

海外资金加速进场 A股估值体系面临重构

□本报记者 黄莹颖



券商看好节前行情 将适时调整板块配置

□本报记者 张莉

多家券商认为，2012年12月启动的多头行情并没有明显终结的迹象，在宏观经济企稳的背景下，大盘强势格局将延续。但对于未来经济复苏的强弱，市场仍存在担忧，不少机构未来可能根据经济复苏情况调整行业板块配置。

政策走向仍需关注

安信证券指出，中央经济工作会议提出促进内需、适度扩大社会融资总规模、适度降低融资成本的基调，使市场情绪变得乐观，加上IPO发行节奏放缓，市场供给压力消退，资金面整体宽松为今年一季度市场营造了良好氛围。

与此同时，近期陆续出台的新型城镇化政策红利成为驱动大盘的催化剂，构成市场上涨的重要因素。湘财证券指出，未来政策的一个重要关注点是3月召开的两会。两会期间将公布今年经济增长目标、赤字规模及未来经济发展的重点及新型城镇化具体目标或政策推进步骤。这些内容公布之后，市场有望形成新的预期与配置策略。

上周汇丰PMI及去年12月工业企业利润数据显示宏观经济基本面较为乐观，券商机构普遍的看法是，目前确认宏观经济进入复苏阶段，但对未来的经济复苏的强弱仍有担忧。这导致机构对于短期市场的判断以调整为主。平安、中投担忧股市上涨速度超越基本面改善，从而造成市场过度乐观，导致短期承压。其他机构则相对乐观，认为短期震荡后，市场会继续进入上涨趋势，并无大的风险。

广发证券通过在沪深以及台湾地区机构投资者调研了解到，大部分投资者认为经济是在2012年四季度开始触底复苏，但是由于是一种“弱复苏”，所以持续时间不会太长。进入2013年二季度，若房产等政策调控收紧，此轮反弹将会结束。广发证券预测，受基数效应和出口下滑影响，今年一季度经济数据很可能再次回落。

节前市场预期乐观

一般而言，春节因素成为影响当前市场走势的一个重要变量。据中投统计，春节前一周市场上涨概率非常大，近13年来只有2001年出现下跌。中投证券认为，每年春节前一周存在“红包效应”，当前整体上个人投资者仍呈净卖出的特点，短期的情绪震荡或是布局的好时机。

从技术层面看，A股上升趋势并未改变。据东吴证券分析，最近大盘成交量连续三十多个交易日放量，说明场外资金正源源不断介入，为大盘继续上攻提供足够的动能。从趋势线上看，大盘仍处在上升通道线之间，预示多方仍将上攻。

尽管市场总体趋势判断乐观，但机构认为市场短期仍存调整压力。东方证券指出，经济见底和政策不会持续收紧在短期无法证伪，因此市场趋势不会改变。在此之后，市场风险点将可能逐渐增多，投资者将更趋于谨慎。

展望后市，东北证券认为，目前市场的回升主要体现为估值修复。考虑到基本面状况好于去年、业绩将有所改善，因此未来市场估值情况将好于去年。万联证券表示，在增量资金入市支持下，风险偏好将得以延续，沪指站上2400点应是大概率事件，甚至会挑战2012年2478的高点，盘面上周期和防御板块内部的分化将继续成为2月的主要旋律。

板块配置适时调整

近期金融股成为领涨板块，不少机构判断此轮金融股回归并未结束。招商证券认为从基本面、资金面、政策面和估值角度看，2013年银行股将成为贯穿全年的强势板块，可获得20%以上的超额收益。申银万国则指出，随着QFII、RQFII额度加速审批以及海外资金持续涌入，A股金融股相对于H股的折价填坑行情并未结束。内外资机构有望共舞，大盘金融股估值修复行情或延续。

