资金充裕·业绩增长·估值泡沫·牛市调整

——中国资本市场第23届季度(2007秋)高级研讨会发言精选

上海证券报社副总编辑 程培松

浙江证监局机构处处长 杨志坚

华泰证券 李国旺

十大金股

万　科A(000002)	中信证券(600030)
招商银行(600036)	工商银行(601398)
中国石油(601857)	交通银行(601328)
兴业银行(601166)	中国平安(601318)
建设银行(601939)	西水股份(600291)

其余金股

中国神华、民生银行、深发展A、中国银行、中国联通、浙江医药、张江高科、江山股份、贵州茅台、中联重科、深能源A、国电电力、博汇纸业、大秦铁路、保利地产、西宁特钢、金牛能源、云　天　化、中金岭南、天鸿宝业、豫园商城、大同煤业、横店东磁、福耀玻璃、潍柴动力、新　和　成、东方电机、国电南瑞、歌华有线、伊利股份、乐山电力、粤高速B、大　红　鹰、南京水运、华茂股份、S石炼化、中色股份、恒瑞医药、广州药业、50ETF

说明:"金股"是对与会嘉宾每人所推荐的三只股票进行统计而成的,上述名单按得票数排列。可以想见,排名居前的个股虽然表示看好者众多,但往往是白马、大盘权重股。而排名靠后,甚至只有一票的,应该相信推荐者自有独特的理由,读者不妨多加留意。

宝盈基金投资总监 刘丰元

长城基金创新业务部副总经理 孙良

华商基金投资管理部副总经理 梁永强

华林证券研究中心副主任 刘勋

东莞证券首席分析师 李大霄

仅仅依赖于钱多是涨不久的

⊙科杰私募基金总经理 李科杰

大家都说今年私募基金输给了公募基金，我承认我也输给了公募基金。为什么私募会输给公募,像私募来说,应该是赚得多我拿得多，反而公募基金赚得多,基金经理拿得不多。但是现在赚得多的私募基金赢的不多，所以大家都觉得私募基金水平好臭啊。作为股市来说,仅仅从股票赚钱角度来说,私募基金真的是太臭了，但是我希望大家考虑另外一个问题，股票还有另外一种可能就是亏钱。从这个角度考虑的话,一旦我亏钱的话，我可能跳去喝西北风了，但我们可爱的公募基金就算亏了也有提成。所以我觉得虽然我们私募基金今天输给了公募基金，我真的要为我们私募基金的同行说一句话,我为大家高兴,因为他们知道他们的位置。

还有另外一个概念,就是大家都在讲巴菲特的价值投资。但是我觉得很多人在标榜价值投资的时候,一方面巴菲特在卖中国石油,另一方面我们还在买,还在持有,我就不知道怎么理解了。有人说巴菲特过早抛出中石油也不过如此,但我认为你应该好好地想一想，巴菲特是在什么时候买，在什么时候卖的。如果1块钱的价格,8毛钱去买入的话,我觉得这个是对的。如果是1块钱的东西,到了2块钱我认为就应该要卖掉。这个要跟巴菲特学习,这个不是说说的,而是要实际行动的。什么时候巴菲特买这个股,什么时候巴菲特卖这个股,我想这才是真正的价值投资。

还有另外一个观点认为,资金多,所以股票还要涨。我不否认资金多要涨,但是我觉得仅仅依赖于钱多,股票涨得时间不会太久。如果对2001年行情有印象,我觉得还是要小心一点。

在"二八"现象中迎接指数化投资时代

⊙上海证券研发中心 屠骏

"5·30"以来,大量个股由于估值压力沦为"沉船",在"二八"现象日渐深入过程中,每个交易日个股跌多涨少已经成为常态,但大盘上升趋势却是意犹未尽。由此,操作难度加大令投资者倍感困惑,市场纷纷寻找应对之策。我认为,指数化投资理念将提前来到我们这个仍处于新兴加转轨的市场中。

指数化投资就是参照某种指数的权重,投资于多种股票(或债券、期货)以分散风险,且具有低交易成本、投资绩效高等显著优势。而主动型配置策略是通过积极的"选股"或"选时"以战胜市场。但是,实践表明,当市场出现完全有效或整体高估两种趋势时,任何专业投资者的边际市场价值也会急剧下降。主动型配置策略正在受到挑战。"5·30"以来,市场会逐渐发现,主动型配置策略要跑赢大盘指数已经显得日益困难。在"二八"现象与股指期货即将推出过程中，笔者相信不久以后,"能够跟随指数波动步伐"将成为投资者最为现实的选择。

