

# 经济“转方式”为资本市场提供广阔空间

□本报记者 周松林

## 不确定性中蕴涵投资机遇

中国国际金融有限公司

尽管A股在2012年面临诸多挑战,但部分风险因素已被估值水平不断下降所反映,市场情绪面开始预期政策转暖。同时,从中长期来看,市场制度层面的变革将培育A股较好的投资机遇。

首先,部分风险因素已被估值水平的不断下降所反映。当前A股整体市盈率接近历史最低水平,部分蓝筹股板块估值水平已低于2005年和2008年时的最低水平,显示投资者对未来经济和盈利下行风险已有较充分的预期,市场的风险偏好很低,风险溢价很高,意味着当前估值水平具有一定安全边际。

其次,从企业盈利的情况看,从2010年一季度至今,A股盈利增速已连续8个季度下滑,而从2007年一季度盈利增速见顶至2009年一季度盈利增速见底同样是8个季度,也就是说,当前A股已经历了一个较为完整的盈利增速下降周期并步入筑底阶段。虽然本次盈利筑底所需时间可能略长于过去,但从同比增速看,下半年A股盈利同比增速见底并略有反弹将是大概率事件。因此,我们判断市场下半年对于经济增速触底回升的预期将逐渐升温,从而为A股带来一定的上升机会。

再次,从宏观政策面上看,市场当前对信贷政策的放松和房地产政策的放松都开始转向乐观。虽然从理性角度看,我们认为就目前的情况看,信贷政策和房地产政策的大幅放松仍是小概率事件,但考虑到预计经济增速下滑在二季度将接近甚至达到7.5%的政府容忍度下限,下半年包括降息和降准在内的政策进一步调整仍是很有可能的。同时,随着政府“稳增长”的政策力度加大,三季度货币信贷增速有望出现一定的阶段性反弹。这些举措有望使得市场资金利率水平有所下降。我们认为,这一因素能够推动股市三季度出现估值修复10%至15%左右。

最后,不容忽视的一点是,市场制度变革对于A股的影响显著增加。一方面,证监会对于股市制度改革推进的步伐显著加快,短期内陆续出台完善了包括引入长期投资者、完善新股发行、退市、分红等各项制度,并加大了打击内幕交易和炒新、炒差等违规和非理性交易行为的力度。另一方面,A股交易行为中出现了越来越多的套利交易。随着资本市场制度的完善,资本市场尤其是股市在金融资源配置和投融资活动中地位将得到很大的强化。我们认为,金融创新是资本市场实现更重要的资源配置功能的先决必要条件,而且金融创新本身也会进一步加大对市场的深度和广度,引入更多的资金,从而为股市的中长期健康发展打下坚实的基础。

## 股市将呈震荡向上格局

中信证券研究部

总体来看,下半年美国经济基本面微弱复苏、欧洲经济基本面触底是大概率事件。对于市场关心的欧元区危机,我们认为对海外的整体判断是爆发系统性风险的可能性非常小。

在海外下半年爆发系统性风险可能性很小的情况下,国内经济呈现弱复苏或至少呈“L”形走势是大概率事件,即今年二三季度经济依赖政策支撑,四季度至明年一季度经济依赖库存出清推动的自主性复苏,而明年一季度政府换届以及全国“两会”后一些中长期的实质性改革措施会陆续推进,利好中长期经济走势,股市从预期到基本面也将陆续得到支撑。

支撑该判断的论据有三个:

首先,在以效果确定力度的风格下,宏观经济政策放松对需求面有持续的支撑和拉动效果;从最近的降息来看,已包含利率市场化这样长期改革的实质性措施。其次,工业各行业在今年三四季度之间会陆续从主动去库存阶段切换到被动去库存,而其生产恢复的时机会更早一些。再次,在降息及其预期,以及差别化购房政策的影响下,房地产行业去库存的速度会加快,投资增速最快应该在9月份左右见底回升。

