制的新股发行制度使得一级市场的供需状况严重失真。一方面是海量等待排队上市的企业，一方面是高得离谱的新股定价，这种几乎忽略二级市场表现的新股发行方式，不仅是对二级市场的掠夺，而且变相提高了市场整体的估值水平。

三、市场缺乏做空机制。

只能做多不能做空的单边市使得市场人心思涨。当只有 上涨”才是各方利益的最大公约数时，估值能不高吗?

四、缺乏完善的退出机制。

优胜劣汰是证券市场的基本功能之一，缺乏完善的退出机制使得 A 股的该项功能大打折扣，这直接导致市场上出现一批 亏而不退、退而不僵、僵而不死”的垃圾股，且这些垃圾股贵得惊人。一个连 壳资源”都昂贵得离谱的市场，是很难找到便宜货的。

五、投机炒作风气盛行。

中国股市仍缺乏健康的投资文化，盛行的投机炒作风气，顽强地维系了市场的高估值水平。

市场向正常估值水平回归

不过，当前的中国股市正在发生深刻而持久的变化，市场正在回归其正常的估值水平。在可预见的未来，市场极可能将长期维持较低的估值水平，整体市盈率在 8 倍至 15 倍之间波动，市净率在 1 倍至 2 倍之间波动。过去 20 年市场的高估值现象将一去不复返。核心原因有如下三项：

一、A 股供给量快速增加，市场规模已今非昔比。

A 股的供给量不仅指大量的新股上市，更重要的是大小非的全流通。自 2005 年至今，短短 7 年时间，A 股流通市值增长 10 倍以上。当市场规模足够大时，远非政策所能左右，而是由市场的内在规律所主导。

二、做空机制使得市场整体估值水平趋向于国际标准。

股指期货、融资融券、转融通的推出，尽管实际效用有限，但其最深刻的影响是，将彻底改变投资者的预期，使得市场整体估值水平趋向于国际标准。这种趋势将不随政策、不随任何投资者的喜好而改变。

三、中国经济的高速成长期已过，社会平均收益率下降。

中国经济总量已位居全球第二位，经济高速增长的时代已经过去。经济放缓冲击最大的便是严重依赖政策和宏观环境的国有企业，以国有企业为主体的股票市场必然遭遇业绩下滑和估值下降的戴维斯双杀。

市场估值演变的四项特征

当前是中国 A 股的严冬，其背后是长期以来市场高估值系统的崩溃和经济放缓带来的上市公司业绩下滑。即便是未来经济回暖，市场估值也不可能再回到原有的水平。笔者认为，市场估值的未来演变将表现出如下四项特征：

一、估值水平将出现两极分化。

随着股票供给量的高速增长，壳资源的价值将大幅下降，这就意味着垃圾股的价格将跌至极低的水平。相反，业绩优秀的股票将受到市场青睐，进而抬升估值水平。

二、国企整体估值水平难以提升。

中国经济的未来在民营企业。在经济放缓的背景下，国企将难以提升自身竞争力和盈利效率，进而导致其整体估值水平维系在较低水平。

三、中小企业估值水平大幅下降。

因为小，所以容易长大”的逻辑荒唐无比，在残酷的市场竞争中， 因为小，所以更容易死掉”的逻辑才正常。在市场回归本源的过程中，当前高得离谱的中小企业估值水平必然难以维系。

四、成长股和价值股估值水平相对平衡。

当前市场显著的特征是，过度追逐成长股，过度冷落价值股。随着产业集中度的提升和上市公司分红制度的完善，未来成长股或许不再像以前那样被过度追逐，而价值股也不再像过去那样被过度冷落，市场博弈的结果极可能是成长股和价值股的估值水平将稳定下来，而且相对平衡。

