

北京圆桌

市场底部已探明一半



嘉宾: 华宝信托副总裁、投资总监 王波(上)
交通银行金融研究中心副总经理 周昆平(左)
阳光保险集团资产管理中心首席经济学家 温永鹏(右)
主持人: 中国证券报记者 高改芳

温永鹏: 明年市场表现有望好于今年

2011年对资本市场的参与者来说是痛苦与煎熬的一年,股债双熊市场格局令绝大多数投资者颗粒无收。至三季度末,62家公募基金公司累计亏损2510.74亿元,而全市场64家基金公司的资产总规模已缩水至2.13万亿元。侧重长期投资的保险机构也出现大规模的浮亏,分析师估计,人寿、平安和太保前三季度累计浮亏600亿元。

市场格局与宏观经济形势密不可分。国际大环境和国内小气候交互叠加作用主导了今年中国资本市场的总体走势。

国际大环境主要通过贸易途径影响国内经济环境:全球流动性泛滥导致大宗商品价格高位徘徊,增加了国内输入性通胀的压力,同时也增加了宏观调控的难度;外需不景气除了直接导致国内出口企业订单下滑外,也在一定程度上遏制了企业投资的意愿。

当然,外部环境并非影响国内市场的主因。2009年下半年以来,中国一直在寻求退出刺激性的货币和财政政策,以使经济回到内生性可持续发展的轨道上来。流动性不断收紧,

使得经济增长和企业盈利出现下滑,同时实体经济范围内利率高企,压制了股票市场的估值中枢的抬升。另外,刺激性政策带来的后遗症——房地产泡沫、地方政府融资平台风险——尚未完全消除,也在一定程度上增加了股票投资者对市场的担忧。由于通胀的高企和流动性的匮乏,前三季度固定收益市场的表现也非常令人失望。

进入四季度以来,形势出现了改观。欧洲债务危机已经有了初步解决方案,国内通胀环比增速已经开始低于历史均值,货币政策进入观察期,未来将根据外围和中国自身经济情况进行前瞻性预调和微调。在这种政策基调下,无论是固定收益市场还是权益类市场都有了一定的起色。

展望未来,通胀将进一步下行,经济增速和企业盈利有望在今年四季度或明年一季度见底。随着政策微调效果的显现,流动性在边际上将进一步好转。如果不出现其他意料之外的外生冲击,明年资本市场的总体表现有望好于今年。

当前,国债收益率已经下行一段时期,但信用产品收益率仍在高位,对固定收益投资者来说信用产品有一定的安全边际。A股市场上大市值蓝筹股估值偏低,长期投资价值凸显,对于侧重长期投资的机构来说具备

一定的吸引力,同时也具备一定的安全边际。

王波: 市场底部已探明一半

我认为A股的止跌上扬,必须经过构筑政策和经济双底才能夯实。

目前通过汇金增持,监管单位换帅,货币政策定向微调预期,以及传言中的社保与保险资金的积极筹划入市等情况来看,政策底信号已经显现。

我一直反对前期市场不少多头的

一个观点,即认为许多个股估值已低于上证1664点的水平,从而得出市场悲观过度的结论。我觉得当前市盈率低于历史水平并不代表便宜乃至得出底部结论。此中存在一个重要变量是,目前全市场市盈率所对应的实际利率水平的问题。

经典理论告诉我们市盈率是市场利率的倒数。当前市场实际利率大体有几种情况:对于相对有充足保障措施的高利贷而言一般在18%-20%左右,100万起步的信托产品收益率为

8%-12%,10万起步的银行理财产品大概在5%-7%之间,个人房贷利率水平目前是4.75%-7.5%之间,交易所交易的信用债收益率水平也在8%-12%左右。那么模糊地大体认为市场的平均实际收益率水平在7%-9%之间。而以10月28日收盘计算,上证指数平均PE为14.08倍,沪深300指数为13.19倍,中证100指数和180价值及成长指数均不到12倍,大体在对应区间内。低于10倍的是各种金融类指数,所以今年金融板块出现了大幅度的相对超额收益机会。

