

上涨逻辑仍在 国企改革具配置价值

站在2240点附近,市场能否延续上涨之势? 当前经济的不确定因素是否在减弱? 本周财经圆桌邀请瑞银证券中国首席经济学家汪涛、国泰君安证券策略分析师乔永远和东北证券研究咨询分公司策略研究经理沈正阳三位嘉宾,共同展开讨论。

市场上涨逻辑仍在

中国证券报: 市场上涨态势能否延续?

乔永远: 我们认为支持A股估值改善三大逻辑并未改变。一是限购放开下地产基本面的改善。二是资金环境的有效改善(无风险利率中枢进一步下移)。三是博弈空间明显较年初放大。牛市不仅仅是在延续,而且牛势逼人。热点切换带来市场预期的波动时间可能将非常短暂。我们重申对“上证综指目标位在2400点”的判断,认为三季度是股市难得的“蜜月期”。在未来1-3个月内经济平稳运行、改革稳步推进的情形下,贴现率将维持下降趋势,A股估值进入新一轮扩张区间。

沈正阳: 从近期市场以及经济等方面数据来看,市场继续大幅回升的逻辑有所弱化但还没有逆转,目前一系列数据,使得该系列逻辑在短期内出现弱化。

首先,7月信贷数据以及产出数据疲弱,出口数据也未能带动国内产出的改善,而汇丰PMI超预期改善,进一步弱化经济回暖预期,投资时钟又阶段性地向“类衰退”摇摆,这种“类复苏”“类衰退”之间的摆动将是经济新常态(GDP7%-8%)下的常态。

其次,近期香港金管局并未再投放货币,而安硕A50和南方A50两大ETF申购趋缓,对权重板块的拉动作用边际弱化;同时,美元指数强势上行、美国10年期国债利率的强势上涨,使外资拉抬A股的逻辑也出现弱化。最后,国企改革乃至土地改革,这是一个大逻辑,不可否认,将是未来新常态格局下潜在大牛市的逻辑所在,而非以往信贷投放——经济回升的老逻辑。但是这一改革逻辑是有预期和实效联动的,两者之间存在时差,且市场也会随着

估值的变动而变动。因此,这种大逻辑对短期市场的作用力较弱。

我们预计市场仍有上冲动能,但先扬后抑的可能性较大。经济、资金、估值以及行为层面一些因素正在发生变化,若再度脉冲之后出现百点暴跌的可能性正在增强。

经济不确定性是否减弱

中国证券报: 当前经济最大的不确定性是房地产吗? 如何认识最近的经济表现和房地产表现?

汪涛: 我们认为本轮房地产下滑的性质和持续时间,是今明两年中国经济面临的最大的不确定性。近期房地产建设活动和地产股表现有所改善。经历年初的大幅下滑之后,随着近期政策不断放松,近两个月房地产建设活动出现改善迹象。这也支撑了经济增长和地产股的表现,房地产板块股价从前期低点反弹了17%。我们预计近期和未来一段时间政策的持续放松,对房地产销售、新开工和建设活动的支撑应当可以持续到“金九银十”。

但我们认为,房地产对经济增长的拖累或将在四季度和2015年进一步显现。短期形势有所改善,但本轮房地产下滑背后是结构性拐点,政策持续放松虽可使短期活动企稳,但无法扭转行业下滑的大趋势。我们预计到四季度和2015年,房地产新开工和建设活动将进一步放缓,将给经济带来越来越大的拖累。我们的基准预测是今年GDP增长7.3%、2015年增长6.8%。这一预测背后已经考虑了短期内房地产销售企稳、2014年底和2015年房地产建设再度疲软、拖累整体经济增长。

乔永远: 我们认为7月经济和信贷数据进一步强化中长期做多A股的逻辑。7月数据的指向意义有待进一步观察,但低信贷数

据反映出商业银行风险偏好向大幅下降调整的趋势值得重视。这是历次调控以来首次看到,意味着中长期无风险利率下降正在成为定局,A股中长期估值进入扩张区间。整体偏“冷”的宏观数据正在终结市场“向刺激要红利”的反弹第二阶段,进入“向改革要红利”的第三阶段。