路还在，风已逝。当那些虚幻美丽的面具被摘去以后，A 股必将展露出其本来的面目。可悲的是，当看到时，大多数投资者已遍体鳞伤。可喜的是，A 股在逐步正常起来。

（作者系深圳市晟泰投资管理有限公司总裁）

投资大视野

卫星上天 北斗导航产业发展提速

证券时报记者 刘明

◎市场预期升温，提升了卫星导航产业相关股票的估值，不过，这些公司基本面并没有发生明显变化。

◎北斗导航在行业应用方面更具特色与吸引力；在高精度定位、高精度授时方面，与 GPS 存在差距，而且核心的终端芯片技术开发成本高。

◎北斗产业在国防、行业、大众三个应用层面的产值规模和壁垒各不相同。短期来看，面对国防应用需求的公司会率先反应。

9 月 19 日凌晨，中国在西昌卫星发射中心成功将第 14 和第 15 颗北斗导航卫星发射升空并送入预定转移轨道，北斗二代导航亚太地区组网提速。近日，《导航与位置服务科技发展 十二五”专项规划》（简称《导航 十二五”规划》）发布，该规划提出，导航与位置服务产业在国际上已成为继互联网 、移动通信之后发展最快的新兴信息产业之一，具有十分巨大的市场潜力。二级市场上，卫星导航相关股票近期也有亮眼表现。那么，目前中国的卫星导航产业发展状况如何？未来有哪些发展方向？这其中又蕴含哪些投资机会？证券时报记者就此采访了海富通基金投资经理杨帆与广发基金研究员白金。

证券时报记者：近期，卫星导航产业相关个股在二级市场上表现相对强势，您如何评价这种现象？卫星导航概念股的当前估值如何？

白金：近日，《导航 十二五”规划》发布、北斗第 14 和第 15 颗卫星升空带来的市场预期升温，从而提升了相关股票的估值，不过，这些公司基本面并没有发生明显变化。

杨帆：中国北斗正处于产业发展初期，相关公司未来成长空间巨大。行业估值相对于整个 A 股市场以及其他通信行业额的子行业较高，整个板块按照 2012 年的盈利情况，预计市盈率为 35 倍左右。

目前，A 股上市的几家卫星导航概念股平均估值约 43 倍，估值还是很高的，相对通信板块的平均估值约 1.6 倍，相对大盘的平均估值约 4.3 倍。高估值主要是由于市场对导航产业未来巨量空间的预期，尤其是北斗。

证券时报记者：目前中国的北斗导航产业处于什么发展阶段？

杨帆：中国北斗卫星导航系统自去年 12 月 27 日正式宣布提供试运行服务以来，已转入系统建设和应用推广并举的新阶段。目前北斗二代系统已基本组建完成，预计年底前还将发射 1 颗卫星，到年底将正式向亚太地区用户提供免费的无源定位、导航和授时服务。

白金：根据国家规划，中国的北斗导航产业要分 3 步走：第一步，即北斗一代，覆盖中国范围；第二步，即北斗二代，覆盖亚太地区；第三步，覆盖全球。目前来看，北斗导航产业处于第二阶段末期。北斗二代卫星系统建设完成之前，很多应用都处于开发、测试、试用阶段，行业应用范围主要集中于军事、专业领域、特殊行业应用，距离民用还有较长的路程。2012 年底北斗二代组网完成后，我国北斗产业将进入高速成长期，行业的增速会达到 50%~100%。

证券时报记者：与国外的卫星导航系统相比（如美国的 GPS），中国的北斗导航系统有哪些优势与不足？

白金：与国外的导航系统相比，北斗导航同时具有导航和通信功能，在行业应用方面更具特色与吸引力；北斗导航系统主要技术均是国内自主研发的，在保密性、可靠性、安全性方面是其他卫星系统无法比拟的，在军事、特殊行业应用上也是无法替代的。