因此,政策底的积极意义在于向市场发出信号:货币政策不会继续收紧,社会资金紧张程度已经处于顶部区域。这意味着A股市场外在由实际利率所要求的市盈率水平不需要再降低了,这是当前支撑2300点的最重要的内在因素。从这个角度而言,中小板与创业板承受的压力比较大,唯有依靠未来业绩大幅度增长以降低自身PE水平。今后中小板、创业板个股分化将趋严重,在大小非解禁前后极有可能出现业绩变化的分水岭。

内在估值水平能否提升取决于上市公司业绩,因此市场还需要经受经济底的考验。从公布的季报来看,上市公司三季度业绩的环比趋势并不乐观。

未来经济将面临三重考验:一是外部欧美债务问题的综合影响,二是内部短期的资金链紧张问题,三是内部的长期问题,即房地产行业出现拐点后对经济增长的长期影响。即使最悲观的研究员,目前也未将全市场盈利增长水平调为负值,这就意味着只要市场实际利率水平不再意外走高,当前上证指数2300点左右所对应的估值不会再恶化了。

因此,当前2300点是底部水平,反弹高度将取决于政策力度与未来探明经济底过程中出现各类状况的组合。从现在起到2012年春节前,将是较好的时间窗口,这段时间指数有望反弹到2600-2800区间;如果政策给力的话,不排除通过两阶段方式试探3000点,当然股票供应将随时会给反弹热情与节奏泼冷水。

周昆平: 发挥财政政策定向调节作用

为了规范政府的融资行为,缓解商业银行政府融资平台贷款风险,10月20日,财政部颁发了《2011年地方政府自行发债试点办法》,上海市、浙江省、广东省、深圳市成为地方政府自行发债试点。这是中央推进地方政府阳光财政、阳光融资的一个重要措施,也是里程碑式的改革和进步。

由于国际经济复苏趋缓,我国经济增长目前也有放缓迹象。因此,宏观经济政策需要在防通胀和保增长方面实现平衡。在货币政策整体操作空间不大的情况下,发挥财政政策的定向调节作用是比较好的选择。保障房建设是未来经济增长的一个重要驱动因素,而资金来源成为能否完成保障房建设的关键问题。在货币政策基调不变、信贷规模总体控制的背景下,给予地方政府一定的自主发债权,拓宽其资金来源,可在一定程度上保证保障性住房建设目标的完成;同时也可推动经济增长,是积极财政政策的一种具体体现。

启动地方政府自行发债的意义在于:进一步拓展政府融资渠道,改善地方政府融资模式;地方政府直接发债,可以将债务的发行与支出纳入政府预算之中,有效避免目前地方政府通过政府融资平台盲目举债行为;为地方政府今后自主发债进行试点探索,进一步规范政府融资行为;发行地方政府债券可以缓解地方融资平台的偿债压力,明后年将是政府融资平台贷款还款的高峰期。尽管这次地方债总规模比较小,在改善商业银行政府融资平台贷款质量方面的作用有限,但开启了解决地方偿债压力的一种新途径;有利于丰富我国债券市场的产品种类。

尽管目前市场对推出地方债褒贬不一,有人认为对此前深受地方政府融资平台贷款问题困扰的银行带来实质性利好,也有人认为是地方政府融资的一种变相“借新还旧”方式,引发市场担忧情绪。但总体来说,地方债的制度要比平台贷款更为市场化、更加透明,是里程碑式的改革和进步。

基金百脑汇

人口冲关或加剧农产品涨价



广发全球农业指数基金经理 邱伟

这两天全球媒体都在播报世界人口在10月31日突破70亿大关,但大家似乎忽略了这个事实背后的深层含义。根据历史数据,1959年全球人口只有30亿,到1974年达到40亿,1987年达到50亿,1999年达到60亿,人口几乎以几何级的速度在增长。人口飞涨带来了一系列严重问题,比如环境问题和资源紧

缺,其中最重要的还要数人类的生存之本——粮食。

全球粮食产量虽然从上世纪50年代以来稳步增长,与此同时人口也在稳步增长。加上近10年来人均耕地面积日渐减少,亩产提升空间越来越小,使全球粮食供需日趋紧张。我们知道提高粮食产量无非是从两方面着手,一是提高耕地面积,二是提高亩产。

