

多空论剑

# 经济回暖趋势明 股市投资仍安全

本周市场反复震荡,地产股一度大幅下挫,而医药、消费概念股相对活跃。私募人士认为,银行股有望成为大盘的“定海神针”,股市投资仍相对安全。

□本报记者 黄莹颖

## 回暖程度待数据确认

**中国证券报:**去年12月以来,银行股持续保持强势,而近期银行股日内振幅较大,这是否意味市场的参与力量发生了较大变化?

**陈锋:**现在,市场越来越多元化,之前银行股走势平淡,主要是存量资金在参与交易。这次股市反弹是增量资金在推动。相对于香港市场,A股银行股反应较慢,一旦涨起来速度非常快,短期内超过了港股三四个月的涨幅。

整体看,2013年A股市场表现超预期的概率较高。目前这波行情只是反弹,但是如果今年和明年经济回暖的力度增强,反弹演变为反转的概率会较大。

**中国证券报:**如何看待银行股估值?

**陈锋:**如果经济回暖符合预期,目前银行股估值仍不算高。之前市场对银行股缺乏信心、特别悲观时,估值给得非常低,因为对不良率和利率市场化的担忧,导致银行股整体市盈率被压低至5倍左右,而过去银行股业绩一直在稳定增长。现在市场对银行股的信心有所恢复,如果经济回暖力度进一步增强,银行股的估值可以给到8倍,甚至10倍。经济回暖预期是最核心的因素,中国经济增速在经历多个季度的下降之后,回暖越来越具有确定性。

证券市场非常有趣,看多可以找到很多理由,看空也可以找到很多理由。其实这些都是干扰因素,对市场的判断还是要看整个经济的趋势。趋势之外的因素应该考虑,但不该影响大的趋势判断。

**中国证券报:**有新的房地产调控措施,会给房地产上市公司带来哪些影响?

**陈锋:**买房人不能简单地认为,二手房交易税高了,就会去买一手房。后市还需要观察一季度新房交易量。如果变化不大,负面因素会逐渐

## 金牛操盘

汇利资产何震:

## 市场有赚钱效应 长期看好医药股

□本报记者 周文天

上海汇利资产管理有限公司总经理何震认为,今年市场存在赚钱效应,应该淡化指数,抓个股的投资机会,长期看好医药股。

**中国证券报:**对短线投资者而言,两会期间每天追着热点新闻跑,究竟应该怎么操作?

**何震:**我们不擅长短线操作。我们对此的建议是,首先要遵守纪律;其次,短线投资者要有自己的一套交易模式。当然,这套交易模式肯定要通过实践,比如赚钱、亏钱,总结而来。

**中国证券报:**对于中长线投资者来说,如何应对股指杀跌?

**何震:**做中长线投资,其实是一件挺难的事情,因为指数波动大。我们应该少关注指数涨跌,只要不出现特别大的波动,就可以忽视指数的变化。第二,必须选择成长型企业。第三,必须有好的商业模式。

选择标的时,第一,关注公司治理结构是否完善,如果公司治理结构存在问题,企业就会存在风险。第二,必须选择成长型企业。第三,必须有好的商业模式。

如果严格按照上述因素去选公司,就会发现这个市场上可选选择的标并不多,我们关注的公司只有二三十家。是否为主线投资标的很难界定,因为中线投资标的有两种类型,一种是价值型,另一种是成长型,价值型主要看其业务是不是稳定;而成长型,则要看它的成长空间。

**中国证券报:**此轮行情是否已至尾声?

**何震:**大盘没有什么大问题。虽然有几家主流券商的策略分析给出看空的观点。但是市场经过一段时间上涨后,人气已经被有效激活,市场有大量资金。如果房地产、银行理财产品的投资空间均被压缩,M2的增速还有13%左右,大量资金总归要找出路,不可能都存在银行。

股市相对来说是目前最好的投资渠道,虽然暂时不会出现之前那样凌厉的涨幅,但是市场走两步退一步的可能性是存在的。

**中国证券报:**之前有观点认为,防御性资金更喜欢“喝酒吃药”,如何看待白酒板块?

**何震:**白酒最近受到比较多的消息影响,但不管怎样,无论是从行业的利润率、毛利率,还是从现金流来看,白酒应该是所有行业中最好的板块之一。

对于一线白酒没必要悲观,从长周期看,一线白酒一定有不低的绝对正收益,毕竟白酒是中国人习惯消费的商品,不会因为公务消费限制而一蹶不振,普通公众是消费白酒的主力。过去几年白酒行业发展速度过快,修正一下非常好,所以这个行业中长线仍值得看好。

