

■ 我看市场

# 基本面分析缘何成“毒药”

□连云港 吴学安

近期,网上流传的一句话引起股民的共鸣:现在炒股还在谈基本面的,就已经输在起跑线上了。”即使是专业人士运用基本面分析,也不一定能够把握个股的走势。所谓基本面,是指对影响股票市场走势的一些基础性因素的状况,通过对基本面进行分析,可以把握决定股价变动的的基本因素,是股票投资分析的基础。一般情况下,股票市场的价格波动在很大程度上反映宏观经济状况的变化。从国外证券市场历史走势不难发现,股票市场的变动趋势大体上与经济周期相吻合。但股市的走势与经济周期在时间上并不是完全一致。通常情况下,股票市场的变化有一定的超前,因此股市价格被称作是宏观经济的晴雨表。

尽管在经济上升期,企业经营状况好、盈利多,其股价也在上涨;经济不景气时,企业收入减少,利润下降也将导致其股价不断下跌。但股价的涨跌还受其它几个因素影响:一方面是通货膨胀因素。这一因素对股票市场走势有利有弊,既有刺激市场的作用,又有压抑市场的作用,但总的来看是弊大于利,它会推动股市的泡沫成分加大。另一方面是利率水平高低因素。在影响股价的诸多因素中,利率是比较敏感的因素。一般来说,利率水平上升,企业经营成本增加、利润减少,相应也会使股价有所下跌;反之,利率降低,企业经营成本降低利润增加,也会相应地促使股价上涨。此外,政治因素也会对股市产生直接或间接影响,如国际政治形势、国与国之间的关系变化等,都会对股价产生影响。

目前,A股市场今年上半年表现让股民失望。尤其是在经济增长仍然领先全球的情况下,相比于美国股市屡创新高的高佳表现,国内股市却还在继续下跌,与当前基本面实际不符。

最近几年,我国IPO市场一直占据全球首位。这导致在市场增量资金不足背景下,A股市场面临着较大的供求压力。回望A股市场的历程发现,A股市场一旦出现供求关系失衡,A股走势往往会呈现下跌趋势。究其原因,乃是股票供给持续保持高位,场内存量流动性难以承接持续增长的压力,这是导致A股走势表现屡屡欠佳的主要原因之一。一方面,从统计数据来看,仅2010年全年共有531家公司在A股市场融资10275.2亿元,其中首发347家融资4883亿元,创下A股市场融资额度的历史新高。这势必会吸纳场内的存量流动性,导致A股走势不断承压,A股市场特别是大盘蓝筹股的市盈率水平被不断低估,与2010年我国经济的高

增长形成鲜明对比。另一方面,从历史来看,每当A股持续下挫、市场信心低迷时,停发新股的呼声就会不绝于耳,这表明在投资者看来,持续扩容带来的供求关系改变,与股市低迷有不可分割的关系。尤其是在货币政策已经出现收缩的情况下,对资金面不断收缩的预期比宏观经济面对A股走势的影响更大。同样,正是A股市场内部供求关系的转变,加剧了“股市冷”难以与“经济热”相匹配的矛盾与冲突。

近年来,在市场环境不佳等因素的作用下,受制于变幻不定的国际国内经济形势,A股市场位居全球股市跌幅榜的前列,这与A股自身发展中的先天不足不无关系。一方面,资本市场结构不够合理、优化资源配置的功能没有充分发挥,市场约束机制不强、市场运行的体制和机制还存在“短板”,都需要资本市场自身作出相应的完善和调整。A股市场的持续低迷,可以视为这种调整和改革的“阵痛”。资本市场的成熟和完善必将经历一个艰难的过程。另一方面,与西方发达经济体股市相比,A股市场有许多与众不同之处,使得基本面定律并不适用。因为A股做空机制不成熟,且没有合法做空,交易所不是公司制、股份制,行政调控色彩较浓,人民币不能完全自由兑换,这些特点造成A股既受国外影响,又有相对的独立性。

A股市场之所以难以反映宏观经济面,是因为A股市场从来就只关注宏观经济面变动是否会引发宏观政策面的较大调整。那么,股民未来何时才能根据基本面、价值投资的方法参与股市投资呢?只有做好股市的顶层设计,不断完善股市的制度建设,坚持对股市各种弊端进行改革,才能让股市的发展与经济发展相适应。