据联合国粮农组织统计,1961年

全球人均可耕用地面积为4.45公顷,而2009年为2.26公顷,减少了49.2%。这说明全球耕地面积增长严重滞后于人口的增长,甚至可以认为是停滞不前。幸好由于种子、肥料、农药以及机械等生产资料的技术进步,粮食亩产在过去几十年稳步增加,这才使得粮食供给基本能满足全球日益增长的需求。

必须承认这种供需紧张的局面越来越严重。这其中的最大一个原因就是农作物亩产可提升的空间越来越小,难度越来越大。杂交水稻之父袁隆平在今年9月宣布,他研制的杂交水稻亩产首破900公斤,从800公斤到900公斤花了7年时间。他预计超级水稻亩产最终能从900公斤提高至1000公斤,但可能需要10年时间。综合以上两方面,全球粮食产量增长的势头将面临很大阻力。

另一方面,这种供需紧张的局面直接导致的后果就是农产品涨价,虽然各国政府对农产品或多或少都有价格管制,但这种市场价格管制的背后,都是以政府直接补贴的形式进行反补。实际上可以理解为,政府在帮消费者向农产品相关生产企业支付部分涨价的账单。而同时,农产品的涨价会刺激各种农业生产资料价格的上涨。为了提高亩产,不得不使用新型种子、高效肥料和农药,以及先进的农业机械,这就进一步刺激了农业生产资料的需求,导致价格上涨。

所以,长期来看,农产品的价格将稳步上涨,而农业行业的上下游垄断行业则能充分享受农产品长期涨价所带来的经济效益,投资这些行业的龙头企业将获得长期而稳定的收益。农产品价格短期也许会受市场波动影响,但长期趋势却是稳步向上的。

场重新审视中国科技产业的前景和应用。因此,以神8发射并与“天宫”对接为契机,市场还将演绎科技股成长性估值的神话。中国正在考虑将进口贸易上升为国家战略,新能源汽车等推出时间可能会超出市场预期,软件等新产业政策的发布也在助推科技概念股的表现。而环保与文化传媒、网络信息产业的持续走强,将使市场反弹动力继续发酵。

放缓大蓝筹股发行节奏、对上市公司再融资采取审慎态度,这是市场及投资者对管理层的期望。前期市场低迷除了经济增速下滑、流动性收紧和上市公司业绩低于预期之外,市场最大的担心可能就是快速而大面积的扩大市场供给。随着近期大蓝筹发行减少甚至淡出,市场情绪和信心快速增强。投资者清醒地看到,监管层对市场有一个观察期,未来一段时间市场监管重心也许将突出债券融资和金融创新,而非市场股权融资。

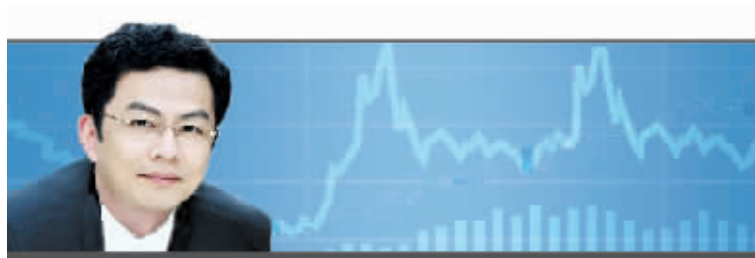
从近日盘面的分时走势看,盘中调整意愿和特征明显。主要是强势板块累积了

比较大的涨幅和获利盘,有获利回吐和回调的要求。但因为市场正在强化对货币结构性宽松的预期,投资者觊觎货币政策上的变化,如降息和下调存准率;市场也会评估上市公司业绩下降与减税预期的平衡。因为业绩下滑在经济周期处于下行过程中是长期和惯性的趋势,但减税将会部分冲销业绩下滑对公司估值的影响和预期,机构目前正在进一步评估政策的全面性效应,近期市场得到了游资的积极响应。公募基金等守望的大蓝筹估值尽管有所修复,但由于未能充分、有效地评估微调政策的效应,尚未有强势表现。一旦基金完成对经济微调政策效应的评估,将会接力市场游资。

在市场行情不属于反转趋势的过程中,反弹幅度取决于市场人气及交投活跃程度。只要有市场热点,强势板块保持赚钱效应,反弹行情还将延续。市场将会结合2012年的业绩增长状况,在动态市盈率分布上不会保留明显的估值洼地的时候,反弹行情才会进入尾声。

