

粤开证券首席经济学家、研究院院长李奇霖：

支撑市场上涨逻辑已出现边际变化

粤开证券首席经济学家、研究院院长李奇霖日前在接受中国证券报记者专访时表示,股价近日下跌是短期调整,只要A股上涨核心逻辑未变,股市上涨基调大概率将延续。

展望下半年行情,支撑市场上涨的逻辑已出现边际变化。流动性最宽松时段已过,建议投资者可以适当参与权益交易,应密切关注政策环境变化,以及基本面预期的兑现,理性参与股市投资,不要过多追加杠杆。

中国证券报：如何看待下半年的市场行情？运行的主要逻辑是什么？

李奇霖：先来看3月末以来A股上涨的逻辑,背后有三大主要驱动力:一是较为充裕的流动性。背后的原因在于疫情冲击下,央行要创造低成本且较为便利的融资环境,帮助中小微企业渡过难关。但当下的企业经营环境较为艰难,货币宽松所释放的流动性,并没有完全进入实体,部分资金分流进入A股市场。此外,在美联储快速扩表后,海外的美元流动性也比较充裕。中国疫情控制得力,经济复苏得比较快,因此A股成为美元配置的重点资产,北向资金近期的流入规模很大。

二是由于资本市场看重的就是经济边际上的改善和预期,现在经济数据和政策方向,让投资者的风险偏好提升。

三是5月末以来的债市迅速调整带来了明显的股债“跷跷板效应”。由于央行货币调整的边际收敛以及经济基本面的超预期复苏,债券市场自5月份以来出现了一轮持续调整。使原本投资于债券的居民资金抛售固收理财和公募债基而转向股市。

到了7月初,一方面,在6月中国制造业采购经理指数(PMI)继续好转、房地产销售数据超预期背景下,经济复苏预期进一步得到确认。另一方面,部分投资者对成长、科技与医药板块股票有了畏高情绪,因此形成明显的风格切换。而低估值权重板块出现补涨,带动了指数上攻,一定程度点燃了投资者的情绪,吸引了更多资金加入,从而形成股市的正向循环。

展望下半年行情,支撑市场上涨逻辑已出现一些边际变化。一是货币和信用最宽松的时期已经过去,现在大部分企业部门已基本恢复了正常经营。二是随着美联储上半年快速扩表、美国各州复产复工快速推进,目前通胀预期正在逐渐升温,下半年美联储可能要考虑如何回收泛滥的流动性。北向资金的流入有可能会放缓。同时,当前股市中部分板块已达到较高的估值水平,对经济变量、政策环境的敏感度可能会提高。

因此,建议投资者要密切关注政策环境的变化与基本面预期的兑现,理性参与股市投资。

下半年政策利率有望保持稳定

中国证券报：二季度经济增长由负转正,主要指标恢复性增长,如何判断下半年的政策利率走势?

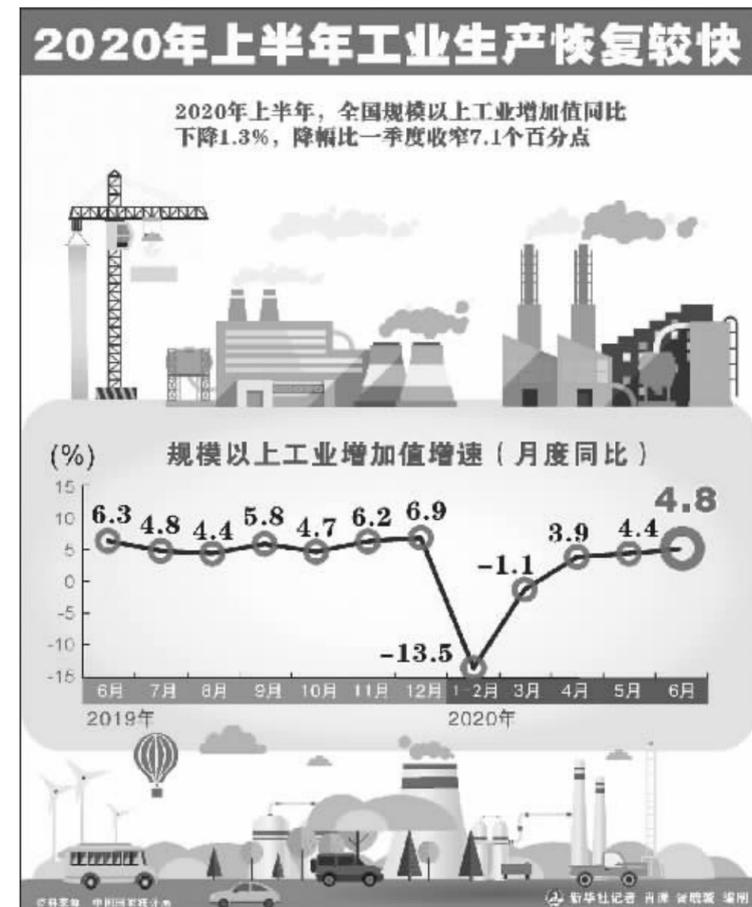
李奇霖：对于下半年货币政策和政策利率走势,我们有几个基本判断。首先,货币最宽松时点已经过去。一季度的货币较为充裕,主要是因为受到疫情冲击,企业经营性现金流减少,资产负债率恶化,需要积极的货币调控支持,帮助企业渡过难关。这是一种紧急应对措施。