一方面,顶层设计首先要对中国股市进行重新定位,让中国股市成为一个重视投资者利益的市场,把股市的投资功能放在首位,从根本上完善融资再融资制度,加大对欺诈上市、弄虚作假、内幕交易、股价操纵等违法违规行为的查处力度,切实保护投资者尤其是广大中小投资者利益;另一方面,与经济转型相适应,A股也应实施转型升级,这包括构筑均衡发展的多层次资本市场,A股一级市场“行政化”,建立高效的退市制度以还原股市的资源配置功能,并将中国特色的“快牛慢熊”转型为成熟市场的“慢牛短熊”的市场运行新格局。如何建立起适合长期投资和价值投资的市场体系,既需要中国股市的转型升级,也需要中国股民投资思维的转型升级。实现A股市场健康发展,既考验着管理层的智慧,同时,如何理性地面对变革,也考验着每一个投资者的智慧。

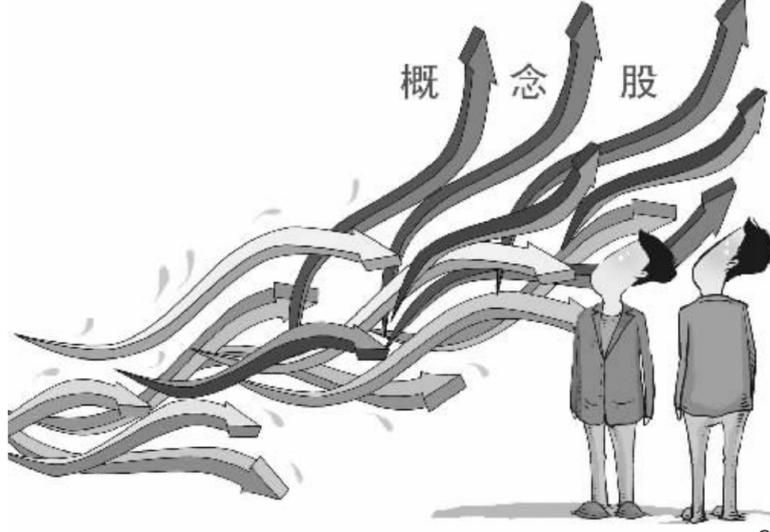
■ 股民课堂

□宁波 谢宏章

无论是大盘还是个股,虽然从某一阶段看,行情走势有它的持续性——“强者恒强”或“弱者恒弱”,但从更长的时间段看,又带有明显的“轮动”特点。在“轮动”特点日益显现的股市里有两种投资者:一是选对品种者。如果持有的是大牛股,又有足够的耐心抱牢不放,自然获利丰厚;二是踏准节奏者。能抓住市场热点,踏准“轮动”节奏,高抛低吸,快进快出,收益也不错。相比之下,一些既没有选对品种,又未能踏准节奏的投资者,收益就会大打折扣,有的甚至透支亏钱。

对于后者——“逆市亏钱”的投资者,在行情火爆、个股轮涨的市场里,当然可以改变思路,前去追涨,但风险不言而喻。实际上除了追涨,还有更稳妥的“补救”措施,这就是通过“轮涨”节奏的巧妙把握,达到反败为胜、持续盈利的目的。

不少投资者在股市交易中喜欢“追热点”,认为只有“追”才能跑赢指数,取得好的收益。实际上,“追热点”的结果不盈反亏的事例不胜枚举。相反,在自己熟悉的冷门股里先潜伏、等待“轮涨”,也能取得理想收益,而且风险较小。



CFP图片

## 主题投资是阶段性市场选择

□郑州 肖宇航

A股市场将进入到四季度。从前三季度的市场表现来看,价值型投资黯然失色,而市场表现最为抢眼且阶段性强势股票主要与主题投资密切相关。作为股票市场的一种投资策略,主题投资在A股市场上有其阶段性的必然,这需要投资者在未来风险起伏的市场中适应。同时,作为阶段性的表现品种,并非是追涨或杀跌策略均适用中长期,其在活跃过后,往往伴随着较大的回落风险。中长期而言,股票的质地决定其价格在任何市场的最终定律。

