■ 微言大义 Word by Word

凯恩斯的逻辑：人有“动物精神”，也就是非理性行为，这导致市场失灵，所以需要政府干预，提高市场的效率。问题：政府也由人组成，官员也有动物精神，政府干预因此是以毒攻毒？还是越搞越乱？凯恩斯虚构了一个廉洁奉公且高效的政府，作为市场“混乱”“肮脏”“贪婪”的解药。

——中欧国际工商学院经济学与金融学教授许小年

数人的原理比数牌更简单：当大家都集中在某些板块抱团取暖时，这个板块的上升空间也就很有限了；当大家都对某些板块避之唯恐不及时，这个板块也就跌得差不多了。股市就像玩跷跷板，你想比大多数人站得高，诀窍是站在人少的那一边。

——南方基金投资总监邱国鹭

尽管存款准备金率如我们预期的在2月中旬下调，但这不意味着货币政策趋向宽松，与历年不同的是，今年外汇占款与到期央票都将大幅减少，故唯有下调存准才能维持适度流动性，预期年内还有3次以上下调。海通预期2月份新增信贷为8000亿左右，但央行的M_2增速14%的目标恐难实现。

——上海市人大代表李迅雷

四因素影响市场投资风格转换

张翥

今年元旦后大盘股、周期股的强势上行与中小市值、消费类个股的逆市下跌一度形成了鲜明反差。在这一反差的背后，或许可以用以下几个因素来解释。

超额收益与均值回归原理。所谓久涨必跌、久跌必涨，如果某一类股票或者某一种风格在前一年累积了巨大的超额收益，均值回归的内在规律便会开始发挥作用。去年12月以来白酒板块出现的调整显然与此有关。

货币政策与流动性预期。近些年来，中国经济日益依赖于投资和出口拉动的发展模式，决定了几乎绝大多数投资品和制造业企业的经营业绩，与宏观环境和货币政策的变化紧密相关，并导致周期性股票的市场表现对于流动性预期高度敏感。

基本面因素驱动。如果某一类行业或板块在某一阶段明显走强或转弱，其中的重要原因不排除与基本面出现的变化相关。

制度变革。去年年底以来，关于新股发行制度改革的讨论不绝于耳，新三板、国际板也处于加紧筹备之中，这些因素显然都对以创业板为代表的中小市值个股和高估值板块产生了巨大的压力，带来整体估值中枢的下移。

机构博弈与集中调仓。每年年初前后出现的风格切换现象，除了可能有部分上述提到的因素外，与公募基金为主的机构博弈行为不无关系。对于刚完成过去一年业绩考核的机构而言，由于相对排名的压力，往往倾向于从风格博弈的角度出发，在短时间内对持仓股票进行集中大量的换仓。

（作者系华安动态灵活配置基金经理）

智诚相伴
INSIGHTFUL PARTNER
华安基金 HuaAnFunds
客服热线：40088 50099
公司网站：www.huaan.com.cn
手机基金平台：wap.huaan.com.cn

不要试图预测市场走势

宋永安

从系统论角度讲，资本市场是一个复杂的系统，它具有复杂性、不确定性、自适应性的特点。这些特点注定了资本市场不具备完全的可预测性。

A股从年初以来沪深300指数上涨超过8%，中证500指数超过10%。与此同时，支持股票市场的经济环境并不理想。

目前市场估值已经较低，整个市场的估值在低点时已接近2008年底部，而今时已非当日，大的市场环境要好很多。另外，市场相信中国经济的增长潜力会继续保持。此外，企业的利润也没有想象中的那么悲观，现在市场正在矫正以前的偏差。

作为一个投资者该思考的就是市场告诉我们的，而不是执拗地去预测市场走势。

（作者系农银沪深300指数基金基金经理助理）

农银汇理权益类基金
绝对收益近两年列第3
来源：海通证券《基金管理公司权益类基金绝对收益排行榜》截至2011年12月30日
*从全投资者计算

新船票难登旧客船

——A股市场结构性矛盾亟待解决

●当前投资者都在寻找代表中国经济转型方向的投资标的，拿的都是新船票，股市上沉淀的蓝筹股都是代表中国经济过去辉煌的旧客船。代表中国经济转型方向的新客船也有，但规模太小、市值太低。新船票都想登新客船，必然造成新兴成长类股票泡沫。