7月经济数据公布之前,市场对经济的预期缓慢上调,我们尚不知这种上调预期是否具有持续性,或者这种认识是否已全面释放,但7月金融和宏观数据显然与这种乐观预期不匹配。这也就意味着原来单向看多的预期可能进入争论阶段而非单向加强阶段。市场对经济认识的转变开启了热点切换的过程,由此产生的预期波动时间可能将非常短暂。接下来A股事实上进入了第三个阶段。由于新增信贷低于预期确认了改革优于增长,市场进入向改革要红利的阶段,这决定了我们要寻找和改革相关的主题投资机会。

沈正阳: 最近公布的房地产投资等数据继续快速下行,而发电、工业增加值等数据相比6月份数据均有所下降,经济下行压力越来越大。特别是7月人民币贷款意外大幅缩水,并非简单季节因素可以解释,表明实体的有效贷款需求不足。虽然其后央行稳定市场情绪,披露8月上旬日均信贷为300-500亿元,但实体经济的恢复是一个缓慢的过程,市场担忧气氛加重。需求端的恶化有助于政策进一步宽松,但之前反弹的一个重要逻辑“微企稳”有所弱化,这些数据对市场的影响偏负面。不过,“沪港通”和国企改革等利好有望继续发酵,股市上涨的最重要逻辑仍存在,大盘有可能继续上攻;第二,板块轮动,热点不断,由国防军工到钢铁、有色,再到近期的电子,市场人气明显增高,赚钱效应显现,指数有上冲动能。



国企改革具配置价值

中国证券报: 对投资者来说,当前应关注哪些领域的投资机会?

汪涛: 大范围的政策放松已推动地产板块从前期低点大幅反弹17%。政策放松的确可以提振市场信心,但我们认为杠杆水平较高、利润率下滑及部分房地产公司库存高企等问题,都将限制地产板块的反弹幅度。换言之,政策放松可能只会令优质开发商受益。我们认为房地产行业仍然存在结构性问题。反弹过后,地产板块目前对应7.4倍2014年动态市盈率,较历史平均市盈率低0.7个标准差。我们预计在目前的 market 环境下,行业整合将提速,一线

开发商将继续抢占更多市场份额。

乔永远: 反弹进入第三阶段,大消费板块和保险行业是最容易受到改革影响的领域。如果和低估价值因素叠加在一起,使得大消费板块和保险行业成为有非常明确超额收益的投资领域。港股市场上大消费板块和保险行业估值相对较高,沪港通将成为行情的催化剂。我们建议配置汽车、食品饮料、保险、纺织服装、旅游及农业等领域。同时,改革主题依然是制度红利集中释放的方向和年内的投资主线,其国企改革、国家能源战略的确定性最高,需持续关注。

沈正阳: 当前市场风格相对均衡,但内部分化加剧。强周期板

块中煤炭、有色、钢铁反弹动力弱化,需逢高减仓;化工、航运以及机械装备仍存在交易性机会;地产股难有好表现,看好低估值以及受益沪港通的金融板块;成长股分化,创业板中期业绩增速预计17%左右、创业板指数面临压力,但是以中证500为代表的上证主板、深圳主板以及中小板内的中小市值公司,借助国企改革、资产重组以及估值业绩的均衡性,受到资金青睐,是短期成长股的活跃所在。即看淡创业板,但以中证500指数为代表的非创业板中小盘股可能还有一段强势。建议保住胜利成果,控制好仓位,待市场调整之后再介入,彼时可再度关注AH折价的沪港通主线以及高端装备、新能源汽车等景气高的板块。