从股票投资学的角度来看,股票投资策略可以概括为趋势型策略、事件驱动型策略、相对价值型策略、套利型策略等。事件驱动型策略就是主题投资最为明显的体现方式,此次A股市场中围绕上海自贸区这一重要事件,“两桥一嘴”及上海本地股可谓风光无限。在今年沪市指数跌多涨少的背景下,很多投资者有熊市之感。但各种主题投资大行其道,凡是有概念的板块和个股,基本都大涨过,有的股票在短期之内就实现的股价的翻倍式上涨,说其是结构性牛股实不为过。

面对主题投资相关的股票品种表现,投资者需要保持清醒的投资理念,其主题投资类股票往往是来的快也去的疾。目前市场中许多价值投资者或理性投资者开始动摇,有人认为是跟风炒概念的大赚特赚,那些注重公司基本面和估值的投资者,一无所获。研究基本面,你就输在起跑线上。”这句话两个月前开始流行,如今更有变本加厉之感。实际上需要充分认识主题投资在我国现阶段市场的必然性,同时树立起

既重视其短期机会,同时又要防范其估值回落风险,选择适合自己的策略更为重要。

笔者认为,主题投资是我国目前A股市场的一种必然。首先,量能及多层次市场变化导致运作整体市场难度加强。今年以来A股市场总体量能不佳,而随着解禁股的不解禁,实际上量能很难发起整体性市场表现机会。从市场数据来看,沪市今年大部分时间单日维持1000亿以下的量能,而目前流通市值已高达13.7万亿元。今年9月份之前,上海单日量能始终低于深圳,而上海自贸区题材出来后才略高于深圳,这说明市场整体性机会难为,而今年以来创业板个股的表现自然是市场创业量能难为的一种另类策略选择。同时,目前A股市场指数套利工具的增加,也是市场大型公司表现持续性差的一个诱因。

其次,基本面不确定性因素较大。作为机构投资者往往关注基本面变化预期而定策略,从目前基本面变化来看,实际上大型公司所处的行业演变有其不确定性,比如银行、房地产、钢铁等。从宏观经济角度来看,目前M2/GDP已突破200%,而地方债务规模扩大、地产泡沫面临危机等都加大市场不确定性演变。近期温州等部分城市楼市泡沫崩溃所带来的债务扩大及对当地银行业的冲击,就可见一斑。从市场因素来看,A股市场始终面临着IPO发行及美国QE政策的敏感时点之中。一方面要在股票市场投资,同时又要防范债务风险演变、股市扩容等带来大型公司业绩的风险估值变化,因此选择主题类股票进行阶段性操作或是一个无奈的选择。笔者认为,此次上海自贸区

题材的主题投资炒作,可以说是相关机构充分研究市场IPO时间及宏观政策信息的一种表现手法,而这些对于中小投资者而言却相当之难。

最后,机构多样化的必然。从目前A股市场来看,机构多样化已体现出来,即有公募基金、券商等,也有保险资金、QFII、社保基金、私募基金、信托、银行理财等,而近些年随着股指期货、国债期货、融资融券等新型交易工具的出现,跨市场炒作的期货资金也较为明显。以融资融券为例,依据上海证券交易所与深圳证券交易所的安排,自9月16日起,融资融券标的范围已由506只扩大至712只,融资融券标的的范围已扩展到创业板及ETF领域。在机构多样化的背景下,一些资金总要寻找阶段市场的投资点,因此主题型投资也就自然出现于市场之中,而主题投资的资金具有集中某个题材进行短期运作的特征,其事件过后往往是炒作后的股票大幅度回落,其对市场整体并无趋势性的影响。笔者认为,此次上海自贸区题材的炒作更多是一种阶段性主题投资炒作,其持续性不会太久。

总体而言,目前A股市场的主题投资是阶段性市场的选择。从世界资本市场角度来看,主题投资是国际新兴的投资策略,其特点在于它并不按照一般的行业划分方法来选择股票,而是将驱动经济体长期发展趋势的某个因素作为“主题”,来选择地域、行业、板块或个股。目前来看,针对主题投资的市场表现形式,投资者应保持理性认识,在防范风险的同时也要适应,即重视其短期性的机会,同时也要根据自己投资策略进行理性分析。

