

前沿视点

Outlook

■ 一家之言

文/海通证券研究所 唐祝益

经济下滑导致股市下跌？

现在许多证券机构认为下半年经济开始下滑,所以股市会继续探底。我们不同意这种看法。股市是反映投资者预期的市场,它与经济不是同步的,否则我们也就不会看到从去年到现在市场的大幅度下跌,因为至少从2005年1季度的上市公司的利润来看还是增长的。

如果研究1955年到2000年美国股市会发现:S&P500共经历了8次每股收益下降的阶段,最长的时间历时三年,一次是1990年到1992年,每股收益累计下降了25.4%,另外1956年到1958年,同样历时3年,每股收益累计下降19.27%。在1998年每股收益下降幅度最小,下降1.21%。而同期,S&P500的表现却与每股收益下降的状况不同,1956-1958年间,S&P500累计上涨了21.39%。1990-1992年间,S&P500累计上涨了23.29%。在全部8次收益下降的阶段,有7次S&P500指数表现是正收益,这还不包含分红收益。从1955年到2000年的S&P500不包括分红的指数复合收益率是6.84%,而这八次收益下降的阶段,只有1960年以及1970年的S&P500年收益率低于平均数。

从这些统计来看,指数的表现状况与收益表现状况不同,说明股市不是经济的简单反映。指数实际上在收益水平最高的时候已经开始下降。而在收益下降或者收益下降到最低点的情况下,指数已经开始上涨。指数实际上提前反映了收益涨跌的情况。在一些情况下,市场并不是完全由收益决定,在70年代初期,受到石油危机的影响,美国市场的利率水平大幅度上升,导致市场出现大跌,但是公司的每股收益水平并没有下降。相反的情况出现在90年代中后期,为了缓解亚洲金融危机的影响,美联储大幅降低了基准利率水平,股市大幅度上涨,而同期的收益水平开始出现了一定程度的下降。

现在的市场有没有价值

我们认为,现在的A股市场的估值水平可以放在全球市场的范围内进行比较,并不

逊色。

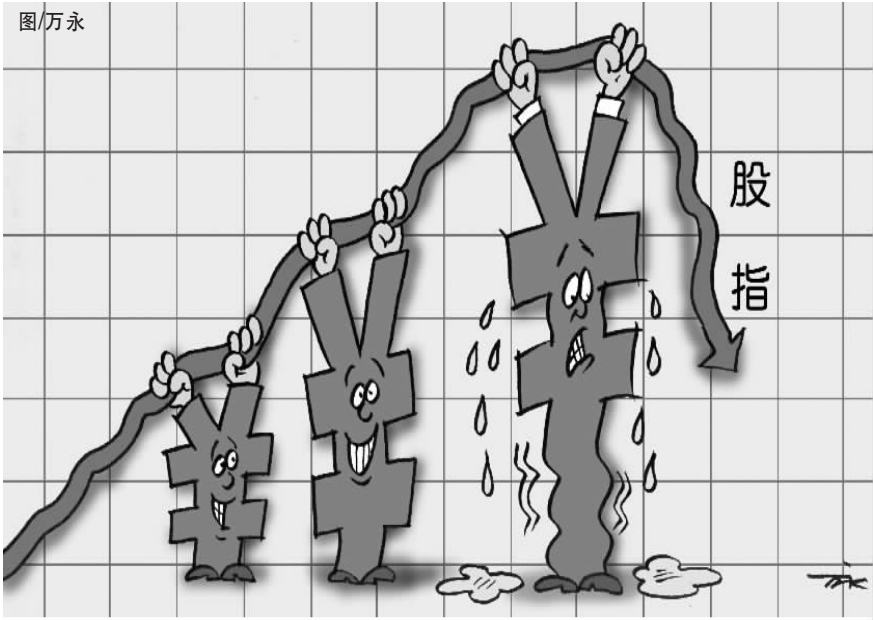
从常用的市盈率指标来看,A股市场的市盈率接近港股。从成份指数来看,上证180指数以及沪深300指数的市盈率水平仅有15.50倍以及14.84倍,低于香港恒生指数16.38倍,远低于日经225指数以及纳斯达克综合指数的市盈率水平,低于代表美国市场平均水平的标准普尔500指数的市盈率水平,也低于大家通常关注的道琼斯工业平均指数的市盈率水平。从市盈率的角度来看,A股市场的估值水平已经接近合理区间。

