

多空论剑

大盘股稍息 成长股接棒

本周三,央行降准消息落地,但大盘蓝筹股继续向下调整。私募人士指出,金融、基建类大盘蓝筹股估值修复行情已经基本到位,目前来看机会有限。成长股会从高速内生式成长推进到外延式成长,创业板的上涨更多是成长和业绩推动型,上涨具有持续性。随着更多新股上市,更多具有成长性的股票涌现,以创业板指为代表的成长指数会创出新高。

□本报记者 黄莹颖

大盘股估值修复到位

中国证券报:本周市场持续调整,如何看待以金融、基建为主的大盘蓝筹股未来走势?

尹国红:金融、基建板块中除了券商、保险股以外,其他均为估值修复型上涨,其特点是上涨空间相对有限。目前金融股和基建股价格已高,而且从最新公布的1月券商盈利状况来看,并不如大家原来预期的那么乐观。在双重不利因素的作用下,金融、基建类的大盘蓝筹股的涨升已经到位,目前来看机会有限,不建议大举配置。

黄道林:从技术层面看,以金融、基建为主的大盘股近期调整比较充分,很多都回到60日均线附近,个别的回调幅度超过30%。从纯技术的角度看,市场可能会有一波超跌反弹行情,且一触即发。从历史经验来看,这种超跌反弹的机会是牛市中难得的进场时点,所谓“千金难买牛回头”,目前超跌的金融、基建股可按照此逻辑操作。

中国证券报:近期创业板、中小板公司开始披露年报。如何看待未来创业板、中小板的投资机会?

尹国红:认为中小板、创业板充斥估值泡沫的观点从来没有消失过,而创业板的上涨也从未停止过。创业板的上涨与大盘蓝筹股的估值修复型上涨完全不同。创业板的上涨更多的属于成长和业绩推动型,上涨具有持续性。而且随着更多新股上市,更多具有成长性的股票涌现,老的成长股退下,有新的成长股接棒的背景下,以创业板指数为代表的成长指数会不断创出新高。

黄道林:创业板和中小板的业绩预告已结束,从统计结果来看,新兴产业的发展势头喜人,70%公司的业绩出现增长,这在创业板和中

小板的历史上是少有的,创业板指数创出历史新高也就水到渠成了。成长股在未来的牛市进程中扮演重要角色是理所当然的,我们对这类股将来的表现充满期待。没有成长股参与的牛市肯定不是真正的牛市,创业板指创出历史新高证明这轮大牛市不是虚的,创业板指数未来一段时间将会新高不断。

节前持股还是持币

中国证券报:2015年市场会如何演绎?

尹国红:过去的几个月是大盘蓝筹股大放异彩的一年,成长股基本蛰伏不动。2015年很可能是成长股表现的一年。在整体指数表现一般的前提下,中小盘成长股会有良好表现。

黄道林:这轮牛市的最大争议就是国内实体经济不振。可以看到,中国经济增速已有明显下滑,不少研究机构预测2015年中国经济增速会降到7%。从近期已经披露的多项经济数据来看,似乎看不到宏观经济走强的前景。这使得不少市场人士认为,目前宏观经济基本面很难匹配这轮大牛市。

其实,大家没有把虚拟经济和实体经济的区别搞清楚。虚拟经济先于实体经济走牛这是规律,美国这轮大牛市就是按这个规律演绎的,中国只不过是晚了两年来复制美国股市的走势。中短期经济层面的风险主要是内需不振引发的通缩,特别是虚高的房价抑制了人们的消费动力,释放流动性是未来货币政策的必然选择。

中国证券报:从行业或者主题上,2015年看好哪些投资机会?