但随着经济逐渐复苏,这个时候就要考虑逐渐退出极端的货币调控环境了,特别是因为

所附额外表决权灭失,受让人并不继受相关股份的额外表决权。当然,继承等例外情形除外。1966年,法国引入任期投票制,法国《公司法》第175条规定,允许股东在连续持股两年以后获得双倍表决权。截至2014年,SBF120指数上市公司中有57%的上市公司采用了任期投票制。2014年,法国颁布了《弗洛朗日法》,进一步规定上市公司股东在不间断的持股两年之后,自动适用双倍表决权,除非股东大会以不低于三分之二的出席票数选择不采用该制度。因此,任期投票制在法国公司法下是默认规则,原则上上市公司应采用任期投票制,但股东大会以多数决定不采用的,可以例外。从实践来看,在2014年《弗洛朗日法》颁布前未采用任期投票制的上市公司中,有接近7成的公司通过股东大会投票的方式,选择继续不采用任期投票制。

任期投票制在意大利并非默认规则,其采用需要相关提案在股东大会中获得三分之二多数票的支持。任期投票制的持续持股期为两年,即股东在注册登记之后两年内不间断持有股票,即可获得双倍的表决权。截至2018年6月,意大利256家上市公司中,有39家在其公司章程中加入了任期投票制的条款。

2018年6月,比利时通过改革《公司法》引入任期投票制。比利时模式与意大利模式较为接近,任期投票制在比利时并非上市公司的默认规则,相关提案在股东大会中需获得三分之二多数票的支持。



前期资金利率过低,出现部分资金空转套利行为,引起了监管层警惕。

5月以来货币调控的重心,已经开始侧重于打击资金空转套利,资金利率中枢被抬升,并通过保持政策利率不变等操作,向市场释放了信号。

其次,国内仍需要维持货币环境的相对充裕,引导实体经济成本下降,支持实体经济修复。观察6月经济数据,工业生产、地产、基建表现较好,但是消费和制造业投资的恢复速度较慢。从较高的库存水平来看,供大于需的矛盾依旧存在。而要刺激居民消费、企业投资,还是要提供比较好的融资条件。

近期监管表态释放了这一信号:货币调控会保持充裕,但不会更加宽松。

下半年政策利率可能会保持相对稳定,难有大幅的降息举措出现,但也不会大幅收紧。货币调控将变得更为常态化,传统货币政策将发挥更大作用。同时,可能会继续推动结构性的宽松,比如下调支农支小的再贷款、再贴现利率等。

关注低估值周期龙头股

中国证券报：从流动性环境和海外市场发展形势来看,当前A股市场存在哪些需要关注的因素?