不过，在高精度定位、高精度授时方面，北斗导航与 GPS 存在差距，而且核心的终端芯片技术开发成本高。另外，在民用方面，北斗导航系统远远落后于 GPS。

杨帆：我国的北斗导航系统虽然起步较晚，但一直保持较快的发展速度。随着我国综合国力的不断提高，各行各业对更高性能的导航设备和需求日益增长，都大大促进北斗导航卫星系统的发展，系统也会在不断完善中成熟起来。

证券时报记者：您看好卫星导航产业中的哪些细分领域？其中有哪些投资机会？

杨帆：借鉴全球卫星导航产业的发展轨迹，未来的应用将沿着国防、特定行业和大众三个层次展开。国防应用会率先展开，但是大众应用将来会是主战场。短期来看，面对国防应用需求的公司会率先反应。

白金：北斗产业应用将经历 军方先导、行业示范、民用推广”三阶段，国防、行业、大众三个应用层面的产值规模和壁垒各不相同，产业和行业布局将决定公司发展前景。

国防领域，进入壁垒高，且在国防信息化大趋势下，将在未来 10 年内持续量价齐升的态势；行业应用，主要是认证和多技术融合能力共同构成的壁垒，随着提高行业运行效率需求的提升，将使具备核心技术和多技术融合解决方案设计、实现能力的企业持续受益；大众应用领域，能够对人类生活方式带来革命性变革的 LBS 应用将成为主要增长点，具备内容和资源整合能力及优良商业模式的企业将脱颖而出。

短期看好在国防、测绘、海洋等传统领域处于优势地位，在终端和系统集成环节具有核心竞争力的企业；中期看好在国防和行业应用领域布局良好，具有解决方案能力，并在芯片、模块或地图领域具有优势竞争地位的企业；长期看好在大众应用领域具备资源整合能力和商业模式创新能力的企业，将在 LBS 和运营服务环节持续受益。

QE3的影响

付柏瑞

9 月 13 日，为了刺激经济复苏和就业增长，美联储推出第三轮量化宽松政策（QE3），决定每月购买 400 亿美元抵押贷款支持证券，并且没有设定规模的上限和执行期限的长短。另外，美联储决定继续将联邦基金利率保持在零至 0.25%的超低区间，并计划将这一水平至少保持到 2015 年年中。

QE3 推出后，美国股市、大宗商品市场和贵金属市场已经有所反应。美国道琼斯指数近期又创出阶段性新高，原油价格在 QE3 推出的前后逼近 100 美元一桶，黄金价格再次节节走高。当然，QE3 对于实体经济正负两方面的作用都会有。

美国启动 QE3，对于中国民生肯定有负面影响。由于中国是大宗商品的主要进口国，大宗商品价格上涨肯定会使中国进口价格上涨，从而带动国内物价上涨，中国将会再次面临高通胀的风险。同时，这可能也将推迟国内降息、降准的时间。市场方面，9 月 17 日沪深股市的大跌，足以说明市场对 QE3 还是以 利空”对待。

另外，QE3 还会通过中国外汇占款的方式影响中国民生。由于目前人民币汇率一揽子货币中，美元具有绝对的优势权重，QE3 的推出，无疑会使得美元面临下跌压力，而人民币综合汇率必然也会跟着美元走低，那么中国的贸易顺差可能将会进一步扩大。

对经济方面，QE3 能否如愿刺激经济还是个未知数。美联储实施量化宽松政策虽可以降低借贷成本，但借贷成本下降能在多大程度上转化为实体经济的改善，仍有待观察。指望美国经济恢复提升中国出口，如今也被打上了问号。现在美国有制造业回流的要求，这将对中国出口产品形成新的竞争。

对股市本身而言，QE3 的推出将会为美国的资本市场间接输入流动性。美元的贬值对香港市场也将会是比较大的利好刺激。但是对国内市场而言，其刺激作用存在不确定性。一方面，QE3 刺激美国市场需求，理论上会带动我国出口增长，但实际拉动效果是一个未知数；另一方面，大宗商品上涨将加大我国输入性通胀的压力。