●我国股票市场具有世界上最特有的上市公司结构，国有控股的上市公司成为主体。上市企业的数量和行业属性，不是根据经济运行周期和产业演进规律，而是根据国有企业和国有资产阶段改革重点来确定。这必然导致我国上市公司的行业结构、利润结构和市值结构存在扭曲。这种扭曲，也必然导致股票估值的扭曲。

●如果把国有的垄断行业、基础产业及投资性行业上市公司业绩和股票估值都打个折扣，再来衡量当前股市的整体估值，恐怕就不会觉得便宜了。

杨成长

当前机构投资者面临的困惑是一方面股票总体估值比较便宜；另一方面，机构投资者真正看好的具有成长性的行业和公司，股价并不便宜，市盈率仍然在二三十倍以上。中国股市目前仍处于总体估值偏低，结构性泡沫依然存在的状况。

A股市场的蓝筹股代表中国经济已经走过的辉煌，代表着过去，但并不代表中国经济的未来。股市投资的是预期，是未来，所以即使蓝筹股估值再低，投资者仍然不感兴趣。就如同，当前的投资者都在寻找代表中国经济转型方向的投资标的，拿的都是新船票，股市上沉淀的蓝筹股都是代表中国经济过去辉煌的旧客船。代表中国经济转型方向的新客船也有，但规模太小、市值太低。新船票都想登新客船，必然造成新兴成长类股票的泡沫。旧客船吃不饱，新客船又严重超载，这就是中国股市的现状。

造成这种状况的根源是过去二十多年，中国股市始终是作为国有企业、国有垄断性行业和国有资产管理体制改革的重要工具在运用，中国上市公司阶段结构的变化深深打上了国有企业改革的历史烙印。

国有企业改革首先从消费性行业开始。上世纪90年代前期，在股市发展的起步阶段，那些最容易改革、对国民经济整体影响最小、市场化程度最高的商业、地产和家电轻工制造业类国有企业集中上市。90年代后期，随着生产资料改革的深化，钢铁、石化、建材、煤炭等投资品行业被推上市。本世纪开始的前五年，国有企业深化到对基础产业和垄断行业的改制，港口、机场、路桥、航空等基础设施性行业集中上市。2005年之后，随着金融体制改革的深化，大型商业银行、保险公司和证券公司又实现上市。随着原来在国务院下设的负责各类工业管理的委、部、局的合并、裁撤和公司化运作，又形成了一批部委局层面的垄断型行业公司，这些公司又成为上市主力。无论是央企还是地方国资管理部门，都将成功上市作为国有企业完成改制的完美符号。国资上市的数量和比重，成为衡量国有资产和国有企业改革任务完成状况的核心指标。

这种功能定位，使得我国股票市场具有了世界上最特有的上市公司结构，国有控股的上市公司成为主体。上市企业的数量和行业属性，不是根据经济运行周期和产业演进规律，而是根据国有企业和国有资产阶段改革重点来确定。这必然导致我国上市公司的行业结构、利润结构和市值结构存在扭曲。这种扭曲也必然导致股票估值的扭曲。

我国上市公司整体赢利能力很强，目前整体净资产收益率（ROE）水平达到17%左右，处于世界先进水平。但上市公司整体利润主要来源于垄断行业的垄断利润。以2011年中报数据为基准，金融服务、采掘与化工是盈利规模占前三位的行业，其盈利水平依次为9500亿元、2630亿元和1290亿元，占整体上市公司盈利的比例依次为46%、13%和6%。市场化程度较高的纺织服装、餐饮旅游行业占总利润的比重不足1%。我国商业银行的年利润总额已超过一万亿元，但银行存款利率仍然法定，贷款利率也只是部分放开。我国证券业的利润主要来源于垄断性的通道服务。目前我国连基本产品价格都没有市场化，煤电价格、原油和成品油价格机制都没有理顺。盈利能力再强又能说明什么？这些行业的利润都需要大打折扣。

港口、机场、路桥、轨道等一大批基础设施型企业是我国上市公司中的重要组成部分。这些基础设施，由政府和相关部门统一规划设计，主要由政府投资。其投资所需要的土地资源、规划设施、配套工程和功能定位，都是由政府确定，是任何市场力量都难以完成的。这些企业的经营目标不可能仅以赢利为目的，必须要将提供社会公益服务和盈利性结合起来。其再投资和扩张规模，也应按照政府的规划来确定。这类上市公司往往缺乏自主投资和发展能力，在市场上既缺乏收购价值，也难有分红价值。对这类股票又该如何估值？