不过，由于未来经济复苏强度仍需确认，加上部分行业业绩出现变动，不少机构在投资配置上选择顺势调整高配板块名单，银行、地产、白酒等传统高配板块逐渐被水泥、煤炭、重卡等板块替代。兴业证券指出，目前基金配资反映了谨慎预期尚未扭转，集中超配食品饮料、医药等板块，周期性行业被低配。一旦经济复苏趋势得到进一步确认，超预期的业绩和基金配置变化有望推动水泥、重卡、汽车、焦煤等板块行情展开。

在投资策略上，海通证券选择轻配水泥、化工中化纤塑料、机械等中游板块，继续持有低估的银行及券商保险板块，主要原因在于宏观经济复苏中，PMI指标显示行业景气有望从早周期逐渐传导至中上游，被动去库存走向主动补库存时中游行业盈利有望见底回升。

中信证券建议配置估值较低、景气度有支撑的金融蓝筹及周期蓝筹，如银行、地产、汽车、建筑装饰、建材等。在主题投资方面，结合两会预期，可以关注环保和军工个股。

A股正在成为海外资金关注的焦点。有迹象表明，海外投资者开始重新追捧中国股票基金，而机构对QFII和RQFII额度扩容的渴求更为迫切。业内人士认为，这些加速流入的海外资金推动A股估值逻辑裂变，价值投资的理念正在越来越受到投资者重视，未来大盘蓝筹股估值与中小盘股估值倒挂的现象会逐步改变。

海外资金积极布局

2012年11月、12月前来公司调研的海外机构特别多。”景林资产合伙人卓利伟表示。这些海外机构大部分是国外的主权基金、500强企业年金等机构，来访的目的在于寻找投资中国A股的顾问。

其时，A股跌至谷底。全球最大的资产管理机构富兰克林邓普顿，却于2012年11月中旬在香港和内地多个城市造势，启动一只全新的中国机会基金。在正常市况下，该基金至少70%的资产将投资于沪深两地上市交易的A股公司。

卓利伟表示，从与海外机构的交流情况看，欧美的投资者主要从长期角度来看待问题，对中国的担忧情绪要比过去少很多，2011年担忧较多，现在情绪要积极一些。“他们问市场怎么看，关注管理团队怎么样，投资风格怎么样，过去的经营业绩怎么样？”他判断，海外投资者看好未来的政策走向，对整个大中华的资产配置倾向逐步增加。

数据表明，QFII此次对市场反弹的判断仍算精准。理柏基金数据显示，投资者对中国股票基金的追逐情绪持续走强。截至1月16日，多数QFII在上证综指2000点时开始密集建仓，12月QFII基金平均业绩上涨16.94%，明显优于100亿美元。

价值投资渐成主流

海外资金持续涌入正在悄然改变A股市场的估值。深圳尊道投资董事长谢柳毅判断，这一波反弹主要是热钱在推动。QFII选择投资标的有三个标准，流动性好、具备价值、较低的市盈率。海外资金进场会促进A股投资逻辑变化，更多朝价值投资方向发展。

A股估值体系长期与海外市场背离，优质的大盘蓝筹与海外市场相比折价明显，不过制度的完善正在逐步弥合这一差异。卓利伟判断，制度的变化，一定会带来国内存量资金的变化，促使国内的机构投资者估值体系发生变化。长期看，这会使整个市场的逻辑发生质的变化。

这种变化即是主动的选择，也是被动的选择。深圳尊道投资副总经理王丹近期通过研究发现一个值得注意的现象，2012年四季度公募基金对银行股普遍低配，而对一些大消费概念类的白酒股配置相对较高。主要源于机构对银行股普遍看空，但去年12

一个可能的发生趋势是，价值投资的理念正在走出以往叫好不叫座的怪圈。翰林资产投研部负责人李君表示：2012年12月以来，大盘上演了一波近18%的估值修复行情。很多人此时开始纠结：市场的这波反弹是不是快到头了？大盘指数会不会此时出现调整？到底哪个板块或哪些题材能