至于指数化投资的目标选择,我认为:首先,大权重行业龙头在模拟指数的优化组合中,由于更为显著的"权重溢价"而可能蕴含超额收益,典型的如中石油、工商银行等大权重行业龙头。

其次,笔者预计,股指期货上市将推动现货市场指数化产品迅猛发展,其中交易所交易基金(ETF)将成为指数化投资的重要工具。

最后,股指期货作为一种对指数化投资风险与收益特征放大的金融衍生品,也是指数化投资的重要工具。

超过20%的跌幅可能不大会出现

⊙东北证券策略分析师 郭峰

通过数量模型分析,确实可以得出目前估值水平偏高的结论,为什么会出现高估值状态呢?关键是利率问题。现在的利率水平跟我们物价指数的关系,应该说还没有摆脱负利率状态。正常的话,今年物价水平估计会达到4.5左右,即使四季度再有一到两次加息的话,仍是负利率局面,因此,高估值状态还会维持下去。目前我们更关心物价走势,其实上周的调整和CPI还是有一点的关系,因为CPI有所回落,可能大家觉得负利率状态会不会缩小或者改变,如此很多投资人的预期就会发生改变。

至于市场判断,前三波行情涨幅几乎都达到90%以上,而我们这轮行情如果从"5·30"调整低点到6124点高点算,基本上也是在80%,这个涨幅还是有一定的规律。我们关心的是明年到底还有多少涨幅。随着点位不断走高,估值水平不断上行,未来涨幅不会像前两年每年70%-80%的那样上涨，我想有50%-60%的涨幅是可以接受的。一方面指数有一个不断走高迹象,另外一方面我们也看到未来一段时间市场确实存在一些不确定因素,如上市公司业绩增速不可能每年都维持百分之七八十这样的增长,业绩增速可能会有一个逐步的回落。我觉得市场应该会观察三季报的业绩变化,如果是在合理预期之内,那么市场可能会寻找一个有力的突破点。

我们回顾一下前三个月的调整，基本上是在10%,20%左右，未来如果也面临调整的话,我估计10%-20%是可以接受的,超过20%的跌幅可能不大会出现。所以,如果回到了5000点或者是5300点,可能是一个建仓机会。

明年春节之前钱比赚钱更重要

⊙航天证券 王凌霄

10月8日的跳高缺口,是一个周缺口和日缺口同时存在的一个缺口,对这个缺口的回补不少人士认为对市场是比较好的现象,缺口补了后将继续涨。但是从技术角度来讲,这个缺口被补可能是市场转势的强烈信号。我们认为后市这个调整,就整个牛市来讲的话是属于第二大浪,调整可能是比较厉害,时间也会比较长，有可能整个2008年将是一个调整年。当然不排除奥运会前有一波上涨,但是我们认为那个上涨也是下跌之后的一个反弹行情。

现在相当一部分投资者已经形成了一种想念，就是"不要紧,股票市场这么好,就算跌也跌不到哪里去"我觉得这句话是非常危险的。还有一个现象,就是很多人一直非常抱怨,赚了指数,但是没有赚钱啊。实际上他们也赚钱了,可能赚得很少，赚了2%或者是3%。这轮牛市以来有很多股票涨得凶,但今年上半年的行情是中国股市开张到现在绝无仅有的行情,这是小概率事件,因此,你在操作的时候,判断未来走势以及设定期望值的时候,不能以今年上半年的标准来衡量。我听到很多人说,上半年多好,人家赚了四五倍了,我要求不高,下半年赚个30%或者50%就可以了。其实30%,50%已经是很难得了,要知道国际大师年回报率如果有20%已经是非常杰出的了，你要求30%,50%已经是够高的了。

整体来讲,整个市场的大跌行情肯定还没有走完,我预期可能会在2009年发动第三波大行情,然后直接走到世博会结束。我的一个原则就是顺势顺时而为。在接下来的几个月,至少在春节之前,请记住"钱比赚钱更重要"。