李奇霖：一是货币环境和信用政策的边际收紧。目前流动性最宽松的时段已经过去,随着经济稳步复苏,如果下半年货币调控收紧超预期,可能会对股市的流动性产生影响。

二是股市监管措施的强化。目前资金的杠杆率水平还不是很高,然而随着股价进一步上

涨,可能会吸引一部分资金进行场内、场外交资,加杠杆进入股市。如果杠杆率在短期内大幅提升,届时监管层可能会再次出手。

三是海外疫情二次冲击加剧。美国5月以来各大州逐渐解除封锁,企业不断复工复产,而这些州有很多都存在新增感染人数上升的情况。如果未来疫情继续恶化,导致海外经济复苏中断,外围市场股价再度下跌,可能也会连累A股。

四是外国不确定因素增加。疫情冲击下,全球经济陷入衰退,逆全球化有所抬头,外国不确定因素增加,近期已经出现这样的苗头,有可能会降低风险偏好。

中国证券报：目前投资者应如何做好资产配置?如何挖掘各类题材股存在的机会?

李奇霖：短期内债券受情绪压制,表现不会太好,毕竟货币和信用最为宽松的阶段都已经过去。如果要参与债券投资的话,建议票息为王。

目前股市仍有一定机会,建议投资者可以适当参与权益交易,但需密切关注政策环境的变化、基本面预期的兑现,理性参与股市投资,不要过多追加杠杆。

就题材股而言,可以关注以下板块:一是目前我国经济正处于复苏周期中,可以对低估值的周期龙头股保持关注。二是疫情影响下,人们已经习惯了线上消费、办公和娱乐,“宅经济”概念股会受益。三是长期来看科技类、医药类股票成长性高,产业趋势比较明确,仍有许多值得投资的标的,但这些板块估值已经普遍较高,可以考虑在股价调整出机会后,再逢低适时进行布局。

创业板增量存量改革并举 利好优质公司

创业板改革并试点注册制是资本市场首次在存量基础与增量意义上同步推进的改革,对于创业板和整个A股市场来说都具有积极、重大而深远的意义。在注册制的契机之下,创业板将进一步完善发行、上市、交易、再融资及并购重组、信息披露等资本市场基础制度,在制度适配、新旧衔接、协同发展等方面作出一系列探索性安排,让更多成长型创新、创业、创造、创意企业享受资本市场改革发展的红利,并为全市场推行注册制积累经验,增强资本市场的基础性功能。

□华兴证券首席经济学家及首席策略分析师 庞滇

优质股票打新收益有望提高

在注册制改革助力下,笔者认为,创业板新股上市后的整体表现在短期内有可能提升,但中长期来看有望逐步回归正常和稳定水平,而市场的分化效应和马太效应将更趋明显,对优质股票来说,打新“红利”有可能长期存在和进一步提高。

在资本市场改革助力下,A股市场新股发行市盈率在科创板开板后得到显著提升。根据笔者的计算,科创板新股发行市盈率大多高于23倍,且带动A股市场平均的新股发行市盈率从2018年的21.5倍上升至2019年的34.3倍和2020年迄今的25.3倍。

创业板打新收益与新股发行市盈率在过去几年间保持稳定,原因是虽然大多数A股新股在上市后至少连续3日触及10%涨幅限制,创业板新股在上市后10个交易日的平均打新收益也超过了100%,但股价长期走势分化,市场更愿意给优质股票更高的估值水平。目前,科创板的2020年与2021年预期市盈率水平最高,创业板紧随其后。科创板的IT和医药板块等新经济板块的2020年与2021年预期市盈率水平在各板中也是最高,创业板同样紧随其后。

较佳成长潜力支持较高估值水平

笔者认为,创业板“增量加存量”式的改革,将成为资本市场改革坚定进入和平稳驶过“深水区”的标杆,配合构建多层次资本市场、扩大对外开放、健全投资者保护机制等配套措施,最终有利于促使市场持续健康发展、投资者结构不断改善,市场逐步趋于稳定与理性、压缩在壳公司上的资源错配与价值错估。不同于科创板的是,创业板有大量存量上市公司,创业板改革是资本市场首次将增量与存量同步推进的改革,同样利好已在创业板上市的优质股票。

从科创板经验来看,科创板目前实行的是20%的涨跌幅限制,到目前为止运行整体平稳,没有出现连续多日涨停或跌停的情形。创业板改革后,相关规则与科创板保持一致,实现了沪深两市在基础规则制度方面的一致性,也实现了创业板存量与增量改革并行下、存量公司股票和新增上市公司企业股票交易规则的一致性。