保资瞭望台

大行情的周期



海康人寿投资部经理 刘思恩

最近和一个朋友聊股票,他冷不丁来了一句:2008年后,已经三年多没有像样的牛市了。我愣了一下,细细想来,不由得感慨起来。这个朋友是半生不熟的股民,入市五年,赶上了从1000点到6000点的超级大牛市,也遭遇了2008年的特大自然市。有过这种经历的投资,涨一倍的牛市在他们眼里也是毛毛雨——诸如2009年的绝地反弹翻倍行情。

相比之下,我这个老而不朽的投资者,越来越小家子气,最近几年一直在寻找一些赚10%-20%的机会,比如2009年下半年后的新股、今年的高折价封闭式债券基金、分级债券基金等。其实长钱而言,再好的股市里年均能赚20%已经很爽了。加上个人的正常收入积蓄后的追加投资,持续20年到30年,这个投资者在退休时至少应该是个经济富裕的中产阶级了。当然,很多做股票的朋友志不在此,而是有更远大的野心,那就道不同不相为谋了。

不过,这个朋友说到三年多没大牛市了,让我进而想起牛熊市的周期问题。笔者是1994年开始接触股票的,回头看看这十七年,直感每隔四年左右会有一次大牛市。比如1996年的特大自然市后,过了四年才又有一波很“热”的单边牛市。而2001年做头后,又要熬四年才等到2005年的股改行情。

为什么会正好有这个四年的间隔呢?当然,很多人喜欢用经济周期之类的理由去解释,但我

更喜欢用财富再分配的角度去看问题。股市作为财富再分配的工具,有时是在做客观的、随机的、不可知的运动,但相当多的时候,是被人的主观欲望、权力、动机在支配着。

股票涨得太高以后,浮盈丰厚的人就想卖出兑现,换来现实物质生活的升级和享受,上市公司也会乘机在高市盈率时搞增发融资,让二级市场宽广大头们来买单。这种行为多了以后,股市就步入熊市,热昏头的人们逐渐开始理性和冷静,进而冷静过头,变成“受伤害幻想症”、“低市盈率怀疑症”、“割肉强迫症”等。这时,靠老股民们已经无法形成大行情了,所以需要几年的时间,在社会上培育一批新人。不仅要培育他们的财富积累,也要培育他们似是而非的理财知识,以及逐渐增长的信心和野心,这些都将为下一轮大牛市的必需品。

2012年快来了,离2008年正好是四年。大牛市有没有可能被孕育出来呢?从宏观经济来看,大环境依然是隐忧重重,许多企业日子不好过;但好处是过紧的货币政策估计将向宽松转化,加之市场里的闲钱本来就不少,管教少了很可能又要四处出击。这会不会是牛市的“天时”?由于2011年的下跌,尤其是第三季度的紧缩和信用危机恐慌,很多股票市盈率、市净率极低,中线技术图形也超跌,又会不会是“地利”?最后,四年了,也该孕育出一批新的愣头青投资者了,这是不是“人和”?天时、地利、人和都有了,还有没有搏一次牛市的勇气呢?

中原证券研究所所长 袁绪亚

近日证券市场反弹力度正在逐渐加大,只要有热点,市场就会将其深入挖掘,使之成为板块的估值高地,形成赚钱效应。另一方面,从近期市场表现看,我国证券市场对外部的抗压性明显增强。欧洲债务危机的不确定性没有让市场有所顾忌,并未出现外盘跌A股跟跌的现象。

市场对宏观经济政策微调信号做出了方向性预期。目前证券市场对温总理的宏观经济政策微调信号的解

读,已经超越短期权宜性政策放宽界限,而是将政策微调与科技产业的升级等联系在一起,是经济结构调整前的政策推进信号。正当市场对投资产生疑虑的时候,财政方面的减税和继续加大在建工程投资政策改变了市场的判断,激发了市场的兴奋神经。货币政策的结构性宽松,让10月及今后一段时间的流动性超预期;4季度经济形势及物价运行状况可能超预期等,都在宏观经济及政策层面上为反弹行情的深化创造了条件。

随着神8发射并与“天宫”对接,让市