我国过去的经济增长模式主要是投资推动型，我国国有资产也主要布局在资源、基础设施和投资性行业中，这导致我国上市公司中具有周期性特点的投资性行业成为绝对主体，占市值的70%以上。当前我国投资的增长速度、投资占GDP的比重、投资占全世界年度投资的比重、投资品生产量占世界比重，都达到登峰造极的程度。中国经济转型必然需要把投资增长率和投资率都逐步降下来，整个投资品行业面临着巨大的转型压力。

如果把属于上述三类情况的公司业绩和股票估值都打个折扣，再来衡量当前股市的整体估值，恐怕就不会觉得便宜了。代表中国产业发展方向的消费性行业、现代服务业、先进制造业和高新技术产业，近年来尽管加快了上市步伐，但是这类行业市场化程度依然不够高，民营企业多，经营规模小，质量良莠不齐，在整个股票市场上仍然比重过低。这类优质企业一旦上市，就被炒作过度，估值过高，股价不稳，波动性过大，不适合机构投资者长期持有。

中国股市上新船票和旧客船的矛盾仍然会存在一段时期。这一矛盾的解决依赖于我们对股票市场功能的重新定位，依赖于股市发行、定价、上市和下市制度的彻底市场化改革，依赖于我们不仅要把国有企业改造成上市公司，更要建立现代企业制度；依赖于要优先推动代表中国经济转型方向的行业和企业上市，逐步优化上市公司结构。

（作者系申银万国首席经济学家）

投资大视野

A股大级别反弹尚需基本面的强劲支撑

证券时报记者 方丽

2012年伊始A股市场在有色、煤炭带动下涨幅达到7.8%，市场做多情绪升温。这波反弹能否持续？未来将如何演变？哪些行业最为受益？本期圆桌论坛特邀融通新蓝筹基金经理吴巍、大成新锐产业股票基金拟任基金经理刘安田、海富通基金投资经理刘治国共同探讨。

融通新蓝筹基金经理吴巍：目前困扰股市的最主要问题是行业和上市公司层面的基本面并不乐观，从而影响了市场参与者持股的信心。更看重上市公司的业绩和增长动力。

海富通基金投资经理刘治国：困扰A股市场的最大的因素来自中国经济能否去地产化，成功转型。

吴比较/制图

大成新锐产业股票基金拟任基金经理刘安田：目前困扰股市的最主要问题是，经济的潜在增速会下滑到何种地步以及未来经济的动力究竟来自何处。

本轮反弹难成大级别行情

证券时报记者：这场反弹行情主要诱因有哪些？动能有多强？能否成为一个各行业普涨的“大级别”反弹行情？

吴巍：这轮反弹行情主要诱因，一是去年12月市场短期超跌，股市内在有修复动能；二是宏观和中观层面，经济和企业景气下滑的边际能量减弱；三是新年伊始，市场预期流动性会改善，政策层面也会暖风频吹，从而带动经济在一季度触底回升；四是在3月季节性旺季来临前，微观企业的补库存行为。

此轮反弹的动能强弱取决于宏观政策的走向、流动性改善的程度、企业微观层面以及上市公司一季度业绩能否显示积极信号。此外，股市政策（如养老金入市政策）也是决定未来市场行情能否进一步演绎的关键因素。

刘安田：有三方面原因：一是去年四季度经济超预期；二是通胀压力正在逐步缓解；三是宏观政策有所松动。后续市场的走势将继续受到通胀下滑及政策暖风的支撑，但市场环境还存在经济进一步减速和政策不会大幅度放松等方面的隐忧，因此目前市场走势不能说是一个“大级别”的反弹行情。预计市场需要一段时间适应经济和货币两个层面的减速后，才会有比较好的行情。

刘治国：事实上，煤炭业基本面并没有太多亮点，目前出现的煤炭价格高企的情况更多来自于铁路运力不足。与煤炭相比，有色行业的上涨更符合逻辑，海外商品期货连续走高，受外围市场影响，A股有色板块表现强势。但上周A股已表现得比较犹豫，而非经济因素决定“大级别”反弹的可能性较小。

