

多空论剑

经济政策皆无恙 市场料将步步惊喜

本周，市场对于政策的预期再度升温。上海国富投资管理公司投资总监陈海峰认为，反弹不是昙花一现，政策正在显露放松迹象，市场转折点已经出现，目前应该全面参与。但上海鼎锋资产管理公司董事长张高认为，市场供求关系问题没有解决，谈大行情为时尚早。

□本报记者 陈光

滞胀是个伪命题

中国证劵报:一边市场在担心滞胀,另一边上证综指已经重回2350点,行情会否昙花一现?

陈海峰:不会昙花一现,而是转折真正开始。本周四个强烈放量反抽,说明市场的内生动力已全面启动,金融、地产等板块也非常配合,短期内指数还能继续上一个台阶。目前,我们将仓位提到最高,全面参与行情。

中国证劵报:指数能上到什么台阶?

陈海峰:短期内上证综指能涨至2350点到2400点区间,前期这个区间积累了大量量能,会导致指数震荡整理,随后会向2600点迈进。一轮大行情已经逐渐现出轮廓,虽然中间会有不断的调整,多空双方互相交换筹码,但这必然是轮超出想象的大级别行情。

中国证劵报:你的乐观超出多数人的想象,市场还在讨论我国经济会不会出现滞胀,怎么会有大级别行情呢?

陈海峰:经济滞胀是个伪命题。首先,今年应该把通胀丢到一边,CPI根本不会成为2012年投资中的主要问题。

其次,一季度经济数据不太好看,企业需求恢复速度较慢,结合通胀超预期,就构成了所谓“滞胀”。“滞胀”代表无解,政府没有任何手段解决经济增长问题。但事实上,政府有很多招可打。除了刺激消费,还可以加大虚拟市场投资,尤其是金融市场。一方面不会增加通胀压力,另一方面也可以有效地推动企业成长。

在我看来,滞胀更像是多头为了打压股价收集筹码从而放出的消息,类似的担忧还有西班牙、意大利债务危机。每次行情到来时,市场都有各种各样的传闻,等到市场都认可利

好,股指已经高高在上。

中国证劵报:你刚刚只是说这些因素没必要担心,但股市凭什么能涨上去呢?

陈海峰:关键还是看政策,未来的政策方向肯定还是刺激经济增长,进而刺激股市。从国内因素来看,通胀无需担心,但经济增速下滑的问题比较严重,需要相对宽松的政策刺激经济增长,增加流动性供给,放松信贷控制力度等,帮助实体经济走出底部。从国外因素来看,目前美国经济复苏情况良好,未来可能采取措施,提升币值吸引资本回流。但即使美元走强,国内央行也需要采取降准等货币宽松方式对冲资本流出。也就是说,无论是内部需求,还是外部趋势,紧缩政策走向宽松都是大势所趋。

现在已经出现不少政策松动的迹象。比如,近期温州出台民间金融改革方案,深圳也出台金融创新方案,说明政府已经意识到实体经济缺钱的状况,并切实有效地解决。将“地下金融”阳光化,既减少资金成本,也将推动政策走向宽松。而在调控最紧的房地产行业,最坏的时刻已经过去,政策正从全面紧缩转为有松有紧,例如首套房的贷款政策已经放松,未来放松的口子有望开得更大。

中国证劵报:你前面提到,就算在一轮大级别行情中,也会有不断调整,投资者该如何操作?

陈海峰:站在现在这个时点,未来行情已经比较确定,建议投资者以持有为主。尤其是金融、地产股,总能在大级别行情中持续受益,可以长期持有。衍生开来,围绕地产板块还有很多上下游板块,也可以从中选股持有。未来军工股的投资机会也会比较多。

宽幅震荡格局未变

中国证劵报:有观点认为,A股市



场自3月底以来逐步回升,已经进入一轮较大级别的行情中,你同意吗?

张高:现在谈大级别行情还为时过早,经济基本面和供求关系等问题依然不确定,市场还处于不断筑底的宽幅震荡阶段,2200点至2400点的区域短期内难以突破,投资应保持谨慎。

中国证劵报:近期对基本面和供求关系的担忧不断升级,经济越坏,政策越好的逻辑能成立吗?