尹国红:看好苹果产业链和先进封装行业。大屏幕苹果6的热销,带动相关产业超预期发展。相关电子元器件供应商业绩可能大幅增长,可重点关注。随着中国台湾、新加坡等地先进封装产业向大陆转移,相关公司业



东方平升研究总监 尹国红

目前金融股和基建股价格已高,而且从最新公布的1月券商盈利状况来看,并不如大家此前预期的那么乐观。在双重不利因素作用下,金融、基建类的大盘蓝筹股涨升已经到位。

深圳国诚投资总监 黄道林

新兴产业的发展势头喜人。70%公司的业绩出现增长,这在创业板和中小板的历史上是少有的,没有成长股参与的牛市肯定不是真正的牛市。创业板指未来会新高不断。



绩开始反转,后续随着转移速度加快,业绩加速增长在预期之中。

黄道林:2015年上半年,市场风格会相对2014年下半年有较大变化。主要体现在市场不单是大盘股的天下,小盘成长股也会出彩,投资呈现多元化。国企改革与成长是双轮驱动行情的两条主线,国企改革会从央企向地方国企推进,成长股会从高速内生式成长推进到外延式成长,这使得2015年上半年行情更加精彩纷呈。

中国证券报:从中短期来看,有哪些风险需要注意?春节假期前应采取何种策略?

尹国红:指数回落的风险需要提防,大

盘蓝筹股毕竟涨幅已大,随着他们逐步的偃旗息鼓,会对市场造成较大的心理压力。由于这些大盘蓝筹股对指数影响较大,大盘蓝筹的下跌会带动指数下行。而指数一旦回落,对整体市场情绪的影响较大,市场气氛不仅会偏空,所以需要控制好仓位,以保持良好的节奏。

黄道林:一些资金的行为肯定会影响到盘面。但从布局的角度出发,这个时候买股是不错的选择,因为一些资金要流出,正好给进场者以机会。牺牲几天的利息换来节后的主动权,这是节前主动布局的好处所在。节日的市场变数带来的风险我认为不大,持股过节比持币过节要好。

谈股论金

降准仍有空间

□晓旦

虽然人们已经普遍预期央行在2015年一季度会采取全面降低存款准备金率的措施,但是央行在这个周三晚间宣布下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点的举动,在时点上还是有些令人意外,似乎有些迫不及待的意味。央行不仅全面降低了存款准备金率,而且为进一步增强金融机构支持结构调整的能力,加大了对小微企业、“三农”以及重大水利工程的支持力度。对小微企业贷款占比达到定向标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点;对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点,说明央行主动大量投放资金力度。

央行迫不及待地全面降低金融机构人民币存款准备金率,是源于我国经济仍然面临下滑的巨大压力。今年1月官方制造业PMI跌入

收缩区间,这是26个月以来的首次。制造业PMI跌破50%,主要是中国经济难于重复过去高度依赖房地产投资的发展模式。在房地产不景气的背景下,依赖基础设施建设投资加码,也难以对经济托底。这样就使得经济面临供给过剩而需求不足。从1月制造业PMI数据看,PMI新订单指数降为50.2%,比上月回落了0.2个百分点,出口订单指数为48.4%,比上月回落0.7个百分点。这反映了因为房地产行业销售疲软、库存高,而使得投资大为缩减,即使稳增长的措施频出,仍难以抵消房地产投资下降和制造业资本开支意愿减弱的合力。

另外,PPI持续下降,实际上在工业品市场已经出现通缩现象,最近随着国际大宗商品市场价格下跌,工业品市场的通缩现象有蔓延趋势。制造业PMI的购进与出厂价格指数继续下降,采购库存指数也在下滑。工业品市场的通缩导致企业的实际融资成本上升,企业利润

下滑。

最近几个月,随着美元指数持续走高,人民币兑美元也持续贬值,外汇占款出现负增长趋势。外汇占款的趋势性下降,要求基础货币的投放改变方式。过去,人民币存款准备金率的提高作为外汇占款投放人民币的蓄水池,现在随着外汇占款退潮,降低人民币存款准备金率,增加基础货币投放,是自然而然的事。预期未来人民币存款准备金率仍有多次下调空间。