消失。

**中国证券报:**看好哪些板块?

**陈锋:**周期类板块看好地产和金融,非周期类板块看好消费和医药。从两条主线考虑配置机会:一是城镇化建设过程中,城市的管理效率亟待提高,比如建设智慧城市和宽带网络,由此带来相关行业的投资机会;二是经济的发展会让老百姓过上更加体面和有尊严的生活,未来节能和环保建设更为重要。根据这些线索去寻找投资机会,比如消费、服务和医疗行业,未来一定会出现不少牛股。

**中国证券报:**去年四季度以来,消费类板块中的白酒股受到冲击较大,白酒股今年有翻身机会吗?

**陈锋:**二三线白酒股受到冲击较小,一线白酒股受到冲击较大,这在短期内很难恢复。比如茅台的消费者人群分为两类,一类是确实喜欢喝,另一类是为了面子消费。从长期来看,国内消费者的生活习惯会有所改变,尤其是高度酒的市场会出现萎缩。高端白酒股今年很难有良好表现。

## 股市投资相对安全

**中国证券报:**近两周市场振幅较大,原因有哪些?

**李云峰:**前期指数上涨过快以及房地产调控新政的出台是近两周股市大幅震荡的原因。对于房地产,人口集中度是影响房地产价格的重要因素。在市场经济体制下,需要通过价格这个最重要的市场要素对供给和需求进行调节。

**中国证券报:**对市场的预期,乐观还是悲观?

**李云峰:**新出台的房地产调控政策会降低房地产市场的活跃度,但并不足以影响经济的缓慢回暖。

目前固定收益产品收益率已处于低位,股票市场的收益率大幅高于固定收益产品,股市投资相对安全。

周期类板块看好地产和金融,非周期类板块看好消费和医药。从两条主线考虑配置机会:一是城镇化建设过程中,关注智慧城市和宽带网络;二是节能和环保建设。



展博投资总经理  
陈锋

昭时投资执行事务合伙人  
李云峰



目前固定收益产品收益率已处于低位,股票市场的收益率大幅高于固定收益产品,股市投资相对安全。

**中国证券报:**有观点认为,现在要把注意力从金融、地产板块转移到大消费概念个股,你是否认可?

**李云峰:**我们对股票的研究和投资一直集中在大消费领域,大消费行业是弱周期性行业,其对财务数据反应敏感。

**中国证券报:**哪些板块有机会?

**李云峰:**消费、医药、商业连锁,还有金融

领域。

**中国证券报:**针对上半年市场,建议投资者采取何种策略?

**李云峰:**我国M2与GDP的比值接近190%,凸显钱多的苦恼。在行业上游,大量资金聚集在“堰塞湖”中,无法被充分利用;而在行业下游,水流匮乏。投资者应该关注放松管制、刺激交易的政策导向,关注改革的预期和走向。

## 谈股论金

## 从目标看增长

□晓旦

如果我们认同股市的走势与经济趋势相关的话,那么我们有必要认真读一下温家宝总理在两会上所作的政府工作报告。报告中提出的经济目标和政策规划,显示了中国经济增长正在由追求速度向追求数量和质量平衡的方向转变。这体现在经济目标上就是2013年GDP的增长目标是7.5%,这就跳出了长久以来GDP增长“保八”的窠臼。这表明政府对经济过热保持了足够的戒心。

从经济的波动周期看,2012年三季度经济增长速度降到7.4%,四季度开始回升,经济增速反弹至7.9%。从趋势看,经济增长速度还在回升的过程中,可以预期,2013年经济增长7.5%的目标是可以实现的。不过从另一个角度看,经济增长的势头也不会更强。2013年经济增长的稳定

性反映在股票市场的走势上,就是不会出现大波动。

从政府工作报告中,也可以看出宏观政策的谨慎性。在2013年的经济目标中,政府下调了M2的目标控制值,M2增速目标较上年下调了1个百分点至13%。这也是自2010年以来M2增速目标连续3年下调。政府2013年再次降低M2的增长目标,显然是表明抑制流动性过快增长的决心。

不过,从整体流动性上看,2013年的流动性不会趋紧。2013年政府的财政赤字有所扩大,财政赤字占GDP的比重由1.5%提升至2%,由此政府的财政支出就会增加4000亿元以上。2013年政府主导的固定资产投资以及居民消费的增长,会起到经济增长稳定器的作用。此外,虽然M2的增速在放缓,但是包括股票、债券、信托等直接融资渠道的兴起成为融资的重要支撑力量,社会融资规模增长