（作者系农银汇理平衡双利混合基金经理）

基金经理谨慎为主 资源类主题交易机会提升

上周五上证综指再度创下今年来市场新低，报收于 2024.84 点，下跌 43 点，跌幅达 2.08%，在接近 2000 点整数关口，市场继续震荡寻底。9 月汇丰中国制造业采购经理人指数（PMI）初值已连续 11 个月位于荣枯线下，显示宏观经济仍然疲弱。加之中日在钓鱼岛主权归属问题上的分歧更趋激烈，A 股市场在情绪驱动下出现了上涨后的调整。

在当前时点，基金经理普遍认为应继续保持谨慎的投资策略，但也有少数基金表示当前 A 股中长期来看正处在一个建仓的良好时机。

在未来投资具体板块上，基金经理普遍认为由于 QE3 的推出带动大宗商品价格上涨，黄金股、资源股有一定机会。此外，基金经理们看好的板块还有：业绩成长的确定性和估值匹配度仍在安全区间的医药、安防、传媒、软件等行业；受益成本下降或产品价格提升，业绩改善趋势明确的电力、农药等行业；中国经济和金融结构改革大背景下的券商保险股等。另外，各行各业的创新型公司也是经济减速和结构变迁大背景下的比较好的投资标的。

（海通证券金融产品研究中心 王广国）

资金面中性偏紧 短期理财基金值得看好

杨柳

一直以来，外汇占款都作为市场流动性的主要注入方式，但今年外汇占款显著减少，导致资金面波动较为频繁，需要央行运用准备金和公开市场操作等手段对市场流动性进行补充。在过去，逆回购操作并非 常客”，偶尔出现也主要是为了平抑短期因素造成的资金波动。但最近三个月，市场预期的降准迟迟未兑现，央行在公开市场上进行的连续逆回购操作却成为了释放流动性的主要工具。

央行频繁的短期逆回购操作的确在一定程度上替代了下调准备金率的调节流动性功能。金融机构开始逐步修正货币市场利率单边下跌的预期。

我们认为保持中性偏紧的资金面更有利于央行的操作。正如央行货币政策司副司长孙国锋所言：由于结构性流动性盈余的存在，央行公开市场操作回收流动性的利率不是市场的边际利率，对市场利率没有决定性影响，从而令央行货币政策操作的意图在银行体系中传导不畅。”也就是说，在市场存在结构性流动性紧缺的情况下，央行在公开市场操作中的利率对市场利率有着较强的引导作用，从而使得央行货币政策操作的意图得以顺利传导。

另一方面，逆回购操作也成了市场的新风向标。

6月 7 日央行发布年内首次降息公告，金融机构一年期存贷款基准利率下调 25 个基点，与此同时，将存款利率浮动上限定为基准利率 1.1 倍，贷款利率浮动下限定为 0.8 倍。本次降息是自 2008 年 12 月以来的首次降息，但更重要的是利率浮动区间的扩大，这是利率市场化进程的重要一步。

逆回购利率此时脱颖而出。央行可以长期坚持大量的逆回购操作，通过逆回购操作的期限、数量、利率、频率等信息来向市场传达其意图。

展望未来，外汇占款减少的趋势没有发生根本改观，央行将继续实施稳健的货币政策，通过灵活的公开市场操作，不排除搭配准备金政策，来实现货币政策的预调微调。当然，政策有效性相信仍将是央行关注的重点。在这样的背景下，未来货币市场利率将呈现出区间震荡态势，单边上行或下行的可能性都不大。

目前一年期存款基准利率为 3.0%，央行 7 天逆回购利率 3.35%。较高的货币市场利率和中性偏紧的资金面，最适合以货币基金和短期理财基金为主的短期产品的表现，货币基金和短期理财基金会再次受到市场青睐。

（作者系华安月月鑫、双月鑫、季季鑫短期理财债券基金经理）