然而,在央行降准后,股指并未出现大幅上扬的走势,而是高开低走。这反映了市场前段上涨已经消化了对央行降准的预期。或许是原来的预期过高,大量融资资金过度推高了金融股,一些周期型股票也取得了可观的涨幅。实际上,现在的经济形势对这些股票并非有利。融资资金在这种环境下失去了追涨勇气,而是逢高减持,股市因此向下也就不奇怪了。

投资感悟

牛市进入僵持期 控制仓位是关键

□中秦

即便央行降准,A股仍然连续调整,牛市似乎出现一些波折,投资者开始怀疑市场是否还能按照牛市节奏运行?或者市场会否在这里进行一次较长时间的调整?

市场热点的赚钱效应正在消失。这轮牛市是以银行、证券为首的金融股领涨的一轮指数牛市,运行到目前位置,热点板块个股的赚钱效应随着股价上行正在消失。每当市场开始认识到某个热点的时候,其股价都已经快速翻番,冲进去运气好的还能赚点,运气不好的基本就被套在山顶。就像这次的券商股,实际上在去年底之后成为市场大热门的那会儿再进去的投资者,基本都被套。也就是说,这个热点到了一个阶段性顶部,而这个热点由于与指数息息相关,因此从指数上判断,可

能会进入顶部阶段。

本轮牛市的核心理念是国企改革。证券市场肯定是为国家经济服务,因此,本轮国企改革将充分依靠证券市场的力量促进国企解困和结构转型。从第一轮的市场表现来看,很多国有企业已经实现了集团资产证券化或者优质资产注入,将存量资产盘活。不管是混合所有制还是整体上市,其本质是国有企业新一轮发行股票的行为,而这一步目前看受到市场认可,不少个股复牌后出现多个涨停。当然这是国企改革的第一步,也是最终,新发的股票要兑现,特别是在地方财政和企业都缺钱的背景下,所以这阵子有不少国企在高位减持了巨量券商股和银行股,应该是对企业或者地方政府财政运行提供必要的补充。也就是说,国企把国有资产证券化后,充分发挥证券市场的优势之后高位套现。

货币战争升级导致投资者丧失方向感。最近国际经济环境错综复杂,按理说,油价暴跌是个好消息,对于降低经济运行成本是有利的。但是忽然间欧元主动贬值,人民币对美元出现大幅快速贬值。特别是本周中国央行降准使得人民币资产的稳定性降低,投资者难以判断这些信息的综合影响,导致在目前阶段进退两难。笔者最近请教了不少宏观经济的资深研究人员,他们给出的结论也是相去甚远,很难判断市场将何去何从,表现在盘面上就是资金不断流出,市场热点涣散,成交量萎缩。

上述三点问题在短期内难以解决,最佳的策略是控制仓位,减少对绩差股的投机。同时,趁着市场下跌,适当吸纳优质国企改革类个股。随着不确定性逐步明朗,市场最终还是要回归国企改革的大主线。

投资非常道

无大牛也无熊

□张学伟

股票市场不会没有泡沫,也不能没有泡沫,因为它是一个虚拟市场。既是虚拟市场,当然就少不了评估和预期。这种评估和预期不可能准确到位,总会多多少少掺杂一些个人主观成见,有时高估,有时低估,有时预期过于乐观,有时过于悲观。

就美国股市来说,20世纪30到60年代这三四十年总体上是以低估为主。

一是遭遇了上世纪30年代大萧条,激进的投资者和信托基金基本上全军覆没,侥幸活下来的都是保守型和稳健型的。

二是在股市大崩盘中暴露的很多问题使一般民众对股市望而生畏,也使股市名誉扫地。有人说股市像个赌场,比赌场还不如,当时股市在美国民众心目中也和这差不多。

三是坚守金本位,印钞机的运转速度缓慢,客观上没有多少余钱来炒股,股价普遍低企。低到什么程度?价值1美元的资产反映在股价上,常常是0.5美元,甚至是0.25美元。

在此背景下,产生出许多价值投资大师,如约翰·聂夫、约翰·邓普顿,其中的佼佼者者是格雷厄姆。格氏在上世纪30年代的大崩盘中曾输得倾家荡产,原因是他觉得自己已经低估,半山腰重仓抄底。结果低价之下还有低价,且随着经营状况恶化,原先低估的股票不再低估。