张高:现在市场有两个问题没有解决,一是经济增速仍然在持续下滑,一季度各类数据表明经济复苏情况远低于预期;二是市场供求关系越来越严峻。新股发行规模在持续扩张,场外市场建设速度也不慢。资金引入却仍在制度建设阶段,比如QFII

资金、养老金入市、研究券商保证金交易等,动作很多但远没有到实质性操作阶段,短期内不可能给市场引来活水。

经济基本面情况确实不理想,但经济、政策的博弈仍难以展开。在我看来,即使政府针对经济出台一些刺激政策,也不会走“放信贷、松货币”的老路。温总理的表态很明确,房地产调控政策不会放松,这说明政府愿意牺牲一些经济增速促成经济调结构。

而股市政策更难让市场短期有大作为。增量资金的进入肯定会带动市场抬升,但这绝不可能在一两个月内完成。

中国证劵报:你现在是如何操作的?

张高:波段操作需要两方面认

谈股论金

多头另辟蹊径

□晓旦

这些日子3月宏观经济数据陆续公布。CPI同比上涨3.6%,PPI同比下降0.3%;3月贸易顺差53.5亿美元,进出口数据均有一位数的增长。虽然这些数据或多或少的有些意外,但证券市场并未掀起大波澜。之所以如此,在于乐观与悲观者对这些数据早有自己的立场和解读,即使有意外也还不足以让他们重新站队。

比如CPI、PPI。乐观者看到的是CPI仍在下降过程中,特别是PPI的负增长使得政府有可能采取更为宽松的经济政策,以防止经济增速过快下滑。而悲观者认为,CPI的反弹幅度出乎意料,而PPI的下滑则反映了经济增长的回落,两个物价指数走向的背离是经济进入“滞胀”的兆头。

再比如国际贸易数据。乐观者着眼于3月实现贸易顺差53.5亿美元,这与此前市场预期的将再现贸易逆差相悖,扭转了2月贸易逆差314.8亿美元的局面,也比去年同期1亿美元的贸易顺差高得多。这说明尽管前路坎坷,我国的对外贸易还是开始逐步回到正常增长区间。悲观者则强调,进出口总额的增长仍不足两位数,贸易顺差的出现源于进口疲软,说明国内需求不足,受此影响,经济增长的动力不足,经济增速仍处在下降途中。

对相同数据有不同解读的双方显得势均力敌,本周打破僵局的是有关市场制度建设方面的消息。先是有温州金融综合改革实验区破茧而出,温州金融改革试点措施中提出深化地方金融机构改革,温州本地银行最有可能受益,而参股其中的公司自然也受到追捧。后又有深圳出台系列重大金融创新的消息,又引得一批股票受到追捧,进而将证券市场的走势引向一波小高潮。

实际上对于市场制度建设方面的改革举措也可以有悲观或乐观的解读。如温州、深圳的金融创新都有成立股权交易所、建立区域性场外交易、扩大代办股权转让系统试点等内容。说白了就是要借“新三板”的东风,在其中占有一席之地。如果从悲观的角度解读,说这是市场扩容也不无道理。但市场上的乐观倾向终究还是占了上风,既然在经济数据解读上打破僵局,就借制度改革另辟蹊径。

不过,我们也应看到,制度改革对证券市场的实质影响还是要落实到提高上市公司的业绩和盈利能力上,这不是几天即可见效的。对制度性变革的乐观倾向,将乐观者从市场下落的阴影中拉了出来,证券市场有了喘息的机会。但是市场真正要走好,还需要更明朗的经济增速转折信号。

投资感悟

涉贷概念股只宜欣赏

□中秦

本周市场出现了一个比较明显的热点板块,那就是在中央设立温州金融改革试点区、打破银行业垄断的背景下,以投资参股小额贷款公司等民间金融公司为特点的上市公司受到资金热捧。龙头股浙江东日、金山开发等连续拉出涨停板,充分激活了市场人气,一批涉贷概念股成为热钱竞相追逐的对象。那么,我们应该如何正确看待这些涉贷概念股?

首先,我们要看清楚涉贷概念股到底是炒作一个什么样的故事。涉贷概念股之所以火爆,主要是预期某些民间金融公司或者一些小型的非银行金融企业能够在打破银行业垄断的过程中获得壮大的机会。而涉及投资这些金融企业的上市公司将因此受益。这个逻辑是可行的,我也相信如果金融领域的改革开放逐步实施,一些小型非银行金融企业确实能有成长为大型金融机构的机会,对于一些投资这类企业的上市公司来说,无疑是个机会。

其次,我们也要充分认识到这样的投资逻辑下孕育的风险。最明显的风险就在于投资成功的概率。目前存在的小微金融企业可以说不计其数,其存在的点面都很分散,基础也很薄弱。在改革过程中,能真正成长为大型金融机构的概率很低。而我们还要在有限的上市公司中寻找更低概率的投资机会,那一定是非常困难的事情。