有人认为中国的经济周期处于高位,所以现在的估值低不代表将来的估值水平低。对于这个问题,我们可以不看盈利指标,看资产指标,用市净率来比较估值水平。截至2005年7月13日收盘,从市净率的角度来看,深证综指、上证综指、上证180、沪深300指数的市净率都在1.6-1.7倍左右,与周边以及世界主要市场比较,几乎处于最低水平,而道琼斯工业指数的市净率水平高达3倍,从这个角度来看,A股市场的价值相对低估。而且,目前全球经济基本一体化,中国是拉动世界经济增长的重要一极,如果中国经济处于拐点,世界经济也大体如此,因此,这种比较还是有意义的。

市收率也是一个常用的估值比较标准,截至2005年7月13日收盘,深证综指、上证综指、上证180、沪深300指数的市收率水平分别为0.84、0.962、1.038、0.966,是我们所选择比较中最低的水平,世界主要市场以及周边市场的市收率基本维持在1.5倍左右,而香港恒生指数的市收率水平高达3.055倍。从市收率的角度来看,A股市场的价值也相对低估。

比较其他指标,如市价比每股现金流、市价比每股息税折旧摊销等,内地A股市场的估值水平也维持在较低的水平。

有一种不好的现象,就是把A股市场的估值水平向H股看齐,实际上在香港,H股的估值水平是相当低的,低于香港市场的平均水平,客观上代表香港估值水平的是香港恒生指数,由33家主要的上市公司组成的成份指数。另外香港综合指数也是能够代表香港市场的估值水平的指数,它是由交易最活跃的300家上市公司组成的指数,他们



的估值水平都在15倍左右,而H股的估值水平只有10倍。这种现象产生的原因主要是区域外上市的上市公司对本地投资者而言相对陌生,所以这类股票被要求的风险溢价就高,估值水平相应低于市场平均水平,所以,用H股来比较内地市场的估值水平是没有道理的。

我们认为,目前A股市场的估值压力基本完全释放,A股的价值有被低估的嫌疑,A股的投资价值开始显现。如果考虑到股权分置改革支付的对价,仅从一般估值指标角度考虑,A股市场将成为世界上最有价值的市场之一。

现在市场最缺乏的是资金

关注供求关系的投资者对全流通充满了恐惧,认为全流通就是大扩容。他们宣扬一个股市变成了三个股市,股价必跌无疑。从上市公司的股本结构上来看好像是这样,非流通股在占到了总股本的68.75%。即使按照对价比例为10股送3股来看,原来的非流通股股东还是持有3975亿股,占总股本的60%。从供求结构上来看,对市场的冲击不可避免。

机构投资者对这种看法表示怀疑。首先,这种看法的前提是非流通股股东抛售所有的持股,这是不现实的。另外,大股东抛售持股还要受到其他条款的限制,不会在短期一下全部抛售完毕,对市场的资金压力会缓慢释放,我们的相关研究也表明:在全流通的初期阶段市场对资金的压力不大。

对于第一种怀疑,要衡量控制权与股票价格、股票价值之间的关系,如果股票的价格远远高于股票的内在价值,高于内在价值以及控制权的价值,那么合理的选择是抛售股票,获取现金,所以不能仅仅因为控制权的问题就否定大股东会抛售的行为,只要价格是合适的,任何资产都可能出售。所以从这个方面就要衡量我们的股价是不是太高,不值值得让大股东“长期投资”。许多投资者对在信息不对称、股权分置情况下的公司治理结构有着根深蒂固的“敌意”,对这种股票环境下形成的价格感到怀疑,而一旦这种制度环境即将消失,他们就开始担心知道公司真实价值的大股东会“抛售”,在这种情况下就走为上策,这实际反映了我们股价基础的脆弱性,也反映了这类投资者对目前股价“高估”的心