市场行情需看宏观微观基本面

证券时报记者：有观点认为，反弹行情可能在“两会”后就会消失，您是否赞同这一观点？目前这一强势反弹能否持续？哪些变量最值得考量？

吴巍：此轮行情本质上是超跌和政策预期的行情，目前来看，还缺乏基本面的强劲支持。行情的持续性短期来看取决于政策预期的兑现程度，中期来看还是取决于经济基本面。

刘安田：此轮的反弹行情不能称之为大级别反弹，但市场中还是存在投资机会；在诸多影响因素中，“两会”并不是影响此轮行情的主要因素，自然也就不存在两会之后反弹就会结束这一定论。

我们不认为反弹会持续很久，主要原因是房地产市场仍处于僵持状态，可能还会继续下滑，这将影响到与此相关的各个领域投资类品种的表现。此外，政府政策仍以微调为主，不会太大放松，特别是在信贷投放方面；这两者都会影响市场上大多数上市公司的基本面。

刘治国：信贷数据是非常值得关注的。另外，外围市场的情绪也会传导至A股市场。事实上，因经济危机受伤的欧美市场，都已经出现了强势反弹。美股更是逼近新高，只有A股市场由于对中国经济转型的忧虑而表现低迷。

证券时报记者：您认为当前困扰股市的最主要问题是什么？有利的因素是哪些？您更看重哪一个因素？

吴巍：目前困扰股市的最主要问题是行业和上市公司层面的基本面并不乐观，从而影响了市场参与者持股的信心。我更看重上市公司的业绩和增长动力。

刘安田：目前困扰股市的最主要问题是，经济的潜在增速会下滑到何种地步以及未来经济的动力究竟来自何处。前者会直接影响市场对权重股未来基本面的判断，从而影响权重股股价走势；后者，即经济未来动力来自何处，则会影响到投资者对于投资品种的选择。目前股市有利的因素包括通胀下行、政策放松以及稳健的金融体系。

刘治国：困扰A股市场的最大的因素来自中国经济能否去地产化，成功转型。房地产的限购限贷政策对整个A股市场的杀伤力都很大，市场期待政策松动，香港市场的地产股近期已经开始走强，正是出于这一预期。

投资策略宜攻守兼备

证券时报记者：就当前来说，您的投资策略是什么，配置上会偏重哪些板块或者行业？

吴巍：目前以具有核心竞争力的成长股为配置重点，包括医药、食品饮料、商业等。同时，增配一些对政策和流动性敏感的强周期行业，如地产、汽车、资源股等，尽量在当前这种混沌状况下攻守兼备。

刘安田：比较看好金融、汽车、家电、品牌消费品等行业，以及受益于中国经济结构性转型的、代表新兴生产力和社会发展趋势的新锐产业。

刘治国：相对中小盘股，金融类的大盘蓝筹股确实估值处于历史低位，比较值得重视。

■ 观点 Points

光大保德信基金：短暂调整不改上涨趋势

市场迎来2月第三周上涨，光大保德信基金认为，“经济在回暖是促成节后市场上涨的动力”这一观点没有改变。因此认为这一轮上涨行情或将持续，并认为当前市场与去年6月份和10月份的两次反弹有很大区别。

具体来看，首先，国外尤其是美国公布的非农就业等经济数据和美联储超低利率维持到2014年的表态，给国际资本市场以信心。第二，经济下降的趋势已经得到扭转，经济在回暖，这不同于去年下半年的市场基本面。第三，货币政策虽然不会有大转变，但节后货币环境得到改善。虽然1月信贷，CPI等数据有所超市场预期，加之央行通过停发央票等手段，短期内对资本市场有一定的压力，但从趋势上来看，随着外汇占款流出的暂缓，市场流动相对宽裕，CPI也会重新回到继续下行通道，因此认为上涨行情或将持续。

（程俊琳）

诺安基金：存准下调利好银行地产

中国人民银行网站18日晚8点发布消息决定，从2012年2月24日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

这是三年来自2011年12月5日首次下调存款类金融机构人民币存款准备金率后第二次调整，也是2012年年内首次下调。

诺安基金认为，央行龙年第一次降存准符合市场预期。主要意义在于缓和目前市场流动性紧张局面，提高银行放贷能力。预计2月份货币信贷增速开始回升。这也说明国内政策开始微调预调，以应对2012年经济景气周期下行。

整体而言央行降准利好股市，或将激发市场做多热情。促进以银行地产为代表的低估值蓝筹板块继续上行。

（余子君）