我们还要注意到,一旦金融领域打破垄断,就意味着垄断的价值消失,以往的金融牌照的价值将大打折扣,这将导致整个金融行业估值下滑。很显然,就算未来有些小型金融公司成为大型金融机构,但是它们的估值也不会太高,这对于投资者来说,无疑将是重大打击。

这里,我们来研究一下涉贷公司的价值提升。比如,浙江东日和金山开发,它们的市值目前都在30亿元以上,而市场追逐的热点——它们投资的小额贷款公司注册资本都属千万元级别,无论从市值的影响还是盈利的影响上来看,短期甚至长期的影响都十分微小。也就是说,这样的投资收益仅仅存在于预期上,转化到价值层面为时尚早。在投机资金热炒之后,股价的高企将与实际的投资收益预期相差甚远,后市股价将难以维系。这点从一些股票的龙虎榜上可见一斑,不少理智的机构投资者正在逢高兑现。

综上所述,在深交所发文提醒投资者谨慎追买连续涨停股票时,我们要用理性的心态去看待这些涉贷概念股。特别是现阶段,深度挖掘涉贷概念,凡是涉及小额贷款就暴涨,几乎是全面开花的状态下,其中孕育的短期股价风险是巨大的。一般来说,当一个热点全面开花之后,距离快速崩溃就不远了。因此,对于我们来说,涉贷概念股的热炒是一道美丽的风景,只适合欣赏。

投资非常道

三大因素支持股市向好

□金融学伟

股市与宏观经济究竟有没有关系?如果你说没有,我可举一个例子:从1995年上证综指年收盘555点开始到2011年年收盘2200点,上证综指的年均升幅约9%,与这16年间我国的宏观经济增速基本持平。如果你说有,我就讲另一个例子:从20世纪30年代到21世纪前10年,美国的78年历史中,宏观经济增速提高,股市上涨,宏观经济增速下降,股市下跌的年份一共为39年,占50%。另50%的年份是宏观经济增速下降,股市上升;宏观经济增速上升,股市下跌。以宏观经济增速提高还是降低来判断股市,结果可能比掷硬币还糟,因为掷硬币手气好的话,100次还会有51次到52次掷到正面。

股市与公司业绩有没有关系?如果你说没有,我就说2006年到2007年的大牛市,期间我国上市公司业绩连续高增长,平均增速接近50%。如果你说有,我就举1999年的例子:因受东南亚金融危机影响,我国上市公司加权平均税后利润下降了15%,但当年的“5·19”成为一波牛市的开端。

股市波动从长期(比如十年一个周期)来看,与宏观经济以及公司利润增长有着绝对的正相关关系,但从短期(一两年)来看,却没有关系。这里的原因主要有三。

一是股市具有高预期与高效率特点。这一特点使股市成为“疯子”,而宏观经济则是一个正常人,正常人走路有正常的节奏,而“疯子”则忽左忽右,跳上跳下,时快时慢,无法和正常人保持同步。

二是社会资本的平均收益。股市是社会大系统中一个开放的子系统,它的投资价值始终受到社会资本平均收益的影响。公司利润增长虽会提升股票价值,但社会平均收益率高于股市,那么两利相权取其重,资金会倾向流入股市以外的其他领域。反之,公司利润下降虽会降低股票的绝对价值,但如果社会平均收益的下降幅度比公司利润降幅还大,那么股票

的相对价值就会提高。1999年的行情就是在这种情况下产生的,当年以长期国债计算的社会资本平均收益下降了40%,两相比较,股市的相对价值上升了25%。

三是股票的长期平均盈利。假定A公司以十年计算,年均每股税后利润为0.5元,但在景气度高时每股可达1元,在景气度低时每股只有0.1元。这样,下列两种情况下:一是每股盈利为0.1元,股价为4元,市盈率40倍;二是每股盈利1元,股价20元,市盈率20倍,哪种情况更有投资价值?毫无疑问,4元的股价相对长期平均盈利来说,市盈率只有8倍。而20元的股价相对长期平均盈利来说,市盈率为40倍。前者的投资价值比后者高数倍!因此,合理的估值应该是:越是景气度高时,给股票的市盈率越低;越是景气度低时,给股票的市盈率越高。以上上市公司利润增减来判断大市,永远需要与经济景气周期、当前价格以及长期平均盈利结合起来。否则,只要一个国家统计局就够了,没必要弄那么多的分析师出来。