股市走牛还有制度化推动因素

⊙国都证券研发中心 张翔

很多投资者认为目前股指高了,但是你设身处地地想一下,对于我们这么多的储蓄资金,他们在银行里面,他们切身感受到不断地贬值,对于他们来说是确定性的贬值。而投入股市有50%的概率是上升的,是保值的,这也就为股市提供了源源不断的资金来源。而股市走牛还有制度化推动因素,如央企市值考核和企业股权微勋,目前我们看到很多央企市值考核和很多企业的股权微勋还没有实施,未来实施之后会给相关公司带来超利息增长。目前,从央企来看它的市值考核将由国资委来推动,而国资委不是短期的利益追求者,他们都是希望在任期内把市值做大,把国有资产做大,国资委希望国有资产不断地膨胀。对于我们投资者来讲，也是希望企业能做大,业绩做强。这就产生了一种合力,肯定是向上的,由此股市看到8000点、10000点都是有可能的。

我并不赞成奥运会之前股市上1万点的观点,如果上了1万点,那估值体系就将洗心革面。但是我们认为像我国台湾当年在通货膨胀疯涨之后然后暴跌的情况也不大会出现的。

要像爱护眼睛珍惜生命一样对待流动性

⊙华林证券研究中心副主任 刘勋

中国股市泡沫在膨胀已没有异议,但是我国股市出现泡沫并非是独特现象，这是在美元泛滥、日元多年零利率或超低利率、充当国际货币"供款机",导致全球流动性过剩背景下,发达国家和地区过剩资本向发展中国家和地区流动的必然现象。目前全球正在进行"财富大转移"，尤其部分资金由美元区流向石油国家和金砖四国(中国、俄罗斯、巴西、印度)的流量最大。近两年中国股市上涨5倍,印度上涨5倍,巴西上涨7倍,俄罗斯上涨11倍，可见新兴市场的资产和股市形成泡沫化趋势有着共性。

我国经济经历30年高速增长,财富积累必然会导致价格(价值)需要重估,正因为如此,人民币升值是中国经济增长的客观反映。加之股权分置改革成功,2007年度开始实施与国际会计准则接近的新会计制度,以及一系列税收制度改革逐步到位,制度性"溢价"不断落实,股票价格上涨是有其合理性的。所以讲,这轮牛市根本动因是这些主要因素促成的。毫无疑问,支持我国资本市场健康发展的各种因素没有发生根本性转变,股票市场向好格局继续保持。

当前我国股票市场在如此国内外环境中，形成泡沫也就难免了，问题是如何看待和处理甚至利用这种现象。在美国经济发展过程中,几乎所有重大产业升级都伴随着资产市场的泡沫。如果没有泡沫,没有过剩的资金怎么来进行产业调整呢?没有泡沫,美国产业结构调整就难以顺利展开和完成。华尔街股市近20年来,从2000点左右一直涨到现在的14000点，历经1987年全球性股灾次日,美联储买入大量国债创造120亿美元的流动性,联邦基金利率一天内下降0.75个百分点;1997年亚洲金融风暴,香港一役打爆美国一些对冲基金,格林斯潘动员资金注资于对冲基金;2001年"9·11"事件以及担心互联网泡沫破灭,美联储开始连续降息;近期美国爆发次贷危机,以美国为首的欧洲,日本等发达国家央行向市场注资超过3600亿美元,防止次贷泡沫破灭。美国发展资本市场的方式清晰地告诉我们:一方面要小心翼翼地维护虚拟经济的泡沫，一旦遇到泡沫危机时,就动员一切可以动员的资源来充实泡沫，形成泡沫——充实——泡沫——充实的循环发展虚拟经济逻辑或模式,以此使美国虚拟经济发展成为全球最大的虚拟经济市场。美国无论是它的股票市场、债券市场、期货市场,还是银行的货币市场,都是全球最大的,并且依靠庞大的资本市场和金融创新,来推动美国的经济发展和科技进步,从而始终是全球经济的火车头，而且领跑于全球科技水平的发展。

所以我们目前非常值得学习和借鉴美国发展虚拟经济的经验,如当前股市出现泡沫时,政府监管层就可以动员一切可以动员的资源来充实泡沫。现在让H股回归、增发收购母公司资产实现整体上市、资产注入、吸收合并、并购重组、加快IPO速度,并且红筹股、S股、N股等海外上市公司陆续回归A股市场,就是为了吸收流动性充实或做实泡沫。