正视危机才能激发生机



事件的反应也再一次证明了这一点。“一致”是处理危机事件的行动纲领。保证对公众说辞的一致性,是减少猜测、消除疑虑的基本保障。危机事件爆发后,公众的心理是非常脆弱而敏感的,任何说辞的不一致都将导致更大的不信任和愤怒。“改进”是获得公众继续认可和支持企业的必要措施。知错并能迅速反省、全面改进,公众就会认为这样的企业还是值得信赖的,从而继续选择这个企业的产品。

处理危机事件一般是按以下程序来进行的。第一步:监测部门发现危机事件爆发后,迅速将危机简报提交给公关部和企业决策层,同时初步查明事件发生的时间、地点、事件经过、结果和影响范围,并立即报告给公关部、企业决策层和相关部门。第二步:统一说辞,撰写新闻稿,选择新闻发言人,立即召开新闻发布会,向公众发布事件概要,表明企业的态度,介绍企业所采取的紧急措施。第三步:积极配合政府相关部门查明事件发生的原因,并保持与

紧迫感、危机感,要居安思危。危机一般是指企业与消费者、新闻媒体、政府等公众之间因为某种非常因素引发的对于企业的声誉、形象和发展造成不良影响的非常状态。危机是任何企业都不希望看到的局面,都会竭力避免,但是危机又无所不在,残酷的现实告诫我们:危机管理应该成为企业的必修课。

著名公关专家弗兰克·杰弗金斯曾经谈到:“当灾难发生时人们应该怎么办?今天我们生活在化学、核能、电气外加恐怖危机中,危险的出现还往往不止这些,必须承认,如不

编者按

今年名牌企业似乎一下子遭遇了危机传染病:先是宝洁、SK-II遭遇诉讼、肯德基身陷苏丹红、高露洁涉嫌致癌、雀巢碘超标,近期又曝出光明涉嫌加工过期变质奶以及中国啤酒甲醛风波……

从某种意义上讲,经营企业是在经营风险,就像船只航行不可能不遇风浪。企业要成长就必须经历市场经济风风雨雨的洗礼。当其能够在正确把握战略思维的基础上从容面对危机的阻力,那么离卓越也就不远了。从这个角度上来说,承受危机承受压力是任何一个企业修炼的必经之路。

我国古代《兵经一百》里说:“目前为机,转瞬为机;乘之为机,失之无机。”“危机”两字,着力在“机”字,能够转“危”为“机”,力挽狂澜,扭转局面,方显英雄本色,才是真英雄的气度;在动态中在不平衡中取得平衡,在逆境中变劣势为优势,才是真本事。

媒体的及时沟通,及时发布事件调查结果和改进进一步处理措施。第四步:公布企业全面反省和改进的办法,转移公众焦点,趁势宣传企业的优势,减弱负面影响。第五步:企业内部进行教训的总结。

其实,危机时刻都存在,不能消灭,只能转化。但是,如果企业高层领导意识到了这些危机,建立了顺畅的信息渠道和监测渠道,平衡了企业内部潜在力量,危机就不会爆发,企业就能平稳的发展。

“家丑不可外扬”是中国固有的一个观念,这种观念被应用到企业危机管理中则会造成比危机本身更为严重的影响。企业不但继续受到危机的影响,而且还会出现诚信危机。危机公关不仅仅是“灭火”,要关注危机的全过程,不断总结危机公关处理经验,改进自己的危机工作系统。另外企业在平时要加强管理,做到防患于未然,未雨绸缪。