锚定效应影响投资

□大摩华鑫基金公司

2002年诺贝尔经济学奖得主卡纳曼曾经做过这样一个实验:他们设计了一个只会出现10和65两个数字的轮盘,每转一次轮盘,便请参与者回答问题:“联合国中,非洲会员国的数量占所有会员国的数量的比例最有可能是多少?”按理说,轮盘的数值不会对答案有什么影响。但实验结果却惊人的发现,轮盘转到10时,答题者的平均答案是25%,转到65时,平均答案是45%。也就是说,一个与问题毫不相关的数值居然影响了被测试者的答案。

上述实验描述的就是锚定现象(Anchoring effect),它被卡纳曼记录并发表在当年的《科学》期刊上,这也是他最重要的学术文献之一。锚定现象的含义是:人的决策会受到毫不相干的所谓第一印象或第一信息影响,就像沉入海底的锚,把人们的思想固定在某处,并产生认识上的偏差。

锚定效应普遍存在于我们的生活之中。商场中顾客与店家的讨价还价,店家一开始就报出很高的价格,一定会或多或少的影响顾客的心理预期,使得最终成交价偏高。而一些聪明的顾客也会最初砍价砍得很低,反过来影响店家,最终降低成交价。

在证券市场,锚定效应无时无刻不在影响着我们的投资决策。这其中的“锚”,就是证券当前的市场价格。换句话说,证券市场存在“价格粘性”,当我们无法判断新信息对证券价格的真实影响时,一个最好的方法就是去参考它现有的市场价格,并在此基础上加上一定的比例。

更具体一点,假如上市公司

司中报披露的真实营收总量和利润增长已经达到了2800点水平时,我们的反应总会是慢一拍,因为我们习惯于站在现有的指数点位2200点上,去估计大盘的涨幅,是2300、2400,还是2500? 这种行为模式的普遍性,决定了2200点这个实际存在的锚,一定在或多或少“拖累”着指数迅速上涨到合理点位。投资者总记得最近的指数点,而忘记了四年前的3000点,忘记了在那个时候,上市公司的盈利情况和盈利预期可能大大低于当前水平。除非分析师不厌其烦地撰写分析文章,提高“3000点”甚至更高点位在大众媒体上出现的频率,潜移默化地挪动投资者心中的锚,反过来影响市场的真实价格水平。说得通俗一点,“喊3000点的人多了,指数的点位自然就上去了。”

锚定效应的另一个推论是,当有真正的利好消息到来时,股票价格总是“犹豫不决”地慢慢才涨到位。这使得很多做“事件驱动”的策略得以成行。

我曾经问过一些在海外市场做“事件驱动”的朋友:“利好消息公告后资金才进场,那时还有机会吗?难道股票价格不会在恢复开盘后就一步涨到位?”答案是,在海外市场,基于事件的投资机会很多,虽然也有一些案例会发生亏损,但大概率上仍有正收益。

最后需要强调的是,锚定效应是一种基于广泛人群共同行为为特征的统计现象,事件驱动策略的合理性也只能存在于大样本中。为了实现这一概率上的胜利,我们一定要分散投资,扩大事件样本的容量。这也是几乎所有量化投资策略所必须坚持的方法。

□中证之声

房地产中期业绩滑坡

□本报记者 于萍

楼市低迷对房企业绩的影响在中报里开始显现。目前披露中报的74家A股上市房企上半年业绩同比下降3.62%,12家披露三季度预告的公司中也仅有5家预增或扭亏。尽管有越来越多的城市开始放松限购,短期内刺激了部分城市的成交,但楼市整体偏弱局面并未得到真正改变,三季度房企仍然通过以价换量方式加快项目周转和回款。

中报业绩下滑

作为国民经济的重要产业,我国房地产经历了快速发展,上市房企整体业绩曾保持两位数的增速。但是自今年始,上市房企的业绩增长步伐明显放慢,中报甚至出现下滑。

同花顺FinD数据显示,截至8月22日,两市共有74家上市房企披露中报。这些房企上半年共实现营业收入总收入1771亿元,同比增长11.32%;实现归属于母公司股东的净利润190.67亿元,同比下降3.62%。而2013年同期,上市房企的业绩同比增幅曾达30.8%。