不会大幅减速,2013年不会出现融资不足以制约经济稳定增长的问题。

2013年的物价控制目标比2012年有所降低,控制目标是CPI年率3.5%。CPI控制目标的下调说明政府对经济过热引发长期通胀的担忧,也可以说CPI上涨的幅度是度量经济过热与否的尺度。从现在的市场预期来看,人们对2013年CPI所反映的通胀不是十分担忧。股市投资者已形成共识,对未来货币政策是否会收紧的判断,主要依赖于对通胀的判断。因此2013年物价控制目标比2012年有所降低,有利于投资情绪的稳定。

总体说来,2013年的经济仍处在稳复苏过程中,复苏给股票市场以支撑,而“稳”则不支持市场大幅波动。经济增长在向数量和质量并重转变,数量的增长支撑了股市的台面,而质量的增长则会使股市精彩纷呈。

## 投资感悟

## 恢复“T+0”条件趋于成熟

□苏渝

有消息称,目前上交所正在研究T+0交易制度,但T+0是把“双刃剑”,在提高交易效率的同时,还存在更多麻烦,对此还需认真评估。

按照以前叫停T+0时的解释,实行“T+0”交易制度会导致投机更加严重,短期波动加剧。笔者认为,除了这些,T+0交易同中长线价值投资理念大相径庭。投资者特别是机构投资者若注重博取超短线的收益,会对主流资金坚持的长线价值投资理念形成冲击。在T+0交易中最为活跃的无疑是散户,快进快出的频繁操作容易造成股票价格严重扭曲,从而加大散户的盲动性风险。

从曾经极度疯狂的权证炒作上不难看出,由于权证是T+0

交易,在没有印花税,券商佣金只有万分之一的前提下,单日换手率竟高达1000%以上。当年招行权证交易量甚至超过了沪深正股的交易量,有的炒作者一天买进卖出数十次。这种操作完全偏离价格围绕价值波动的正统理念,必然使投资者遭受损失。

此外,T+0交易很可能造成透支交易蔓延。这在历史上是有教训的,不少早期的大户就是因为透支交易当日平仓而最终被扫地出门。随着融资融券的试点,一些自律不严的券商可能借转融通变相重开透支交易,诱使客户做大交易量;而一些幻想一夜暴富的投机客户,也会有这类需求,从而造成透支交易扩大,伴而来的是风险加大。

不可否认,首先,T+0可活

跃市场交投,无形中延长了交易时间使场内资金活跃度增强,交易量增加。可以使在没有增量资金的情况下使市场活跃,在活跃的市场氛围下会对场外资金有吸引力。

其次,可以减少散户的亏损。由于全球并未摆脱金融危机的阴影,黑天鹅事件时有发生。股民都有这样的经历:当天买入股票遇突发事件影响而被连续跌停,便有了被人推到坑里爬不出来的感觉。如果有T+0交易,就能当天买入后若发现做反了方向,即可止损出逃,从而减少亏损面扩大。

总之,鉴于“T+0”是境外成熟市场比较普遍实行的一种交易制度,对提高市场流动性和投资者规避隔日股价波动风险具有一定意义,现在推出条件已趋于成熟。

## 投资非常道

## 大盘下行空间有限

□金学伟

选股、选价、选时,是股票投资的三大要素。选股,就是以公司好坏做主要依据,只买好公司,不买坏公司。选价,就是以价格为主要依据,只买价格低的或估值低的,不买价格或估值高的。选时,就是不管哪类公司,都根据时机来做判断,包括公司当期盈利和下期盈利预估、价格走势、宏观经济与大盘,这就是选时策略三要素。

一般来说,纯粹的价值投资——格雷厄姆式的价值投资和逆向投资者,都会以选价为主要对象,选股是比较次要的,选时则基本不在考虑范围。成长型投资者都会以选股为主,选时为辅,价格与估值高低是可适当忽略的。价值增长型投资在以选股为主的同时,也要考虑选价,这就是“称心的企业,称心的价格”。而以波段和趋势交易为主的投资者,则将选时作为第一要务,至于公司好坏、价格高低,都是次要的。虽说世上很少有完全符合上述标准的投资者——绝大多数都会带有“综合”色彩,但这样来划分不同的投资风格,基本上符合事实逻辑。

把选股作为第一要务,涉及到公司好坏的标准评判。由于成长型和价值增长型投资者都以选股为第一要务,因此,他们对公司好坏的评判,是最具代表性的,也是最有意义的。先从中证细分指数开始,介绍一下价值增长型投资。