蓝筹或更受青睐

中，相信未来几季不至于出现资产泡沫，令政府担忧。

这种乐观的情绪并不是个例，渣打银行近期的报告也指出，2013年中国经济增长将逐渐走强，预计国内生产总值(GDP)同比增速将在2014年一季度达到8.5%的高峰，之后随着政策重新转向紧缩，2014年四季度降至7.8%。

基于经济基本面的改善，罗念慈判断，由于复苏持续、流动性充裕以及收紧银根风险低，预计A股今年表现比过去3年都要好。外国投资者对投资A股情绪已改善，而市场的散户情绪仍未见大幅反弹，整体通胀压力仍未复苏，预计今年第二季或见好转。

摩根基金亚洲市场策略师许长泰



成为下一阶段的热点？”

李君的看法是，别管指数涨跌。那不是你该管的，也不是你能管的，你纠结或不纠结，它(市场)就在那里。只要你投资的企业能够持续成长，而且你买入的时候估值合理，那么股价上涨是迟早的事情。”

景林资产香港主管曾晓松表示，根据香港和美国等成熟资本市场的经验，相信目前A股大盘蓝筹股估值与中小盘股倒挂的现象会逐步转变。因为小盘股票的上市公司治理结构、业绩稳定性、抗风险度和股票流动性相对于大盘蓝筹公司都存在较大差距。即使小股票增长更快，但增长的质量和稳定性、确定性相对较弱，所以应该在估值上相对大蓝筹股票有一定的折价。

指出，中国周期指标开始回升，预期经济会继续改善，在资产流动仍然向好势头下，中国经济主要由正在改善的内需所带动，尤其基建项目、消费等。

贝莱德中国基金经理人宁静表示，A股2012年四季度至2013年1月16日，涨幅逾16%，印度与日本股市分别有5.6%、19.5%涨幅，但A股距离近两年高点仍有较大空间，A股将是最有成长空间的市场。

实际上，海外机构对于A股的看法更多在于在具体投资标的上。宁静判断，2013年A股市不会像2009年在政策激励下出现全面上涨，而是会是特定股票、特定产业的上涨，因而选股显得非常重要。

景林资产卓利伟：

A股估值将加快与国际接轨

□本报记者 黄莹颖

自2012年12月以来A股已从1949点反弹了400多点，这其中海外资金的作用功不可没。景林资产合伙人卓利伟对中国证券报记者表示，海外资金持续流入一定会带来国内存量资金的变化，促使国内机构投资者估值体系改变。卓利伟认为，今年上半年A股有望保持相对乐观的走势。

估值体系将出现变化

中国证券报：此前热钱是推动港股上涨的主要因素之一，到了2012年12月，A股行情启动，至今已反弹400多点，你认为推动本轮A股反弹的因素是什么？

卓利伟：前两年国内A股市场跌幅较大的主要原因有三点：一是经济增长速度与企业盈利能力下滑；二是市场利率与无风险利率处于相对高位，压制了权益风险资产的系统性估值；三是资本市场对长期经济转型与制度变革的不确定性因素存在担忧，使得A股市场估值出现了一定程度的制度性折价。

2012年下半年以来，QFII和RQFII额度大幅度增加，这些资金的主要投资标的指数基金、ETF基金、大盘蓝筹等，在一定程度上推升了低估值大盘蓝筹股的上涨。同时随着市场无风险利率在近阶段有所回落，2012年四季度以来固定资产投资速度、PMI指数等宏观指标也明显回升。这些因素综合作用导致市场出现了较大的涨幅。

当然也可以注意到，在过去一两个月投资者通过券商进行融资交易的额度也增加了很多，这说明市场风险偏好也有所提升。

中国证券报：海外资金的进入能否推动A股持续上涨？

卓利伟：从我们日常的工作以及与客户的沟通情况看，近期海外资金的活跃度还是比较高的。可以感觉到较多海外机构对A股的兴趣明显提高，并且他们在内积极寻求A股的投资合作方。总体上，这些海外机构投资者普遍看好A股的大盘蓝筹股。预计全球机构投资者对大中华地区的权益资产配置比例将会持续提高，这也是此前港股上涨的重要因素之一。