我国是世界上最大的发展中国家,不是资本过剩的国家,需要大量资金。只有通过发展资本市场,把资金流动性引入到实体经济中去，这就要打通货币市场与资产市场和资本市场的渠道,把货币市场过剩的流动性疏导到国民经济发展所需资金的各个行业或区域去，尤其是我国正闹"干旱"的中西部地区。因此,针对当前流动性过剩，要像爱护我们的眼睛一样爱护，像珍惜我们的生命一样珍惜，千万不能当作"敌人"来打，要利用全世界资金来推升我国的产业结构。目前股市泡沫正是我们大力发展资本市场、建立多层次资本市场体系的前提条件，是千载难逢的历史性机遇,必须把握和利用好。正如胡锦涛同志在十七大报告中阐述经济发展时指出:优化资本市场结构,多渠道提高直接融资比重。

建立一个完善、高效、强大的资本市场和金融体系将是我国经济发展能否承前启后的关键。因为，当今强国无不是金融强国,都是依赖资本市场发展来推动的。20世纪以来，美国经济发展史就是一部很好地利用虚拟经济资本市场适度泡沫发展的历史。我们千万不能像20世纪80年代末,当年本币升值时的日本和我国台湾那样主动刺破股市泡沫，致使多年的经济成就毁于一旦。同时经济持续低迷十几年,付出了沉重的代价。日本股市泡沫被刺破之前完成了工业化和城市化,解决了贫富差距的问题。而我国工业化和城市化正在进行中，倘若此时主动刺破资产市场泡沫，那么工业化过程的工厂和基础设施将很可能成为半拉子工程，城市化过程中出现大量的烂尾楼以及贫富差距拉大等问题，可能会引发社会不稳定,由此带来的负面影响远大于当年日本本币升值时股市泡沫破灭形成的危害。

股票市场泡沫问题,实质上是国家经济问题,甚至是国家政治问题,所以一些国内外经济学家们主张刺破股市泡沫显然是不可取的。对待目前的股票市场泡沫,只能也必须是维护和充实,而不是主动去刺破。我们要学习美国那样,以泡沫——充实——泡沫——充实的循环发展虚拟经济资本市场的逻辑和模式，来发展我国资本市场。尽快把优秀企业、优秀资源整合到资本市场上，趁机利用股市泡沫,把资本市场做实、做强、做大,并给以市场这样的预期。假如这样的预期被市场广泛接受,金融创新和资本市场崛起的大金融时代就即将到来,就有望建立起一个完善的金融市场和高效的资本体系,本轮牛市行情也将无可限量。

高度繁荣的市场也要谨防乐极生悲

⊙东莞证券首席分析师 李大霄

中国股票市场发展速度惊人,市场规模不断壮大。我们用了不到18年的时间走过了成熟市场几十年或者上百年的道路,这是应该值得高兴和自豪的事情。但在一片大好之余，也许作一些冷静的思考比盲目乐观更有价值,在高速度发展的光环下,也藏着一些隐忧，下面我们从八个方面进行探讨。

第一,A股市场总体估值已经达到一个相对的高位区域。截至8月27日，沪市总市值达到17.73万亿,流通市值5.16万亿,平均市盈率58.4倍;深市总市值达到5.22万亿,流通市值2.60万亿,平均市盈率67.8倍,两市平均市净率6.3倍,已经接近或者超过2000年66倍的市盈率水平和6.09倍的市净率水平。2000年的股票价格水平,从18年的A股历史角度看无论如何都是一个高位。而且由于现在的市场总量远较2000年的市场总量要大得多,泡沫总量也比2000年要大得多。还有和境外市场的比较差距就更加巨大了，毕竟A股和其它市场现在是在同一个地球之上，过大的反差就只会造成A股投资价值的减少。

第二，由于上市公司红利回报水平不足，一旦停止上升风险凸现。我们的A股上市公司现在息率水平只有1%左右,在印花税提高了2倍后，按今年上半年成交量计算,是要付出6%的年交易成本。还有相对于升息后一年期的银行存款3.6%来说，现在的息率水平也显得吸引力不足，更不用说相对于国债市场超过4%的收益率水平和企业债5%的收益率水平。因此市场的主要吸引力是来自股指上升，一旦股价停止上升，过高的交易成本将会造成亏损，而亏损效应又降低了新增开户数。而且由于息率过分偏低,等待上市公司分红来取得回报就十分漫长。一旦股票滞涨对于股票的持有者来说是一个巨大的心理考验。