在上述74家房企中,有59家公司上半年实现盈利,另有15家公司亏损。盈利公司中,仅有35家公司业绩实现同比增长,占已经披露中报的比例尚不足半数。这其中有十余家公司的业绩增幅不足7%,仅实现净利微增。

“万保招金”四大房企龙头中,目前仅剩保利地产尚未披露中报业绩。其余三家仅万科上半年实现业绩小幅增长。数据显示,万科上半年实现净利润48.09亿元,同比增长5.55%;招商地产实现净利润17.85亿元,同比下降30%;金地集团实现净利润1.58亿元,同比下降49.9%。房地产行业分化在中报里显得格外明显。一些中小房企由于结算项目有限,业绩出现较大波



动。深国商、中润资源、嘉凯城、实达集团等均出现亏损。

值得注意的是,在区域经济及政策的带动下,一些布局热门地区的房企上半年保持良好业绩增速。从已经披露的中报看,华夏幸福的盈利规模已经超过招商地产,仅次于万科而位居次席,公司上半年实现净利润23.01亿元,同比增长30.06%。华夏幸福主要围绕京津冀地区,发展产业新城的业务模式。同样,广泛布局京津冀、长三角区域的荣盛发展,在上半年也取得了23.42%的业绩增幅,公司净利润规模达到13.81亿元。

楼市预期尚未转暖

受销售结算期影响,房企财务报表中披露的业绩与当期实现的销售存在滞后。但从目前市场情况看,楼市的成交量价并未出现好转。

目前已有12家房企率先披露三季度业绩预告,仅有5家业绩预增或扭亏。金融街预计前三季度实现

净利润6.72亿元至8.73亿元,下降幅度为35%至50%;滨江集团则预计实现净利润4.77亿元至7.15亿元,下降幅度为40%至60%。

尽管“金九”传统销售旺季未到,但如果从目前的销售情况看,要完成年初制定的全年销售目标压力越来越大。目前已有28家房企公布前七月销售业绩,其中7月合计为843.57亿元,较6月份下降35%,也低于5月水平。28家房企中,仍有11家公司7月销售业绩出现同比下滑。

由于楼市持续低迷,越来越多的城市加入限购松绑大军。受此影响,7月全国42个主要城市累计成交面积环比上升9.6%,同比下降12.2%。虽然限购政策逐步松绑短期内可以释放部分被压抑的需求,但由于各地并未放松差别化信贷政策,且不少放松限购城市本身仍面临较大的库存消化压力,因此楼市低迷态势短期难以得到根本性扭转。

在市场下行、销售承压的同时,

土地市场也由热转冷,底价成交成为近期土地市场的写照。统计显示,今年前八个月20大标杆房企合计拿地仅182.5亿元,较去年同期下降38%左右,且单月土地购置额度连续锐减,近三个月仅在百亿元规模徘徊。

在全年销售业绩以及资金周转等压力下,8月开发商加快推盘速度,北京商品住宅供应量大幅增加。开发商的销售策略也在转变,如加大不限购、商住产品以及优质改善型项目的供应量,对于直接与自住房形成竞争关系的刚需盘则降价促销,以争取各层次的购房者。

总体来看,当前楼市预期已经发生改变,这对开发商的定价策略产生直接影响,预计未来二三线城市下调开盘价格的项目将有所增加,市场在三季度仍继续以价换量。在多地相继放松限购之后,个别商业银行开始恢复首套利率优惠政策,而信贷政策的放松将对楼市需求释放产生刺激作用。因此,后续市场走势及预期也将依赖信贷的变化。

牛市里的老问题



□海康人寿投资部总监 刘思恩

从7月21日开始到本周,股市正好涨了一个月,虽然感觉这一个月市场很热闹,但指数其实只涨了8%。中国股市,即便是在熊市年,期间反弹个20%也很常见,所以不涨个50%以上都不好意思写进牛市的历史里。很多股市参与者,赚出个平均利润率的本领都没有,却喜欢纠结于是否身处牛市、指数能否翻番之类的老套问题,实在是把投资当娱乐活动,缺乏增加财富的迫切感和保护财富的责任感。