除了上述三个原因,还有一个就是最高管理层对股市的态度,是倾向打气,还是倾向给股市降温,这一点已毋庸细说。

综合上述四点,我们可以看到当前股市存在三大支持因素。

1、从1994年以来,我国上市公司年均利润增长率大约在12.47%,以1994年7月最低333点收盘指数计算,按年均12.47%的复合增长率,当前指数应该在2760点。这是股市能够反映公司长期利润增长率的点位。当前股市只反映了短期内的利润下降因素,没有反映长期的增长因素。至少可以说未来利润增速下降因素已充分包含在股价内。

2、当我们看到公司业绩下降时,我们也看到社会资本平均收益的下降幅度很大,它足以抵消由公司平均利润下降带来的价值损失。

3、当我们看到宏观经济不景气时,不能忽视管理层对股市一而再、再而三的积极表态与呵护。(作者系上海金耕信息运营总监)

金牛操盘

和聚投资合伙人李泽刚：消费券商水利股有戏

□本报记者 殷鹏

北京和聚投资管理有限公司执行合伙人李泽刚13日表示,如果政策得当,三季度经济增速可以见底,而市场应该提前一两个季度见底。经济的核心问题是房地产,房地产不进入正常状态,经济则不正常,市场也不会有大行情。货币政策将从偏紧

到正常,逐渐趋松,但因通胀和房地产因素,不可能太宽松。二季度,投资者应在市场震荡筑底过程中加强防御。对与经济密切相关的周期股和成长股应保持警惕,而消费、券商、水利三个行业值得重点关注。

李泽刚表示,在外需低迷之际,扩大内需特别是消费需求是我国经济长期平稳较快发展的根本立足点。扩大消费,最根本的办法是提高收入水平,最大的潜力在于城镇化。2012年是我国经济的转型元年。这是一种被迫的经济转型,通胀决定了货币政策不可能处于宽松状态,而地方融资平台又决定了财政政策不可能再次成为稳定经济的法宝。因此,我国经济正在经历从出口、投资驱动到消费、服务业拉动的转型。因此,李泽刚最看好消费和服务行业,未来消费和服务业将成为经济的新增长引擎。如果说政府将推出一些措施来刺激经济,很可能就是针对消费领域。另外,我国服务业相对于世界其他国家发展滞后,这一领域将是未来很长时间的投资主题。

从消费本身来说,商业零售、品牌服装、食品饮料都有一些较低估值而业绩增长相对确定的品种。无论是从长期趋势,还是短期的确定性,消费股都是二季度的避风港。证监会近日宣布,新增QFII投资额度500亿美元,外资对我国消费类股票的偏好将对板块产生较长时期的溢价影响。

对于券商股的看法,李泽刚的投资逻辑源于政策驱动。未来行业的发展趋势将从规模驱动到创新驱动,长期看是对行业盈利模式变革的推动,提升行业估值中枢。而短期看它对股价的推动,更多是监管层对行业改革和创新的力度可能会超出市场预期。

以往由于证监会对券商的严格监管,券商基本上囿于四大牌照业

务,没有多少创新的空间,金融领域的中间业务主要由银行和信托垄断。而且,2011年的货币紧缩政策扭曲了资金价格,从而使经营环境有利于银行和信托,而不利于券商。2012年,随着存款准备金率的不断下调,资金会逐步向预期好转的股票市场转移。

4月初以来各项政策、传闻密集见诸媒体:新股改革,QFII、RQFII扩容、全国场外市场建设思路明确、高收益债、保证金产品试点等,从制度推进的角度看,速度似乎超出市场预期。未来的创新仍是多线条的,二季度是行业相关政策推进的关键时间窗口,预计监管层会快速推进行业改革创新。

李泽刚看好水利股的理由是,今年水利建设将明显加速。中央预算内投资用于水利建设资金为683亿元,较去年增87%。水利建设基金、南水北调工程基金、国家重大水利工程建设基金合计达422亿元,同比增长69%。从发改委审批看,去年批复重点水利项目46项,总投资1842亿元,同比增长175%。通过可研和初设概算的项目达680亿元,预计这些将在今年正式开工;立项的项目有770亿元,部分会开始招标。从地方政府看,各地“十二五”水利规划较“十一五”增长206%,今年计划投资额较去年平均增长30%。

资金目前主要还是向民生工程和农田水利倾斜,因此仍然以中小型水利项目为主,大项目还需要一个过程;西部地区是投资的重点区域,目前中央的资金都是以西部地区为主,相关计划都是在“西部大开发”的背景下来下达。

相对于水利,水电的投资更为可靠,水利大型项目的投资受资金和发改委审批的双重约束,而水电投资只受发改委审批的约束。而今年发改委审批有加速的趋势,因此大型水电项目上马在加快。