在危机处理过程中,我们通过实践经验总结有以下法宝:快速时效原则,及时果断快速处理,采取有力措施,稳定的控制局面,防止危机失控。积极原则,就是要积极的调查判断,积极的提出解决方案。冷静真实原则,要公布事实真相,不遮掩,要防止误解。信任责任原则,不找客观理由推卸责任,要建立信任。全局原则,考虑全局影响,不就事论事。要妥善安排危机后续事宜。团结原则,动员企业员工团结一致,献计献策,共渡难关。

■ 热点快评

人民币升值的幅度只有2%,远低于市场的预期,因此,预计其对整体经济的影响将会有限。简单测算,升值2%对2005年GDP增速的影响不到0.28个百分点,应该在可以接受的范围

升值2%对经济影响不大

文/新疆证券研究所 李先明

7月21日晚,中国人民银行宣布将美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币,人民币小幅升值2%。

从本次人民币汇率制度的改革来看,逐步从有管理的浮动汇率制度过渡到浮动汇率制度将是人民币汇率制度改革的主要方向。

一方面,从盯住美元改成盯住一篮子货币,使得人民币汇率的形成基础更加符合中国进出口业务的实际情况,为未来人民币汇率的完全放开创造条件。

同时,将每日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格,允许人民币以中间价为基准,每日上下波动千分之三,人民币汇率的波动区间得以放宽。长期来看,放宽人民币汇率波动区间为人民币汇率逐步向其合理区间靠拢创造了条件,从而减少了人民币汇率在未来实行完全浮动汇率制度时可能出现的剧烈波动。

另外,放宽人民币汇率波动范围也将使得人民币汇率更能反映中国进出口业务的真实情况。使得中国通过汇率制度来有效调节经济和进出口业务提供可能。从这一点来看,本次人民币升值对中国经济整体的影响可能要低于市场的预期。

另外,本次人民币汇率的调整,向市场传递出中国将进一步完善和改革人民币汇率制度的决心。因此,至少在心理上,本次人民币的小幅升值将进一步强化投资者对于未来人民币继续升值的预期。从而吸引到更多的资金进入中国。可以预期,本次人民币小幅升值仅仅是一个试探性动作,如果对中国经济的影响在可以接受的范围之内的话,那么很有可能,中国的汇率制度改革才刚刚开始。

总体来看,人民币升值将导致整体经济的回落,对宏观经济的实质性影响弊大于利。根据国家信息中心测算的结果,若人民币升值5%,GDP增速将下降1.4个百分点。但由于人民币升值的幅度只有2%,并且要远低于市场的预期,因此,预计其对整体经济的影响将会有限。简单测算,升值2%对2005年GDP增速的影响不到0.28个百分点,应该在可以接受的范围。

从行业的角度来看,人民币升值将直接降低钢铁、石化、造纸等原料输入型企业的生产成本。同时,房地产、商业零售等存在资产重估增值的企业也将获益。另外,人民币升值也将降低外债比例较高的电力、航空等公司的财务成本,间接提高相关企业盈利。

但需要注意的是,人民币升值对出口型企业的影响最为直接,因此,建议投资者近期尤其需要防范纺织类个股下跌的风险。

另外,在人民币升值的预期不断强化的背景下,未来可能会有更多的国外资金(游资)进入中国,这反而会进一步推高房地产价格以及其他实物资产价格,并有可能给A股市场带来更多的资金供给,从而推动市场的上涨。

但从日本等国家的经验来看,升值周期结束后,升值对整体经济带来的负面影响,将会迅速暴露出来,并且随着热钱的迅速撤退,股市、房地产市场在升值周期堆积的大量泡沫,将会迅速破裂,因此如何防范和回避升值周期结束后股市以及房地产市场可能出现的剧烈波动风险,需要投资者提前作出考虑。

总之,升值2%对经济总体影响不大,关键是看后续的进一步动向。在市场的趋势尚未明朗以前,建议投资者短期以防范风险为主,如果相关受惠行业受到升值利好刺激而在短期内出现大幅反弹,建议投资者可以考虑短线逢高适当减持。同时,作为升值的主要受损行业,建议投资者需要特别防范纺织、外贸型企业短期的波动风险。