但格老令人钦佩的地方在于他并没因此放弃,不仅老山再起,而且继续高举价值投资旗帜,成为那个“股市黑暗年代中”的一盏明灯、一颗希望之星。

由肯尼迪总统发起的股市改革,让许多民众陆续回到股市,使美股重新成为一个大众市场。在经历了上世纪60年代的“沸腾岁月”、上世纪70年代黄金美元脱钩后,股票总体上低估的年代过去,取而代之的是总体高估。以往1美元的资产卖0.5美元,变成了2美元、4美元,甚至更高。

我们常常会说格老的价值投资理念如何如何,但大多数人,包括经常在说价值投资的人也许都不知道一个事实:大约在1976年,也就是格雷厄姆临终前1年,在接受记者采访时明确承认,他的价值投资理念和方法已经过时。

几乎在同一时间,格老的得意门生巴菲特有一个举动:解散他的合伙基金。他说他对这个市场不理解,也无法把握。

传统的价值投资理念、方法只适应具有绝对投资价值的股票,无法适应泡沫化时代中只具有相对投资价值的股票。巴菲特最终找到的方法就是把格雷厄姆和费雪结合起来,并引进了查理·芒格的“护城河”理念,把价值投资的基础建立在未来,建立在长期复利基础上,这对公司挑选的标准和能力要求很高。

当股票以现有资产或清算价值、现金流、红利估算,都绝对有诱人的正收益时,这只股票具有的是绝对投资价值。当靠这几点估算不过来,只能靠未来估算,才会有诱人的正收益时,股票具有的只是相对投资价值。只能以相对投资价值而不能用绝对投资价值来衡量股票时,我们的投资生涯其实已成泡沫化生存,只是有时泡沫大一些,有时小一些。

对泡沫进行分类和分级是泡沫化时代中一个比较有意思的事情。

就个股来说,最低等级的泡沫有两个。一是估值低于长期平均水平,最好还低于其上年度的平均水平。同时,公司利润还在增长,且增长势头良好。这是我最喜欢的一类价值股。二是虽然当前的估值高于其平均水平,但用巴菲特法则计算,其长期复利收益足以抵消其高估部分,并带来良好的正收益。在泡沫化时代,这样的股票可以说是无泡沫。

这两类股票的评估方法我都已反复介绍过。前者是用10年平均市盈率 and 去年平均市盈率。后者是按可靠的利润增长率来估算其10年后的每股收益,再同现在的股价进行比较,算出按现在价格买进,10年的复利收益会有多少。两种方法,前者是约翰·聂夫的核心竞争力,后者是巴菲特的核心竞争力。

最高等级的泡沫是:已完全无法用历史和现实的估值来推断说它还有价值,只能靠过于乐观的预期来支撑,更要命的是:这种股票本就是周期循环型股票。还记得2007年的大牛市吗?一些大周期类股票因为利润的高速增长,被人们不断放大的增长空间,并不断提高其估值水平、价格目标。在其增长的熊市中,跌得最凶的就是这类股票,而且在经过了N多年折腾后,它们大多还躺着地上,离最高价有数倍距离。

这类泡沫往往附着另一个现象,就是局部正确,整体荒谬。就局部来说,人们继续看好的理由也许会很充分,逻辑很强大。但放到整体一衡量,其荒谬就立刻显现。你的估值确实有道理,但你有没有考虑一个问题:这类股票很多。如果所有这类股票都涨到这样的估值水平,我们的股票市值会达多少?这个行业的股票市值占总市值的比例又会达到多少?你认为这样的总市值是可能的吗?这样市值占比是合理的、符合股市是经济映像的原理吗?这是近年来遇到过这类的股票推荐时,我都会询问的一个问题。也就是从这个角度,当券商和金融股如日中天时,我会说金融股市值占比过高是中国股市当前最大泡沫,也是唯一的宏观性泡沫。这种泡沫对社会整体的经济运行具有摧毁性作用,必须坚决降下来。如何降,其内部的结构如何调整,使其最终估值合理、市值占比合理,是另一个话题。