从板块分化来看,新规加大了基本面欠佳的公司获得过高定价水平的难度。而且考虑到创业板改革是对存量市场和增量市场同时开展改革,对新上市公司和已上市公司来说,新规有助于加速市场价格发现的进程和巩固价值投资的理念。笔者从二级市场视角出发,梳理创业板上市公司的机构投资者持仓特点、较佳的基本面和成长潜力以及更趋合理的估值水平后发现,与A股其他板相比,创业板公司普遍具有较高的收入与盈利增速、较高的净资产收益率与研发开支/费用比率,以及较高的职工持股计划比例和董事会成员持股比例。

从成长与估值的匹配来看,笔者的研究表明,主要中国股票指数的盈利增速可解释其约87%的前瞻市盈率,因此具有较佳成长潜力的创业板有望享有较高的估值水平;与高峰期水平相比,目前创业板公司市盈率的平均值与中位数均有较为显著的下行,估值中枢更趋合理,因此涨跌幅规则变化不大可能为整个市场带来较大风险。

多层次资本市场提供多样化选择

新产业、新业态、新模式目前约占中国GDP的16%左右,其2018年产出增长率为12.2%,比现价计算的GDP增速高出2.5个百分点。因此,越来越多的新经济企业在资本市场获得了应有的认同,MSCI中国指数成分股中的新经济股在过去十年中增长了1092%(相比之下,旧经济股指数仅增长了82%)。在当今国际形势和战略格局发生深刻变化的关键时刻,资本市场无疑承担了促进科技引领实业、助力产业升级发展、维护金融体系稳定、提升国家综合国力和核心竞争力的历史重任。创业板改革,正当其时。笔者认为,创业板改革强化了创业板与其他板块之间的层次性,体现了特色化、差异化的市场定位,形成与中小板、科创板、新三板精选层之间相互补充、互为促进的格局,促进了多层次资本市场的建立和发展,拓宽了企业获得资本平台的选择路径和空间,为新经济上市提供又一优质选择,同时有望助力资本市场其他领域的改革。

基于其增长潜力、有利的汇率走势、全球投资者的资产配置需求,笔者中长期依然看好中国股票。笔者预计,不断加速的资本市场结构性改革,有助于重塑在境内外上市的中国股票的投资格局,并有助市场情绪进一步复苏。



□本报记者 焦源源

市场下跌是短期调整

中国证券报：本轮A股市场在经历一轮上涨后,如何看待近期的持续调整?主要因素有哪些?

李奇霖：自7月14日以来,上证指数连续跌了三个交易日,股市有所降温,最终在7月17日微涨0.13%。

首先要说明的是,在一轮市场大行情中出现几次调整是很正常的事。例如2007年5月、2015年1月都曾出现过调整。尤其是在前期股价快速拉升的背景下,调整的幅度可能会比较大。因为投资者往往存在畏高情绪,不敢继续追涨。并且部分短线获利盘在回报丰厚的情况下,一旦短期趋势逆转,就会选择撤出。

但只要A股上涨核心逻辑未出现扭转因素,股市上涨基调大概率还将延续下去。

7月16日上证指数下跌4.5%,这个跌幅超出很多投资者预期。经济数据日前公布,二季度GDP为3.2%,工业增加值、固定资产投资和出口三者的6月增速,基本都已回到疫情前水平,经济的修复整体来看略超预期。但股市依旧下行,意味着股价可能已经提前定价经济复苏,经济数据发布相当于利好出尽。接下来市场担心的是,在经济复苏超预期的情况下,下半年流动性宽松是否还会延续,还有一些市场方面的利空因素出现。比如科创板7月面临集中解禁等因素。

但以上因素目前还不能对股市上涨逻辑构成直接威胁。下半年经济基本面大概率将延续复苏,对股市形成边际支撑。而其他市场因素,毕竟只是一些临时性因素,不会逆转股市主趋势。