以下,我列举几个牛市里常被别人问到的问题,说一下我的看法。请注意我只是理一下思路,而不是得出结论。股市里永远没有结论,像混乱而美丽的宇宙,没有造物主的统一规划建设,而是靠无数混乱无序头脑发热的交易实践,最后构筑出一波波波澜壮阔的行情。

第一,指数到底还有没有上涨空间?这个问题是最流行的也是最无谓的。周围很多人在讨论能否突破2500点,但不知道这10%的指数空间能带来什么实质的财富?即便像某知名券商在本周号称的那样指数到5000点,也不过是个翻倍略多的行情,一部分股市高手在今年初的小盘股行情或最近一个月的矿产或军工股行情里,早就赚了翻倍,何必去等指数辛辛苦苦爬到5000点呢?反之,如果指数真到了5000点,相信目前积极参与的股民,很多也就赚一半的行情而已,甚至有一成左右的人亏钱,历史历来如此。我建议把这个问题换个说法——市场还会有持续的增量热钱参与?如果有热钱,即便指数高位整理,市场就充满机会,值得天天盯盘天天找黑马;如果成交量不放大,那早晚热钱一个劲离场,市场重回死寂。

第二,买已经涨很多的领涨股还是众望所归的主流板块、抑或是别人不注意的补涨股?这个问题每个人的能力不同立场也不同。从后验的角度看,一波牛市必有明显超过指数的领涨股票,这类股票回头看,跌得少涨得爽,操作性价比极高。但这都是后验角度。从先验的角度,即便专业股民和大机构,也未必能准确找到这些股票。如果只是机械地找涨幅最高的那些股票买进去,很多时候就变成悲剧一场。

如果看得准大方向,大多数人还是买主流蓝筹股甚至索性买ETF指数基金,能吃到一波牛市80%以上的涨幅就是很不错的成绩,眼高手低的新股民务必记住这点。当然,买滞后的冷门股等补涨也是一个思路,尤其是8月底中报披露以后,是一个较长时间的业绩真空期,基本面地雷相当一段时间不会爆发,此时业绩平平的股票反而容易被大炒一把。

第三,买了股票是捂住不动、短线来回吃差价或是频繁换股?这个问题与投资理念、个人性格有关。我喜欢参与快速上涨的股票,有些人以为为我乐观激进,但其实相反,这正是我比较悲观多疑性格的反应。我认为捂股不动,把命运交给别人是很不舒服的,而利润来得越快越安全。在市场热钱多的牛市里,赚快钱的机会多,何乐而不为?而且追涨的人都敢于杀跌,而自以为掌握基本面相信价值投资的人,喜欢死捂不动或越跌越买,所以价值投资者的市值波动很可能比短线投机者更大。而在震荡市和熊市,如果你确实有能力有信心去挖掘有基本面支撑的好股票,那自然是捂股不动为好。仅182.5亿元,较去年同期下降38%左右,且单月土地购置额度连续锐减,近三个月仅在百亿元规模徘徊。

第四,踏空了怎么办?这个问题的出现频率估计在牛市里会非常高,甚至可以排名第一。很多人买股票后套牢两年都面不改色,但踏空一个星期就睡不着觉,心浮气躁血压升高,回家还要骂老婆孩子出气。这种怕涨不怕跌的心态,估计是归功于我们长期以来对股市长线价值的教科书教育。

其实我自己身上也多少有点这毛病。我后来给自己开了几剂药方:用少量的资金买入高折价的B股、封闭式股票基金、一部分有折价的分级股票基金激进端等。平时要求自己,不管大盘涨跌,这部分资产都不要去动它。如果大盘持续大涨,你可以逐渐卖出这些资产,但最少手里必须留20%的仓位;如果又进入熊市,市场一迈跌,你可以一边买入,但永远不要超过可投资资产的70%,除非你想好以后不玩A股了,只投资于这些打折货。