第三，资产注入只能化解部分风险并不能解决整体高估的现状。我们有一个比较普遍的支持高股价理由，就是依靠不断的资产注入来降低市场风险。在市场规模非常小的时候，市场的高股价可以靠不断的资产注入来化解部分风险也许可以实现，但现在相当于GDP总量的规模,只靠外力的改变来化解部分股票的风险是可行的，但对于化解整体风险就变得非常困难。因为很难再找到另一个GDP总量的资产来进行重组，所以仅仅是把希望寄托在外力变化的投资选择将承担过大的市场风险，这是可以比较确定的推断。

第四，特殊的股东结构容易受到控制从而积聚风险。工商银行的总股本是3340亿股,但现在的实际流通A股是91亿股,只占总股本2.7%。中国石化的总股本是867亿股,实际流通A股是35亿,只占总股本4%。中国人寿的总股本是282亿，实际流通股本只有8亿,只占总股本3.2%。这种特殊的股票数量不少而且还在增加，只需要影响极少数量的流通股价格，就可以影响股票的总市值,进而影响大盘指数。

第五,A股市场的结构过于偏重银行也是市场结构的不平衡。A股市场的市值结构比较独特,A股市场对银行股的偏好非常明显。日本在股市高潮的时候,在世界十大银行的市值排行中占据了大部分的席位，我们如果在农业银行上市后也能占4席。日本最高潮时的银行股占其总市值25%，我们现在也达到了这个高水平。

第六，单边市场机制容易积聚风险造成大的波动。A股市场现在只有做多才能赚钱，单边市场内在机制决定了投资者的行为，这是市场容易产生高估的主要原因。

第七，现在的新股市场并不能消减泡沫反而不断增加泡沫。很多投资者有一个善良的愿望，希望随着市场规模的不断扩大使市场泡沫减少，但实际情况可能事与愿违。现在新上市的新股价格奇高,30倍市盈率发行成为常态,50倍到80倍的情况也不鲜见。更大的问题是,认购新股资金已经达到3万亿，比彩票还低的中签率使他们要翻一倍以上才肯放出,上市后上涨100%,200%甚至300%的情况并不会意外,而二级市场的投资者也不畏高奋勇接住再往前进。这样,随着新股票源源不断地流入，泡沫也在不断地在流入。

第八，历次经验说明不断增强的宏观调控必然会对市场产生影响。今年以来,虽然股市现状好像并不理睬多次加息等市场行为的调控措施，但对于行政措施从历史经验来看却不应该忽视。现在很多市场人士也认为市场估值比较高，但把希望寄托在靠经济高速增长来化解市场风险，但却好像并未充分考虑宏观调控造成增速下降对市场的负面影响。

我的初步结论是:要充分理解现阶段的市场,不要因市场迅猛上升而忽视了仍然是新兴市场的本质。现在的市场估值已经偏高,市场已经步入繁荣阶段。市场的上涨是由于暴利效应吸引了大量的新增投资者通过基金等形式入场或者直接入场所致,而他们的入场更加造成了市场繁荣,这是一个正循环,而改变这个局面在历史上是由政策干预所诱发。现在市场管理者已经越来越成熟,出台太生硬的打压措施可能性并不高,而且市场化调控股票价格的手段渐渐成熟,如股票发行的调控、审批新基金的调控、股指期货的推出等。还有政策调控的手段也非常丰富,如银行违规资金的查处、操纵行为的查处、国有股的减持等等。所以总的来说,在一直以来鼓励储蓄分流的投法变为"风险有所积聚"情况下,在很多市场人士也认为市场估值比较高,但把希望寄托在靠经济高速增长来化解市场风险，但却好像并未充分考虑宏观调控造成增速下降对市场的负面影响。

我的初步结论是:要充分理解现阶段的市场,不要因市场迅猛上升而忽视了仍然是新兴市场的本质。现在的市场估值已经偏高,市场已经步入繁荣阶段。市场的上涨是由于暴利效应吸引了大量的新增投资者通过基金等形式入场或者直接入场所致,而他们的入场更加造成了市场繁荣,这是一个正循环,而改变这个局面在历史上是由政策干预所诱发。现在市场管理者已经越来越成熟,出台太生硬的打压措施可能性并不高,而且市场化调控股票价格的手段渐渐成熟,如股票发行的调控、审批新基金的调控、股指期货的推出等。还有政策调控的手段也非常丰富,如银行违规资金的查处、操纵行为的查处、国有股的减持等等。所以总的来说,在一直以来鼓励储蓄分流的投法变为"风险有所积聚"情况下,在交易成本远大于上市公司回报的事实中，在A股一元净资产卖出6.82元的环境下,在市场不断创新高过程中,如何避免超过自己承受能力的风险考虑是首要问题。在2005年夏季的时候,我给大家提出了一个观点:苦尽甘来,现在我认为大家要蹦跶乐极生悲。