去年以来,国内经济软着陆的大背景下,实体经济资金需求下降,而资金供给相对宽松,导致全社会资金面的相对宽松和利率整体下行。进入降

【编者按】上海证券交易所14日在上海召开“下半年证券市场形势和证券公司创新工作座谈会”。中信证券、中金公司、东方证券、国泰君安、招商证券等证券公司代表参加了座谈会。与会人士普遍认为,我国证券市场无论是指数点位还是整体估值水平均已处于底部区域。稳增长已成为宏观调控首要目标,投资者对经济的信心有所恢复,A股市场将逐步步入长期投资的起步区域。同时,从中长期看,正在进行的市場制度层面的变革有助于培育A股市场的投资机遇。

上海证券交易所资本市场研究所所长胡汝银14日在“下半年证券市场形势和证券公司创新工作座谈会”上表示,我国经济增长方式的转变和经济结构的调整需要充分发挥资本市场资源配置的作用,充足的居民储蓄也面临巨大的财富管理需求,从而为我国资本市场发展提供广阔的空间。

胡汝银表示,总体上看,我国证券市场的整体规模还远远不够,证券化率只有50%左右,去年我国企业部门通过证券市场的融资仅占20%左右。一方面,快速发展的实体经济对资本市场提供服务的要求日益增强,目前沪深两市上市公司2436家,不到全国股份公司总数的10%,而同为发展中国家的印度孟买交易所就有5000多家上市公司。另一方面,充足的居民储蓄面临巨大的财富管理需求。根据相关机构的报告,中国财富市场总值为16.5万亿美元,已位居全球第三,并以25%的年均复合增长率快速增长。在财富管理机构中,商业银行占60%,证券公司仅占20%。这两个方面的需求为我国资本市场提供了难得的发展机遇和广阔的空间。

胡汝银认为,在过去的半年多时间里,证监会着力改革创新,采取了倡导价值投资、深化新股发行制度改革、完善上市公司退市制度、健全上市公司分红制度、保护中小投资者权益、促进债券市场发展、推动长期资金入市、降低市场税费、推动证券公司创新等一系列措施。这些措施为证券市场进一步改革和发展指明了方向,夯实了证券市场长远发展的基础,其效果必将在市场未来发展中逐步显现。目前中国上市公司的治理水平显著提高,内控更加规范,运作风险明显降低,这些将提高中国证券市场的全球吸引力。

右图为“下半年证券市场形势和证券公司创新工作座谈会”现场。摄影 陆钧



## 蓝筹股大有可为

东方证券股份有限公司

在当前券商创新和经济转型形势下,蓝筹股必须有所作为,也大有可为。通过美国和中国的对比,可以发现A股蓝筹股的几个特点。

蓝筹股市场估值较便宜,投资价值凸显。2012年的预测市盈率,沪深300是9.1倍,上证50只有8.4倍,仅高于银行板块的5.6倍,低于次低板块建筑的9.9倍,也低于全部A股的10.6倍。低市盈率显示出显著的投资价值。

证监会一直鼓励价值投资、理性投资,得到了投资者的一定响应。今年以来,蓝筹股的收益处于中游。截至6月13日,上证50累计收益8.48%,沪深300累计收益8.96%,低于深证的10.59%,高于上证的4.43%。

蓝筹股beta较高,其表现在一定程度上反映了经济放缓。经历了近一年的紧缩,地产和宏观经济中的泡沫被挤去不少。目前,温和的稳增长政策持续出台,经济企稳可期。在这样的背景看,蓝筹股确实处在一个估值低点,未来将可能随着经济企稳而回升。

同时,蓝筹股分红比例逐年提高,但仍有较大提升空间。我们在今年3月做过一个研究发现,过去5年里,A股市场分红的公司绝对数量和相对数量都逐渐上升。2010年实现分红的公司达1300多家,沪深300是9.1倍,上证50只有8.4倍,仅高于银行板块的5.6倍,低于次低板块建筑的9.9倍,也低于全部A股的10.6倍。低市盈率显示出显著的投资价值。

针对A股蓝筹的特点,要继续提高蓝筹股投资价值,建议从下面三个方面着手:第一是推动蓝筹群体向服务业和高科技升级;其次是提高分红比例,回馈股东,吸引增量资金;最后是坚持产品创新,打击投机和扰乱市场行为,营造推崇价值投资的氛围。