所以,股价近日下跌是短期调整,真正的股市拐点,可能在货币信用收紧、经济复苏见顶,或是其他逆转投资情绪的突发事件发生时。

培育长期投资 任期投票制提供新思路

□香港中文大学法学院副院长、教授 习超 香港中文大学法学院博士后研究员 曹宁

鼓励和培育长期投资,是增强资本市场支持供给侧结构性改革、协同服务实体经济发展的功能作用的重要基础。作为培育长期投资的一项重要制度安排,任期投票制近年来受到全球理论界、实务界和政策制定机构的高度重视。任期投票制肇始于欧洲,近年来被欧洲多国立法采纳或强化。美国在近期关于双重持股结构的讨论和反思中,任期投票制也被视为解决双重持股机构问题的替代方案之一。因此,有必要对任期投票制在欧洲的立法和实践加以分析和反思,为我国培育长期投资提供新思路。

欧洲多国立法采纳

任期投票制下,股东持续持有股份达到一定期限且不转让的,所持股份即获得额外表决权(通常为两倍表决权)。任期投票制的核心目标即在于激励股东成为长期投资者。任期投票制的实施,通常采取注册登记的方式。股东需按相关规定进行注册申请,并在持续持股期(一般为两年)内不间断持有,持续持股期届满时,股东持有股票即自动获得法定的复数表决权。

任期投票制所赋予的额外表决权以股东持续持股为要件。股东将附有额外表决权的股份转让给他人,不再继续持有股份的,则股份

应持积极审慎态度

任期投票制设计的初衷,是为了鼓励投资者对上市公司进行长期投资,并且积极参与公司治理。但是,从任期投票制在欧洲的实施效果来看,这一初衷尚未实现,且引发了较为广泛的争议。

首先,任期投票制最直接的效果是强化了控股股东对公司的控制权。任期投票制使控股股东获得双倍的表决权,进一步固化控股股东对公司决策的控制,使之在公司中的控制地位更为明显,甚至可以完全压制中小股东的声音,这不利于公司内部权力制衡机制发挥作用。

其次,任期投票制在激励股东参与公司治理方面的作用存在争议。有实证研究表明,任期投票制并未带来更高的股东大会参与率。相反,在那些拥有控股股东的公司中,实行“一股一权”的公司与实行任期投票制的公司相比,前者股东大会参与程度反而更高。究其原因,任期投票制弱化了非长期持股股东的表决权,进一步削弱了这些股东参与公司治理的动因。在实践中,机构投资者普遍对任期投票制持反对态度。

再次,学术界和实务界普遍认为任期投票制的实施,受制于强制要约收购的规定,使其无法对持股比例接近强制要约触发比例的股东产生长期投资的激励效果。强制要约收购的核心目标是中小投资者保护,使中小投资者可以分享控制权转移的溢价。其机制,是在股东持股触及法定的强制要约触发线时,相关股东

负有向其他所有股东发出要约的义务。持股比例接近强制要约触发比例的股东通过任期投票制,将获得额外的表决权,有可能使之表决权触及要约收购的门槛值,从而触发强制要约收购的法定义务,带来高昂的要约收购成本。在实践中,持股比例接近强制要约触发比例的股东,往往对任期投票制意兴阑珊,这使得任期投票制无法充分发挥对长期投资的激励作用。虽然欧洲法律对豁免要约收购也进行了一些调整,但整体并未改变强制要约收购制度对于任期投票制的抑制作用,因此在欧洲,较少有股权不够集中的公司采用任期投票制。如何在强制要约收购对公司小投资者的保护作用和对任期投票制的制约作用之间达到平衡,是欧洲各国面对的重要课题。

中欧上市公司股权结构存在相似之处,我国在制定推动长期投资的策略时,欧洲的经验教训具有重要的借鉴意义。任期投票制为培育长期投资提供了新的思路和可能性,但对其应持积极审慎态度。应充分评估其在我国当前资本市场结构下如何能够有效发挥作用,应着重考虑任期投票制对上市公司治理结构的影响,特别是其潜在的强化控制权、弱化制衡机制等影响。特别需重视任期投票制对机构投资者投资行为的影响,避免政策细节不周影响机构投资者参与公司治理的积极性。应充分听取市场各方的意见与建议,细化相关制度设计,使相关措施能够落到实处,切实有效通过投票机制制度创新,促进长期投资的形成。