■ 读者话题

## 遏制“低卖高买”长效机制亟待建立

□杭州 郑秀田

上市公司中处于强势地位的大股东通过控制或影响董事会、管理层,主导制定和实施上市公司战略、经营、管理、财务等重大决策,以中饱私囊的行为屡见不鲜。在大股东或管理层主导下,上市公司通过低估并卖出资产,买入虚高估值资产的“低卖高买”的行为,不过是大股东侵害上市公司利益的一个常见手段而已。正是因为“低卖高买”的事件中,大股东所拥有的主导交易权力没有得到有效制约,导致在以权谋私的动机下实现利益的非法输送,要遏制该行为的发生,无疑需要从约束大股东权力入手。

不难发现,在此类交易中大股东具有自主选择交易对手的权利,具有自主选择资产评估机构的权力和具有较为灵活地选择资产的买卖价格的权力。当这三大权力没有受到约束时,利益输送行为就容易发生,通常的结果就是上市公司和中小股民利益受损或国有资产发生流失。因此,只有通过约束大股东本不应该具有的权力,才可以更好地防止这类以权谋私行为的发生。

完善的公司内部治理结构、严格的证券市场外部监管以及来自于资产评估机构对资产进行客观与公正的估值,都是有效遏制“低卖高买”资产以实现利益输送行为的可行手段。然而我国很多上市公司存在着股权结构不合理、董事会独立性差、监事会形同虚设等不良的公司治理状况。因此,在这类交易行为中,约束大股东权力的重担,理论上来说,可以落在具有资产评估资格的资产评估机构和证券市场监管部门的肩上。由于对资产的估值较为复杂,涉及到很多评估专业性知识与技能,因此以评估为主营业务的资产评估机构更应该挑起重担,独立、客观、公正地对资产进行合理估值。

值得关注的是,多家上市公司近期因并购估值陷入质疑,背后均有资产评估机构的身影。强势的大股东具有选择资产评估机构的权力,并且可以聘请有助于实现利益输送行为的资产评估机构。典型的“低卖高买”事件本身就表明现实中存在着以大股东为首是瞻,让大股东满意的资产评估机构。提供高质量的、可信的评估报告是资产评估机构执业的内在要求。然而,很多资产评估机构受客户委托,常常应上市公司大股东要求替人谋利,出具符合委托人利益的资产评估报告。

■ 投资一得

## 海外投资应摆脱熊市思维

□沈阳 丁宁

目前有很多股民都开始涉足海外投资,即便是没有渠道的股民,也可选择场内的港股ETF或美股ETF进行投资。不过需要注意的是,海外投资切记要摆脱熊市思维,切忌浪费了低位买入的珍贵筹码,稍微赚一点就跑掉。

美股现如今可谓是“牛市进行时”中,即便前不久道琼斯指数创造有史以来的百年新高,但股神巴菲特仍然喊出“good value”(值得买)的口号。巴菲特表示,如果你问我股票是否比其他投资更具价值,我的回答是肯定的。我们现在正在投资股票,并不是希望股价上涨,而是因为我们认为买在了一个合理的价格。”

据相关资料显示,巴菲特在发表上述观点时,道指的最新市盈率为13.8倍。相比1999年道指出现的26.8倍最高估值,还是在“半山腰”上而已。客观来说,美联储QE即将退出的消息确实造成美股的剧烈震荡,但此时不妨回顾已故的伟大投资者约翰·邓普顿爵士的如下名言:“牛市在悲观中诞生,在怀疑中成长,在乐观中成熟,在亢奋中死去。”那么,今天的美股正处于哪个阶段呢?实际上,美股正处于从怀疑到乐观的转变之中,也就意味着美股正处于牛市的半途之中,距离牛市结束很可能还有很长的一段时间。因此,如果选择投资美股,尤其是投资美股ETF,那么最好的思路就是持有不动,期待股指迭创新高,而不是熊市思维,拿不住筹码。