中证细分指数的基期是2004年12月31日,起点为1000点,共9个行业分类指数。8年多来,9个细分指数中,涨幅最高的是食品,到本周四为6732点,上涨5.73倍,年均复利升幅超过26%。其次是医药,为5806点,上涨4.8倍,年均复利收益近25%。其三是有色,上涨4.44倍。许多人天天叫好,似乎好得不行的金融,“惨烈”第四,为4201点,涨幅3.2倍。

有一句话曾经风靡一时:“你不需要跑过刘翔,只需要跑过CPI。”按这一标准,所有细分指数都跑赢了CPI。但CPI只是分商品的购买力指数,而非社会财富增值指数。投资真正要做、要达到的目的是跑赢社会财富增值指数。能代表这一指数的就是名义GDP或货币增长率,跑赢这两个指标,你的财富占社会财富的比例才不会缩水。由于我国货币的复合增长率基本在15%左右,因此,唯有8年涨幅超过两倍的,才算跑赢了社会财富增值指数。除了上述4个指数外,达到这一标准的还有:农业,3.04倍;地产,2.57倍;机械,2.5倍。最惨的是化工,8年涨幅仅1.4倍,年均复利收益11.6%。再看2008年低点以来的表现,涨幅最高的是医药,1.9倍;其次是食品,1.75倍;有色,1.72倍;农业,1倍;地产和机械都是0.9倍,金融是0.77倍。最惨的还是化工,仅0.27倍,但也跑赢了CPI,所以,跑赢CPI不算投资,专家经常是以其昏昏使人昭昭。

为什么名列前三的总是医药、食品、有色?为什么金融在第1组统计中,名列第4,而在第2组统计中,成倒数第三名?这里是否隐藏着关于公司好坏的标准?

选取医药和食品中的几家典型公司看看。云南白药:10年平均盈利的复合增长率为34%,利润年年增长,无一下降记录,上市20年来,配过两次股,增发过1次。片仔癀:10年平均复利增长23%,2004年、2006年、2009年出现过3次利润下降,幅度分别为31%、5%、8%,无一再融资记录。科华生物,10年平均复利增长21%,无一盈利下降记录,无一再融资记录。贵州茅台:10年平均复利增长37%,无一盈利下降和再融资记录。较高的复利增长、较稳定的盈利、充沛的现金流、极少甚至完全没有再融资,这是成就医药、食品两个细分指数总是名列前茅、难分伯仲的根本原因。从这个结果看,所谓好公司,就是由这些标准构成的。

再看金融——其主体是银行。招商银行:10年平均复利增长33%,只有2009年出现过一次13%的盈利下降;民生银行:10年平均复利增长48%!无一盈利下降记录。所有的银行股,都有一个较高的复利增长率和优良、稳定的盈利,在这两个指标上,堪称天下无敌,但最终跑不过其他几个细分指数,原因不言自明:打开F10中的“股本股改”一栏,首发上市、配股上市、增发上市、转债转股、权证行权,让人触目惊心。再算算IPO以来,它们的利润总额和融资总额,你会睡不着觉。

因此,价值增长型投资最基本的前期工作,就是建立一张10年收支表:平均的复利增长、每股收益、同比增长、利润总额、融资总额;再细一点,可以把企业自由现金流(不要股东自由现金流)也包含进来。这样,我们就不会在茫茫股海中迷失投资的方向和目标。

说一下大盘。从2月22日2308点以来,大盘走了一个明显的扩散形态,成交量也随之放大。这是非常标准的扩散形态,意味着市场情绪非常动荡,在看好与看坏两级间跳跃。具体原因当然和新疆五条对房地产板块所造成的打击有关,但也有其他较本质的原因。其中之一就是银行板块的总体上升空间已经不大。银行是经营货币的企业,撇开再融资的支持,其整体的内生增长理论上会和全社会货币增长率趋同。从这个角度考察,从2008年低点以来,77%的涨幅、年均15%的复合升幅已完全反映了银行的内生增长能力。至于靠融资支持的更高增长,只是一种交换:市场拿出钱,换来账面的盈利和增长。是资金对股市重要,还是账面盈利和价值对股市重要?结论不言而喻。

扩散型是一种特殊的底部或顶部形态。这一形态的出现,标志着大盘下档空间已经有限,如有再次下跌,2230点左右有望成为本次回调的最低点。

(作者系上海金耕信息运营总监)