从2005年至今,A股蓝筹的ROE水平平均在18%左右,而道指

是27%左右。中长期看,中国经济处正在进入调结构的深水区,物流、消费、餐饮、资讯、软件、互联网等服务型行业和高科技行业将涌现出越来越多有影响力的高质量的公司。如果在上市审批上善加引导,将能促进社会资源合理配置,推动产业转型,也推动蓝筹股自身的进化。

在美国,风格稳健的公募基金和养老金是蓝筹股的忠实拥趸。通过持续稳定的分红,蓝筹股将具备固定收益的属性,成为保守资金的选项。如果在持续稳定的基础上,还能维持较有吸引力的股利,将能够有效吸引社保、保险、企业年金等体量较大的保守资金。

倡导企业坚持分红、多分红,既要从意愿入手,也要从能力入手。一方面,要坚持促进改善公司治理、提高盈利能力,让企业有能力维持稳定的业绩;另一方面,要让市场真正看到蓝筹股对增量资金的吸引力,看到坚持分红带来的估值提高。

## 市场重要影响因素正在转好

招商证券股份有限公司

很多企业和行业明显感受到经营下行压力。在这种情况下,中央及时调整政策基调,一季度国务院强调要微调,二季度明确提出要把稳增长放在更加突出的位置,投资者对经济的信心有所恢复。

在估值方面,股票市场的估值水平处于历史底部附近。截至上周末,全部A股的市盈率只有13.7倍,按2012年业绩预期的动态市盈率只有11倍,估值水平处于历史上的底部附近。横向比较,与国际重点市场譬如美国、德国、日本、韩国、香港等股市的估值相比基本相当或略有溢价。整体上看,

估值水平已经不贵。

当前证券市场监管有序推进,市场制度逐渐完善。今年初以来,在证监会郭树清主席的领导下,资本市场的一系列改革如新股发行制度、分红制度、市场监管等诸多方面制度性改革快速有序推进,同时倡导价值投资理念等投资者信心有所恢复。

总体上看,今年和去年相比,市场的几个重要影响因素有向好的地方转变的迹象,我们呼吁、期待,也相信证监会、交易所以及所有证券同业共同努力下,能够呵护好市场的发展。

## A股步入长期投资起步区域

英大证券有限责任公司

重要股东增持数量开始增加。新股发行PE趋于理性,2010年58倍,央行两次下调存款准备金率,并于6月降息0.25个百分点。政府亦启动一系列稳增长政策,通过加快项目审批速度等方式为经济增长助力。5月新增信贷7900亿元,超出市场预期。房地产出现降价放量,4月CPI、PPI指数分别为3.4%、-0.7%,通胀受控。随着时间的推移,我国经济增长将逐渐好转。

从A股市场表现看,截至6月12日,上证综合指数今年初至今上涨4.11%,沪深300上涨8.29%,深圳成份指数上涨9.77%。在估值方面,以近段时间的低点2132点计算全部A股的市盈率(TTM)仅为13.13倍,2012年动态市盈率仅为12.88倍,市净率(PB)仅为1.85倍,且沪深300指数PE、PB均已低于标普500水平。纵向比较来看,目前整体估值水平处于历史底部区域;从市场结构来看,

大盘股整体估值已处于历史底部;从股息率的水平来看,按照2010年的分红比率,2011年上市公司业绩同比增长20%左右,大盘成份股的股息率水平已高于同期一年期的存款利率,投资价值逐渐显现。另外,从一些大盘蓝筹股大股东的增持行为、汇金公司增持银行股来看,大盘蓝筹股目前的投资价值已经明显增强,而中小盘个股目前估值水平虽然大幅下降但还相对较高,结构性风险尚存。监管层鼓励蓝筹股投资,推动价值投资,弘扬股东文化等举措,可能形成正面激励投资行为。在政策的强烈推动下,2132点成为底部的概率增加了。