可以看到，A股的估值结构性特点非常清楚，就是优质的蓝筹股估值低于国际成熟市场，而一些质地不太好的中小盘股估值却远远高于海外市场。通过QFII和RQFII等制度安排与投资额度的不断增加，相当于有估值差异的A股和海外市场这两个市场之间建立了一个资金流动的通道，这必然加快A股市场估值的国际化步伐，这也是未来一两年市场变化的重要逻辑。

中国证券报：近期的市场变化是否意味着，A股的主流投资逻辑正在发生变化？

卓利伟：前面说过，A股市场的估值体系与国际主流投资逻辑一直有较大差异，主要表现为很多缺乏长期竞争力的中小市值股票有较大幅度的高估。这其中，一方面IPO制度等资本市场内部制度相对不完善，导致壳资源价值被大幅度高估的因素，另一方面还有投资文化不成熟导致市场风险偏好长期相对偏高的因素。

但这个现象将在未来一段时间发生本质变化。一方面随着QFII和RQFII的投资额度不断增加，以及随之引发国内存量机构投资者投资组合的结构性配置调整，必然导致优质蓝筹股的配置权重提高，其估值折价将不断被弥补。另一方面值得关注的是，管理层导向也十分清晰，融资融券标的扩围后，增加的融券标的中有不少就是高估值的股票。此外，券商转融通业务的全面开展也只是时间问题。完善的做空机制十分有利于市场估值体系的重构，有利于资金作为要素的优化配置。

我们认为，市场的变化已经开始在反映这种长期估值体系重构的逻辑。

上半年市场相对乐观

中国证券报：从近期反弹板块看，银行和地产均有可观涨幅，你如何判断这两个板块的走势？

卓利伟：长期看，银行和地产板块表现仍是相对积极的。一方面是银行板块的估值较国际市场仍有明显的折价，另一方面非常高的拨备覆盖率等谨慎的会计处理已经较大幅度反映了对资产质量的担忧。1.5倍PB可能是银行股长期较为合理的估值中枢。

对于地产板块，从政策调控看，限购政策从紧、扩大房产税试点城市的范围是可能的，但出台更严厉调控政策的可能性不是很大。而从需求上看，中小户型的刚性需求市场仍十分强劲，预期两三年内仍可保持这一水平。从经济大周期和人口结构的变化看，住宅的新房市场有可能在未来某一年达到峰值。但放在未来三四年的时间跨度看，房地产市场的刚性需求与住宅价格仍较为可靠。依据较为谨慎的假设条件，目前地产股市值相对于资产价值仍有一定的折价，尤其是一些项目优质、财务稳健的资源型公司。

中国证券报：除大盘蓝筹外，你还看好哪一类的资产？理由是什么？

卓利伟：除了低估值的优质蓝筹股以外，我们还看好三类股票：一类是消费服务类股票，现在消费领域出现了一个显著特点就是中低端消费人群的消费升级，如一些日常的必需消费品；还有那些改变居民生活方式、提升生活质量的各种消费品与服务产品，在很多行业都有这一类股票。第二类是基于研发与创新能力的先进制造业，这些公司可能散落在各个大行业中，但它们的特点是基于核心技术与核心部件能力的掌握，并具备进口替代、国际比较优势明显的一些企业。第三类是一些具备产业化能力的新兴产业，如与全球能源消费结构相关的装备类或资源类企业。当然，所有看好的企业，我们仍要十分关注其估值水平。

中国证券报：你如何判断未来半年A股的走势？

卓利伟：具体点位上很难判断。事实上我们也很少去预测指数，我们更倾向于从估值、企业盈利与行业的基本面趋势等维度去做决策。总体上看，我们对上半年的市场还是保持积极与相对乐观的态度。但我们会密切关注经济回升的质量、与长期经济转型相关的制度变革以及资本市场制度的完善。