继续震荡上行趋势不会改变

⊙国信证券总经理助理 何诚颖

上证指数在创新高后开始调整,现在股指仍处于下探后的反弹阶段。后市如何,大家都关心。我们认为,股市将继续震荡上行。

一,从历史经验看,在熊市中,长假之前机构往往减仓规避风险,长假之后下跌的概率很大;但在牛市中,如果长假之前大盘位于上升趋势当中,长假之后很长时间内继续上涨的概率很大。今年10月8日节后第一天大盘跳空上行,因此这一次大盘有望继续震荡上行。

二,数据显示,已披露三季报的业绩与前两年相比，上市公司整体业绩呈逐年提高态势,说明上市公司内生性和优质资产注入等外延性业绩超预期增长，能够支持股指维持高估值水平。

三,中国经济强劲增长、人民币大幅升值、流动性过剩等支持牛市因素仍未改变。最新的《股市月度资金报告》显示,9月存量资金增长1700亿元左右。所以从总体上看，影响市场基本面的因素没有出现大的变化。

但是，随着ODII规模扩大,资金溢出效应较为明显，会对未来走势产生一定压力。另外,还有港股直通车等，即使考虑到持有外币的投资者和境内投资者的不同偏好，上述两者对资金的分流作用依然不可低估。而从股市供给角度看，股票供应加快预期在短期内还有望持续。同时,10月份首发、增发配售、定向增发、大股东增持部分的解冻额高达1255亿元，远高于9月份的238亿元，"大小非"解冻规模也将达到创纪录的1998亿,目前看也将是今年最高值。另一方面,政策性压力也将有所增加，不排除央行在年内采取加息政策。而为了遏制流动性过剩和信贷高速增长，政策上有可能再次上调存款准备金率和发行特别国债。

基于以上分析和判断，我们认为,股市将会在震荡中前行,A股尤其是超级大盘股持续走强已经在一定程度上透支了未来的成长性,也导致估值提升过快,调整压力有待释放。我们估计,今年上证指数仍将上看6500点。

目前说泡沫泛滥还为时过早

⊙光大证券研究所 穆启国

有人说现在估值太高了,那么估值增长是不是远远超过了实体经济增长呢?如果我们把股票看成两块,第一块是股权,第二块是因为市场交易造成的价值。对于股权融资方式，一般企业就是两种,一种是债券类资产的融资,第二种就是股权类资产的融资。债券类资产的融资可以让资金变成资本,从这个观点来看,股权和债权融资是有相对一致性的,就是把外部资金转化成实体经济的资本,并作为生产要素。我们看到股权融资的另外一条路，如果通过债权融资不具有放大效应,但是通过股权融资则具有放大效应。从动态来看,我们知道股票价格是未来收益的体现，我们把未来收益折算出来一个值，这个值如果通过融资,包括新的投资,包括增发老股票的融资，直接投入到实体经济里面去，就会产生另外一个效应。既然这部分钱已经到了公司里面，就要参与财富创造，财富创造就是说我用未来收益又创造了未来收益，就是说自己创造自己，每一个阶段在创造下一个阶段的收益。我们看股票市场融资，我们有EPS未分配率,资金并没有流出实体经济,我不分配,还保持在实体经济里面。一部分资金进入实体经济以后会创造相应更高的财富，也就是一个循环，把未来的收入折算成一种资金，通过融资方式进入实体经济,转化成资本,资本是作为最基础的生产要素，又创造了未来的收益。

如果从这个角度再返回来看泡沫，我们认为这个泡沫既然对于股票的观察一方面是二级市场的表现,第二个就是看实体经济。现在实体经济依旧保持增长态势,那么,至少目前说泡沫泛滥是为时过早的。我们的实体经济这边仍然需要大量资金，也就是说实体经济还在收益的时候，就能不断的把资金引入到实体经济里去，这个时候还不能叫做泡沫。而真正的泡沫是说，股票市场在高估值的时候,收益反而下降了,我们是这么认为。

科杰基金(数量)总经理 李科杰

光大证券研究所宏观策略前负责人 穆启国

海通证券研究所 黄泽平

航天证券研究发展部副总经理 王凌霄

上海证券研发中心策略分析师 屠骏

东北证券策略分析师 郭峰

世基投资执行董事 张华晖