总体来讲,A股经过四五年的调整,目前无论是点位还是整体估值水平均处于相对较低的水平,2012年在全球流动性局面好于2011年、我国经济逐渐走高而导致预期向好、欧债不会出现极端情况的前提下,A股市场将逐步步入长期投资的起步区域。

## 下半年股市将延续小牛市格局

国泰君安证券公司

展望下半年,随着通胀压力降低,维持经济的稳定和结构转型成为首要任务。经济如能在转型中重新塑造新的增长动力,稳步提升,那么股市将孕育着中长期投资机会。对短期股票投资来讲,我们需要关注两件事情:第一,经济转型中会发生哪些现象?出现哪些问题?如何深刻把握背后的经济实质?第二,经济转型对股市影响的逻辑和如何把握转型带来的投资机会。

从2008年底应对金融危机保增长,到2010年下半年抑制通胀,再到今年稳增长和结构调整,中国经济进入了一轮中长期新增长动力的塑造阶段。我们看到,今年初以来,财政政策以结构性减税为主,将资金留给企业和个人,提高经济主体资源配置地位;货币政策以稳步推进利率市场化为主,推动金融企业的产品和价格竞争,释放经济增长活力。对外经济也进入了人民币国际化和汇率波动自由化的深化阶段,对外经济关系进一步开放。政策的大方向已定。

另一方面,我们看到,今年

以来,经济数据表现出几个新特征:M1增速持续低位,工业增加值增速下滑,经济增速明显回落。伴随这一过程我们发现,房地产销量却平稳回升,房价在上海、北京等地略有回升。工业企业投资意愿降低和利润下滑并没有明显地影响居民收入预期和消费倾向。这些表象都是与以前的经济周期特征不同的,当人红利的消失,中国在国际分工中的低劳动力成本时代将过去,城市化和工业化从过去的加速期进入平稳增长期,工业面临需求增速回落和成本推动的结构转型,整体投资意愿降低,企业的活期存款需求减少,M1增速下一台

阶,部分产能过剩行业进行产业整合和产品升级。企业盈利增速也进入了一个缓慢增长阶段,但这一阶段的产业整合并不会带来大量的企业倒闭和失业增加,产业的整合是一个资产负债表的收缩,而不是企业破产。主要是在前一阶段经济增长中,各个企业都获得了大量盈利,企业的关闭只是资产收缩而不是破产倒闭,所以政府也可以放心地让企业自主选择新的投资方向和经营规模。

我们认为,在转型期中,经济具有充分就业带动就业的良好增长基础,工业企业适应成本和需求变化调整生产经营的投资低速增长并不影响经济大局,中国将进入稳定增长时期。就股市来讲,我们并不认为转型期可能出现的阵痛会造成股市的持久低迷,由于转型期消费增长的预期,股市具备小牛市格局的基础。就下半年来讲,我们认为随着稳增长政策力度的加大,经济会逐步找到稳定增长的基点,股市会延续上半年小牛市格局,更上一层楼。从投资逻辑看,我们关注以下几个方面:

- 1、利率市场化的进程会进一步加速,一个是居民的通胀预期仍然较为强烈,利率市场化将会跑赢通胀的金融创新产品将会继续扩大规模;另一方面,贷款端利率市场化加速将提高金融企业的自主定价权,直接融资的比例将快速提升,非银行金融企业将获得第二次发展机遇。
- 2、随着稳增长政策推出,投资相关行业将止住下滑态势,行业龙头企业将进行整合和产品研发创新,将逐步出现一些投资机会。我们推荐高铁、城市轨道交通、工程机械。
- 3、随着房地产中长期政策的日渐清晰,房地产的预期将更加稳定,需求将进一步回升,我们继续坚持去年三季度以来对房地产的推荐。
- 4、就经济转型来讲,大部分行业进入了大型化阶段,规模效应特别明显,我们认为蓝筹股的投资价值越来越明显。
- 5、消费的稳定增长是经济稳定的重要表现,随着稳增长政策推出,下半年消费类股票也将迎来估值切换的行情,我们重点推荐食品饮料和医药。