对港股而言,其状态可以用“半牛半熊”来形容。由于港股既受A股影响,又受海外股市影响,所以经常上演“半牛半熊”的震荡市。比

俗话说“没有规矩,不成方圆”。为保证大股东行为的中规中矩,证券市场上需要制定相应的制度与准则。对资产买卖过程中经常出现的此类利益输送行为,应该做到事前防范,事中监督,事后追责。在事前的防范上,一方面,应该进一步督促上市公司完善治理结构,提高公司治理水平,尽可能防止在做出上市公司决策时大股东具有的一言堂的权力;另一方面,应该警钟长鸣,杀鸡儆猴,严厉打击非法利益输送行为。在事中的监管上,要加强资产评估公司的监管,引导这些公司独立、客观、公正地执业,也要督促上市公司及时披露相关信息。

同时,要充分尊重中小股民和媒体的意见。很多上市公司董事会秘书在面面对资产贱卖或买入虚高资产的质疑时,表现出的常常是冷处理,对质疑不予置评。这种傲慢的态度恰恰反映了中小股民在强势大股东们的思想意识里就是任由他们随心所欲所宰割的羔羊。因此,监管部门对于中小股民的质疑应给予足够重视,才能够引起大股东们对质疑的重视。比如涉及重大有争议的资产重组事件,当很多中小股民对资产估值的合理性提出严重质疑时,监管部门是否可以考虑随机指定其他更具有资质的资产评估机构对资产进行重新评估,从而给大股东、大股东聘请的资产评估机构施加压力。在事后的追责上,对于那些被质疑的资产重组和买卖行为在交易完成之后相关资产的真实状况更应该值得关注。美丽的谎言和造假的行为,都已经不起实践的检验,比如上市公司虚高买入的低价值资产是难以逃脱大幅贬值的命运。此时,如何制定合理的事后追责体系,追究事件相关主体的责任,就成为证券市场管理者不应该回避和理直正正的课题,当然也是难题。

总之,面对证券市场资产并购重组时持续上演的损害中小股民的“低卖高买”事件,作为公平公正、公开原则的维护者,作为中小股民正当利益的守护者,证券市场监管等部门在约束大股东权力的同时,也应该积极作为。当大股东的谋取私利之爪伸向弱势中小股民的时候,证券市场监管部门应该能及时发现和果断给予打击。证券监管部门对大股东侵害中小股民利益的行为不仅要警钟长鸣,也要杀鸡儆猴,更需要从提高公司治理水平、规范资产评估机构执业行为等上建立起遏制这类非法利益输送行为的长效机制。

如去年下半年国际热钱的集中流入,便造就港股一波凌厉的小牛行情。然而今年年初港股又受到A股影响,所以近期又出现剧烈震荡的行情走势。而如果持有的是港股ETF,面对如此的“半牛半熊”行情,最好的方式就是偶尔进行部分仓位的“追跌杀涨”。这样一来,便可相对高位卖出一部分兑现收益,相对低位买一点摊薄成本。从而锁定投资收益,抵御“坐电梯”行情。但在操作时,且不可全仓出入,以免踏空或套牢。

至于批量兑现收益的时机,则可考虑股神巴菲特的建议。据报道,巴菲特对美联储何时加息表示出极大兴趣。在采访中,他声称接近零的利率助推了股价的上涨以及全球资本市场的欣欣向荣,目前全球资本市场的繁荣面已经到了“触即发”的关键位置,他正在努力找寻央行加息的信号。巴菲特认为,更高的利率对市场的负面影响显而易见,因为利率的提高对股市的打击效果非常明显,其他种类的投资同样会受利率提高的负面影响。因此,美联储加息之时,或许就是批量兑现收益之时。

对于海外个股,由于投资的并非是非ETF指数基金,所以投资操作时就需要具体情况具体分析。即便是在牛市中,也可能逆着行情跌跌不休。因此,绝对不可以参考大市的走势进行个股操作。此外,很多QDII基金经理在投资时都喜欢选中资股或中概股作为标的,认为这样更容易了解公司的内在价值。但是对于个人投资者来说,这样的做法却没有对冲A股风险的效果,因此并不可取。如果条件允许,投资海外个股还是应该尽量回避中资股和中概股,这样才能更好地完成对冲投资。