大盘在一个月里3次攻击3400点都无功而返。根据“顶在顶”的牛市定律,3478点无法攻破,标志着大牛市预言基本破产——只是一轮小牛市。但随着本周四见利好下跌后,又出现了关于熊市来临的说法,而老金的想法是“无大牛也无熊”形态上,这是1849点以来的一波4浪调整。根据交替原则及1浪和4浪回折比例之和趋向1,最大1.2判断,本轮调整当属于平衡型,基本目标在2980点附近,极限低点不会跌破2700点。

金牛操盘

北京晋商汇富资产管理中心刘敬:高净值客户推动牛市持续



□本报记者 赵同刚

北京晋商汇富资产管理中心执行合伙人刘敬日前接受中国证券报记者采访时表示,在政策利好的引导下,随着高净值客户的资金来源不断入市,始于去年下半年的这轮牛市有望持续。

在私募投资圈内习惯被称为“投资者老牛”的刘敬,自2004年独创出“钓鱼理论”投资模式以来,凭借着在股价相对低位的“水面钓鱼”、股价相对高位“山上放鹰”操作思路,近十年来实现年化收益率近100%。对此,中国证券报记者从其展示的一个操作账户与其微博中,得到了证实。

刘敬认为,在政府深化国企改革、盘活存量资产的大背景下,活跃股市有着重要意义。在这样大的政策背景下,股市具备进一步走牛的条件。尤其是在当前房地产、矿业等传统产业不景气的背景下,一些高净值客户正在将其资产从这些领域和银行理财产品转移到股市中来,这从其最近募集资金、与客户沟通过程中可以明显感觉出来。虽然刘敬看好股市,但他并不看好目前的大盘蓝筹股。他认为,经过去年底的大幅拉升,券商、地产等大盘股估值基本已经一步到位,未来走势将会

呈现分化。其相对看好保险行业,因为随着股市活跃,保险公司证券投资收益会水涨船高。

尽管刘敬认为股市未来会持续走牛,但他在实际投资过程中往往淡化指数,更注重自下而上选择个股。2015年,他认为无论是主板,还是中小板、创业板都有投资机会。关键是从国家政策支持的行业中挑选出好公司,长期持有将会获得不错回报。他尤其重视更换了实力雄厚大股东的公司,或者有实力强大股东参与定增的公司。这些股东往往会给上市公司带来优质资产,从而促使公司业绩出现拐点,股价随后会出现大幅上涨。刘敬表示,他一般会选择一些股价从高位下来后长期低迷的公司进行重点跟踪,一旦公开信息表明有实力强大的股东介入,他就会把握住这种“价值投机”时点。

刘敬表示,自己奉行“价值投机”的理念,近十几年来,主要投资了十几只股票,每次买入后一般至少持有半年到一年,获利50%以上再考虑兑现,很少短炒。持股的近两年时间里,会遇到股价波动,这时候就需要忍耐。基于对股东实力和上市公司的信心,会坚定自己认可所持股票的投资价值。

“最好远离市场,这样才不会被市场每天的波动所左右。”刘敬表示,统计后不难发现,沪深两市有30%的股票近10年涨了10倍。但是,大多数投资者并没有获得如此高的回报,主要原因就是离市场太近,很多投资者在市场短线波动中追涨杀跌,难免造成亏损不断。

“机会是等来的,股价下跌才是买入机会。”刘敬表示,只要股价跌到了自己认为便宜的相对低点,就会分批买入,摊低成本,到了高位再分批卖出,这正是“钓鱼理论”的精髓。